



Банк России

№ 2 (38)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

АПРЕЛЬ 2020

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. ИТОГИ	5
1.1. Инфляция	5
1.1.1. В марте баланс краткосрочных факторов сместился в сторону проинфляционных	5
1.1.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: последствия ослабления рубля будут умеренными, инфляция останется вблизи 4% на среднесрочном горизонте	8
1.2. Экономическая динамика	9
1.2.1. О возможных последствиях вируса COVID-19 для мировой и российской экономики	10
1.2.2. Шоки мировой экономики в феврале не сказались на российской промышленности	15
1.2.3. Индексы PMI: негативное влияние COVID-19 на экономическую активность в марте	17
1.2.4. Розничная торговля ускорила рост в начале года, однако в дальнейшем динамика, вероятно, развернется	20
1.2.5. По итогам февраля корпоративное кредитование снизилось, розничное – несколько ускорилось	24
1.2.6. Изменение сезонности расходов и стимулирующие меры бюджетной политики оказывают поддержку экономике	27
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	31
1.3.1. Пандемия подталкивает власти стран к беспрецедентным стимулирующим мерам	31
1.3.2. Финансовые рынки находились в плену ситуации вокруг вируса	41
1.3.3. Возрождение ОПЕК+ в более широком формате может восстановить нефтяные цены	46
2. В фокусе: как демпфер стабилизирует цены на нефтепродукты	50

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 01.04.2020.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip_bulletin@mail.cbr.ru

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

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Итоги

- В марте инфляция повысилась до 2,5% после достижения минимума 2,3% в феврале. Существенное ослабление рубля вкупе с единоразовым всплеском спроса на отдельные товары длительного хранения временно способствовали общему росту потребительских цен, несмотря на снижение спроса по другим категориям товаров и услуг. Новый эпизод временного ускорения инфляции происходит в условиях более низких инфляционных ожиданий населения и бизнеса, чем в 2018 году. Это обеспечивает большую толерантность денежно-кредитной политики к краткосрочному ускорению ценовой динамики при условии стабилизации финансовых рынков. На среднесрочном горизонте дезинфляционные риски преобладают над проинфляционными на фоне низкого спроса из-за выраженного торможения мировой и российской экономики. Появляется возможность для проведения контрциклической политики.
 - В период турбулентности, связанной с пандемией коронавируса, начинающейся рецессией в мировой экономике и падением цен на нефть, российская экономика вошла с неплохим заделом. Рост доходов населения трансформировался в рост потребительских расходов – в частности, в розничной торговле товарами и услугами. Активизация бюджетных расходов дополнительно стимулировала внутренний спрос.
 - Внешние и внутренние ограничения предпринимательской и потребительской активности в связи с пандемией коронавируса приводят к временному снижению производства и потребления в экономике. Турбулентность финансовых рынков усиливает этот эффект. В результате происходит значительное, но кратковременное ослабление экономической активности. Переход пандемии коронавируса в затухающую фазу, с постепенным снятием ограничительных мер, вернет мировую и российскую экономику на траекторию роста.
 - Глобальные финансовые рынки, включая российский, в марте находились под давлением из-за кризиса ликвидности в финансовой системе США и других стран. Стабилизации ситуации способствуют меры поддержки экономики со стороны правительств и меры центральных банков по поддержке кредитования и финансовых рынков.
 - В текущей ситуации основная экономическая задача регуляторов – по возможности компенсировать влияние возникших ограничений и самоограничений на кредитоспособность компаний, кредитную активность и доходы населения, обеспечивая при этом финансовую стабильность. Это требует совместных и скоординированных действий правительств и регуляторов финансового рынка.

2. Взгляд в будущее

- Оперативные показатели и опережающие индикаторы деловой активности свидетельствуют о заметном ухудшении ситуации в российской экономике в марте на фоне дальнейшего ухудшения внешних условий и введения ограничительных мер для борьбы с распространением коронавируса. Продление режима нерабочих дней до конца апреля окажет значительный сдерживающий эффект на экономическую активность в краткосрочной перспективе. Однако эта мера является необходимой с точки зрения борьбы с распространением коронавируса и быстрого восстановления экономики в дальнейшем. Длительность периода восстановления после снятия ограничений будет зависеть в том числе от мер экономической политики, включая политику Банка России по стимулированию поддержания кредитной активности и снижения рисков финансовой стабильности.

3. В фокусе: как демпфер стабилизирует цены на нефтепродукты

- Демпфирующий механизм значительно уменьшает чувствительность внутренних цен на бензин и дизельное топливо к колебаниям мировых цен, что будет способствовать снижению волатильности инфляции.
- В периоды высоких цен на нефть бюджет субсидирует внутренних потребителей через возврат части акцизов нефтепереработчикам. При этом в периоды низких цен потребители получают не все выгоды снижения мировых цен, поскольку эффективная сумма акциза, получаемого бюджетом, возрастает.
- В отличие от бензина и дизельного топлива, демпфирующий механизм на авиакеросин имеет асимметричный эффект, ограничивая рост цен на авиатопливо при росте мировых цен на нефть, но не препятствуя их снижению или стабилизации при снижении мировых цен.

1. ИТОГИ

1.1. Инфляция

В марте инфляция ускорилась до 2,5% после минимума 2,3% в феврале. Это было связано с действием краткосрочных инфляционных факторов, наложившихся на постепенное усиление инфляционного давления в экономике в ответ на стимулирующую бюджетную политику и произошедшее в 2019 г. смягчение денежно-кредитной политики.

Существенное ослабление рубля вслед за падением цен на нефть, а также временный всплеск спроса населения на товары длительного хранения, оказывают влияние на инфляцию, но оно будет временным и краткосрочным. Вместе с тем произошедшее за эти годы снижение инфляционных ожиданий и рост уровня самообеспечения по ряду видов сельскохозяйственной продукции ограничивают вторичные эффекты такого ускорения инфляции.

После ожидаемого ускорения инфляция стабилизируется вблизи цели в 2021 году, в том числе благодаря проводимой денежно-кредитной политике. Ожидаемое частичное восстановление цен на нефть и сдержанный потребительский спрос формируют в целом дезинфляционный фон на среднесрочном горизонте.

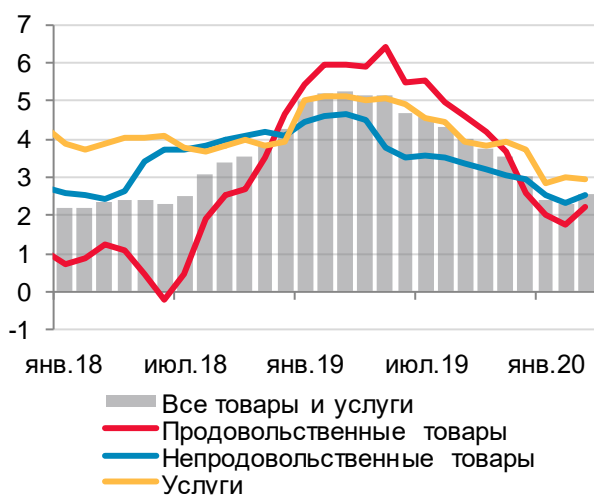
1.1.1. В марте баланс краткосрочных факторов сместился в сторону проинфляционных

- В феврале годовая инфляция снизилась до 2,3% после 2,4% в январе. При сохранении влияния сдерживающих рост цен временных факторов оценки модифицированных показателей базовой инфляции указывали на сохранение пониженного инфляционного давления.
- Однако в марте рост цен ускорился под действием существенного ухудшения внешних условий. Так, всплеск спроса на отдельные продовольственные товары был вызван опасениями в связи с распространением коронавируса. В свою очередь, повышенный спрос на непродовольственные товары был вызван ожиданиями роста цен из-за ослабления рубля, последовавшего за снижением мировых цен на нефть.
- Мартовский рост цен составил 0,5% м/м после очистки от сезонности. Таким образом, краткосрочные проинфляционные факторы в марте вывели рост цен на уровень, превышающий 4% в пересчете на год. Это повысило годовую инфляцию до 2,5%. Однако это ускорение месячных темпов роста цен носит краткосрочный характер и на среднесрочном горизонте баланс рисков смещен в сторону дезинфляционных факторов.

В феврале годовая инфляция достигла минимума: 2,31% после 2,42% в январе (Рисунок 1). Основное сдерживающее влияние на динамику потребительских цен продолжило оказывать прошлогоднее укрепление рубля, устойчивый рост производства на отдельных продовольственных рынках. Дополнительный вклад в сдержанные темпы роста цен в феврале, вероятно, оказывало замедление роста необеспеченного потребительского кредитования, которое могло отразиться на структуре потребительского спроса.

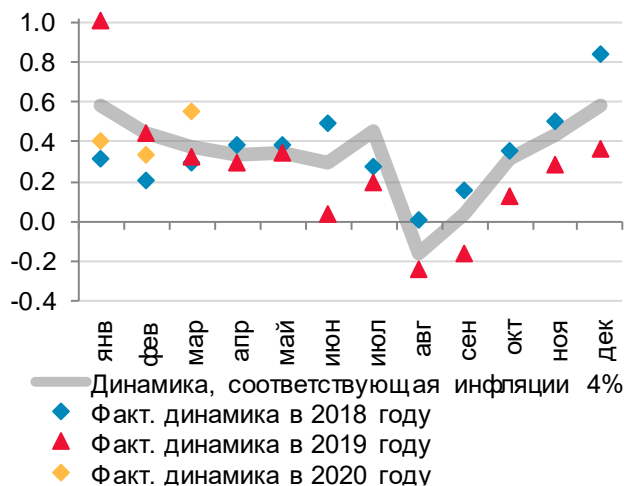
За февраль цены выросли на 0,33% м/м (Рисунок 2). После очистки от сезонности прирост цен, по нашим оценкам, составил 0,21% м/м. Это было ниже траектории, соответствующей 4% инфляции в пересчете на год, и в целом отвечало диапазону роста цен, наблюдаемому с середины 2019 года.

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



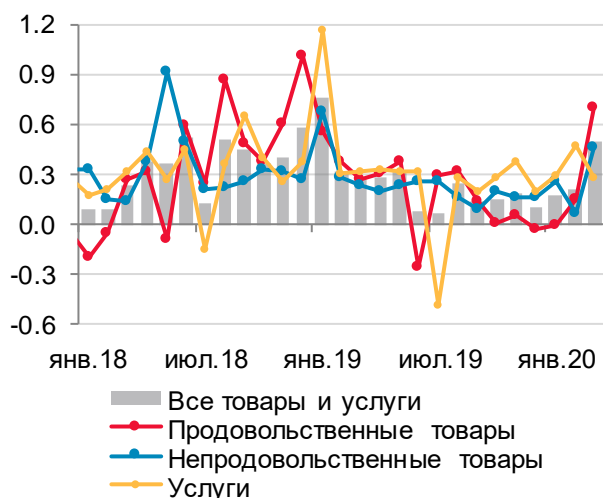
Источник: Росстат.

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



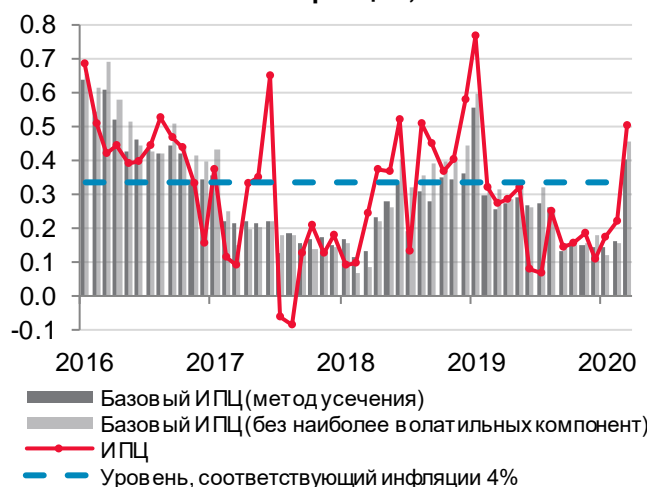
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Модифицированные показатели базовой инфляции, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

На фоне сдерживающих рост цен в феврале временных факторов оценки модифицированных показателей базовой инфляции продолжали указывать на сохранение

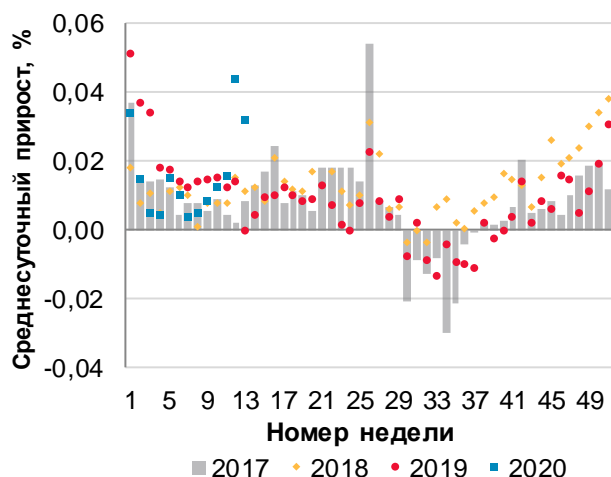
пониженного инфляционного давления (Рисунок 4). Однако произошедшее в марте ослабление рубля привело к существенному ускорению роста цен.

Так, уже в марте недельные среднесуточные темпы роста потребительских цен существенно превысили значение, соответствующее инфляции 4% в пересчете на год. С учетом сезонности, цены выросли на 0,5% м/м (Рисунок 3). Годовая инфляция повысилась до 2,54%.

В течение месяца повышение цен происходило неравномерно. Значительное ослабление рубля и ажиотажный спрос на отдельные виды продовольствия привели к резкому ускорению недельных темпов роста цен в середине месяца. Вместе с тем на последней неделе марта темпы роста цен замедлились (Рисунок 5).

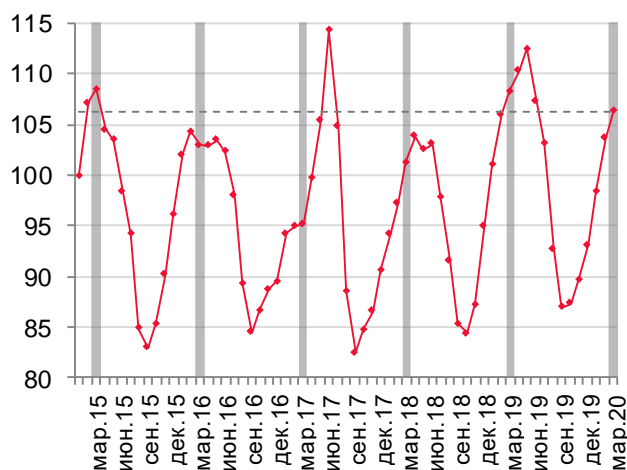
Мартовские темпы роста цен на плодоовощную продукцию были достаточно сдержанными, в целом вписываясь в типичную для марта сезонность (Рисунок 6). Сезонно скорректированный темп роста цен на плодоовощную продукцию, согласно нашим оценкам, замедлился до 0,4% м/м с 1,3% м/м в феврале. В первой половине месяца заметное понижательное давление оказывала динамика стоимости «борщевого набора»¹. Однако уже с 17 марта темпы роста цен на плодоовощную продукцию повысились за счет сезонного увеличения доли импорта², происходящего на фоне ослабления рубля. Ускорение роста цен на эту группу товаров возможно и в дальнейшем. Вместе с тем немного смягчить ситуацию может ранняя весна: по сообщению Плодоовощного союза, если не будет сильных заморозков, фермеры на юге страны попытаются получить два урожая – один в середине июня, а другой в конце сентября³.

Рисунок 5. Среднесуточный рост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Динамика индекса цен на плодоовощную продукцию, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

100 = январь 2015 года.

Темпы роста стоимости остальных товаров резко ускорились. Цены на продовольствие (без плодоовощной продукции), с учетом сезонности выросли на 0,7% м/м

¹ В недельное наблюдение входят картофель, лук, белокочанная капуста и морковь.

² Приблизительно с марта по июнь запасы отечественных овощей подходят к концу.

³ РБК. [«Ретейлеры оценили возможность повышения цен на продукты из-за курса рубля»](#). 10.03.2020.

после нулевого роста в январе–феврале. Сильнее всего повысились цены на сахар (+13,1%), макароны и крупы (+2,7%), куриные яйца (+1,5%), подорожали и основные виды мяса (+1,1%). Рост цен на непродовольственные товары ускорился до 0,5% м/м. Существенно выросли цены на товары с высокой зависимостью от динамики курса, а именно электротовары и другие бытовые приборы (+2,1%), телерадиотовары (+2,0%), подорожали также легковые автомобили иностранных марок.

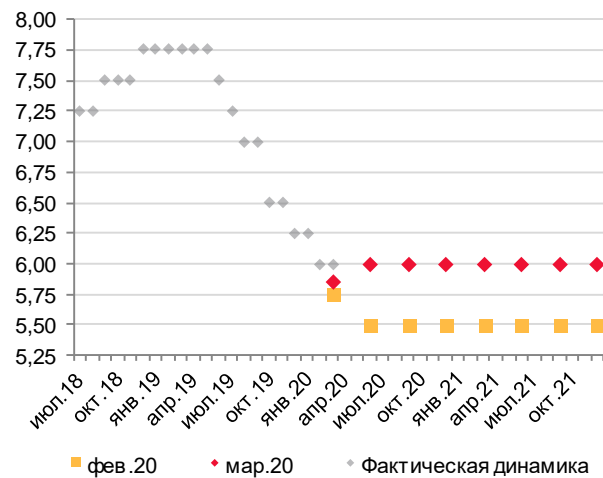
Помимо произошедшего ослабления рубля, дополнительным проинфляционным фактором со стороны предложения в ближайшие месяцы могут стать перебои поставок из других стран.

С одной стороны, усиление инфляционного давления под действием временных факторов будет способствовать более быстрому, чем можно было бы ожидать ранее, возврату инфляции к 4%. *С другой стороны*, российская экономика сталкивается с новым вызовом при гораздо более низких инфляционных ожиданиях по сравнению с эпизодами первых лет таргетирования инфляции, в то время как сдержанный спрос сместил баланс среднесрочных рисков в сторону дезинфляционных. Последнее, в свою очередь, создает предпосылки для большей толерантности Банка России к краткосрочному ускорению динамики цен, при этом требуя взвешенных решений по денежно-кредитной политике, учитывающих не только краткосрочные, но и среднесрочные факторы влияния на инфляцию, в сочетании с регуляторными мерами, направленными на поддержку кредитования экономики при поддержании инфляции вблизи цели.

1.1.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: последствия ослабления рубля будут умеренными, инфляция останется вблизи 4% на среднесрочном горизонте

- Краткосрочные инфляционные ожидания профессиональных аналитиков, согласно опросам Bloomberg, существенно повысились. На резкое ускорение роста цен в марте повлияло как ослабление рубля на фоне падения цен на нефть и усилившейся внешней неопределенности, так и временный всплеск спроса населения на товары длительного хранения и пользования.
- Однако в случае отсутствия новых непредвиденных внешних шоков, по мнению экспертов, в 2021 г. можно будет ожидать стабилизации инфляции вблизи цели. Последнее подчеркивает то, что среднесрочные ожидания по инфляции профессиональных аналитиков по-прежнему заякорены на цели Банка России.

**Рисунок 7. Ожидания аналитиков
по ключевой ставке Банка России, % годовых**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

1.2. Экономическая динамика

В I квартале 2020 г. сокращение внешнего спроса, сопровождаемое падением цен на российские экспортные товары, резко ускорилось. При этом внутренний спрос в российской экономике в январе-феврале демонстрировал повышательную динамику: потребительская активность населения увеличивалась благодаря ускорению роста реальной заработной платы, активизация бюджетных расходов положительно влияла на общий спрос в экономике.

Вместе с тем в марте в России возникли внутренние ограничения предпринимательской и потребительской активности в связи с пандемией коронавируса. Пережающие индикаторы указывают на то, что это уже привело к временному снижению производства и ухудшения потребительских настроений в экономике на фоне вхождения в рецессию глобальной экономики⁴. Продление нерабочих дней в России до конца апреля окажет сдерживающий эффект на экономическую активность в краткосрочной перспективе. Однако эта мера является необходимой с точки зрения борьбы с распространением коронавируса. Глубину и продолжительность спада в настоящий момент трудно точно оценить, поскольку они во многом зависят от развития ситуации с пандемией и дальнейших действий правительств многих стран по ее ограничению. Учитывая принимаемые масштабные меры поддержки со стороны правительств и центральных банков, можно предположить, что в случае купирования пандемии восстановление мировой и российской экономики может произойти довольно быстро.

⁴ Глобальной рецессией негласно принято считать рост мирового ВВП менее чем на 2,4%.

1.2.1. О возможных последствиях вируса COVID-19 для мировой и российской экономики

- Последствия для мировой экономики от пандемии коронавируса ожидаются значительно более существенными, чем от атипичной пневмонии (SARS, 2003 г.) и ближневосточного респираторного синдрома (MERS, 2015 г.).
- Распространение коронавируса и меры по его предотвращению негативно влияют на экономику разных стран. Это влияние неравномерно для разных секторов экономики. Оно проявляется по разным каналам и происходит в несколько этапов, которые к тому же могут различаться по странам.
- Если говорить о российской экономике, то на первом этапе основным каналом выступает внешний канал. Экономические, культурные и гуманитарные связи со странами с активным развитием эпидемии нарушаются или прекращаются. Кроме того, происходит снижение экспортного спроса, прежде всего со стороны стран, в которых эпидемия возникла раньше других. Это сопровождается снижением цен на сырьевые товары. По мере распространения пандемии спрос в мировой экономике проседает еще сильнее, что провоцирует падение на мировых финансовых рынках, которое захватывает и локальные финансовые рынки, и финансовый сектор отдельных стран.
- На втором этапе, когда применяются вынужденные масштабные ограничения и самоограничения в целях борьбы с распространением коронавируса внутри страны, основным каналом становится внутренний. Это приводит к тому, что негативные эффекты для экономики увеличиваются в масштабах и распространяются на широкий круг отраслей.
- В большинстве стран в первую очередь и сильнее всего страдает сфера услуг (включая транспорт), что уже нашло отражение в резком падении опросных показателей деловой активности в этой сфере в разных странах.
- В дальнейшем с переходом ко второму этапу растущие негативные последствия проявляются и в большинстве других секторов, включая промышленность.
- С точки зрения пакета государственных мер, важно обеспечить стабилизацию экономической активности, прежде всего в сфере услуг. Цель поддержки – минимизация отрицательных последствий, связанных с резким, но временным снижением спроса и доходов предприятий. При этом целесообразна не столько поддержка спроса на этом этапе, сколько компенсация части выпадающих доходов и помощь в снижении расходов, в том числе путем реструктуризации кредитов.
- Наиболее острая фаза влияния распространения коронавируса на мировую экономику по продолжительности, вероятно, не превысит двух кварталов. Это объясняется как особенностями распространения пандемии, так и совершенствованием мер по лечению заболевших COVID-19 и противодействию дальнейшему распространению вируса.

- В целом негативный эффект на экономику в связи с распространением коронавируса по своей природе носит по большей части временный характер. К тому же действие бюджетного правила в России сглаживает воздействие внешних шоков. Поэтому текущая ситуация для российской экономики существенно отличается от предыдущих эпизодов ухудшения внешних условий, связанных с устойчивым переходом нефтяных цен к более низким уровням и требующих значительной структурной перестройки экономики в результате изменения относительных цен и перетока ресурсов между секторами.
- В среднесрочной перспективе (возможный третий этап) в некоторых странах вероятно ухудшение состояния государственных финансов и возникновение проблем с обслуживанием долга. В ряде развивающихся стран, относящихся к категории «пограничных рынков», этот этап уже наступил.

Динамика распространения коронавируса и последствия для мировой экономики ожидаются значительно более высокими, чем от атипичной пневмонии (SARS, 2003 г.) и ближневосточного респираторного синдрома (MERS, 2015 г.), в свое время серьезно затронувших экономическую активность в ограниченном числе стран на непродолжительный период. Негативное влияние SARS и MERS на рост мировой экономики в течение года можно оценить в 0,1-0,2 и менее 0,05 п.п. соответственно. Активному распространению коронавируса способствуют как медицинские показатели, так и расширение в течение последнего десятилетия транспортного сообщения, а также более тесные экономические связи между странами.

Базовый сценарий развития ситуации предполагает, что основным удар по мировой экономике придется на первое полугодие 2020 года. Китай, ставший эпицентром эпидемии и принявший жесткие ограничительные меры, смог взять под контроль распространение вируса за 1,5-2 месяца (середина января – начало марта). Ценой этого стало значительное снижение экономической активности в январе-феврале, которая уже в марте начала постепенно восстанавливаться. По сравнению с 2003 г. (SARS) к негативному влиянию эпидемии на розничные продажи и пассажиропоток добавилось снижение объемов промышленного производства и инвестиций, которое в 2003 г. было небольшим.

Большинство других стран столкнулись с активным распространением коронавируса с лагом в 2-4 недели. В целом пик краткосрочных и сильных по своему негативному эффекту явлений для всей мировой экономики ожидается в конце I квартала – в II квартале. При этом вторичные эффекты (такие как рост финансовой нагрузки на бюджет в связи с покрытием расходов в здравоохранении, продолжительное отсутствие работы для части населения) могут продолжить оказывать воздействие и в III квартале.

Однако наиболее острая фаза влияния распространения коронавируса на мировую экономику, возможно, составит около двух кварталов. В поддержку данной гипотезы можно привести несколько доводов. *Во-первых*, есть определенные основания по-

лагать, что живучесть коронавируса и его контагиозность снизятся по мере повышения температуры воздуха и общего уровня иммунитета у людей (как это происходит с другими болезнями – ОРВИ и гриппом), и приход лета значительно ограничит темпы распространения коронавируса. *Во-вторых*, меры противодействия распространению вируса будут постоянно совершенствоваться, с отбором наиболее эффективных и фокусом на группах риска. *В-третьих*, возможности медицинских учреждений по лечению и реабилитации заболевших возрастают, усиливается сотрудничество, обмен опытом и медицинскими специалистами между странами. В результате по мере стабилизации ситуации и как минимум полноценного взятия ее под контроль многие страны будут постепенно снимать введенные ограничения. Таким образом, в рамках умеренно позитивного сценария можно ожидать, что уже в III квартале начнется восстановительный рост мировой экономики. Восстановлению будет способствовать отложенное потребление и ускоренный рост производства для пополнения запасов и восстановления нормальных темпов поставок продукции клиентам.

Вместе с тем нельзя исключать второй волны вспышки эпидемии коронавируса к концу 2020 г. с началом нового сезона простудных и респираторных заболеваний. Помимо прочего, этому может способствовать «истощенность» экономики расходами на предотвращение распространения и ликвидацию вируса.

С точки зрения межстранового анализа мы полагаем, что при прочих равных условиях потенциально негативное влияние коронавируса может смягчаться прежде всего степенью готовности к борьбе с эпидемией.

На российскую экономику распространение коронавируса может повлиять через следующие каналы по мере развития пандемии в мире и в России:

Этап 1.

- *Снижение внешнего спроса на российскую продукцию из-за замедления роста мировой экономики.* Этот канал начал действовать с момента начала эпидемии в Китае. Перерастание эпидемии в пандемию усилило его действие. Так, замедление роста мировой экономики значительно снизило потребление сырьевых товаров и привело к существенному уменьшению их цен. Нефтяные цены попали под двойной удар из-за роста предложения в странах ОПЕК+ (см. подробнее подраздел 1.3.3). По аналогии с ожидаемой динамикой влияния коронавируса на рост мировой экономики можно предполагать максимальный негативный эффект на спрос и цены сырьевых товаров в конце I квартала, а также в течение II квартала с их последующей стабилизацией и восстановлением в дальнейшем, темпы которого будут зависеть в том числе от подстройки предложения.
- *Проблемы с поставками импортных комплектующих и сырья для внутреннего производства и инвестиций.* Опросы PMI показали, что остановка производств в Китае и других странах уже привела к ухудшению работы поставщиков и удлинению сроков выполнения заказов в феврале-марте. Для России критичной является ситуация в европейских странах, откуда осуществляется достаточно большой объем поставок машин и оборудования.

- *Ухудшение ситуации на финансовых рынках.* Бегство от риска после перерастания эпидемии коронавируса в пандемию и осознание масштаба экономических последствий от нее привели к значительной переоценке стоимости активов СФР, в том числе в России. Кривая доходности ОФЗ сдвинулась вверх, произошло ослабление рубля. Это может оказать негативное влияние на динамику кредитования через повышение стоимости заимствований, а также на активность по привлечению финансирования на рынках корпоративных облигаций и акций. Негативное влияние вызывает также общий рост неопределенности и оценок рисков.

Этап 2.

- *Распространение коронавируса в России.* Макроэкономический эффект несет не столько сама пандемия, сколько меры, направленные на предотвращение ее распространения: отмена публичных мероприятий, ограничение передвижений, карантины. В России сначала была объявлена нерабочей неделя с 30 марта по 3 апреля, а затем этот режим был продлен до 30 апреля включительно. Во многих регионах были введены ограничительные меры: закрылись торговые центры, значительно ограничена работа большей части сферы услуг, лимитированы перемещения граждан внутри города.

Этап 3 (среднесрочная перспектива).

- *Влияние на состояние государственных финансов.* У России низкий уровень государственного долга при значительных сбережениях средств в ФНБ и остатках средств бюджетов на ЕКС и счетах в коммерческих банках, что создает высокую устойчивость государственных финансов. Кроме того, стабилизирующее влияние оказывает бюджетное правило. Падение цен сырьевых товаров и замедление роста мировой экономики негативно отражается на доходной части бюджета в краткосрочной перспективе. Однако сколь бы то ни было значимого влияния экономических последствий коронавируса на резервы правительства и центрального банка, а также на рост премий за риск и, как следствие, некоторое повышения спреда между краткосрочными и долгосрочными доходностями государственного долга, можно теоретически ожидать лишь в самых жестких рискованных сценариях затяжного выхода мировой экономики из спада, связанного с ограничительными мерами по борьбе с коронавирусом.

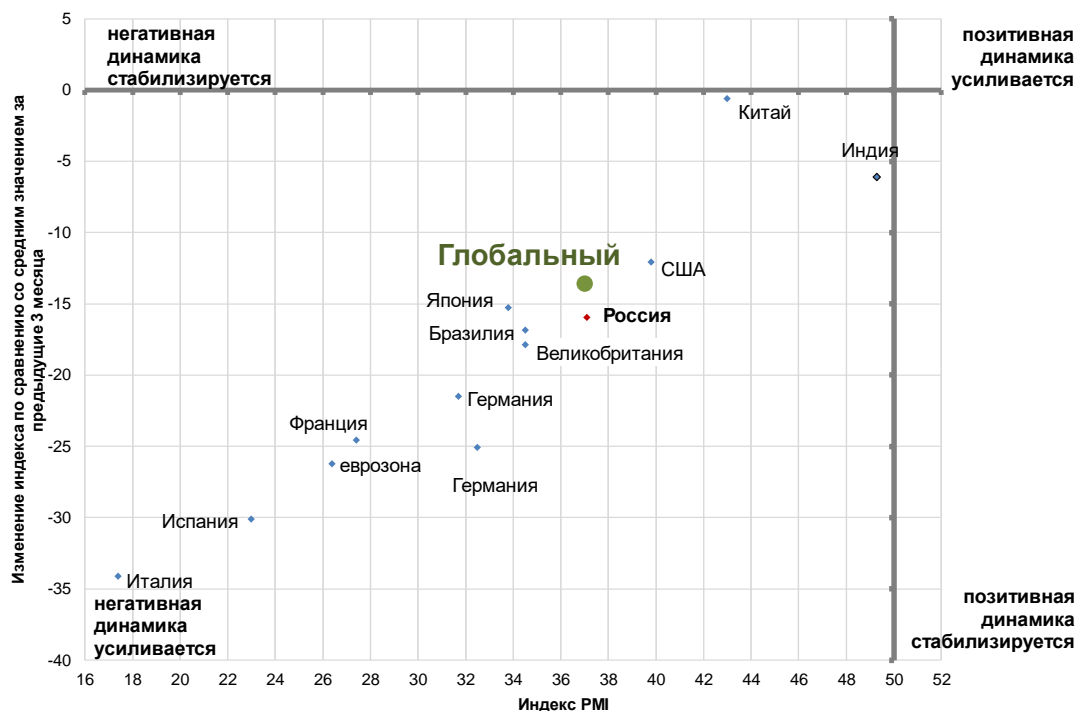
Среди отраслей экономики наибольшие негативные последствия ожидаются в целом в сфере услуг, добыче полезных ископаемых, обрабатывающей промышленности (как в отраслях, ориентированных на экспорт, так и в отраслях, зависящих от импортных поставок), транспортном секторе (как грузовом, так и пассажирском), розничной и оптовой торговле (за исключением товаров первой необходимости).

Значения индексов PMI IHS Markit в европейских странах и США за март показали падение индексов в сфере услуг до рекордно низких уровней (Рисунок 8).

При этом индексы обрабатывающих отраслей снизились гораздо меньше. Из этого следует, что развитые страны с преобладающей долей услуг в структуре экономики

столкнутся с большим по величине спадом, чем менее развитые экономики при тех же принимаемых мерах борьбы с распространением коронавируса. При этом ужесточение карантинных мер, как показывает опыт Китая и Италии, может усилить снижение экономической активности в промышленности.

Рисунок 8. Динамика глобального индекса PMI в сфере услуг за март и изменение к среднему значению за декабрь-февраль, пункты



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Кроме того, в сфере услуг особенно высока доля микро- и малого бизнеса, который оказывается наиболее уязвимым в текущей ситуации. Нужно также учесть, что такие предприятия, как правило, не обладают даже минимальной финансовой подушкой безопасности. Поэтому меры поддержки индивидуальных предпринимателей и малого бизнеса окажутся наиболее действенными для минимизации ущерба для экономики.

С точки зрения пакета государственных мер, важно обеспечить стабилизацию экономической активности, прежде всего в сфере услуг. Цель поддержки – минимизация отрицательных последствий, связанных с резким, но временным снижением спроса и доходов предприятий. При этом целесообразна не столько поддержка спроса на этом этапе, сколько компенсация части выпадающих доходов и помощь в снижении расходов, в том числе путем реструктуризации кредитов.

В целом негативный эффект на экономику в связи с распространением коронавируса по своей природе носит по большей части временный характер. К тому же действие бюджетного правила сглаживает воздействие внешних шоков. Поэтому текущая ситуация для российской экономики существенно отличается от предыдущих эпизодов ухудшения внешних условий, связанных с устойчивым переходом нефтяных цен к зна-

чительно более низким уровням и требующих структурной перестройки экономики в результате изменения относительных цен и перетока ресурсов между секторами.

1.2.2. Шоки мировой экономики в феврале не сказались на российской промышленности

- В феврале рост промышленности ускорился до 3,3% г/г – с 1,1% г/г в январе, что в значительной степени было вызвано календарным эффектом високосного года. С учетом календарного эффекта рост в феврале был скромнее – 1,5% г/г.
- Сохранились положительные тренды в инвестиционных отраслях, нефтепереработке и пищевой промышленности.
- Нарушение цепочек поставок из Китая и ЕС может негативно отразиться на выпуске автотранспорта, а также отраслях инвестиционного спроса. Впрочем, в феврале значимое влияние прослеживалось только в производстве автомобилей.
- Жесткие ограничительные меры по борьбе с распространением коронавируса во многих странах, скорее всего, приведут как к снижению внешнего спроса на российскую промышленную продукцию (шок спроса), так и к остановке или снижению отдельных производств из-за проблем с поставками комплектующих и оборудования (шок предложения).

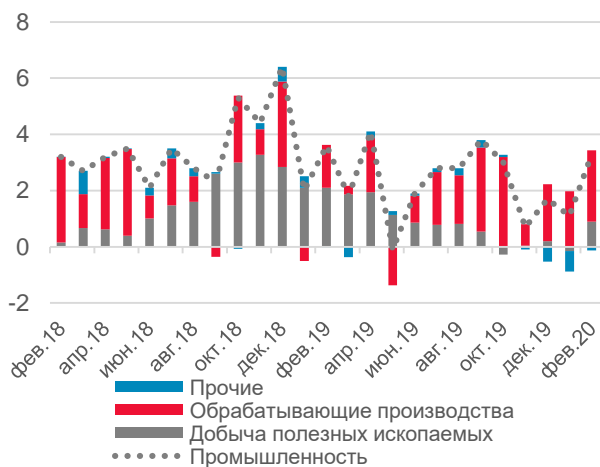
Рост промышленного производства в феврале ускорился и составил 3,3% г/г – по сравнению с январем +0,3% м/м SA⁵, улучшение наблюдалось во всех крупных секторах промышленности (Рисунок 9). Значительный вклад ускорение роста в годовом выражении внес дополнительный календарный день в феврале (эффект високосного года). По нашим оценкам, с очисткой от этого эффекта рост в феврале составил бы 1,5% г/г.

В феврале добыча полезных ископаемых продемонстрировала положительную годовую динамику (+2,3% г/г). Однако с учетом календарного эффекта, по нашим оценкам, выпуск сектора незначительно сократился на 0,2% г/г. Относительно января объемы добычи в феврале увеличились на 0,2% м/м SA, суточная добыча нефти оставалась стабильной на фоне действовавших ограничений по сделке ОПЕК+. В марте объем добычи, вероятно, сохранится близким к февральскому уровню, но уже в начале II квартала добыча может вырасти на 0,3-0,5 млн. барр. в день (+3-4% от текущего уровня).

Замедлилось падение добычи угля с -8,8% г/г до -5,4% г/г (Рисунок 12), на что указывали данные погрузки грузов железнодорожным транспортом. Для стимулирования экспорта угля в условиях низкого спроса РЖД снизило с середины марта цены на поставки в западном направлении и в Китай через Казахстан.

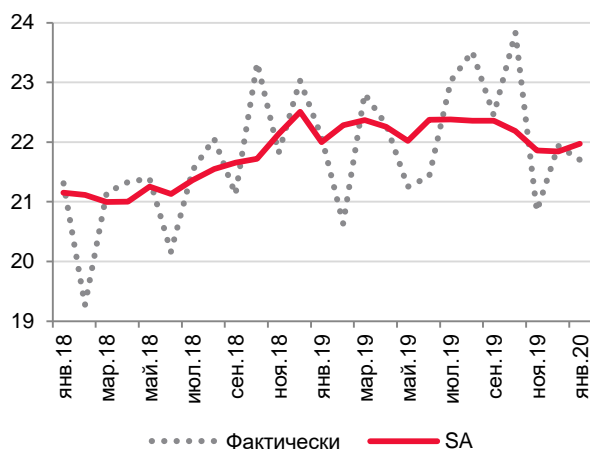
⁵ В данном разделе мы в основном анализируем годовую динамику выпуска в промышленности. Оценки роста относительно предыдущего месяца будут уточнены, поскольку ряды данных, пересмотренных в связи с переходом на новый базовый год, опубликованы Росстатом не полностью.

Рисунок 9. Вклад секторов в рост промышленности, г/г, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Экспорт нефти, млн. тонн



Источники: Минэнерго, расчеты ДИП.

Выпуск в обрабатывающей промышленности в феврале вырос на 5% г/г. По сравнению с январем увеличение составило +0,4% м/м SA. С очисткой от календарного эффекта увеличение выпуска, по нашим оценкам, было скромнее и составило 3,5% г/г, что говорит о замедлении роста по сравнению с январем (+3,9% г/г). В подавляющем большинстве отраслей обработки в феврале наблюдался рост.

Наибольший вклад в положительную годовую динамику внесло производство электроники (+39,2% г/г) (Рисунок 11). Согласно пересмотренным данным Росстата, в некоторых отраслях *инвестиционного спроса* (производство машин и оборудования, электрического, а также электронного оборудования) в 2019 г. сформировались положительные тренды. В феврале позитивная динамика в этих отраслях сохранялась. Однако в связи с их высокой зависимостью от поставок комплектующих из Китая, а также ЕС весной уровень выпуска может скорректироваться вниз.

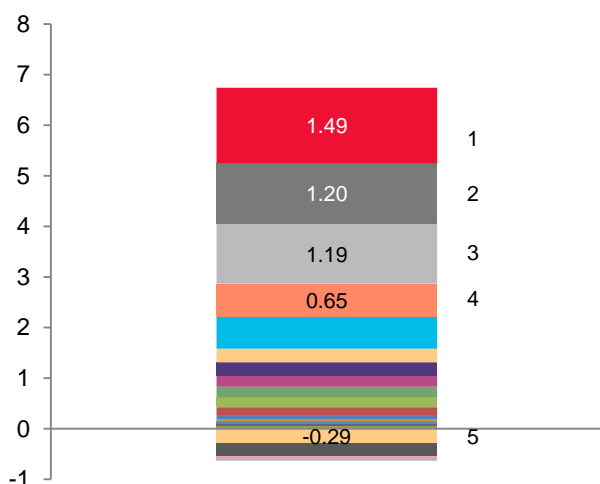
Положительный вклад в февральскую динамику также внесла крупнейшая отрасль нефтепереработки (+5,2% г/г). Позитивный тренд, начавшийся осенью прошлого года и продолжающийся сейчас, может быть связан с перераспределением поставок нефти на внутренний рынок в связи с сокращением экспорта (Рисунок 10). Рост производства нефтепродуктов отразился и на его экспорте. В конце 2019 г. наблюдались всплески экспорта нефтепродуктов, которые, однако, пока не переросли в устойчивый положительный тренд.

Среди других отраслей *промежуточного спроса* можно отметить химическую промышленность (в феврале +9% г/г). Дальнейшее наращивание мощностей в отрасли будет оказывать поддержку химической промышленности.

Крупнейшая отрасль *потребительского спроса* – пищевая промышленность продолжает демонстрировать высокие темпы роста (в феврале +9,5% г/г, в январе +11% г/г) за счет увеличения производства мясной продукции. Кроме того, наблюдаются положительные изменения в динамике выпуска молочной продукции. С декабря прошло-

го года производство превышает прошлогодние уровни. До этого наблюдалось падение в годовом выражении более 12 месяцев подряд. Замедление роста фармацевтики в январе стало временным, в феврале отрасль вновь продемонстрировала двузначные темпы роста в годовом выражении (+17,4% г/г). Можно предположить, что в ближайшие месяцы положительный тренд сохранится.

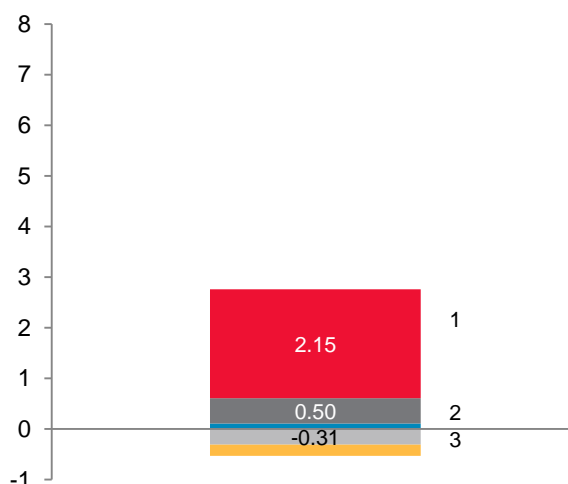
Рисунок 11. Вклад отраслей в рост обрабатывающей промышленности, % г/г



- 1 – компьютеры, электроника и оптические приборы
- 2 – пищевые продукты
- 3 – нефтепереработка
- 4 – химические вещества
- 5 – автотранспортные средства

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. Вклад отраслей в рост добычи полезных ископаемых, %г/г



- 1 – добыча сырой нефти и природного газа
- 2 – предоставление услуг в добыче
- 3 – добыча угля

Выпуск автотранспортных средств продолжает падение (-10,6% г/г). Нарушение цепочек поставок на фоне негативной динамики китайской и европейских экономик может усугубить ситуацию в отрасли в ближайшие месяцы.

1.2.3. Индексы PMI: негативное влияние COVID-19 на экономическую активность в марте

- Индексы PMI указывают на значительное снижение деловой активности в марте на фоне действия внешних и внутренних ограничительных мер для предотвращения распространения COVID-19.
- Сфера услуг сильнее почувствовала на себе влияние ограничительных мер: основная часть шока спроса из-за ограничительных мер как раз приходится на эту сферу. Схожая картина наблюдается и в других странах.
- Помимо шока спроса к снижению активности в обрабатывающих отраслях приводят шоки предложения, а именно разрывы в глобальных цепочках поставок.

- Продление нерабочих дней до конца апреля окажет сдерживающий эффект на экономическую активность в краткосрочной перспективе. Однако эта мера является жизненно необходимой с точки зрения борьбы с распространением коронавируса и быстрого восстановления экономики в дальнейшем.

Сводный индекс PMI по выпуску в марте существенно снизился на фоне сокращения в производственном секторе и сфере услуг: индекс упал с 50,9 п. до 39,5 п. (Рисунок 13). Это максимальное сокращение совокупной деловой активности за последние 11 лет. Нужно отметить, что опрос IHS проводился в середине месяца, поэтому последняя неделя марта, когда была объявлена нерабочая неделя и во многих регионах ужесточены ограничительные меры, направленные на сдерживание распространения коронавируса, не вошла в оценку индекса. Косвенные индикаторы и новостной фон говорят о том, что экономическая активность по итогам марта могла снизиться еще сильнее. Продление нерабочей недели до конца апреля окажет значительный сдерживающий эффект на экономическую активность в краткосрочной перспективе. Однако эта мера является необходимой для борьбы с распространением коронавируса в России и позволит экономике раньше вернуться к потенциальным темпам роста.

Рисунок 13. Динамика сводных индексов PMI по России, пункты



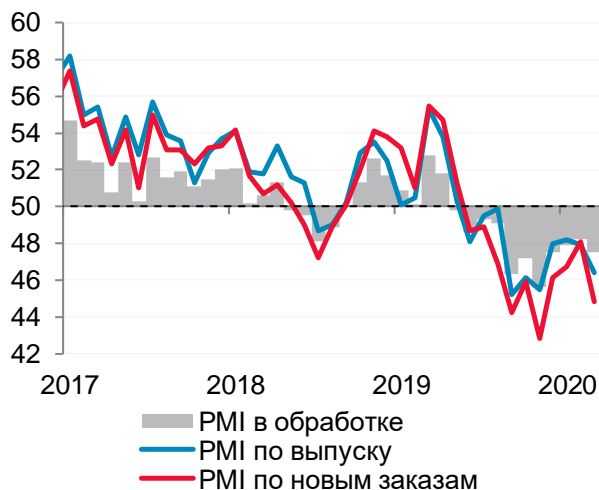
Источник: IHS Markit.

Динамика индекса PMI в обрабатывающих отраслях указывает на ухудшение ситуации в секторе в марте после плавного восстановления последних месяцев. Индекс опустился ниже декабрьской отметки и составил 47,5 п. (Рисунок 14). Это, в целом, было ожидаемо в силу уже введенных ограничительных мер и неопределенности в отношении перспектив состояния мировой и российской экономики после вспышки коронавируса. Впрочем, масштаб снижения оказался относительно небольшим по сравнению с другими странами.

Ключевым фактором сокращения деловой активности в обработке стало снижение выпуска (соответствующий индекс упал с 47,9 п. до 46,4 п.) и уменьшение числа

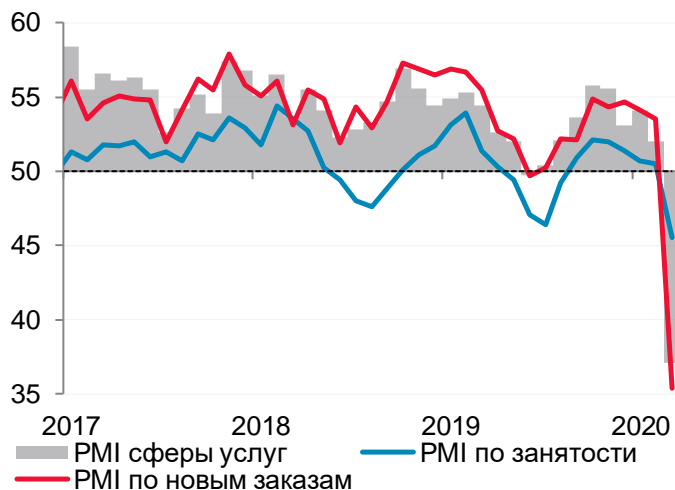
заказов (индекс – с 48,1 п. до 44,8 п.). Производители в качестве причин отмечают трудности, создаваемые эпидемиологической обстановкой, и общее падение спроса. Внешний спрос также продолжает ослабевать из-за вспышки вируса COVID-19, который снизил экономическую активность во всех ключевых странах-торговых партнерах.

Рисунок 14. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пункты



Источник: IHS Markit.

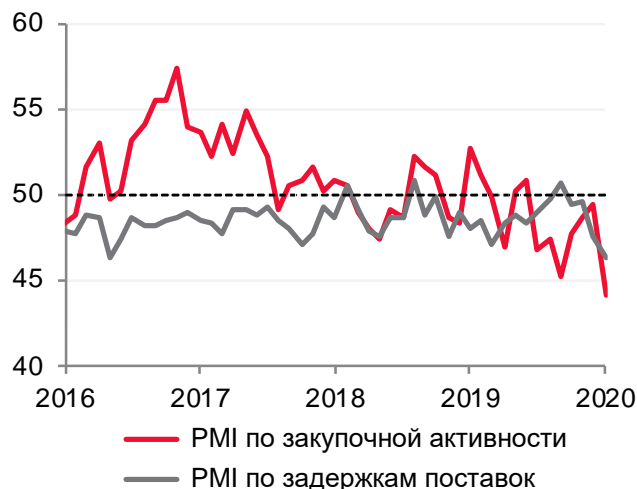
Рисунок 15. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пункты



Источник: IHS Markit.

Существенное снижение индекса задержек поставок⁶ (46,3 п.) и индекса объема закупок (44,2 п.) в марте свидетельствуют о проблемах с поставками сырья (Рисунок 16): помимо ослабления спроса обрабатывающая промышленность в текущей ситуации сталкивается и с шоком предложения из-за проблем с цепочками поставок.

Рисунок 16. Динамика индексов PMI в обработке по поставкам, пункты



Источник: IHS Markit.

Рисунок 17. Динамика PMI по ожиданиям компаний, пункты



Источник: IHS Markit.

⁶ Suppliers' delivery times.

Несмотря на слабые показатели производства, сокращения занятости не наблюдалось – в марте численность рабочей силы практически не изменилась (49,9 п.). При этом слабые оценки текущей ситуации в отрасли стали причиной драматического падения оценок перспектив производства в ближайшие 12 месяцев: индекс упал с 64,4 до 51,8 п. (Рисунок 17). Формально предприятия продолжают ожидать роста производства на ближайший год, но уровень оптимизма на минимуме за последние восемь лет. Снижение оценок перспектив роста выпуска наблюдается и в данных Росстата (ИПУ), как и в динамике Индекса прогнозов промышленности ИЭП, который опустился до минимума с 2009 года.

В марте Индекс IHS PMI в сфере услуг составил 37,1 п. (Рисунок 15). Снижение индекса IHS PMI в сфере услуг оказалось гораздо более глубоким по сравнению с индексом обрабатывающих отраслей. Именно сектор услуг первым на себе почувствовал влияние распространения COVID-19 как внутри страны, так и за ее пределами: еще до объявления нерабочей недели конца марта-начала апреля резко упал спрос на пассажирские перевозки, гостиницы, услуги общественного питания. Снизилась как внутренняя заказы (индекс упал с 53,5 п. до 35,4 п.), так и экспортные (с 52,2 п. до 34,9 п.). На фоне этого компании были вынуждены быстро сокращать занятость (50,5 п. до 45,5 п.), темпы сокращения в марте ускорились до максимальных темпов с начала 2016 г.

Такая картина наблюдается и в других странах – основная часть шока спроса из-за введения ограничительных мер для распространения пандемии коронавируса пришла на сектор услуг.

Высокая неопределенность относительно продолжительности вспышки болезни и действия ограничительных мер отразилась на ожиданиях бизнеса на ближайшие 12 месяцев: индекс упал до 35,2 п. Деловые ожидания в сфере услуг с начала 2016 года стали негативными (значение индекса ниже 50 п.), опустившись до минимального уровня за всю историю наблюдения.

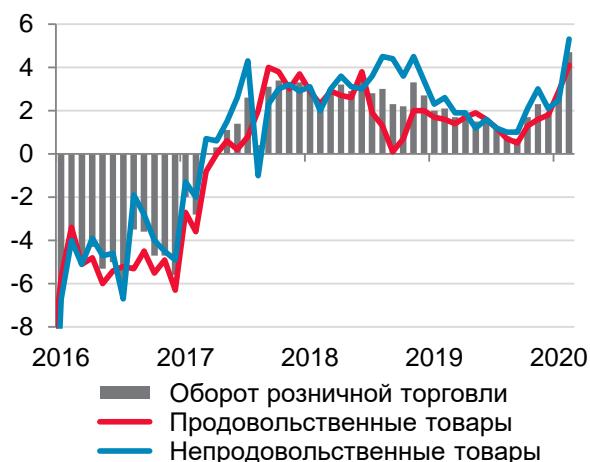
1.2.4. Розничная торговля ускорила рост в начале года, однако в дальнейшем динамика, вероятно, развернется

- В феврале рост оборота розничной торговли резко ускорился до 4,7% г/г после 2,7% г/г в январе. По нашей уточненной оценке, позитивное влияние високосного года на розничные продажи в феврале оценивается на уровне 1,4 п.п. к годовому росту. Поэтому с поправкой на эффект високосного года рост розничного товарооборота ускорился до 3,3% г/г.
- Ускорение наблюдалось как в продовольственных, так и непродовольственных категориях товаров. С поправкой на сезонный и календарный факторы продажи в обоих сегментах увеличились – на 0,1% м/м и 0,7% м/м соответственно.
- Рост розничных продаж в феврале происходил на фоне замедления инфляции, постепенного улучшения показателей потребительской активности и поддерживался высокими темпами роста реальных заработных плат.

- Из-за обострившейся ситуации с коронавирусной инфекцией и значительного ослабления рубля в марте можно ожидать ускорения роста как в продовольственном, так и непродовольственном сегменте, что способствует ускорению инфляции. Впрочем, уже в начале II квартала динамика розничной торговли может развернуться после временного всплеска спроса в марте из-за влияния ограничительных мер на потребительскую активность, особенно в непродовольственном сегменте.

Рост оборота розничной торговли в феврале резко ускорился до 4,7% г/г с 2,7% г/г в январе и достиг максимального значения с декабря 2014 года (Рисунок 18). На столь сильный рост в значительной степени повлияло наличие дополнительного календарного дня, который добавил +1,4 п.п. к годовому росту розничных продаж в феврале. По нашим оценкам с поправкой на эффект високосного года, рост розничного товарооборота ускорился до 3,3% г/г за счет динамики продаж продовольственных и непродовольственных товаров (3,0 и 3,6% г/г соответственно⁷).

Рисунок 18. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 19. Динамика оборота розничной торговли (январь 2016 г. = 100%, сезонность устранена), %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Месячная сезонно сглаженная динамика указывает на увеличение розничных продаж в феврале на 0,4% м/м (Рисунок 19). В большей степени повысились продажи непродовольственных товаров (0,7% м/м). Оборот торговли продовольственными товарами за месяц вырос слабее (0,1% м/м).

Столь благоприятная динамика продаж в феврале происходила на фоне замедления инфляции и поддерживалась высокими темпами роста реальных заработных

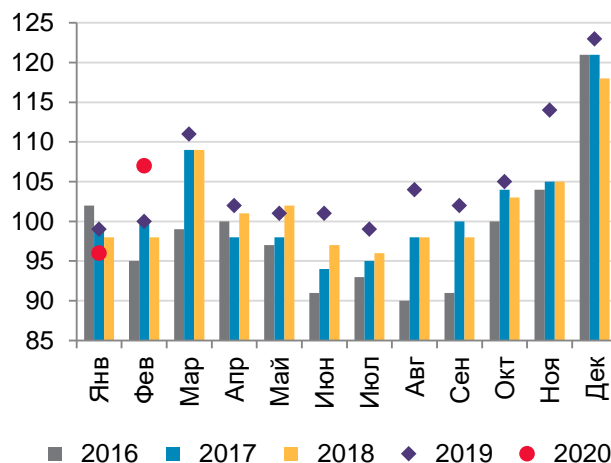
⁷ Без поправки на эффект високосного года продажи продовольственных и непродовольственных товаров ускорились в феврале до 4,1 и 5,3% г/г соответственно.

плат (Рисунок 20). При этом данные исследовательского холдинга «Ромир»⁸ подтверждают значительный всплеск повседневных расходов населения в феврале (Рисунок 21). Причем в отчетном месяце они оказались самыми высокими с 2015 года.

Рисунок 20. Динамика реальных доходов населения, % г/г



Рисунок 21. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (медианное значение 2012 г. = 100%)



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

Источник: Ромир.

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

На фоне обострившейся ситуации с коронавирусной инфекцией в начале марта возник ажиотажный спрос на товары FMCG⁹. Согласно исследованию компании Nielsen¹⁰, только за первую неделю (с 2 по 8 марта) продажи продовольственных товаров длительного хранения и антисептических средств в натуральном выражении выросли двухзначными темпами по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Всплеск спроса на данные категории товаров окажется временным. В дальнейшем рост розничного товарооборота сильно замедлится, однако текущая ситуация может стать сильным импульсом для развития интернет-торговли: у потребителей могут сформироваться новые привычки по заказу продуктов и готовой еды онлайн. Более того, правительство уже легализовало онлайн-продажи безрецептурных лекарств, а ускорение принятия законопроекта о дистанционной торговле алкоголем активно обсуждается.

Стоит отметить, что текущее ослабление рубля вызывает опасения относительно подорожания многих непродовольственных товаров, таких как лекарства, автомобили, бытовая техника и электроника, одежда. Так, существенный рост трат на бытовую технику и электронику уже проявился на второй неделе марта. Согласно оперативной

⁸ [Повседневные расходы россиян обновили февральский рекорд](#) / Исследовательский холдинг «Ромир». 16.03.2020.

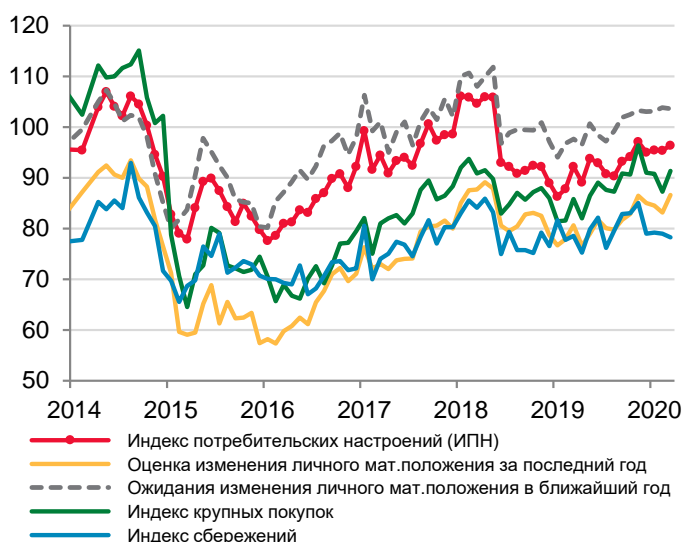
⁹ Рынок FMCG (Fast Moving Consumer Goods) включает продукты питания, напитки, бытовую химию, средства персонального ухода и косметику, детское питание, корма для животных, лекарства.

¹⁰ [COVID-19: Как покупатели готовятся к пандемии?](#) / Nielsen. 18.03.2020.

оценке Сбербанка потребительской активности россиян¹¹ в период с 7 по 13 марта, значительно увеличился спрос на эти категории товаров: по сравнению с январем-февралем текущего года траты за отчетную неделю выросли примерно на четверть. Многие потребители начали реализовывать отложенный спрос по покупке дорогостоящей техники, пока цены не выросли.

В марте можно ожидать временного ускорения роста как в продовольственном, так и непродовольственном сегменте, что будет способствовать ускорению инфляции. Впрочем, уже в начале II квартала динамика розничной торговли может развернуться после временного всплеска спроса в марте и из-за влияния ограничительных мер на потребительскую активность.

Рисунок 22. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов, пункты



Источник: опрос ООО «инФОМ».

Результаты опроса ООО «инФОМ»¹², который проводился с 2 по 11 марта 2020 г., могут не в полной мере отражать текущие настроения потребителей, так как большинство респондентов были опрошены до усугубления ситуации с распространением коронавирусной инфекции и произошедшим ослаблением рубля. Согласно данным опроса, в марте индекс потребительских настроений продолжил оставаться на высоком уровне, увеличившись на 1 п. по сравнению с февралем (Рисунок 22). Наиболее существенно улучшились оценки текущего материального положения и благоприятности условия для совершения крупных покупок. Индекс ожиданий относительно будущих доходов продолжает превышать 100 п., однако негативный новостной фон и ограничения экономической активности для борьбы с распространением коронавируса ухудшат потребительские настроения в дальнейшем.

¹¹ [Оперативная оценка потребительской активности россиян](#) / СберДанные. 20.03.2020.

¹² По оперативным данным за март.

1.2.5. По итогам февраля корпоративное кредитование снизилось, розничное – несколько ускорилось

- В феврале рост розничного кредитования ускорился, отражая уверенную динамику внутреннего спроса в последние месяцы.
- Корпоративное рублевое кредитование снижалось второй месяц подряд. Это может быть связано как с частичной переориентацией заемщиков на облигационный рынок, так и с активизацией расходов бюджета.

По итогам февраля рост рублевого розничного кредитования ускорился с 1,4 до 1,6% м/м¹³ (Рисунок 27). Крупные банки сохранили ставку на розничное кредитование в 2020 г., прогнозируя двузначные темпы роста сектора. Со стороны спроса поддержку кредитованию оказывали снизившиеся ставки (Рисунок 28), которые стимулировали спрос как минимум на ипотечные кредиты. В феврале ипотечное кредитование продолжало демонстрировать уверенные темпы роста. По предварительным оценкам, темпы роста портфеля немного замедлились – с 1,2 до 1,1% м/м, но продолжили несколько превышать средние показатели роста во втором полугодии 2020 года.

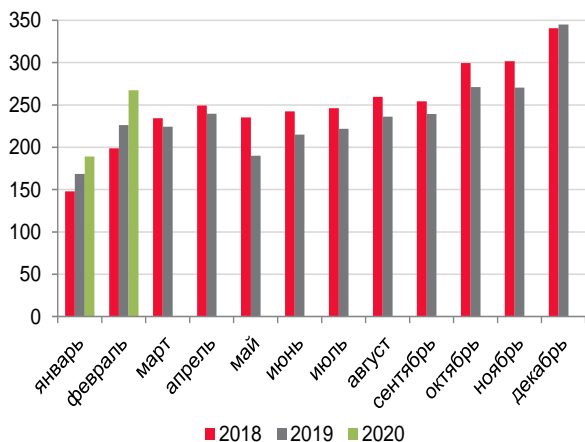
Объем и количество новых выданных ипотечных кредитов продолжили превышать показатели прошлого года третий месяц подряд (Рисунок 27). Статистика показывает, что активный рост продолжился в сегменте кредитов, выданных на рефинансирование задолженности: 25,1 млрд руб. в феврале 2020 г. после 8,1 млрд руб. в феврале 2019 года. Они не оказывают влияния на объем задолженности по ипотечному кредитному портфелю, но снижают долговую нагрузку заемщиков. Также положительная динамика сохраняется в сегменте кредитования по договорам участия в долевом строительстве (88 млрд руб. после 74 млрд руб. в феврале 2019 г.) и прочих видах ипотечного кредитования (149,7 млрд руб. после 144,3 млрд руб.).

Динамика ставок по ипотеке в феврале оставалась нисходящей. Однако в марте ряд банков на фоне роста доходностей ОФЗ начал поднимать ставки по ипотеке. Из-за этого спрос на рефинансирование задолженности и ипотеки может несколько уменьшиться.

Необеспеченное потребительское кредитование в феврале ускорило темпы роста – с 1,3 до 1,7% м/м после поправки на сезонность (Рисунок 25). Ускорение роста отчасти могло быть обусловлено дополнительным спросом на ряд непродовольственных товаров и автомобилей на фоне значительного ослабления валютного курса и сообщений о задержках поставок из-за границы в связи с введенными рядом стран ограничениями.

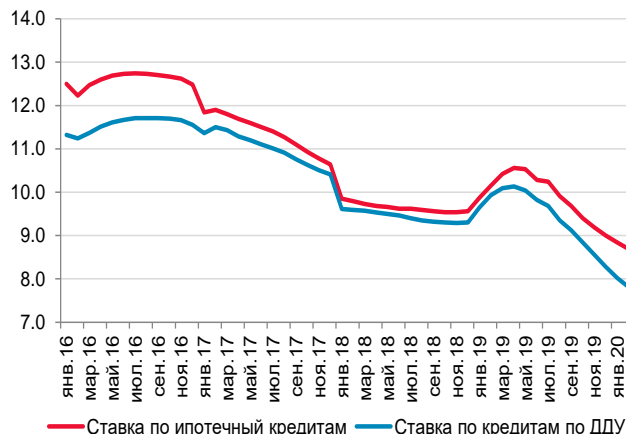
¹³ Здесь и далее, если не указано иное, месячные темпы роста приведены по кредитным организациям, действовавшим на последнюю отчетную дату.

Рисунок 23. Объем новых выданных ипотечных кредитов, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

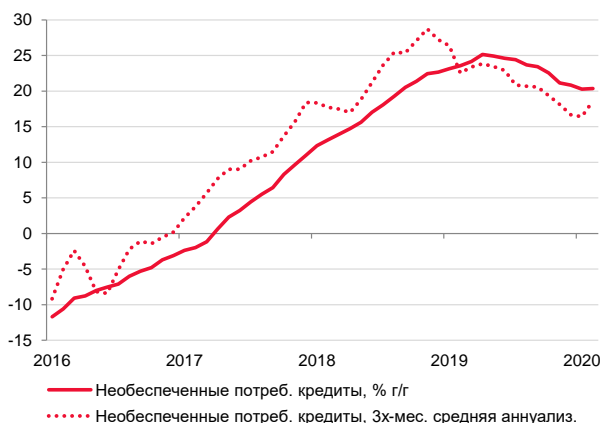
Рисунок 24. Динамика ставок по ипотеке, % годовых



Источники: Обзор банковской системы, расчеты ДИП.

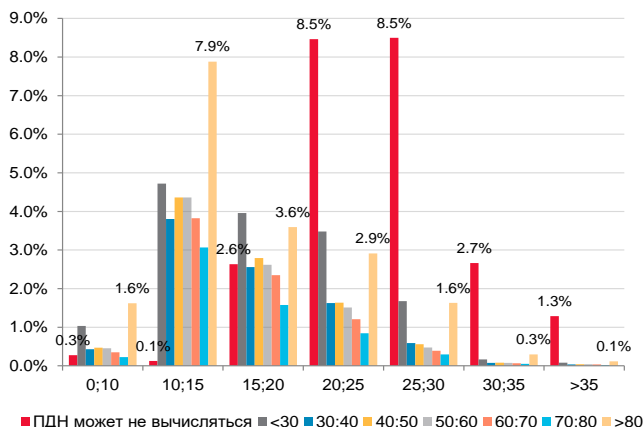
В структуре кредитов, предоставленных за февраль 2020 г., значительную долю занимают кредиты с высокой полной стоимостью (от 20 до 25% и от 25 до 30%), по которым не вычисляется долговая нагрузка заемщика, а также кредиты с низкой полной стоимостью (от 10 до 15%), но высокой долговой нагрузкой (более 80%) (Рисунок 26). Значительная доля кредитов с высокой долговой нагрузкой в общем объеме выдач в первую очередь определяется показателями системно значимых банков, достаточность капитала которых находится на приемлемом уровне. При этом преобладающая доля выдач кредитов с высокой долговой нагрузкой заемщика при низкой ПСК в общем объеме предоставленных необеспеченных потребительских кредитов – преимущественно у небольших банков с высокой достаточностью совокупного капитала.

Рисунок 25. Динамика необеспеченного потребительского кредитования, %



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Структура предоставленных в феврале 2020 г. необеспеченных потребительских кредитов ПСК и ПДН



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Дальнейшая динамика розничного кредитования будет зависеть от макроэкономической ситуации, и не исключено его более заметное, чем предполагалось ранее, замедление. Пока по итогам февраля в годовом выражении рост рублевого портфеля

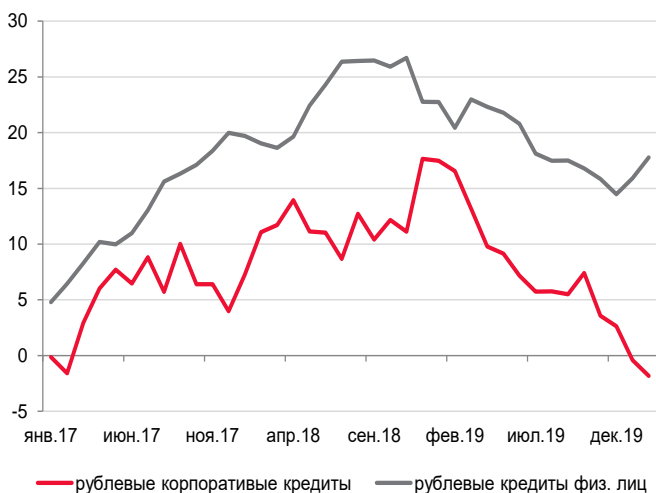
замедлился с 18,3 до 18,2% г/г, совокупный портфель кредитования физических лиц – с 18 до 17,9% г/г.

Корпоративное кредитование второй месяц подряд продолжило демонстрировать снижение как рублевого, так и совокупного портфеля (Рисунок 27). После поправки на сезонность рублевое кредитование сократилось на 0,5% м/м, совокупный портфель – на 0,4% м/м. В годовом выражении рост корпоративного портфеля замедлился с 3,4 до 2,2% г/г, рублевого корпоративного портфеля – с 5,6 до 4% г/г.

Данные Кредитного регистра указывают на то, что в декабре-январе наибольший вклад в снижение годовых темпов роста кредитной задолженности пришелся на сектор производства нефтепродуктов и кокса (-0,7 п.п.), розничную торговлю (-0,4 п.п.), научные исследования и разработки (-0,2 п.п.), производство автотранспортных средств (-0,2 п.п.), машин и оборудования (-0,1 п.п.) (Рисунок 29). Возможно, снижение рублевой задолженности в первых двух секторах из перечисленных выше связано с переориентацией крупных заемщиков на облигационный рынок. В феврале темпы роста объема корпоративных облигаций оставались двузначными (+13,9% г/г по данным Sbonds). Напряжение на финансовых рынках может поменять ситуацию. Однако ухудшение перспектив роста российской экономики и вероятное снижение прибылей могут ослабить спрос на инвестиции и, соответственно, кредитование компаний.

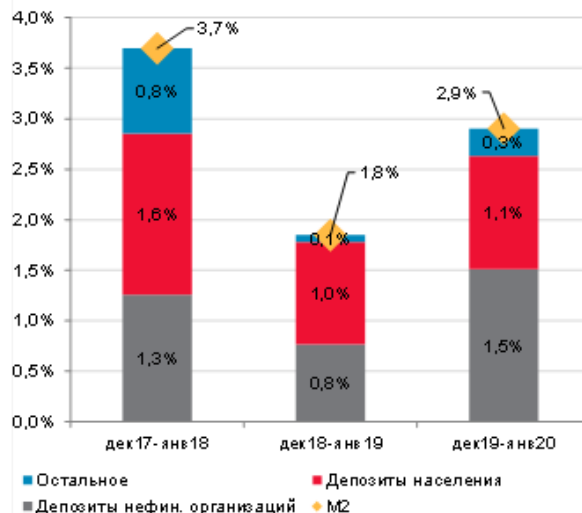
Повышенные темпы снижения задолженности в отдельных секторах могут объясняться ускорением роста бюджетных расходов в последние месяцы (в годовом выражении). Активизация расходов бюджета обеспечила рост депозитов нефинансовых организаций (Рисунок 28), что, вероятно, стало одной из причин значительного замедления корпоративного кредитования в декабре 2019 – начале 2020 года. Спрос на кредиты, особенно для финансирования оборотного капитала, мог значительно снизиться после поступления бюджетных средств. В феврале, судя по всему, тенденция продолжилась – депозиты юридических лиц выросли на 1,2% м/м после поправки на сезонность.

Рисунок 27. Аннуализированные трехмесячные средние темпы роста кредитования, %



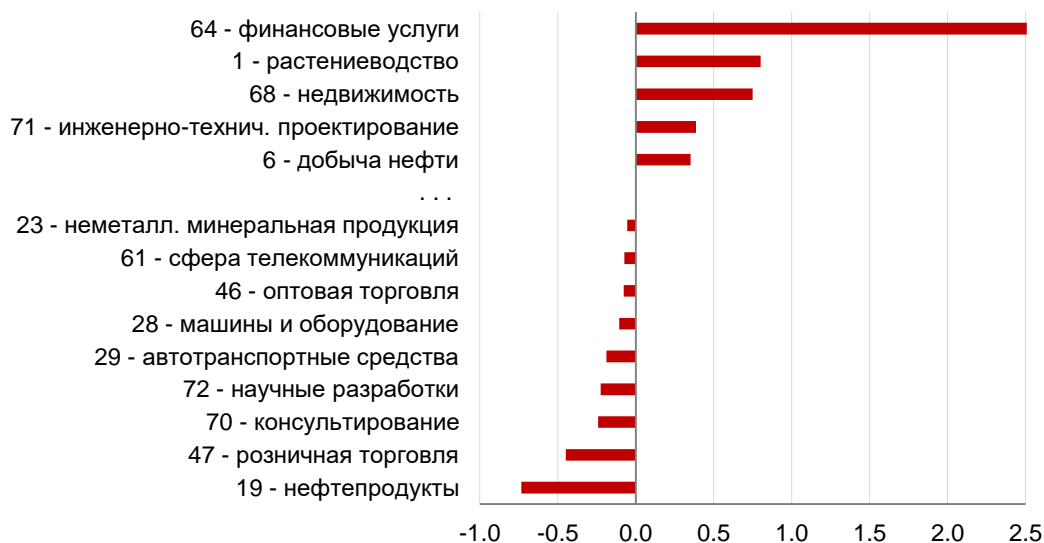
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Компоненты роста денежной массы за декабрь-январь, %



Источники: Обзор банковской системы, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Вклад в годовые темпы роста кредитной задолженности в декабре-январе в разбивке по отраслям ОКВЭД-2, пп.



Источник: данные Кредитного регистра.

1.2.6. Изменение сезонности расходов и стимулирующие меры бюджетной политики оказывают поддержку экономике

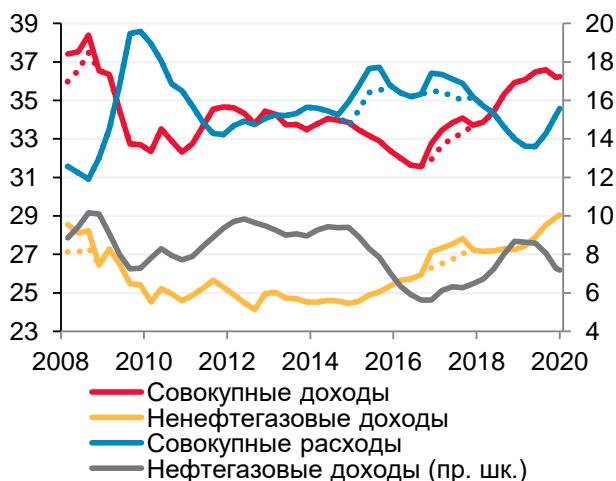
- По итогам 2019 г. профицит расширенного бюджета снизился до 1,9% ВВП, а влияние бюджета на прирост ВВП в целом было нейтральным.
- Начало 2020 г. ознаменовалось активным ростом бюджетных расходов, в том числе на национальные проекты, и замедлением годового роста доходов (после очистки от разовых факторов) с положительным влиянием на прирост ВВП.
- В условиях растущего негативного влияния коронавируса и падения нефтяных цен стимулирующие меры бюджетной политики должны выйти на передний план. Низкий валовой и чистый государственный долг должны позволить проводить контрциклическую бюджетную политику без рисков для устойчивости государственных финансов.

2019 год. По итогам 2019 г. опережающий рост расходной части относительно доходной (Рисунок 30) привел к снижению профицита расширенного бюджета на 1,0 п.п., до 1,9% ВВП. В то же время на 0,3 п.п., до 4,6% ВВП, сократился нефтегазовый первичный дефицит (Рисунок 31).

Рост расходной части бюджета оказал положительное влияние на рост ВВП по итогам года, в том числе с учетом изменения ее структуры (опережающий рост расходов экономического блока, в том числе инвестиций). Положительное влияние было бы более сильным в случае полного исполнения расходов. Сдерживающее влияние на

рост ВВП оказало увеличение изъятий средств из частного сектора через бюджетный канал, в том числе с учетом действия временных лагов. Оценки с использованием фискальных мультипликаторов¹⁴ показывают небольшое прямое сдерживающее влияние бюджета¹⁵ на рост ВВП в 2019 г. в размере 0,1-0,3 процентного пункта. Однако прямой эффект мог компенсироваться положительным косвенным влиянием через повышение доверия экономических агентов к проводимой бюджетной политике.

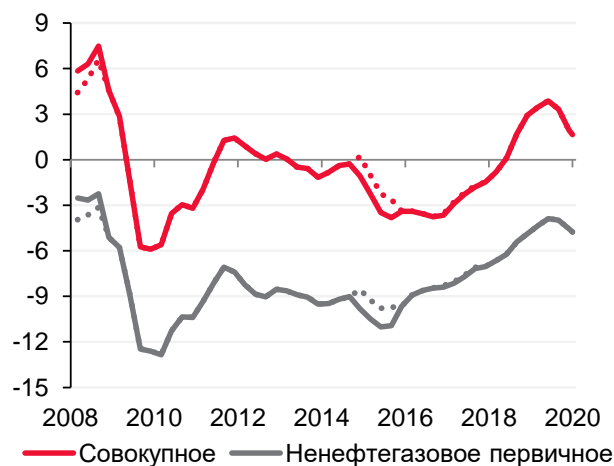
Рисунок 30. Основные показатели расширенного бюджета (% ВВП, скользящее за четыре квартала)



* Пунктир – оценки без учета крупных однократных факторов: выплата долга НК ЮКОС в 2007 г., докапитализации банков в 2014 г., расходов на досрочное погашение кредитов ОПК и приватизации Роснефти в 2016 году.

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

Рисунок 31. Сальдо расширенного бюджета (% ВВП, скользящее за четыре квартала)



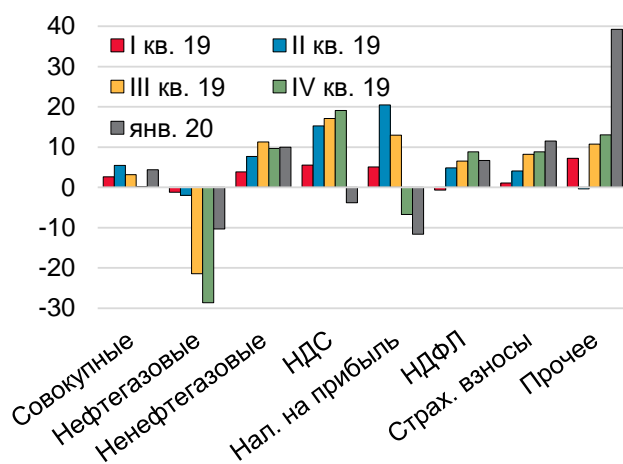
— Совокупное — Нефтегазовое первичное

Отметим, что высокая неравномерность расходования средств внутри года (слабое исполнение расходов в первой половине года, прежде всего по национальным проектам) вызвала смещение эффектов на рост ВВП и инфляцию: сдерживающее влияние по итогам первой половины года и неполную реализацию отложенных эффектов во второй половине года.

¹⁴ См. [Власов С., Дерюгина Е. \(2018\). Фискальные мультипликаторы в России // Серия докладов об экономических учениях Банка России, № 28](#) и [Власов С. \(2018\). Влияние налогово-бюджетного маневра на рост ВВП: оценка краткосрочных эффектов с использованием фискальных мультипликаторов // Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России.](#)

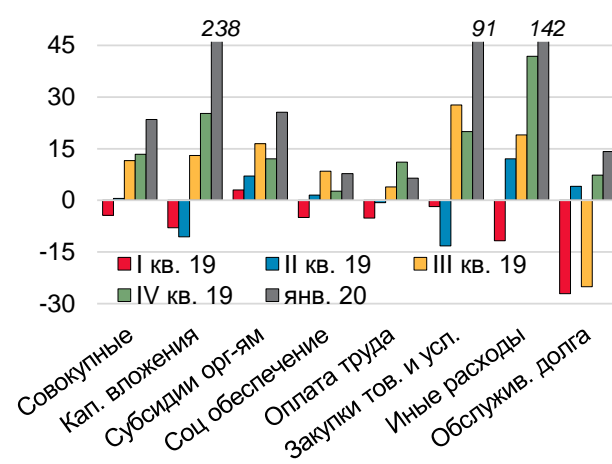
¹⁵ Динамика доходной и расходной частей бюджета.

Рисунок 32. Динамика доходов расширенного бюджета в реальном выражении, % г/г



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Динамика расходов расширенного бюджета в реальном выражении, % г/г



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

Начало 2020 г. характеризовалось активным расходованием бюджетных средств. В январе непроцентные расходы расширенного бюджета в реальном выражении выросли на 24% г/г¹⁶ (Рисунок 33). Заметен большой рост капитальных вложений (от низкой базы 2019 г.) и расходов на конечное потребление. Рост расходов объясняется увеличением объема запланированных на текущий год расходов (на 1 п.п. ВВП), а также улучшением равномерности расходования средств внутри года, в том числе на национальные проекты.¹⁷

Годовой рост доходной части остался невысоким (Рисунок 32). Нефтегазовые поступления в условиях укрепления рубля сократились на 10% г/г. Ненефтегазовые доходы выросли на 10% г/г, но данный рост по большей части объясняется разовыми факторами: увеличением доходов от продажи прав пользования водными ресурсами (+0,1 трлн руб.) и низкой базой НДС, который в I квартале 2019 г. выплачивался еще по ставке 18% (+0,05 трлн руб.). Без этих факторов рост ненефтегазовых доходов оказался бы слабым.

Опережающий рост расходов (скользящее за 12 месяцев) относительно доходов способствовал дальнейшему сокращению совокупного и нефтегазового первичного сальдо расширенного бюджета к ВВП¹⁸ (Рисунок 30, Рисунок 31).

Значительный рост бюджетных расходов с изменением их структуры в пользу капитальных вложений и расходов на конечное потребление при слабом увеличении изъятий средств из частного сектора, по предварительной оценке, оказали в январе положительное влияние на рост ВВП.

¹⁶ В качестве аналога дефлятора мы используем среднее значение между индексом потребительских цен и индексом цен производителей (1% г/г в январе).

¹⁷ Объем финансирования национальных проектов г/г за январь-февраль вырос в 2,6 раза, до 0,26 трлн рублей.

¹⁸ Данные по ВВП за январь 2019 и 2020 г. Минфина России.

Оставшиеся месяцы 2020 г. будут характеризоваться снижением доходов (скользящее за 12 месяцев) и ростом расходов расширенного бюджета. Динамика основных бюджетных показателей будет во многом зависеть от тяжести последствий распространения эпидемии коронавируса, а также глубины и длительности падения цен сырьевых товаров, прежде всего нефти.

В текущей ситуации, пока действуют ограничительные меры, эффективность мер денежно-кредитной политики по поддержке спроса в экономике ограничена, и на первый план должна выйти бюджетная политика. Она позволяет оперативно и адресно направить финансовые ресурсы наиболее уязвимым отраслям, регионам и социальным группам. Правительство уже приняло ряд мер. Введена отсрочка по налоговым платежам и страховым взносам наиболее пострадавшим отраслям¹⁹, а также малым и средним предприятиям (МСП). МСП также получил отсрочки платежей за аренду государственного и муниципального имущества и бессрочное снижение ставок страховых взносов с 30 до 15% на зарплаты свыше МРОТ. Увеличены выплаты на детей до 7 лет, пособия по безработице и выплаты по больничным. Обнулены таможенные пошлины на ввозимые лекарственные препараты и медикаменты, введены послабления при выполнении госзаказа. Это вызовет дополнительное снижение доходной части бюджета и увеличит расходы в 2020 г. Тем самым усилится контрциклическая поддержка экономики со стороны бюджетной политики (в среднесрочной перспективе меры в целом нейтральны для сальдо бюджета),

Расходы федерального бюджета на текущий год защищены от сокращения бюджетным правилом. Возможное сокращение доходов относительно плановой величины предположительно будет компенсироваться расширением привлекаемых источников финансирования, в частности средств ФНБ (в марте Минфин России перевел в ФНБ дополнительные нефтегазовые доходы за 2019 г.).

Профицит бюджетной системы по итогам 2019 г. сменится дефицитом в 2020 году. Тем не менее, низкий валовый и чистый государственный долг должны позволить проводить контрциклическую бюджетную политику без рисков для устойчивости государственных финансов.

В течение 2020 г. предположительно сохранится более равномерное относительно 2019 г. освоение бюджетных ассигнований, прежде всего по национальным проектам. На фоне слабого с этой точки зрения 2019 г. данный фактор должен способствовать относительно более высокому годовому росту расходов в первом полугодии, что поддержит общую динамику ВВП в этот период.

¹⁹ Туризм, авиаперевозки, спорт, культура, кинематография.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Пандемия подталкивает власти стран к беспрецедентным стимулирующим мерам

- Мировые центральные банки переходят на поддержку не только банковской системы, но и ликвидности нефинансовых компаний: ФРС повторно запустила программу покупок краткосрочного корпоративного долга (CPPF), ЕЦБ расширил перечень облигаций нефинансового сектора для покупок в рамках QE и REPP, Банк Англии предлагает запустить безлимитное QE для покупок краткосрочного долга больших компаний.
- Власти Китая вынуждены оперативно принимать новые стимулирующие меры. По итогам января-февраля снижение экономической активности в Китае оправдало самые пессимистичные прогнозы, мартовская статистика также ожидается слабой.

Еврозона: значительное смягчение монетарной и фискальной политики на фоне распространения коронавируса

С 22 февраля по 25 марта число зарегистрированных заражений коронавирусом в еврозоне возросло с 300 случаев до более 200 тыс. Италия столкнулась с массовой эпидемией еще в конце февраля, и первой из стран еврозоны ввела карантин на всей территории. В середине марта ВОЗ объявила Европу новым эпицентром пандемии²⁰. Вскоре многие страны ЕС, в том числе Испания, Германия и Франция ввели режим ЧС, также закрыв свои границы, запретив все массовые мероприятия и ограничив передвижения граждан. Быстрое распространение вируса привело к сильному обвалу фондовых рынков во всех ключевых экономиках еврозоны²¹. Так, к примеру, фондовый индекс Испании, IBEX 35, упал до 17-летнего минимума.

Радикальные меры, принимаемые странами еврозоны, приводят к значительному сокращению спроса и экономической активности, подавлению инвестиций, настроений и инфляционных ожиданий. В марте сводный индекс PMI еврозоны упал с 51,6 до 29,7 п. – минимума за всю историю наблюдений. Кроме того, на фоне обвала нефтяных цен ожидается значительное замедление инфляции в еврозоне в ближайшие месяцы. Стремительно снижаются и прогнозы роста. Так Morgan Stanley ожидает сокращения экономики на 5% по итогам 2020 года. Все это подтолкнуло ЕЦБ к дальнейшему смягчению ДКП в марте.

Для поддержки экономики регулятор применил все доступные ему инструменты, но вопреки ожиданиям оставил ключевую ставку – ставку по депозитам – без изменений на уровне -0,5%. Особое внимание регулятора было сосредоточено на предостав-

²⁰ <https://www.who.int/dg/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-mission>.

²¹ Резкое снижение цен побудило даже ввести временные запреты на короткие продажи на рынках Италии, Франции и Испании.

лении ликвидности коммерческим банкам в условиях текущей конъюнктуры. На будущих операциях TLTRO-III до июня 2021 г. банки смогут получать ликвидность по ставке вплоть до -0,75% (ранее нижней границей было -0,5%). Также максимальная сумма, которую контрагенты могут занимать в рамках TLTRO-III, увеличена с 30 до 50% от величины их кредитного портфеля. Воспользоваться этой опцией банки смогут лишь на грядущей сессии TLTRO-3 в июне, а для того чтобы немедленно предоставить потенциально необходимую в кризис ликвидность, были запущены дополнительные временные еженедельные аукционы LTRO по депозитной ставке ЕЦБ (-0,5%). Ранее эти аукционы проходили на ежемесячной основе по ставке рефинансирования (0%). По заявлению ЕЦБ, пока у банков нет острой потребности в ликвидности и дополнительные операции LTRO носят скорее предупредительный характер.

Также, ЕЦБ объявил о увеличении совокупного объема QE на 120 млрд евро до конца года и запуске новой программы покупки активов в связи с пандемией (PEPP) на сумму в 750 млрд евро до конца года²². В предположении о равномерной покупке активов это увеличение с 20 до 110 млрд евро ежемесячно до конца года – наивысший темп покупки активов за все время существования программы. Дополнительные объемы QE будут сосредоточены как на государственных, так и на корпоративных облигациях. Покупка активов в рамках PEPP будет осуществляться в соответствии с долями капитала национальных банков в ЕЦБ²³, однако, к покупке также допускаются облигации Греции, и регулятор может покупать облигации со сроком до погашения вплоть до 70 дней. Распределение PEPP покупки во времени юрисдикциям и классам активов будет гибким, что позволит поддержать пострадавшие экономики юга ЕС. Кроме того, был расширен спектр приемлемых для покупки активов на облигации нефинансового сектора с достаточно высоким кредитным рейтингом. И наконец, ЕЦБ сигнализировал о готовности пересмотра лимита на покупку гособлигаций в треть от всех гособлигаций каждой страны и дальнейшего увеличения объемов QE.

Помимо этого, регулятор указал, что банки смогут «в полной мере использовать буферы ликвидности и капитала» для абсорбирования потерь и снижения рисков в банковской системе²⁴. Последнее фактически означает, что отдельные требования к капиталу и ликвидности для коммерческих банков будут ослаблены. Такая гибкость необходима, чтобы избежать, насколько это возможно, негативных проциклических последствий кризиса для финансового сектора. Однако на пресс-конференции К. Лагард подчеркнула, что с текущим шоком сложно справиться исключительно мерами монетарной или макропруденциальной политики и призвала к скоординированным действиям со стороны правительств стран еврозоны. На встрече Еврогруппы министры финансов еврозоны договорились о финансировании мер борьбы с кризисом в размере 2% ВВП еврозоны (примерно 280 млрд евро) в среднем на 2020 г., а также об обеспе-

²² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

²³ Но без стандартного лимита в треть гособлигаций каждой страны, распространяющегося на остальные программы покупки активов ЕЦБ.

²⁴ <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html>.

чении дополнительными денежными средствами на сумму не менее 13% ВВП²⁵. Меры условно можно разделить на три группы:

- 1) срочные фискальные расходы, направленные на сдерживание и лечение заболевания;
- 2) предоставление ликвидности для компаний, сталкивающихся с серьезными сбоями и нехваткой ликвидности, особенно для малых и средних предприятий в наиболее пострадавших секторах и регионах. Меры могут включать различные налоговые послабления, государственные гарантии по кредитам, экспортные гарантии, а также отмену штрафов за просрочку государственных заказов;
- 3) поддержка пострадавших работников во избежание потери занятости и доходов, включая краткосрочную поддержку в работе, продление пособий по болезни и безработице, а также отсрочку выплаты подоходных налогов и др.

Глава Еврогруппы заявил, что странам ЕС будет предоставлена «полная гибкость» в налоговых правилах²⁶. В частности, в этом году ФРГ впервые со времен долгового кризиса нарушит свою политику сбалансированного бюджета и направит более 150 млрд евро на борьбу с пандемией²⁷. Данные меры на национальных уровнях, вероятно, будут увеличены и дополнены мерами на уровне ЕС. В частности, Еврокомиссия планирует мобилизовать €37 млрд для борьбы с последствиями пандемии, а часть от 500 млрд евро фонда Европейского стабилизационного механизма (ESM) может пойти на прямое кредитование членов ЕС²⁸.

США: ФРС США в содействии с правительством принимают чрезвычайные меры для смягчения последствий пандемии

В марте ФРС США провела два экстренных заседания, в результате чего ключевая ставка была кумулятивно снижена на 150 б.п., с 1,5-1,75 до 0-0,25%. На фоне нарастающей на рынках паники²⁹ и усиления рисков, связанных с последствиями распространения коронавируса в мире, ФРС пришлось предпринять чрезвычайные меры, включающие в себя, помимо резкого смягчения ДКП, возобновление QE объемом 700 млрд долл. с последующим введением безлимитного QE в отношении гособлигаций и ипотечных бумаг агентств (23 марта), выкупа корпоративных облигаций и различных мер кредитной поддержки компаний в сумме 300 млрд долл. и других мер поддержки ликвидности³⁰. На фоне объявленных мер баланс ФРС США возобновил рост и за не-

²⁵ <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/03/25/letter-by-eurogroup-president>

²⁶ <https://www.ft.com/content/37d218e0-649d-11ea-b3f3-fe4680ea68b5>.

²⁷ <https://www.ft.com/content/e85f35e0-6c30-11ea-89df-41bea055720b>.

²⁸ <https://www.ft.com/content/d6f5a4ba-6870-11ea-800d-da70cff6e4d3>.

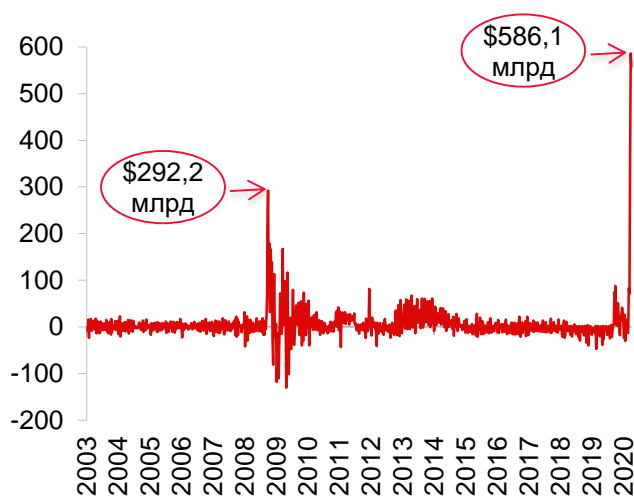
²⁹ Значительное падение рынков (самое сильное однодневное падение с 1987 г.) после закрытия въезда в США из Европы и объявления ВОЗ об пандемии коронавируса.

³⁰ Меры: 1) снижение ставки дисконтирования до 0,25%, чтобы поощрить использование «дисконтного окна» коммерческими банками при кредитовании домохозяйств; 2) заключение соглашения с крупнейшими центральными банками (Банком Канады, Банком Англии, Банком Японии, ЕЦБ, Национальным банком Швейцарии и т.д.) о скоординированных действиях по расширению предоставления ликвидности в рамках своп-линий посредством сокращения стоимости свопов; 3) увеличение объемов ликвидности, предоставляемой в рамках операций репо (увеличение до 500 млрд долл. США на двух 3-месячных аук-

делю по 17 марта установил исторический рекорд по недельному вливанию ликвидности (Рисунок 34).

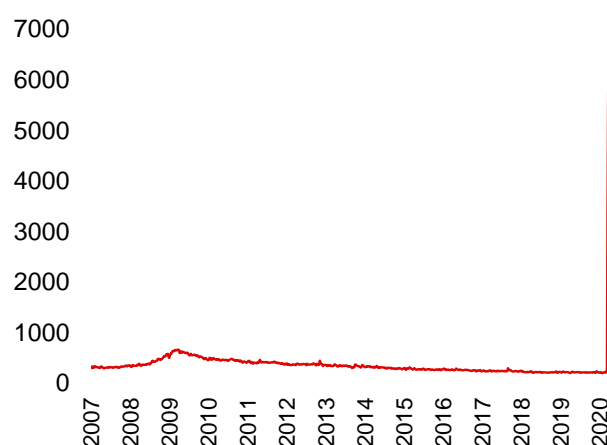
Более того, Конгресс совместно с ФРС США в оперативном режиме обновляет пакеты мер по поддержке экономики. Последний пакет, оцениваемый в 2,2 трлн долл. США, включил в себя меры по поддержке населения, малых и средних предприятий, финансовых учреждений и системно значимых компаний³¹. Тем не менее, по оценкам Capital Economics, если ситуация не стабилизируется в течение следующих нескольких недель, то последствия для экономического роста будут серьезные, включая рецессию в экономике.

Рисунок 34. Недельное изменение баланса ФРС, млрд долл. США



Источник: ФРС США.

Рисунок 35. Динамика числа заявок на пособие по безработице, тыс. шт.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Февральская макростатистика оставалась сильной, так как еще не отражала влияния пандемии и ограничительных мер, введенных на территории США. Но оперативная статистика за март указывает на колоссальный рост числа заявок по безработице – до 3,28 млн. и 6,65 млн. по данным на 20 и 27 марта соответственно. Это исторический максимум, который в несколько раз превзошел даже самые пессимистичные оценки (Рисунок 35).

Другие макропоказатели могут также существенно ухудшиться в марте. После введения ограничивающих потребление мер (запрет на нахождение в общественных

ционах и еще до 500 млрд долл. США на аукционе на срок 1 месяц, фактические объемы заявок не превысили 100 млрд долл. США); 4) создание кредитной линии Primary Dealer Credit Facility (PDCF) для предоставления ключевым первичным дилерам возможности получить финансирование со сроком погашения до 90 дней под основную кредитную или учетную ставку в ФРБ Нью-Йорка (объемом 10 млрд долл. США). ФРС повторно запустила годовую программу финансирования коммерческих ценных бумаг Commercial Paper Funding Facility (CPFF), позволяющую выкупать краткосрочные необеспеченные займы предприятий (объемом 10 млрд долл. США); 5) увеличение объема лимитов по операциям репо до 500 млрд долл. США (с 175 млрд долл. США) на утренних сессиях и введение вечерней сессии с лимитом 500 млрд долл. США.

³¹ Меры поддержки в форме прямых денежных выплат, повышения пособий по безработице, рассрочек и льготного кредитования, налоговых льгот, а также поддержки системы здравоохранения.

местах, переход на удаленный режим работы и пр.) ожидается резкое сокращение розничных продаж и потребления в целом. Падение цен на нефть, ограничения деятельности промышленных предприятий и сбои в глобальных цепочках поставок промежуточных товаров на фоне распространения коронавируса также окажут негативное воздействие на промышленное производство.

Таким образом, последние события существенно повысили вероятность рецессии, а чрезвычайные меры ФРС США подчеркнули усиливающееся беспокойство по поводу экономических последствий коронавируса. Прогнозы по росту США в 2020 г. по мере развития ситуации пересматриваются в сторону понижения. Вероятность рецессии, по оценке ФРБ Нью-Йорка, уже в феврале увеличилась до 30,7% по сравнению с январем (25,2%), а Bloomberg оценил ее в 53%³², что более чем в два раза превышает предыдущие оценки (24%).

Несмотря на объявленные меры, рынок продолжает падать, как и доходности 10-летних облигаций США, а VIX превысил пиковые значения кризиса 2008 года. ФРС США подчеркнула, что в случае необходимости будут предприниматься дополнительные меры для поддержки спроса, однако Джером Пауэлл практически исключил вероятность отрицательных ставок.

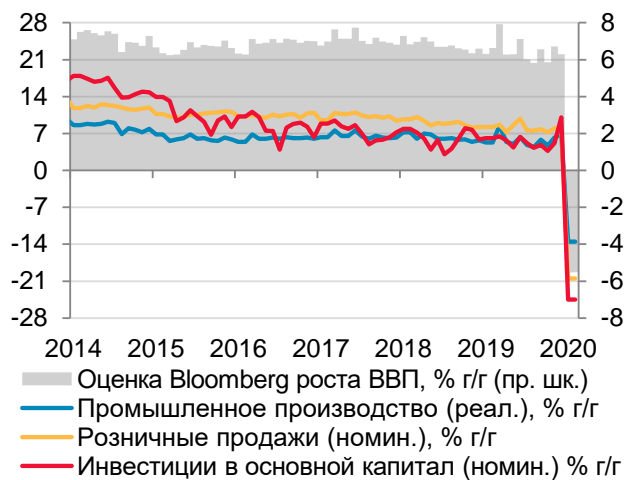
Китай: влияние коронавируса на экономику значительно превзошло ожидания

Оперативная статистика за январь-февраль указывает на падение экономической активности в Китае вследствие эпидемии коронавируса, которое оказалось глубже самых пессимистичных прогнозов аналитиков. Падение промышленного производства в среднем за два месяца составило 13,5% г/г, розничных продаж – 20,5% г/г, инвестиций в основной капитал – 24,5% г/г (после роста в декабре на 6,9; 8,0 и 5,4% г/г соответственно) (Рисунок 36). Экспорт в долларовом выражении упал на максимальную величину с момента кризиса 2008 г. (-17% г/г). Импорт сократился умеренно (-4% г/г), но за счет роста запасов сырьевых товаров. Уровень безработицы вырос на 1 п.п., до 6,2%. По оценкам Bloomberg, в целом сокращение экономики (ВВП) за январь-февраль составило 5,5% г/г. Мартовская статистика, судя по PMI, также будет слабой – экономическая активность в Китае все еще находится в процессе восстановления.

Для поддержки экономики власти Китая приняли ряд стимулирующих мер. Правительство временно освободило бизнес от части налогов и сборов и опережающим темпом исполняет бюджетные расходы. По данным СМИ, официальный дефицит федерального бюджета может быть расширен на 0,7 п.п., до 3,5% ВВП. Народный банк Китая (НБК) снизил рыночные ставки (как посредством снижения ставок по своим инструментам, так и дополнительно посредством расширения объема предоставления ликвидности) (Рисунок 37), ввел новый инструмент целевого рефинансирования и ослабил регулирование теневого банкинга. Первоочередной целью властей является поддержка малого и среднего бизнеса, обладающего относительно низким запасом прочности и вместе с тем понесшего относительно высокие потери от эпидемии.

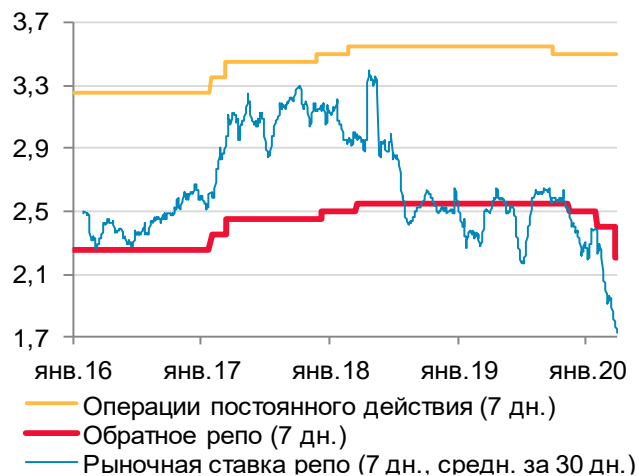
³² <https://www.bloomberg.com/graphics/us-economic-recession-tracker/>.

Рисунок 36. Основные макроэкономические показатели Китая



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

Рисунок 37. Ставки НБК и межбанковского рынка, % годовых



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

Страны	Традиционные меры денежно-кредитной политики	Нетрадиционные меры денежно-кредитной политики	Макропруденциальные меры	Меры бюджетной политики
Великобритания	<ul style="list-style-type: none"> Снижение ставки с 0,75 до 0,1%. Запуск программы финансирования банков для кредитования малого и среднего бизнеса на четыре года под ставку, равную или близкую к ключевой ставке объемом до 10% размера кредитного портфеля банка. 	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение лимита выкупа гособлигаций и корпоративных облигаций на 200 млрд. фунтов до 645 млрд. Создание программы покупки краткосрочных (до 1 года) коммерческих векселей крупных компаний Covid Corporate Financing Facility 	<ul style="list-style-type: none"> Обнуление антициклической надбавки. По оценкам, это позволит обеспечить прирост кредитования на 190 млрд. фунтов. Отмена стресс-теста банков в 2020 году. 	<ul style="list-style-type: none"> Налоговые каникулы для бизнеса, компенсации малым и средним компаниям, сотрудники которых вынуждены самоизолироваться. Создание фонда на 500 млн. фунтов для прямой поддержки нуждающихся людей. Выдача кредитных гарантий величиной 330 млрд. фунтов.
Еврозона	<ul style="list-style-type: none"> Запуск еженедельных аукционов по предоставлению ликвидности LTRO по сниженной ставке (-0,5%). Более мягкие условия кредитования в рамках TLTRO-3 (снижение диапазона ставок, ослабление требований к заявкам, повышение максимального объема заявки). 	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение QE на 120 млрд евро до конца года. Запуск новой программы покупки активов в связи с пандемией (PEPP) на сумму 750 млрд евро до конца года. Допуск к покупке активов нефинансового сектора с высоким кредитным рейтингом в рамках программы покупки корпоративных облигаций (CPPC). Допуск к покупке облигаций Греции, впервые с долгового кризиса 2011 года. 	<ul style="list-style-type: none"> Ослабление требований к капиталу и ликвидности коммерческих банков. По оценкам, послабления позволят банкам высвободить более 100 млрд. евро капитала. Приостановка банковских стресс-тестов на уровне ЕС до 2021 года. 	<p><i>Меры на уровне национальных экономик:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Расходы на сдерживание и лечение заболевания и поддержку системы здравоохранения. Предоставление государственных займов и гарантий по кредитам, суммарно на сумму более 1 трлн евро. Субсидирование пострадавших от пандемии малых и средних предприятий. Субсидирование доходов пострадавших работников, семей с детьми, водителей такси и работников почтовых служб, единовременные выплаты для самозанятых. Налоговые отсрочки, мораторий на выплаты ипотечных кредитов для лиц, чьи доходы пострадали из-за эпидемии. <p><i>Меры на уровне ЕС:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Еврокомиссия планирует мобилизовать 37 млрд евро для борьбы с пандемией, а также привлечь €100 млрд для поддержки неполной занятости в странах ЕС Рассматривается вопрос о задействовании средств антикризисного фонда Европейского стабилизационного механизма (ESM) на сумму около 500 млрд евро.

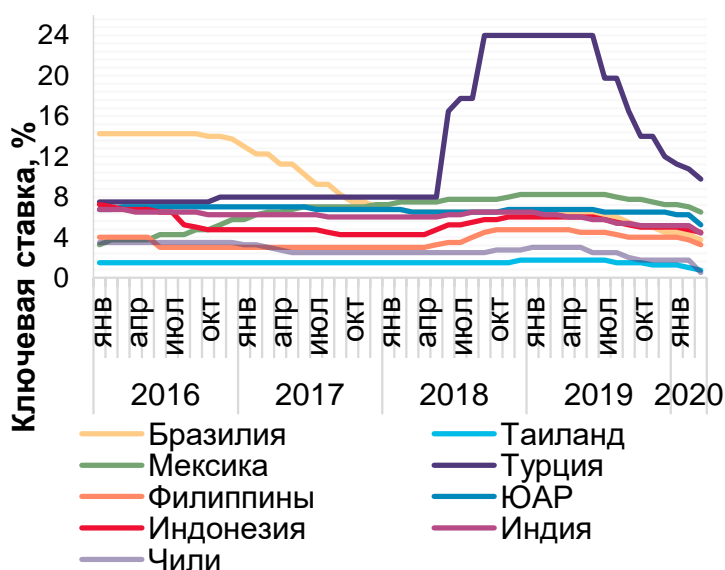
<p>США</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Снижение ставки до 0-0,25%. • Меры по предоставлению ликвидности (увеличение лимитов по операциям репо до 500 млрд долл., сокращение стоимости свопов в рамках своп-линий между крупнейшими регуляторами). • Запуск программы FIMA Repo Facility продолжительностью 6 месяцев, позволяющей центральным банкам временно обменивать свои Казначейские облигации США на доллары США. 	<ul style="list-style-type: none"> • Возобновление QE (сначала на 700 млрд долл., затем – безлимитного). • Запуск годовой программы CPFF, позволяющей выкупать краткосрочные необеспеченные займы предприятий (объемом 10 млрд долл.). • Запуск программы PDCF, позволяющей предоставлять кредиты на срок до 90 дней крупнейшим дилерам (объемом 10 млрд долл.). • Смягчение условий кредитов по «дисконтному окну». • Запуск корпоративной кредитной первичной (PMCCF) и вторичной (SMCCF) линий. • Создание срочного кредитного фонда ценных бумаг (TALF) – поддержка кредитования потребителей и предприятий. 	<ul style="list-style-type: none"> • Устранение резервных требований. 	<ul style="list-style-type: none"> • Расходы на сдерживание и лечение заболевания и поддержку системы здравоохранения. • Поддержка населения (снижение налога на труд, предоставление прямых денежных выплат, расширенные пособия по безработице, отсрочка уплаты налогов). • Целевые стимулы для отраслей, наиболее пострадавших от пандемии. • Поддержка финансовых учреждений (отсрочка подачи отчетности, ограничение проверок).
-------------------	---	--	--	--

Решения по ДКП в зарубежных центральных банках: разработка пакетов монетарных и фискальных мер для смягчения последствий пандемии

Центральные банки других стран в содействии с правительствами также принимали экстренные меры для смягчения экономических последствий распространения COVID-19. На заседаниях, часть из которых проводится в экстренном порядке, регуляторы в ряде стран снизили ключевые ставки: в марте ставка была снижена в Бразилии (на 50 б.п., до 3,75%), Республике Филиппины (на 25 б.п., до 4,5%), Южно-Африканской Республике (ЮАР) (на 100 б.п., до 5,25%), Турции (на 100 б.п., до 9,75%), Индонезии (на 50 б.п., до 3,25%), Мексике (на 50 б.п., до 6,5%), Индии (на 75 б.п. до 4,4%), Чили (на 50 б.п. до 0,5%, эффективной нижней границы) и Таиланде (на 25 б.п., до 0,75%) (Рисунок 38). Отметим также, что после февральского ужесточения ДКП на фоне замедления экономического роста и ускорения инфляции Чешский национальный банк (ЧНБ) на мартовском экстренном заседании снизил ставку на 50 б.п., до 1,75% годовых, а затем вскоре еще на 75 б.п. до 1,0% годовых.

Важно отметить, что снижением процентных ставок далеко не везде удается добиться смягчения денежно-кредитных условий. Иногда эффект оказывается обратным из-за неадекватности уровня процентных ставок уровню возросших рисков в СФР. В результате доходности государственных облигаций макроэкономически недостаточно устойчивых стран с повышенными инфляционными ожиданиями и низким уровнем доверия к политике центральных банков и национальной валюте остаются высокими, а риски для финансовой стабильности усиливаются.

Рисунок 38. Процентные ставки избранных центральных банков стран с формирующимися рынками (СФР), % годовых



Источник: Thomson Reuters.

Экономическая ситуация в мире становится все более напряженной, заставляя регуляторов пересматривать прогнозы по росту в сторону понижения. Локальные меры

по ограничению распространения коронавируса, вероятно, приведут к еще большему замедлению роста на фоне сбоя в работе отраслей, снижению спроса и потребительской уверенности. Снижение процентных ставок в текущих условиях не всегда дает позитивные результаты, и повсеместно принимаются широкие пакеты мер фискального, монетарного и макропруденциального характера. В Индонезии в середине марта введен уже второй пакет мер по поддержке экономики на 8 млрд долл. США³³. Пакет помощи Economic Stability Shield в Турции оценивается в более чем 15 млрд долл. США, а в Бразилии – 30 млрд долл. США, в Индии – 22,5 млрд долл. США, а в Чили – 11,75 млрд долл. США.

Среди основных мер по предоставлению ликвидности – увеличение частоты и объемов проведения аукционов по операциям репо, проведение аукционов по валютным свопам. В Индонезии регулятор увеличивает интенсивность проведения интервенций, а в Республике Филиппины – пересматривает коридор процентных ставок. Чехия также реализует меры по предоставлению ликвидности, однако подчеркивает, что они носят скорее превентивный характер.

В Чили был открыт 6-месячный механизм условного финансирования (FCIC) с 4-летними кредитами под процентные ставки, равные ставке денежно-кредитной политики, корпоративные облигации были включены в качестве обеспечения для всех эффективных операций с ликвидностью и инициирована программа покупки банковских облигаций на сумму до 4 млрд долл. США. В Индонезии снижена стоимость услуг Национальной клиринговой системы для стимулирования перехода на безналичные платежи. В Чехии рассматривается возможность отмены запланированного повышения антициклической буферной ставки капитала. Регуляторы повсеместно ослабляют требования по обязательным резервам.

Пакеты фискальных мер, как правило, включают инструменты по поддержке наиболее уязвимых отраслей, населения и системы здравоохранения (расходы на сдерживание и лечение заболеваний). Предоставляются отсрочки по кредитным, налоговым и социальным платежам, разрабатываются целевые программы по поддержке населения (отмена/снижение подоходного налога, прямые денежные выплаты, социальные программы), упрощается кредитование.

Инфляция по итогам февраля показывала разнонаправленную динамику. Отмечается ускорение годовой инфляции в Чили (3,9% г/г), Мексике (3,7% г/г), Индонезии (3% г/г), замедление роста в Турции (12,4% г/г) и ЮАР (4,6% г/г) и замедление инфляции в Республике Филиппины (2,6% г/г), Таиланде (0,7% г/г), Индии (6,6% г/г) и Бразилии (4% г/г). В Чехии рост годовой инфляции также замедлился до 3,7% г/г, находясь за пределами целевого диапазона ($2 \pm 1\%$), однако ЧНБ ожидает остановку роста и разворот траектории движения инфляции в ближайшие несколько месяцев.

Ситуация на мировых рынках продолжает усугубляться по мере введения карантинных мер и увеличения рисков, связанных с распространением COVID-19. Рост неопределенности серьезно подрывает показатели финансового рынка, ослабляя нацио-

³³ Первый пакет мер оценивается в 725 млн долл. США и предусматривает поддержку отдельных отраслей (туризма, авиации и недвижимости), а также семей с низким доходом.

нальные валюты развивающихся стран и приводя к оттоку капитала. Сбои в цепочках поставок, падение цен на сырьевые товары и увеличение волатильности цен на активы оказывают негативное воздействие на мировую экономическую активность, увеличивая вероятность рецессии. Учитывая надвигающийся экономический спад, регуляторы в СФР, вероятно, будут ослаблять денежно-кредитную и фискальную политику в краткосрочной перспективе, однако возможности для ослабления в некоторых странах уже исчерпаны из-за рисков для финансовой стабильности и неустойчивости госфинансов.

1.3.2. Финансовые рынки находились в плену ситуации вокруг вируса

- *Финансовые рынки в феврале и марте следовали за развитием ситуации с коронавирусом и действиями правительств и центральных банков. Переход эпидемии в пандемию во второй половине февраля – первой половине марта, охват ею крупнейших экономик за пределами Китая привели к массовым продажам всех рискованных активов.*
- Падение фондовых рынков во всем мире, резкое снижение доходностей казначейских облигаций США вынудили регуляторов к активным действиям, однако эти меры оказались недостаточными для того, чтобы переломить настроения на рынках.
- К шоку, вызванному быстрым распространением вируса COVID-19, добавился шок цен на нефть, связанный с развалом сделки ОПЕК+ и решением Саудовской Аравии предоставить скидки ключевым покупателям в размере 6–8 долл. США/баррель. Это привело к очередному витку падения фондовых индексов в мире и бегству от рискованных активов.
- Мировым регуляторам пришлось усилить монетарные и фискальные стимулы, ФРС США второй раз за месяц внепланово снизила диапазон ставки по федеральным фондам на 100 б.п., до 0,00–0,25% годовых. Стоимость активов стран с формирующимися рынками упала.
- Российский финансовый рынок на протяжении февраля демонстрировал иммунитет к внешним вызовам, однако в марте картина изменилась: после развала сделки ОПЕК+ и в связи со стремительным распространением коронавируса в мире стоимость российской риск-премии к началу третьей декады марта выросла в 5 раз и достигла 305 базисных пунктов.
- В марте Минфин России приостановил проведение аукционов по ОФЗ «до стабилизации рыночной ситуации». Банк России начал упреждающую продажу иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила.
- *В последние недели беспрецедентные масштабные действия правительств и центральных банков многих стран по поддержке кредитования и пострадавших*

отраслей и домохозяйств несколько стабилизировали ситуацию на финансовых рынках, хотя высокая волатильность и неопределенность сохраняются.

- 19 марта Банк России объявил о продаже иностранной валюты в связи с продажей Банку России иностранной валюты из Фонда национального благосостояния для оплаты приобретаемого пакета акций ПАО Сбербанк, что несколько успокоило рынок.
- 20 марта Банк России принял решение оставить ключевую ставку без изменений. Рынок в целом нейтрально отреагировал на решение, поскольку в контексте баланса будущих рисков и уже принятых Банком России мер оно было в значительной степени ожидаемым. В последующие две недели принятое решение способствовало существенному снижению российской риск-премии (почти на 100 пунктов до 211 пунктов к началу апреля) и доходностей ОФЗ, что ограничило масштабы ужесточения денежно-кредитных условий.

Глобальные рынки

В течение февраля и марта динамика на мировых финансовых рынках следовала за развитием ситуации с вирусом COVID-19. В первой половине февраля финансовые рынки предпринимали попытки восстановить аппетит к рисковому активу, однако эти попытки оказались безуспешными. Рынки акций начали оценивать неопределенность относительно будущей прибыли компаний, однако новости о сокращении случаев нового заболевания в Китае все еще давали надежду на относительно мягкое воздействие коронавируса на экономический рост в мире.

Ближе к концу февраля настроения на мировых рынках начали ухудшаться. Вирус обнаружили в Мексике, Исландии, Италии, Южной Корее и Иране. Государства начали вводить транспортные ограничения, индексы акций S&P 500 и Dow Jones за последнюю неделю февраля потеряли почти по 12% каждый. Эту же динамику повторили европейские рынки акций. Доходности казначейских облигаций США снизились, 10-летние бумаги закончили февраль на отметке 1,17%.

Ситуация с вирусом продолжала развиваться по нарастающей, а вместе с ней серьезно ухудшались настроения на рынке. Регуляторы начали объявлять о готовности принимать меры, включая бюджетные, для финансовой стабильности и экономического роста. 3 марта ФРС экстренно снизила диапазон ставки по федеральным фондам на 50 б.п., однако этому решению и другим мерам (в частности, одобренному Конгрессом США выделению 8 млрд. долл. США на борьбу с коронавирусом) не удалось поддержать рынок. Тем не менее, эти меры давали только временную передышку финансовым рынкам, так как при околонулевых процентных ставках монетарные механизмы стимулирования спроса (из-за сокращения туризма, пассажиропотока и проч.) ограничены.

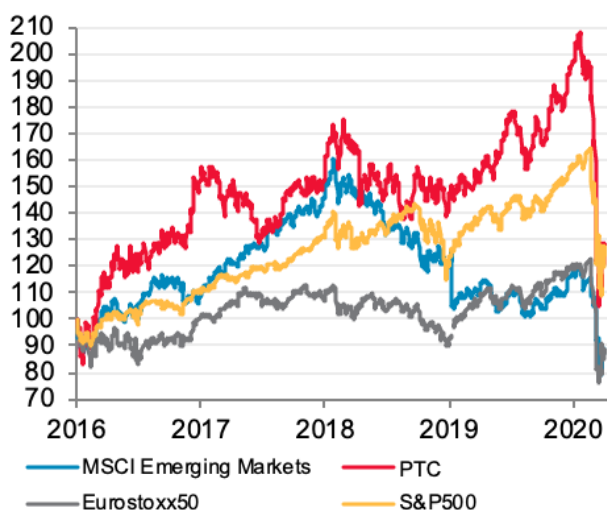
В начале марта финансовые рынки постигло еще одно испытание: странам – участникам ОПЕК+ не удалось договориться о продлении действовавшего соглашения

об ограничении добычи нефти, и вслед за отказом от соглашения Саудовская Аравия объявила о готовности снизить цены для ключевых покупателей на 6–8 долл. США/баррель. В результате котировки нефти обвалились до уровня 35,6 долл. США/барр., что вызвало еще один виток снижения мировых фондовых индексов: индексы S&P 500 и Dow Jones за 2 недели, с 6 по 20 марта, потеряли 23%, и 19%, соответственно, этой же динамике последовали и другие фондовые рынки.

На этом фоне регуляторы продолжали усиливать монетарные и фискальные стимулы, в том числе увеличивая вливания ликвидности (см. подраздел 1.3.1. Пандемия подталкивает власти стран к беспрецедентным стимулирующим мерам). Казначейские облигации США демонстрировали высокую волатильность. С начала марта доходности 10-летних казначейских облигаций США опускались до 0,52%, однако затем вырастали до 1,15% из-за срабатывания маржин-коллов по другим активам и последующей реализации позиций в казначейских облигациях, а также опасений потенциального роста предложения американского госдолга. Позднее благодаря беспрецедентным стимулирующим мерам, предпринимаемым ФРС США, они снова опустились ниже 0,6%.

В ситуации панических страхов, охвативших мировые финансовые рынки, стоимость активов стран с формирующимися рынками стремительно падала, однако стимулирующие меры регуляторов по всему миру в определенной степени помогли восстановиться гособлигациям этих стран. В итоге с начала марта доходности 10-летних госбумаг Мексики выросли на 48 б.п., Индонезии – на 106 б.п., Бразилии – на 124 б.п., ЮАР – 192 базисных пунктов. Валютные рынки следовали такой же динамике: мексиканское песо потеряло за месяц 19,7%, бразильский реал – 14,8%, индонезийская рупия – 13,5%.

Рисунок 39. Динамика индексов акций
(январь 2015 г. = 100), пунктов



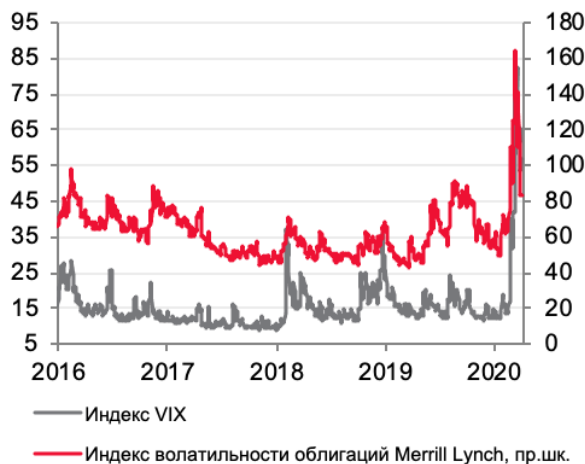
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 40. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США, пунктов



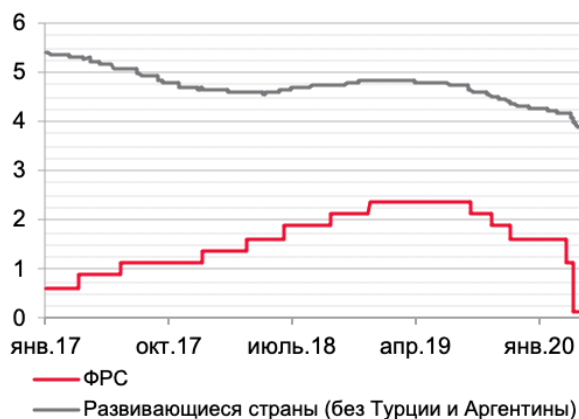
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 41. Динамика индексов
волатильности, пунктов**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 42. Динамика ключевых ставок
центральных банков, % годовых**



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

Российский рынок

Российский финансовый рынок на протяжении февраля демонстрировал иммунитет к внешним угрозам: стоимость риск-премии находилась вблизи минимальных значений с июля 2007 г. (около 60 б.п.) и начала расти лишь в последние дни февраля вместе с ростом угрозы коронавируса в мире. К началу третьей декады марта стоимость 5-летних CDS достигла 305 б.п. (впоследствии стоимость CDS снизилась – до 211 б.п.).

В феврале также Минфину России удавалось наращивать объемы размещений ОФЗ. Спрос на аукционах, в том числе со стороны нерезидентов, оставался высоким, что позволило Минфину разместить за январь-февраль 83,6% от запланированного объема на I квартал. В марте Минфин приостановил проведение аукционов на период «до стабилизации рыночной ситуации», при этом ведомство объявило, что план заимствований на II квартал будет опубликован после принятия «решения о возобновлении проведения аукционов по размещению ОФЗ».

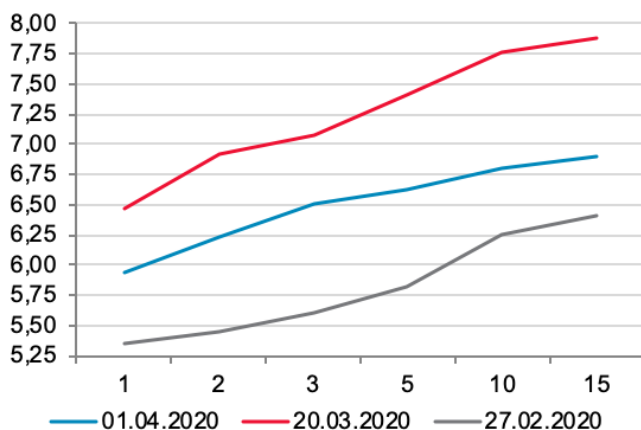
После отказа от сделки ОПЕК+ и резкого падения нефтяных цен Банк России объявил о мерах по снижению волатильности на финансовых рынках, среди которых были обозначены временная приостановка покупок иностранной валюты, упреждающая продажа иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила (19 марта Банк России объявил также о продаже иностранной валюты в связи с продажей Банку России иностранной валюты из Фонда национального благосостояния для оплаты приобретаемого пакета акций ПАО Сбербанк), а также ряд других мер.

Решение о продаже валюты 19 марта несколько успокоило валютный рынок. Рубль частично отыграл потери (ослабев перед этим до уровня января 2016 г.), чему также помог отскок цены нефти с уровней ниже 25 долл. США/баррель.

Доходности ОФЗ также следовали за динамикой нефти и развитием ситуации с коронавирусом, отражая общее настроение на рынке. С начала марта они выросли на

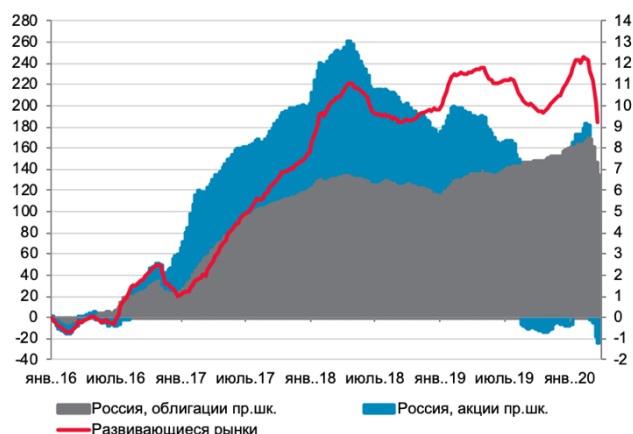
30-60 б.п. вдоль всей кривой (прибавляя в пиковых значениях 200-240 б.п.). При этом ставки денежного рынка благодаря значительному объему рублевой ликвидности оставались на низком уровне, объемы привлечения средств через операции репо с Банком России по фиксированной ставке также были достаточно стабильны.

Рисунок 43. Кривая доходности ОФЗ, % годовых



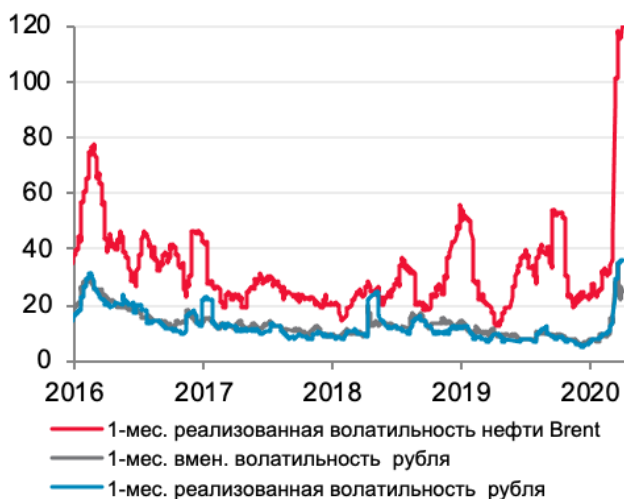
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 44. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, накопленным итогом с начала 2016 г., млрд долл. США



Источник: EPFR.

Рисунок 45. Волатильность курса рубля и цены нефти, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 46. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых

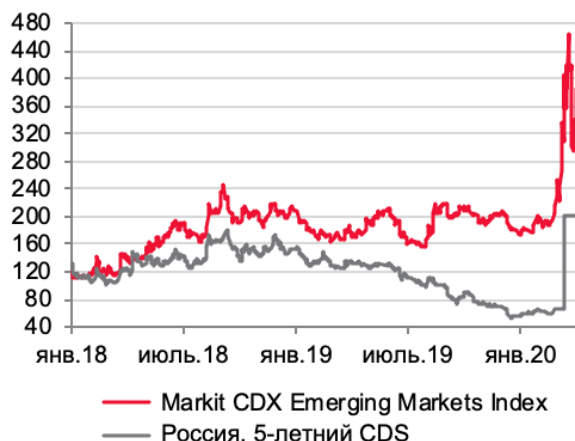


Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Банк России на заседании Совета директоров 20 марта принял решение оставить ключевую ставку без изменений на уровне 6,00% годовых. Помимо этого, Банк России утвердил меры по поддержке граждан, экономики и финансового сектора в условиях пандемии коронавируса. Среди них – меры по поддержке потенциала финансового сектора по предоставлению ресурсов экономике, снижению регуляторной и надзорной нагрузки на финансовые организации и другие.

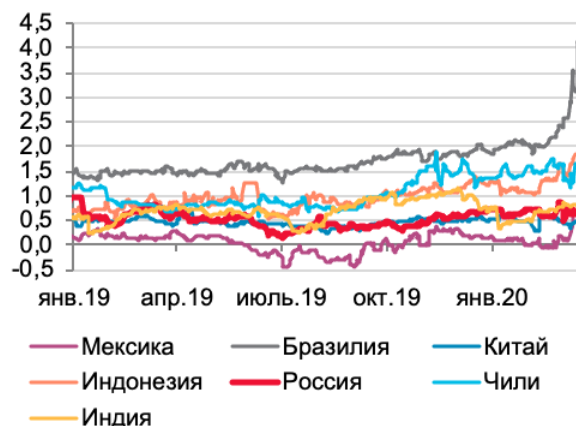
В течение двух недель, следующих за мартовским решением Банка России по денежно-кредитной политике, произошло существенное снижение доходности ОФЗ (на 85-105 б.п. вдоль всей кривой), что ограничило масштабы ужесточения денежно-кредитных условий. Достигнутые к началу апреля уровни в целом соответствуют уровням начала октября 2019 г. (когда ключевая ставка была на 100 б.п. выше текущего уровня).

Рисунок 47. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 48. Разница доходности 10- и 2-летних гособлигаций стран с формирующимися рынками, п.п.



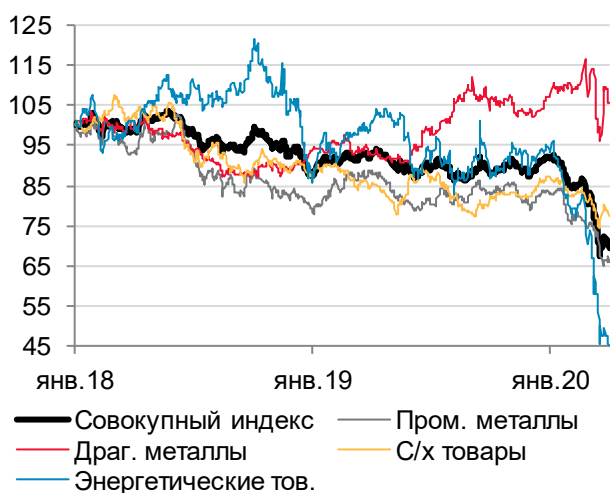
Источник: Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Возрождение ОПЕК+ в более широком формате может восстановить нефтяные цены

- Индекс цен сырьевых товаров в марте оказался на минимальном уровне с окончания арабского нефтяного эмбарго 1974 г., котировки нефти Urals опустились ниже отметки 20 долл./баррель.
- Давление на цены оказывает распространение коронавируса. Экономическая активность значительно снизилась в Китае. Схожие последствия грозят многим другим странам. Международные организации в феврале–марте снизили прогноз роста мирового спроса на жидкое топливо, и продолжают ухудшать прогнозы.
- Давление на нефтяные котировки усилил срыв переговоров ОПЕК+ по квотам на добычу и решение стран сильно нарастить предложение нефти, а также начать ценовое противостояние за долю на рынке.
- Часть опрошенных Bloomberg трейдеров полагают выгодным запасаться нефтью впрок в условиях низких цен, но большинство видят риски дальнейшего снижения котировок и полного исчерпания мощностей для хранения нефти уже в ближайшее время.

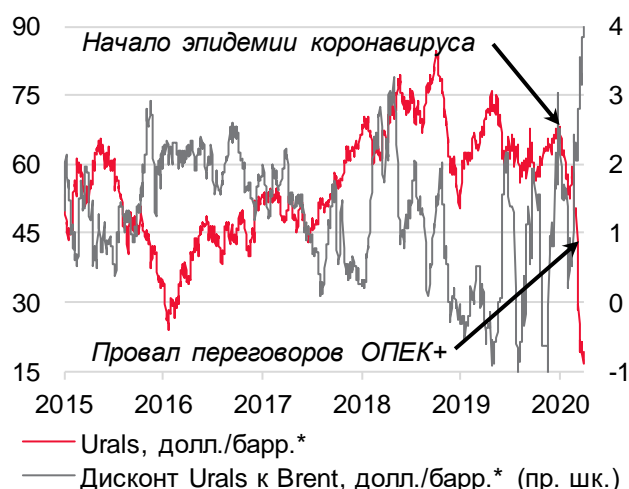
За период с 7 февраля по 1 апреля индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 18%, опустившись до минимального уровня с 1974 г., окончания арабского нефтяного эмбарго. Цены энергетических товаров упали на 43%, промышленных и драгоценных металлов – на 14 и 3% соответственно, сельскохозяйственных товаров – на 7% (Рисунок 49). Цена Urals опустилась ниже отметки 20 долл. США/барр. (Рисунок 50).

Рисунок 49. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2016 = 100)



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

Рисунок 50. Цена нефти Urals и дисконт к нефти Brent



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

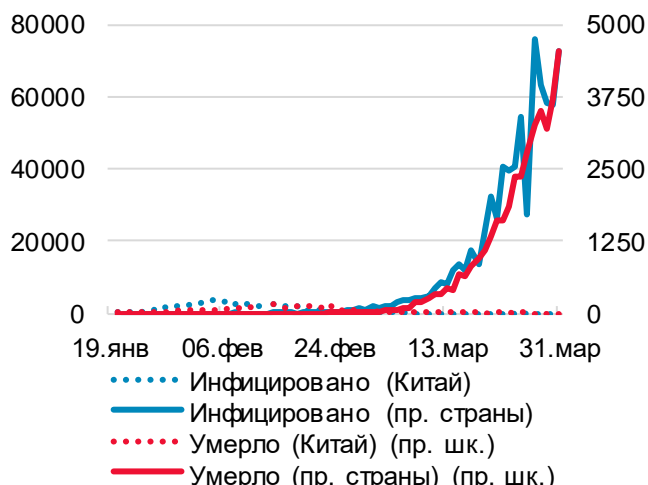
Продолжающееся падение котировок сырьевых товаров объясняется распространением коронавируса. Китай почти справился с эпидемией, но ценой значительного падения экономической активности и спроса на сырьевые товары (см. подраздел 1.3.1). При этом распространение инфекции активизировалось за пределами Поднебесной (Рисунок 51), что грозит многим странам аналогичными последствиями.

Ведущие международные организации (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА) и ОПЕК) в февральских и мартовских докладах значительно ухудшили прогнозы роста мирового спроса на жидкое топливо в 2020 г.: по совокупности в среднем более чем на 1 млн барр. в сутки, до близкого к нулю значения (Рисунок 52). Однако фактическая динамика может оказаться значительно хуже из-за продолжающегося распространения эпидемии. Так, прогноз IHS Markit от 30 марта предполагает падение суточного спроса на жидкое топливо на 11 млн барр. в первом полугодии и на 8 млн барр. в целом за 2020 год. Пик падения ожидается в II квартале с последующим восстановлением спроса к концу текущего года.

Ведущие международные организации также, судя по всему, не учли в мартовских прогнозах риски значительного роста предложения в странах ОПЕК+ из-за срыва пере-

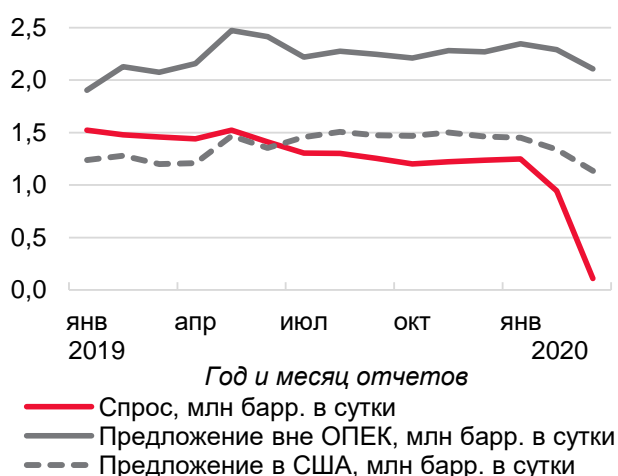
говоров по квотам: страны не смогли договориться ни о сокращении квот, ни и о продлении действующего ограничения добычи³⁴.

Рисунок 51. Распространение коронавируса в Китае и других странах, человек в сутки



Источники: Bloomberg Finance L.P., Our World in Data, Всемирная организация здравоохранения, расчеты ДИП.

Рисунок 52. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2020 г. в месячных отчетах ведущих организаций (в среднем по EIA, МЭА и ОПЕК)



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

Инвесторы опасаются значительного роста добычи и как минимум повторения ситуации 2015–2016 годов. Тогда производители традиционной нефти значительно нарастили добычу в борьбе за долю на рынке и в попытке вытеснить сланцевых производителей. Только Саудовская Аравия за январь–июль 2015 г. увеличила суточную добычу на 1 млн барр. (Рисунок 54). Сланцевые производители тогда устояли за счет повышения эффективности деятельности и смещения добычи на лучшие месторождения. В результате произошел значительный рост запасов (Рисунок 53) и обвал нефтяных цен (Рисунок 50).

Оперативная статистика и заявления представителей стран ОПЕК+ указывают на риски значительного расширения добычи. Крупнейшие производители ОПЕК заявили о намерении увеличить добычу примерно на 3,5 млн барр. в сутки. По данным Bloomberg, число зафрахтованных Саудовской Аравией супертанкеров выросло до рекордной величины с октября 2018 г. (тогда королевство, как и другие страны ОПЕК+, активно наращивало добычу) (Рисунок 54).

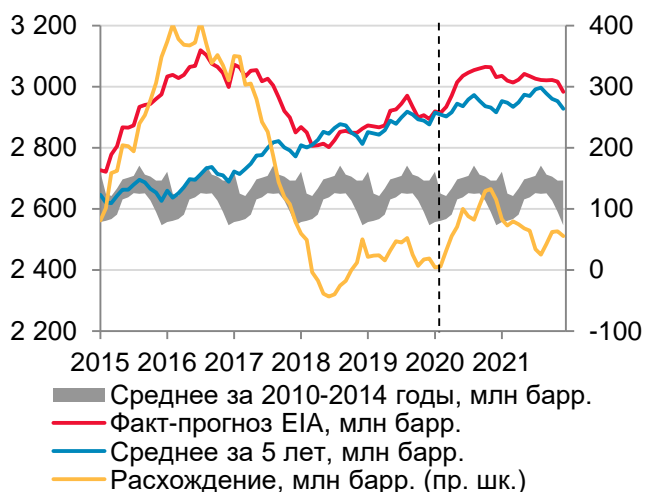
Рост конкуренции на европейском рынке оказывает дополнительное давление на котировки Urals через расширение дисконта к бенчмарку Brent. С момента окончания переговоров ОПЕК+ он вырос на 3 долл. США/барр. (Рисунок 50).

В текущих условиях опрошенные Bloomberg трейдеры и аналитики дают различные сигналы относительно возможного дальнейшего движения нефтяных цен. Некоторые отмечают, что произошедшее падение цены нефти сделало выгодным покупок

³⁴ 2,1 млн барр. в сутки.

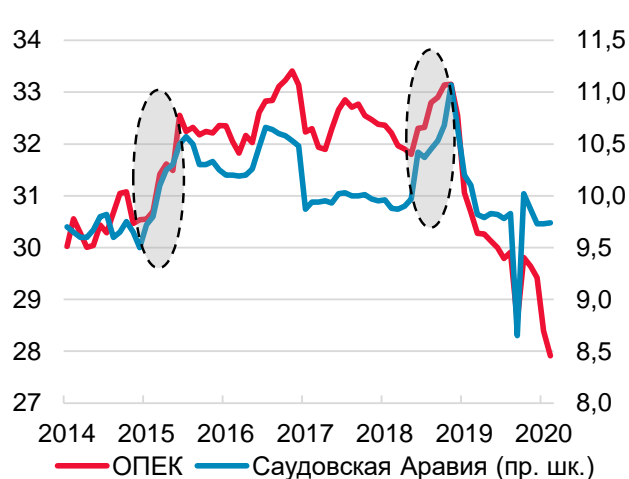
нефти «в запас» в условиях невысоких коммерческих нефтяных запасов и относительно низкой стоимости аренды складских помещений, в том числе танкеров. Фьючерсная кривая нефти перешла в положение контанго³⁵.

Рисунок 53. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов стран ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 54. Добыча нефти в странах ОПЕК, млн барр. в сутки



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Однако многие аналитики видят риски дальнейшего снижения нефтяных цен. В частности, IHS Markit и Energy Aspects прогнозируют «дно» цены нефти в II квартале на уровне около 10 долл./баррель. IHS Markit также видит риски полного исчерпания мощностей для хранения нефти (1,2 млрд барр. на начало года) уже в II квартале текущего года. Некоторую поддержку нефтяным ценам при этом может оказать обсуждение возрождения ОПЕК+ с бóльшим числом стран-членов.

³⁵ Цена последующего фьючерса выше, чем предыдущего.

2. В фокусе: как демпфер стабилизирует цены на нефтепродукты

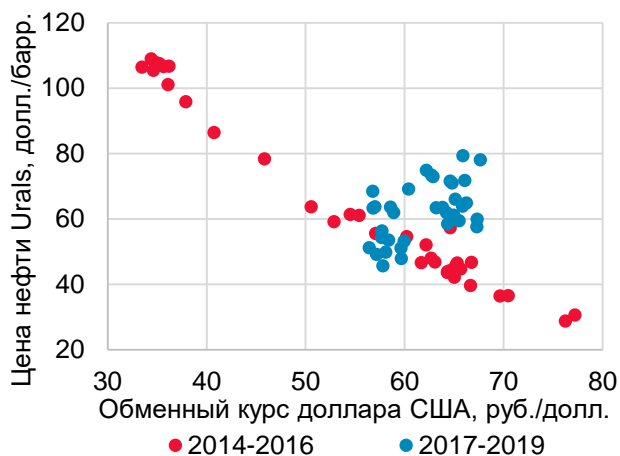
- Демпфирующий механизм значительно уменьшает чувствительность внутренних цен на бензин и дизельное топливо к колебаниям мировых цен, что будет способствовать снижению волатильности инфляции.
- В периоды высоких цен на нефть бюджет субсидирует внутренних потребителей через возврат части акцизов нефтепереработчикам. При этом в периоды низких цен потребители получают не все выгоды снижения мировых цен, поскольку эффективная сумма акциза, получаемого бюджетом, возрастает.
- В отличие от бензина и дизеля, демпфирующий механизм на авиакеросин имеет асимметричный эффект, ограничивая рост цен на авиатопливо при росте мировых цен на нефть, но не препятствуя их снижению или стабилизации при снижении мировых цен.

Механизмы ценообразования на российском рынке нефтепродуктов претерпевают значительные изменения, связанные с двумя основными факторами: снижением чувствительности курса рубля к колебаниям цен на нефть и налоговым маневром в нефтегазовой отрасли.

Заметное снижение зависимости курса рубля от колебаний цен на нефть после введения бюджетного правила (Рисунок 55) повысило чувствительность внутренних (рублевых) цен на нефть и нефтепродукты к изменениям цены на мировом рынке: динамика курса больше не сглаживает колебания долларовых цен. Это стало причиной быстрого роста внутренних цен на нефть и нефтепродукты в 2018 г. (Рисунок 56): рост мировых цен на нефть был усилен одновременным ослаблением курса рубля, связанным с новым раундом санкций. В итоге рентабельность экспорта нефти и нефтепродуктов выросла настолько, что внутренние цены также отреагировали значительным повышением по закону «единой цены». В целях стабилизации внутренних цен Правительством были приняты экстренные меры: акцизы на бензин и дизельное топливо были снижены на 3 и 2 тыс. руб. соответственно, при этом были достигнуты договоренности с крупными нефтяными компаниями о временной фиксации цен на потребительском рынке и обязанности поставок нефтепродуктов на внутренний рынок.

Однако эти решения были временными, и в качестве постоянной меры для стабилизации внутренних цен на нефтепродукты Правительство ввело демпфирующий механизм, который стал дополнительным элементом налогового маневра. Демпфирующий механизм позволяет компенсировать часть потерь от поставок нефтепродуктов на внутренний рынок при росте цены экспортной альтернативы, что позволяет сдерживать рост внутренних цен. Параметры демпфирующего механизма, как и налогового маневра, определены до 2024 г. (см. врез «Параметры демпфирующего механизма» в конце раздела).

Рисунок 55. Зависимость курса и динамики цен на нефть



Источники: СЕЭС, расчеты ДИП.

Рисунок 56. Динамика цен на нефть



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Налоговый маневр в нефтегазовой отрасли начался в 2019 году и должен полностью завершиться в 2024 году. Он призван повысить эффективность нефтегазового сектора, упростить систему его администрирования, гармонизировать структуру таможенных платежей государств – членов Евразийского экономического союза. Сам маневр заключается в постепенном снижении экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты до их полной отмены при одновременном повышении налога на добычу полезных ископаемых при добыче нефти и газового конденсата (далее – НДС). Предполагается, что дополнительные доходы бюджета от повышения НДС существенно превысят потери от реформы (по оценкам авторов законопроекта, 10,8 против 3,4 трлн руб.³⁶).

Основное влияние налогового маневра на инфляцию происходит через снижение экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Оно ведет к увеличению уровня внутренних цен, который обеспечивает равную доходность с экспортными поставками. Одновременный рост затрат на добычу нефти вследствие увеличения НДС не должен оказать дополнительного влияния на инфляцию, поскольку будет в значительной степени компенсироваться ростом доходности экспортных поставок.

Постепенное обнуление таможенных пошлин при прочих равных условиях ведет к повышению равнодоходной экспортной цены и, следовательно, к росту внутренних цен (Рисунок 57). Это справедливо как для внутренней цены нефти, так и нефтепродуктов. С учетом того что экспортная пошлина на нефть гораздо выше пошлины на светлые нефтепродукты, равнодоходная экспорту внутренняя цена на нефть при прочих равных должна будет вырасти сильнее, чем цена нефтепродуктов, при обнулении экспортной пошлины. Это может привести к снижению маржинальности нефтепереработки для поставок на внутренний рынок. В целях снижения влияния налогового маневра на издержки нефтеперерабатывающих компаний был введен обратный акциз на нефтяное

³⁶ ТАСС. [«Зачем нужен налоговый маневр в нефтяной отрасли». 24.07.2018.](#)

сырье³⁷, который, по сути, компенсирует прямой рост цен, связанный с обнулением экспортных пошлин. Формула этого акциза включает коэффициент, который обеспечивает его постепенное увеличение в течение 2019–2024 г. пропорционально снижению экспортных пошлин. Применение обратного акциза, которое фактически является неявным механизмом субсидирования, позволяет сгладить влияние налоговых изменений на маржинальность нефтепереработчиков.

Рисунок 57. Условная схема формирования внутренних цен на нефтепродукты



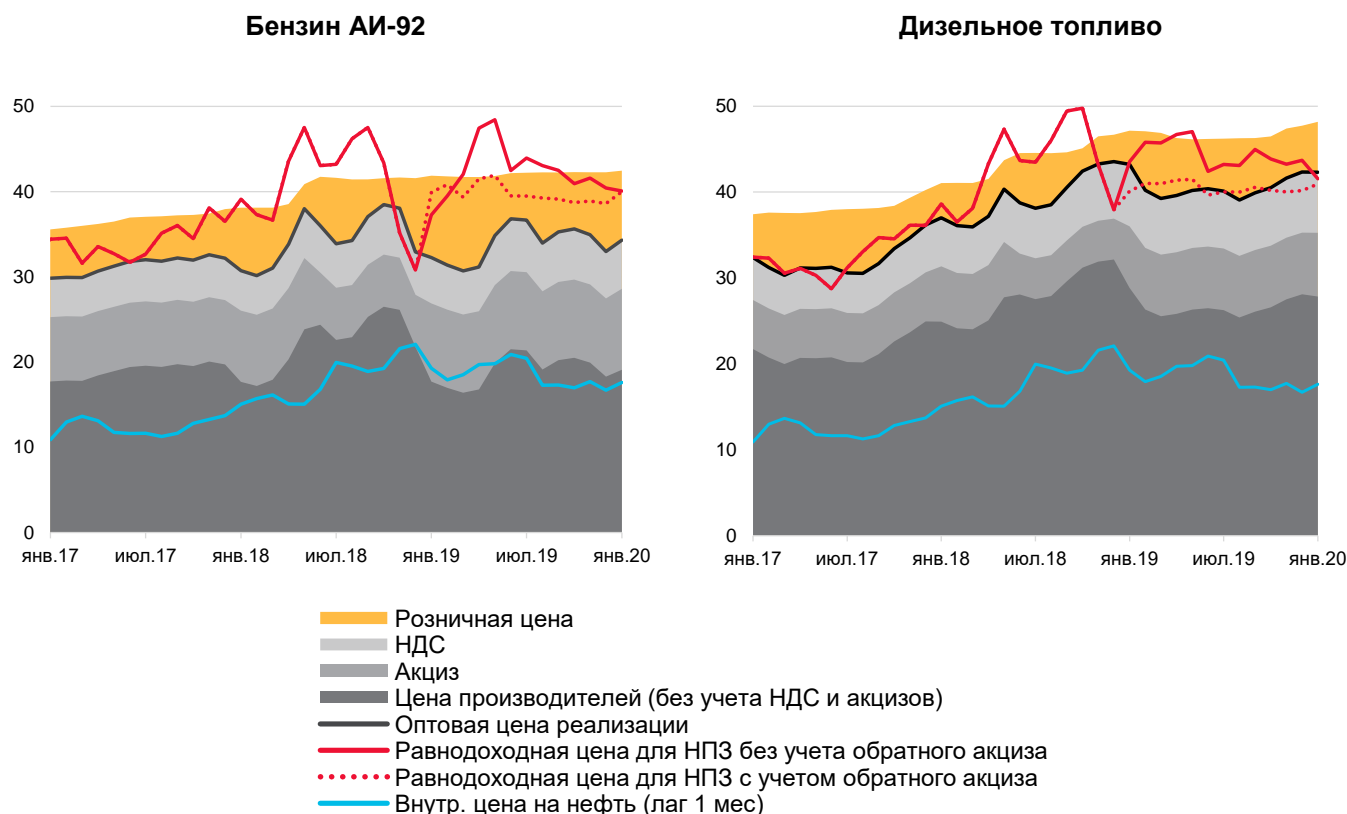
Источники: CEIC, расчеты ДИП.

Наши расчеты показывают, что до начала 2018 г. внутренние оптовые цены в целом обеспечивали схожую с поставками на экспорт рентабельность для нефтепереработчиков (Рисунок 58). Однако резкий рост мировых цен на нефть при одновременном ослаблении рубля в 2018 г. и принятые для стабилизации внутренних цен на нефтепродукты меры разбалансировали ситуацию. В начале 2019 г. начал действовать демпфирующий механизм, параметры которого в тот период еще не были доработаны. Из-за того, что экспортные цены на бензин в начале 2019 г. оказались на низком уровне, демпфирующий механизм сработал в обратную сторону – нефтяные компании были вынуждены заплатить в бюджет. Сложившаяся ситуация стала поводом для корректировок параметров демпфирующего механизма, которые были приняты в середине года: была снижена условная цена отсечения при одновременном повышении компенсационного коэффициента и обнулении компенсационной надбавки.

Текущие параметры демпфирующего механизма предполагают, что в 2020–2024 г. условные значения средних оптовых цен реализации бензина и дизельного топлива будут увеличиваться на 5% ежегодно, а компенсационные коэффициенты будут скорректированы вниз.

³⁷ Налоговый кодекс РФ, ч.2, [ст. 193](#), п. 8 и [ст. 200](#), п. 27.

Рисунок 58. Декомпозиция стоимости отдельных нефтепродуктов, руб./л



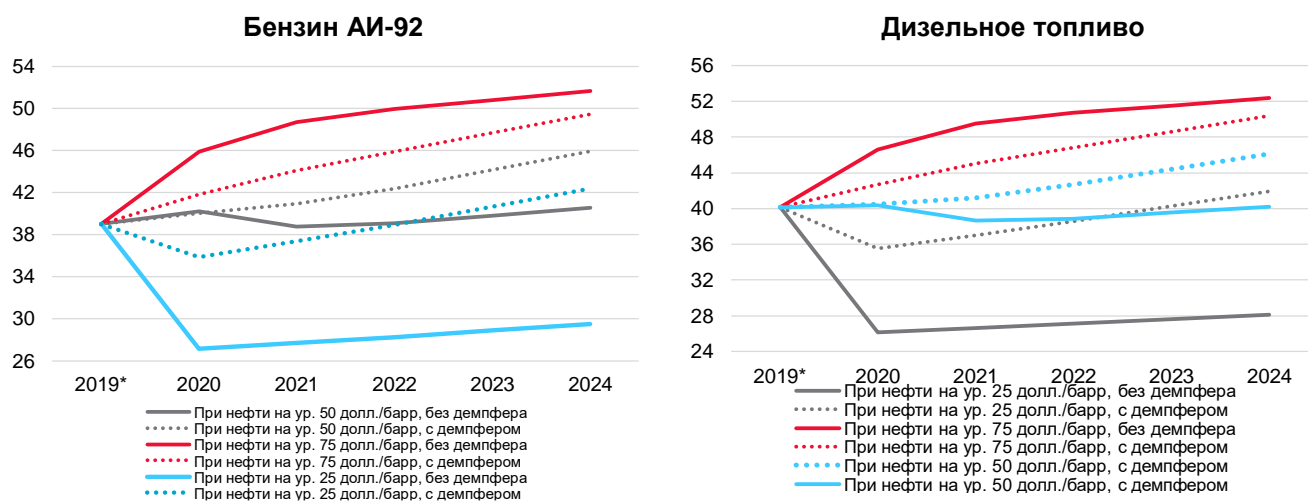
Источники: CEIC, Росстат, расчеты ДИП.

Наши оценки показывают, что настройка параметров демпфера способствует значительному снижению чувствительности внутренних цен на нефтепродукты к изменению мировых цен на нефть в условиях действия бюджетного правила (Рисунок 59). Так, в сценарии с высокой ценой нефти (75 долл./барр.), работа механизма демпфера действительно поможет сдержать рост внутренних оптовых цен на бензин и дизельное топливо в рамках целевого уровня инфляции или ниже. Однако при стабилизации цен на уровне 50 долл./барр. уже в 2021 г. условные значения средних оптовых цен реализации бензина и дизельного топлива, используемые для расчета демпфера, превысят цену экспортной альтернативы, что создаст ситуацию, аналогичную началу 2019 года. В случае стабилизации нефтяных цен на уровне 25 долл./барр. это произойдет уже в 2020 году. Демпфирующий механизм начнет работать в обратную сторону: нефтепереработчикам придется доплачивать часть разницы с условной ценой в бюджет при поставках на внутренний рынок. Таким образом, в периоды высоких цен на нефть бюджет субсидирует внутренних потребителей через компенсационные выплаты нефтепереработчикам³⁸, а в периоды низких цен, наоборот, получает повышенный акциз.

По нашей оценке, нейтральным влияние демпфирующего механизма на цену бензина (дизельного топлива) будет при постепенном повышении цены нефти с 57 (55) долл./барр. в 2020 г. до 71 (69) долл./барр. в 2024 году.

³⁸ В 2019 г. при среднегодовой цене нефти 63,7 долл./барр. суммарные выплаты бюджета по механизму обратного акциза и демпферу составили 424,6 млрд рублей.

Рисунок 59. Прогноз изменения равнодоходной оптовой цены на бензин АИ-92 и дизельное топливо



*Расчет по данным за июль-декабрь.

Источники: ФАС, расчеты ДИП.

В таблицах ниже приведены наши оценки среднегодовых (за 2020–2022 г.) темпов роста равнодоходной экспорту оптовой цены на автомобильный бензин, которая сложится при различных уровнях стоимости нефти и курса (Таблица 1). Без демпфирующего механизма при снижении цены нефти до уровня 20 долл./барр. (и повышении курса доллара США до 75–80 руб.) в 2020 г. равнодоходная оптовая цена на бензин снизится по сравнению со средним уровнем 2019 г. примерно на 46–48%. При дальнейшей стабилизации показателей на тех же уровнях, оптовая цена будет расти на 2,3% ежегодно. С демпфирующим механизмом динамика оптовой цены будет гораздо менее волатильной: в 2020 г. снижение составит около 13–14%, после чего цена будет расти примерно на 4% ежегодно. Фактически при любом сценарии применение демпфирующего механизма обеспечивает снижение волатильности в динамике оптовой равнодоходной цены. В Таблице 1 зеленым отмечен диапазон, при котором темпы роста цен будут оказывать нейтральное воздействие на инфляцию (3–5%). При демпфирующем механизме этот диапазон существенно шире, что говорит в пользу его применения с точки зрения нейтрализации эффекта колебаний мировых цен на нефть на инфляцию в России.

Стоит также отметить, что демпфирующий механизм сглаживает динамику дополнительных (или выпадающих) нефтегазовых доходов бюджета. Так, при высокой цене нефти на мировом рынке дополнительные нефтегазовые доходы растут, однако государство выплачивает нефтеперерабатывающим компаниям компенсацию по демпферу, что уменьшает дополнительные нефтегазовые доходы. При низкой цене нефти ситуация обратная: дополнительные нефтегазовые доходы снижаются, однако частично это снижение компенсируется за счет демпфирующей компоненты, которая поступает в бюджет от нефтепереработчиков.

Таблица 1. Среднегодовой прирост равнодоходной экспорту внутренней оптовой цены на бензин марки АИ-92 за 2020–2022 годы, %

		Без демпфирующего механизма									
		Курс доллара США к рублю									
		50	55	60	65	70	75	80	85	90	
Стоимость Urals (долл. за барр.)	20	-17,0	-16,4	-15,9	-15,4	-14,9	-14,4	-13,8	-13,3	-12,8	
	25	-15,5	-14,8	-14,2	-13,5	-12,8	-12,1	-11,4	-10,7	-10,1	
	30	-14,0	-13,2	-12,4	-11,5	-10,7	-9,8	-9,0	-8,2	-7,3	
	35	-12,5	-11,5	-10,5	-9,6	-8,6	-7,6	-6,6	-5,6	-4,6	
	40	-11,0	-9,9	-8,7	-7,6	-6,4	-5,3	-4,1	-2,9	-1,8	
	45	-9,5	-8,2	-6,9	-5,6	-4,3	-3,0	-1,7	-0,3	1,0	
	50	-8,0	-6,5	-5,1	-3,6	-2,1	-0,7	0,8	2,3	3,8	
	55	-6,5	-4,8	-3,2	-1,6	0,0	1,7	3,3	4,9	6,6	
	60	-4,9	-3,2	-1,4	0,4	2,2	4,0	5,8	7,5	9,3	
	65	-3,4	-1,5	0,5	2,4	4,3	6,3	8,2	10,2	12,1	
Стоимость Urals (долл. за барр.)	70	-1,9	0,2	2,3	4,4	6,5	8,6	10,7	12,8	14,9	
	75	-0,3	1,9	4,2	6,4	8,7	10,9	13,2	15,5	17,7	
	80	1,2	3,6	6,0	8,4	10,8	13,3	15,7	18,1	20,5	
			С демпфирующим механизмом								
			Курс доллара США к рублю								
			50	55	60	65	70	75	80	85	90
Стоимость Urals (долл. за барр.)	20	-2,6	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-1,7	-1,5	-1,3	-1,2	
	25	-2,1	-1,9	-1,6	-1,4	-1,2	-1,0	-0,7	-0,5	-0,3	
	30	-1,6	-1,3	-1,0	-0,8	-0,5	-0,2	0,1	0,3	0,6	
	35	-1,1	-0,8	-0,4	-0,1	0,2	0,5	0,9	1,2	1,5	
	40	-0,6	-0,2	0,2	0,5	0,9	1,3	1,7	2,1	2,4	
	45	-0,1	0,3	0,8	1,2	1,6	2,0	2,5	2,9	3,3	
	50	0,4	0,9	1,4	1,8	2,3	2,8	3,3	3,8	4,3	
	55	0,9	1,4	2,0	2,5	3,0	3,6	4,1	4,6	5,2	
	60	1,4	2,0	2,6	3,2	3,7	4,3	4,9	5,5	6,1	
	65	1,9	2,5	3,2	3,8	4,4	5,1	5,7	6,4	7,0	
Стоимость Urals (долл. за барр.)	70	2,4	3,1	3,8	4,5	5,2	5,8	6,5	7,2	7,9	
	75	2,9	3,7	4,4	5,1	5,9	6,6	7,4	8,1	8,9	
	80	3,4	4,2	5,0	5,8	6,6	7,4	8,2	9,0	9,8	

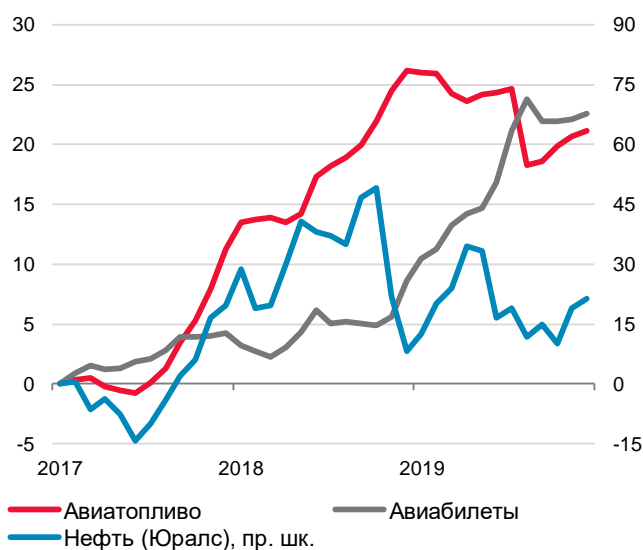
Источник: расчеты ДИП.

Авиакеросин

В отношении авиакеросина также применяется демпфирующий механизм. Он заработал в августе 2019 года. Его основная цель состояла в стабилизации цен на авиационное топливо и авиабилеты, существенный рост которых стал следствием динамики мировых цен на нефть (Рисунок 60).

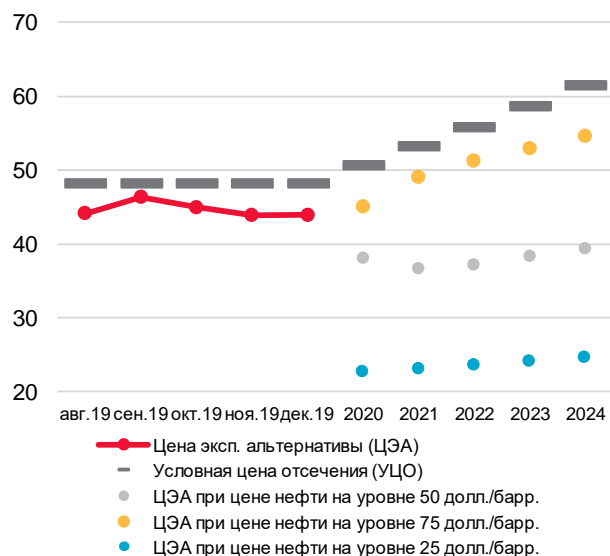
Демпфирующий механизм в отношении авиакеросина в целом строится по аналогии с механизмами, применяемыми в отношении бензина и дизельного топлива, но с некоторыми изменениями, которые делают его работу асимметричной: он будет сдерживать рост внутренних цен при повышении мировых цен на нефть, но не будет препятствовать их уменьшению или стабилизации при снижении мировых цен на нефть.

Рисунок 60. Прирост цен, %, сезонность устранена (январь 2017 г. = 0)



Источники: Росстат, Росавиация, расчеты ДИП.

Рисунок 61. Цены на авиакеросин, тыс. руб./т



Источники: Росстат, Росавиация, расчеты ДИП.

Действующие параметры демпфирующего механизма не позволили авиакомпаниям получить возвратный акциз: цена экспортной альтернативы на авиатопливо держалась существенно ниже принятой для расчета условной цены отсечения (Рисунок 61). По нашим расчетам, даже если цена нефти повысится до 75 долл./барр., уровень цены экспортной альтернативы будет оставаться ниже уровня условной цены отсечения.

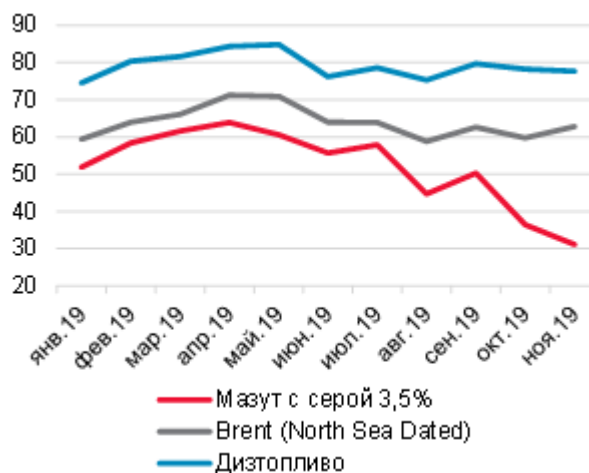
Мазут

В ближайшее время определять динамику цен на мазут будут, *во-первых*, вступившие в силу с января текущего года международные ограничения (ИМО 2020) и, *во-вторых*, введение с 1 апреля акциза на мазут.

Новый жесткий регламент Международной морской организации ООН (ИМО) ограничивает использование на мировом рынке судового топлива с содержанием серы выше 0,5%. Ранее этот показатель мог достигать до 3,5%.

Изменение должно заметно отразиться на российском рынке нефтепереработки, поскольку в России производство мазута составляет более половины от общего объема выпуска темных нефтепродуктов. Чтобы убрать серу из темных нефтепродуктов, на НПЗ должна быть установка гидрокрекинга или гидроочистки вакуумных газойлей, однако общая мощность таких установок в России составляет 17,5 млн тонн при объеме первичной переработки более 270 млн тонн в год и выпуске мазута около 50 млн тонн.

Рисунок 62. Динамика цены на мазут с содержанием серы 3,5% в 2019 г., долл./барр.



Источник: международное ценовое агентство Argus.

Это означает, что большей части российских НПЗ придется продолжить выпуск высокосернистого мазута, хотя цены на него заметно снизились (Рисунок 62). Вместе с тем некоторые компании уже заявили о планируемом сокращении выпуска (по данным «Коммерсанта»³⁹, ЛУКОЙЛ в 2020 г. может сократить выпуск мазута в РФ на четверть, а на своих зарубежных НПЗ – вдвое; «Газпром нефть» собирается прекратить выпуск мазута к 2024 г.).

По оценке отраслевых специалистов, объем сформировавшихся запасов высокосернистого мазута, применение которого стало невозможно для большинства судов в связи с введением ИМО 2020, примерно вдвое превышает потребление топочного мазута в России, что может обеспечить условия для падения цен на сернистое котельное топливо. Значительные объемы мазута в качестве основного или резервного топлива потребляют энергетические компании, промышленные предприятия и жилищно-коммунальное хозяйство.

Обратное влияние будет оказывать введение акциза на мазут. С 1 апреля 2020 г. все темные нефтепродукты, которые до этого не признавались подакцизными товарами, включая мазут, стали признаваться подакцизными и относиться к «средним дистиллятам». Данная мера принята для предотвращения оборота суррогатов средних дистиллятов под видом мазута и вакуумного газойля.

Согласно Налоговому кодексу РФ⁴⁰, ставка акциза, применяемого для средних дистиллятов (Асдл), с 1 апреля 2020 г. определяется по формуле:

$$\text{Асдл} = (\text{Адт} + 750) - \text{Ддт} \times \text{Кдт_комп},$$

где **Адт** – ставка акциза, установленная для налогового периода в отношении дизельного топлива;

³⁹ Коммерсантъ. «50 оттенков серы». 29.11.2019.

⁴⁰ Налоговый кодекс РФ, ч.2, ст. 193, п. 9.1.

$Ддт = Ц_{дТэксп} - Ц_{дТвр}$ ($Ц_{дТэксп}$ – средняя цена экспортной альтернативы для дизельного топлива класса 5; $Ц_{дТвр}$ – условное значение средней оптовой цены реализации дизельного топлива класса 5 на территории Российской Федерации). При этом если значение $Ддт$ окажется больше нуля, то $Ддт$ принимается равным нулю;

$К_{дт_комп} = 0,65$ начиная с 1 января 2020 года.

Величина акциза в 2020 г. для дизельного топлива составляет 8835 руб. за тонну. Учитывая, что во второй половине марта биржевая цена мазута на Санкт-Петербургской международной товарно-сырьевой бирже колебалась в диапазоне 5-6 тыс. руб. за тонну, введение акциза может значительно изменить уровень цен на этот вид топливо. По мнению Российского союза промышленников и предпринимателей, это особенно скажется на деятельности промышленных компаний, работающих в условиях Севера, которые используют мазут на технологическом оборудовании в качестве основного топлива.

Таким образом, с одной стороны, введение акциза может повысить стоимость мазута внутри страны, но, с другой стороны, появление экспортного барьера должно создать существенный приток объемов топлива, что будет тянуть цены вниз.

ПАРАМЕТРЫ ДЕМПФИРУЮЩЕГО МЕХАНИЗМА⁴¹

Демпфирующий механизм применяется в отношении автомобильного бензина, дизельного топлива и авиационного керосина.

Размер компенсации на 1 тонну определяется как разность цены экспортной альтернативы ($Ц_{эксп}$) и условного значения средней оптовой цены реализации ($Ц_{вр}$), умноженная на величину компенсационного коэффициента ($К_{комп}$):

$$\text{Компенсация на 1 тонну} = (Ц_{эксп} - Ц_{вр}) \times К_{комп}$$

	$Ц_{вр}$	$К_{комп}$
Автомобильный бензин		
Январь–июнь 2019	56 000	0,6
Июль–декабрь 2019	51 000	0,75
2020	53 600	0,68
2021	56 300	0,68
2022	59 000	0,68
2023	62 000	0,68
2024	65 000	0,68
Дизельное топливо		
Январь–июнь 2019	50 000	0,6
Июль–декабрь 2019	46 000	0,7
2020	48 300	0,65
2021	50 700	0,65
2022	53 250	0,65
2023	56 000	0,65
2024	58 700	0,65

⁴¹ На основе Налогового кодекса РФ, ч.2, ст. 200, п. 21 и п. 27.

Авиационный керосин		
Июль–декабрь 2019	48 300	0,6
2020	50 700	0,7
2021	53 250	0,65
2022	55 900	0,65
2023	58 700	0,65
2024	61 600	0,65

При этом цена экспортной альтернативы определяется следующим образом:

Для автомобильного бензина и дизельного топлива:

$$Ц_{\text{эксп}} = ((C_{\text{РТ}} - T_{\text{М}} - \text{ЭП}) \times P + A) \times (1 + C_{\text{ндс}}),$$

где $C_{\text{РТ}}$ – средняя (среднеарифметическое значение за все дни торгов) за налоговый период цена на роттердамском рынке нефтяного сырья в долларах США за 1 тонну;

$T_{\text{М}}$ – средние за налоговый период затраты на транспортировку морем и перевалку в портах 1 тонны из морских портов Российской Федерации, расположенных в Северо-Западном федеральном округе, до роттердамского рынка нефтяного сырья в долларах США за 1 тонну;

ЭП – ставка вывозной таможенной пошлины, в долларах США за 1 тонну;

P – среднее значение курса доллара США к рублю;

A – ставка акциза;

$C_{\text{ндс}}$ – ставка налога на добавленную стоимость.

Для авиакеросина из расчета исключается ставка акциза (A):

$$Ц_{\text{эксп}} = (C_{\text{РТ}} - T_{\text{М}} - \text{ЭП}) \times P \times (1 + C_{\text{ндс}}).$$

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Татьяна Кузьмина

Екатерина Петренева

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева