



Банк России

№ 7 (35)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ **Макроэкономика и рынки**

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ОКТАБРЬ 2019

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. ИТОГИ	5
1.1. Инфляция	5
1.1.1. В сентябре снижение инфляционного давления продолжилось	5
1.1.2. Разрыв между оценками трендовой инфляции увеличился	10
1.1.3. Снижение цен производителей в сентябре	12
1.2. Экономическая динамика	13
1.2.1. Рост выпуска продукции базовых отраслей в сентябре ускорился	14
1.2.2. Некоторое замедление квартальных темпов роста промышленности	15
1.2.3. Опросные индикаторы – предвестники роста или замедления деловой активности?	19
1.2.4. Доходы населения ускорили рост, потребление – замедлило	24
1.2.5. Динамика российского авторынка в сентябре: объем продаж стабилен	28
1.2.6. Уровень безработицы в сентябре временно увеличился	30
1.2.7. Платежный баланс в III квартале: профицит СТО сокращается, потоки капитала стабилизировались	32
1.2.8. Рост рублевого корпоративного и розничного кредитования в сентябре оставался на уровне августа.	35
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	39
1.3.1. ФРС приступила к техническому расширению баланса	39
1.3.2. Российские финансовые рынки отыгрывали ожидания смягчения денежно-кредитной политики Банка России	47
1.3.3. Рост активности сланцевых компаний замедляется	51
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ	59
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	59
2.1.1. Передышка в ухудшении динамики экономической активности	59
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	60
2.2.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики остается ниже потенциала	60
2.2.2. Аналитики скорректировали вниз ожидания по траектории ключевой ставки	61
3. Фокус-секция: увеличение производства сельскохозяйственной продукции внесло вклад в замедление инфляции	63

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 25.10.2019.

Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.

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

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Итоги

- В сентябре годовая инфляция понизилась до 4%. Она еще продолжит замедляться и в январе опустится до 3% под действием дезинфляционных факторов, в основном временных, а также в связи с прекращением действия эффекта базы, связанного с НДС и индексацией тарифов на коммунальные услуги в январе 2019 года. Месячный рост цен наиболее устойчивых компонентов потребительской корзины также уменьшился и опустился ниже уровня, соответствующего 4% в расчете на год. В результате принятых решений по денежно-кредитной политике, которые действуют с временным лагом, а также более активного расходования бюджетных средств инфляция по мере прекращения действия временных факторов закрепится вблизи 4%. При этом все еще повышенные и незаякоренные инфляционные ожидания указывают на сохранение связанных с этим среднесрочных проинфляционных рисков. Несмотря на рост кредитования, экономическая активность в III квартале в целом была пониженной, в основном из-за неблагоприятных внешнеэкономических факторов. Вместе с тем рост ВВП в III квартале в годовом выражении ускорился, в том числе благодаря росту в сельском хозяйстве. В ближайшие два квартала ожидается некоторое ускорение темпов роста экономики в целом. Этому будет способствовать оживление бюджетных расходов, смягчение денежно-кредитных условий и в целом благоприятная ситуация на российском финансовом рынке.
 - Динамика потребительских цен, текущий уровень инфляционного давления в экономике и превалирование краткосрочных дезинфляционных рисков указывают на дальнейшее замедление инфляции в ближайшие месяцы. Возврат инфляции к 4% произойдет к концу 2020 г. по мере оживления экономической активности и прекращения действия временных дезинфляционных факторов.
 - Рост российской экономики в III квартале ускорился в годовом сопоставлении. Вместе с тем темпы роста остаются пониженными из-за уменьшения экспорта в условиях торможения мировой экономики, неблагоприятных демографических тенденций и других структурных и институциональных проблем в российской экономике. В ближайшие кварталы бюджетные расходы и смягчение денежно-кредитных условий будут способствовать общему росту спроса в экономике, в то время как замедление инфляции поддержит рост реальных доходов населения и потребительский спрос.
 - Умеренный аппетит к риску на глобальных финансовых рынках, включая российский, сохраняется в связи со смягчением монетарной политики большинством центральных банков крупнейших стран мира на фоне роста рисков для мировой экономики. Вместе с тем существует значительная неопределенность, связанная со способностью центральных банков предотвратить сползание мировой экономики в рецессию в условиях продолжающихся торговых споров.

2. Взгляд в будущее

- Согласно индексной оценке ВВП, рост российской экономики во втором полугодии останется пониженным относительно потенциала, прежде чем ускориться в начале 2020 года.

3. Фокус-секция: увеличение производства сельскохозяйственной продукции внесло вклад в замедление инфляции

- В 2019 г. объемы производства большинства видов сельскохозяйственной продукции превысят уровень прошлого года, а по некоторым из них достигнут максимальных исторических показателей. Растущее предложение, стабилизация мировых цен на продовольствие и ограниченные возможности по наращиванию экспорта рядом отраслей вносят значительный вклад в замедление инфляции во втором полугодии.
- Многие производители, сталкиваясь с ростом издержек на фоне высокой конкуренции, абсорбируют их за счет снижения рентабельности. На среднесрочном горизонте это может привести к уходу неэффективных игроков и негативно отразиться на динамике продовольственных цен за счет снижения предложения.

1. ИТОГИ

1.1. Инфляция

Годовая инфляция остается на нисходящем тренде. При этом краткосрочные дезинфляционные риски стали превалировать над проинфляционными после укрепления рубля и успешного завершения сезона уборки в растениеводстве. В результате годовой рост потребительских цен продолжит замедляться в ближайшие месяцы.

Проведенный анализ показал, что за быстрым замедлением инфляции стоит большое количество значимых временных факторов. Вместе с тем в сентябре проявилось и замедление роста цен, отличающихся низкой волатильностью и устойчивостью к действию временных факторов. Месячный темп роста таких цен стал меньше 4% в пересчете на год. Это указывает на возникновение признаков устойчивости дезинфляционных процессов, что при прочих равных условиях создает пространство для смягчения денежно-кредитной политики.

Произошедшие в этом году снижения ключевой ставки, а также происходящая позднее обычного активизация расходования бюджетных средств, с учетом продолжительных временных лагов постепенно вернут инфляцию к 4% к концу 2020 года. Фактором возврата инфляции к цели могут стать и сохраняющиеся повышенными инфляционные ожидания.

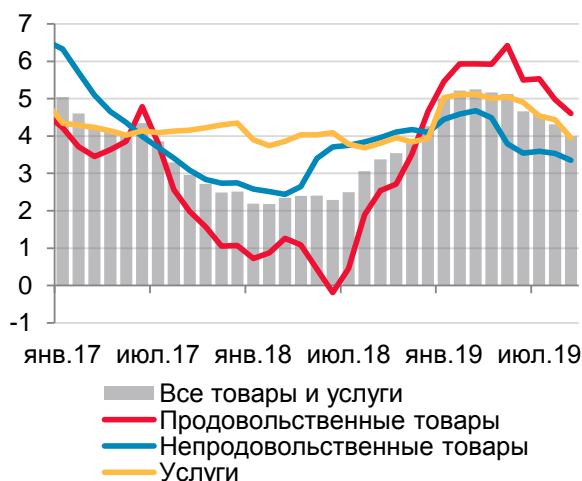
На среднесрочном горизонте проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Среди основных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, неопределенность бюджетной политики. Действие этих разовых факторов может через возможные вторичные эффекты, связанные со все еще повышенными и незаякоренными инфляционными ожиданиями бизнеса и населения, приводить к повышению инфляционного давления.

1.1.1. В сентябре снижение инфляционного давления продолжилось

- В сентябре инфляция замедлилась до 3,99% г/г с 4,31% г/г в августе. Снижение роста цен отмечается по всем трем основным компонентам ИПЦ.
- За месяц цены снизились на 0,16%, что ниже траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год. Сезонно сглаженный рост цен замедлился до 0,18% м/м (или до 2,15% в аннуализированном выражении).
- Сдерживающее влияние на совокупный спрос и инфляцию с некоторым лагом оказывает запаздывающий относительно нормальной сезонности характер расходования средств бюджета в первом полугодии. Ускорение расходования средств во втором полугодии, вероятно, повысит инфляционное давление в конце 2019 – начале 2020 года.
- Оценки модифицированных показателей базовой инфляции понизились, отражая снижение фундаментального инфляционного давления. Однако темпы этого снижения остаются гораздо более сдержанными по сравнению с темпами снижения общего роста потребительских цен.

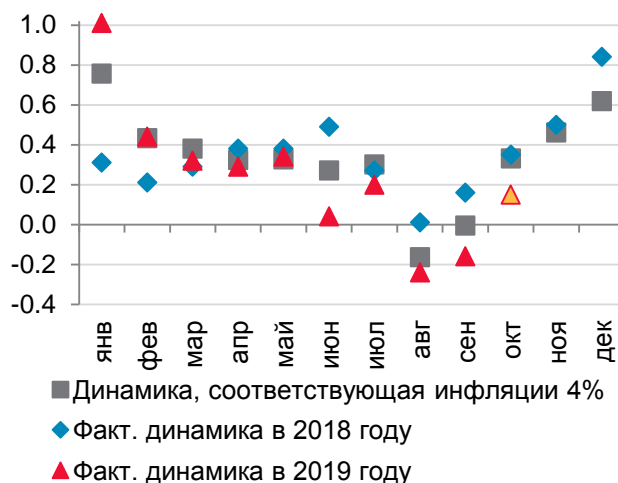
Согласно данным Росстата, в сентябре снижение потребительских цен составило 0,16% м/м, что привело к замедлению инфляции до 3,99% г/г с 4,31% г/г в августе (Рисунок 1). Снижение годового темпа роста потребительских цен произошло во всех основных сегментах.

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



Источник: Росстат.

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



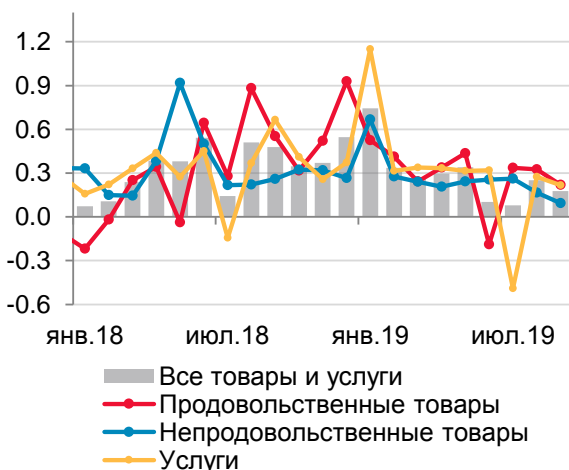
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Значение за октябрь 2019 г. является предварительной оценкой на основе недельной статистики.

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

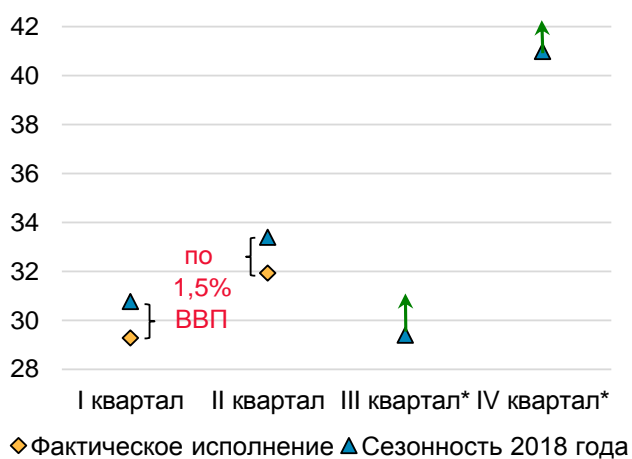
Разрыв с траекторией, соответствующей инфляции 4%, увеличился (Рисунок 2). С учетом сезонного фактора цены выросли на 0,18% м/м в сентябре после 0,25% м/м в августе (Рисунок 3). Замедление роста потребительских цен может быть следствием усиления ограничений со стороны спроса, в том числе временного характера.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Непроцентные расходы расширенного бюджета в 2019 г., за квартал, % ВВП

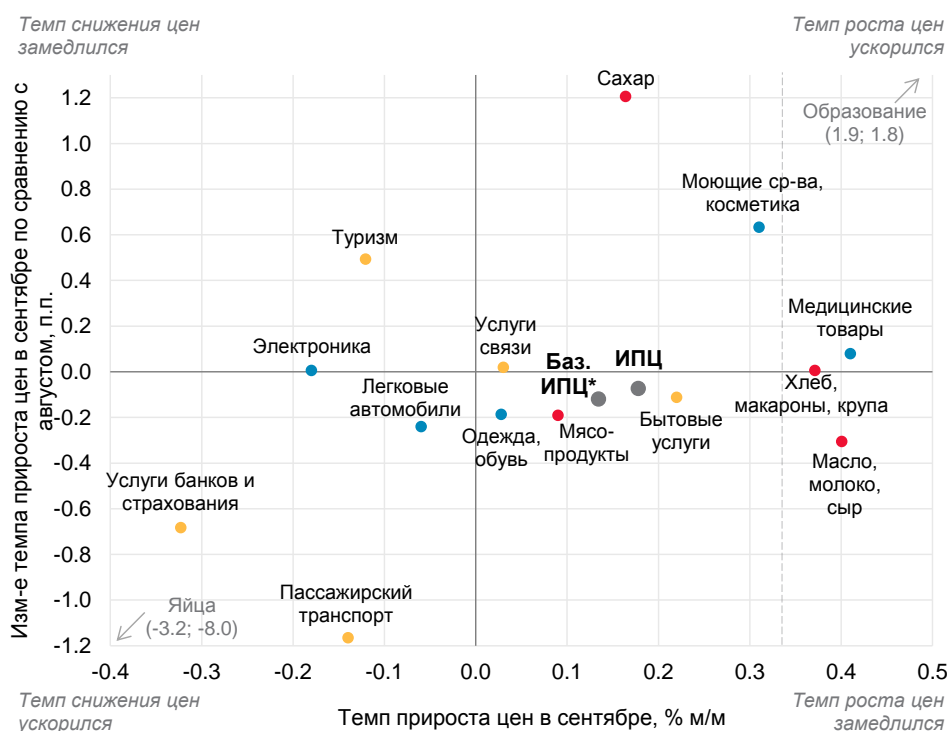


Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

* III квартал – оценка, IV квартал – прогноз.

В частности, значительное сдерживающее влияние на совокупный спрос и инфляцию могло оказать запаздывающее относительно нормальной сезонности расходование средств бюджета. В I и II кварталах непроцентные расходы расширенного бюджета оказались на 1,5% ВВП ниже уровней, соответствующих сезонности расходования средств в 2018 г. (Рисунок 4). Наши оценки влияния на инфляцию единовременной пенсионной выплаты в январе 2017 г. показали эластичность инфляции по трансфертам населению из бюджета (в % ВВП): 0,15–0,2 для того же квартала и 0,25–0,3 для следующего квартала при сохранении повышенного уровня расходов. Отсюда максимальный сдерживающий эффект на инфляцию от недорасходования бюджетных средств объемом 1,5% ВВП на протяжении двух кварталов подряд составляет 0,25–0,3 п.п. в I квартале и 0,4–0,45 п.п. – во II квартале. Однако фактическое влияние на инфляцию в I–II кварталах 2019 г., видимо, было значительно меньше с учетом того, что недорасходование бюджетных средств было сосредоточено в статьях, влияние которых на инфляцию меньше, реализуется с большим лагом и больше растянуто во времени. Отметим также, что в III квартале расходование по непроцентным статьям расширенного бюджета по оценке значительно активизировалось, что, вероятно, компенсирует сдерживающее влияние на инфляцию со стороны бюджета во втором полугодии и окажет некоторое инфляционное давление в конце 2019 – начале 2020 года.

Рисунок 5. Сезонно сглаженные темпы роста цен в сентябре и их изменение относительно августа, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

* Баз. ИПЦ – модифицированный показатель базовой инфляции, рассчитанный методом усечения.

Пунктирной линией обозначен уровень, соответствующий инфляции 4%.

Темп роста цен непродовольственных товаров оценивается в 0,09% м/м SA, что является минимальным уровнем за весь рассматриваемый период (с 2002 г.). Продовольственные товары и услуги подорожали на 0,22% м/м SA.

Пониженный рост цен на непродовольственные товары может быть следствием продолжающегося дезинфляционного влияния со стороны укрепления рубля в первом полугодии 2019 года. В частности, на это указывает пониженный уровень медианы распределения темпов приростов цен товаров, имеющих сильную зависимость от динамики курса (Рисунок 6).

Рисунок 6. Медиана роста цен товаров и услуг, сильно и слабо зависимых от динамики курса



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

* Номинальный эффективный курс рубля. Плюс означает обесценение российского рубля к иностранным валютам, минус – укрепление российского рубля к иностранным валютам.

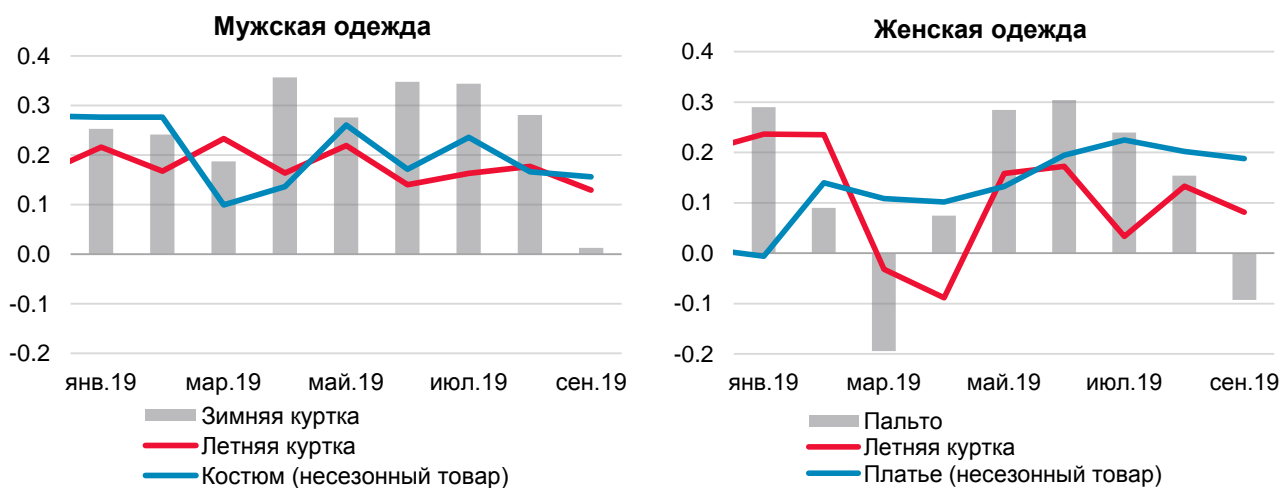
Среди непродовольственных товаров стоит отдельно отметить замедление темпов роста цен на одежду и обувь (Рисунок 5). С одной стороны, оно может быть следствием сдержанной динамики курса. Между заключением контрактов на импорт и поступлением товаров на потребительский рынок существует определенный временной лаг. Вполне возможно, что в цены на одежду и обувь на осенне-зимний период был заложен курс рубля, наблюдавшийся еще весной, то есть в период наиболее заметного укрепления рубля.

С другой стороны, наблюдаемое замедление роста цен может быть связано с методологическими особенностями наблюдения за ценами на сезонные товары. Фактические цены на осенне-зимние виды одежды и обуви, регистрируемые Росстатом в сентябре, оказались ниже оценок, которые рассчитывались в течение летних месяцев в целях замещения отсутствующих цен¹. Косвенным подтверждением этому служит

¹ Это особенность расчета динамики цен сезонных товаров в несезонный период, когда их нет в магазинах. Росстат предполагает, что их цены изменяются так же, как цены на товары текущего сезона.

существенное снижение сезонно сглаженных темпов роста цен на зимнюю одежду при относительно стабильной динамике цен на летние и несезонные категории (Рисунок 7). В зависимости от характера дальнейшей ценовой динамики можно будет делать более определенные выводы о причинах наблюдаемого замедления роста цен.

Рисунок 7. Сезонно сглаженный рост цен на отдельные категории одежды, % м/м



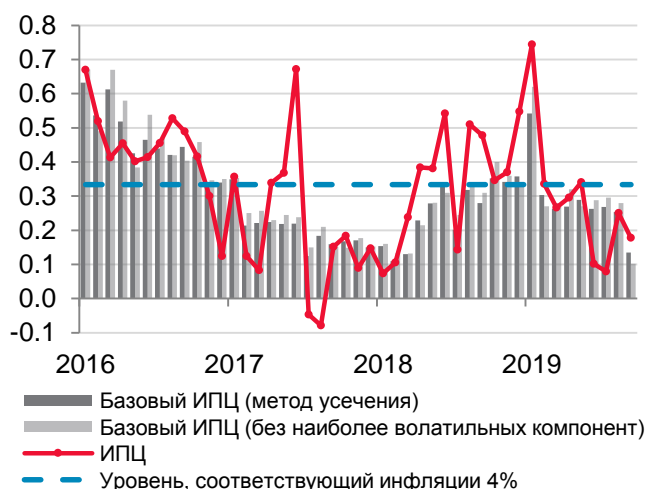
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В сентябре оценки модифицированных показателей базовой инфляции заметно снизились, оказавшись ниже уровня общего ИПЦ (Рисунок 8). Расчет аналогичных показателей на данных с большей глубиной дезагрегации дал несколько иные результаты: среднее из оценок в сентябре составило 0,20% (в июле–августе 0,22–0,23%) (Рисунок 9). Небольшое снижение оценок, рассчитанных на расширенной выборке, по сравнению с гораздо более заметным снижением оценок, полученных при «классическом» расчете, говорит в пользу того, что причиной наблюдаемого в сентябре существенного снижения модифицированных показателей базовой инфляции являются методологические особенности построения показателей, которые не позволяют в полной мере очистить их динамику от влияния разовых/временных факторов.

Принимая во внимание существенное дезинфляционное воздействие со стороны временных факторов (в том числе низких темпов расходования бюджетных средств) в совокупности с временными лагами влияния решений по денежно-кредитной политике, снижение фундаментального инфляционного давления, на которое указывает динамика оценок модифицированных показателей базовой инфляции, может оказаться временным. При этом важно отметить, что темпы этого снижения остаются гораздо более сдержанными по сравнению с темпами снижения общего роста потребительских цен.

Например, в весенне-летний период в магазинах одежды (кроме узко специализированных) не продается зимняя одежда. В такие периоды Росстат предполагает, что характер динамики цен на зимнюю одежду схож с динамикой цен на весенне-летнюю одежду.

Рисунок 8. Модифицированные показатели базовой инфляции, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Оценки модифицированных показателей базовой инфляции с применением разной глубины дезагрегации, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В октябре динамика потребительских цен оставалась сдержанной. Согласно оперативным данным Росстата, за 1–21 октября потребительские цены выросли на 0,13%, что значительно ниже прироста цен, наблюдаемого в аналогичный период прошлого года (0,33%), – оценка инфляции в скользящем годовом выражении понизилась до 3,8%. Существенное сдерживающее влияние на динамику потребительских цен продолжают оказывать низкие темпы роста цен на продовольствие.

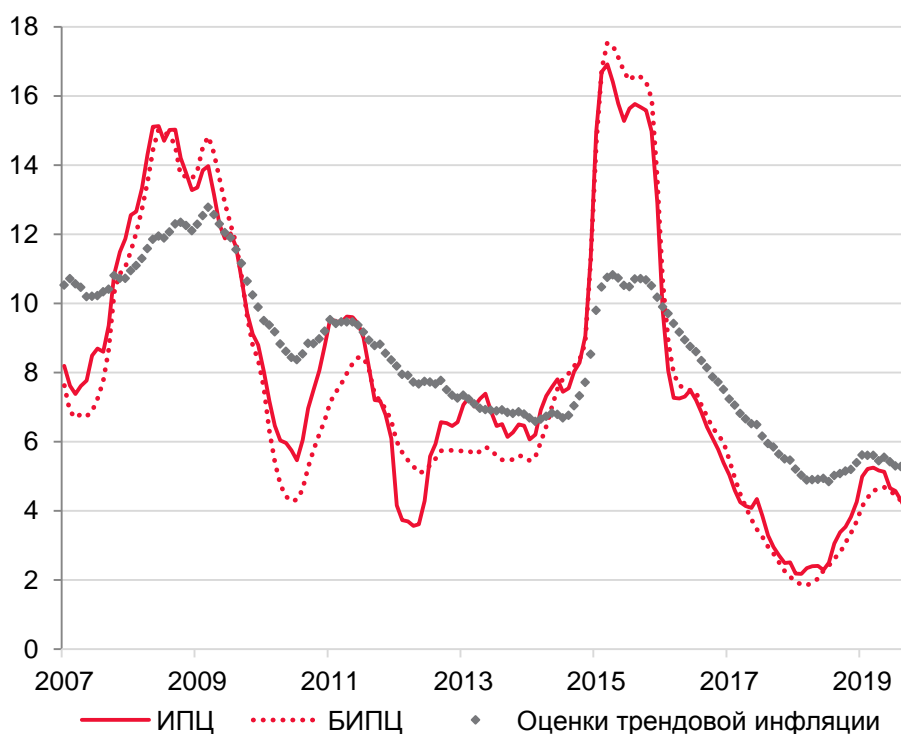
С учетом недельных данных мы ожидаем, что рост потребительских цен по итогам октября вновь окажется ниже траектории, соответствующей инфляции 4% (Рисунок 2). По нашей предварительной оценке, октябрьский ИПЦ составит 0,1–0,2% м/м, что соответствует сезонно сглаженному росту цен примерно в таком же диапазоне и годовой инфляции на уровне 3,7–3,8%.

1.1.2. Разрыв между оценками трендовой инфляции увеличился

- Оценка трендовой инфляции в сентябре 2019 г. немного выросла – до 5,30% с 5,28% в августе (Рисунок 10). Незначительный рост оценки трендовой инфляции при заметном снижении показателя общего роста цен может указывать на весомый вклад временных факторов в замедление инфляции на потребительском рынке.
- При этом оценка трендовой инфляции, рассчитанная на более коротком трехлетнем временном интервале, продолжила снижение, составив 3,72% в сентябре после 3,86% в августе (Рисунок 11). Динамика показателя, рассчитанного на коротком интервале, более чувствительна к изменениям текущей динамики цен, которая в данный момент носит дезинфляционный характер.

- Снижение трендовой инфляции, рассчитанной на трехлетнем интервале, вызвано также причинами технического характера, поскольку связано с уходом из базы расчета повышенных темпов роста цен 2016 года. В 2020 г. похожее «техническое» снижение можно ожидать и в оценках трендовой инфляции, рассчитанной на пятилетнем временном интервале, поскольку из расчета будут уходить высокие значения инфляции 2015 года.
- Такое «техническое» замедление трендовой инфляции пока нельзя однозначно интерпретировать как уменьшение инфляционного давления. По мере исчерпания эффекта высокой статистической базы 2015–2016 гг. динамика показателей трендовой инфляции позволит делать более определенные выводы о характере инфляционного тренда.

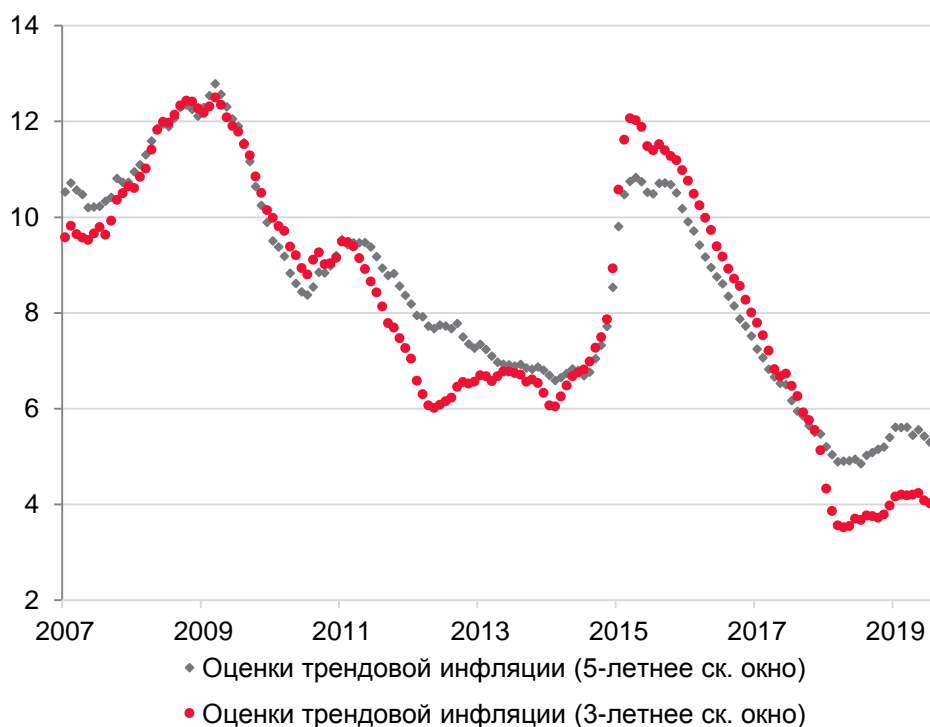
Рисунок 10. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России², % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

² Данный показатель трендовой инфляции рассчитывается на скользящем 5-летнем периоде.

Рисунок 11. Оценки трендовой инфляции, рассчитанные на 3- и 5-летнем скользящих периодах, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.3. Снижение цен производителей в сентябре

- В сентябре цены производителей промышленных товаров понизились на 1,22% г/г после роста на 0,27% г/г в августе (Рисунок 12). Снижение отмечается в динамике цен производителей как добывающих, так и обрабатывающих отраслей.
- Существенный отрицательный вклад в общий показатель вносит динамика цен производителей отраслей, связанных с энергоресурсами (добыча нефти, производство нефтепродуктов), что обусловлено снижением мировых цен на нефть.
- Темпы роста цен производителей многих потребительских товаров продолжают оставаться ниже темпов роста потребительских цен (Рисунок 13). Это указывает на отсутствие давления со стороны цен производителей на цены на потребительском рынке.

Рисунок 12. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 13. Изменение цен на некоторые товары³, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Показатель динамики 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.

1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики, по оценкам, остается пониженным, несколько ускорившись по сравнению с началом года. Замедление мировой экономики продолжает негативно сказываться на динамике российского экспорта. В результате рост российской экономики, вероятно, останется ниже потенциала, несмотря на сохраняющийся положительный кредитный импульс от роста кредитования, который поддерживает внутренний спрос в экономике. Постепенно смягчаясь, денежно-кредитные условия в настоящее время как минимум не препятствуют росту экономической активности.

Постепенное оживление бюджетных расходов и смягчение денежно-кредитных условий ускорят рост российской экономики в ближайшие кварталы при отсутствии значимых внешнеэкономических шоков, среди которых – дальнейшее торможение мировой экономики.

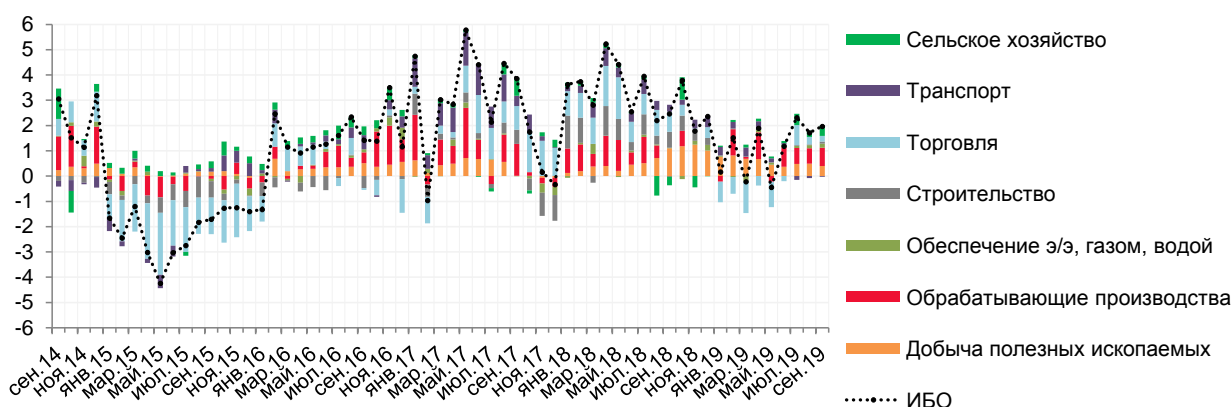
³ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясopодуkты, рыбopодуkты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют более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

1.2.1. Рост выпуска продукции базовых отраслей в сентябре ускорился

- В сентябре выпуск продукции базовых отраслей в годовом выражении ускорился. В результате, в III квартале значение индекса базовых отраслей (ИБО)⁴ значительно превысило значение II квартала, что, вероятно, позитивно отразится на динамике ВВП.
- Улучшение произошло за счет практически всех отраслей, за исключением добычи полезных ископаемых и розничной торговли.

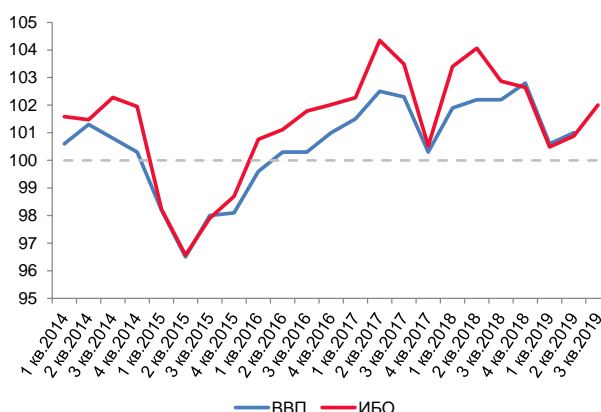
В сентябре рост выпуска продукции базовых отраслей (ИБО) ускорился до 2,0% г/г с 1,7% г/г месяцем ранее (Рисунок 14). Таким образом, рост выпуска базовых отраслей в среднем за III квартал в годовом выражении ускорился до 2,0% г/г с 0,9% г/г за II квартал (Рисунок 15). Учитывая высокую корреляцию в динамике выпуска базовых отраслей и ВВП, это позволяет ожидать ускорения годового роста ВВП в III квартале.

Рисунок 14. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2014–2019 гг., % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁴ Индекс базовых отраслей рассчитан путем агрегирования семи отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, выпуска продукции обрабатывающей промышленности, грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли, по видам деятельности «Водоснабжение; водоотведение...», «Обеспечение электроэнергией, газом и паром...», «Строительство» с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС России в 2016 году.

На ускорение роста выпуска повлияло улучшение динамики практически во всех базовых отраслях, за исключением добычи полезных ископаемых и розничной торговли, где наблюдалось замедление темпов роста. Наибольший рост среди базовых отраслей в сентябре отмечался в *сельском хозяйстве* (+5,6% г/г), что связано со сбором более высоких (чем годом ранее) объемов урожая основных сельхозкультур: зерновых и зернобобовых (на 8% г/г), подсолнечника (на 58% г/г), сахарной свеклы (на 16% г/г). Также выросли показатели в животноводстве, в том числе в мясном (+4,7% г/г) и молочном (+3,1% г/г) направлениях.

В торговой деятельности основной положительный вклад в сентябре пришелся на *оптовые продажи* (+4,6% г/г), чему способствовали в том числе растущие объемы выпуска обрабатывающих производств. В *розничном звене* в сентябре замедление роста продолжилось (+0,7% г/г против +0,8% г/г в августе) из-за замедления в продовольственном сегменте (+0,4% г/г после +0,6% г/г).

В *строительстве* в сентябре объемы работ немного увеличились после околонулевой динамики в течение 2019 г. (до +0,8% г/г с +0,3% месяцем ранее). Наличие позитивных тенденций, которые могут способствовать дальнейшему росту годовых показателей в отрасли, показывает и обследование Росстатом предприятий строительной отрасли. По результатам обследования, в III квартале относительно прошлого года наблюдается улучшение деловой активности в строительстве, в том числе за счет роста портфеля заказов, а также увеличения уровня загрузки мощностей и физического объема работ.

В *транспортном комплексе* выпуск продолжает сокращаться, хотя меньшими темпами, чем в августе (-0,2% г/г после -0,6% г/г в августе). В сентябре на динамику показателей в большей степени повлияло падение грузооборота на трубопроводном транспорте (-0,4% г/г), в то время как перевозки на железнодорожном транспорте после нескольких месяцев падения начали расти (до +1,3% г/г после -2,0 г/г в августе). На трубопроводном транспорте отставание от прошлого года произошло, скорее всего на фоне замедления добычи сырой нефти и газа, а также снижения выпуска нефтепродуктов.

1.2.2. Некоторое замедление квартальных темпов роста промышленности

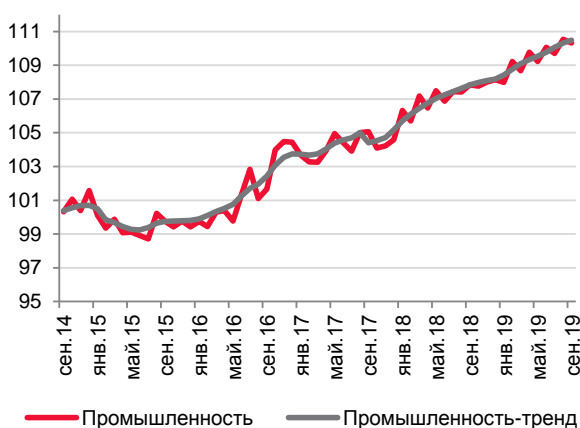
- Рост промышленного производства в сентябре ускорился до 3,0% г/г при снижении на 0,2% м/м SA по сравнению с августом.
- Добыча нефти в России в сентябре снизилась, но по-прежнему несколько превышает квоту ОПЕК+.
- Выпуск обрабатывающей промышленности в сентябре снизился на 0,4% м/м SA за счет сокращения в крупных отраслях: производстве прочих транспортных средств и нефтепереработке. Несмотря на замедление в III квартале после ускорения в II квартале, вызванного действием временных факторов, отчетливый положительный тренд в динамике сохраняется.

В сентябре сохранились высокие годовые темпы роста промышленного производства. После 2,8 и 2,9% г/г в июле и августе соответственно, в сентябре прирост составил 3,0% г/г. По итогам 9 месяцев 2019 г. промышленный выпуск вырос на 2,7% г/г. Однако, несмотря на годовой прирост, по оценкам ДИП, в сентябре промышленность сократилась на 0,2% м/м SA (Рисунок 16). В целом в III квартале рост промышленности замедлился до 0,45% к/к SA после 1% к/к SA во II квартале.

Снижение промышленного производства в сентябре относительно августа обусловлено сокращением как в добыче, так и в обработке. В добыче годовой рост замедлился до 2,5% г/г, а относительно августа снижение составило 0,2% м/м SA. В целом же за III квартал наблюдалось ускорение роста – до 1% к/к SA с 0,4% к/к SA во II квартале в основном за счет увеличения объема оказываемых услуг и добычи прочих полезных ископаемых.

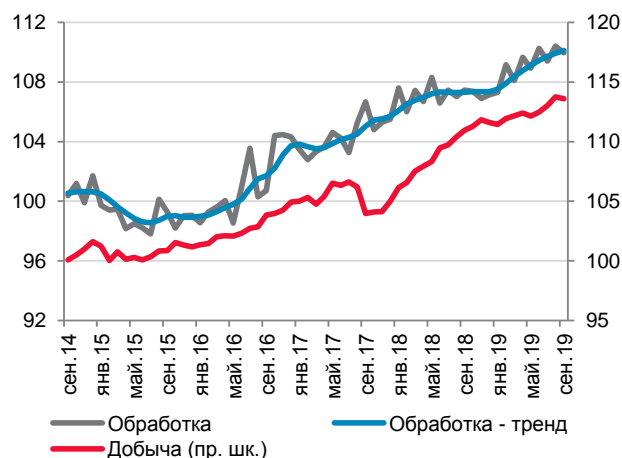
В сентябре суточная добыча нефти сократилась на 0,4%, оставаясь выше уровня, определённого соглашением ОПЕК+. На снижение добычи полезных ископаемых в сентябре также оказало влияние резкое сокращение объема оказываемых в этой сфере услуг (-9,1% м/м SA). Месячная динамика этого показателя очень волатильна. В целом тренд на рост в данной отрасли сохраняется. В ближайшие годы она будет демонстрировать опережающую динамику по сравнению с объемам добычи нефти и газа из-за увеличения сложности и интенсивности добычи. Продолжается негативный тренд в добыче металлических руд (-2,3% м/м SA в сентябре). Добыча угля в сентябре продолжила восстановление третий месяц подряд (+0,9% м/м SA), достигнув уровня декабря прошлого года. Рост добычи сопровождается позитивной динамикой экспортных поставок, однако их объём пока не достиг уровней середины прошлого года, с которого началось падение экспорта угля.

Рисунок 16. Динамика индекса промышленного производства (2002 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

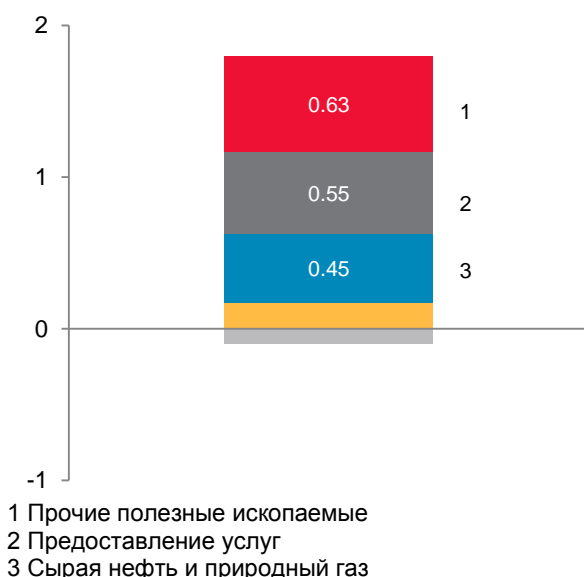
Рисунок 17. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2002 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

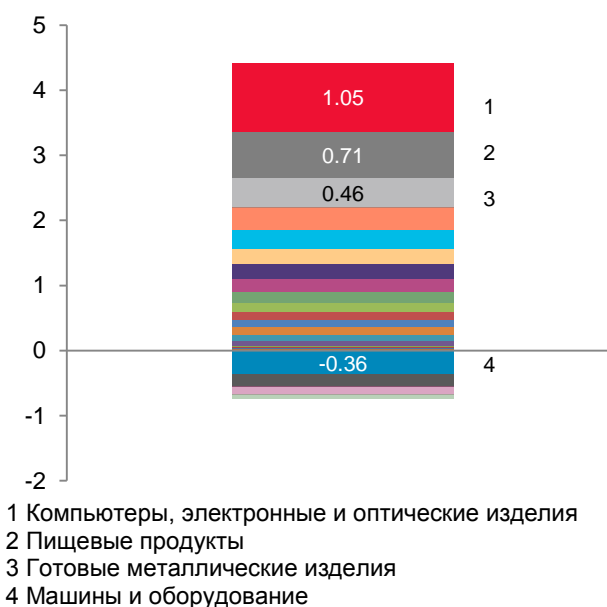
Годовой рост обрабатывающей промышленности в сентябре ускорился до 3,2% г/г (Рисунок 19) в том числе за счет действия календарного фактора⁵. За 9 месяцев 2019 г. рост составил 2,2% г/г. Несмотря на высокий показатель в терминах год к году, относительно августа обрабатывающая промышленность продемонстрировала ожидаемое снижение – на 0,4% м/м SA. Месячная динамика обработки, как обычно, волатильна: после роста обязательно следует откат, однако тренд на постепенный рост сохраняется. За III квартал 2019 г. выпуск обработки увеличился на 0,3% к/к SA, тогда как за II квартал рост составил 1,3% к/к SA (высокие темпы роста во II квартале объясняются, в том числе, значительным всплеском производства электроники, связанным с временными факторами).

Рисунок 18. Вклады отдельных отраслей в прирост добывающей промышленности в сентябре, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Вклады отдельных отраслей в прирост обрабатывающей промышленности в сентябре, % г/г



Основным сдерживающим фактором в сентябре являлась неустойчивая динамика производства прочих транспортных средств (в сентябре выпуск упал на 12% м/м SA). В годовом выражении эта отрасль снизила свое негативное влияние на обработку из-за эффекта низкой базы: в сентябре прошлого года наблюдалось еще более резкое падение выпуска в этой отрасли.

В сентябре отрицательный вклад в динамику обрабатывающей промышленности внесла и другая крупная отрасль – нефтепереработка (-0,7% м/м). В этом секторе сохраняется волатильность, однако выпуск остается на уровне, превышающем показатели летних месяцев, когда наблюдались проблемы с нефтепроводом «Дружба».

Среди других отраслей *промежуточного спроса* снижение продемонстрировала химическая промышленность (-1,6% м/м SA), однако положительный тренд в ее динамике сохраняется. Крупная отрасль *промежуточного спроса* – металлургия в сентябре

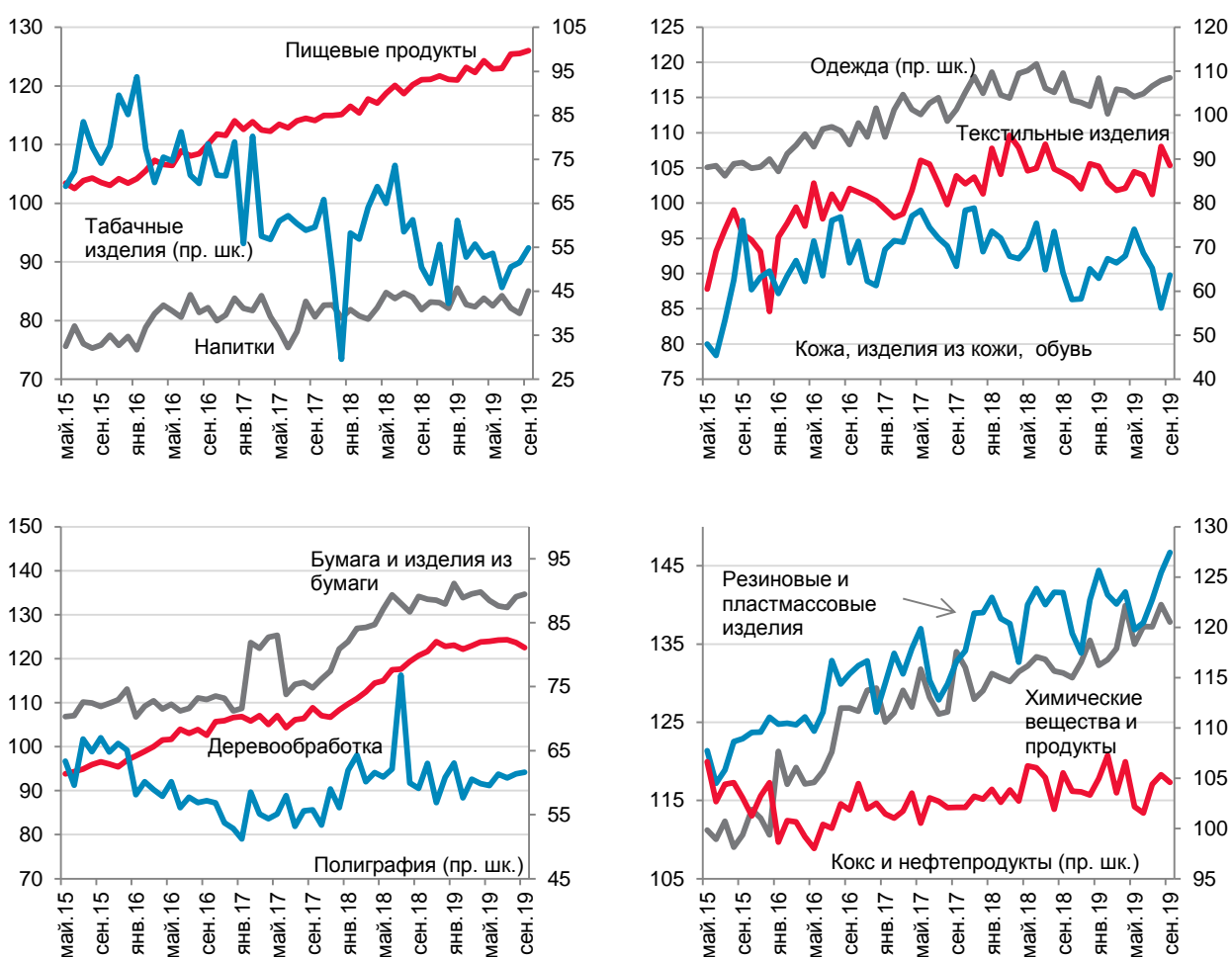
⁵ В сентябре 2019 г. было на один рабочий день больше, чем в сентябре 2018 года.

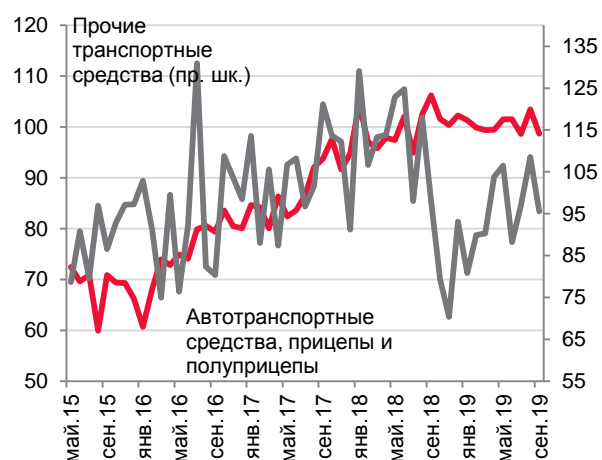
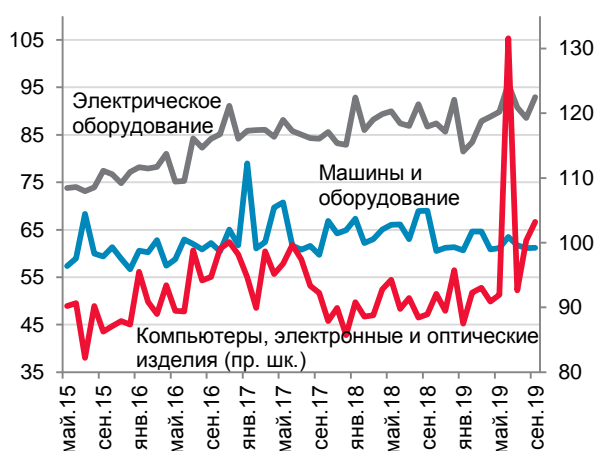
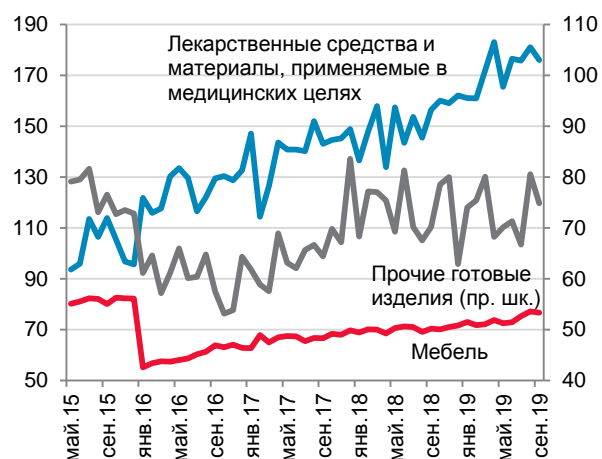
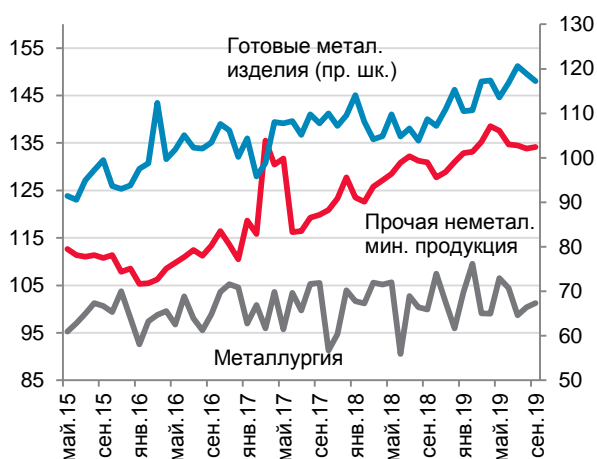
продemonстрировала рост на 0,8% м/м SA за счет выпуска цветных и драгоценных металлов, ядерного топлива. Черная металлургия сохраняет негативный тренд на фоне неблагоприятной конъюнктуры на мировых рынках в связи с низким спросом за пределами Китая.

Выпуск крупнейших отраслей *потребительского спроса*, – пищевой промышленности и производства напитков, увеличился в сентябре на 0,4% м/м и 4,8% м/м соответственно, в том числе на фоне хорошего урожая. В большинстве других отраслей потребительского спроса в отчетном месяце наблюдалось снижение.

В отраслях *инвестиционного спроса* в сентябре наблюдался рост. Выпуск строительных материалов после трех месяцев падения стабилизировался, демонстрируя слабый рост: +0,3% м/м SA на фоне увеличения погрузки строительных материалов по железной дороге на 7,6% г/г в сентябре. Производство электронного и электрического оборудования в сентябре прибавило 2,8 и 5% м/м SA соответственно. Практически на уровне августа остался выпуск машин и оборудования (+0,1% м/м). В прошлом году в августе–сентябре наблюдался всплеск производства, поэтому в годовом выражении выпуск отрасли существенно снизился (-10,1% г/г), что отразилось на годовой динамике обработки в целом.

Рисунок 20. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, декабрь 2012=100%, сезонность устранена*





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

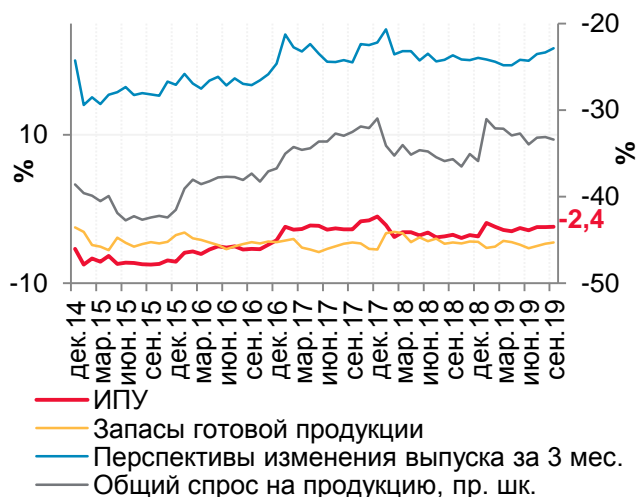
1.2.3. Опросные индикаторы – предвестники роста или замедления деловой активности?

- Результаты опросов Росстата (индекс промышленной уверенности (ИПУ) в обрабатывающей и добывающей промышленности) не демонстрируют негативных тенденций в оценках деловой активности. Индексы демонстрируют незначительные, но все же положительные приросты в основном за счет хороших оценок перспектив выпуска.
- Индексы PMI в обработке и сфере услуг продемонстрировали разнонаправленное движение: снижение в обработке вследствие падения выпуска и новых заказов и уверенный рост в сфере услуг на фоне увеличения внутреннего спроса.
- Различия в динамике опросных показателей обусловлены разной структурой выборок и отличающимися методологиями расчетов. На этом фоне с методологической точки зрения более предпочтительно, по нашему мнению, ориентироваться на данные опросов PMI.

- В свою очередь, несоответствие между последними слабыми опросными данными PMI обрабатывающего сектора и позитивной августовской статистикой Росстата по промышленному производству указывает на необходимость взвешенной оценки ситуации.
- С одной стороны, ввиду присущей официальной месячной статистике волатильности оптимизм в отношении ситуации в обрабатывающем секторе представляется преждевременным. С другой стороны, снижение в течение одного месяца сводного PMI в обработке ниже пограничной отметки 50 п. может носить технический характер и не выступать предвестником будущей рецессии, которая в действительности не соотносится с конкретным показателем баланса ответов респондентов.
- Однако нужно заметить, что при невыраженной динамике производства и слабых тенденциях в инвестиционной активности негативная динамика опросных показателей и в особенности подындexсов PMI, характеризующих инвестиционный контур, все же сигнализирует о рисках продолжения роста экономики ниже потенциала.

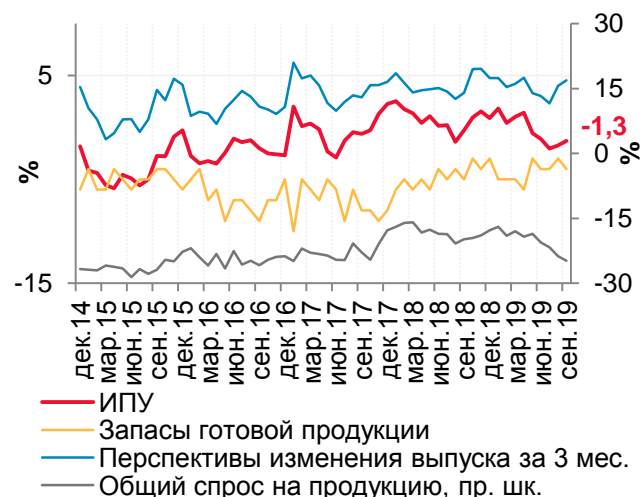
Динамика ИПУ предприятий обрабатывающей промышленности с февраля 2019 г. не показывает значимых существенных изменений. В сентябре индекс прибавил маргинально 0,04 п.п. SA относительно августа (Рисунок 21). По результатам опросов Росстата, оптимизм предприятий обработки касательно будущих объемов производства продолжает расти, хотя оценки текущего спроса не так сильны.

Рисунок 21. Динамика ИПУ и компонент для компаний обрабатывающей промышленности (без малых предприятий), сезонность устранена⁶



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Динамика ИПУ и компонент для компаний добывающей промышленности (без малых предприятий), сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁶ Индекс предпринимательской уверенности (ИПУ) рассчитывается Росстатом по данным опросов предприятий обрабатывающей и добывающей промышленности о деловой активности. Основные компоненты индекса: общий спрос на продукцию, перспективы изменения выпуска за 3 месяца и запасы готовой продукции. Перспективы изменения выпуска за 3 месяца рассчитаны как разность долей респондентов, отметивших «увеличение» и «уменьшение» показателя в следующие 3 месяца (в %). Запасы готовой продукции рассчитаны как разность долей респондентов, отметивших «более чем достаточный» и «недостаточный» размер показателя в текущем месяце (в %). Общий спрос на продукцию рассчитан как разность долей респондентов, отметивших «более чем достаточный» и «недостаточный» размер показателя в текущем месяце (в %).

ИПУ предприятий добывающего сектора в сентябре показал рост деловой активности в секторе (Рисунок 22): индекс растет два месяца подряд (+0,4 п.п. в сентябре после устранения сезонности). Результаты опроса, как и в обработке, свидетельствуют о довольно устойчивом росте оптимизма по поводу будущих объемов, однако динамика оценок текущего спроса для предприятий добычи еще более слабая по сравнению с оценками обрабатывающих компаний.

Для обрабатывающих отраслей оценки ключевых факторов, ограничивающих рост производства, практически не меняются довольно продолжительный период (Рисунок 23). В добыче наблюдается несколько другая ситуация – некоторые значимые факторы наращивают свое влияние (Рисунок 24). Несмотря на снижение ключевой ставки, все большая часть предприятий отмечает высокий процент кредита, одновременно с этим количество фирм, заявляющих о нехватке финансовых средств, в целом в текущем году превышает аналогичную долю в прошлом году.

Индекс IHS PMI обрабатывающих отраслей в сентябре существенно снизился – с 49,1 до 46,3 п. (Рисунок 25). Последний раз индекс был около этой отметки во время кризиса в 2009 году. Значительное снижение индекса было вызвано в первую очередь сокращением производства (соответствующий PMI-индекс упал с 49,9 до 45,2 п.). Снижение выпуска респонденты связывают с падением новых заказов (PMI-индекс заказов снизился с 46,9 п. до 44,2 п.) из-за слабого текущего спроса и трудностей поиска новых клиентов. На фоне сложившихся слабых оценок текущей ситуации производители отметили снижение ожиданий роста объемов производства в следующие 12 месяцев: соответствующий индекс снизился до минимума с конца 2017 года.

Рисунок 23. Динамика оценок факторов, ограничивающих рост производства обрабатывающей промышленности, доля респондентов %

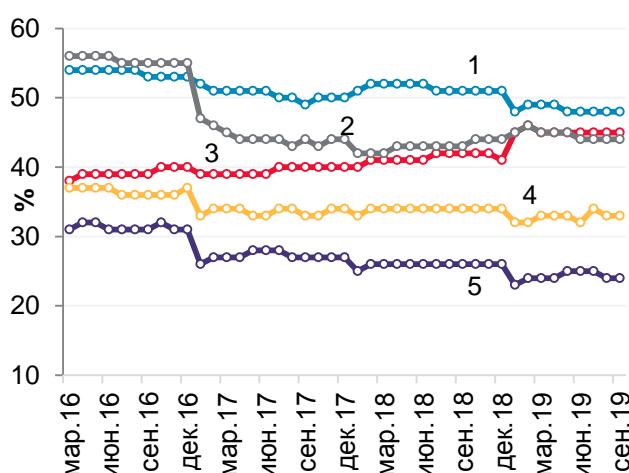
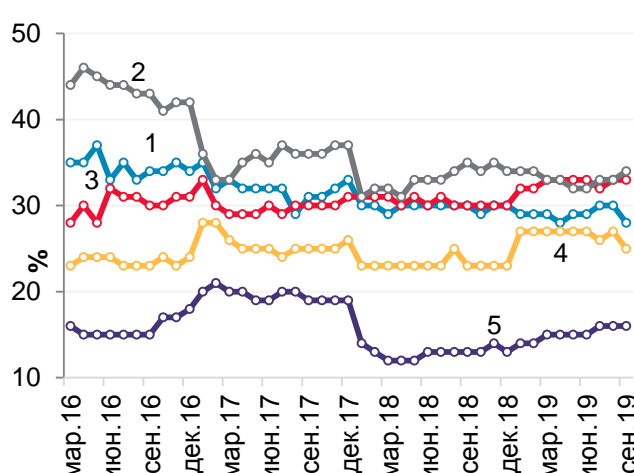


Рисунок 24. Динамика оценок факторов, ограничивающих рост производства добывающей промышленности, доля респондентов %



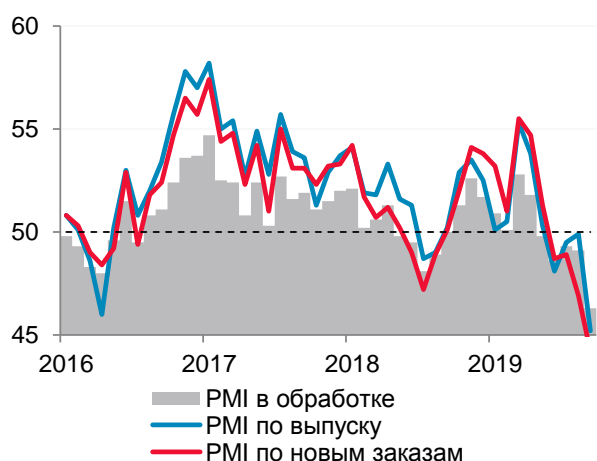
Факторы, ограничивающие рост производства: 1 – недостаточный спрос на внутреннем рынке; 2 – неопределенность экономической ситуации; 3 – высокий уровень налогообложения; 4 – недостаток финансовых средств; 5 – высокий процент коммерческого кредита.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Динамика индекса IHS PMI в сфере услуг в сентябре свидетельствует о продолжении расширения деловой активности в секторе: соответствующий индекс вырос с 52,1 п. до 53,6 п. (Рисунок 26). Драйвером роста стало расширение объема новых заказов (52,1 п.). При этом внешний спрос остается слабым: новые экспортные заказы растут более низкими темпами, чем в начале года. По мере оживления деловой активности в сфере услуг отмечается возобновление роста занятости: впервые с мая респонденты отмечают рост рабочих мест в секторе (индекс по занятости в сентябре составил 50,9 п. против 49,2 п. в августе). Несмотря на положительную динамику оценки текущей ситуации, предприятия сферы услуг более сдержанно оценивают перспективы будущего состояния экономики на фоне сложных условий для малых и средних предприятий: индекс ожиданий продолжил снижаться – с 63,9 до 63,8 п., что является минимумом за полгода.

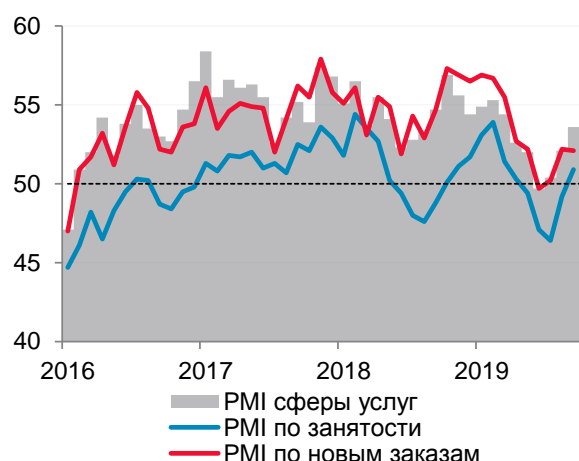
Сводный индекс PMI в результате разнонаправленной динамики его составляющих практически не изменился по сравнению с прошлым месяцем (51,4 п. против 51,5 п. в прошлом месяце).

Рисунок 25. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, п.п.



Источник: IHS Markit.

Рисунок 26. Динамика индексов PMI в сфере услуг, п.п.



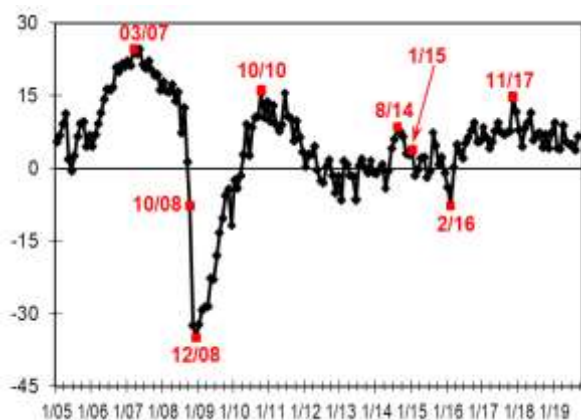
Источник: IHS Markit.

Как можно заметить, результаты различных опросов предприятий указывают на практически противоположные тенденции в экономике. Кроме вышеописанных показателей, обратим внимание еще на несколько опережающих индикаторов (Рисунок 27, Рисунок 28). Динамика опережающих индикаторов различна, так как при их расчетах используются разные выборки по объему и структуре и существенно отличающиеся методологии⁷. В частности, индекс Росстата по обработке в сентябре 2019 г. не показал никаких изменений, индексы ИЭП и Банка России (рассчитывается ДДКП) обозначили рост в обработке, а индекс PMI в этом секторе значительно снизился. В ситуациях резкого изменения показателей важно понимать, является ли это каким-либо сигналом

⁷ PMI охватывает около 300 обрабатывающих предприятий, Индекс промышленного оптимизма (ИПО) ИЭП – около 800 предприятий обрабатывающего и добывающего секторов, Индекс предпринимательской уверенности (ИПУ) Росстата – свыше 3000 предприятий промышленности.

о предстоящем замедлении экономической активности. Однако нужно сказать, что уровень опережающих показателей ничего не говорит о *степени* спада или роста в экономике.

Рисунок 27. Индекс промышленного оптимизма ИЭП, 2005-2019 годы



Источник: ИЭП.

Рисунок 28. Динамика экономической конъюнктуры по основным видам деятельности (баланс ответов, %)



Источник: ДДКП БР.

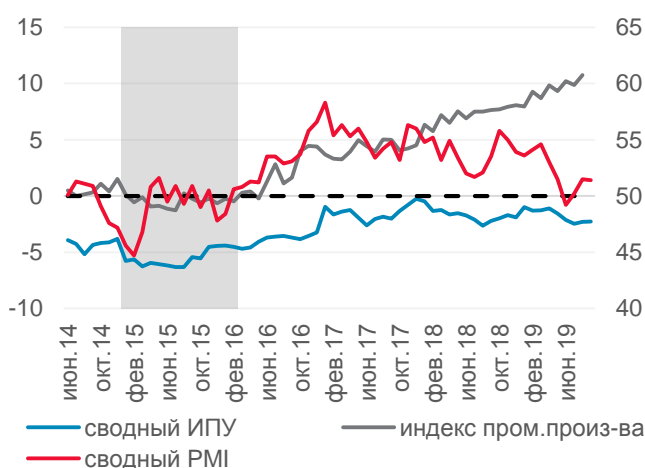
Для понимания предсказательных свойств индексов сопоставим опережающие индикаторы и реальные показатели производства (Рисунок 29). Сводный индекс PMI с некоторым опережением показал замедление экономики в 2014 г., снизившись в октябре 2014 г. до 49,1 п. с 50,9 п., минимальное значение индекса в этот период составило 44,7 пунктов. Шесть месяцев индекс находился ниже «критической» отметки 50 п., после чего начал расти. Сводный Индекс предпринимательской уверенности Росстата⁸ показал снижение деловой активности приблизительно в одно время с индексом промышленного производства Росстата. Величина данного опережающего показателя к началу 2017 г. приблизилась к положительным значениям, после чего существенных изменений динамики не наблюдалось.

Сопоставление опережающих индикаторов и оперативной статистики реального сектора не всегда корректно в силу того, что месячная динамика производства по данным Росстата довольно волатильна из-за особенностей предоставления отчетности компаниями и может носить запаздывающий характер. В состав опережающих индикаторов входят компоненты, которые отражают оценки предприятиями спроса и запасов с точки зрения их «достаточности/недостаточности» или «выше нормы/ниже нормы» в текущих экономических условиях. Даже в условиях наблюдаемого роста выпуска спрос может оцениваться бизнесом как все еще недостаточный или ниже нормы. В таких случаях динамика опережающих индикаторов и индекса производства в промышленности может отличаться.

⁸ Данный индекс рассчитан ДИП по аналогии со сводным PMI: были взвешены три ИПУ (индекс для обрабатывающих производств, для добывающих предприятий и для сектора обеспечения электроэнергией, газом, паром), используя веса из структуры ВВП.

При оценке незначимости колебаний опережающих индикаторов нельзя полностью сбрасывать со счетов настроения бизнеса. Поскольку исходя из данных реального сектора не наблюдается существенного роста, а в инвестиционной активности и бизнес-ожиданиях видны негативные тенденции (Рисунок 30), снижение опережающих индикаторов все же может указывать на риски замедления роста российской экономики в ближайшие месяцы.

Рисунок 29. Динамика сводного ИПУ, сводного PMI и индекса промышленного производства



Источники: Росстат, IHS Markit, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Рост инвестиций и их компонент, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

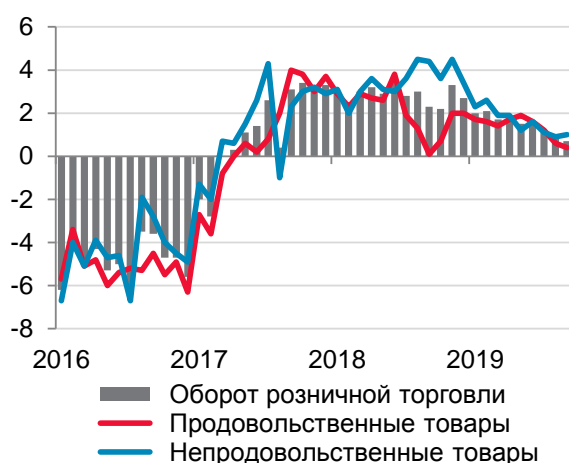
1.2.4. Доходы населения ускорили рост, потребление – замедлило

- В сентябре годовой темп роста розничного товарооборота продолжил замедляться, главным образом за счет динамики продаж продовольственных товаров. С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в сентябре увеличился на 0,1% м/м.
- При этом статистика по доходам населения указывает на значительное улучшение динамики реальных располагаемых доходов в III квартале. Население могло немного изменить модель поведения, нарастив сбережения в III квартале, что негативно отразилось на потребительской активности.
- В первом полугодии 2019 г. рост доли продаж по промоакциям значительно замедлился.
- Альтернативные индикаторы указывают на продолжение умеренного роста потребительской активности. Улучшение потребительских настроений может поддержать эту динамику даже на фоне ожидаемого замедления роста потребительского кредитования.

Данные Росстата по-прежнему указывают на слабую динамику розничных продаж. В сентябре годовой темп роста оборота розничной торговли снова замедлился и составил 0,7% г/г после 0,8% г/г в августе, опустившись до минимального значения с середины 2017 г. (Рисунок 31). Прежде всего на динамику розничного товарооборота оказывает влияние замедление темпа роста продаж продовольственных товаров, продолжающееся четвертый месяц подряд. В сентябре темп роста на товары этой категории снизился до 0,4% г/г при стабилизации темпа роста продаж непродовольственных товаров на уровне 1,0% г/г.

Месячная сезонно сглаженная динамика указывает на увеличение розничного товарооборота в сентябре на 0,1% м/м при сокращении продаж продовольственных товаров на 0,1% м/м (Рисунок 32). При этом оборот торговли непродовольственными товарами вырос на 0,4% м/м.

Рисунок 31. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



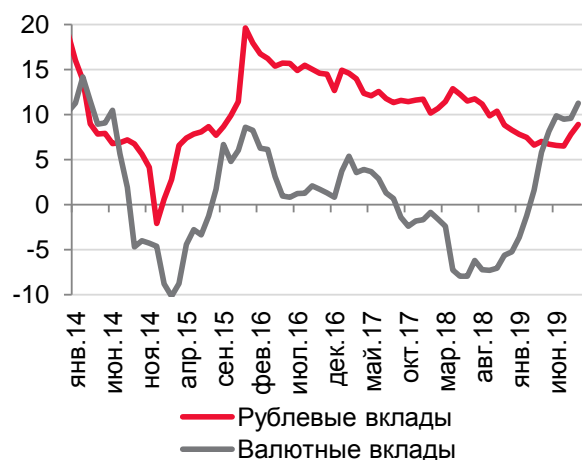
Источник: Росстат.

Рисунок 32. Динамика оборота розничной торговли (январь 2015 = 100%, сезонность устранена), %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Опубликованная статистика по доходам населения указывает на значительное улучшение динамики реальных располагаемых доходов в III квартале. В годовом выражении показатель прибавил 3,0% г/г после продолжительного снижения (Рисунок 34). Вероятно, в III квартале население увеличило сбережения, на что указывает рост валютных и рублевых депозитов на фоне низкой базы прошлого года, когда наблюдался отток денежных средств с валютных депозитов (Рисунок 33). Также возможно, что потребители предпочли увеличить вклады, пока доходность по ним не уменьшилась еще значительно по мере снижения ключевой ставки.

Рисунок 33. Динамика рублевых и валютных вкладов населения, % г/г

Источник: Банк России, расчеты ДИП.

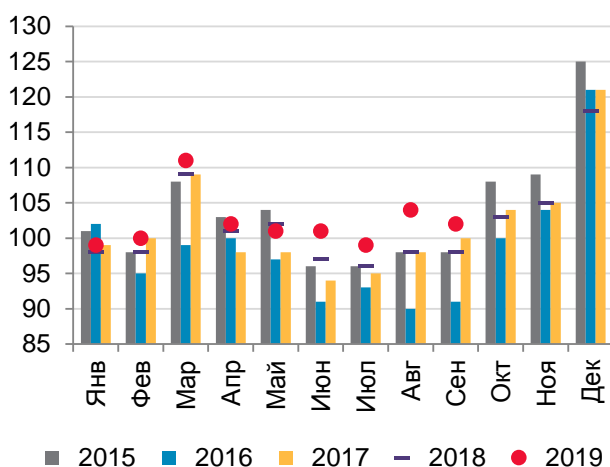
Рисунок 34. Динамика реальных доходов населения, % г/г

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

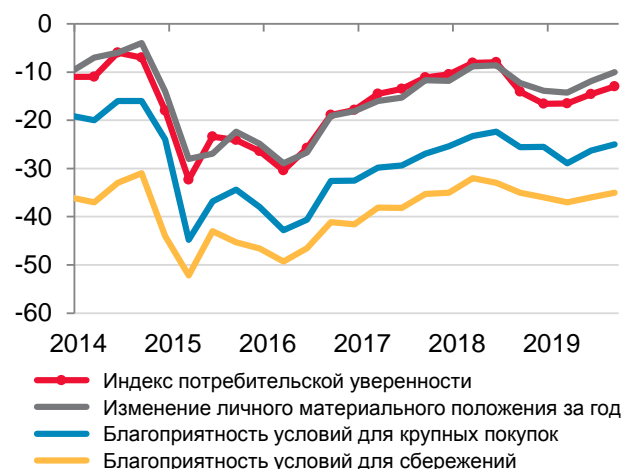
* Расчет по новой методологии с учетом единовременной денежной выплаты в январе 2017 года.

Данные исследовательского холдинга «Ромир»⁹ свидетельствуют о некотором сокращении расходов населения на товары повседневного спроса после их существенного роста в августе в преддверии подготовки к новому учебному году (Рисунок 35). Вместе с тем они продолжают указывать на превышение реальных повседневных расходов населения в этом году по сравнению с соответствующим периодом прошлых лет.

Потребительские настроения продолжили восстанавливаться в III квартале. Согласно результатам опроса Росстата, индекс потребительской уверенности увеличился на 2 п.п. по сравнению с уровнем во II квартале за счет улучшения оценок по всем компонентам индекса (Рисунок 36).

Рисунок 35. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (медианное значение 2012 г. = 100%)

Источник: Ромир.

Рисунок 36. Индекс потребительской уверенности Росстата и его компоненты

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

⁹ [Расходы россиян вернулись к апрельским значениям](#) / Исследовательский холдинг «Ромир». 11.10.2019.

Компания Nielsen представила результаты измерения продаж по промоакциям для различных категорий товаров повседневного спроса. Согласно исследованию Nielsen Promo Scantrack, в первом полугодии 2019 года произошло замедление роста промопродаж как в денежном, так и в натуральном выражении. Так, доля продаж в натуральном выражении по всем категориям FMCG10 составила 53% (52% и 45% – в первом полугодии 2018 и 2017 гг. соответственно). По топ-20 категорий FMCG также наблюдалось значительное замедление роста.

Такая динамика отмечается в сегментах как продовольственных, так и непродовольственных товаров (в первом полугодии 2019 г. доля продаж по промоакциям в денежном выражении составила 50% и 53% соответственно). Лидерами по доле продаж по промоакциям продолжают оставаться стиральные порошки и кондиционеры (Рисунок 37). Вместе с тем наблюдается рост доли промопродаж по большинству категорий продовольственных товаров.

Рисунок 37. Доля продаж по промоакциям от общих продаж категории в форматах современной торговли, % (в денежном выражении)



Источник: Nielsen Promo Scantrack.

¹⁰ Рынок FMCG включает продукты питания, напитки, бытовую химию, средства персонального ухода и косметику, детское питание, корма для животных, лекарства.

Стоит отметить, что средний размер скидки в первом полугодии 2019 г. продолжает оставаться на достаточно высоком уровне. Он составил 25%, практически не изменившись по сравнению с соответствующим показателем 2018 года. Замедление роста доли промопродаж будет отражаться в более сдержанном росте продаж непродовольственных товаров. Принимая во внимание наметившийся рост доходов и улучшение потребительских настроений населения в условиях замедления роста потребительского кредитования, можно ожидать продолжения умеренного роста потребительского спроса.

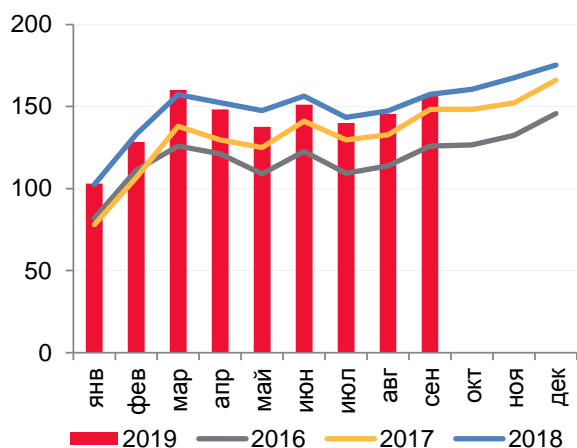
1.2.5. Динамика российского авторынка в сентябре: объем продаж стабилен

- Согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), в сентябре 2019 г. объем продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей практически не изменился относительно соответствующего уровня прошлого года (-0,2% г/г) (Рисунок 38).
- По итогам девяти месяцев 2019 г. спрос на новые автомобили упал на 2,0% г/г. С учетом устойчивого слабонегативного тренда АЕБ понизила годовой прогноз продаж на 2019 г. с 1,87 до 1,76 млн автомобилей (-2,3% г/г). Однако существует неопределенность, связанная с возможным повышением утилизационного сбора с 1 января 2020 г. и увеличением в связи с этим платежей в бюджет при импорте автомобилей. Это может вызвать краткосрочное ускорение продаж импортных автомобилей до конца года за счет продаж в последующий период.
- Месячная динамика остается неустойчивой: после устранения сезонности спрос потерял в сентябре -0,6% м/м после роста в июле на 2,2% м/м (Рисунок 39). Незначительные положительные изменения в сентябре продемонстрировал премиум-сегмент автомобилей (+0,6% м/м SA), составляющий в среднем около 8–9% от общего количества продаж.
- В сентябре производство легковых автомобилей снова снизилось и вернулось к уровню июля (-3,2% м/м SA, Рисунок 39). По итогам девяти месяцев текущего года производство вышло в положительную область (+1,0% г/г). Однако это существенно ниже темпов прироста за соответствующий период прошлого года (+16,5% г/г).
- Экспорт автомобилей в целом демонстрирует уверенную положительную динамику. В июле наблюдался двузначный темп как в месячном (+10,9% м/м за июль, SA, Рисунок 40), так и в годовом выражении (+27,8% г/г за январь–июль). В августе экспорт немного снизился, вернувшись к июньским значениям. Доля экспорта в производстве выросла: в среднем за первые восемь месяцев 2019 г. она составила порядка 7,3% против 5,7% в 2018 году. Однако экспортные поставки все еще остаются относительно невысокими, чтобы оказывать поддержку производству в условиях стабилизации внутреннего спроса.
- Существенные годовые приросты объемов экспорта легковых автомобилей в натуральном выражении обеспечиваются ростом поставок в ограниченное коли-

чество стран. В основном это поставки в Беларусь и Чехию (за счет поставок с заводов одного из глобальных концернов моделей, производство которых было прекращено на заводах в Чехии). Сложившиеся тенденции не позволяют говорить о выявленной конкурентоспособности российского экспорта.

- После устойчивого роста импортных поставок, наблюдаемого с конца прошлого года, в июле импорт транспортных средств сократился (-9% м/м, SA). Произшедшее в сентябре в соответствии с договоренностями в ВТО снижение таможенных пошлин на ввоз импортных автомобилей, скорее всего, возобновит положительную динамику импорта до конца года.
- Рост потребительских цен на новые легковые автомобили по-прежнему значительно превышает инфляцию, но постепенно замедляется (особенно в сегменте автомобилей иностранных марок) (Рисунок 41).

Рисунок 38. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. шт.



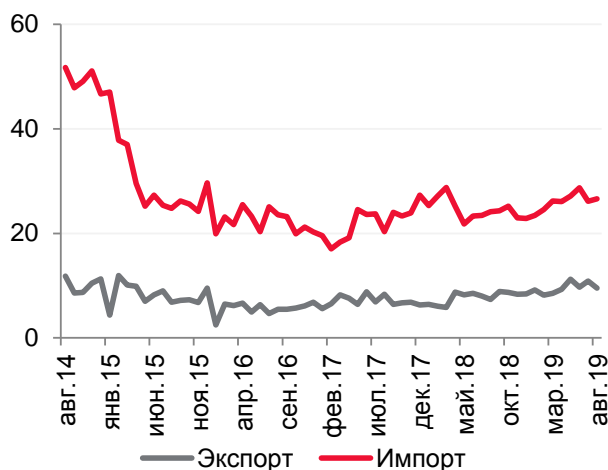
Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Продажи легковых автомобилей, сезонность устранена, тыс. шт.



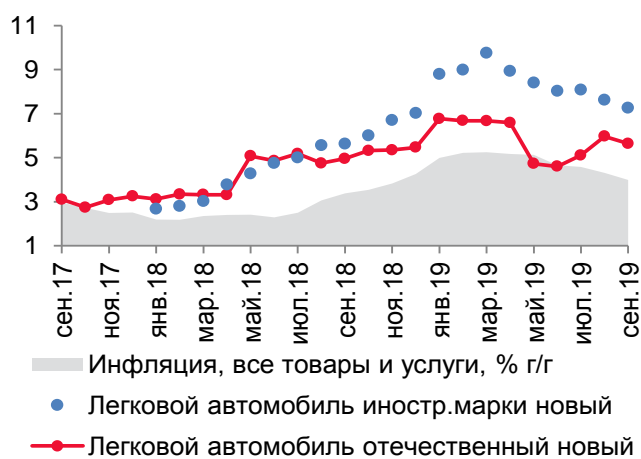
Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Экспорт и импорт новых легковых автомобилей, тыс. шт., SA



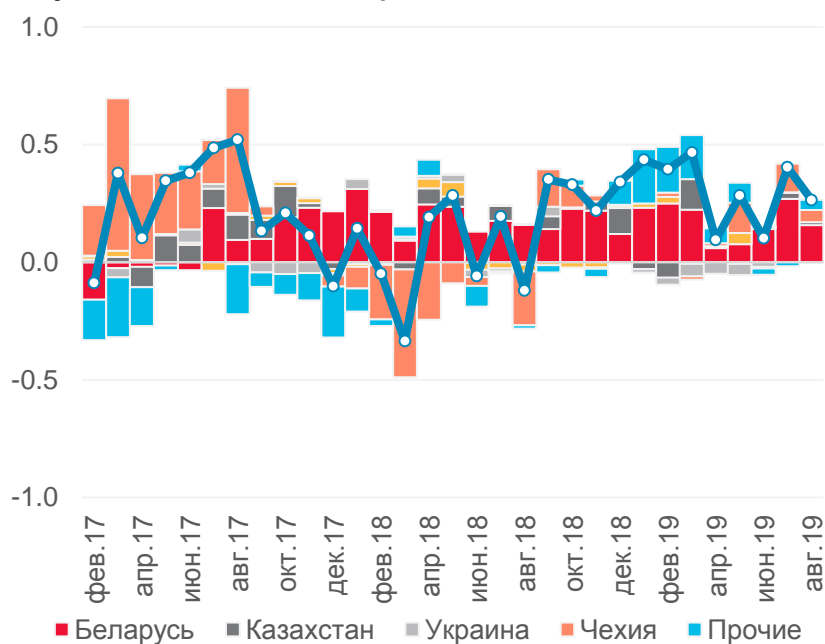
Источники: ФТС, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Темп роста цен на новые легковые автомобили, г/г, %



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 42. Динамика экспорта легковых автомобилей, г/г, %



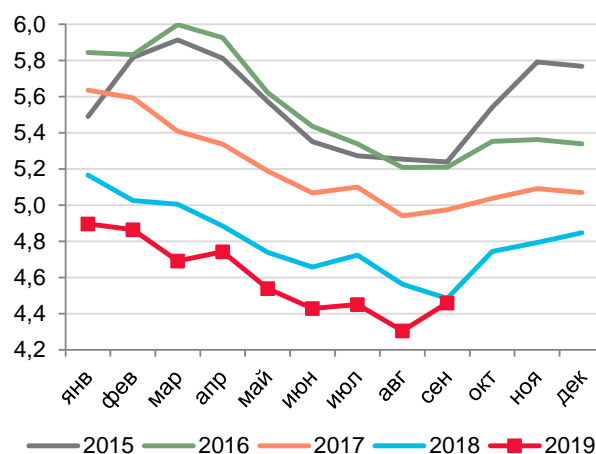
Источники: ФТС, расчеты ДИП.

1.2.6. Уровень безработицы в сентябре временно увеличился

- В сентябре произошел нетипичный для этого месяца рост уровня безработицы, что, скорее всего, связано с ранним завершением сельскохозяйственных работ.
- В августе заработные платы увеличивались меньшими темпами по сравнению с июлем из-за замедления роста в государственном секторе.

По данным Росстата, в сентябре уровень безработицы повысился по сравнению с прошлым месяцем и составил 4,5%, достигнув прошлогоднего значения (Рисунок 43). С устранением сезонной компоненты уровень безработицы также вырос – с 4,57% до 4,65%. Статистика уровня безработицы в начале осени может показывать разнонаправленную динамику, поскольку существенно зависит от сезонных работ. В осенние месяцы, как правило, происходит снижение занятости в строительстве, сельском хозяйстве, частично в торговле, что ведет к росту количества безработных. Преждевременный относительно сезонности рост безработицы мог произойти в сельском хозяйстве из-за более раннего начала уборки урожая в текущем году (в августе). Поэтому рост является временным и связан со сдвигом сезонности.

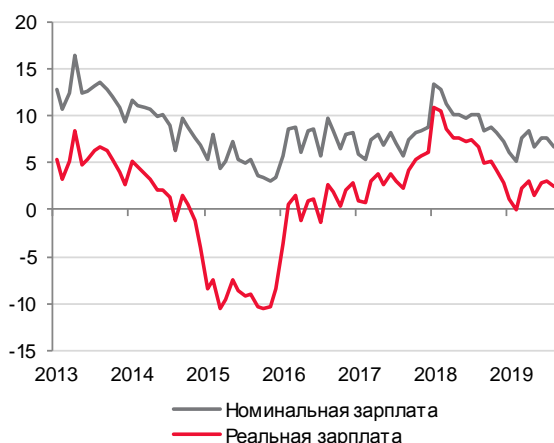
Рисунок 43. Уровень безработицы, %



Источник: Росстат.

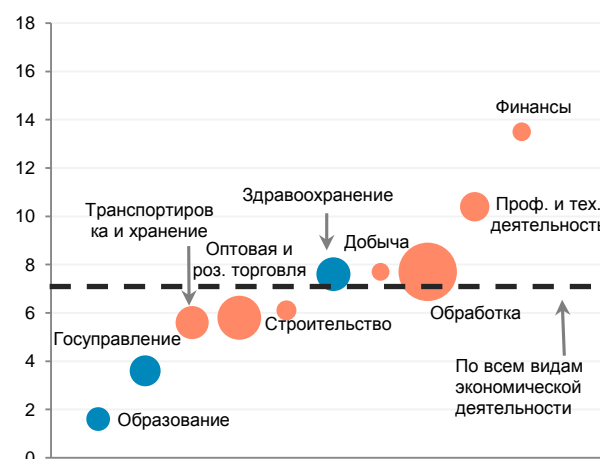
Рост заработной платы в августе в номинальном выражении составил 6,8% г/г, в реальном – 2,4% г/г¹¹ (Рисунок 44). В бюджетном секторе рост номинальной зарплаты существенно замедлился – с 7,9% в июле до 4,8% г/г. Заработная плата работников сферы образования выросла всего на 1,0% г/г, а сферы госуправления – на 3,6% г/г. Август – нерепрезентативный месяц, так как на него приходится основная отпусков работников сферы образования, поэтому замедление роста зарплаты, скорее всего, окажется временным.

Рисунок 44. Темп роста номинальной зарплаты по секторам, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 45. Темп роста номинальной зарплаты по отраслям в августе, % г/г



Размер круга – доля в общем фонде оплаты труда.

Источник: Росстат.

В частном секторе темп роста заработной платы практически не изменился: в августе зарплаты выросли на 7,4% г/г против 7,6% г/г месяцем ранее. Среди отраслей частного сектора наблюдается большой разброс в темпах роста зарплаты: лидером по-

¹¹ В октябре Росстат прекратил публикацию предварительной оценки зарплаты за предыдущий месяц.

прежнему остается финансовая отрасль – рост на 13,5 % г/г, тогда как в большинстве других отраслях рост составляет менее 8,0% г/г (Рисунок 45).

1.2.7. Платежный баланс в III квартале: профицит СТО сокращается, потоки капитала стабилизировались

- В III квартале 2019 г. профицит текущего счета составил 12,9 млрд долл., оказавшись ниже наших ожиданий. Последнее создало предпосылки для пересмотра вниз годового прогноза Банка России по счету текущих операций (СТО).
- Причин низкого профицита СТО несколько. Помимо снижения экспортных доходов из-за снижения нефтяных цен, в январе-августе сокращался ненефтегазовый экспорт по ряду товарных позиций в реальном выражении, а импорт продолжает восстанавливаться более интенсивно.
- Предварительные данные говорят о том, что профицит СТО в IV квартале будет ненамного выше, чем в III кв., оставаясь под давлением слабой динамики экспорта (в том числе из-за снижения мирового спроса) и продолжения роста импорта.
- По финансовым операциям в III кв. наблюдалось околонулевое сальдо финансового счета. В госсекторе продолжается чистый приток нерезидентов в ОФЗ (+1,1 млрд. долл.) хотя и небольшой (после всплеска до +10,5 млрд. долл. во II квартале.).

В III квартале 2019 г. профицит текущего счета составил 12,9 млрд долл., что немногим больше, чем во II квартале, и вдвое меньше, чем за аналогичный период прошлого года (27,4 млрд. долл.).

Накопленный с начала года профицит СТО составил, таким образом, 57,2 млрд. долларов. Предварительные оценки говорят о том, что в IV квартале профицит СТО будет ненамного больше, чем в III квартале. На этом фоне профицит СТО по итогам 2019 г., скорее всего, будет на уровне, близком к 4,2–4,5% ВВП (70–75 млрд. долл.), а не около 4,8% ВВП согласно предыдущим прогнозам.

Более низкий профицит СТО обусловлен совокупностью факторов. *Во-первых*, это сокращение торгового сальдо на фоне снижения экспорта как ввиду неблагоприятной ценовой динамики, так и со стороны физических объемов под давлением замедления роста мировой экономики. *Во-вторых*, это более значительный дефицит других компонент СТО, прежде всего, за счет роста отрицательного сальдо баланса услуг.

Нефтегазовый экспорт в III кв. снизился на 3% к/к и на 17,5% г/г, составляя 55,7 млрд долл. По данным ФТС, в августе экспорт нефти увеличился на 5,9% г/г в физическом выражении, что было полностью нивелировано падением цен. Как следствие, стоимостные объемы экспорта нефти упали на 7,9% г/г. Падение *физических объемов* экспорта *нефтепродуктов* в августе составило 16,3% г/г. Общие объемы экспорта ми-

неральных ресурсов по нашим оценкам в августе 2019 года снизились как в стоимостном, так и в физическом выражении.

Последние данные говорят о том, что сокращается не только нефтегазовый экспорт. Согласно нашим предварительным оценкам, в III квартале 2019 г. продолжалось снижение физических объемов ненефтегазового экспорта, тогда как его стоимостные объемы выросли на 3,6% к/к и на 6,5% г/г (впрочем, разница составляет всего только +1,6 млрд. долл. к/к и +2,8 млрд долл. г/г в номинальном выражении).

По ключевым категориям экспорта наблюдается замедление снижения физических объемов год к году (во многом из-за эффекта базы), в терминах приростов м/м динамика ухудшилась в металлах, в химии ситуация как минимум не улучшилась.

Импорт в III квартале продолжил расти. Его увеличение в стоимостном выражении к/к составило около 5%, а год к году он возрос на 3,5%, до 64,9 млрд. долл. В частности, импорт из стран дальнего зарубежья в сентябре¹² вырос на 5,3% г/г. Это положительно сказалось на общей динамике импорта за период с начала года: после падения в первом полугодии 2019 г. на 2,6% г/г, во втором полугодии импорт уверенно растет.

Отрицательная динамика, наблюдавшаяся в начале 2019 г., была вызвана, с одной стороны, эффектом высокой базы 2018 г., а с другой стороны, отложенным эффектом от реального ослабления рубля к валютам основных торговых партнеров по итогам 2018 года.

Однако сейчас эти факторы действуют в обратную сторону: во втором полугодии 2018 г. импорт реагировал на ослабление рубля, обеспечив низкую базу для расчета годовых темпов, в то время как последнее укрепление рубля приводит к постепенному наращиванию импорта в терминах «месяц к месяцу» с поправкой на сезонность.

Рисунок 46. Импорт и курс рубля

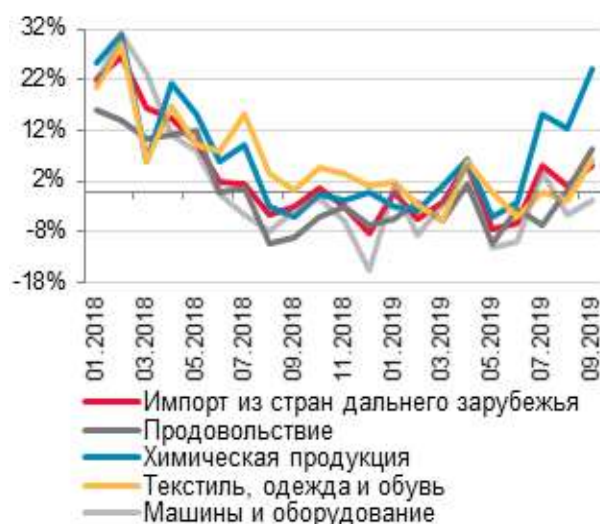


Источник: CEIC.

¹² Наиболее свежие данные. Здесь и далее данные по импорту за сентябрь указаны для ввоза товаров из стран дальнего зарубежья.

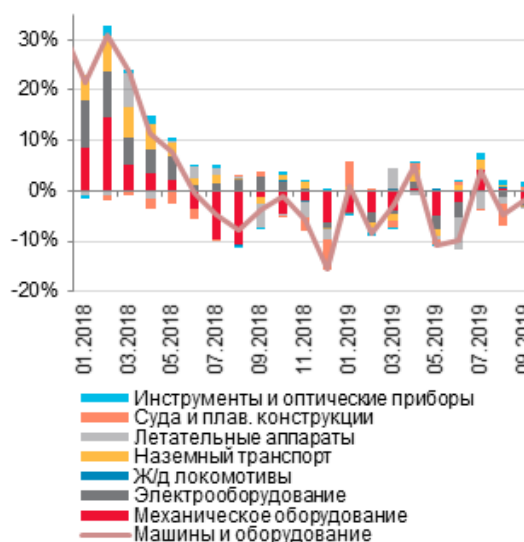
На улучшение общей динамики импорта во многом повлияло восстановление потребительского импорта. Так, рост импорта продовольственных товаров в сентябре составил 8,4% г/г. Импорт одежды и обуви в этот период увеличился на 6,9% г/г. Эту тенденцию поддержал также рост импорта химической продукции, который в сентябре ускорился до 24% г/г, тогда как в августе положительная динамика этой категории была куда более скромной – 12,3% г/г. Основным драйвером роста данной категории стало заметное увеличение импорта фармацевтической продукции – на 69% г/г относительно сентября 2018 года. Возможно, столь бурная положительная динамика вызвана увеличением госзакупок, а значит, может быть временным явлением. Отметим также заметное ускорение роста импорта парфюмерии и косметики в сентябре 2019 г. – до 19,8% г/г, а также бытовой химии – до 14,2% г/г.

Рисунок 47. Темпы роста компонентов импорта из стран дальнего зарубежья, долл. США, темпы роста (г/г)



Источники: CEIC, ФТС, расчеты ДИП.

Рисунок 48. Декомпозиция роста стоимостных объемов импорта машин и оборудования по компонентам, г/г



Источники: CEIC, ФТС, расчеты ДИП.

Если динамика потребительского импорта в целом позитивна, то импорт машин и оборудования (основная категория инвестиционного импорта) в сентябре, напротив, продемонстрировал отрицательную динамику как квартал к кварталу, так и год к году. Снижение составило 1,9% г/г. По большей части это изменение динамики обусловлено падением импорта механического оборудования на 5,1% г/г и импорта электрооборудования на 2,9% г/г.

Таким образом, статистика указывает на продолжение давления на текущий счет в IV квартале 2019 г. с сезонной корректировкой как со стороны снижения экспорта, так и со стороны роста импорта, в основном потребительского.

Что касается финансового счета в III квартале 2019 г., по балансу финансовых операций частного сектора можно говорить о нулевом сальдо по прочим секторам и околонулевом чистом кредитовании остального мира (1,5 млрд. долл.) банковским сектором России. Банки сократили свои валютные обязательства перед нерезидентами на 8,1 млрд.

долл., снизив при этом валютные активы на 6,7 млрд. долл. Учитывая, что в предыдущие месяцы банки, напротив, наращивали валютные активы, вполне возможно, что изменение ситуации связано с меньшим чистым притоком валюты в страну в целом, когда весь приток по профициту СТО был абсорбирован за счет роста резервов (15,9 млрд долл.), в основном за счет покупок валюты для Минфина в рамках бюджетного правила.

1.2.8. Рост рублевого корпоративного и розничного кредитования в сентябре оставался на уровне августа.

- В сентябре рост кредитования стабилизировался: темпы роста и розничного, и корпоративного рублевого кредитования сохранились вблизи уровней августа.
- Произошло замедление сезонно сглаженного месячного роста ипотечного кредитования и небольшое ускорение роста необеспеченного потребительского кредитования.
- Необеспеченное потребительское кредитование может перейти к замедлению не только из-за политики Банка России, но и из-за внутренней политики самих банков, которые сталкиваются с первыми признаками ухудшения качества заемщиков.
- В годовом выражении корпоративное кредитование продолжило демонстрировать замедление из-за заметного сокращения валютной части портфеля (-13,1% г/г). Рублевое корпоративное кредитование сохраняет темпы роста вблизи уровней, оцениваемых как устойчивые в долгосрочной перспективе.

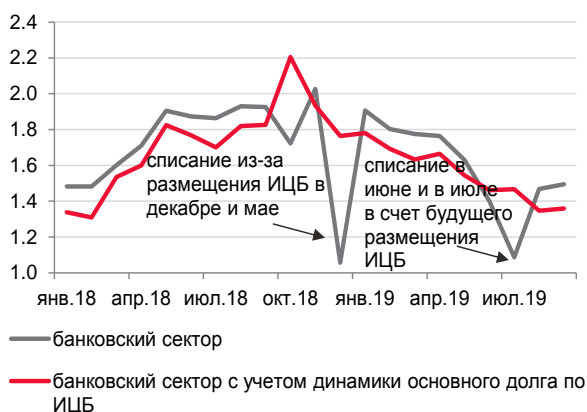
Рост розничного кредитования с учетом динамики основного долга по кредитам, служащим обеспечением ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), и списания части розничного портфеля банковского сектора на ипотечного агента в июне и июле 2019 г. в обеспечение будущих выпусков ИЦБ остался на уровне августа – чуть ниже 1,4% м/м после поправки на сезонность (Рисунок 49). Годовые темпы роста розничного кредитования продолжили замедление до 20,9% после 21,4% г/г¹³ (Рисунок 50). Даже при сохранении текущих темпов роста % м/м SA рост портфеля опустится ниже 20% г/г до конца года. При этом сезонно сглаженные аннуализированные темпы роста розничного кредитования уже сейчас находятся на уровне около 16% SAAR¹⁴.

В структуре розничного кредитования отмечена разнонаправленная динамика. По нашим оценкам, темпы роста ипотечного кредитования с учетом динамики основного долга по кредитам, служащим обеспечением ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), и списания части розничного портфеля банковского сектора на ипотечного агента в июне и июле в обеспечение будущих выпусков ИЦБ, продолжили плавное замедление. После поправки на сезонность месячный темп роста опустился ниже 1,2% м/м (Рисунок 51).

¹³ Здесь и далее, если не сказано иное, годовые темпы роста приводятся по банкам, действовавшим на последнюю отчетную дату.

¹⁴ Сезонно сглаженный месячный рост в годовом выражении (аннуализированный).

Рисунок 49. Темпы роста розничного кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

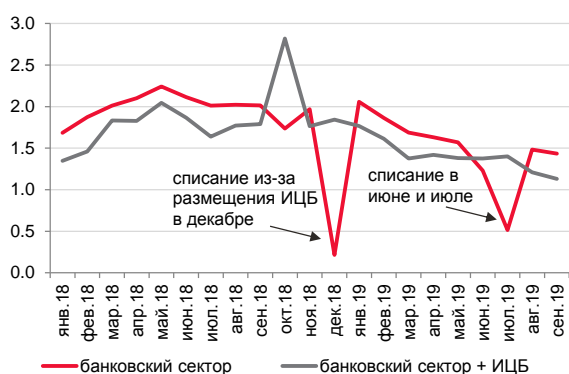
Рисунок 50. Годовые темпы роста кредитной задолженности, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

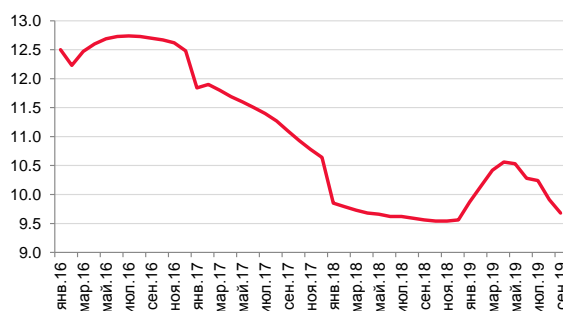
По итогам сентября средневзвешенная ставка по выданным ипотечным кредитам практически вернулась к исторически минимальным показателям, наблюдавшимся в прошлом году (Рисунок 52). Произошедшее смягчение денежно-кредитной политики, вероятно, приведет к дальнейшему снижению ипотечных ставок, которое поддержит спрос на этот вид кредитования в дальнейшем.

Рисунок 51. Темпы роста розничного кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 52. Годовые темпы роста кредитной задолженности, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Сезонно-сглаженный месячный рост необеспеченного потребительского кредитования в сентябре немного ускорился (Рисунок 53). Вероятно, оно связано с ускорением выдач кредитов в преддверии введения новой шкалы риск-коэффициентов, привязанной также к ПДН заемщика: маркетинговая активность банков в сентябре была повышенной. При этом годовые темпы роста портфеля необеспеченных потребительских кредитов продолжили замедление до 23,5% г/г после 23,8% г/г в августе 2019 года. В IV квартале постепенное замедление роста необеспеченных потребительских кредитов продолжится.

НБКИ отмечает рост ПДН заемщиков по итогам II-III кварталов 2019 г.¹⁵ впервые с начала 2015 г. (Рисунок 54). При этом уровень показателя по расчетам НБКИ еще далек от максимального, а доля заемщиков с ПДН более 50% продолжает снижаться¹⁶. Таким образом, рост долговой нагрузки заемщиков в настоящее время не представляет угроз финансовой стабильности, при этом введение новой шкалы риск-коэффициентов будет ограничивать предоставление кредитов уже закредитованным заемщикам.

Рисунок 53. Темпы роста розничного кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 54. Динамика ПДН по данным заемщиков 4 тыс. российских кредиторов, %



Источник: НБКИ.

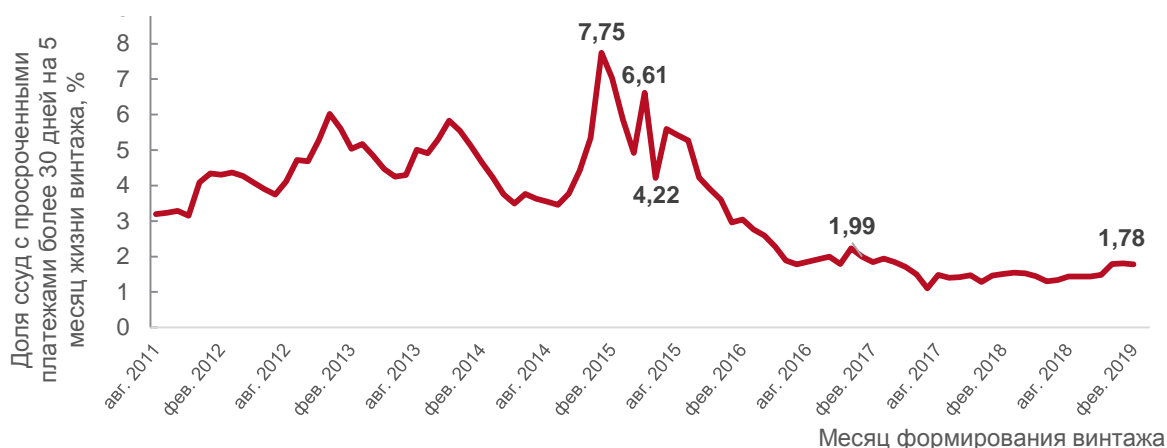
Тем не менее, появляются и другие сигналы некоторого ухудшения качества заемщиков. Так, аналитики Fitch¹⁷, по результатам встреч с представителями коммерческих банков указывают на более значительное использование долгосрочных кредитов наличными с целью рефинансирования уже имеющихся долгов и рост сообщений банков об ухудшении среднего профиля клиентов. Кроме того, Банк России отмечает небольшой рост просроченной задолженности в последних поколениях выдач кредитов. Динамика доли ссуд с просрочкой более 30 дней показывает, что уровень риска по выдачам I квартала 2019 г. несколько выше, чем уровень риска по винтажам 2017 и 2018 гг. Так на 5-ый месяц жизни в винтаже доля NPL 30+ по винтажам 2019 г. составила 1,80%, по сравнению с 1,54 и 1,60% в 2017 и 2018 гг., соответственно (Рисунок 55). При этом кредитное качество винтажей существенно лучше, чем в 2013-2015 гг. Таким образом, охлаждение роста потребительского кредитования может произойти и из-за внутренней политики риск-менеджмента банков, которые получают первые сигналы ухудшения качества заемщиков.

¹⁵ <https://www.nbki.ru/company/news/?id=25850>

¹⁶ <https://www.nbki.ru/company/news/?id=25628>

¹⁷ <https://www.kommersant.ru/doc/4126422>

Рисунок 55. Динамика NPL 30+ по винтажам



Источники: расчеты Банка России на основе данных НБКИ

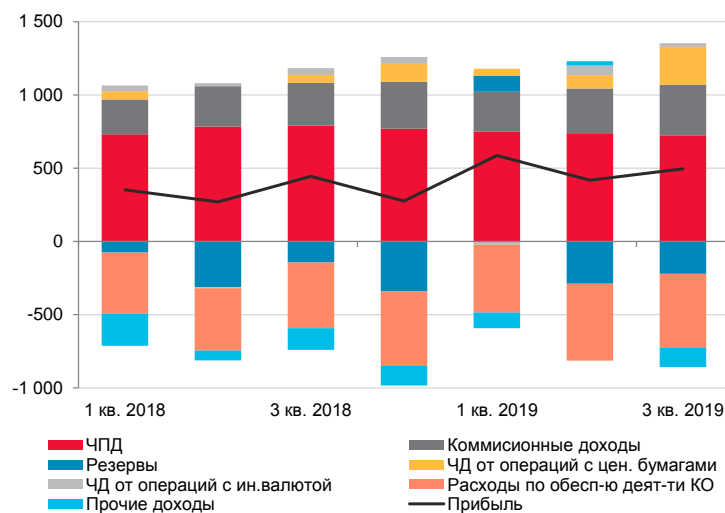
Рублевое корпоративное кредитование в сентябре прибавило 0,7% м/м, показав темпы роста незначительно ниже темпов роста августа и средних темпов роста портфеля в 2019 году. Годовые темпы роста рублевого портфеля при этом ускорились с 10,6 до 10,8% г/г. Однако темпы роста общей корпоративной задолженности сократились, отражая снижение валютной части портфеля. В годовом выражении валютная корпоративная задолженность сократилась на 13,1%, обусловив снижение показателя роста общего кредитования с 5,2 до 3,7% г/г (Рисунок 50).

Несмотря на замедление темпов роста кредитования в III квартале 2019 г., прибыль банковского сектора по итогам III квартала составила почти 500 млрд руб., превысив результаты II квартала (~420 млрд руб.) и соответствующего квартала предыдущего года (~445 млрд руб.). При этом чистый процентный доход продолжил плавное снижение до 724 млрд руб. (-16 млрд руб. к II кварталу 2019 г., -67 млрд руб. к III кварталу 2018 г.) из-за роста процентных расходов, который опередил рост процентных доходов банковского сектора. Рост процентных доходов и расходов происходит несмотря на начавшийся цикл снижения ставок в экономике и, вероятно, связан с изменением структуры портфеля банковского сектора в сторону более дорогих депозитов и кредитов в течение первого полугодия 2019 года. Так, средневзвешенная ставка по депозитам физических лиц и нефинансовых организаций в первом полугодии 2019 г. превышала аналогичные показатели первого полугодия 2018 г. минимум на 0,5 процентного пункта. Дополнительно более низкий ЧПД относительно I-II кварталов 2019 г. может частично объясняться практикой некоторых банков, в попытке избежать начисления повышенных резервов, занижать ПСК и компенсировать занижение через увеличение комиссий и прочих платежей. Так комиссионный доход в III квартале 2019 г. продолжил заметный рост: +41 млрд руб. к II кварталу 2019 г., + 54 млрд руб. к III кварталу 2018 года. Возобновившееся снижение ставок может поддержать процентный доход банковского сектора из-за практики более быстрого снижения эффективных ставок по депозитам по сравнению с эффективными ставками по кредитам.

Размер прибыли также поддержал заметный рост чистого дохода от операций с ценными бумагами (+169 млрд руб. к II кварталу 2019 г., + 205 млрд руб. к III кварталу

2018 г.). При этом банковский сектор продолжил досоздавать резервы в размере около 260 млрд. руб. в квартал. В отличие от I квартала, корректирующие проводки не смогли перекрыть этого эффекта и поддержать размер прибыли. В результате досоздание резервов стало фактором снижения прибыли в III квартале 2019 года.

Рисунок 56. Факторы формирования прибыли банковского сектора, млрд. руб.



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. ФРС приступила к техническому расширению баланса

- МВФ понизил прогноз роста мировой экономики в текущем году до 3% г/г, но ожидает ускорение роста до 3,4% в 2020 г. целиком за счет ускорения роста развивающихся стран, что в условиях продолжения замедления роста ключевых экономик в 2020 г., вызывает сомнения.
- После резкого роста ставок на денежном рынке в середине сентября, указавшем на дефицит ликвидности в системе, ФРС США перешла к увеличению размера своего баланса, запустив программу скупки краткосрочных казначейских векселей на сумму 60 млрд долл. в месяц с 15 октября 2019 г. до II квартала 2020 года. ФРС США призвала не ассоциировать эту программу с запуском QE – у нее нет цели снижения долгосрочных ставок в экономике. Макростатистика указывала на высокую вероятность снижения ставки по федеральным фондам на октябрьском заседании.

- По оценкам Бундесбанка, экономика Германии вошла в техническую рецессию по итогам III квартала 2019 г., что также негативно отразится на росте всей еврозоны, которая в сентябре также столкнулась со снижением роста потребительских цен до минимума за последние три года. Подавленные темпы роста цен и экономической активности осложняются растущими разногласиями по поводу траектории и эффективности проводимой денежно-кредитной политики.
- В III квартале рост экономики Китая замедлился на 0,2 п.п. до 6,0% г/г. Такое снижение относительно высокое для «гладкой» траектории роста Китая. От большего снижения удержала сильная сентябрьская статистика, в частности благодаря поддержке из госбюджета. При этом рост совокупного кредитования экономики замедляется, а принятые меры еще не доказали свою эффективность. Растущая инфляция не должна стать препятствием для новых стимулирующих мер властей.

МВФ: обновление прогнозов в World Economic Outlook

В октябрьском World Economic Outlook МВФ понизил прогноз роста мировой экономики в 2019 г. до 3%, в 2020 г. – до 3,4%¹⁸. Ускорение роста в следующем году МВФ целиком связывает с ускорением роста развивающихся стран и стран с формирующимися рынками. При этом рост в развитых странах в 2020 г., по оценкам, останется на нижней границе потенциала. На наш взгляд, ускорение роста в развивающихся странах в 2020 г. при прогнозируемом дальнейшем замедлении роста в 2020 г. ключевых экономик (США – с 2,9% в 2018 г. до 2,4% в 2019 г. и 2,1% в 2020 г.; Китай – с 6,6% в 2018 г. до 6,1% в 2019 г. и 5,8% в 2020 г.) находится под вопросом.

Среди ключевых факторов, повлиявших на октябрьский пересмотр прогноза, отмечаются глобальное замедление производственной активности до минимального уровня с 2008-2009 гг., рост торговых барьеров и неопределенности относительно мировой торговли и геополитической обстановки. Существенное влияние также оказало замедление производства автомобилей за счет идиосинкратических факторов как на стороне спроса, так и на стороне предложения (введение новых стандартов по выбросу CO₂ в еврозоне и устранение налоговых льгот в Китае). При этом продолжается рост сектора услуг, что поддерживает рынок труда и рост заработных плат в странах с развитой экономикой. Разнонаправленная динамика сектора услуг и промышленного производства вызывает опасения: нетипично длительная дивергенция повышает вероятность того, что слабые показатели производства окажут влияние на динамику сектора услуг.

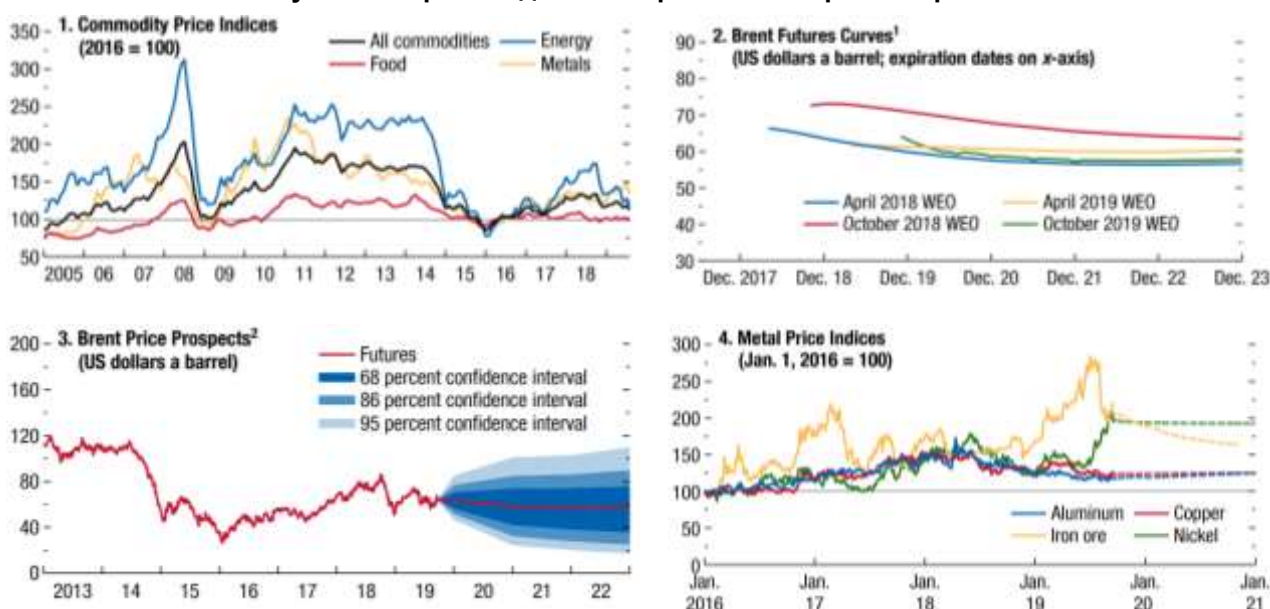
Прогноз МВФ базируется на следующих предпосылках:

- **Тарифы.** Средний американский тариф на импорт из Китая вырастет с 12,25%, согласно апрельским оценкам, до 24% к декабрю 2019 г., согласно сделанным властями заявлениям. Со стороны Китая данный показатель вырос с 16,5% в апрельском WEO до 26%.

¹⁸ -0,3 п.п. и -0,2 п.п. соответственно относительно апрельского WEO.

- **Фискальная политика.** В 2019 г. ожидается стимулирующая политика как в развитых (Канада, Германия, Гонконг, Корея, Испания, США), так и в развивающихся странах (Китай, Турция). Но уже в 2020 г. предполагается сдерживающая политика в развивающихся странах и нейтральная – в развитых.
- **Монетарная политика.** Сохранится стимулирующая монетарная политика основных центральных банков на всем прогнозируемом периоде. Ключевая ставка ФРС США заложена на текущем уровне 1,75-2% до 2023 г., а в 2024 г. – на уровне 2-2,25%. Предполагается, что ключевые ставки в еврозоне и Японии останутся ниже нуля до 2024 года.
- **Цены на сырье.** На основе фьючерсных контрактов цены на нефть в прогнозе заложены на уровне 61,8 долл./барр. в 2019 г. с постепенным замедлением до 55 долл./барр. к 2023 г. (Рисунок 57). При этом в текущем году ожидается рост цен на металл на 4,3% г/г с дальнейшим снижением на 6,2% г/г в 2020 году.

Рисунок 57. Прогноз динамики развития сырьевых рынков



Источник: МВФ

1 Цены на октябрь 2019 г. основаны на ценах 17 сентября 2019 года.

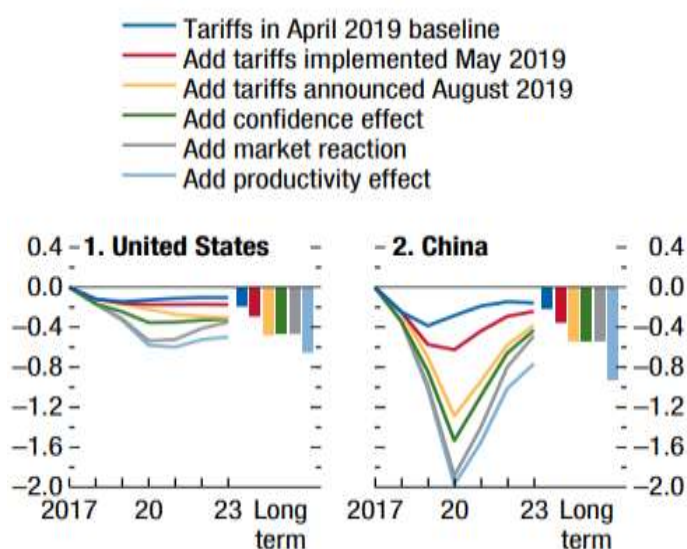
2 Получено из цен на фьючерсные опционы на 17 сентября 2019 года.

Ключевым фактором, оказывающим негативное воздействие на динамику мирового экономического роста, является торговое противостояние между США и Китаем. МВФ оценивает данный вклад в мировой ВВП на уровне -0,8% в 2020 году. При этом в краткосрочной перспективе наибольший эффект тарифы оказывают на экономическую активность в Китае (-2% для реального ВВП относительно базового сценария без тарифов). В США оценки снижения выпуска соответствуют 0,6%, а в развитых странах – 0,5% (Рисунок 58).

Частично негативное воздействие эскалации торгового конфликта между США и Китаем было нивелировано практически единовременным смягчением денежно-

кредитной политики во многих развитых и развивающихся странах, а также фискальными стимулами в США и Китае. Однако низкая инфляция в развитых странах может сузить пространство для денежно-кредитной политики, ограничивая ее эффективность в дальнейшем. В качестве наиболее значимых рисков выделяются дальнейшая эскалация торгового противостояния, повышение неопределенности политики и ухудшение настроений на финансовых рынках. В среднесрочной перспективе – растущие барьеры и рост торговой и геополитической напряженности, которые будут сдерживать рост производительности, в том числе за счет нарушения цепочек поставок, и рост финансовой уязвимости, что может привести к следующему спаду.

Рисунок 58. Прогноз динамики развития сырьевых рынков



Источник: МВФ.

США: ФРС снова расширяет баланс, но пока за счет краткосрочных казначейских векселей.

Резкий рост ставок 16-17 сентября на рынке овернайт и выход эффективной ставки по федеральным фондам за пределы таргетируемого диапазона стал сигналом недостаточного объема ликвидности в системе. В рамках нормализации политики регулятор сокращал баланс с октября 2017 г. до июля 2019 года. В результате объем избыточных резервов в банковской системе сократился до 1,4 трлн. долл. на начало сентября 2019 г., вплотную приблизившись к минимуму с 2011 г. (Рисунок 59). При снижении величины резервов ниже этого уровня на рынке возник дефицит ликвидности, потребовавший решительных действий со стороны регулятора.

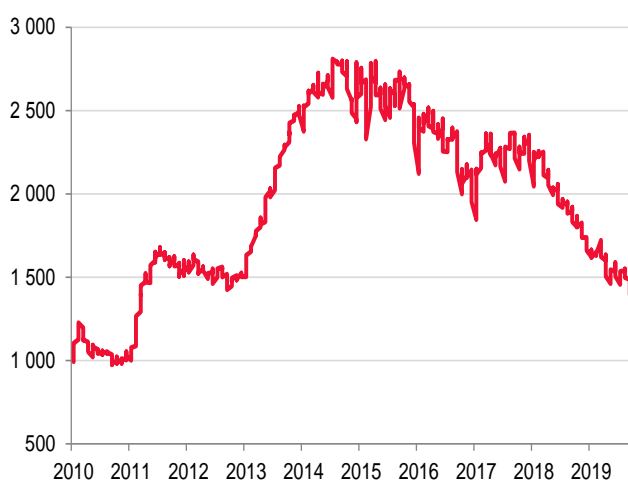
Дж. Пауэлл, не дожидаясь октябрьского заседания ФРС США, заявил о возобновлении наращивания баланса ФРС для предотвращения дефицита ликвидности на денежных рынках. С 15 октября 2019 г. и как минимум до II квартала 2020 г. регулятор будет скупать краткосрочные казначейские векселя (T-bills) на сумму 60 млрд. долл. в

месяц (вместо долгосрочных гособлигаций и закладных по ипотеке, скупка которых происходила в рамках QE). Это ключевое отличие от программ QE, и ФРС просит не ассоциировать анонсированные меры со смягчением денежно-кредитных условий. Действительно, выкуп коротких бумаг с рынка не должен иметь прямого воздействия на доходности на длинном конце кривой, что было одной из целей программ количественного расширения. Вместе с тем ФРС США продолжит проводить ежедневные операции репо с лимитом не менее 75 млрд. долл. и двухнедельные репо в объеме не менее 30 млрд долл. до января 2020 года.

Ситуация на денежном рынке оставалась напряженной. После запуска краткосрочных операций были дни, когда спрос на ликвидность по операциям репо превышал обозначенные Федеральным Банком (ФРБ) Нью-Йорка лимиты (Рисунок 60), а ставка репо овернайт выходила за границы диапазона ключевой ставки. Это привело к тому, что ФРБ Нью-Йорка увеличил обозначенные выше лимиты. Так с 23 сентября лимит по однодневным операциям репо был временно¹⁹ увеличен до 100 млрд. долл. Позднее – с 24 октября – ФРБ Нью-Йорка увеличил лимиты по однодневным операциям репо до 120 млрд долл. бессрочно (по крайней мере до текущей даты программы проведения репо операций – январь 2020 года), по двухнедельным операциям репо – до 45 млрд долл. до конца октября 2019 г., что отражает напряженную ситуацию на денежном рынке.

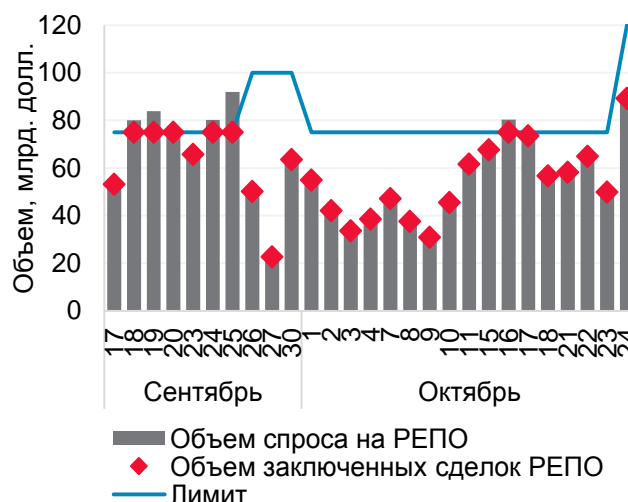
По оценкам аналитиков, ФРС США должна увеличить размер банковских резервов на 400 млрд долл., чтобы избежать повторения проблем на денежном рынке. Если выкуп продлится до конца II квартала 2020 г., объем резервов увеличится примерно на 500 млрд долл., но часть этого прироста может «забрать» естественный рост спроса на наличные и изменения в других факторах формирования ликвидности.

Рисунок 59. Резервы банковской системы в ФРС США, млрд. долл.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 60. Объемы заявленного и удовлетворенного спроса по репо, млрд. долл.



Источник: NY Fed.

¹⁹ На 26-30 сентября 2019 года.

Выходившая перед октябрьским заседанием ФРС США макростатистика усилила ожидания рынка относительно снижения ставки. Прежде всего, вышли слабые данные по промышленности, выпуск которой в сентябре сократился на 0,4% м/м, а в обработке – на 0,5% м/м. Розничные продажи в сентябре также сократились на 0,3% м/м, указывая на ослабление роста основного драйвера роста американской экономики. Кроме того, было отмечено снижение инфляционных рисков. Так рост оплаты труда замедлился по итогам сентября с 3,2% до 2,9% г/г – минимума за последние 14 месяцев. Рост потребительских цен в сентябре остался на прежних уровнях, несмотря на новый раунд введенных таможенных пошлин на китайский импорт: ИПЦ – 1,7% г/г, БИПЦ – 2,4% г/г. В итоге решение ФРС США совпало с ожиданиями рынка – ставка была понижена на 25 б.п. до 1,5-1,75%.

Еврозона: темпы роста цен и производства остаются подавленными

Текущая динамика опережающих индикаторов, в частности сводного индекса PMI, свидетельствует о том, что рост экономики еврозоны в III квартале и начале IV квартала оставался подавленным (Рисунок 61). Проблемы продолжают концентрироваться в немецкой экономике. По оценкам Бундесбанка²⁰, экономика ФРГ, скорее всего, вошла в техническую рецессию по итогам двух прошлых кварталов, что находит подтверждение и в оценках вероятности рецессии от немецкого института IМK (на октябрь оценка вероятности превосходит 50%)²¹.

Сентябрьская инфляция в еврозоне была пересмотрена вниз до рекордно низкого за последние три года значения в 0,8% г/г, ниже консенсус-прогноза (0,9%). Из четырех крупнейших экономик блока только во Франции темпы роста цен оказались чуть выше 1%. Текущий темп роста цен еврозоны продолжает отдаляться не только от целевого уровня ЕЦБ, но и также от ожиданий прогнозистов, опрошенных в рамках SPF в III квартале 2019 г. (Рисунок 62). Это тревожный сигнал для ЕЦБ, уже запустившего смягчение денежно-кредитной политики на предыдущем заседании.

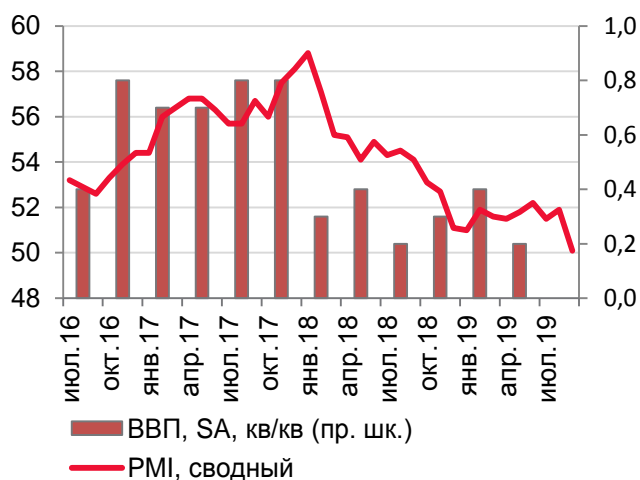
Меры монетарного стимулирования, объявленные на сентябрьском заседании, встретили сопротивление со стороны экс-банкиров центральных банков Германии, Франции, Нидерландов и Австрии²². Более того, 7 из 25 членов комитета выступали против нового пакета мер. В частности, согласно записям сентябрьского заседания ЕЦБ, высказывались опасения о том, что регулятор может не добиться выполнения цели при данном объеме покупок активов и поэтому рано или поздно придется их увеличить. Согласно оценкам аналитиков, при сохранении объемов покупок и выпуска новых облигаций регулятор столкнется с установленными лимитами уже к концу 2020 года. При увеличении объемов программы вопросы об изменении установленных лимитов или переходе на покупку корпоративных облигаций придется рассматривать еще раньше.

²⁰ <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/wirtschafts...>

²¹ Оценка вероятности рецессии в экономике рассчитывается по методологии, предложенной в Proaño С., Theobald Т. International Journal of Forecasting. 2014. No. 30 (4). Pp. 898–917.

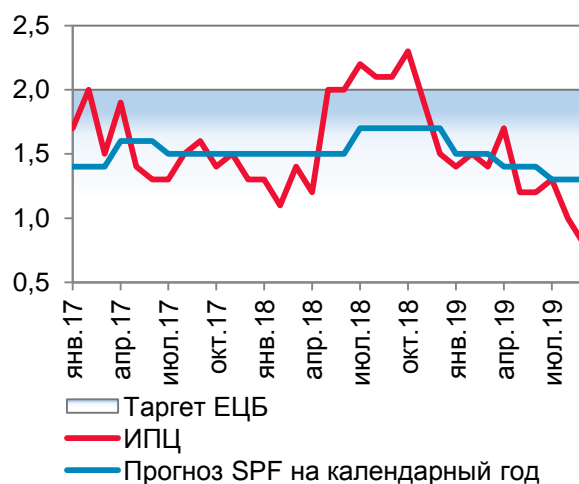
²² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-10-04/hawkish-former-ecb-officials-lambast-draghi-s-monetary-policy>

Рисунок 61. Динамика ВВП (г/г %) и сводного индекса PMI еврозоны (п.п.)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 62. Динамика инфляции и инфляционные ожидания прогнозистов (SPF ECB), г/г %



Источник: Bloomberg L.P., Survey of Professional Forecasters (SPF), ECB.

На заседании высказывались также и некоторые опасения об искажении стимулов агентов и о негативных внешних эффектах при дальнейшем снижении ставки. В интервью после заседания глава центрального банка Австрии также указал на то, что при экстремально низких ставках начинается погоня за доходностями, вероятно образование пузырей и нарастание кредитных рисков, а из-за дешевой ликвидности плохие фирмы дольше остаются на рынке, что негативно отражается на производительности в долгосрочном периоде. Тем не менее, выступая на пресс-конференции по итогам октябрьского заседания, М. Драги указал на то, что управляющий совет единогласно одобрил решения сентябрьского заседания, а некоторые из тех, кто выступал против выдвинутых мер, на данный момент признали их необходимость и согласились с проводимой политикой.

Китай: рост экономики существенно замедляется второй квартал подряд

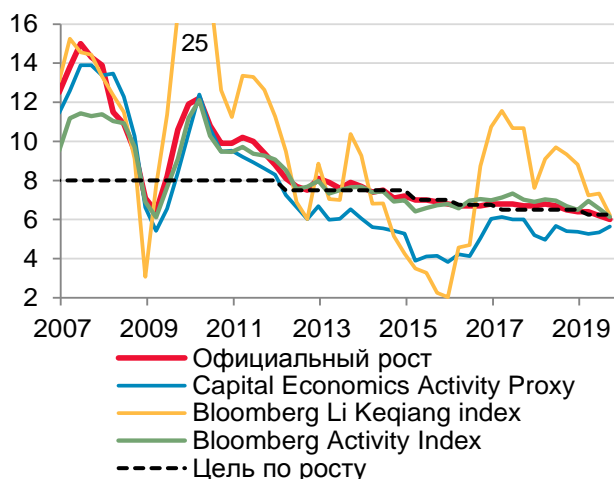
По итогам III квартала рост экономики Китая замедлился на 0,2 п.п., до 6,0% г/г — минимального уровня за последние три десятилетия (Рисунок 63). Для «гладкой» динамики роста экономики Китая такое изменение является значительным: за последние пять лет — это лишь четвертый случай, когда изменение превысило 0,1 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом.

Традиционно большинство аналитиков скептически относятся к официальной статистике. Однако отчетный квартал стал одним из редких примеров, когда альтернативные оценки, построенные различными способами, оказались очень близки к официальной (Рисунок 63).

Одним из основных ограничений роста экономики остаются внешние факторы: замедление роста мировой экономики, дополненное негативным влиянием торгового противостояния с США. Рост экспорта в США продолжает отставать от показателя по

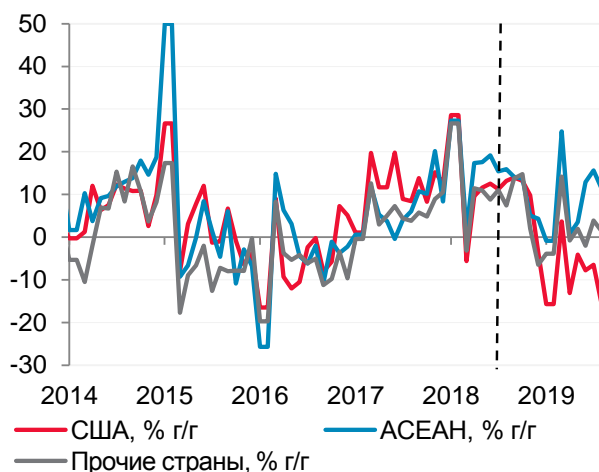
другим странам, что частично нивелируется реэкспортом попавших под пошлины товаров через страны АСЕАН (Рисунок 64). Поддержку также оказывает рост доли Китая в мировой торговле, указывая на повышение конкурентоспособности китайских товаров.

Рисунок 63. Показатели роста экономики Китая



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

Рисунок 64. Рост экспорта товаров из Китая, % г/г, в долл. США



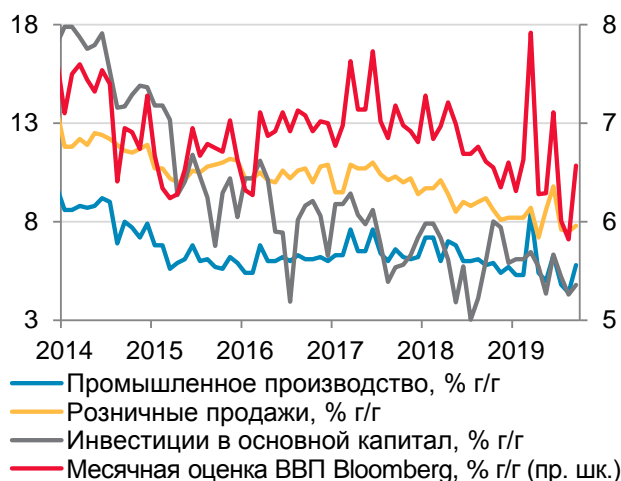
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

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

От большого замедления роста экономики в III квартале удержали привычные для последнего года сильные показатели завершающего месяца квартала. В сентябре значительно ускорился рост г/г промышленного производства, розничных продаж и инвестиций в основной капитал (Рисунок 65). Вероятно, по аналогии с предыдущими кварталами данный всплеск будет краткосрочным и в октябре мы увидим более низкие цифры.

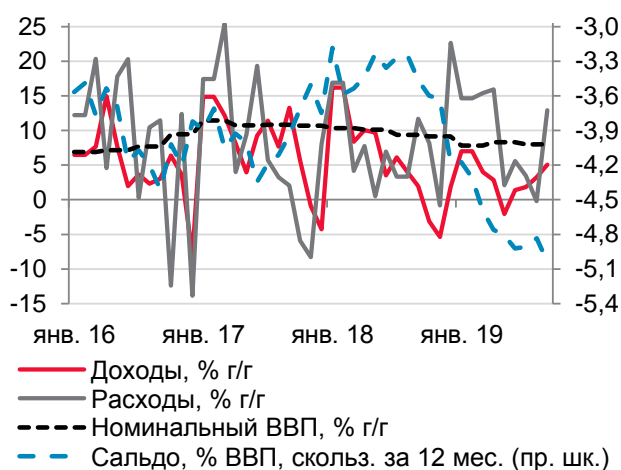
Со стороны государственных финансов сохраняется существенная поддержка. В сентябре сильно ускорился рост бюджетных расходов и расширился скользящий за 12 месяцев дефицит бюджета относительно ВВП (Рисунок 66). Заявления властей позволяют ожидать новых мер фискального стимулирования.

Рисунок 65. Основные макроэкономические показатели Китая



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

Рисунок 66. Показатели консолидированного бюджета Китая*, % ВВП



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

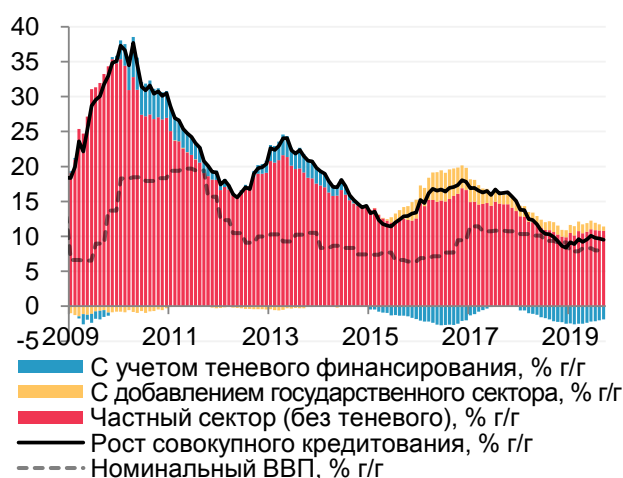
* Без учета внебюджетных фондов.

В то же время рост совокупного кредитования экономики продолжил замедляться в сентябре (Рисунок 67). В основе этого – постепенное исчерпание потребности в размещении государственных облигаций (в 2019 г. размещение идет с значительным опережением стандартного графика), а также ужесточение регулирования «перегретого» строительного сектора (как со стороны спроса, так и со стороны предложения).

Хотя мы ожидаем новых мер монетарного стимулирования, эффективность уже принятых мер, возможно, ниже, чем в предыдущие эпизоды стимулирования роста кредитования (Рисунок 67). Рост числа банкротств в последние годы вызвал существенное увеличение премии за риск и, соответственно, рост доходности облигаций большинства компаний, прежде всего частных, характеризующихся более высокой производительностью. Вместе с ужесточением регулирования теневого финансирования это снижает эффективность распределения кредитных ресурсов в экономике.

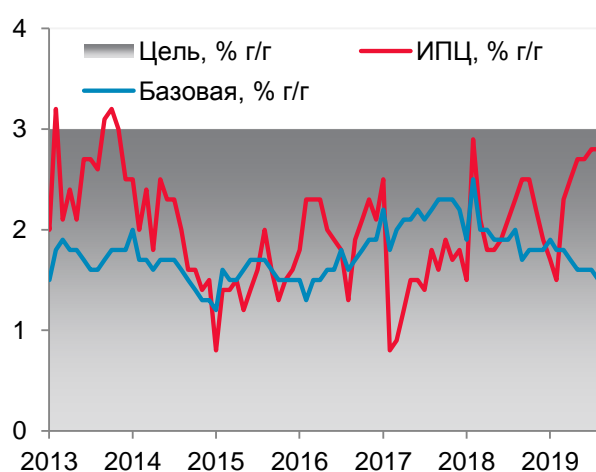
Рост инфляции в Китае не должен стать препятствием для смягчения политики. В сентябре инфляция достигла 3,0%, и ожидается дальнейший рост (цель по инфляции – ниже 3%), но в основе динамики – ускорение роста цен на свинину до 69% г/г (в связи со вспышкой африканской чумы), в то время как базовая инфляция остается на относительно низком уровне 1,5% г/г (Рисунок 68).

Рисунок 67. Рост кредитования экономики в Китае



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

Рисунок 68. Инфляция в Китае, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P., CEIC.

1.3.2. Российские финансовые рынки отыгрывали ожидания смягчения денежно-кредитной политики Банка России

- Смягчение монетарной политики большинством центральных банков крупнейших стран мира на фоне роста рисков для мировой экономики сохраняет умеренный аппетит к риску на глобальных финансовых рынках, включая российские.

- Однако в случае неспособности центральных банков и правительств предотвратить скатывание мировой экономики в рецессию страны с формирующимися рынками могут столкнуться с оттоком капитала (ослаблением валют и снижением цен финансовых активов), что означает увеличение инфляционных рисков и рисков финансовой стабильности и может потребовать реакции со стороны денежно-кредитной политики.
- Российские финансовые рынки позитивно отреагировали на решение Совета директоров Банка России снизить ключевую ставку на 50 б.п. до 6,5%. Сигналы представителей Банка России о возможности более решительных действий по денежно-кредитной политике привели к значительному пересмотру ожиданий относительной траектории ключевой ставки и к существенному смягчению денежной кредитных условий в октябре (еще до объявления решения о ключевой ставке).
- Наклон кривой доходности российских государственных облигаций остается небольшим относительно других стран с формирующимися рынками, поэтому он может вырасти после окончания периода смягчения денежно-кредитной политики Банка России.

Глобальные рынки

Смягчение монетарной политики большинством центральных банков крупнейших стран мира на фоне роста рисков для мировой экономики сохраняет умеренный аппетит к риску на глобальных финансовых рынках, включая российский. В октябре дополнительным фактором роста интереса к рисковому активам стали положительные сдвиги в торговом споре США и Китая. Однако по-прежнему высоки риски того, что предпринятых центральными банками действий окажется недостаточно для предотвращения сползания мировой экономики в рецессию, в том числе если торговые разногласия крупных стран останутся неурегулированными.

Если такой риск реализуется, на мировых финансовых рынках вырастет спрос на защитные активы, а страны с формирующимися рынками могут столкнуться с оттоком капитала. Это чревато повышением инфляционных рисков и рисков финансовой стабильности из-за снижения цен финансовых активов и обесценения валют и может потребовать реакции со стороны денежно-кредитной политики.

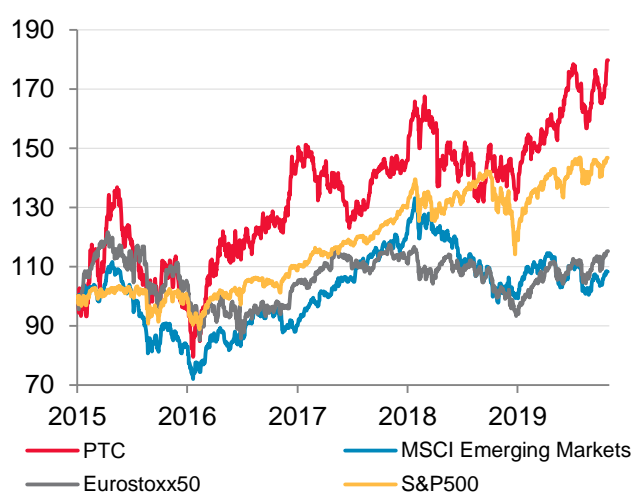
Пока же центральные банки стран с формирующимися рынками продолжают смягчение денежно-кредитной политики (Рисунок 72): на октябрьских заседаниях советов директоров центральных банков были снижены ключевые ставки в Чили (на 25 б.п., до 1,75%), Индонезии (на 25 б.п., до 5%), Индии (на 25 б.п., до 5,15%) и Турции (на 250 б.п., до 14%). Инфляция в данных странах (за исключением Турции) остается стабильной и находится в рамках целевых диапазонов, а в Турции отмечается ее существенное снижение – до 9,26% г/г²³ по сравнению с августовским уровнем 15,01% г/г. Вместе с тем, в октябре МВФ пересмотрел прогнозы экономического роста в 2019 г.: для Чили

²³ С учетом эффекта сильной базы: в октябре 2018 г. годовая инфляция в Турции достигла максимального значения с августа 2003 г. - 25,24%.

(с 3,4% до 2,5%), Индонезии (с 5,2% до 5,0%) и Индии (с 7,3% до 6,1%) – в сторону снижения, а для Турции – в сторону повышения (0,2% по сравнению с -2,5%)²⁴. В качестве основных рисков регуляторы отмечают замедление роста мировой экономики, глобальное замедление производственной активности, дальнейшее сокращение мировой торговли, геополитическую напряженность. Отмечается также давление текущей глобальной экономической ситуации на цены сырьевых товаров.

В октябре в странах с формирующимися рынками, где ожидается дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики, продолжилось снижение доходностей государственных облигаций в национальной валюте. Лидировали Бразилия, Индонезия, Индия и Россия.

Рисунок 69. Динамика индексов акций
(январь 2015 г. = 100)



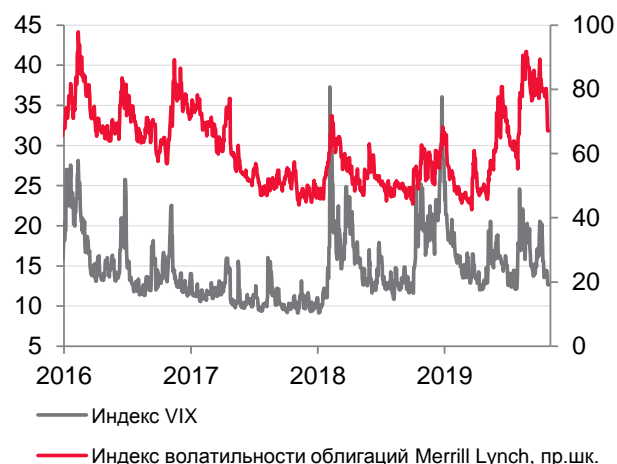
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 70. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США



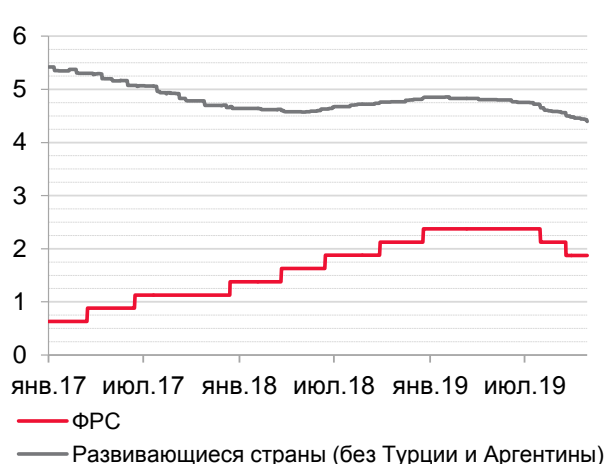
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 71. Динамика индексов
волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 72. Динамика ключевых ставок
центральных банков, % годовых



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

²⁴ По сравнению с апрельскими прогнозами (World economic outlook / IMF. 2019. October).

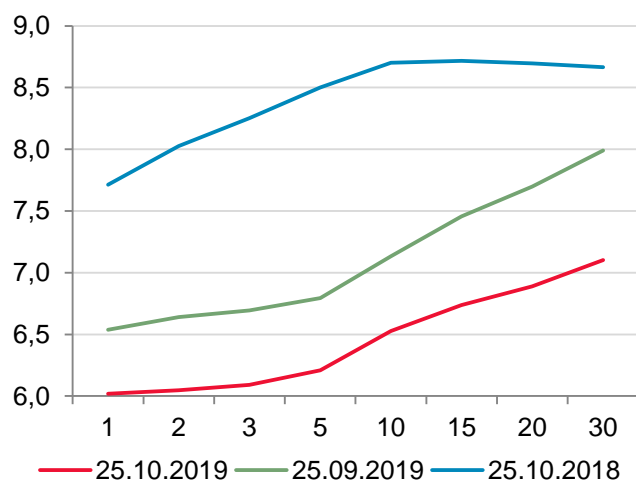
Российские рынки

Российские финансовые рынки позитивно отреагировали на решение Совета директоров Банка России снизить ключевую ставку на 50 б.п. до 6,5%. Доходности ОФЗ после объявления решения снизились, рубль укрепился.

Впрочем, еще до объявления решения о ключевой ставке на российских финансовых рынках происходило значительное движение. Этому способствовали сигналы представителей Банка России о возможности более решительных действий по денежно-кредитной политике. Они привели к значительному пересмотру ожиданий относительно траектории ключевой ставки, что вылилось в существенное смягчение денежно-кредитных условий в октябре: кривая доходности ОФЗ снизилась на 50-60 б.п. за месяц. Это с некоторым лагом может привести к снижению и других процентных ставок в экономике.

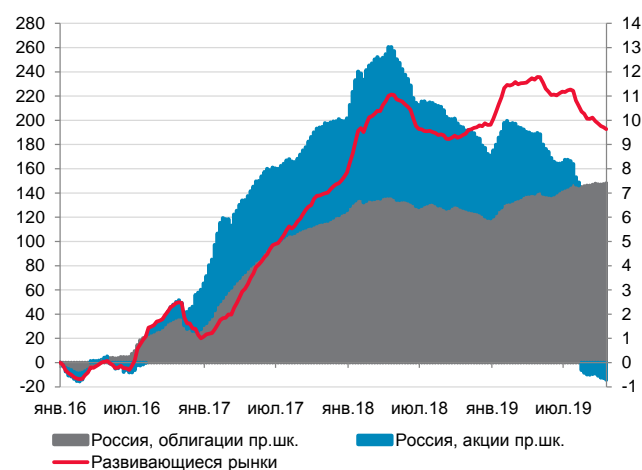
Наклон кривой доходности российских государственных облигаций остается небольшим относительно других стран с формирующимися рынками (Рисунок 78). Частично это вызвано желанием инвесторов отыгрывать ожидания смягчения денежно-кредитной политики через покупку длинных бумаг: при снижении доходностей короткой и длинной бумаги на одинаковую величину цена длинной бумаги растет гораздо сильнее. Наклон кривой доходности может вырасти после окончания периода смягчения денежно-кредитной политики Банка России.

Рисунок 73. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 74. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд. долл., накопленным итогом с начала 2016 года



Источник: EPFR.

Рисунок 75. Волатильность курса рубля и цены нефти



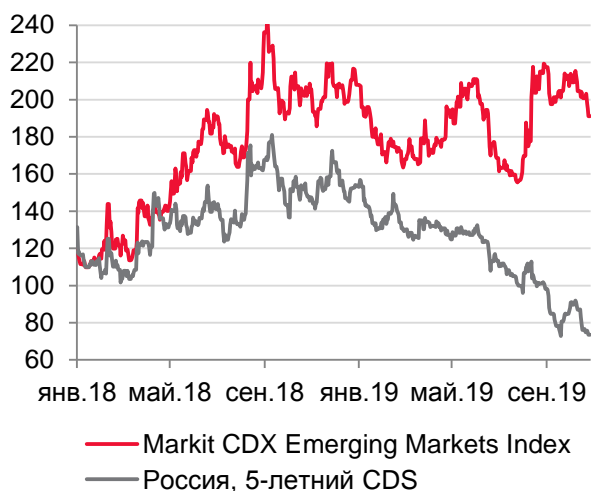
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 76. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



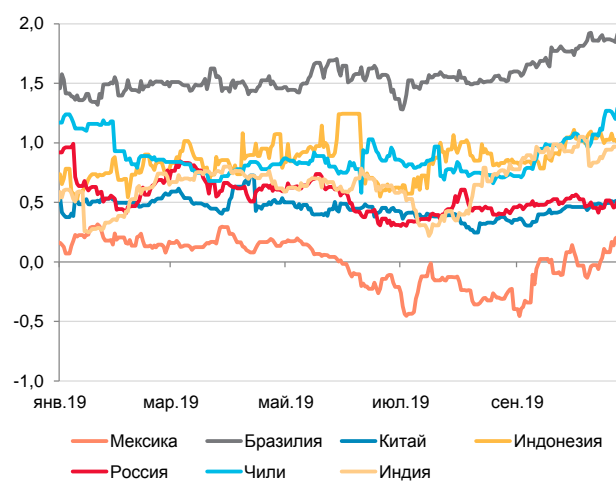
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 77. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 78. Разница доходности 10 и 2-летних гособлигаций стран с формирующимися рын-



Источники: Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Рост активности сланцевых компаний замедляется

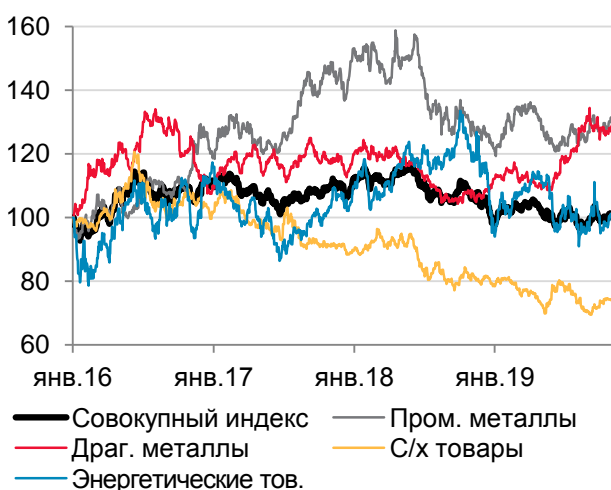
- Относительно середины сентября цена нефти Urals снизилась на 1%, до 60 долл./барр., при этом значительную часть времени цена была существенно выше вследствие масштабной атаки на нефтяную инфраструктуру Саудовской Аравии.
- Ведущие международные организации ожидают заметного излишка жидкого топлива на рынке до конца первого полугодия 2020 г. с возрастающим давлением на

цену нефти со стороны увеличивающихся запасов и высокими рисками ухудшения перспектив балансировки рынка.

- Активность сланцевых производителей США замедляется, а рост добычи обеспечивает продолжающийся рост эффективности бурения и возрастающее использование готовых законсервированных скважин.
- Замедление роста добычи соответствует прогнозам, но запас прочности сланцевых компаний может оказаться меньше ожидаемого. Постепенное исчерпание лучших месторождений (sweet spots) и бурение все большей доли скважин излишне близко к существующим будет сдерживать рост эффективности на фоне ухудшения доступа к рынку капитала и роста издержек.
- Опрос показал рост цены прибыльности добычи сланцев до 55 долл./барр., и, учитывая, что сланцевые производители являются маржинальными на рынке, цена на нефть в среднесрочном периоде может стабилизироваться возле этого уровня.

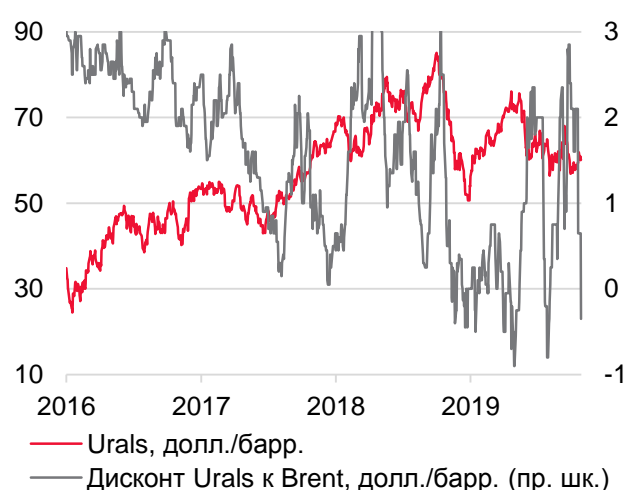
За период с середины сентября по конец октября индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 1%: цены сельскохозяйственных товаров выросли на 3%, драгоценных металлов – на 1% при снижении цен энергетических товаров и промышленных металлов на 2% (Рисунок 79). Цена нефти Urals снизилась на 1%, до 60 долл./баррель. (Рисунок 80). При этом 16 сентября цена нефти показала рост на 12% вследствие масштабной атаки на нефтяную инфраструктуру Саудовской Аравии, после чего цена последовательно снижалась.

Рисунок 79. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2016 = 100)



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

Рисунок 80. Цена нефти Urals и дисконт к Brent



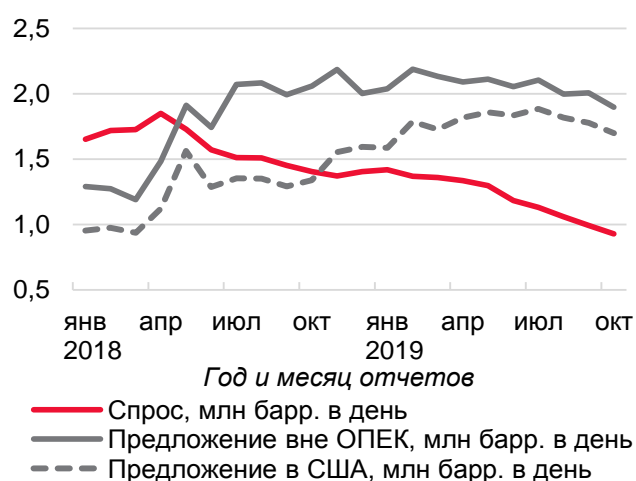
Источник: Thomson Reuters.

Давление на нефтяные цены оказало ухудшение перспектив балансировки рынка жидкого топлива в прогнозах ведущих международных организаций (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК). Все организации уже привычно снизили прогноз роста мирового спроса

(Рисунок 81). Прогноз роста предложения также скорректирован вниз, при этом подчеркивается, что негативное влияние атаки на нефтяную инфраструктуру Саудовской Аравии на поставки нефти на мировой рынок оказалось небольшим. По оценкам EIA, Саудовская Аравия уже 3 октября полностью восстановила добычу (в том числе за счет ввода около 1 млн резервных мощностей), а до этого времени поддерживала экспорт посредством сокращения запасов и поставок нефти на внутренний рынок.

EIA и МЭА ожидают, что рынок жидкого топлива будет в состоянии существенного излишка до конца первой половины 2020 г., и увеличивающиеся запасы будут оказывать возрастающее давление на цену нефти (Рисунок 82, Рисунок 83). В дальнейшем ситуация предположительно улучшится за счет опережающего роста потребления. При этом EIA подчеркивает, что видит более высокие риски на стороне спроса, чем на стороне предложения, что может ухудшить перспективы балансировки рынка.

Рисунок 81. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2019 г. в месячных отчетах ведущих организаций (в среднем по EIA и МЭА)



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК.

Рисунок 82. Основные показатели рынка жидкого топлива

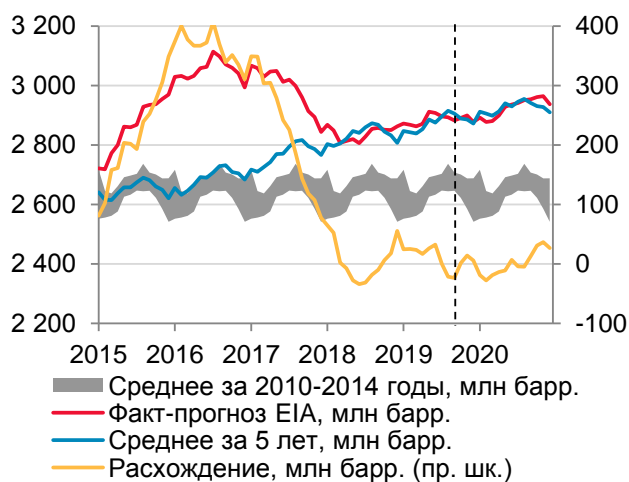


Источник: EIA.

Достаточно регулярную поддержку нефтяным ценам оказывает геополитический фактор, прежде всего в виде нарастающего напряжения между Саудовской Аравией и Ираном. Так, за отчетный период Саудовская Аравия обвинила Иран в организации атаки на нефтяные объекты королевства, а Тегеран назвал Эр-Рияд ответственным за подрыв своего танкера с нефтью.

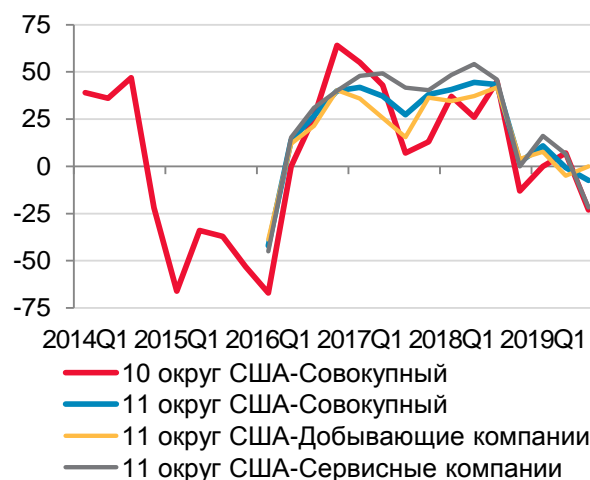
Ключевым игроком на нефтяном рынке остаются сланцевые производители США. При этом их активность в последние месяцы вызывает вопросы, а запас прочности может оказаться ниже ожидаемого. Энергетические обзоры ФРБ Далласа (11-й округ США) и Канзас-Сити (10-й округ США), в вотчине которых находится 4/5 сланцевой добычи страны, включая крупнейший бассейн Permian, показали ускорение снижения бизнес-активности опрошенных нефтегазовых компаний (Рисунок 84).

Рисунок 83. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 84. Индекс бизнес активности нефтегазовых компаний 10 и 11 округов США*, к/к, п.п.



Источники: ФРБ Даллас, ФРБ Канзас-Сити.

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

Подавляющее большинство показателей сланцевой индустрии в последние месяцы либо снижается, либо замедляет рост. С середины 2018 г. перешли к снижению инвестиции в нефтегазовую отрасль США, а со II квартала 2019 г. их рост г/г перешел в отрицательную область (-8% г/г). Высокая корреляция с динамикой нефтяных цен позволяет ожидать дальнейшего сокращения объема инвестиций и по итогам III квартала (Рисунок 85). При этом на динамику инвестиций влияют еще три важных фактора. Во-первых, компании сталкиваются с ростом издержек, прежде всего на оплату труда в условиях низкой безработицы (Рисунок 86). Во-вторых, они испытывают давление со стороны акционеров, которые с конца 2017 г. росту добычи предпочитают положительный денежный поток и относительно высокие дивиденды. Все это оставляет меньше средств на развитие бизнеса. В-третьих, у компаний, особенно небольших, ухудшается доступ к рынку капитала. Помимо роста стоимости заемных средств вслед за ростом ставки ФРС США компании сталкиваются с ужесточением условий банковского кредитования²⁵.

Сокращение инвестиций вызывает снижение числа действующих буровых установок и числа пробуренных скважин, причем темп сокращения г/г ускоряется (Рисунок 87). Сланцевые производители ожидают прохождения «дна» буровой активности в начале 2020 года.

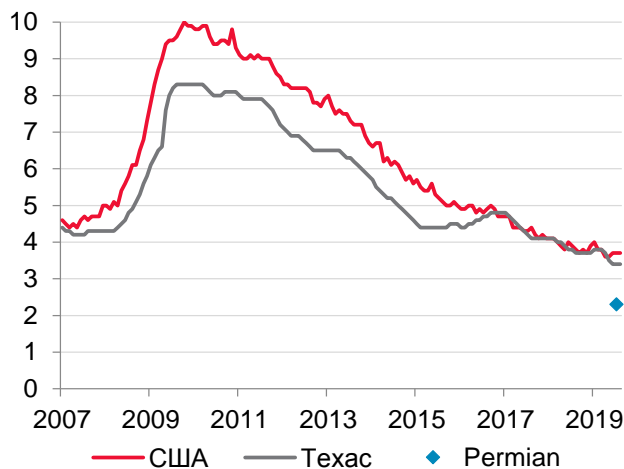
²⁵ Ужесточение оценки долговой устойчивости компаний.

Рисунок 85. Соотношение цены нефти и инвестиций в нефтегазовую отрасль в США



Источник: ФРБ Даллас.

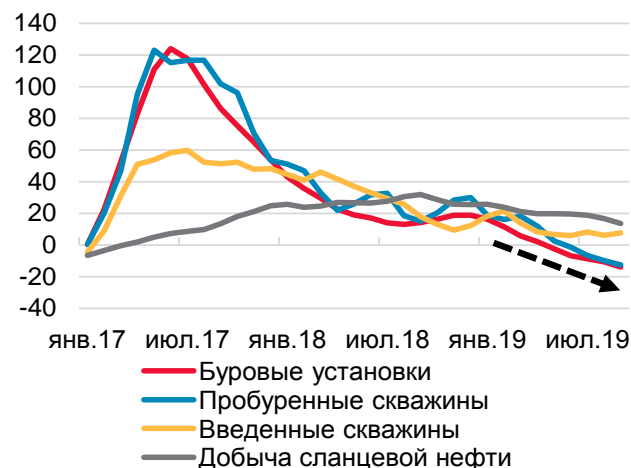
Рисунок 86. Уровень безработицы в США, с поправкой на сезонность, %



Источники: CEIC, ФРБ Даллас.

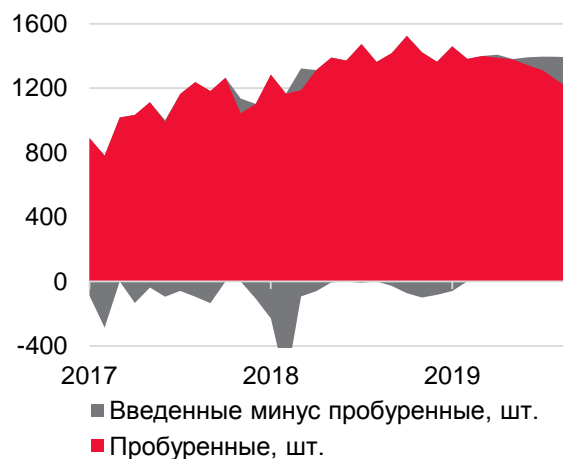
Рост г/г числа введенных скважин и добычи сланцев также замедляется (Рисунок 87), при этом динамика абсолютных показателей значительно лучше. Число вводимых скважин уже полгода поддерживается на неизменном уровне за счет все большего использования законсервированных скважин (*DUCs*) (Рисунок 88). Добыча сланцевой нефти устойчиво растет (Рисунок 89).

Рисунок 87. Темпы роста основных показателей сланцевой индустрии США (средние за два месяца), % г/г



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

Рисунок 88. Использование законсервированных скважин для поддержания добычи сланцевой нефти в США

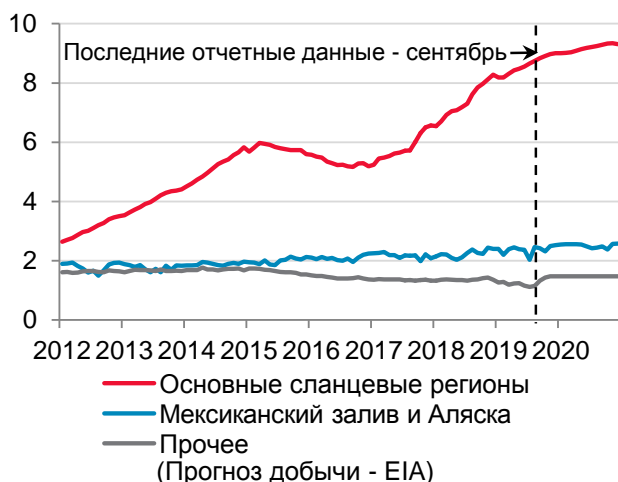


Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рост добычи сланцев, помимо использования законсервированных скважин (10% введенных скважин в августе), объясняется продолжающимся ростом эффективности бурения (Рисунок 90). По оценкам ФРБ Канзас Сити, за последние два десятилетия при сокращении более чем в два раза числа пробуренных скважин в расчете на буровую установку (Рисунок 91) средняя добыча в расчете на скважину выросла более чем в семь раз (Рисунок 92), что примерно в равной степени объясняется увеличением глу-

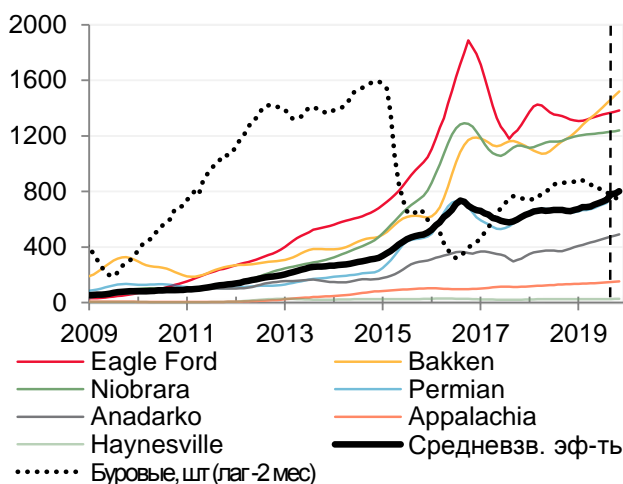
бины бурения (Рисунок 92) и ростом производительности скважины на единицу длины (Рисунок 93). Последнее объясняется совершенствованием технологий и увеличением объема использования сырья при проведении гидроразрыва пласта (песок, вода и пр.).

Рисунок 89. Добыча нефти в США по видам месторождений, млн барр. в день



Источники: EIA, расчеты ДИП.

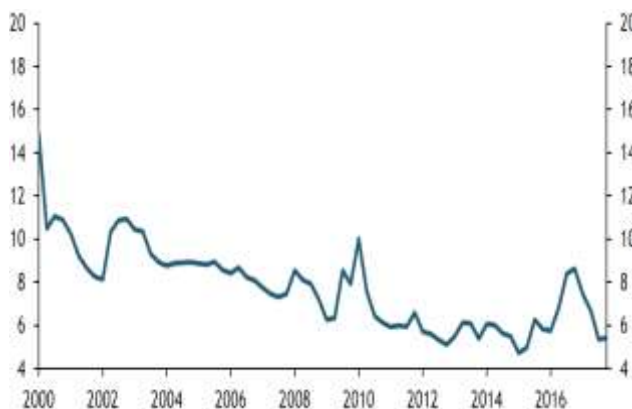
Рисунок 90. Число буровых установок и эффективность добычи нефти в сланцевых бассейнах США (барр. на буровую установку)



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Хотя рост эффективности бурения оказывает большую поддержку добыче и должен и дальше стимулировать ее рост, в последние кварталы он во многом вызван циклическим фактором: сокращением числа буровых установок и смещением бурения на лучшие месторождения (*sweet spots*). Главы крупных сланцевых компаний США Pioneer Natural Resources и Centennial Resource Development заявили, что число подобных месторождений неуклонно сокращается и через несколько лет это может вызвать сокращение добычи нефти в США.

Рисунок 91. Среднее число нефтяных скважин в расчете на буровую установку в США



Источник: ФРБ Канзас Сити.

Рисунок 92. Средняя глубина скважины и добыча нефти со скважины в США

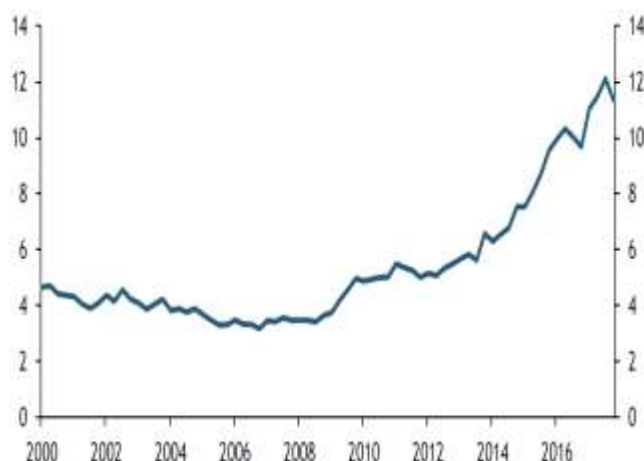


Источник: ФРБ Канзас Сити.

В дополнение к этому аналитики инвестиционного банка Tudor, Pickering, Holt & Co. в своем исследовании пришли к выводу, что рост эффективности бурения

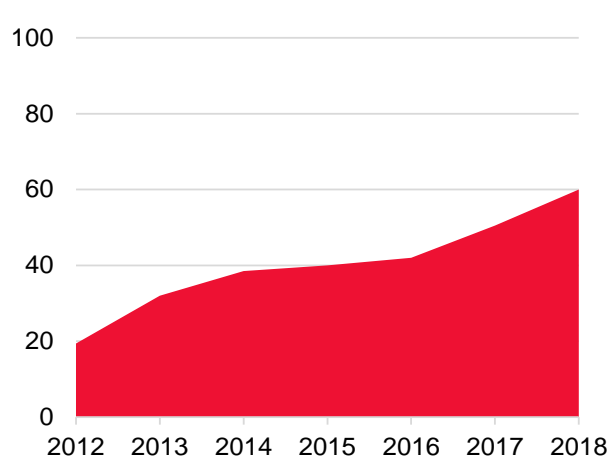
сильно сдерживается увеличением доли так называемых «дочерних» скважин, т.е. скважин, которые бурятся близко к уже существующим. Подобное бурение ведет к потере 20-30% нефти относительно «материнской скважины». Доля «дочерних» скважин в бассейне Permian Delaware выросла с 19% в 2012 г. до 60% в 2018 г. (Рисунок 94). Соответственно, добыча сланцевой нефти может оказаться на 15-20% ниже, чем закладывают производители и аналитики.

Рисунок 93. Средняя добыча с фута скважины в США, барр.



Источник: ФРБ Канзас Сити.

Рисунок 94. Доля «дочерних» скважин в бассейне Permian Delaware, %

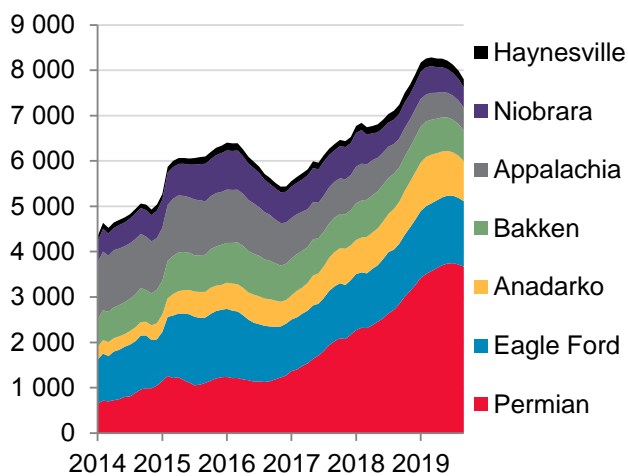


Источник: ФРБ Канзас Сити.

Большие споры идут также вокруг оценок EIA числа законсервированных скважин, которые все более активно используются в последние месяцы. По оценкам EIA, число таких скважин на 01.10.2019 – 7,7 тысяч (Рисунок 95). Однако большинство опрошенных ФРБ Даллас сланцевых производителей полагает, что их число меньше, возможно, в десятки раз. Вероятно, EIA учитывает не только готовые скважины, но и скважины, которые начали бурить, но бросили, и потому они не могут быть отнесены к запасам. Дополнительно возникает вопрос об уровне их рентабельности. (Значительная) их часть из них может быть рентабельна только при (существенно) более высокой цене нефти.

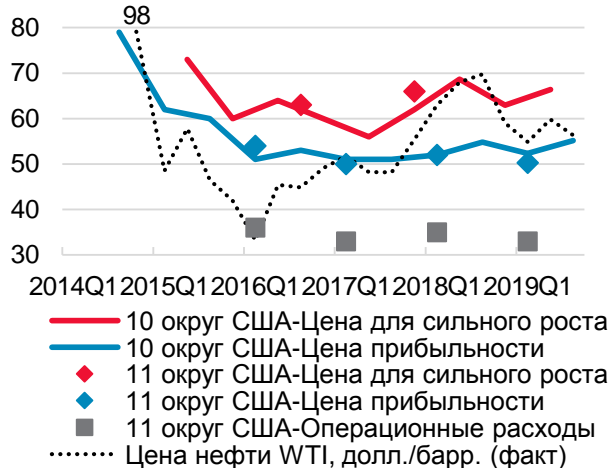
В целом наблюдаемые тренды в активности сланцевых производителей не противоречат прогнозам ведущих международных организаций, ожидающих постепенного замедления роста добычи нефти в США. Однако запас прочности сланцевых производителей может оказаться меньшим, чем ожидается. Помимо прочего, недавний опрос ФРБ Канзас-Сити показал рост цены прибыльности добычи нефти с 52 до 55 долл./барр. (Рисунок 96). Исходя из предпосылки, что сланцевые производители являются маргинальными на нефтяном рынке, без существенных потрясений на стороне спроса и предложения цена нефти в среднесрочном периоде может стабилизироваться возле уровня 55 долл./баррель.

Рисунок 95. Оценки EIA числа законсервированных скважин в США



Источник: EIA.

Рисунок 96. Цена WTI, требуемая для покрытия операционных издержек, прибыльности добычи и сильного роста добычи на основных месторождениях США, долл./барр.



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

2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

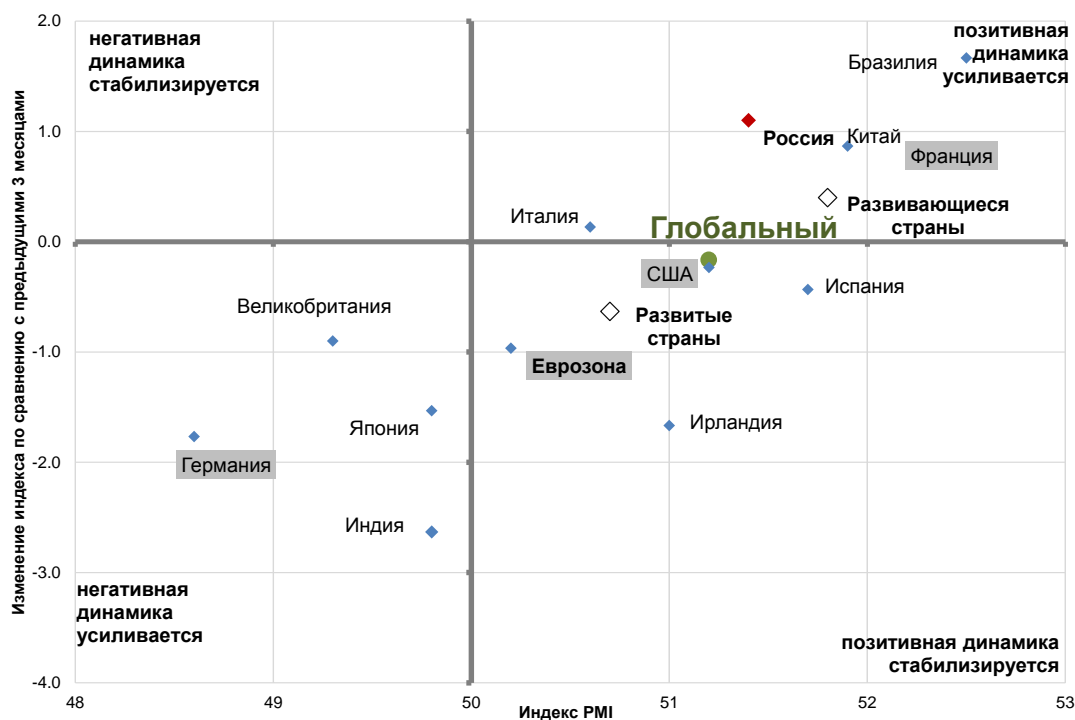
2.1.1. Передышка в ухудшении динамики экономической активности

Предварительные оценки сводного индекса PMI в октябре 2019 г. указывают на то, что ухудшение динамики экономической активности в крупнейших экономиках приостановилось (Рисунок 97, выделены серым). Возможно, оптимизм по поводу достижения предварительных договоренностей в торговых переговорах США и Китая, а также смягчение денежно-кредитной политики ведущими центральными банками смогли компенсировать негативные последствия роста экономической неопределенности. Однако пока достигнута лишь стабилизация индексов около сентябрьских значений, и возобновление роста от этих минимумов находится под вопросом.

В США сводный индекс PMI незначительно вырос – с 51 до 51,2 процентного пункта. Рост индекса был обеспечен улучшением динамики выпуска. Однако поток новых заказов в целом по экономике остается слабым, указывая на то, что рост выпуска обеспечен снижением объемов невыполненной работы. Оно, в свою очередь, снижает давление на производственные мощности, что в итоге отразилось на снижении занятости второй месяц подряд, максимальными с декабря 2009 г. темпами. Тем не менее, в обрабатывающей промышленности в октябре на фоне достижения договоренности о торговой сделке возобновился приток новых заказов максимальными темпами с апреля 2019 г. и выросли бизнес-ожидания компаний, что в случае отсутствия негативных новостей может развернуть динамику экономической активности экономики в положительную сторону.

В еврозоне сводный индекс PMI незначительно вырос с 50,1 до 50,2 п.п., указывая на сохранение рисков стагнации экономической активности еврозоны. При этом индекс PMI в обрабатывающих отраслях продолжает сигнализировать о глубокой рецессии в секторе (45,7пп в октябре на уровне сентября). Выпуск в секторе снижается девятый месяц подряд и сопровождается снижением объемов незавершенной работы, занятости и бизнес-ожиданий. При этом негативная динамика в обрабатывающей промышленности постепенно охватывает и сектор услуг: слабый спрос в экономике приводит к тому, что новые заказы сокращаются второй месяц подряд и приток новых заказов в секторе услуг приближается к нулевому. Текущие значения сводного PMI по еврозоне согласуются со стагнацией ВВП в IV квартале 2019 г. и риском дальнейшего замедления роста экономики.

Рисунок 97. Динамика композитного индекса PMI за октябрь и изменение к среднему значению за июль-сентябрь.



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики остается ниже потенциала

- Наша октябрьская оценка роста ВВП в III квартале 2019 г. составила 0,2 % к/к SA, немного снизившись по отношению к сентябрю. Оценка на IV квартал также была понижена, оставаясь ниже потенциальных темпов роста российской экономики.
- Постепенное ускорение роста ВВП ожидается в I квартале 2020 года. При этом текущая индексная оценка на ближайшие кварталы по построению модели не учитывает возможный дополнительный импульс от ускорения расходования бюджетных средств, которое началось уже в III квартале 2019 года.
- Приведенные оценки квартальных темпов прироста ВВП предполагают рост ВВП по итогам 2019 г. на уровне около 0,8–1,0%, что находится в рамках прогноза Банка России.

	Октябрь % к/к SA	Сентябрь % к/к SA
III квартал 2019 года	0,2	0,2-0,3
IV квартал 2019 года	0,2	0,3
I квартал 2020 года	0,3	0,4

2.2.2. Аналитики скорректировали вниз ожидания по траектории ключевой ставки

- Сигналы представителей Банка России по денежно-кредитной-политике привели к значительному пересмотру вниз прогнозной траектории аналитиков по ключевой ставке.
- Уровень ставки на среднесрочном горизонте, который, по сути, отражает представления аналитиков о ее нейтральном уровне, пересмотрен с 6,5 до 6% еще в сентябре.
- Среднесрочные ожидания аналитиков по инфляции остаются заякоренными, несмотря на пересмотр ожиданий по траектории ключевой ставки.

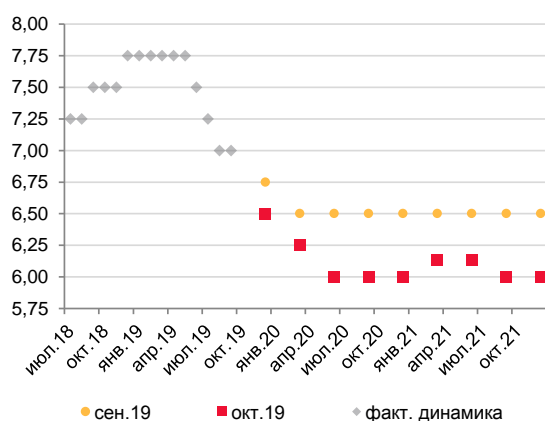
Заявления представителей Банка России в октябре о более решительных действиях в отношении денежно-кредитной политики на фоне замедления инфляции привели к пересмотру большинством аналитиков своих прогнозов по траектории ключевой ставки вниз на всем прогнозном периоде. Согласно результатам ежемесячного опроса Bloomberg²⁶, к концу 2019 г. ключевая ставка будет снижена до 6,50%, а не 6,75%, как предполагалось месяцем ранее (Рисунок 98). На этом уровне сходится большинство аналитиков, однако двое считают, что Банк России пойдет на более решительные действия и опустит ставку до 6,00-6,25% (Рисунок 99). С учетом принятого 25 октября Советом директоров Банка России решения о снижении ключевой ставки на 50 б.п., до 6,5%, ожидания аналитиков на конец года могут быть пересмотрены вниз.

Что касается более долгосрочной перспективы, то, по мнению аналитиков, Банк России к середине 2020 г. снизит ключевую ставку до 6,0% и закончит на этом цикл смягчения денежно-кредитной политики. Еще месяц назад ожидалось, что ключевая ставка стабилизируется на уровне 6,5%. По всей видимости, аналитики интерпретировали сигнал представителей Банка России прежде всего как переоценку уровня ключе-

²⁶ Опрос проводился с 18 по 24 октября накануне заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке.

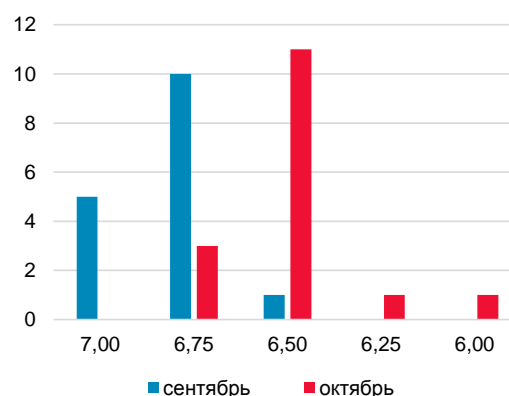
вой ставки, при котором инфляционное давление стабилизируется на уровне 4%. Это соответствует нижней границе диапазона текущей оценки Банка России уровня нейтральной процентной ставки.

Рисунок 98. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, %



Источники: Bloomberg Finance L.P.

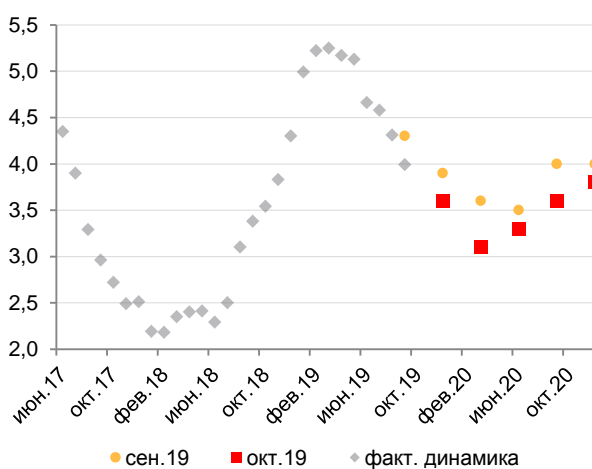
Рисунок 99. Распределение ожиданий аналитиков по ключевой ставке Банка России на конец 2019 года, человек



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Прогноз аналитиков по инфляции на конец 2019 г. был пересмотрен вниз до 3,6% г/г, что находится в пределах диапазона 3,2-3,7% обновленного прогноза Банка России (Рисунок 100). Среднесрочные ожидания аналитиков по инфляции остаются заякоренными с учетом пересмотра ожиданий по траектории ключевой ставки. По итогам следующего года, согласно опросу, инфляция ускорится до 3,8% г/г, а в 2021 г. стабилизируется на уровне 4%.

Рисунок 100. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

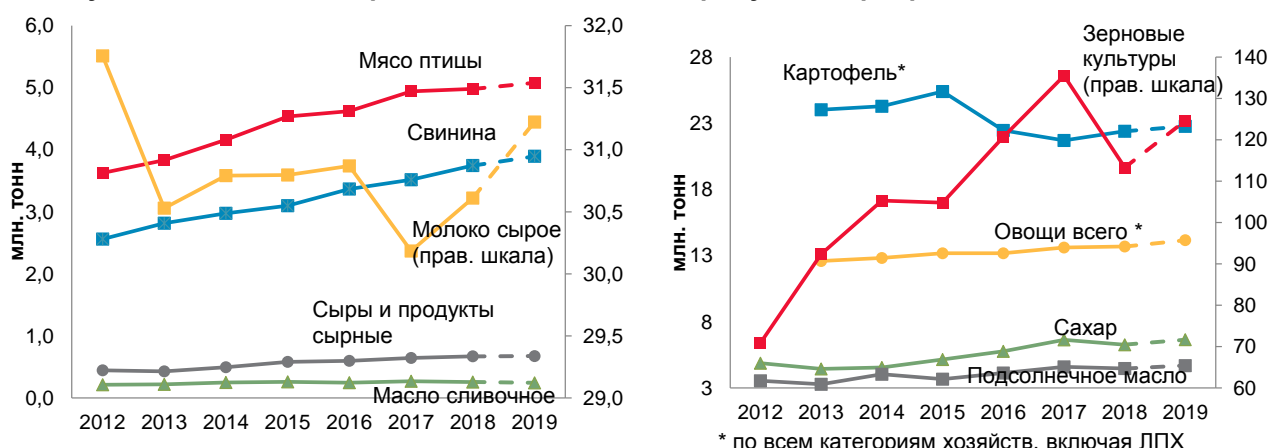
3. Фокус-секция: увеличение производства сельскохозяйственной продукции внесло вклад в замедление инфляции

- Ситуация на рынке производства сельскохозяйственной продукции стала одним из факторов, повлиявших на замедление инфляции в последние месяцы.
- В 2019 г. объемы производства большинства видов сельскохозяйственной продукции превысят уровень прошлого года, а некоторые виды достигнут максимальных исторических показателей.
- Растущее предложение, стабилизация мировых цен на продовольствие и ограниченные возможности по наращиванию экспорта некоторыми отраслями будут сдерживать рост внутренних цен на основные виды продукции.
- В условиях высокой конкуренции на отдельных продовольственных рынках потребительские цены будут расти медленнее, чем издержки, за счет снижения маржинальности производителей.
- Дезинфляционное влияние ситуации на продовольственном рынке может оказаться временным, а на среднесрочном горизонте высока вероятность реализации проинфляционных рисков. На отдельных продовольственных рынках снижение рентабельности приведет к уходу неэффективных игроков, что в свою очередь может негативно отразиться на динамике продовольственных цен из-за снижения предложения.

В октябре Департамент исследований и прогнозирования Банка России провел круглый стол с участием представителей отраслевых союзов агропромышленного комплекса и экспертов продовольственного рынка, где обсуждалась текущая и ожидаемая ситуация в агропродовольственном секторе.

В 2019 г. объемы производства большинства видов сельскохозяйственной продукции превысят показатели прошлого года (Рисунок 101). Рост предложения российской продукции на внутреннем рынке и слабая динамика мировых продовольственных цен станут основными факторами, сдерживающими рост цен на основные виды продовольствия до конца 2019 г. и в первой половине 2020 года. Ограничителем со стороны спроса по мнению представителей отрасли является слабая динамика реальных доходов населения. В условиях высокой конкуренции отпускные цены растут медленнее издержек, что ограничивает прибыльность производителей. На отдельных продовольственных рынках это может привести к выбытию неэффективных предприятий и повышению рыночной концентрации. В свою очередь это может негативно отразиться на динамике цен на продовольствие в среднесрочном периоде.

Рисунок 101. Динамика производства основной продукции агропромышленного комплекса

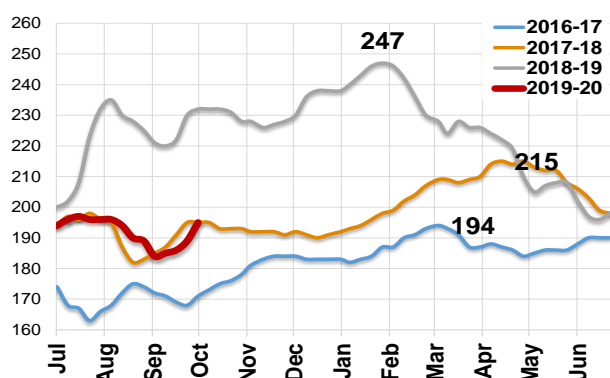


Источники: Росстат, Минсельхоз России, оценки отраслевых союзов и экспертов агропродовольственного рынка.

В 2019 г. ожидается увеличение урожая зерновых и зернобобовых культур относительно 2018 г. (на 5-7% г/г, включая пшеницу – на 4% г/г). На рост объемов выпуска повлияли как благоприятная ценовая динамика в прошлом сезоне, устойчивый экспортный и внутренний спрос, так и благоприятные погодные условия. При этом существует вероятность того, что цены на рынке зерновых в ближайшие месяцы будут немного расти (Рисунок 102). Основное влияние на цены будут оказывать конъюнктура мирового рынка, а также сокращение запасов, которые начали снижаться еще в прошлом сезоне в условиях низкого урожая и наращивания объемов экспорта. При этом уровень цен, вероятно, не достигнет прошлогодних высоких значений, что скажется на маржинальности производителей.

По крупам цены ожидаются в пределах средних пятилетних показателей. Исключением может стать гречиха вследствие прогнозируемого снижения производства в 2019 г. (-16,3% г/г).

Рисунок 102. Динамика цен на российскую пшеницу, долл./тонну, FOB



Источник: Прозерно.

Рисунок 103. Динамика оптовых цен на сахарную свеклу и сахар



Источник: Союзроссахар.

В 2019 г. урожай масличных культур может превысить рекордный уровень 2018 г. в первую очередь за счет роста валового сбора подсолнечника (+9-10% г/г). Это при-

ведет к увеличению выпуска подсолнечного масла и, вероятно, обновлению новых рекордов его экспорта. Внутренняя цена на подсолнечник формируется с учетом мировых цен через механизм экспортного паритета. На фоне рекордных урожаев в России и Украине мировые цены находятся под давлением, однако вряд ли опустятся ниже прошлогодних значений; это позволит удержать маржу производителей на уровне прошлого года.

Несмотря на снижение посевных площадей, объемы производства сахарной свеклы в этом году вырастут (около +14% г/г) из-за значительного увеличения урожайности. В результате производство сахара может вырасти на 7-10% г/г. Высокие объемы производства сахара на протяжении последних трех лет привели к формированию высоких запасов продукции, что при все еще ограниченных экспортных возможностях давит на внутренние цены. Цены на сахар в этом году достигли семилетних минимумов (Рисунок 103). Текущий уровень цен на внутреннем рынке с учетом растущих издержек приводит к снижению рентабельности в отрасли, что уже формирует у производителей намерения к сокращению посевных площадей в 2020 г. и ведет к уходу с рынка ряда предприятий

Валовой сбор товарного картофеля в текущем году ожидается выше уровня 2018 г. за счет увеличения урожайности. При этом размеры посевных площадей продолжают сокращаться из-за ухода с рынка неэффективных игроков, которые в условиях сложившихся низких цен на картофель не могут конкурировать с более эффективными хозяйствами, внедряющими современные технологии по выращиванию и хранению продукции и имеющими низкую себестоимость. До конца 2019 г. и в первой половине 2020 г. цены будут держаться близко к уровням прошлого сезона. В зимний период (февраль–март) уровень цен будет сезонно определяться стоимостью импорта, объемы которого, по оценкам, не превысят прошлогодних значений.

По овощам (открытого и закрытого грунта) в 2019 г. в целом ожидается рост валового сбора. Что касается основных культур, ожидается сокращение сбора капусты и лука из-за низких цен в прошлые годы, которые стали одной из причин сокращения посевных площадей в этом сезоне. Снижение производства этих овощей вызовет рост импорта, что может сказаться и на динамике цен. При этом высокие цены этого сезона, скорее всего, подстегнут производителей заложить в свои планы увеличение посевных площадей для сева в 2020 году. На рынках моркови и свеклы ожидается рост производства, ценовая ситуация останется стабильной.

Рост производства огурцов и томатов в этом году продолжится. Повышение цен в этом году объясняется переориентацией потребителей с импортной продукции на российскую (например, с турецких томатов на более сладкие сорта томатов – черри). Кроме того, спрос со стороны сетей на российскую продукцию растет, так как она имеет более длинные сроки реализации по сравнению с импортной. С учетом указанных тенденций и ввода новых мощностей рост объемов производства в следующем году продолжится. При этом ожидается, что усиление государственной поддержки²⁷ позволит

²⁷ Сроки льготного кредитования увеличатся с 8 до 12 лет.

существенно снизить себестоимость продукции, что может отразиться на динамике потребительских цен в следующем году.

Рост производства товарного молока по итогам 2019 г. немного ускорится (+2,5% г/г) за счет ввода новых современных молочных комплексов и повышения уровня товарности производства, что стало возможным благодаря увеличению рентабельности отрасли в предыдущие годы. Сейчас благоприятная ценовая конъюнктура также оказывает поддержку производителям молока. Спрос со стороны переработчиков молока растет, в том числе на молочный жир, что связано с переориентацией производителей на выпуск молочной продукции без использования заменителей молочного жира.

В переработке молока складывается иная ситуация. Бизнес сдерживает рост отпускных цен за счет снижения своей маржинальности на фоне повышения издержек, в том числе из-за роста цен на молочное сырье и увеличения регуляторной нагрузки²⁸, при медленном росте потребительского спроса (в т.ч. при необходимости реализации большой доли продукции в розничных сетях по промоакциям). По мере улучшения динамики спроса вероятен опережающий увеличение издержек рост цен на молочную продукцию для восстановления маржинальности бизнеса.

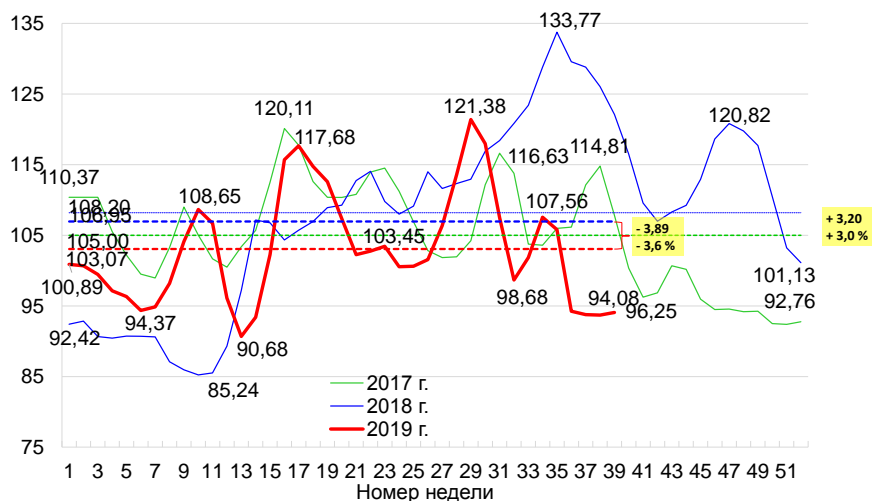
Помимо указанных факторов, на удорожание готовой продукции влияет рост цен на сухое молоко, что связано с его низкими внутренними запасами из-за ограничений на поставки из других стран. Также продолжают расти цены на сливочное масло по причине нехватки собственного производства и восполнения дефицита импортом.

На рынке свинины введение в строй начатых в 2017–2018 гг. проектов обеспечит в 2019 г. дальнейшее увеличение производства свинины (+4% г/г). Растущее предложение сказывается на ценовой динамике – уровень отпускных цен в 2019 г. будет самым низким за последние пять лет (Рисунок 104). Только около половины производителей покрывают свои затраты при таких ценах (к подобным предприятиям относятся новые или модернизированные комплексы с завершённой инвестиционной фазой). Около половины свиноводческих предприятий рискуют оказаться в операционном убытке. Инвестиционная привлекательность новых проектов при сложившемся уровне цен значительно снижается, что фактически закрывает возможности для появления новых игроков на рынке. Экспорт свинины быстро растет (около 20% г/г), однако представлен пока в основном субпродуктами и его объем недостаточен для снятия излишков с внутреннего рынка. При этом можно отметить довольно высокий потенциал роста экспорта в страны Азии, прежде всего в Китай, где спрос на животный белок возрастает при отсутствии внутренних ресурсов для обеспечения этого роста. Однако в настоящее время китайский рынок закрыт для российской свинины.

Внутренняя конкуренция растет в связи с высокой насыщенностью рынка, ожидаемым дальнейшим увеличением производства и ограниченным относительно производства объемом экспорта. В такой ситуации оптовые цены могут оставаться под давлением в ближайшие годы, только если с рынка не начнут массово уходить неэффективные предприятия.

²⁸ Введение электронной ветеринарной сертификации, маркировки и т.д.

Рисунок 104. Динамика цен на живых свиней 1-й и 2-й категории в ЦФО, руб./кг. с НДС



Источник: Национальный союз производителей свинины.

Производство мяса птицы по итогам текущего года может вырасти на 1,5-2% г/г. Дальнейшее увеличение объемов производства будет зависеть от ситуации с поставками на экспорт, поскольку внутренний рынок уже насыщен, цены находятся на низком уровне, также как и рентабельность производства. Рост экспортных поставок в Китай и Саудовскую Аравию немного компенсируется сокращением вывоза в страны СНГ (в Украину – в связи с введением импортных пошлин, в Казахстан – в связи с развитием собственного производства). Ожидается, что цены на мясо птицы к концу года опустятся ниже уровня прошлого года и начала 2019 года. Дополнительным сдерживающим динамике цен фактором для птицеводов является ситуация на рынке свинины. Для потребителей мясо птицы и свинина являются взаимозаменяемыми товарами, поэтому динамика их цен достаточно сильно коррелирована.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталья Карлова

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева