



Банк России



## О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ОКТАБРЬ 2021

## СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Инфляция</b>	<b>5</b>
1.1. Инфляционное давление остается повышенным	6
1.2. Повышение сырьевых котировок усилило рост цен производителей	9
1.3. Инфляционные ожидания предприятий снижаются, но пока остаются повышенными	11
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>12</b>
2.1. Замедление роста спроса и усиление проблем на стороне предложения	13
2.2. Временное снижение промышленного производства	16
2.3. Неоднородная динамика основных сегментов кредитования в августе	18
<b>3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>22</b>
3.1. Рост инфляционных рисков заставляет регуляторов действовать	22
3.2. На глобальных финансовых рынках снизился аппетит к риску	28
3.3. Нехватка предложения вызвала рост цен энергетических товаров	30
<b>В ФОКУСЕ. Проинфляционные риски со стороны рынка труда пока умеренные</b>	<b>33</b>

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 06.10.2021.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.  
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу [dip1@cbr.ru](mailto:dip1@cbr.ru).

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

## Краткое содержание

### ИТОГИ

- В августе – сентябре рост российской экономики замедлился из-за действия ряда внешних и внутренних факторов, не связанных с денежно-кредитной политикой Банка России (ДКП). При этом кредит продолжил вносить существенный вклад в увеличение потребительского и агрегированного спроса в экономике. Высокий финансовый результат в корпоративном секторе и продолжающийся ускоренный рост заработных плат указывают на хорошие перспективы дальнейшего экономического роста и расширения кредитования. Вместе с тем, увеличились недельные и месячные темпы роста потребительских цен с поправкой на сезонные факторы, а инфляция превысила 7%. Проводимая денежно-кредитная политика ослабляет действие устойчивых факторов роста цен. Однако в сложившейся макроэкономической ситуации влияние этих факторов будет ослабевать постепенно в условиях повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса.
  - Во второй половине августа и сентябре недельные и месячные темпы роста потребительских цен с поправкой на сезонное удешевление овощей и фруктов существенно повысились. Несмотря на постепенное снижение, инфляционные ожидания населения и бизнеса все еще высоки. Таким образом, сохраняются риски усиления вторичных проинфляционных эффектов от роста цен.
  - В июле – августе рост российской экономики замедлился из-за действия преимущественно внешних и внутренних факторов на стороне предложения. Усиление международных логистических проблем, в том числе из-за ограничительных мер, связанных с коронавирусом, привело к новым задержкам в поставках. Это негативно сказалось не только на внешнеторговом секторе, но и на внутренних производителях (в частности, автомобилестроителях). Сельское хозяйство и переработчики сельхозпродукции пострадали от снижения урожая ряда культур из-за погодных условий. Кроме того, в условиях низкой безработицы нехватка работников из-за недостаточного количества трудовых мигрантов и межотраслевого перетока рабочей силы сдерживает рост в строительстве, сельском хозяйстве и ряде других отраслей.
  - Вместе с тем денежно-кредитные условия остаются мягкими. Кредитная активность продолжает быстро расширяться, хотя в некоторых сегментах наметились признаки замедления роста. Пока обозначились лишь признаки восстановления депозитной активности населения в ответ на увеличение ставок по банковским вкладам. На фоне опережающего увеличения спроса на труд сохраняются высокие темпы роста заработных плат. Это существенно подпитывает рост внутреннего спроса в условиях запаздывающего расширения предложения товаров и услуг.
  - Российский рынок акций в сентябре вновь обновил рекордные уровни, подпиты-

вая оптимизм публичных компаний и инвесторов. На долговом рынке повысились доходности облигаций в унисон с другими странами с формирующимися рынками, что отражает подготовку инвесторов к предстоящему сворачиванию мер количественного смягчения ФРС.

### **В ФОКУСЕ. Проинфляционные риски со стороны рынка труда пока умеренные**

- Рост реальных заработных плат с начала 2019 года опережает увеличение производительности труда. Впрочем, компании имели финансовые ресурсы для повышения зарплат: рост выручки и чистого финансового результата в целом по экономике и в большинстве отраслей значительно опередил рост фонда оплаты труда.
- Ожидаемое замедление темпов роста цен и спроса в экономике стабилизирует рынок труда и ограничит связанные с ним проинфляционные риски.
- Однако риски устойчивого повышения инфляционного давления со стороны рынка труда все же могут реализоваться, если текущий дефицит кадров в отдельных отраслях распространится на более широкий круг отраслей. Вероятность реализации инфляционных рисков увеличивается в условиях повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

## 1. Инфляция

Во второй половине августа и сентябре годовая инфляция повышалась. За этим стоит как эффект низкой базы (то есть низкие темпы прироста цен за аналогичный период прошлого года), так и усиление инфляционного давления в потребительском секторе. Последнее, в частности, выражается в повышенной относительно привычной сезонности динамике потребительских цен, в том числе показателей устойчивой динамики цен, не подверженных сезонным колебаниям. Примерами таких показателей являются медианный рост цен, рост цен (за исключением волатильных компонент) и трендовая инфляция.

Анализ показывает, что за повышением инфляционного давления вероятно стоит перенос возросших оптовых цен на потребительские товары в розничные при постепенном закрытии разрыва в их сравнительной динамике. Разовые проинфляционные факторы, в том числе на рынке плодоовощной продукции и авторынке, также сыграли свою роль.

В дальнейшей динамике инфляции и принятии решений по денежно-кредитной политике определяющую роль играют *вторичные эффекты* от роста цен, то есть то, в какой мере рост цен влияет на инфляционные ожидания и через них меняет поведение экономических агентов в отношении потребления, сбережений, заимствований, готовности сократить спрос в ответ на рост цен, требовать или соглашаться с требованиями индексации заработной платы для «компенсации роста цен» и так далее.

По мере трансмиссии принимаемых решений по ДКП в российской экономике уже наметились тенденции, которые ведут к сокращению вторичных эффектов и уменьшению инфляционного давления. Так, по опросам бизнеса снижаются текущие темпы роста закупочных и отпускных цен. Постепенно уменьшаются инфляционные ожидания населения и бизнеса, замедлился рост в отдельных сегментах розничного кредитования, начался рост срочных рублевых вкладов населения. Пока данные тенденции проявились недостаточно сильно, чтобы значительно охладить текущий рост потребительских цен. Поэтому необходимо, чтобы в предстоящие месяцы они получили дальнейшее развитие.

Также принципиально важно, чтобы рост заработных плат в экономике соответствовал росту производительности труда. Сложившийся дефицит кадров во многих отраслях может привести к возникновению инфляционной спирали «рост цен – рост зарплат – рост цен» и так далее. Тем не происходящее замедление роста российской экономики до устойчивых темпов должно снизить давление на рынок труда и обеспечить сбалансированный рост как объемов выпуска продукции, так и вознаграждения за труд.

По нашим расчетам, дезинфляционные тенденции и эффекты от повышения ключевой ставки будут постепенно нарастать по мере передачи сигнала по процентному, кредитно-депозитному и другим каналам трансмиссионного механизма. Это обеспечит замедление годовой инфляции в России до 4–4,5% в 2022 году.

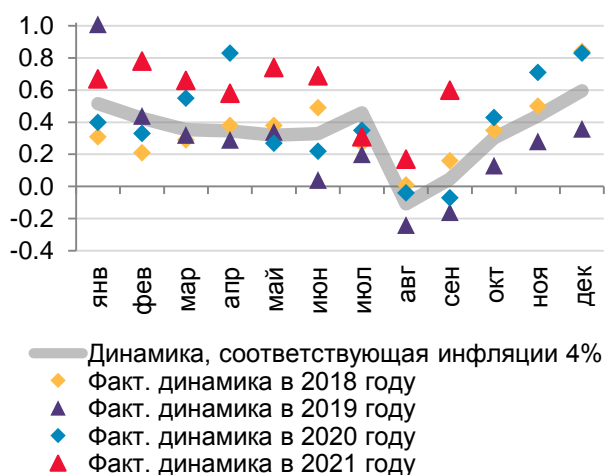
## 1.1. Инфляционное давление остается повышенным

- Годовая инфляция в сентябре повысилась до 7,40%. При этом месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонные факторы значительно превысил уровень, согласующийся с возвращением годовой инфляции к 4%.
- Это прежде всего было вызвано влиянием отдельных временных проинфляционных факторов в продовольственном сегменте, в то время как влияние устойчивых факторов не демонстрирует снижения, в том числе из-за роста издержек производителей.
- Ужесточению денежно-кредитной политики только предстоит в полной мере повлиять на динамику цен. Мы ожидаем, что формирование дезинфляционных тенденций в ближайшие кварталы приведет к замедлению инфляции до 4,0–4,5% в 2022 году.

В сентябре *потребительские цены (без поправки на сезонность)* выросли на 0,60% м/м (после 0,17% м/м в августе), что заметно выше сезонной нормы и траектории, соответствующей 4%-ной инфляции (Рисунок 1). С учетом ухода из расчета низкого значения сентября прошлого года, *годовая инфляция* достигла пятилетнего максимума, и составила 7,40% после 6,68% в августе 2021 года (Рисунок 2).

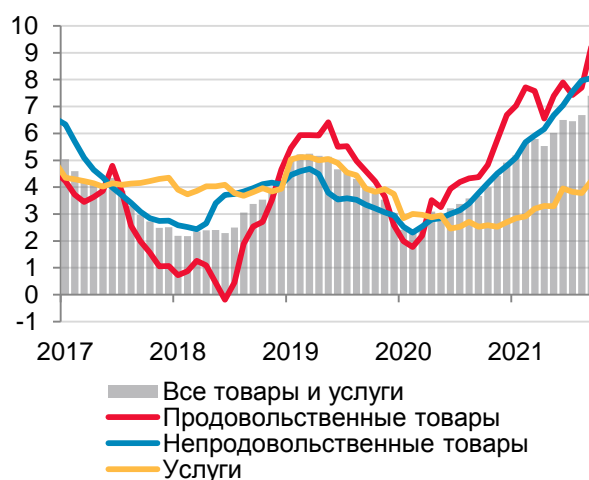
Рост потребительских цен с *устранением сезонного фактора* в сентябре ускорился до 11,34% м/м SAAR<sup>1</sup>, оказавшись заметно выше значений, которые наблюдались в предыдущие месяцы текущего года (Рисунок 3). Основной причиной ускорения сезонно сглаженного роста цен стало гораздо более слабое, чем предполагает сезонность, удешевление плодоовощной продукции, что связано со снижением урожая. Усилилось давление со стороны издержек производителей в продовольственном сегменте и продолжающегося расширения потребительского спроса, поддерживаемого разовыми социальными выплатами и подогреваемого повышенными инфляционными ожиданиями.

Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Инфляция и ее компоненты, % г/г



Источник: Росстат.

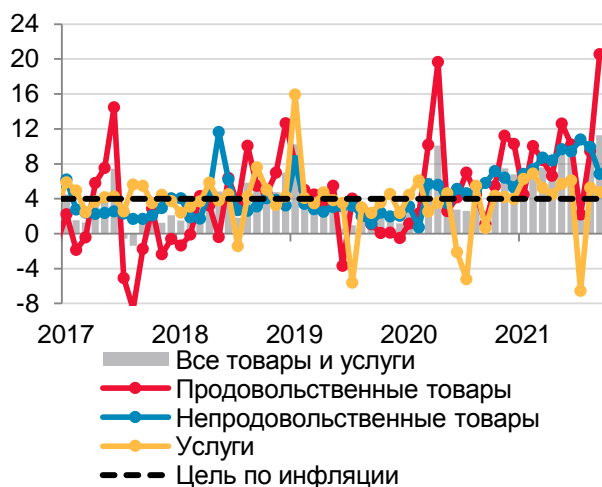
<sup>1</sup> SAAR (Seasonally Adjusted Annualized Rate) – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

Месячный рост потребительских цен с устранением сезонности в *продовольственном сегменте* в сентябре составил 20,57% м/м SAAR (Рисунок 3). На динамику цен на продукты питания влияли факторы как временного, так и устойчивого характера. Заметную роль в ускорении роста цен сыграла динамика стоимости плодоовощной продукции. Ее удешевление в сентябре оказалось значительно меньше, чем предполагает сезонность, из-за снижения урожая отдельных культур и роста издержек на транспортировку овощей и фруктов внутри страны.

Рост цен на продовольствие без учета плодоовощной продукции в сентябре тоже ускорился. Этому способствовал перенос в цены увеличившихся издержек производителей весомых категорий с высокой долей в потребительской корзине: мяса и мясопродуктов, молокопродуктов, продукции из зерна, яиц. Рост себестоимости, о котором ранее сообщали производители, постепенно отражается на розничных ценах на продукцию и, вероятно, продолжится в ближайшие месяцы.

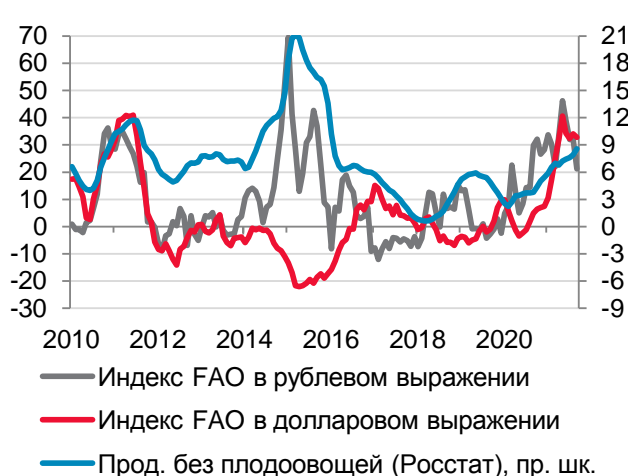
Ситуация на мировых продовольственных рынках пока продолжает оказывать давление на внутренние цены и, как следствие, сдерживает нормализацию динамики продовольственных цен внутри страны. [Данные ФАО](#) указывают на продолжение роста мировых цен на продовольствие в сентябре по широкому кругу товаров (Рисунок 4).

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, ФАО, расчеты ДИП.

Инфляционное давление в *непродовольственном сегменте* остается повышенным. В сентябре рост цен составил 6,85% м/м SAAR (Рисунок 3). Рост издержек, возникающий из-за ограничений на стороне предложения, быстро переключается в потребительские цены благодаря расширению потребительской активности на фоне увеличения трудовых доходов и остающихся повышенными темпов роста кредитования.

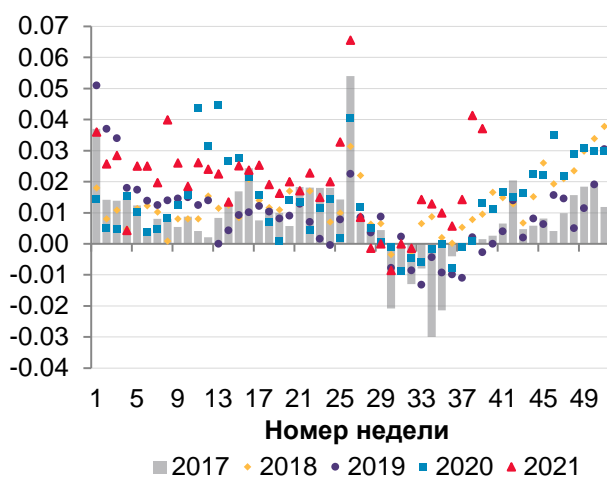
Внутри категории динамика остается неоднородной. Нормализация ситуации на мировых рынках пиломатериалов после бурного роста цен, начавшегося еще в 2020 году, привела к началу снижения цен на строительные материалы. Однако на фоне расширения спроса дополнительный толчок росту цен на непродовольственные товары в

сентябре придали цены на одежду, текстильные изделия и обувь. Повышенный рост цен относительно 4% в пересчете на год сохраняется по широкому кругу категорий: легковые автомобили, телерадио- и электротовары, мебель.

В секторе услуг цены выросли на 4,76% м/м SAAR (Рисунок 3). Общий рост цен поддерживало продолжающееся второй месяц подряд ускорение темпов удорожания некоторых рыночных услуг (бытовых и медицинских), а также значительное повышение стоимости образовательных услуг в начале нового учебного года. Вместе с этим на фоне завершения сезона отпусков и ослабления сезонного спроса снизились цены на услуги пассажирского транспорта и внутреннего туризма.

Оперативные данные Росстата указывают на то, что в начале октября рост цен оставался повышенным. За первые четыре дня октября цены выросли составил 0,15%. Среднесуточный рост цен продолжил существенно превышать уровень аналогичных недель прошлых лет (Рисунок 5).

Рисунок 5. Среднесуточный прирост цен, %



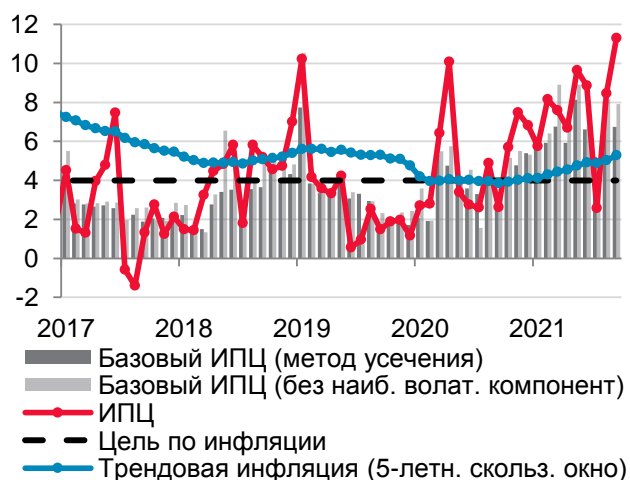
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Аналитические показатели ценовой динамики (Рисунок 6, Рисунок 7) указывают на то, что вклад устойчивых компонент в повышенное инфляционное давление остается значительным. Трендовая инфляция вместе с медианным ростом цен продолжили увеличиваться в сентябре. В свою очередь среднее значение модифицированных показателей базовой инфляции несколько снизилось (на 0,8 п.п.) по сравнению с августом, но по-прежнему осталось на повышенном уровне (более 7% м/м SAAR).

Ужесточение ДКП только начинает проявляться в динамике инфляционных ожиданий населения, сберегательной активности и динамике кредитования. Пока это не оказывает значимого влияния на динамику цен, и дезинфляционному тренду только предстоит сформироваться по мере того, как эффект от уже принятых и будущих решений по ДКП проявится в полной мере. Это обеспечит замедление годовой инфляции в России до 4,0–4,5% в 2022 году.

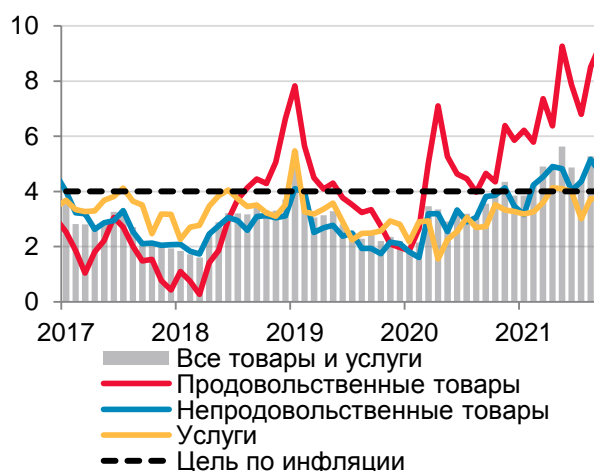


**Рисунок 6. Модифицированные показатели базовой инфляции и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 7. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, % м/м SAAR**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 1.2. Повышение сырьевых котировок усилило рост цен производителей

- Годовой рост цен производителей промышленных товаров в августе ускорился до 28,6 с 28,1% в июле (Рисунок 8). В значительной степени данное ускорение объясняется текущей динамикой сырьевых цен в сочетании с низкой базой 2020 года (Рисунок 9).
- Инфляционное давление со стороны цен производителей в других отраслях показывает признаки снижения (за исключением сегмента инвестиционных товаров). Однако это снижение пока носит неустойчивый характер и в значительной степени определяется конъюнктурой мировых товарных рынков.
- В металлургическом производстве замедление годового роста индекс цен производителей (ИЦП) объясняется снижением цен на металлопродукцию и железную руду на мировом рынке. Прежде всего оно вызвано ограничениями властей Китая на производство и экспорт стали. Кроме того, сыграло свою роль введение с 1 августа экспортных пошлин на металл со стороны российских властей, [охладившее внутренние цены на сырье для металлургов](#).
- Сохраняется давление со стороны издержек производителей на потребительские цены в продовольственном сегменте. Рост ИЦП пищевых продуктов еще несколько ускорился в августе – до 15,7% г/г с 15,4% г/г в июле.
- Годовой рост цен производителей потребительских товаров, вероятно, прошел локальный пик (Рисунок 11) и в ближайшие месяцы будет замедляться. Однако с учетом сохраняющегося влияния проинфляционных факторов на стороне предложения масштаб ожидаемого замедления может оказаться умеренным.

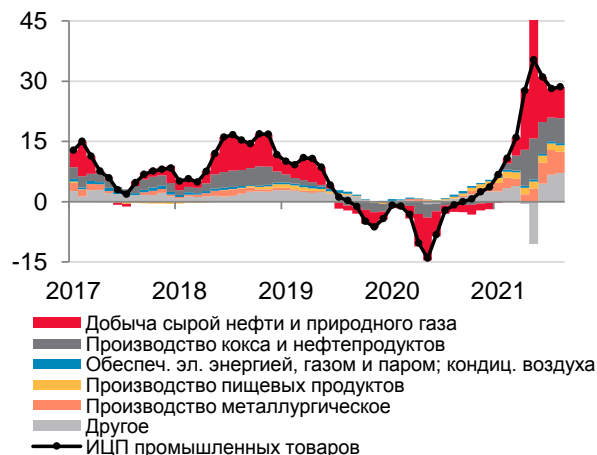
- При этом значительный разрыв в годовой динамике цен производителей потребительских товаров и розничных цен на эти товары сохраняется. Это будет препятствовать замедлению роста потребительских цен в ближайшие месяцы.

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



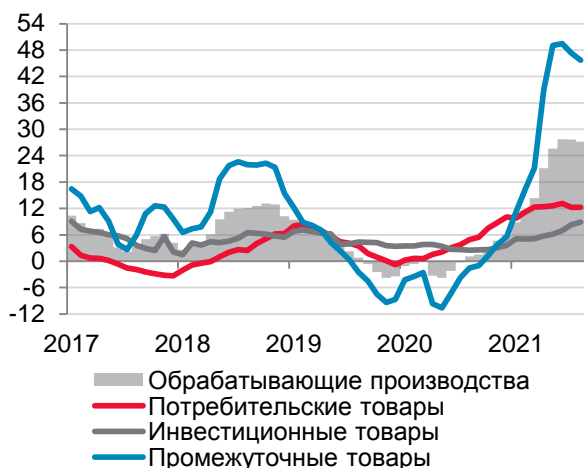
Источник: Росстат.

**Рисунок 9. Вклад топ-5 отраслей в рост цен производителей, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 10. Динамика цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, % г/г<sup>2</sup>**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 11. Динамика цен на отдельные сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, % г/г<sup>3</sup>**



Примечание. Источники: Росстат, расчеты ДИП.

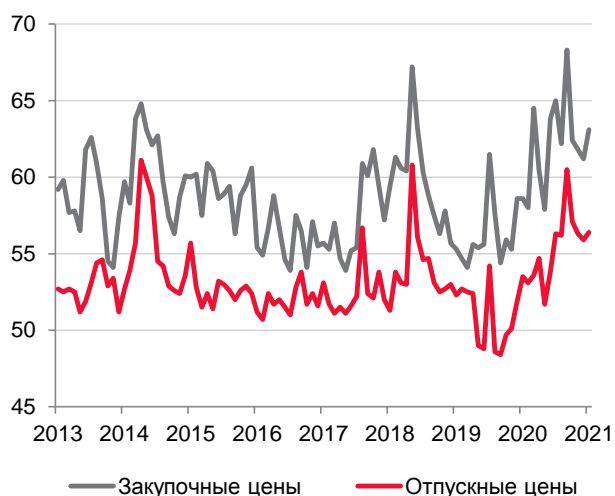
<sup>2</sup> Расчет цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, ориентированных на производство потребительских, инвестиционных и промежуточных товаров, выполнен с использованием структуры весов для расчета ИЦП промышленных товаров по ВЭД в соответствии с ОКВЭД2. Вес потребительских, инвестиционных и промежуточных товаров в ИЦП промышленных товаров для 2021 года составляет 15,0; 19,2 и 33,2% соответственно.

<sup>3</sup> В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай и кофе, одежда, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 30% от потребительской корзины. Динамика цен производителей, согласно методологии Росстата, рассчитывается без учета НДС. Таким образом, влияние от повышения НДС в январе 2019 года на динамику цен производителей не учитывается.

### 1.3. Инфляционные ожидания предприятий снижаются, но пока остаются повышенными

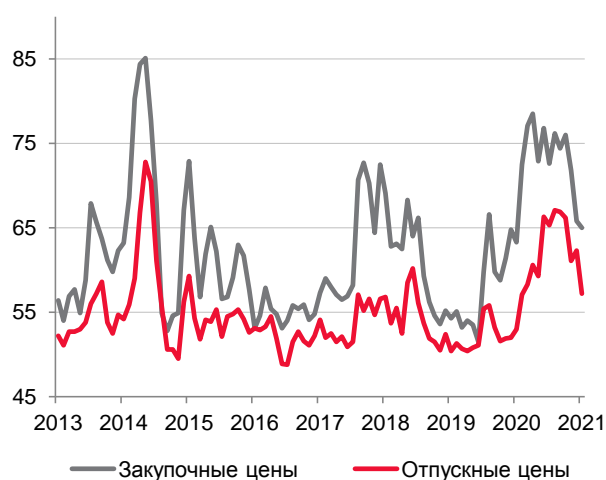
- Рост цен в обрабатывающих отраслях в целом постепенно замедляется, хотя и остается на повышенном уровне. На это указывают динамика ценовых индексов PMI в обработке в сентябре (Рисунок 13). В сфере услуг ценовые индексы немного выросли по мере оживления активности.
- Несмотря на ускорение роста потребительских цен в сентябре, начинают проявляться первые признаки разворота в динамике инфляционных ожиданий предприятий. В сентябре снизились балансы ответов респондентов об ожидаемом росте цен как в конъюнктурном опросе промышленности ИЭП (Рисунок 14), так и опросе предприятий Банка России (Рисунок 15). Впрочем, инфляционные ожидания предприятий пока остаются на повышенном уровне.
- Проводимая денежно-кредитная политика с присущими ей лагами замедлит рост конечного спроса и цен, ограничивая вторичные эффекты от их повышенного роста и снижая инфляционные ожидания.

Рисунок 12. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 13. Ценовые индексы PMI в обрабатывающих отраслях, пунктов



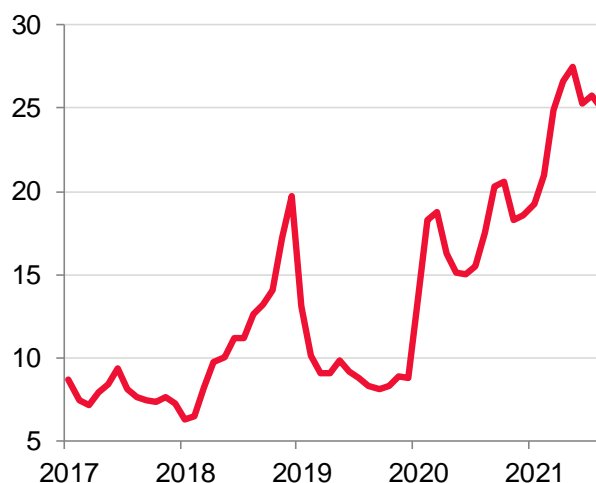
Источник: IHS Markit.

**Рисунок 14. Балансы ожидаемых изменений отпускных цен, очищенные от сезонности, 1993–2021 годы**



Источник: ИЭП.

**Рисунок 15. Ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед, баланс ответов, %**



Источник: [Банк России](#).

## 2. Экономическая динамика

Макроэкономическая статистика, опережающие и опросные показатели экономической активности за август – сентябрь были неоднородными и неоднозначными. Тем не менее в совокупности они дают основания утверждать, что экономический рост в III квартале продолжился, но более медленными темпами.

Косвенно о продолжении экономического роста, в том числе в ближайшей перспективе указывает высокий уровень оптимизма в ответах бизнес-респондентов. Кроме того, на фоне энергетического кризиса в Европе и Китая сложилась благоприятная конъюнктура для экспорта российских энергоносителей и энергоемких товаров. О высоком внутреннем спросе свидетельствует дальнейшее быстрое расширение кредитной активности как в розничном, так и в корпоративном сегменте, в том числе в сегменте МСП.

Высокая неоднородность макроэкономических показателей отражает неравномерную подстройку разных секторов экономики к постковидному равновесию после завершения восстановительной фазы роста. Такая неравномерность становится более заметной при более низких общеэкономических темпах роста.

Также отметим усиление сдерживающих производство перебоев с поставками, в частности полупроводников и использующих их комплектующих. Такие перебои уже привели к существенному снижению производства легковых и грузовых автомобилей в августе, несмотря на сохраняющийся высокий спрос.

Кроме внешних факторов замедление темпов роста связано с окончанием фазы экономического восстановления. Отметим, что для снижения инфляции необходимо избегать перегрева экономики.

## 2.1. Замедление роста спроса и усиление проблем на стороне предложения

- Расширение экономической активности в III квартале замедлилось при неравномерной динамике различных компонент совокупного спроса и усилении ограничений на стороне предложения – как разовых, так и устойчивых.
- Потребительский спрос рос повышенными темпами на протяжении всего квартала. Усиление эффекта ужесточения ДКП приведет к постепенному замедлению расширения потребительской активности.
- В III квартале наблюдалось охлаждение инвестиционной активности после резкого усиления в II квартале до уровня, значительно превысившего докоронавирусный.

Рост экономики в III квартале замедлился как в годовом, так и в квартальном выражении после окончания фазы активного восстановления. На это указывают динамика индекса базовых отраслей (Рисунок 16, Рисунок 17) за июль – август и совокупность изменений различных оперативных индикаторов за сентябрь.

Снижение темпа роста экономики может оказаться более значительным в основном из-за влияния факторов на стороне предложения: как разовых, так и устойчивых. Так, добыча полезных ископаемых в августе снижалась из-за временных проблем на стороне предложения, но в ближайшие месяцы должна повыситься (см. подраздел 2.2 «Временное снижение промышленного производства»). В обработке значительная часть снижения производства объясняется нехваткой компонент для производства автомобилей. При этом сентябрьский опрос PMI указывает на признаки небольшого роста спроса и производства в обрабатывающих отраслях после снижения в июле – августе. Перешли к росту деловая активность и спрос в секторе услуг (Рисунок 18)

В августе наблюдалось сильное снижение выпуска в сельском хозяйстве из-за более позднего старта уборочных работ (вызвавшего смещение сезонности в статистике) и снижения урожая зерновых и овощей. Это могло стать одной из причин ускорения продовольственной инфляции в сентябре.

Рисунок 16. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2017–2021 годах, % г/г

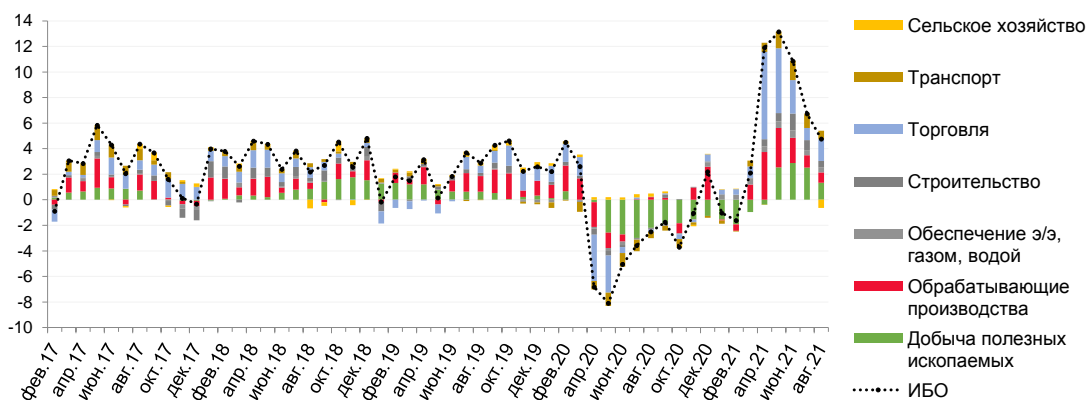
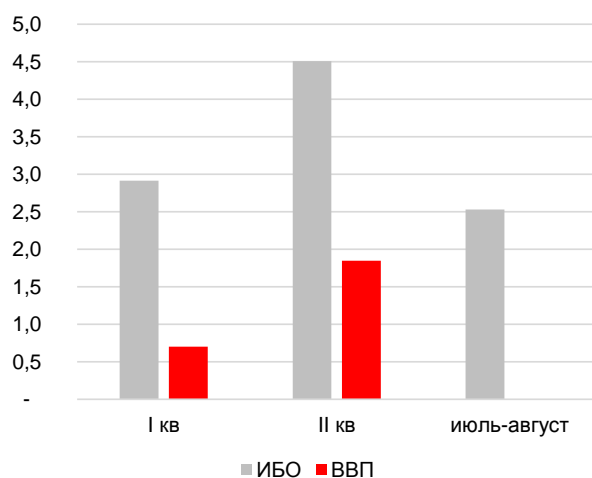
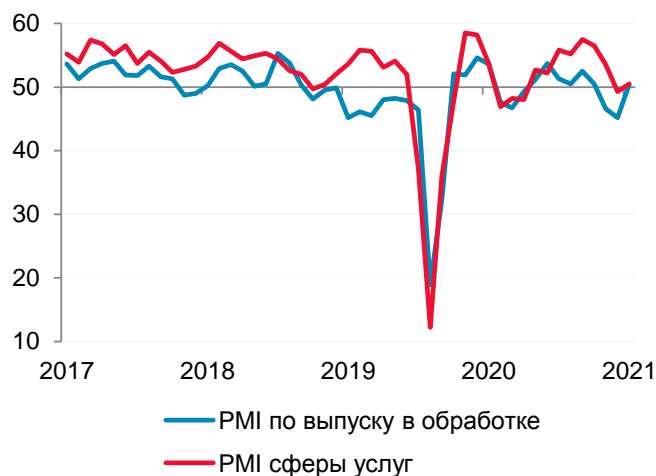


Рисунок 17. Рост ВВП и ИБО в 2021 году к уровню 2019 года, %



Источник: Росстат.

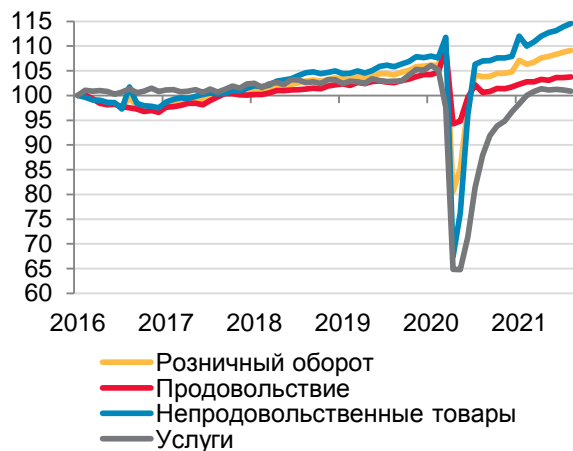
Рисунок 18. Индексы PMI



Источники: IHS Markit

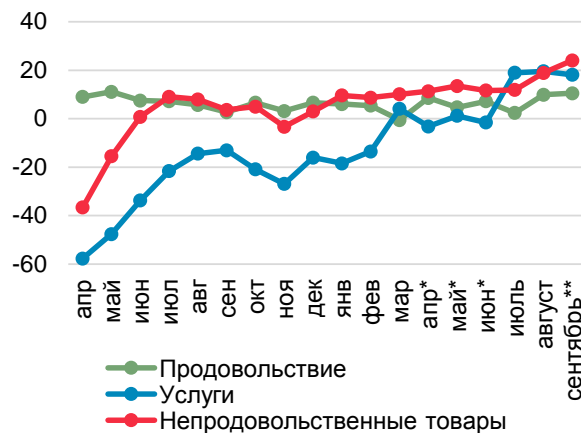
Потребительский спрос на протяжении всего квартала рос повышенными темпами на фоне увеличения трудовых доходов населения (уровень безработицы практически достиг допандемического уровня, рост номинальных зарплат относительно 2019 года составил 14–15%) и расширения необеспеченного потребительского кредитования (см. раздел 2.3 «Неоднородная динамика основных сегментов кредитования в августе»). Дополнительный импульс потребителю спросу от единовременных социальных выплаты в августе и сентябре был, но небольшой. Судя по всему, большая часть этих дополнительных доходов была направлена на покупку непродовольственных товаров, рост продаж которых сохранялся на повышенных уровнях, в то время как в секторе платных услуг продолжилась стагнация (Рисунок 19, Рисунок 20). Мы ожидаем постепенного замедления роста потребительского спроса по мере усиления влияния решений по ДКП на сберегательную и потребительскую активность населения.

**Рисунок 19. Динамика оборота розничной торговли и сектора услуг (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

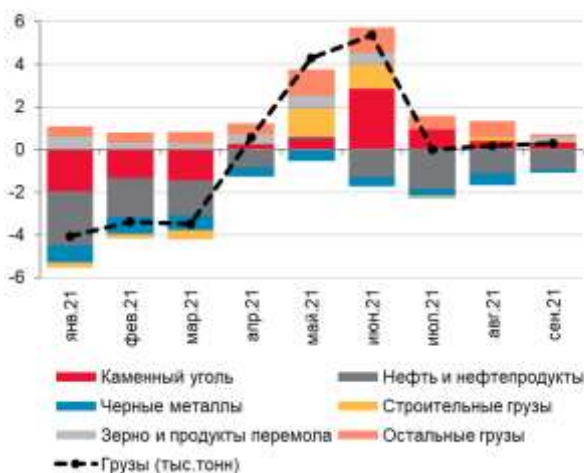
**Рисунок 20. Изменение номинальных расходов россиян по категориям, % г/г<sup>4</sup>**



Источник: СберИндекс.

Рост инвестиционной активности в III квартале также замедлился, достигнув высокого уровня в II квартале (валовое накопление основного капитала превысило докоронавирусный уровень IV квартала 2019 года на 9,2%), на что указывают динамика погрузки на сеть железных дорог, в частности стабилизация объема перевозимых строительных грузов (Рисунок 21), и снижение индекса инвестиционной активности ЦМАКП. Об охлаждении инвестиционной активности свидетельствует и динамика [платежей](#) в отраслях инвестиционного спроса (Рисунок 22): рост исходящих платежей в III квартале замедлился после резкого ускорения в II квартале.

**Рисунок 21. Динамика погрузки на сеть железных дорог 2021 к 2019 году, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 22. Динамика финансовых потоков в отраслях инвестиционного спроса по отношению к среднему уровню предыдущего квартала**



Источник: Банк России

<sup>4</sup> Для данных за май – июнь используется показатель роста не г/г, а по отношению к среднему за период 01.02.2020 – 15.03.2020. В показателе сентября 2021 года используются данные за первые четыре недели месяца.



Новостной фон в сентябре стал менее позитивным: [новостной индекс](#) снизился до 0,9 с 1,0 пункта по итогам августа. Впрочем, значение индекса остается близким к максимальному за всю историю наблюдений (с 2004 года), указывая на продолжение роста экономики.

## 2.2. Временное снижение промышленного производства

- Объем промышленного производства в июле – августе снижался, в основном из-за проблем на стороне предложения, вызванных глобальными перебоями поставок отдельных компонентов и остановками на отдельных нефтегазовых предприятиях.
- Восстановление производства газа и конденсата после плановых ремонтов заводов, повышение добычи в рамках сделки ОПЕК+ и рост спроса на уголь обеспечат увеличение производства и приведут к развороту в динамике добывающих производств.
- В обрабатывающих отраслях, в меньшей степени задетых перебоями поставок, производство продолжает расширяться вслед за увеличением спроса. Прежде всего это касается потребительских отраслей.

По нашим оценкам, промышленное производство в августе 2021 года снизилось на 0,3% м/м SA<sup>5</sup>, объем производства в целом остался близок к докоронавирусному уровню февраля 2020 года (Рисунок 23). Динамика внутри различных групп отраслей остается разнородной. Добыча по-прежнему находится существенно ниже докоронавирусного уровня, восстановление, наблюдавшееся ранее, в последние два месяца приостановилось. Выпуск в обрабатывающих отраслях в конце 2020 – начале 2021 года поднялся выше докоронавирусных значений и с тех пор колеблется около достигнутого уровня.

Рисунок 23. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>5</sup> Здесь и далее SA означает «с учетом сезонной корректировки».



В секторе добычи полезных ископаемых в августе снижение замедлилось до -0,3% м/м SA после -0,6% месяцем ранее (Рисунок 24). Снижение отмечалось практически во всех отраслях. Наибольший негативный вклад внесло временное снижение добычи сырой нефти и природного газа и предоставления услуг в области добычи полезных ископаемых из-за проведения ремонтных работ на заводах СПГ<sup>6</sup> и аварии на заводе по подготовке конденсата в Новом Уренгое. Выпуск в секторе добычи еще значительно отстает от докоронавирусного уровня (-3,8% SA) ввиду выполнения обязательств по ограничению объемов добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+. Снижение в июле – августе носит временный характер, и добывающая промышленность вернется к восстановлению при планомерном ослаблении ограничений ОПЕК+. Дополнительно повышению добычи будет способствовать рост внешнего спроса на уголь как на европейском направлении из-за резкого роста цен на газ, так и на дальневосточном на фоне решения проблемы дефицита электроэнергии в Китае, в том числе вызванной недостатком производства угля в стране.

В обрабатывающих производствах в августе 2021 года выпуск снизился на 0,4% м/м SA) после двух месяцев околонулевого роста (+0,1% м/м SA) (Рисунок 2).

Снижение выпуска в обрабатывающих отраслях было связано с инвестиционными отраслями. Спад в августе обусловлен снижением производства готовых металлических изделий на 6,9% м/м SA после скачка в апреле – мае 2021 года (месячная динамика этой отрасли очень волатильна). Негативное влияние на динамику данной группы отраслей также оказали производство электрооборудования, за исключением бытовой техники (-8,3% м/м SA), ремонт и монтаж машин и оборудования (-2,5% м/м SA).

Выпуск в потребительских отраслях вырос по отношению к июлю (+0,8 м/м SA). Наибольший положительный вклад внесло производство лекарственных препаратов и материалов, применяемых в медицинских целях (+7,6% м/м SA). В пищевом производстве в августе 2021 года отмечался небольшой рост (+0,2% м/м SA), основными драйверами которого послужили производство растительных и животных масел и жиров (+7,3% м/м SA), молочной продукции (+1,8% м/м SA), а также готовых кормов для животных (+3,4% м/м SA). Наибольший отрицательный вклад внесло производство прочих пищевых продуктов (-6,8% м/м SA). Кроме этого, положительная динамика наблюдается в производстве табачных изделий, текстиля и некоторых других отраслях. От более сильного роста выпуск потребительских отраслей сдержало снижение в производстве легковых автомобилей (-14,7% м/м SA), вызванное сохраняющейся нехваткой электронных компонентов, а не проблемами на стороне спроса. По нашим оценкам, снижение производства автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов в августе объясняет около 0,16 из 0,4 п.п. снижения выпуска обрабатывающих отраслей в августе.

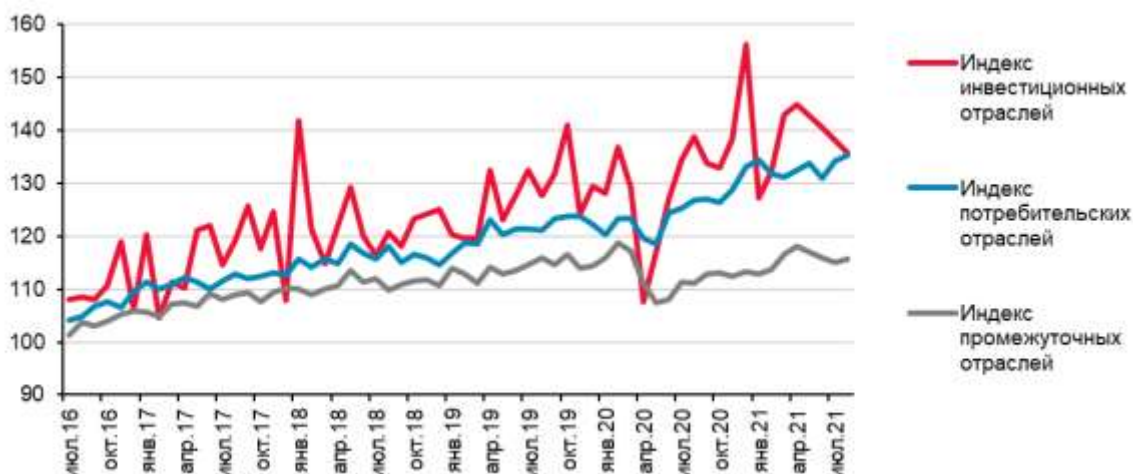
Выпуск в отраслях промежуточного потребления незначительно увеличился (+0,5% м/м SA) благодаря производству кокса и нефтепродуктов (+1,8% м/м SA). Основной негативный вклад внесло снижение производства в металлургической отрасли (-1,9% м/м SA) после июльского всплеска накануне введения повышенных экспортных пошлин. Это

<sup>6</sup> <https://www.interfax.ru/business/776026>.

позволяет рассчитывать на восстановление производства в данной отрасли в сентябре – октябре.

В целом снижение производства в тех отраслях, где оно имело место, носит разовый или внешний характер. Отрасли, зависящие от внутреннего спроса и не сталкивающиеся с проблемами нехватки компонент, продолжают рост сравнительно быстрыми темпами.

**Рисунок 25. Производство групп отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2016=100%, сезонность устранена**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

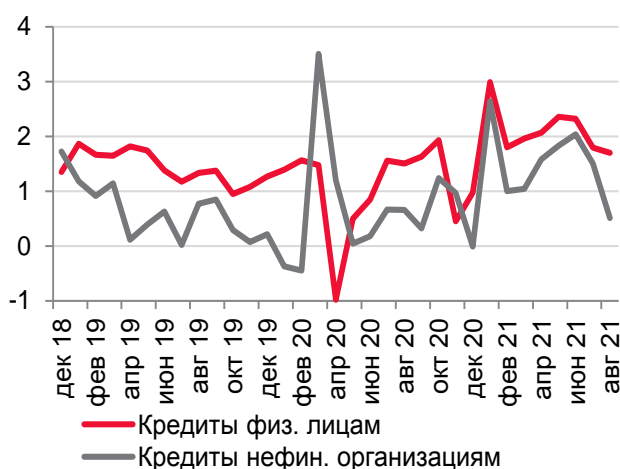
### 2.3. Неоднородная динамика основных сегментов кредитования в августе

- В августе месячный сезонно сглаженный рост в сегментах корпоративного и ипотечного кредитования замедлился. Вместе с тем необеспеченное потребительское кредитование и автокредитование продолжают расти ускоренными темпами.
- Постепенно возвращается тенденция к росту средств населения в банках на фоне увеличения ставок по срочным вкладам вслед за ужесточением ДКП Банка России.
- Чистая прибыль банков в августе существенно превысила показатели августа 2019 и 2020 годов. Она по-прежнему определяется высокими чистым процентным доходом и чистым комиссионным доходом.
- Высокий уровень прибыли и капитала позволит банкам в дальнейшем наращивать кредитование. Однако с учетом ужесточения ДКП и принятых макропруденциальных мер его темпы, вероятно, продолжат замедляться.

Рост кредитования физических лиц в августе немного замедлился – с 1,8 до 1,7% м/м SA, оставаясь на повышенном уровне (Рисунок 26). Драйвером замедления роста

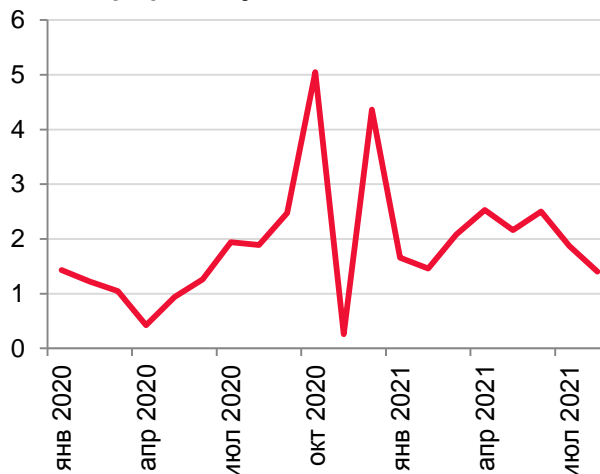
стал сегмент ипотеки<sup>7</sup>. В августе темп прироста задолженности с учетом ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), по нашей оценке, снизился до 1,4 с 1,9 % м/м SA из-за ужесточения условий льготного кредитования<sup>8</sup>, что подтверждается [снижением выдач по льготной программе под 7%](#) (Рисунок 27). В то же время повышение ключевой ставки Банком России и ипотечных ставок (Рисунок 28) пока не привело к значительному снижению привлекательности ипотеки для заемщиков, вероятно, вследствие повышенных инфляционных ожиданий. Поэтому дальнейшего замедления темпов роста ипотеки в ближайшее время может не произойти.

Рисунок 26. Рост рублевого кредитования, % м/м SA



Источник: Банк России.

Рисунок 27. Прирост рублевого ипотечного портфеля с учетом ИЦБ, % м/м SA



Источник: Банк России.

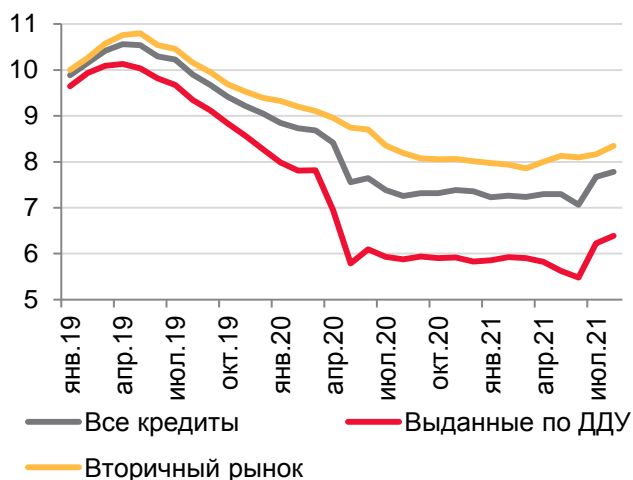
Вместе с тем рост необеспеченного кредитования в августе несколько ускорился – до 1,6 с 1,4 % м/м SA (Рисунок 29). Со стороны спроса это может быть объяснено высокой потребительской активностью на фоне повышенных инфляционных ожиданий и ожиданий роста стоимости заемных средств вслед за повышением ключевой ставки Банком России, а со стороны предложения – высокой маржинальностью и привлекательностью этого сегмента для банков. В структуре необеспеченного потребительского кредитования [наблюдается смещение к небольшим кредитам](#), что может быть связано со стремлением банков расширить охват клиентских сегментов за счет менее обеспеченных граждан.

Автокредитование также продемонстрировало ускорение темпов роста до 2,0% м/м SA с 1,0% м/м SA в июле. При этом, [по данным НБКИ](#), произошел резкий рост спроса на автокредиты для покупки поддержанных автомобилей (+121,1% г/г), что связано с растущим дефицитом новых автомобилей.

<sup>7</sup> Рассматривается динамика ипотечного портфеля в рублях.

<sup>8</sup> Рост ставки с 6,5 до 7% и установление предельной суммы займа в размере 3 млн руб. для всех регионов с июля 2021 года.

**Рисунок 28. Процентные ставки на ипотечном рынке, %**



Источник: Банк России.

**Рисунок 29. Прирост необеспеченного потребительского кредитования, % м/м SA**



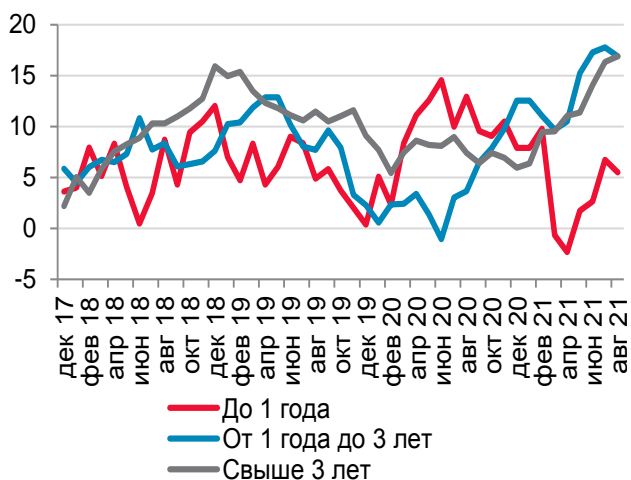
Источник: Банк России.

Прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям замедлился до 0,5 с 1,5% м/м SA, индивидуальным предпринимателям – до 1,1 с 1,8 % м/м SA. Кредитование финансовых организаций сократилось на 1,2% м/м SA. В целом это может отражать некоторое ухудшение экономической конъюнктуры в августе. Впрочем, высокие темпы роста долгосрочных кредитов говорят о сохранении инвестиционной активности на высоком уровне.

Объем средств физических лиц на счетах и депозитах в банках в августе, как и в июле, вырос на 0,7% м/м SA. Это можно связать с продолжающимся ростом процентных ставок (Рисунок 31), постепенно повышающим привлекательность депозитов (Рисунок 32), и отчасти с произведенными «школьными» выплатами, часть которых была сбережена. Предпочтения населения продолжают постепенно смещаться в сторону срочных депозитов, в частности краткосрочных и среднесрочных.

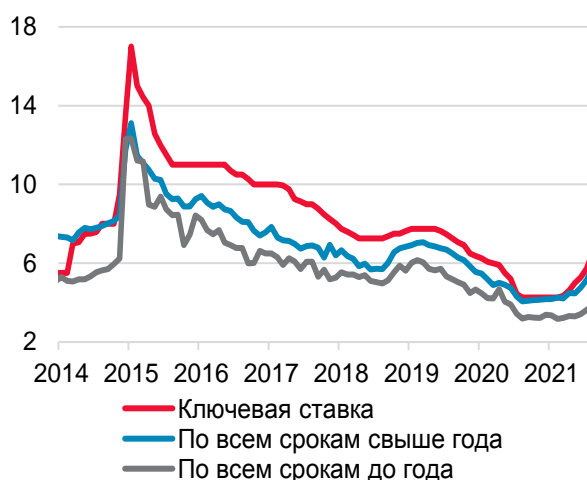
Вместе с тем, полноценного разворота в сторону срочных вкладов, сигнализирующего о масштабном влиянии принятых решений по ДКП на выбор домохозяйств между потреблением и сбережениями, пока не наблюдается. Так, замедляется годовой рост долгосрочных вкладов. Это объясняется еще неполным переносом динамики ключевой ставки в ставки по депозитам, а также сохраняющимися высокими инфляционными ожиданиями населения и высокой доходностью альтернативных вложений. Прирост средств корпоративных клиентов продолжил ускоряться, отражая значительный рост финансового результата компаний в этом году.

**Рисунок 30. Прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям и ИП, % г/г**



Источник: Банк России.

**Рисунок 31. Динамика рублевых ставок по вкладам населения и ключевой ставки, %**

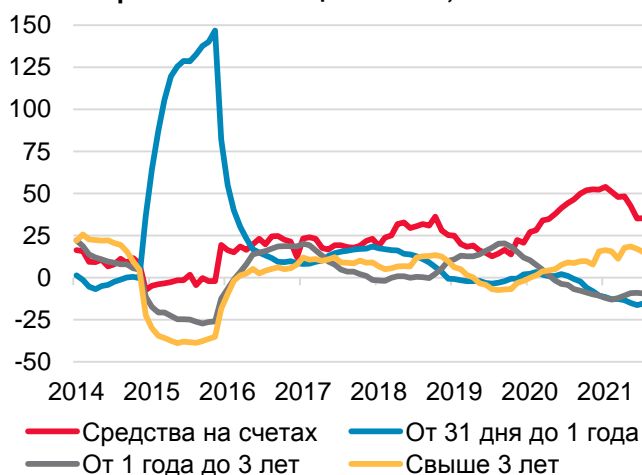


Источник: Банк России.

Ухудшения качества кредитов в настоящее время не происходит. Доля просроченной задолженности в кредитных требованиях практически не изменилась (Рисунок 33), существенного роста доли проблемных ссуд также не наблюдается (Рисунок 34).

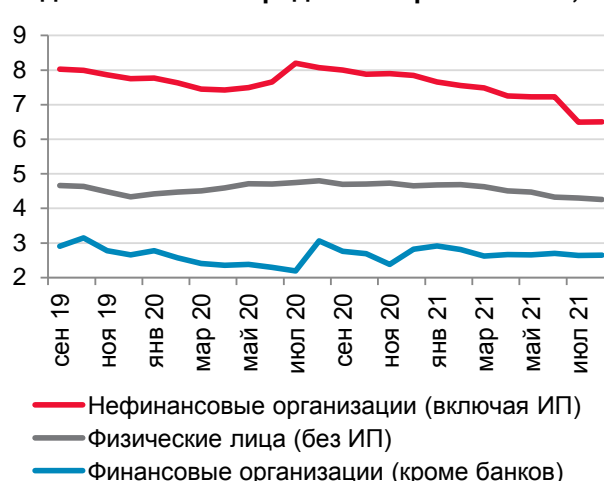
Чистая прибыль банковского сектора в августе (245 млрд руб.) заметно превысила показатели июля, а также августа 2019 и 2020 годов (Рисунок 35). Финансовый результат продолжает поддерживаться [ЧИСТЫМ КОМИССИОННЫМ И ЧИСТЫМ ПРОЦЕНТНЫМ ДОХОДОМ \(ЧПД и ЧКД\)](#).

**Рисунок 32. Динамика рублевых средств физических лиц в банках, % г/г**



Источник: Банк России.

**Рисунок 33. Доля просроченной задолженности в кредитных требованиях, %**

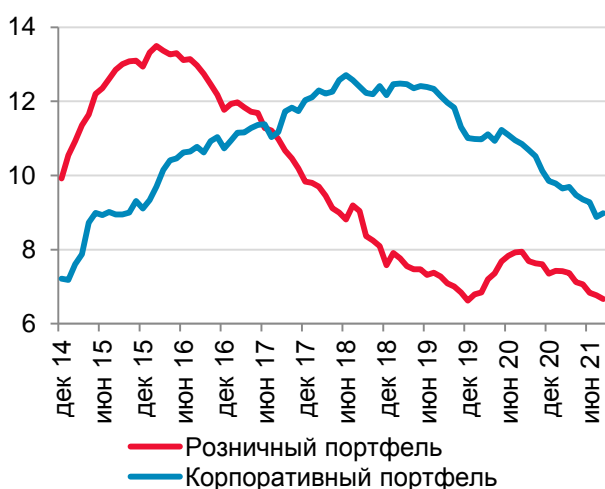


Источник: Банк России.

В ближайшие кварталы ожидается постепенное замедление роста розничного кредитования. Этому способствует происходящее ужесточение макропруденциальной политики в данном сегменте, в том числе уже принятые решения и [анонсированное Банком России](#) дополнительное увеличение надбавок по необеспеченным кредитам с 1 октября

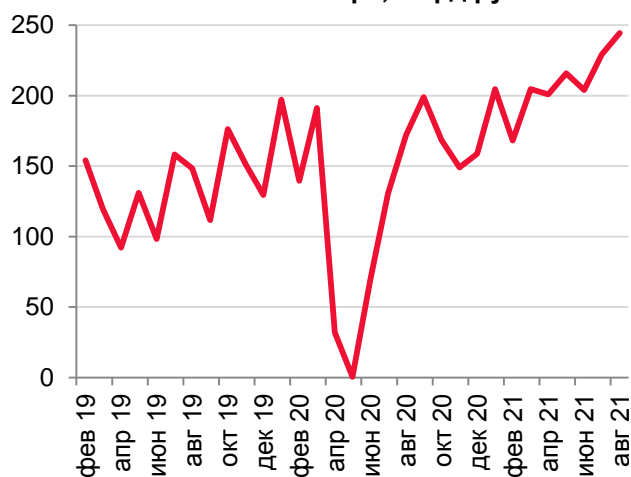
2021 года. Ожидается, что повышение макропруденциальных требований приведет к замедлению розничного кредитования. Тем не менее эти решения действуют с определенным лагом во времени. Высокая прибыльность банковского сектора и удовлетворительные показатели достаточности капитала, а также возможность корректировки структуры кредитных требований в пользу кредитов, по которым действуют меньшие коэффициенты риска, позволяют банкам наращивать кредитование. С 2022 года Банк России, возможно, получит в распоряжение новый инструмент сдерживания избыточного роста кредитования – право устанавливать количественные ограничения на некоторые виды кредитов физическим лицам<sup>9</sup>.

**Рисунок 34. Доля проблемных и безнадежных ссуд в кредитных требованиях, %**



Источник: Банк России.

**Рисунок 35. Динамика чистой прибыли банковского сектора, млрд руб.**



Источник: Банк России.

### 3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

#### 3.1. Рост инфляционных рисков заставляет регуляторов действовать

- В сентябре рост заболеваемости коронавирусом перешел к устойчивому снижению во всех регионах мира. Однако эксперты говорят о существенном уменьшении эффективности вакцин со временем и необходимости ревакцинации населения.
- В США восстановление экономики замедляется, отражая влияние распространения дельта-штамма на потребительскую и производственную активность. Это привело к замедлению роста потребительских цен в моменте, при этом среднесрочные инфляционные риски повысились. ФРС США сохранила ключевые параметры ДКП неизменными, но сообщила о намерении приступить к сворачиванию программы покупки активов. Растет вероятность повышения учетной ставки в 2022 году.

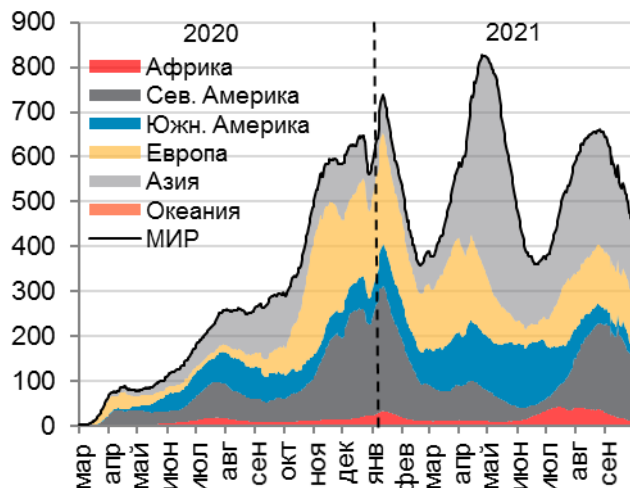
<sup>9</sup> [Законопроект](#) находится на рассмотрении в Государственной Думе.

- Рост экономической активности в еврозоне начал замедляться, но остается высоким. В условиях повышения цен на широкий спектр энергоносителей ценовое давление остается несколько повышенным и вряд ли снизится в скором времени. ЕЦБ принял решение о сокращении покупок активов, при этом в риторике регулятора все чаще подчеркиваются риски переноса ускоренного роста цен в динамику зарплат.
- Сентябрьские PMI Китая указывают на возобновление роста активности в секторе услуг при продолжающейся стагнации промышленности. Проблемы в промышленности и строительстве заметно сдерживают рост китайской экономики.
- В большинстве СФР сохраняется повышенное инфляционное давление, а баланс среднесрочных рисков инфляции указывает на предпосылки для дальнейшего ужесточения ДКП в большинстве стран. При этом в регионах с нестабильной эпидемической ситуацией регуляторы не торопятся переходить к ужесточению политики.

### COVID-19: заболеваемость в мире снижается с начала сентября

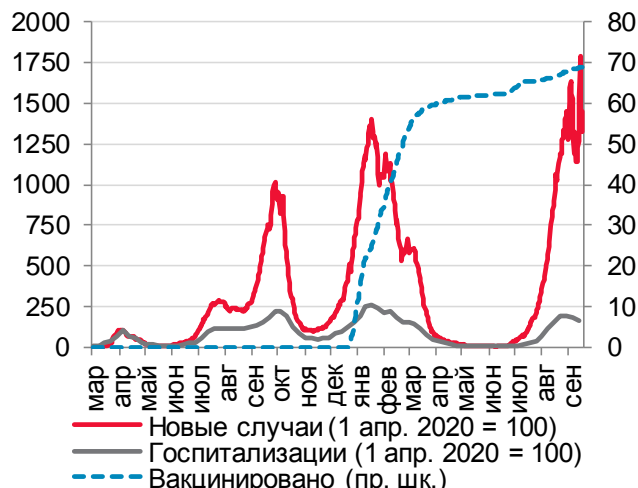
В сентябре эпидемическая ситуация улучшалась во всех регионах мира (Рисунок 36). За месяц число выявляемых в день случаев сократилось почти на 30%, число смертей – на 20%. Тенденция характерна для большинства развитых и развивающихся стран.

Рисунок 36. Дневной прирост новых случаев, тыс. человек (среднее за 7 дней)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 37. Заболеваемость и госпитализации в Израиле, (среднее за 7 дней)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

При этом страны начинают сталкиваться с проблемой снижения действенности вакцинации со временем. Так, Израиль на три месяца раньше большинства стран преодолел рубеж в 60% вакцинированного населения, однако вновь переживает масштабный рост заболеваемости (Рисунок 37). Эксперты называют в качестве возможной причины [снижение количества антител у вакцинированного человека](#) и говорят о необходимости ревакцинации: количество выявляемых случаев среди недавно вакцинированного населения существенно ниже, чем у тех, кто вакцинировался давно. В целом опыт Израиля



наглядно показывает, что эффективное проведение прививочной кампании значительно снижает нагрузку на систему здравоохранения.

### **США: начало сворачивания покупок активов ФРС США ожидается в ноябре**

Распространение дельта-штамма вируса продолжает сдерживать рост потребительской и производственной активности. Розничные продажи, несмотря на расширение программы налоговых льгот на детей, в августе лишь частично отыграли июльское падение (0,7% м/м SA против -1,8% м/м SA) (Рисунок 38). Кроме того, восстановление рынка труда резко замедлилось, а структура потребительского спроса смещается обратно к ковидной.

Производственная активность теряет обороты из-за сбоев в цепочках поставок и расширения дефицита полупроводников. Рост промышленного производства замедлился в августе с 0,8 до 0,4% м/м SA, хотя и впервые превысил докризисный уровень (на 0,3%). О постепенном замедлении роста активности сигнализируют и опережающие индикаторы: по предварительным оценкам, в сентябре индекс IHS Markit PMI в промышленности снизился с 61,1 до 60,5 пункта.

Ухудшение эпидемической ситуации замедлило рост потребительских цен в моменте, но повысило среднесрочные инфляционные риски. В августе рост базового и совокупного ИПЦ замедлился до 0,1 и 0,3% м/м SA соответственно (Рисунок 39), отражая преимущественно сильное снижение цен на отдельные услуги<sup>10</sup>. Вместе с тем сохраняются повышенное давление на цены со стороны издержек производителей и рост инфляционных ожиданий населения<sup>11</sup>.

ФРС США по итогам заседания 22 сентября сохранила неизменными основные параметры политики и обновила макроэкономические прогнозы<sup>12</sup>, отметив влияние ухудшения эпидемической ситуации и смешанную статистику по рынку труда. Кроме того, продолжает увеличиваться число членов Комитета по открытым рынкам ФРС, ожидающих повышения учетной ставки уже в 2022 году (3/18 в марте, 7/18 в июне, 9/18 в сентябре). Медианный прогноз по уровню учетной ставки на 2023 год повысился до 1,0 с 0,6% в июне. ФРС также подтвердила намерение начать в скором времени сворачивание программы покупки активов: аналитики ожидают данного решения уже на ноябрьском заседании.

<sup>10</sup> Цены на авиабилеты снизились на 9,1% м/м SA, на номера в отелях – на 2,9% м/м SA.

<sup>11</sup> По данным Федерального резервного банка Нью-Йорка, в августе краткосрочные инфляционные ожидания выросли с 4,8 до 5,2%, долгосрочные – с 3,7 до 4,0%.

<sup>12</sup> Относительно июньского заседания были ухудшены прогнозы по росту экономики в 2021 году с 7,0 до 5,9%, уровню безработицы – с 4,5 до 4,8%, а также повышены прогнозы по базовой инфляции с 3,0 до 3,7% г/г.

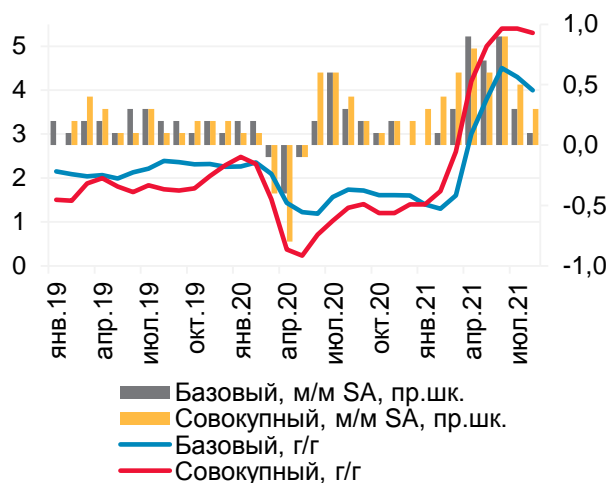


**Рисунок 38. Динамика розничных продаж и промышленного производства США, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 39. Динамика ИПЦ и БИПЦ, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Еврозона: ценовое давление остается высоким на фоне роста цен на энергоносители**

Предварительные оценки PMI за сентябрь указывают на замедление темпов восстановления еврозоны (Рисунок 40). Сводный индекс снизился больше, чем ожидал рынок, – с 59,0 до 56,1 пункта. Рост активности замедлился как в секторе услуг (с 59,0 до 56,3 пункта), так и в промышленности (с 61,4 до 58,7 пункта). Вместе с тем рост экономической активности остается высоким, что позволяет ожидать значительного роста ВВП по итогам III квартала (примерно 2% к/к SA). Впоследствии рост активности может перейти к постепенному замедлению, вернувшись к докризисным уровням в первой половине 2022 года.

**Рисунок 40. Индексы PMI еврозоны, пункты**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 41. Индексы отпускных цен PMI, пункты**



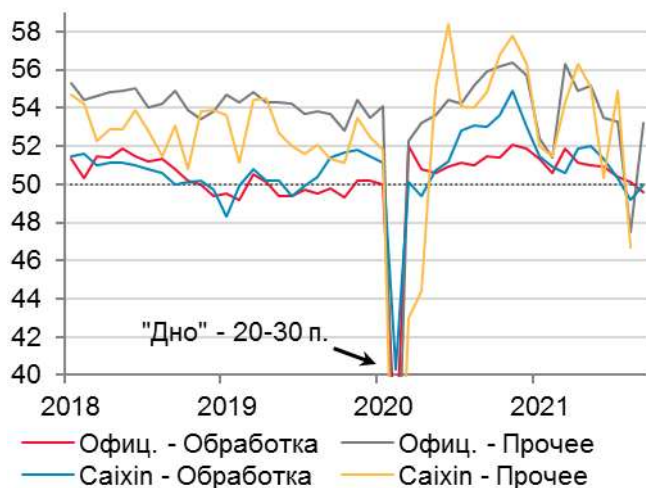
Источник: Capital Economics.

Ценовое давление в еврозоне остается повышенным, и наблюдаемый рост цен на широкий спектр энергоносителей не позволяет ожидать его скорого ослабления. Фирмы все активнее перекадывают рост издержек на потребителей, особенно в промышленности (Рисунок 41). По прогнозам аналитиков, рост цен на энергоносители может добавить к инфляции еврозоны в IV квартале до 1,0 процентного пункта. В риторике ЕЦБ все чаще подчеркиваются риски, того что инфляционное давление будет оставаться повышенным более продолжительное время из-за возможного переноса ускоренного роста цен в динамику зарплат. На сентябрьском заседании ЕЦБ было принято решение об умеренном сокращении покупок активов относительно повышенных темпов предыдущих двух кварталов.

### Китай: проблемы в строительстве несут существенный риск для активности

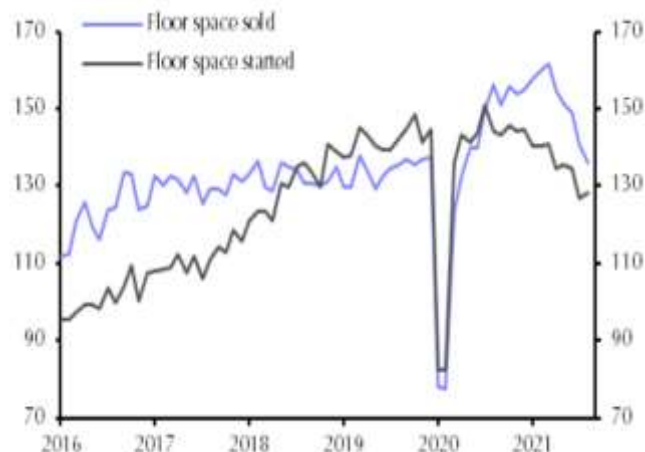
Опасения аналитиков о негативном эффекте сентябрьских новых ограничений активности из-за всплеска заболеваемости пока не находят подтверждения в оперативных индикаторах. В сентябре возобновился рост активности в секторе услуг, примерно отыграв августовское проседание (Рисунок 42). При этом среднее из официального и Caixin PMI в промышленности остается чуть ниже 50 пунктов второй месяц подряд, свидетельствуя о стагнации производственного сектора. Дефицит электроэнергии в Китае и ее рacionamento между потребителями могут сдерживать промышленную активность в ближайшие месяцы.

Рисунок 42. Индексы PMI Китая, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 43. Построенная и проданная жилая недвижимость (млн кв. м SA)



Источник: Capital Economics.

На общем фоне опасения инвесторов вызывает состояние строительного сектора. Хотя официальный PMI в строительстве в сентябре остался значительно выше 50 пунктов, его значение опустилось до 57,5 пункта – ниже среднего за последние пять лет (59,5 пункта), что может сигнализировать о дальнейшем сокращении инвестиций на фоне беспокойства о финансовом состоянии Evergrande и других застройщиков. Строительный

сектор сдерживает рост китайской экономики с начала года. Объемы вводимого в эксплуатацию жилья последовательно снижаются с января (Рисунок 43) как из-за ослабевающего спроса, так и из-за введенных в 2020 году правительственных ограничений на кредитование застройщиков. В настоящее время сектор требует повышенного внимания со стороны властей для предупреждения возможной турбулентности на финансовых рынках.

### **СФР: усиление инфляционных рисков**

В СФР в целом сохраняется повышенное инфляционное давление (Рисунок 44). В июле сезонно сглаженный рост цен продолжился практически во всех основных СФР (за исключением Таиланда), а в отдельных странах отмечается ускорение темпов роста. Ускорение роста цен в СФР вызвано сохранением глобальных проблем с поставками, значительным ростом издержек производителей на фоне активного роста спроса и повышенных инфляционных ожиданий, а также ослаблением национальных валют. Давление на валюты в частности оказывают ожидания скорой конкретизации со стороны ФРС США темпов и сроков сворачивания покупки активов.

Восстановление экономической активности в СФР остается неравномерным. Для поддержки развивающихся стран и СФР МВФ распределил дополнительную эмиссию СДР в размере 275 млрд долл. США<sup>13</sup>. Это расширило финансовые возможности стран для поддержки систем здравоохранения и населения.

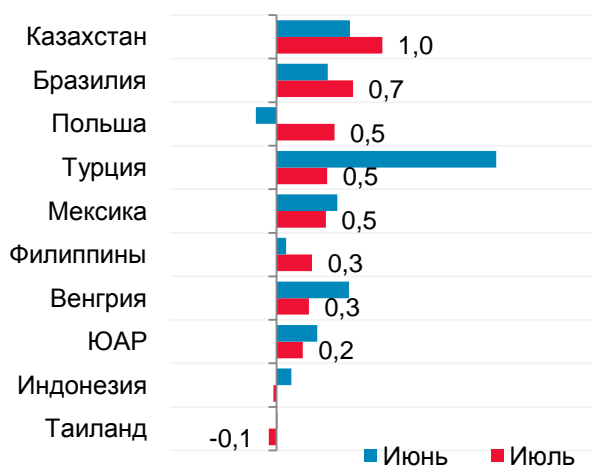
В условиях повышенной инфляции и инфляционных ожиданий регуляторы многих СФР продолжают ужесточение ДКП<sup>14</sup>. В августе – сентябре были повышены ключевые ставки в Мексике (+25 б.п., до 4,5%), Казахстане (+25 б.п., до 9,5%), Венгрии (+45 б.п., до 1,65%), Чили (+75 б.п., до 1,5%) и Бразилии (+200 б.п., до 6,25%) (Рисунок 45). При этом риторика ряда центральных банков сигнализирует о дальнейшем повышении ставок (Бразилия, Венгрия, Мексика) и переходе к постепенному сворачиванию программ помощи экономики.

Вместе с тем в странах, где остается необходимость и возможность сохранения стимулирующей политики в условиях сохраняющихся дефляционных рисков со стороны спроса из-за нестабильной эпидемической ситуации, регуляторы сохраняют мягкую политику (Индия, Индонезия, Таиланд, Филиппины).

<sup>13</sup> Всего 650 млрд долл. США, в том числе России 18 млрд долл. США.

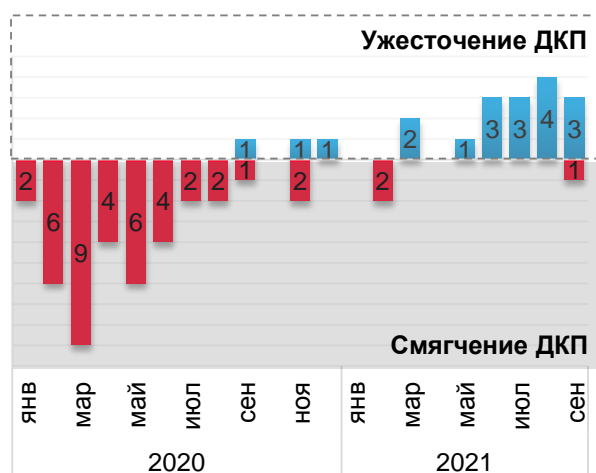
<sup>14</sup> За исключением Турции, где в сентябре ключевая ставка была снижена на 100 б.п., до 18%, вопреки ожиданиям рынка и растущей инфляции (в августе уровень инфляции достиг 19,25% г/г).

**Рисунок 44. Рост БИПЦ  
в избранных СФР, % м/м SA**



Источник: Thomson Reuters.

**Рисунок 45. Количество повышений/снижений  
ключевых ставок в избранных СФР  
по сравнению с предыдущим месяцем**



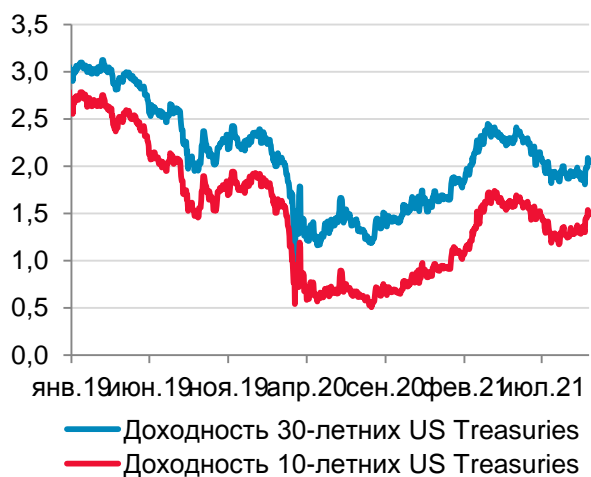
Источник: Bloomberg Finance L.P.

### 3.2. На глобальных финансовых рынках снизился аппетит к риску

- С начала сентября на мировых финансовых рынках настроения ухудшались. Обеспокоенность относительно возможного начала сворачивания мер количественного смягчения в ноябре на фоне высокой инфляции в США, возможный дефолт китайской Evergrande Group, а также опасения относительно достижения потолка долга в США привели к снижению глобального аппетита к риску.
- Рост доходностей гособлигаций развитых стран привел к повышению доходностей гособлигаций в большинстве стран с формирующимися рынками и ослаблению их валют.
- До середины сентября сохранялся высокий спрос иностранных участников на российские активы, однако затем ухудшение внешнего фона привело к снижению их интереса. Минфин России досрочно выполнил план заимствований на III квартал еще в начале сентября, в том числе благодаря высокому спросу локальных игроков.
- Кривая ОФЗ в сентябре сдвинулась вверх на 30 – 55 базисных пунктов. Доходности длинных бумаг выросли меньше, отражая уверенность финансовых рынков в возвращении инфляции к 4%. При этом повышение доходностей длинных бумаг вызвано общим ухудшением внешнего фона и по масштабу оказалось близким к движению доходностей в других СФР.
- К росту доходностей краткосрочных ОФЗ привело значительное ускорение инфляции в сентябре, которое убедило рынки в том, что цикл повышения ключевой ставки Банком России пока не завершен. При этом реакция на сообщения о возможном введении новых санкций для вторичного рынка ОФЗ оказалась сдержанной.

- Рубль укрепился по отношению к большинству мировых валют (как развитых стран, так и СФР). Положительный эффект от сильного роста мировых цен на энергоносители в сочетании с повышением текущих процентных ставок в рублях перевесили негативное влияние общего снижения аппетита к рисковому активам на мировых рынках.

**Рисунок 46. Динамика доходностей казначейских облигаций США**



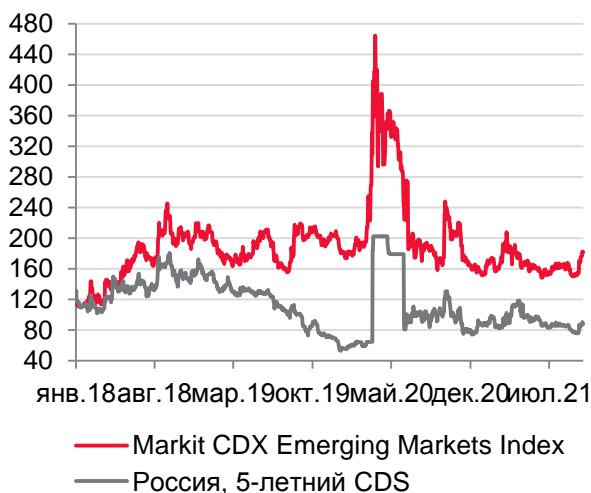
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 47. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США**



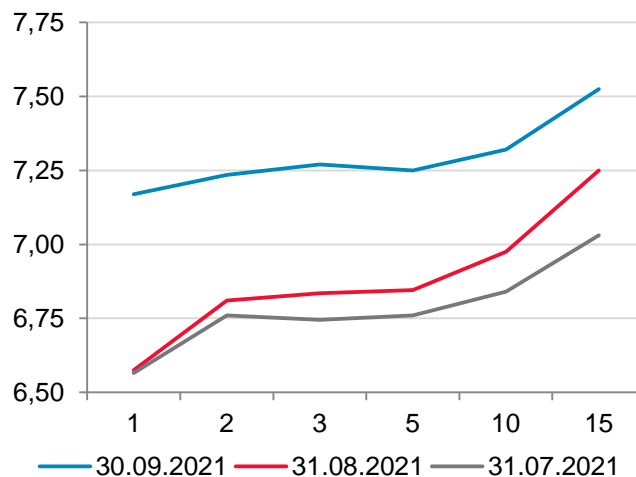
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 48. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 49. Кривая купонной доходности ОФЗ, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

### 3.3. Нехватка предложения вызвала рост цен энергетических товаров

- В сентябре сильно повысились цены энергетических товаров. В условиях повышения спроса существенное сокращение предложения вызвало продолжающееся снижение запасов нефти и газа ниже сезонной нормы.
- Падение добычи нефти и газа в США из-за последствий тропического шторма Ида, а также вынужденное снижение добычи в некоторых других странах лишь частично компенсируется увеличением добычи в основных странах – экспортерах нефти и газа.
- В среднесрочной перспективе на рынке нефти ожидается переход к небольшому излишку и постепенная нормализация величины запасов...
- ...в то время как на рынке газа сохранение высоких цен может спровоцировать частичное переключение потребителей с голубого топлива на нефть и уголь.

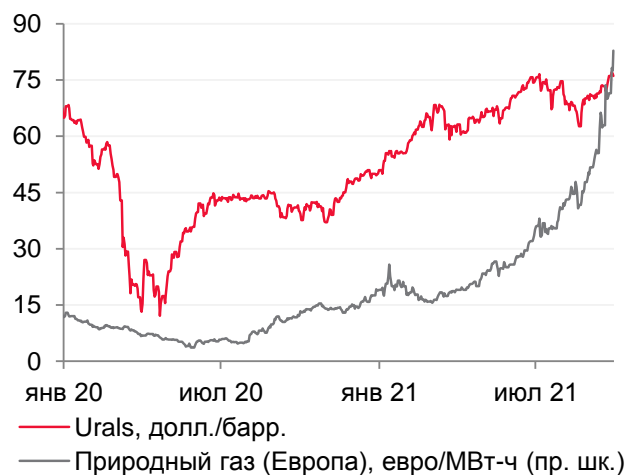
За период с начала сентября индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 5% (Рисунок 50). Это объясняется продолжающимся ростом котировок энергетических товаров (+16%). Так, цена нефти Urals выросла на 8%, до 76 долл. США / барр., а цена природного газа на крупном европейском хабе ТТФ – на 64%, до 83 евро/МВт-ч (Рисунок 51). Котировки прочих групп товаров изменились умеренно: промышленных металлов – скорректировались вверх на 1%, драгоценных металлов – снизились на 5%, сельскохозяйственных товаров – не изменились (Рисунок 50).

**Рисунок 50. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)**



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

**Рисунок 51. Цена нефти Urals и природного газа в Европе**

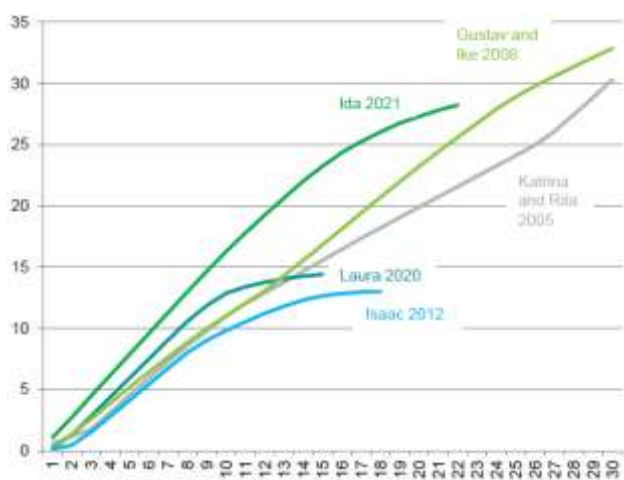


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рост нефтяных цен объясняется восстановлением спроса в условиях сокращения предложения. По оценкам IHS Markit, обрушившийся на США в первой половине сентября тропический шторм Ида привел к крупнейшему выбытию добычи среди всех аналогичных природных явлений (Рисунок 52). Причем ремонт отдельных добывающих и

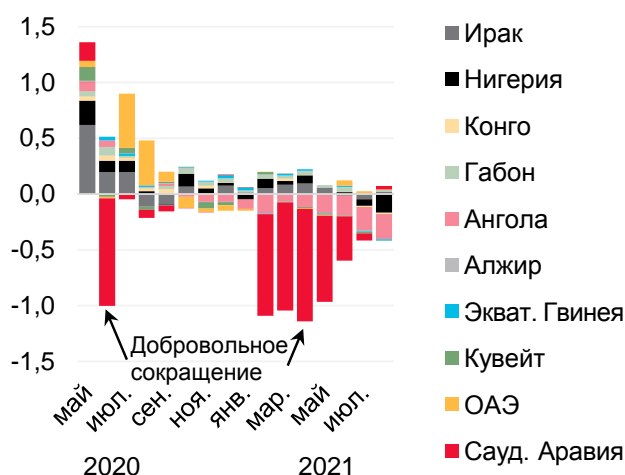
перерабатывающих мощностей может продлиться до конца текущего года. На этом фоне страны ОПЕК+ продолжают медленно расширять добычу, сохраняя высокую степень следования квотам (Рисунок 53, Рисунок 54). При этом несколько сократилась добыча в странах, на которые не распространяются квоты: в Ливии произошел новый виток внутренних конфликтов, а затягивание решения о снятии санкций с Ирана может вызвать обратное сокращение его добычи.

**Рисунок 52. Кумулятивная выпавшая добыча в Мексиканском заливе (верт. шк., млн барр.) в течение 30 дней после крупнейших ураганов**



Источник: IHS Markit.

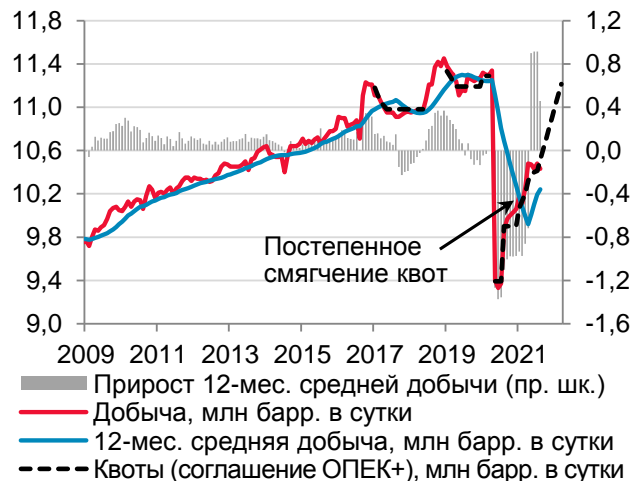
**Рисунок 53. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр. в сутки**



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

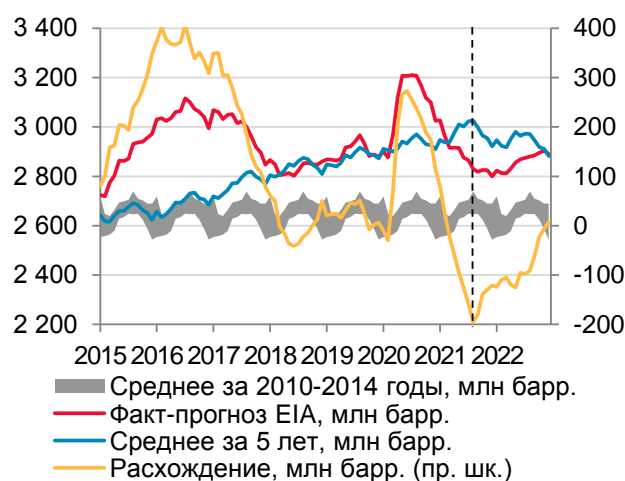
Дополнительному росту нефтяных цен способствуют перспективы частичного переключения потребителей с газа на нефть (мазут) и уголь из-за высоких цен голубого топлива. По оценкам ОПЕК, в случае сохранения высоких цен на газ в IV квартале 2021 – I квартале 2022 года спрос на нефть может дополнительно повыситься почти на 0,4 млн барр. в сутки (оценки IHS Markit существенно выше).

**Рисунок 54. Добыча нефти и газового конденсата в России**



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

**Рисунок 55. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР**



Источники: EIA, расчеты ДИП.



Предотвратили более сильный рост мировых цен сентябрьские продажи сырой нефти из стратегических запасов. Китайские власти впервые распечатали свои резервы, реализовав 7 млн барр., возобновились продажи нефти из стратегических запасов США (2 млн барр. за две недели).<sup>15</sup> Инвесторы ожидают, что в ближайшее время продажи продолжатся.

В этих условиях коммерческие нефтяные запасы в странах ОЭСР продолжают увеличивать отставание от пятилетнего среднего уровня, указывая на сохранение существенного дефицита на нефтяном рынке (Рисунок 55). При этом ведущие международные организации по-прежнему ожидают нормализации ситуации в среднесрочном периоде за счет перехода нефтяного рынка к небольшому излишку.

Рекордные мировые цены на природный газ объясняются сохраняющимся недостаточным предложением в условиях низких запасов. Добыча на части месторождений в Северном море была приостановлена из-за ремонта, большая часть добычи в Мексиканском заливе не полностью восстановилась после шторма Ида, поставки из России частично компенсировали выбытие поставок газа в Европу из других стран.

---

<sup>15</sup> Власти Китая стремятся смягчить рост цен в стране, а власти США с помощью продаж частично финансируют бюджетные расходы.



## В ФОКУСЕ. Проинфляционные риски со стороны рынка труда пока умеренные

- Рост реальных заработных плат с начала 2019 года опередил увеличение производительности труда. Впрочем, компании имели финансовые ресурсы для повышения зарплат: рост выручки и чистого финансового результата в целом по экономике и в большинстве отраслей значительно опередили рост фонда оплаты труда.
- Ожидаемое замедление темпов роста цен и спроса в экономике стабилизирует рынок труда и ограничит связанные с ним проинфляционные риски.
- Однако риски устойчивого повышения инфляционного давления со стороны рынка труда все же могут реализоваться, если текущий дефицит кадров в отдельных отраслях распространится на более широкий круг отраслей. Вероятность реализации инфляционных рисков увеличивается в условиях повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Коронакризис привел к значительным структурным изменениям на рынке труда<sup>16</sup>, которые оказывают устойчивое повышательное давление на заработную плату.

С одной стороны, эти изменения проявились на стороне спроса на труд из-за повышения конкуренции между работодателями в целом ряде отраслей (Рисунок 2). Конкуренция за работников обусловлена как быстрым ростом спроса на рынке товаров и услуг, так и изменениям в его структуре после снятия пандемических ограничений в начале 2021 года при практически полном восстановлении количества занятых<sup>17</sup>. С другой стороны, значительную роль сыграла динамика предложения, в особенности существенный отток трудовых мигрантов из-за коронавирусных ограничений,

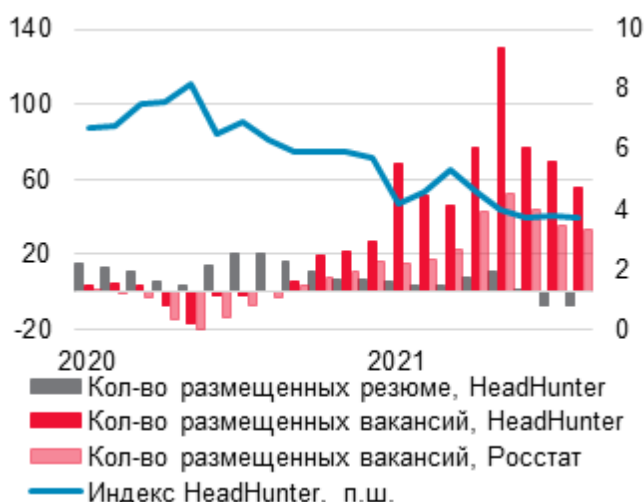
В первом полугодии 2021 года рост реальных заработных плат относительно первого полугодия 2019 года<sup>18</sup> составил 6,4%. ВВП за тот же период вырос всего на 1,3% (1,8% в расчете на одного занятого) (Рисунок 1). Таким образом, повышение реальных заработных плат опередило рост производительности, что может иметь среднесрочные инфляционные последствия. Увеличение доходов поддерживает расширение спроса, которое может оказаться сильнее возможностей расширения предложения из-за отстающей динамики производительности труда. Это, в свою очередь, дает компаниям возможность дополнительно повышать цены на свою продукцию, создавая риски устойчивого повышенного инфляционного давления.

<sup>16</sup> [В ФОКУСЕ. Структурные сдвиги на рынке труда создают проинфляционные риски](#)

<sup>17</sup> В первом полугодии 2021 года количество занятых было на 0,5% ниже уровня июня 2019 года.

<sup>18</sup> Далее в фокус-секции будут анализироваться и описываться изменения в первом полугодии 2021 года относительно первого полугодия 2019 года.

Рисунок 56. Динамика резюме и вакансий (% г/г), индекс HeadHunter<sup>19</sup>



Источники: HH.ru, Росстат.

Рисунок 57. Прирост ВВП на одного занятого и реальной заработной платы в первом полугодии 2021 года к I полугодию 2019 года



Источник: Росстат.

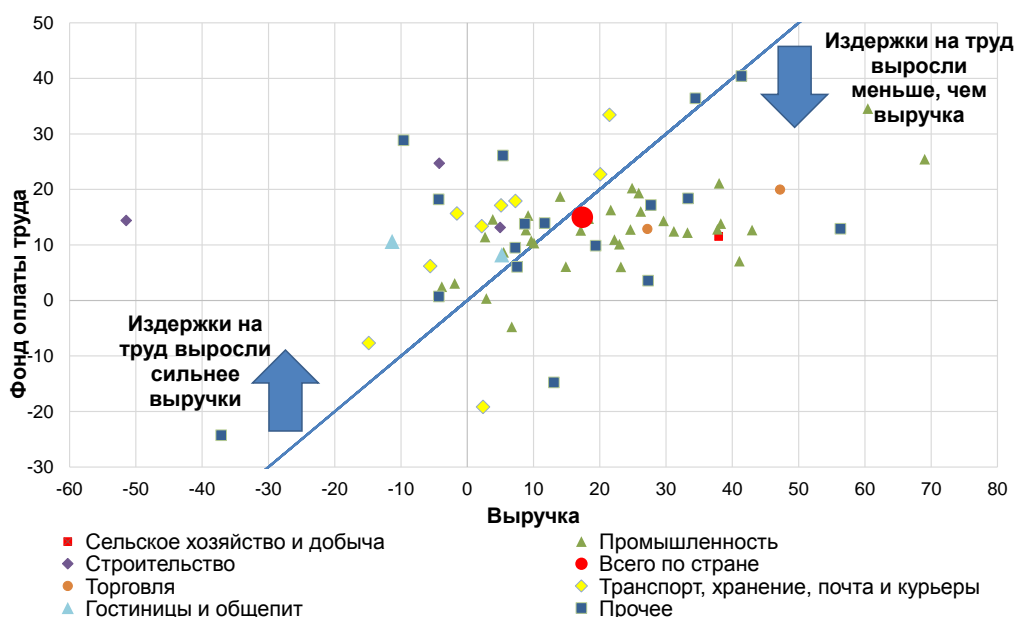
Несмотря на опережающий рост реальных зарплат относительно производительности в целом по экономике, наш анализ динамики издержек на труд в расчете на единицу выручки (unit labor costs – ULC) указывает на то, что среднесрочные проинфляционные риски для рынка труда в целом можно охарактеризовать как умеренные. Увеличение выручки позволило российским компаниям повысить номинальную оплату труда без увеличения удельных издержек на труд<sup>20</sup> (Рисунок 58).

Динамика удельных затрат на труд по отраслям носит неоднородный характер. Заметное превышение роста затрат на труд по сравнению с ростом выручки наблюдается в наиболее пострадавших от пандемии сферах гостеприимства и общественного питания, а также строительства, досуга и спорта. Это те отрасли, где наиболее остро ощущается нехватка рабочих рук в связи с увеличением спроса в секторах, выигравших от пандемии, и ограниченного предложения труда. При этом в большинстве промышленных отраслей рост выручки опередил увеличение зарплат как в номинальном, так и в реальном выражении.

<sup>19</sup> Индекс HeadHunter отражает отношение активных резюме к вакансиям.

<sup>20</sup> Такая разница в динамике реальных и номинальных показателей оплаты труда и выпуска образовалась за счет дефлятора ВВП и потребительской инфляции. Рост цен в целом по экономике с 2019 года оказался выше, чем потребительская инфляция, за счет более быстрого роста цен в непродовольственных отраслях (прежде всего промежуточного и внешнего спроса на фоне увеличения экспортных цен).

Рисунок 58. Динамика выручки и фонда оплаты труда по видам экономической деятельности, первое полугодие 2021 года к первому полугодию 2019 года, %



Таким образом, значительная часть отраслей за последние два года имела финансовые ресурсы для повышения заработных плат в соответствии с приростом выручки и прибыли. По мере замедления роста цен в результате проводимой денежно-кредитной политики и ослабления временных проинфляционных факторов на стороне предложения, в том числе со стороны внешних рынков, возможности компаний для наращивания заработных плат темпами, опережающими рост производительности, уменьшатся.

Тем не менее риски для инфляции со стороны рынка труда остаются. Например, в таких отраслях, как гостиницы, общественное питание, торговля, строительство, по-прежнему наблюдаются острая нехватка кадров и конкуренция между работодателями за работников. Это объясняет ускоренный рост удельных издержек на труд относительно уровней 2019 года. По мере дальнейшего роста экономической активности дефицит кадров может обостриться. В результате давление на заработные платы и, соответственно, цены может распространиться на более широкий круг отраслей, особенно в условиях повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Татьяна Камальдинова

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсесян

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Мария Федулова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев