



Банк России

№ 7 (43)



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

## Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

НОЯБРЬ 2020

# СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
<b>1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1. Инфляция приблизилась к 4% в октябре	4
1.2. Рост цен производителей потребительских товаров ускоряется	9
1.3. Ценовые индексы PMI в октябре: усиление влияния проинфляционных факторов	10
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>11</b>
2.1. Стабилизация экономической активности в октябре	13
2.2. Синхронное снижение индексов PMI в обработке и услугах в октябре	15
2.3. Восстановление выпуска базовых отраслей в сентябре остановилось	17
2.4. Промышленность в сентябре: небольшое снижение выпуска по сравнению с августом	18
2.5. Потребление товаров вышло на плато в сентябре	24
2.6. О динамике и структуре сбережений населения	28
2.7. Первые признаки восстановления на рынке труда	33
2.8. Банковский сектор в сентябре: неоднородная динамика кредитования	35
<b>3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>41</b>
3.1. Краткосрочные риски для восстановления мировой экономики растут	41
3.2. В октябре волатильность на финансовых рынках была повышенной	49
3.3. Эпидемиологические риски вызвали снижение цены нефти	53

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 09.11.2020.  
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.com/FOTODOM  
Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)  
© Центральный банк Российской Федерации, 2020

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

### ИТОГИ

- Инфляционное давление с поправкой на влияние временных и разовых факторов находится вблизи 4% при сохранении высокой волатильности в динамике различных ценовых показателей. Мягкая денежно-кредитная политика способствует дальнейшему восстановлению экономической активности и внутреннего спроса. Это ограничит дезинфляционные риски в 2021 г. и, при отсутствии дополнительных шоков, обеспечит годовую инфляцию в диапазоне 3,5 – 4,0% по итогам следующего года.
  - В целом рост цен по-прежнему соответствует траектории 4%-ной инфляции. При этом месячная динамика цен отличается высокой волатильностью. Так, в октябре рост потребительских цен существенно ускорился по сравнению с сентябрем из-за ослабления действия разовых дезинфляционных и усиления разовых проинфляционных факторов, в частности, эффекта переноса от ослабления рубля и роста цен на отдельные продовольственные товары. В результате годовая инфляция составила 4%.
  - В октябре оперативные индикаторы в целом указывали на ослабление экономической динамики в сравнении с III кварталом. При этом в отдельных отраслях, особенно сферы услуг, спрос снизился, реагируя на рост числа заболеваний коронавирусом. В промежуточных и экспортных отраслях уровень производства по-прежнему остается значительно ниже докоронавирусного уровня.
  - На российском финансовом рынке в конце октября превалировал негативный фон из-за снижения глобального аппетита к риску на фоне усиления пандемии, ввода новых жестких ограничений в ряде стран и сохранения повышенных геополитических рисков. Это выразилось, в частности, в новом эпизоде ослабления рубля и в снижении рынка акций. В начале ноября настроения на рынках несколько улучшились.

## 1. Инфляция

В октябре годовая инфляция составила 4%. Опережающие индикаторы роста цен, в том числе цены производителей потребительских товаров и опросные данные предприятий, а также ослабление рубля указывают на возможное сохранение текущих месячных темпов роста цен в ближайшие месяцы из-за роста издержек даже при возможном дополнительном ослаблении спроса из-за реакции на рост заболеваемости коронавирусом. Это обусловит ускорение инфляции низкой базы прошлого года.

Значительный рост числа инфицированных коронавирусом может негативно повлиять на экономическую активность и усилить дезинфляционные риски со стороны спроса. При этом масштаб и продолжительность возникающих проинфляционных рисков со стороны предложения, приводящих к росту издержек и розничных цен, по-прежнему трудно оценить. Политика таргетирования инфляции уменьшает эффект переноса валютного курса в цены и удлиняет период, в течение которого такой перенос происходит.

В результате одновременное действие дезинфляционных и проинфляционных факторов в ближайшее время, вероятно, сохранится. Сохранится и наблюдаемая волатильность в динамике цен на отдельные группы товаров и услуг и потребительских цен в целом.

Проводимая мягкая денежно-кредитная политика (ДКП) будет способствовать удержанию инфляции в диапазоне 3,5 – 4,0% по итогам 2021 г. с учетом лагов трансмиссии смягчения денежно-кредитных условий в конечный спрос и ценовую динамику.

### 1.1. Инфляция приблизилась к 4% в октябре

- Годовая инфляция продолжила ускоряться: в октябре она выросла до 3,99% с 3,67% в сентябре. Этому способствовали ускорение месячного роста цен и выход из базы расчета низких темпов прошлого года.
- Месячный сезонно сглаженный рост цен продолжает оставаться волатильным: в октябре он ускорился до 5,78% м/м SAAR<sup>1</sup> с 3,07% м/м SAAR в сентябре. Такие колебания являются следствием сохраняющегося влияния на ценовую динамику разнонаправленных факторов как разового, так и более устойчивого характера.
- В частности, в октябре усилилось влияние краткосрочных проинфляционных факторов. Это произошло главным образом за счет проявления временных факторов со стороны сокращения предложения на отдельные категории продовольственных товаров и эффекта переноса от ослабления рубля в III квартале.

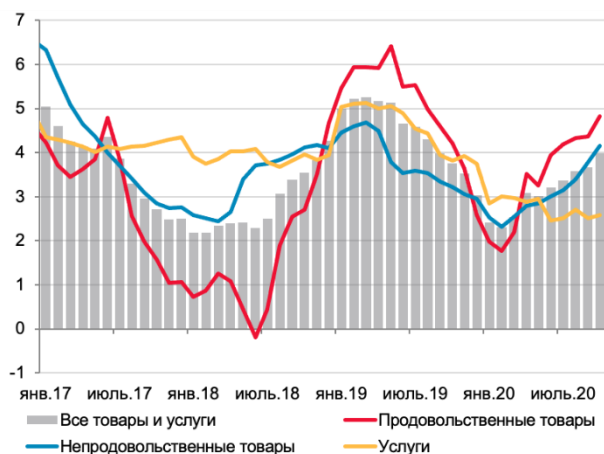
<sup>1</sup> SAAR (*Seasonally Adjusted Annualized Rate*) – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

- На среднесрочном горизонте, судя по всему, дезинфляционные риски преобладают над проинфляционными, учитывая ожидаемое более продолжительное действие дезинфляционных шоков спроса по сравнению с проинфляционными шоками предложения, а также возможное усиление дезинфляционных рисков из-за ограничений на стороне спроса в связи с ухудшением эпидемиологической ситуации.

В октябре потребительские цены выросли на 0,43% NSA<sup>2</sup>, что с учетом низкой базы 2019 г. привело к ускорению годовой инфляции до 3,99% с 3,67% в сентябре (Рисунок 1). В ноябре-декабре прошлого года наблюдались пониженные темпы роста цен (в среднем на 2% SAAR). Таким образом, несмотря на сохраняющееся преобладание дезинфляционных рисков на среднесрочном горизонте и возможность их усиления в ближайшее время из-за ухудшения эпидемиологической ситуации, до конца года показатель годовой инфляции может еще немного ускориться, оказавшись ближе к верхней границе диапазона прогноза Банка России (3,9 – 4,2%).

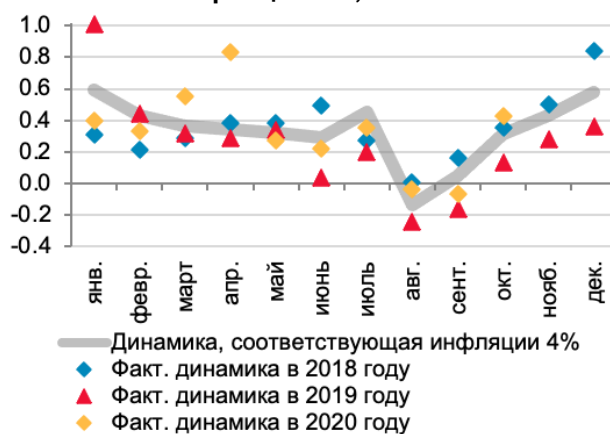
Месячный рост потребительских цен по итогам октября оказался выше траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год (Рисунок 2). Сезонно сглаженный рост цен<sup>3</sup> продолжил оставаться достаточно волатильным: в октябре он составил 5,78% SAAR после резкого замедления до 3,07% SAAR в сентябре (Рисунок 6). Сказывается неравномерное проявление одновременного действия большого количества дезинфляционных и проинфляционных факторов как разового, так и более устойчивого характера.

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

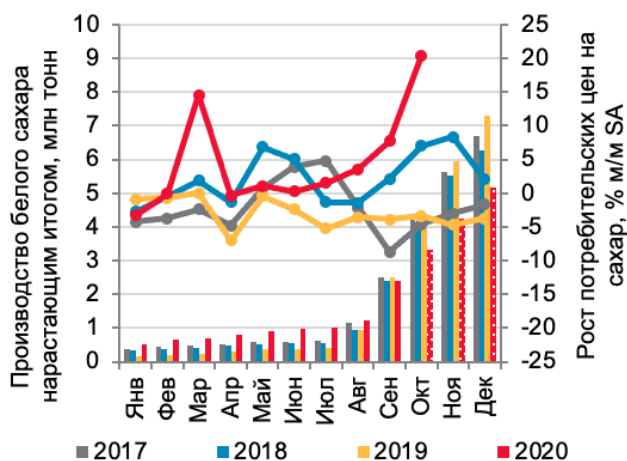
В октябре темп роста цен продовольственных товаров ускорился до 5,70% SAAR (0,46% м/м SA) с 2,35% SAAR (0,19% м/м SA) в сентябре. Основными драйверами роста цен в этой категории стали сахар и подсолнечное масло. Из-за неблагоприятной погоды

<sup>2</sup> Non-Seasonally Adjusted – до очистки от сезонности.

<sup>3</sup> Здесь и далее сезонно скорректированные оценки за октябрь 2020 г. являются предварительными.

на юге страны и сокращения посевных площадей урожай сахарной свеклы и подсолнечника ожидается ниже прошлогодних значений. По прогнозу ИКАР<sup>4</sup>, производство сахара может резко снизиться по итогам года – до 4,85-5,15 млн тонн. Это будет влиять на дальнейшую динамику потребительских цен на сахар в ближайшие месяцы (Рисунок 3). Вместе с тем значительный рост мировых цен на подсолнечное масло<sup>5</sup> будет оказывать дополнительное повышательное давление на внутренние цены, что уже находит отражение в текущей ценовой динамике (Рисунок 4). В целом внутренние рублевые цены на экспортные сельскохозяйственные культуры определяются экспортным паритетом цен (с поправкой на транспортные расходы). Последний, в свою очередь, зависит от цен мирового рынка и обменного курса рубля. Поэтому относительно высокий или низкий уровень урожая в России оказывает лишь опосредованное влияние на внутренние цены в условиях отсутствия внешнеторговых барьеров.

**Рисунок 3. Производство и рост потребительских цен на сахар**



Примечание. По прогнозу ИКАР, производство сахара на конец года составит 4,85–5,15 млн т сахара.

Источники: Росстат, ИКАР, расчеты ДИП.

**Рисунок 4. Мировые цены (ФАО) на масла и потребительские цены на подсолнечное масло в рублевом выражении, % г/г**



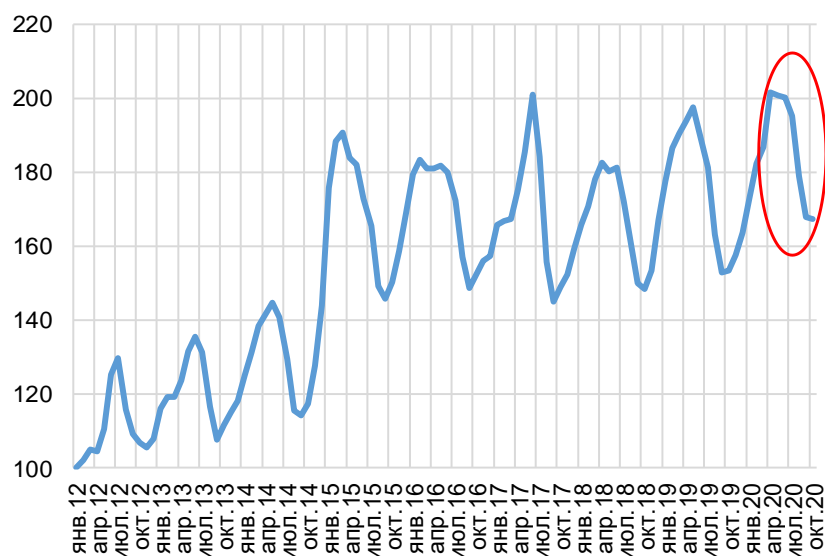
Источники: ФАО, Росстат.

Рост продовольственных цен сдерживала динамика цен на плодоовощную продукцию: они снизились на 0,37% NSA, хотя сезонно в октябре цены должны начинать расти. В этом году сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию в летний период было менее выраженным по сравнению с предыдущими годами, поэтому и сезонный рост в осенне-зимний период может оказаться меньшим по масштабу. Это, в свою очередь, будет сдерживать общий рост цен на продовольствие (Рисунок 5).

<sup>4</sup> [Производство сахара может опуститься ниже 5 млн тонн](#) / Агроинвестор / 17.10.2020.

<sup>5</sup> [В России рекордно подорожало подсолнечное масло](#) / Агроинвестор / 20.10.2020.

Рисунок 5. Индекс цен на плодоовощную продукцию, индекс (январь 2012 = 100)



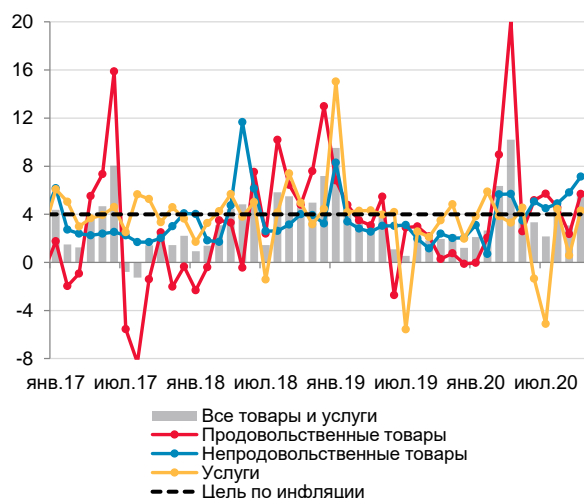
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Ускорение темпов удорожания непродовольственных товаров в октябре продолжились на фоне усиления влияния временных проинфляционных факторов, связанных с ослаблением рубля. Рост цен в данном сегменте оставался повышенным: 7,14% SAAR (0,58% м/м SA) после 5,82% SAAR (0,47% м/м SA) в сентябре. Согласно нашим расчетам на стандартных эмпирических моделях, оценивающих масштаб и горизонт влияния курсовых колебаний на динамику ИПЦ, вклад эффекта переноса ослабления рубля в рост цен в октябре составил 0,1 – 0,15 процентного пункта. Наиболее заметно эффект переноса ослабления рубля в цены проявился в сегменте легковых автомобилей, темп роста цен на которые ускоряется третий месяц подряд. Схожая динамика наблюдается и в других товарах, цены которых зависимы от валютного курса, таких как электротовары и другие бытовые приборы, строительные материалы и персональные компьютеры. В октябре также продолжился заметный рост цен на медикаменты, что могло быть связано с ростом спроса из-за ухудшения эпидемиологической ситуации.

Удорожание услуг в октябре ускорилось до 4,31% SAAR (0,35% м/м SA) после 0,58% SAAR (0,05% м/м SA) в сентябре. Действие различных ограничительных мер продолжает искажать динамику цен на услуги, причем разнонаправленно. Постепенное восстановление спроса на услуги поддерживало рост цен на нерегулируемые услуги в октябре. Так, рост цен на бытовые и медицинские услуги продолжает оставаться близким к 4% SAAR. Однако ухудшение эпидемиологической ситуации и признаки снижения спроса на «контактные» услуги могут сдержать дальнейший рост цен на услуги, если при этом не будет наблюдаться значительных шоков на стороне предложения / издержек.

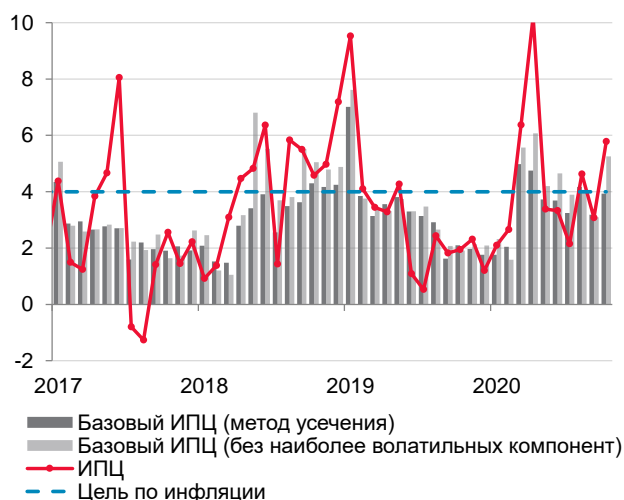
Модифицированные показатели базовой инфляции, которые менее чувствительны к влиянию разовых и временных факторов, чем общий показатель инфляции, указывают на некоторое повышение инфляционного давления. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции в октябре составило 4,59% SAAR, за период с марта по октябрь – 4,27% SAAR (Рисунок 7).

Рисунок 6. Сезонно сглаженный рост цен, % SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Модифицированные показатели базовой инфляции, % SAAR

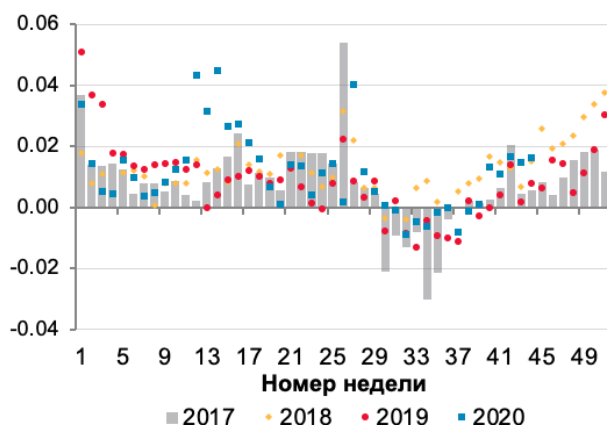


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В начале ноября рост потребительских цен оставался повышенным. На неделе с 27 октября по 2 ноября потребительские цены продолжили расти темпами, которые были характерны для предыдущих четырех недель октября, увеличившись на 0,1%. В отчетный период среднесуточный рост цен снова превысил уровень аналогичной недели прошлого года (Рисунок 8).

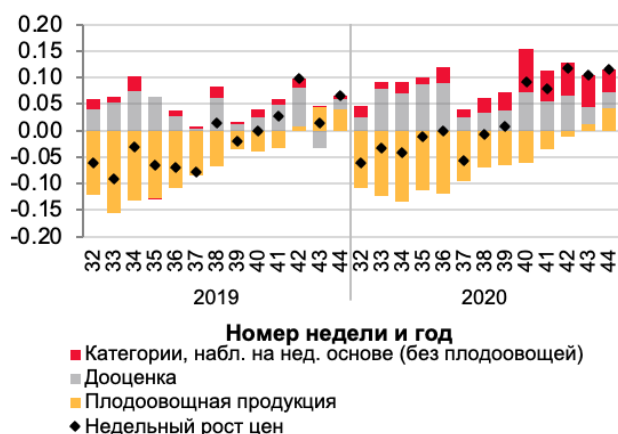
Основной положительный вклад в недельный рост цен продолжала вносить динамика стоимости наблюдаемой на недельной основе корзины товаров (без учета плодоовощной продукции) (Рисунок 9). При этом на отчетной неделе темпы роста стоимости корзины замедлились в значительной степени за счет некоторого замедления повышенных темпов роста цен на сахар, подсолнечное масло и яйца. Это было компенсировано сезонной нормализацией динамики цен на плодоовощную продукцию: под влиянием сезонного фактора темп роста цен на фрукты и овощи постепенно увеличивается – до 1,1% с 0,3% недель ранее.

Рисунок 8. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Декомпозиция недельного роста цен



Источники: Росстат, расчеты ДИП.



Усилившееся в октябре действие краткосрочных проинфляционных факторов, связанных с ослаблением рубля и ростом издержек производителей, вероятно, сохранится в ноябре. Вместе с тем в ближайшее время может начать проявляться и более выраженное дезинфляционное влияние со стороны спроса с учетом возможного сдерживающего эффекта на потребительскую активность в связи с ухудшением эпидемиологической ситуации.

## 1.2. Рост цен производителей потребительских товаров ускоряется

- Динамика цен производителей остается неоднородной по отраслям. В потребительском сегменте рост цен производителей ускоряется на фоне роста издержек, в том числе из-за ослабления рубля. Это может создавать предпосылки и для ускорения потребительской инфляции на краткосрочном горизонте.
- В сентябре цены производителей промышленных товаров не изменились в годовом выражении после снижения на 0,8% г/г в августе (Рисунок 10). Сдерживать рост цен производителей продолжает снижение цен в секторах добычи нефти и производства нефтепродуктов (Рисунок 11).
- Рост цен производителей в обрабатывающей промышленности ускорился до 1,5% с 1,1% г/г в августе, в основном благодаря отраслям<sup>6</sup>, ориентированным на производство *потребительских товаров* (Рисунок 12). Вклад пищевых продуктов остался наибольшим и усилился в сентябре из-за роста издержек производителей, в том числе на фоне ослабления рубля. В других сегментах производства потребительских товаров рост цен в целом не изменился по сравнению с августом.
- Рост цен производителей *инвестиционных товаров* остается более умеренным по сравнению с динамикой цен в производстве потребительских товаров. Темп снижения цен производителей *промежуточных товаров* постепенно замедляется, при этом динамика цен по отраслям остается очень неоднородной.
- Цены производителей схожих категорий отдельных потребительских товаров<sup>7</sup>, взвешенных с использованием структуры потребительских расходов населения для расчета ИПЦ, в сентябре выросли на 2,7% после 2,3% г/г в августе (Рисунок 13). Основной причиной ускорения роста цен стало возобновление удорожания цен производителей сахара (+23,9% г/г) и мясопродуктов (+0,8% г/г) (около года цены на эти категории снижались).

<sup>6</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.

<sup>7</sup> В отличие от расчетов, приведенных выше, здесь вместо агрегации по видам деятельности мы использовали агрегацию по сопоставимым товарам в структуре ИПЦ и ИЦП: мясопродуктам, рыбопродуктам, маслу и жирам, молочной продукции, макаронным изделиям, сахару, чаю, кофе, одежде, обуви, моющим и чистящим средствам, парфюмерно-косметическим товарам, бытовой электронике, мебели. Они составляют около 30% от потребительской корзины.

**Рисунок 10. Динамика потребительских цен и цен производителей, % г/г**



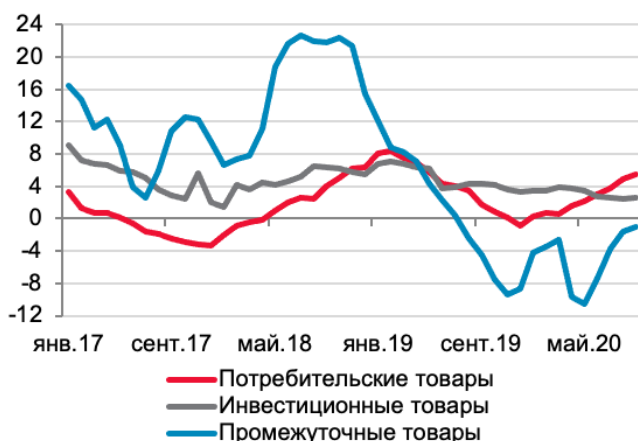
Источник: Росстат.

**Рисунок 11. Динамика цен производителей в добыче нефти и производстве нефтепродуктов, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 12. Динамика цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, % г/г**



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 13. Динамика цен на отдельные сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, % г/г**



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

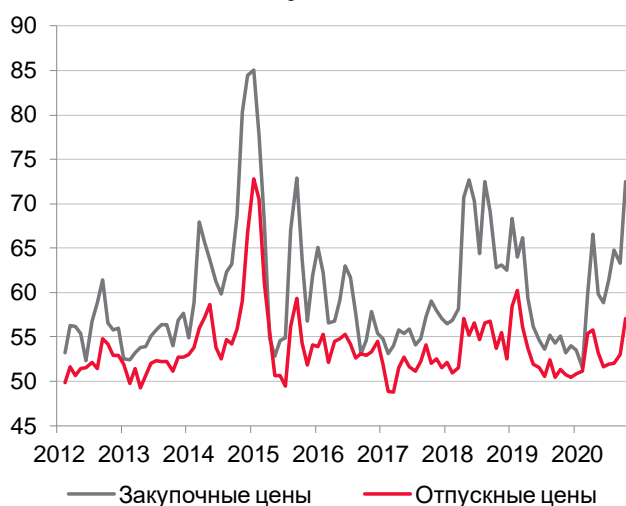
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.3. Ценовые индексы PMI в октябре: усиление влияния проинфляционных факторов

- Ценовые индексы PMI указывают на значительное ускорение роста отпускных цен в обрабатывающей промышленности и остающийся повышенным рост в сфере услуг, несмотря на ослабление экономической активности. Основная причина – резкий рост издержек на фоне ослабления рубля.

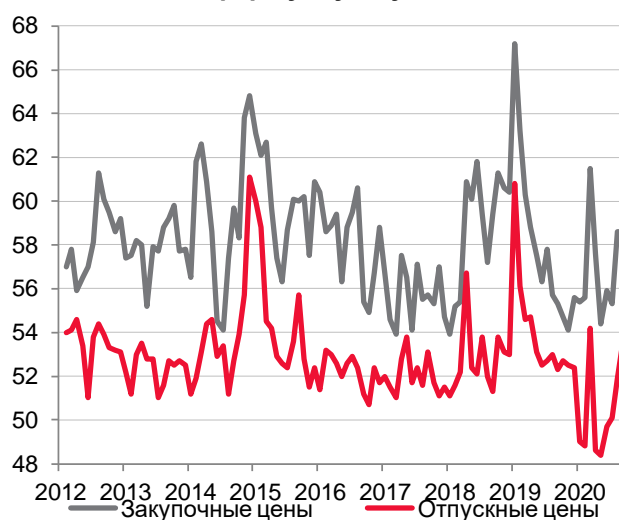
- Индекс отпускных цен в обрабатывающей промышленности вырос в октябре до 57,1 пункта с 53,0 пункта в сентябре, указывая на ускорение роста цен на конечную продукцию производителей. Все это происходило на фоне снижения объемов производства и новых заказов. Такое сочетание динамики выпуска и цен указывает на значительный проинфляционный эффект от роста издержек. Индекс закупочных цен вырос в октябре до 72,5 пункта как из-за ослабления рубля, так и из-за повышения цен на сырье, вызванного продолжающимися проблемами с цепочками поставок (соответствующий подындекс сроков поставок снизился в октябре).
- В сфере услуг влияние проинфляционных факторов менее выражено, чем в обрабатывающей промышленности. Индексы отпускных и закупочных цен в октябре немного снизились относительно сентября (Рисунок 15), но остались на повышенном относительно докоронавирусного уровня.

**Рисунок 14. Ценовые индексы PMI в обработке, пунктов**



Источник: IHS Markit.

**Рисунок 15. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов**



Источник: IHS Markit.

## 2. Экономическая динамика

После провала в II квартале и быстрого отскока в III квартале, в октябре восстановление российской экономики продолжилось низкими темпами, судя по оперативным данным. Это связано с неравномерностью процесса восстановления в разных отраслях экономики и появлением новых неблагоприятных факторов. Так, активный рост экономической активности в III квартале опирался на быстрое восстановление внутреннего спроса на потребительские товары и услуги. В то же время восстановление в нефтегазовом секторе, связанных с ним отраслях и в производстве промежуточных товаров происходило гораздо медленнее.

К началу IV квартала производство потребительских товаров и их продажи практически достигли докоронавирусного уровня, что ограничило возможности дальнейшего роста в этой группе отраслей. В производстве потребительских услуг восстановление затормозилось из-за усиления самоограничений вследствие роста заболеваемости коронавирусом. Одновременно с этим замедлился рост в экспортных отраслях и отраслях промежуточного спроса.

При этом кредитная активность в сентябре сохранялась на высоком уровне, в том числе благодаря мягкой денежно-кредитной политике, регуляторным послаблениям и мерам господдержки. Это создавало дополнительный спрос в экономике, способствуя ее дальнейшему восстановлению.

Отрицательный разрыв выпуска в российской экономике осенью продолжил постепенно сокращаться. Быстрое восстановление потребительского спроса привело к более быстрому сокращению разрыва выпуска в потребительских отраслях, несмотря на сохраняющееся значительное отставание от докоронавирусного уровня в ряде отраслей сферы потребительских услуг, доля которых в потреблении мала. Значительная часть сохраняющегося разрыва выпуска оказалась сконцентрирована в нефтегазовом комплексе и связанных с ним отраслях. Такая структура разрыва выпуска в экономике предполагает менее выраженное дезинфляционное влияние на ИПЦ со стороны *совокупного* спроса.

Данный вывод подтверждается нормализацией спроса на потребительские товары и показателями рынка труда. В частности, безработица уже в сентябре перешла от роста к небольшому снижению при общем увеличении числа занятых. Поэтому, хотя дезинфляционные риски на среднесрочном горизонте по-прежнему преобладают, понижающее давление на потребительские цены вследствие циклического спада на фоне вероятной некоторой потери потенциала экономики пока остается умеренным в сравнении с обычным экономическим спадом. С учетом этого мягкая денежно-кредитная политика будет способствовать поддержанию инфляции вблизи 4% в дальнейшем.

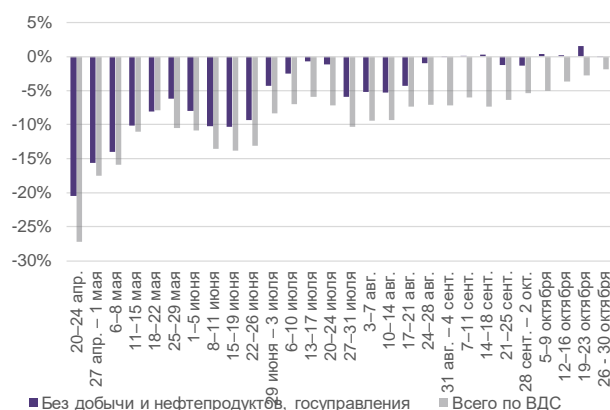
Еще одна особенность коронавирусного кризиса состоит в том, что он порождает шоки на стороне предложения, проявляющиеся в его снижении и (или) сопровождаемые ростом издержек. Такие шоки могут носить длительный характер и усиливать проинфляционные риски. Однако проинфляционные шоки со стороны предложения, связанные с ростом заболеваемости коронавирусом в России и в мире, в условиях отсутствия необходимости возврата ограничительных мер в полном объеме скорее всего окажутся гораздо менее выраженными по сравнению с весенне-летним периодом. В то же время, действие сдерживающих рост цен факторов на стороне спроса, вероятно, усилится. В совокупности эти факторы делают вероятным сценарий усиления дезинфляционного давления в результате текущего ухудшения эпидемиологической ситуации.

## 2.1. Стабилизация экономической активности в октябре

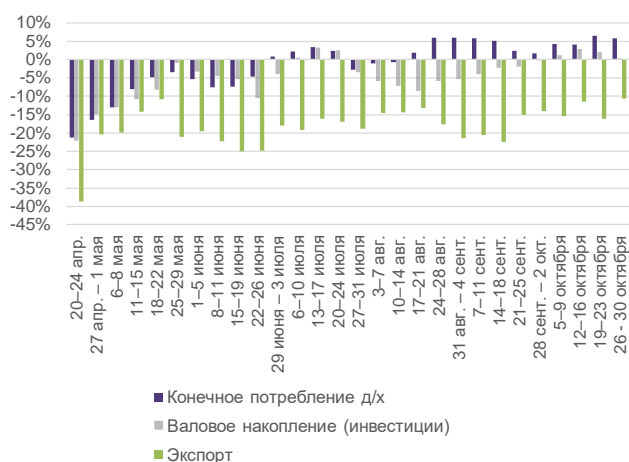
- Динамика оперативных индикаторов состояния деловой активности указывает на признаки стабилизации экономической динамики в октябре вблизи сентябрьских уровней при отсутствии выраженной реакции на ухудшение эпидемиологической ситуации, за исключением некоторых секторов услуг.
- Четырехнедельное скользящее среднее отклонение [входящих финансовых потоков](#) от «нормального» уровня в октябре держалось в отрицательной области, но близко к нулевой отметке (Рисунок 16), что указывает на стабилизацию экономической активности. Уровни потоков в отраслях инвестиционного и потребительского спроса в октябре находились вблизи «нормального» уровня (Рисунок 17). При этом необходимо учитывать, что отраслевые финансовые потоки являются номинальными величинами, и уровень входящих платежей по сравнению докризисным уровнем в отдельных отраслях включает в себя накопленный с начала текущего года рост цен и издержек.
- Ухудшение эпидемиологической ситуации и введение некоторых ограничительных мер уже привели к небольшому снижению городской активности/мобильности населения (Рисунок 19). При этом вплоть до конца октября явных признаков значительного негативного влияния на динамику общей потребительской активности не наблюдалось. Например, снижение индекса потребительской активности Сбербанка (Рисунок 18) пока укладывается в рамки нормальной волатильности показателя в диапазоне, который сложился с середины лета. При этом на последней неделе октября (26 октября – 1 ноября) произошло ухудшение динамики трат потребителей в основном за счет резкого снижения трат на услуги. Оперативные данные Ромир также указывают на стабильную динамику повседневных расходов населения в октябре при появлении некоторых признаков структурного перераспределения трат от услуг к товарам (подробнее см. подраздел 2.5. Потребление товаров вышло на плато в сентябре).
- Косвенные индикаторы указывают на то, что уровень производственной активности в октябре стабилизировался на уровне сентября. Отставание от значений прошлого года уровня потребления электроэнергии, индикатора активности в энергоемких промышленных отраслях, в октябре оставалось умеренным, как и в сентябре (Рисунок 20). Объемы погрузки на сети железных дорог в октябре выросли в годовом выражении впервые с октября 2019 г., причем улучшение динамики наблюдалось практически по всем категориям грузов (Рисунок 21). На возобновление снижения выпуска и новых заказов в обрабатывающей промышленности указывает динамика соответствующих индексов PMI (см. подраздел 2.2).
- Фактором риска для динамики экономической активности является дальнейшее ухудшение эпидемиологической ситуации. В некоторых странах власти опять ввели общенациональный карантин из-за перегрузки системы здравоохранения. Сохраняющаяся повышенная неопределенность уже сейчас выступает одним из факто-

ров, которые могут сдерживать восстановление российской экономики в ближайшие кварталы. Так, в октябре индекс PMI сферы услуг ушел ниже уровня 50 пунктов во многом из-за отмечаемого респондентами снижения спроса в секторе потребительских услуг. При этом ожидания по изменению выпуска на горизонте 12 месяцев как в обрабатывающем секторе, так и в сфере услуг, остались в положительной зоне, но значительно снизились относительно летних месяцев.

**Рисунок 16. Скользящее среднее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели**



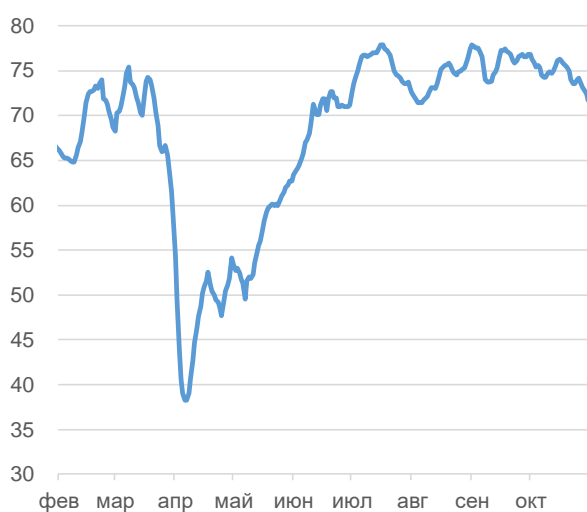
**Рисунок 17. Скользящее среднее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели по группам отраслей**



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

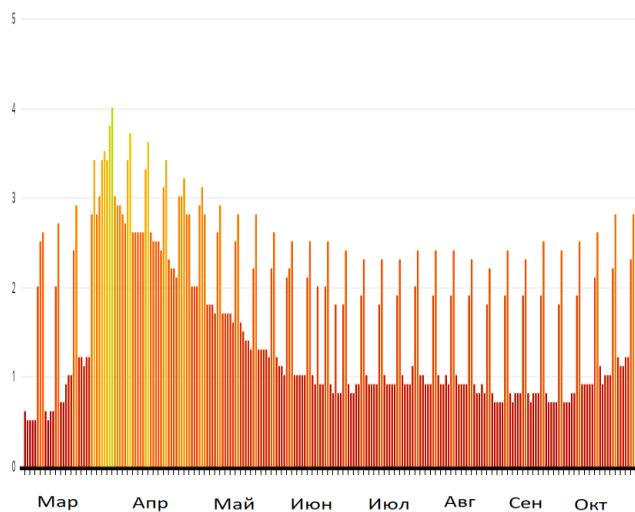
Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

**Рисунок 18. Динамика потребительской активности Sberindex (скользящее среднее за 7 дней)**



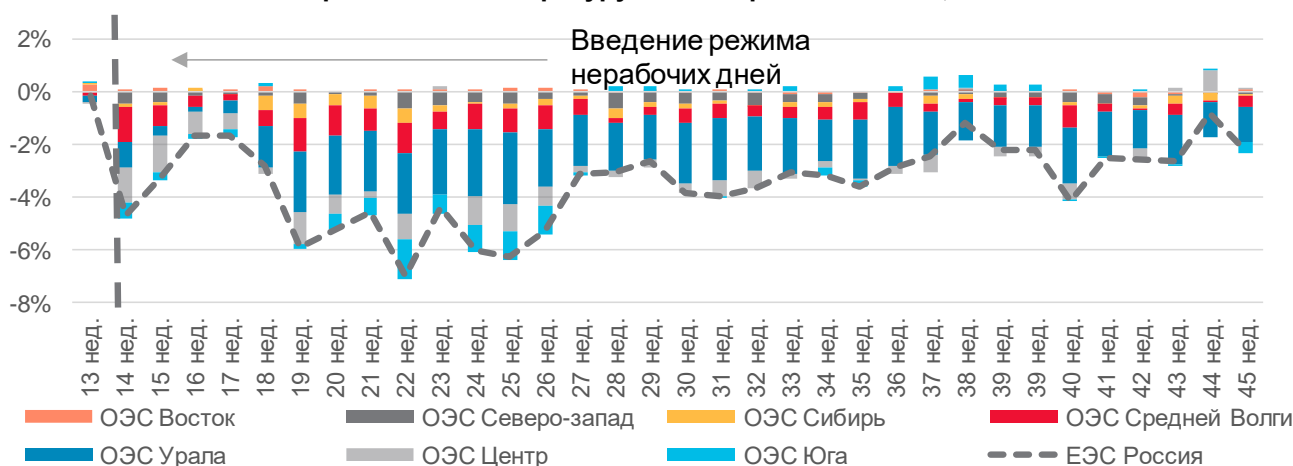
Источник: ПАО Сбербанк.

**Рисунок 19. Индекс самоизоляции Яндекса по России**



Источник: Яндекс.

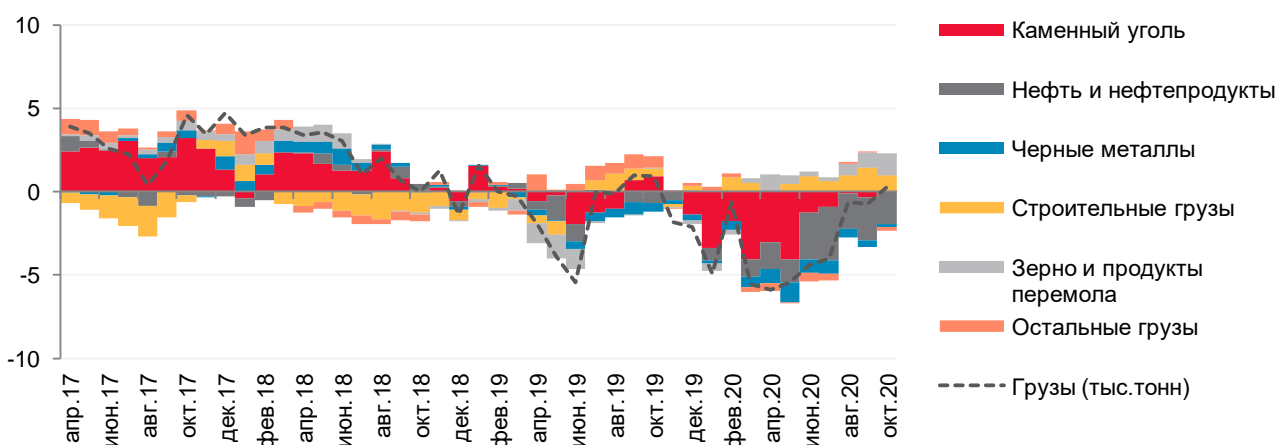
**Рисунок 20. Вклады ОЭС в отклонение энергопотребления в целом по России с поправкой на температуру и число рабочих дней\*, % г/г**



\* Сумма вкладов ОЭС в отдельные недели может не совпадать с общей оценкой динамики по ЕЭС России поскольку оценка отклонения с учетом температурного фактора в целом для ЕЭС России осуществляется отдельно. Разница в оценках поправочных коэффициентов при таком подходе может давать небольшие временные расхождения.

Источники: Системный оператор Единой Энергетической системы, расчеты ДИП.

**Рисунок 21. Декомпозиция динамики погрузки на сети РЖД, % г/г**



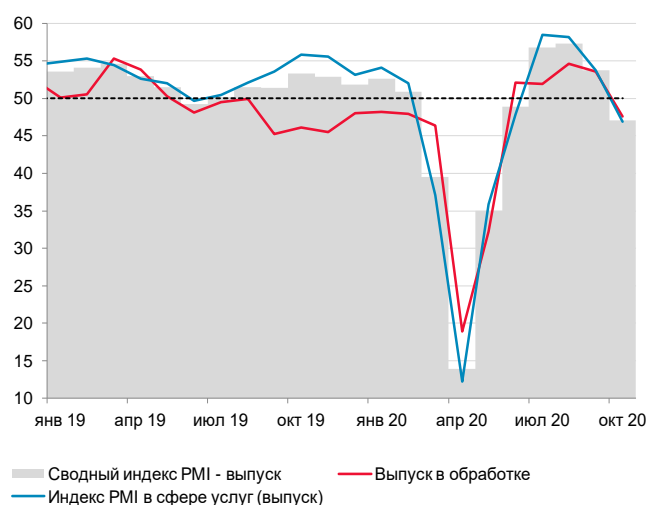
Источник: ПАО «РЖД».

## 2.2. Синхронное снижение индексов PMI в обработке и услугах в октябре

- Сводный индекс PMI в октябре оказался ниже отметки 50 пунктов (47,1) впервые с июня. На ухудшение динамики экономической активности указывала октябрьская [оценка новостного индекса](#).

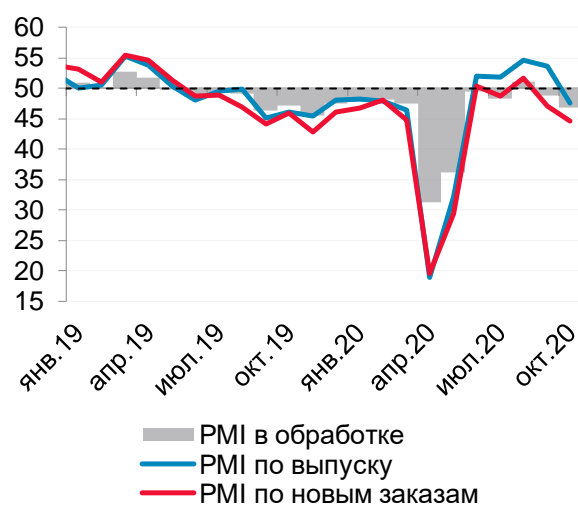
- Индексы PMI обрабатывающей промышленности и сферы услуг синхронно снизились до уровня 46,9 пункта (Рисунок 23, Рисунок 24). Респонденты отмечали влияние ухудшения эпидемиологической ситуации на динамику как выпуска, так и новых заказов.
- В сфере услуг с наиболее сильным снижением новых заказов столкнулись респонденты из подотраслей потребительских услуг, что вызвано введением новых ограничительных мер в России и за рубежом.
- Ожидания по динамике выпуска на горизонте 12 месяцев остаются положительными, но значительно снизились по сравнению с августом-сентябром (Рисунок 25).
- Снижение индексов PMI в октябре невелико относительно предыдущего эпизода ухудшения эпидемиологической обстановки в марте-апреле. Основная причина – более точечный и целевой характер ограничительных мер, введенных в сентябре-октябре по сравнению с мартом-апрелем.
- Формальное нахождение индексов ниже отметки 50 пунктов означает снижение активности, однако не всегда масштаб отклонения от этого уровня соответствует масштабу снижения активности. PMI является диффузным индексом и показывает разницу в долях респондентов, столкнувшихся с повышением и понижением различных показателей своей операционной деятельности. Динамика других оперативных индикаторов не указывает на значительное снижение общего уровня экономической активности в октябре: оно наблюдалось в некоторых секторах, на которые напрямую влияют введение ограничительных мер и рост числа людей, вернувшихся к режиму самоизоляции.

**Рисунок 22. Динамика индексов PMI по выпуску, пунктов**



Источник: IHS Markit.

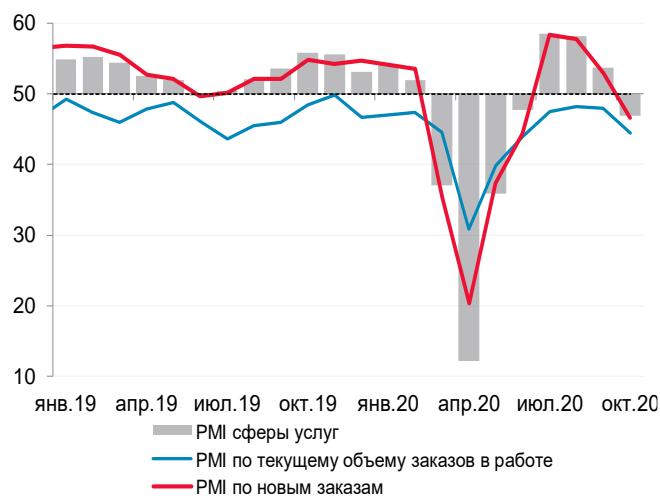
**Рисунок 23. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пунктов**



Источник: IHS Markit.

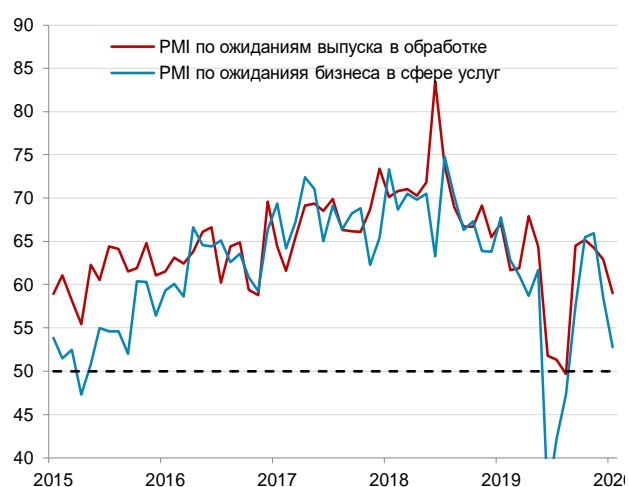


**Рисунок 24. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пунктов**



Источник: IHS Markit.

**Рисунок 25. Динамика подындексов PMI по ожиданиям выпуска, пунктов**



Источник: IHS Markit.

### 2.3. Восстановление выпуска базовых отраслей в сентябре остановилось

- В сентябре 2020 г. снижение выпуска продукции базовых отраслей (ИБО<sup>8</sup>) усилилось до 2,9% г/г с 2,7% г/г августе<sup>9</sup>, что связано с ухудшением динамики в обрабатывающей промышленности и розничных продажах, а также замедлением роста производства в сельском хозяйстве (Рисунок 26). В остальных базовых отраслях в целом наблюдалось улучшение динамики выпуска: замедлилось падение грузооборота и объемов строительства, ускорился рост оборота оптовой торговли.
- В результате в III квартале снижение выпуска базовых отраслей замедлилось до 3,1% г/г с 6,7% г/г<sup>10</sup> в II квартале (Рисунок 27). Таким образом, можно ожидать, что снижение ВВП в III квартале замедлится до 3-4% г/г с 8% г/г в II квартале. При этом с высокой вероятностью оценка глубины падения ВВП в II квартале будет со временем уменьшена с учетом пересмотра данных по промышленности за 2019-2020 гг.

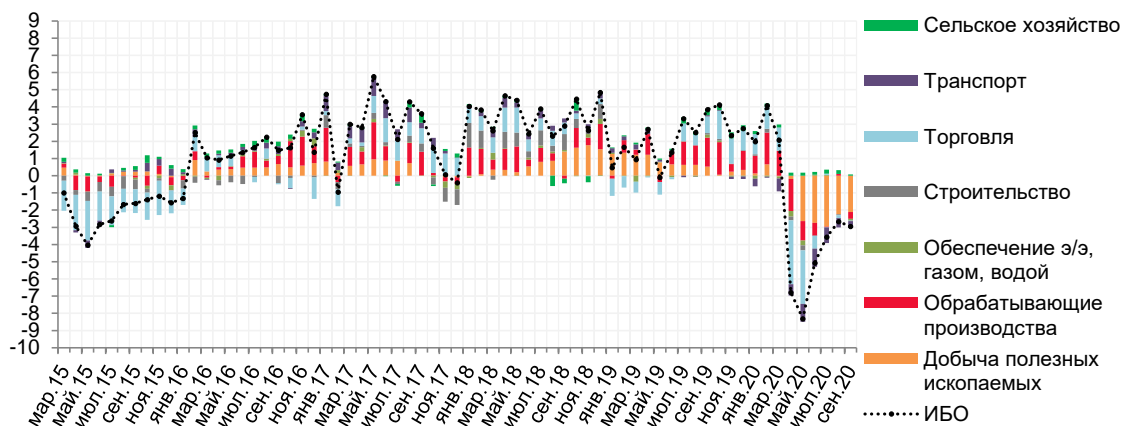
<sup>8</sup> Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования семи отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства; добычи полезных ископаемых; выпуска продукции обрабатывающей промышленности; производства и распределения электроэнергии, газа и воды; грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли) с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС России в 2018 году. Состав индекса базовых отраслей, рассчитываемого ДИП, аналогичен используемому Росстатом при исчислении индекса физического объема выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности, за исключением пассажирского транспорта. Индексы показывают в целом схожую динамику. При этом методика построения ИБО в отличие от индекса Росстата позволяет проводить декомпозицию по видам экономической деятельности и рассчитывать индекс базовых отраслей на уровне субъектов Российской Федерации с целью оперативного мониторинга экономической ситуации в отдельных регионах.

<sup>9</sup> Росстат уточнил данные по сельскому хозяйству и транспортному комплексу за июль-август 2020 года.

<sup>10</sup> Росстат в сентябре пересмотрел данные по отраслям промышленности в 2019-2020 гг., что улучшило показатель ИБО за II квартал с -7,7% г/г до -6,7% г/г.

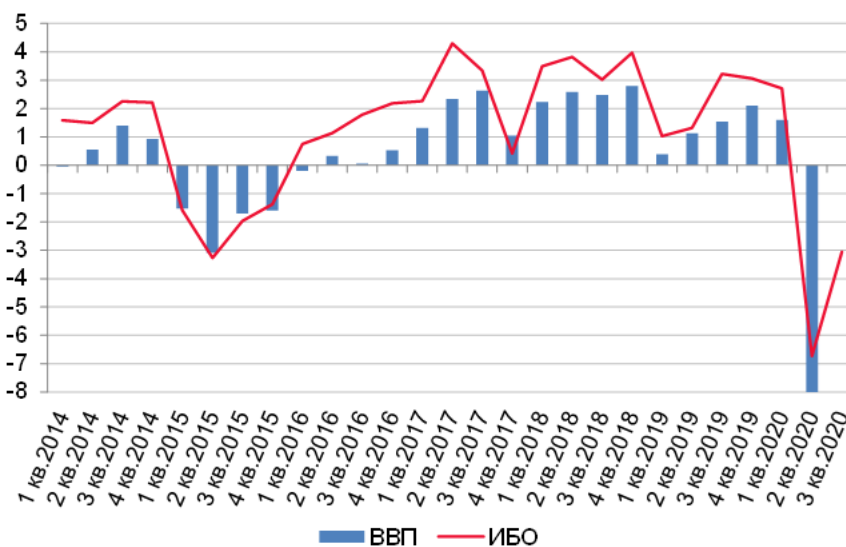
(подробнее см. в разделе 2.4. Промышленность в сентябре: небольшое снижение выпуска по сравнению с августом).

**Рисунок 26. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2015-2020 гг., % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 27. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, %, г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 2.4. Промышленность в сентябре: небольшое снижение выпуска по сравнению с августом

- Пересмотр вверх Росстатом объемов выпуска в промышленности в 2019 и 2020 гг. приведет к менее сильному снижению ВВП в 2020 г. примерно на 0,5-0,7 п.п., при прочих равных условиях. По итогам пересмотра производство во многих отраслях уже достигло докоронавирусного уровня.

- Объем промышленного производства снизился на 1,0% м/м SA<sup>11</sup> в сентябре. Основным драйвером послужило падение выпуска в обрабатывающих отраслях на 1,7% м/м SA. Выпуск в добыче снизился на 0,4% м/м SA на фоне стабилизации объемов добычи нефти и снижения объема предоставляемых в добыче услуг.
- Основной негативный вклад в динамику обрабатывающих отраслей внесло снижение выпуска в инвестиционных отраслях: в августе уровень выпуска в некоторых подотраслях с длительным циклом производства достиг многолетних максимумов, а в сентябре нормализовался.
- В отраслях потребительского спроса наблюдалось снижение производства товаров повседневного спроса, при этом продолжился рост в большинстве отраслей, занимающихся выпуском товаров длительного пользования.

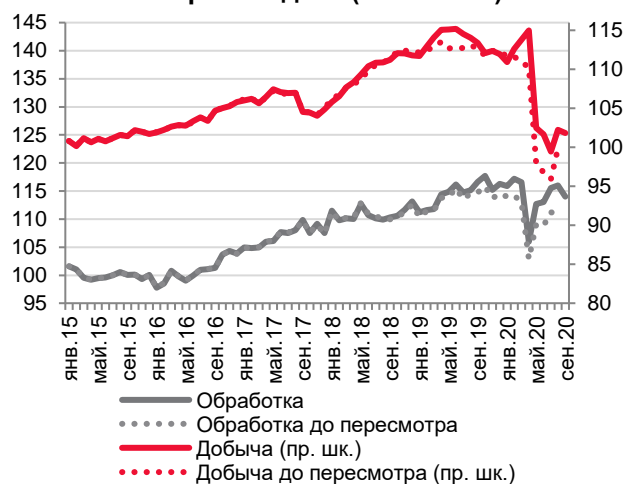
Росстат пересмотрел данные по промышленному производству за 2019–2020 годы. Индексы промышленного производства, добычи полезных ископаемых, обрабатывающей промышленности, а также практически все компоненты обработки были пересмотрены вверх. Наиболее значительный пересмотр коснулся 2020 г.: масштаб снижения выпуска, особенно в последние месяцы, оказался гораздо меньше. По нашей оценке, пересмотр динамики промышленного производства уменьшит глубину падения ВВП в 2020 г. на 0,5-0,7 п.п. при прочих равных условиях.

**Рисунок 28. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В сентябре падение выпуска промышленности относительно уровня прошлого года ускорилось до -5% г/г после -4,2% г/г в августе. В добывающей промышленности в сентябре продолжилось замедление падения выпуска в годовом выражении: оно составило

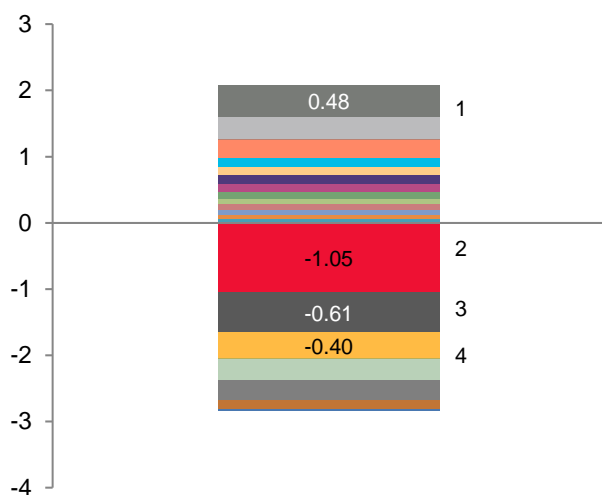
<sup>11</sup> Здесь и далее сезонно сглаженные месячные темпы роста представлены с учетом оценок Департамента исследований и прогнозирования.

10% г/г (-10,6% г/г в августе). В обрабатывающей промышленности выпуск сократился на 1,6% г/г после временного роста в августе на 0,4% г/г (Рисунок 29).

Относительно августа промышленное производство перешло от роста к снижению на 1,0% м/м SA (Рисунок 28). ЦМАКП оценивает динамику промышленности более позитивно: в сентябре уровень выпуска практически не изменился относительно августа (+0,1% м/м SA) за счет роста производства в обработке: ЦМАКП использует более узкую базу товаров-представителей для расчета индексов производства, чем Росстат, и очищает их динамику от различных разовых выбросов и высоковолатильных компонент.

Объем добычи полезных ископаемых в сентябре незначительно снизился (-0,4% м/м SA) из-за сокращения объема предоставляемых в добыче услуг (-2,6% м/м SA). Добыча нефти в сентябре ожидаемо осталась на уровне августа (+0,1% м/м SA) на фоне следования условиям сделки ОПЕК+.

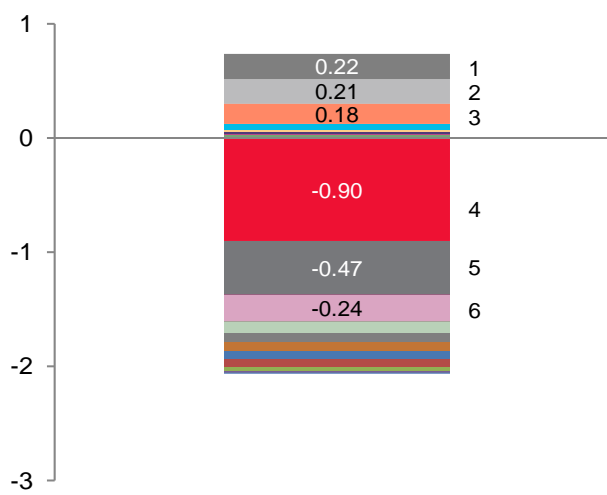
**Рисунок 30. Вклады отдельных отраслей в прирост обрабатывающей промышленности, п.п. г/г**



- 1 Производство химических веществ и химических продуктов
- 2 Производство кокса и нефтепродуктов
- 3 Производство прочих транспортных средств и оборудования
- 4 Производство компьютеров, электронных и оптических изделий

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 31. Вклады отдельных отраслей в прирост обрабатывающей промышленности, п.п. м/м**



- 1 Кокс и нефтепродукты
- 2 Metallургия
- 3 Автотранспортные средства
- 4 Прочие транспортные средства и оборудование
- 5 Готовые металлические изделия
- 6 Машины и оборудование

Основной причиной снижения промышленности в сентябре по сравнению с августом стало сокращение выпуска в обработке на 1,7% м/м SA. Наибольший негативный вклад внесла группа *инвестиционных* отраслей, главным образом – производство прочих транспортных средств и оборудования, где выпуск сократился на 17% м/м SA после примерно такого же по масштабу роста в августе (Рисунок 32, Рисунок 33). Динамика выпуска в этой отрасли характеризуется высокой волатильностью, поскольку включает в себя выпуск товаров с длительным производственным циклом: производство летательных аппаратов в августе было максимальным за последние два года, а в сентябре

объемы нормализовались и в результате упали на 29,1% м/м SA. В большинстве остальных отраслей инвестиционного спроса после высоких показателей августа, близких или даже превышающих докоронавирусный уровень, в сентябре также наблюдалось снижение. Выпуск машин и оборудования сократился на 6,6% м/м SA за счет сильного падения производства оборудования для промышленности (-18,9% м/м SA). Сохранение положительного тренда наблюдалось только в производстве электрического оборудования (+2,3% м/м SA), где выпуск уже второй месяц подряд превышает уровень начала года. Вероятно, на август пришелся пик реализации отложенного спроса на инвестиционное оборудование, что вызвало коррекцию в динамике выпуска товаров в сентябре. Оперативная статистика по входящим финансовым потокам указывает на устойчивое улучшение ситуации в отраслях инвестиционного спроса на протяжении сентября и первой половины октября.

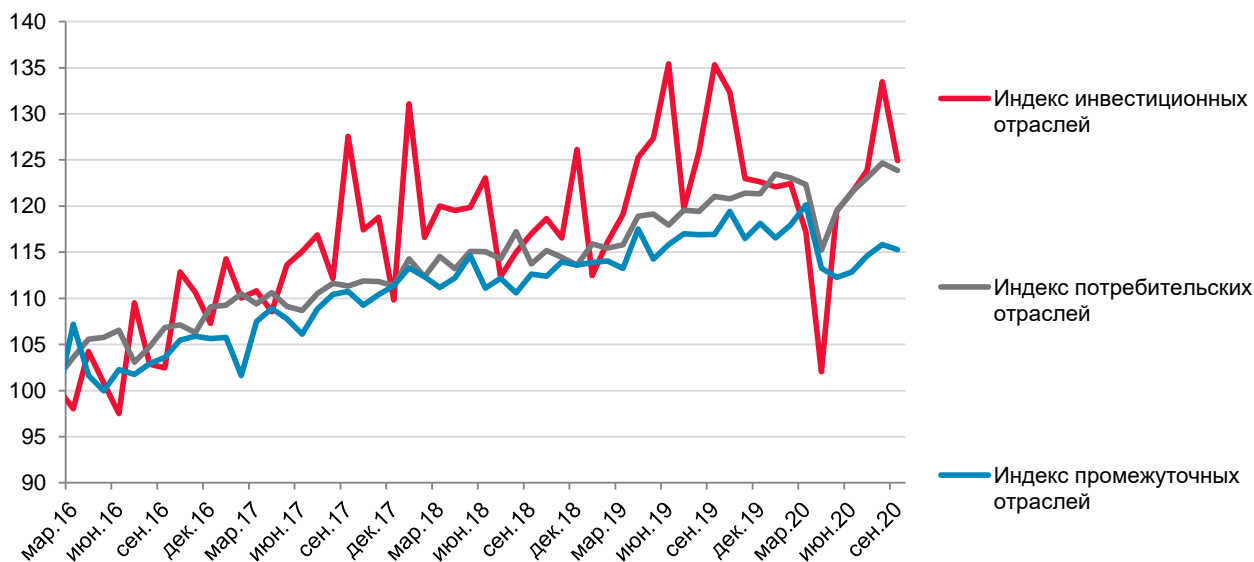
Практически во всех отраслях, ориентированных на производство *потребительских* товаров, выпуск достиг докоронавирусного уровня, при этом в сентябре в целом немного снизился. В отраслях повседневного спроса наблюдается уменьшение объемов производства из-за сокращения выпуска пищевых продуктов (-0,6% м/м SA) на фоне снижения в мясной (-0,4% м/м SA), молочной (-1,1% м/м SA), и крупяной промышленности (-3,5% м/м SA). В сентябре также сократился выпуск лекарственных средств и материалов (-5,4% м/м SA). На замедление положительного тренда в отрасли указывало устойчивое снижение объема входящих финансовых потоков на протяжении сентября.

Драйвером положительной динамики в группе отраслей, ориентированных на производство потребительских товаров длительного пользования, стало производство автотранспортных средств (+7,2% м/м SA). Продажи новых автомобилей в сентябре выросли по отношению к прошлому году, что стимулировало производителей увеличить выпуск. При этом они пока не могут нащупать устойчивый уровень производства (по оценкам ЦМАКП), из-за чего последние три месяца наблюдались его сильные колебания. Это может быть отголоском глобальных перебоев с поставками комплектующих и запчастей, которые наблюдались еще весной и в начале лета. Выпуск бытовых приборов продолжил расти (+0,8% м/м SA в сентябре) и держится выше докоронавирусного уровня. Стоит отметить и продолжающийся рост производства мебели, которое быстро восстановилось после снятия ограничительных мер и в сентябре было примерно на 10% выше докоронавирусного уровня. Отрицательный вклад в динамику потребительских отраслей внесло производство прочих готовых изделий (-10% м/м SA). Это связано с сокращением спроса на медицинские инструменты и оборудование (-15,2% м/м SA) вслед за лекарственными средствами.

В группе отраслей *промежуточного* спроса сохраняется наибольшее отставание от докоронавирусного уровня с учетом снизившегося объема поступающей на переработку нефти. В металлургии наблюдался рост производства на +1,3% м/м SA благодаря положительной динамике в черной металлургии (+2% м/м SA). Также продолжилось восстановление производства кокса и нефтепродуктов (+1,3% м/м SA), хотя оно и остается значительно ниже докоронавирусного уровня на фоне действия ограничений на добычу нефти в рамках сделки ОПЕК+. Значительное снижение выпуска наблюдалось в отрасли

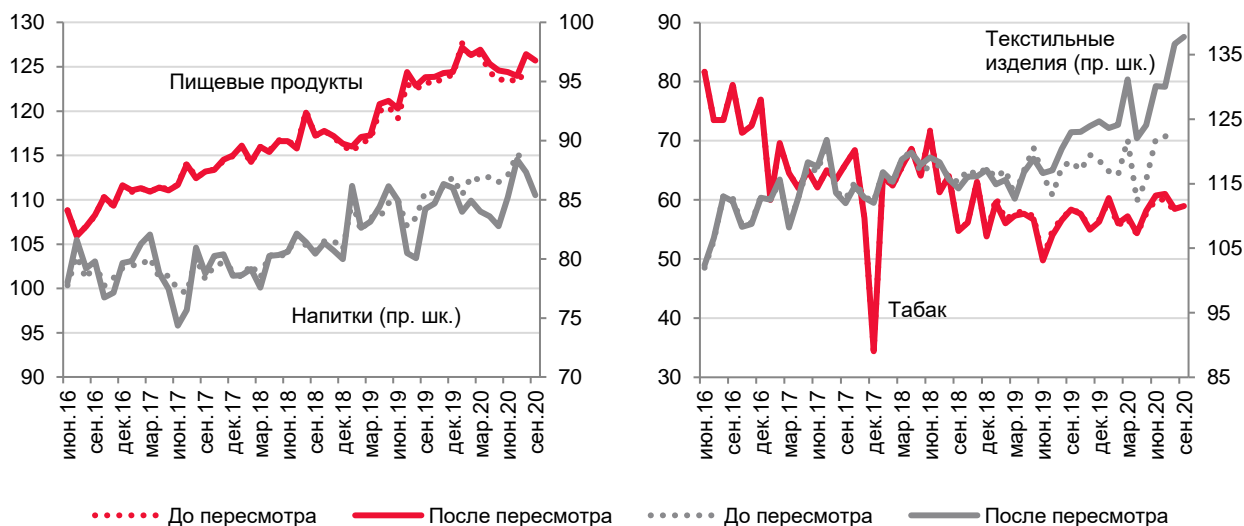
готовых металлических изделий (-10,7% м/м SA) из-за нормализации уровня производства цистерн и паровых котлов в сентябре (-29,2% и -53,8% м/м SA соответственно) после аномального роста в августе.

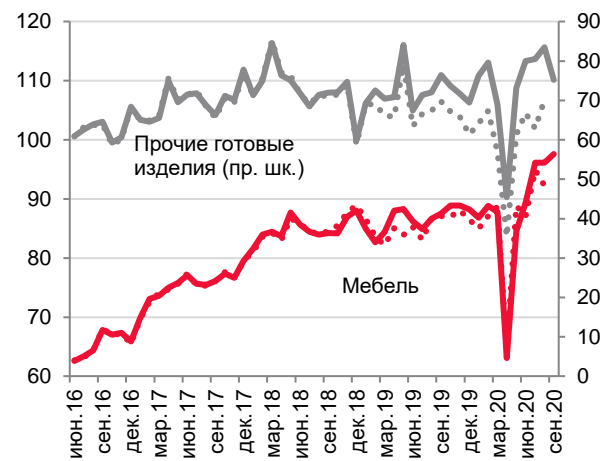
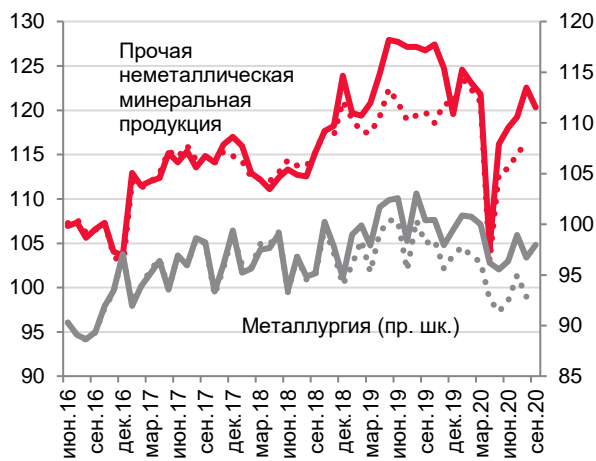
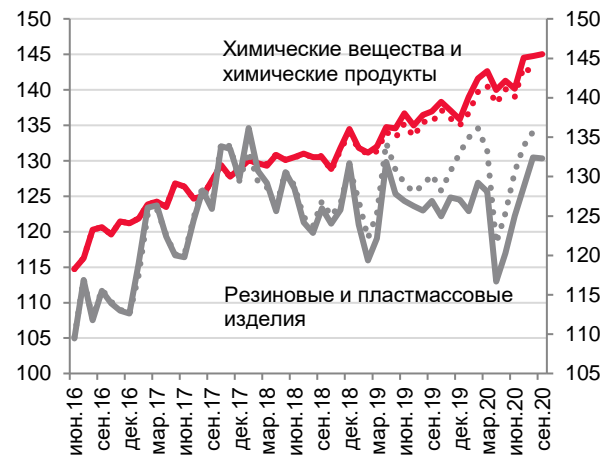
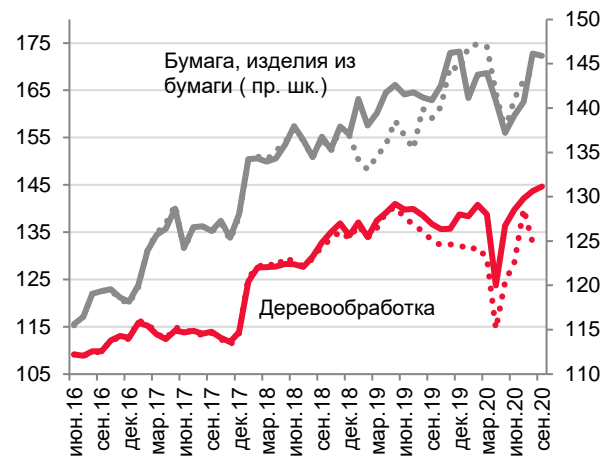
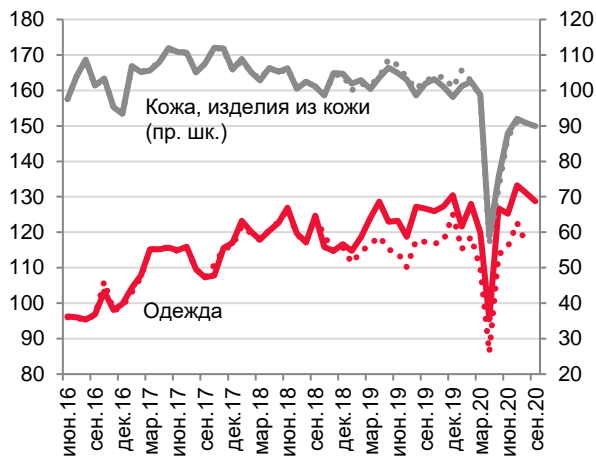
**Рисунок 32. Производство групп отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2016=100%, сезонность устранена**



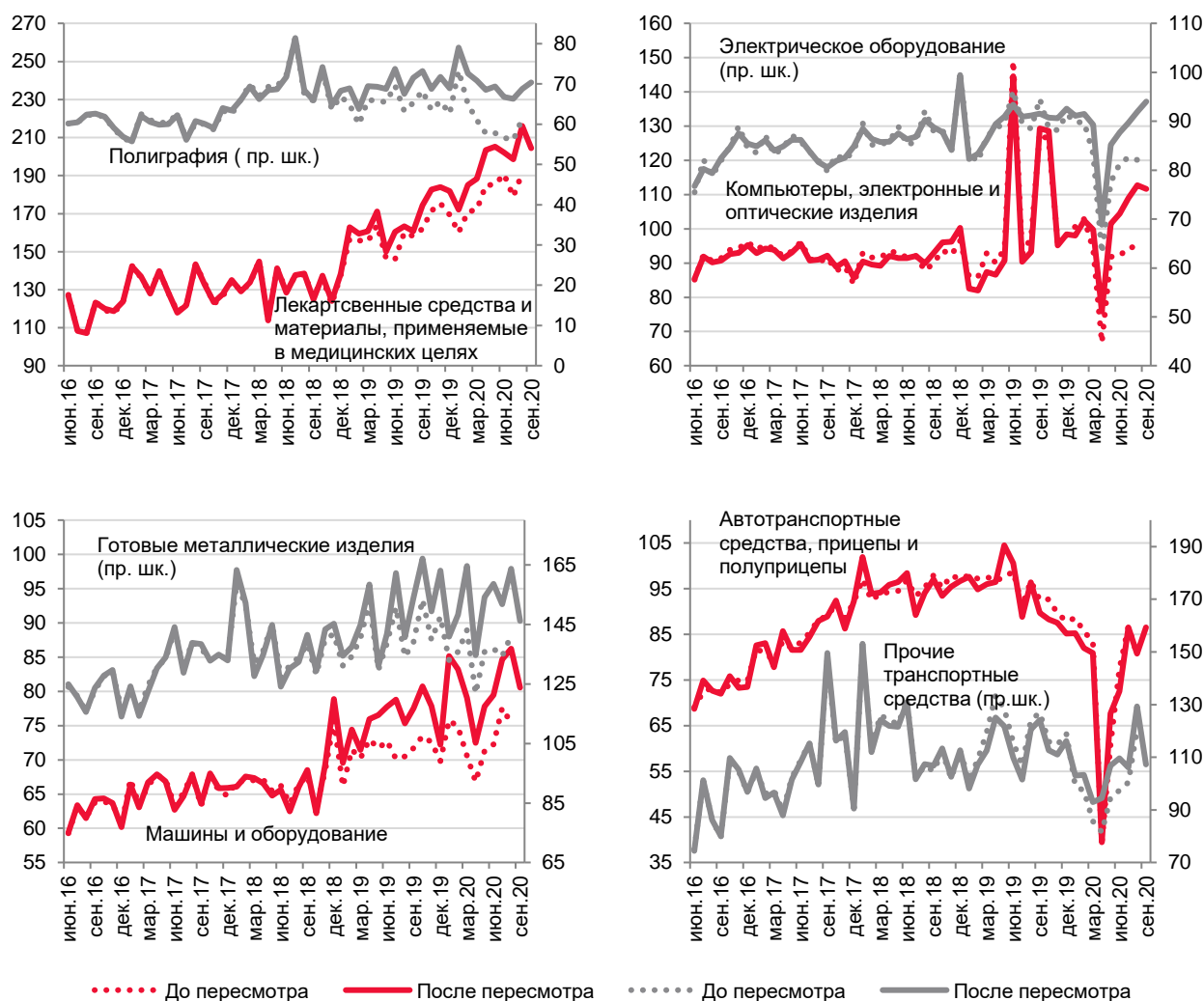
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 33. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, дек. 2012=100%, сезонность устранена**





..... До пересмотра    — После пересмотра    ..... До пересмотра    — После пересмотра



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 2.5. Потребление товаров вышло на плато в сентябре

- В сентябре значимых изменений в обороте розничной торговли не произошло, что ознаменовало окончательный выход потребления товаров на плато: в годовом отношении отставание от уровней прошлого года незначительно выросло: с  $-2,7\%$  г/г в августе до  $-3,0\%$  г/г. При этом продолжилось восстановление объема оказываемых населению услуг ( $+6,7\%$  м/м SA).
- В III квартале наблюдалось частичное восстановление доходов населения, что на фоне нормализации структуры их использования (снижения нормы сбережений после резкого всплеска в II квартале) привело к быстрому восстановлению потребления после провала II квартала. Тем не менее, уровень потребления остается ниже докоронавирусного.
- Оперативные данные по потреблению россиян в октябре указывают на признаки некоторого сокращения трат на фоне ухудшения эпидемиологической ситуации, в



первую очередь в сервисных категориях. В ближайшие месяцы динамика потребления будет определяться реакцией населения на изменения эпидемиологической ситуации и динамикой их доходов. Ключевым отличием от весеннего периода должны стать сохранение уровня трат на продовольствие и отсутствие выраженной просадки в непродовольственной торговле при миграции спроса из сервисных категорий при условии отсутствия возвращения жестких ограничительных мер.

Сентябрь не принес значимых изменений в оборотах розничной торговли, окончательно зафиксировав выход потребления товаров домохозяйств на плато. Согласно данным Росстата, сезонно сглаженные обороты розницы в сентябре показали рост на 0,2% м/м (Рисунок 35), а в годовом отношении отставание от уровней прошлого года незначительно выросло: с -2,7 до -3,0% г/г (Рисунок 34). При этом основной вклад в ускорение отрыва от прошлогодних уровней внесла категория продовольственной розницы, где, продолжая тенденции августа, падение оборотов вновь возросло с -4,1% г/г в августе до -4,6% г/г в сентябре. При этом был зафиксирован рост на 0,1% м/м SA после 0,7% м/м SA снижения в августе. Спрос на непродовольственные товары также вырос на 0,3% м/м SA, все еще на -1,3% отставая от прошлогодних значений.

В сентябре основным драйвером роста потребления россиян выступил сектор сервисной экономики, где, по данным Росстата, отставание от уровней прошлого года сократилось до -12,2% г/г после -18,8% г/г в августе. В месячном отношении восстановление ускорилось до +6,7% м/м SA с 2,3% м/м SA в августе.

**Рисунок 34. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 35. Динамика оборота розничной торговли (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %**



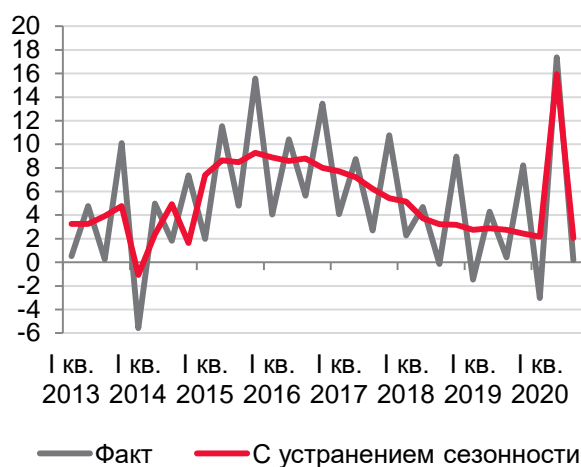
Источники: Росстат, расчет ДИП.

После сокращения на 5% г/г в номинальном выражении в II квартале денежные доходы населения к III кварталу сравнялись с уровнем прошлого года на фоне продолжающегося устойчивого роста социальных выплат (+19,1% г/г после +21,9% в II квартале)

и замедлившегося сжатия доходов от предпринимательской деятельности (-9,6% г/г после -34,0% г/г в II квартале). Оплата труда незначительно превысила уровень прошлого года (+1,3% г/г). Таким образом, структура доходов выровнялась, в целом вернувшись к прошлогодним уровням с небольшим перераспределением доли в размере 1 п.п. от доходов от собственности (4,3%) и предпринимательской деятельности (5,6%) в пользу роста доли социальных выплат (22,9%).

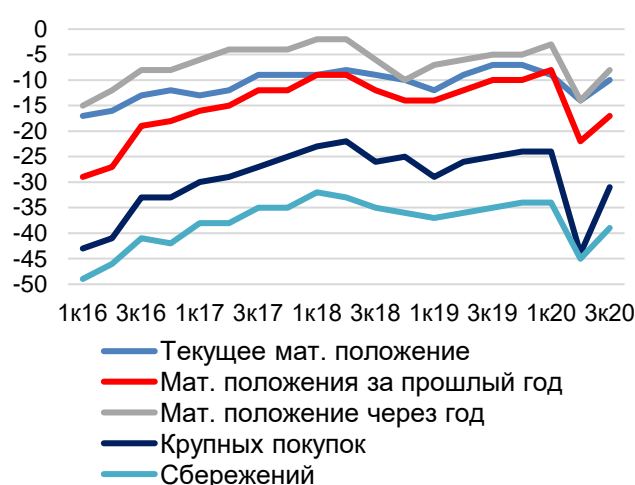
Замедление снижения реальных располагаемых доходов населения в III квартале (-4,8% г/г после -8,4% г/г в II квартале) и нормализация структуры расходов населения в III квартале после существенного сдвига, наблюдавшегося в II квартале, обеспечили достаточно быстрое восстановление объемов потребления после провала в II квартале. Так, невозможность потратить деньги на покупку товаров и услуг из-за действия ограничительных мер, а также рост неопределенности привели к рекордному росту нормы сбережений населения, а доли расходов на товары и услуги в II квартале оказались минимальными, но уже в III квартале нормализовались, как и норма сбережений, приблизившись к уровням прошлого года (Рисунок 36). При этом уровень потребления населения остается пониженным относительно докоронавирусного периода.

**Рисунок 36. Норма сбережений, скорректированная на прирост эскроу-счетов, в % к денежным доходам**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 37. Индекс потребительской уверенности, пунктов**



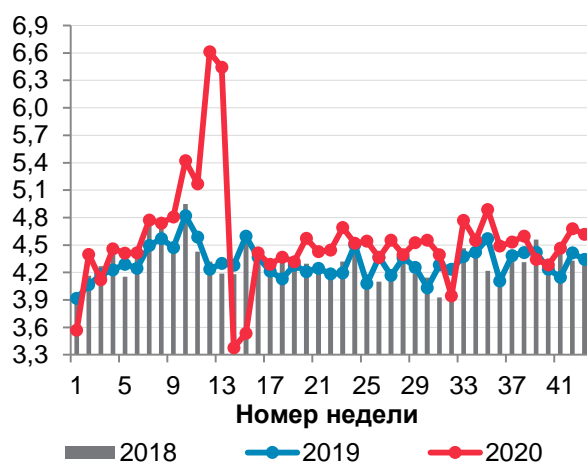
Источник: Росстат.

Также в III квартале был зафиксирован значительный рост потребительской уверенности. Индекс Росстата прибавил 8 пунктов на фоне уменьшения числа пессимистично настроенных граждан. Индексы ожидаемых и произошедших изменений в личном материальном положении выросли по сравнению с II кварталом на 6 и 5 пунктов соответственно (Рисунок 37). Аналогичную динамику показывают индексы потребительских ожиданий, рассчитываемые по основе сентябрьских опросов ИнФОМ. Как и у Росстата, максимальное изменение по сравнению с предыдущим опросом наблюдалось в подындесе оценки благоприятности совершения крупных покупок: +5 и 13 пунктов у ИнФОМ и Росстата соответственно. Несмотря на то, что квартальные опросные показатели

нельзя в полной мере рассматривать как максимально оперативные индикаторы текущего состояния потребительской активности, обозначенные выше позитивные изменения, по нашему мнению, окажут поддержку потребительскому спросу в IV квартале.

Динамика потребления в ближайшие месяцы будет определяться динамикой доходов населения и изменением потребительских предпочтений на фоне ухудшения эпидемиологической ситуации. Возможно возобновление снижения спроса на услуги, что уже начинает прослеживаться в оперативной статистике за октябрь. При этом всплеск спроса на товары повседневного спроса, который наблюдался в конце I квартала, пока представляется нам маловероятным. Начало плавного сокращения расходов в сервисных категориях на фоне роста числа заболеваний коронавирусом фиксируется Сбербанком. Еженедельные повседневные расходы, по данным Ромир<sup>12</sup>, начав октябрь со снижения, к середине месяца стабилизировались, демонстрируя годовой рост выше 6% в течение последних двух недель (Рисунок 38). Это может отражать постепенное обратное перераспределение трат населения от услуг к товарам.

**Рисунок 38. Объем номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. руб.**



Источник: Ромир.

**Рисунок 39. Изменение реальных расходов на товары и услуги в октябре, % г/г**



Источник: Лаборатория «СберДанные».

<sup>12</sup> [Недельные расходы продолжили уверенный рост](#) / Исследовательский холдинг «Ромир» 20/10/2020.

## 2.6. О динамике и структуре сбережений населения

- Структура использования доходов населения в III квартале нормализовалась после значительного изменения в II квартале на фоне действия ограничительных мер. Норма сбережений в III квартале снизилась до 2% после увеличения до рекордных 18,2% в II квартале.
- При этом методика Росстата немного завышает норму сбережений в части двойного учета сбережений в форме приобретения недвижимости (ДДУ) и прироста средств на эскроу-счетах и занижает норму инвестиций, недоучитывая сбережения в форме приобретения ценных бумаг. В III квартале усиление притока средств населения в инструменты финансового рынка указывает на то, что норма сбережений могла оказаться несколько выше официальных оценок Росстата.
- В целом на норму сбережений в III квартале значительное влияние оказал бурный рост кредитования. Норма сбережений без учета кредитования в III квартале оставалась повышенной относительно соответствующих периодов прошлых лет.
- Резкое повышение нормы сбережений в II квартале было вызвано как невозможностью потратить часть доходов из-за действия ограничительных мер, так и мотивом предосторожности. В значительной степени это было обеспечено увеличением количества наличных денег на руках.
- В III квартале нетипичный для сезонности прирост наличных рублей на руках продолжился, хотя и меньшими темпами, чем в II квартале. При этом значительно выросла доля доходов, направляемых на покупку недвижимости на фоне действия льготной ипотечной программы. В целом такая динамика может говорить о неоднородности потребительского/сберегательного поведения различных групп населения.

Согласно данным Росстата, в III квартале норма сбережений<sup>13</sup> снизилась до 2% после увеличения до рекордных 18,2% в II квартале.

Мы полагаем, что норма сбережений, которую рассчитывает Росстат, и, соответственно, динамика денежных доходов (последние рассчитываются балансовым методом) в последние несколько кварталов могут искажаться из-за заметного прироста денежных средств на эскроу-счетах в рамках новой схемы финансирования строительства жилья. Прирост средств на эскроу-счетах, который сейчас включается в прирост вкладов населения при расчете баланса доходов и расходов населения, должен отсюда исключаться во избежание двойного счета операций по покупке недвижимости на первичном

---

<sup>13</sup> Норма сбережений – это доля дохода, направленная населением на сбережения. Росстат включает в сбережения динамику рублевых и валютных вкладов и кредитов, приобретение ценных бумаг, изменение средств на счетах ИП, покупку недвижимости, скота и птицы, изменение наличности на руках в рублях и иностранной валюте, изменение задолженности по заработной плате, страховых резервов по страхованию жизни и средств от реализации финансовых активов.

рынке<sup>14</sup>. Мы корректируем расчет баланса доходов и расходов, вычитая изменения средств на эскроу-счетах из сбережений.

Значение скорректированной нормы сбережений<sup>15</sup> оказалось немного ниже по сравнению с расчетами Росстата (Рисунок 41). При этом, по нашим оценкам, сезонно сглаженная норма сбережений, очищенная от прироста эскроу-счетов, в III квартале вернулась к уровню I квартала (Рисунок 40), составив около 2% (0,2% NSA).

**Рисунок 40. Норма сбережений, скорректированная на прирост эскроу-счетов, в % к денежным доходам**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 41. Норма сбережений Росстата и скорректированная на прирост эскроу-счетов, в % к денежным доходам**



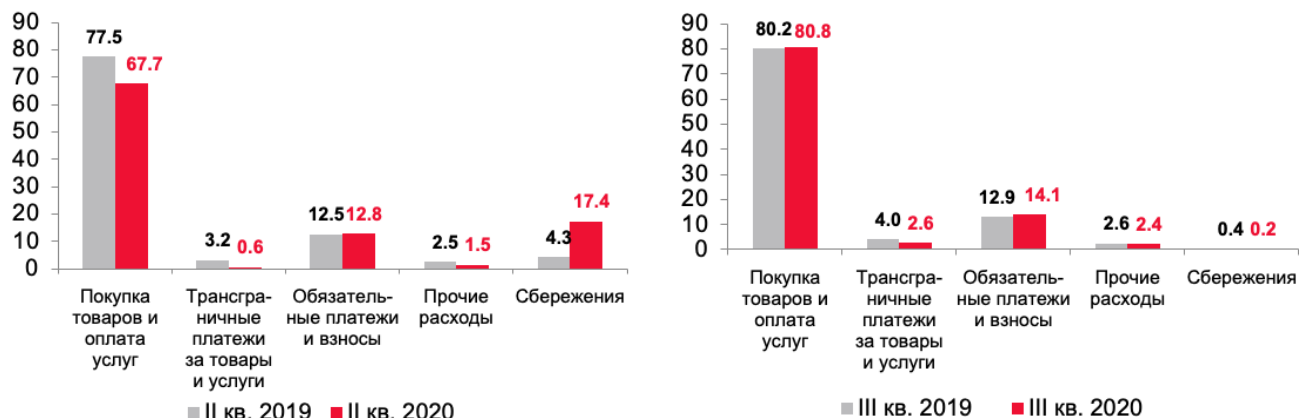
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Анализ структуры использования денежных доходов населения показывает, что уже в III квартале она в целом нормализовалась (была близкой к структуре III квартала 2019 г.) после временного, но значительного изменения в II квартале (Рисунок 42). Невозможность потратить деньги на покупку товаров и услуг из-за действия ограничительных мер, а также рост неопределенности вызвали значительное снижение доли покупок товаров и услуг и увеличение доли сбережений в II квартале. Однако уже в III квартале доля расходов нормализовалась, и доля сбережений оказалась близкой к уровню прошлого года.

<sup>14</sup> До введения механизма эскроу-счетов транзакция отражалась только в статье «Покупка недвижимости». После введения дополнительно происходит увеличение объема вкладов населения за счет перевода оплаты за новую квартиру на счет эскроу.

<sup>15</sup> Здесь и далее по тексту, если не указано иное, норма сбережений приводится с корректировкой на прирост эскроу-счетов.

**Рисунок 42. Изменение в структуре использования денежных доходов населения, в % к денежным доходам**



Примечание: В 2019 и 2020 гг. сбережения и денежные доходы скорректированы на прирост эскроу-счетов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Несмотря на то, что норма сбережений в III квартале снизилась и была близка к уровням III квартала 2018 и 2019 гг. (Рисунок 40, Рисунок 44), стоит отметить существенное изменение структуры сбережений населения по типам инструментов/активов:

- 1) Значительно увеличилось по сравнению с прошлыми годами накопление наличных рублей на руках (Рисунок 44). Эта тенденция началась в II квартале (Рисунок 43, Рисунок 45). Именно несезонный прирост денег на руках стал основным драйвером роста нормы сбережения в II квартале.
- 2) Увеличилась доля доходов, направляемых на покупку недвижимости. В III квартале она достигла максимальной отметки с начала расчета баланса доходов и расходов по новой методологии (с 2013 г., Рисунок 46)<sup>16</sup>. Этому способствовала программа льготного ипотечного кредитования – «Программа 6,5», которая значительно увеличила спрос на первичном рынке жилой недвижимости.
- 3) Активизация кредитования, в первую очередь ипотечного, компенсировала рост накоплений. Рост кредитов в текущей методологии Росстата уменьшает норму сбережений. Без учета кредитования норма сбережений в III квартале оказалась максимальной для этого периода как минимум с 2013 г. (Рисунок 44).
- 4) В 2020 г. произошел существенный рост вложений населения в ценные бумаги, который методология Росстата не учитывает. Мы оценили чистые вложения населения в ценные бумаги на основе депозитарной отчетности в 2020 году<sup>17</sup>. Наша оценка оказалась в разы больше, чем у Росстата (Рисунок 47). Объем

<sup>16</sup> Расходы на покупку недвижимости достигли квартального максимума и в номинальном выражении (460 млрд руб).

<sup>17</sup> На основе данных раздела 1.2 форм отчетности 0409711 и 0420415. Аномальные значения в отчетности корректируются. Месячное изменение количества ценных бумаг по каждому выпуску умножается на среднее значение оценочной стоимости в данном месяце.

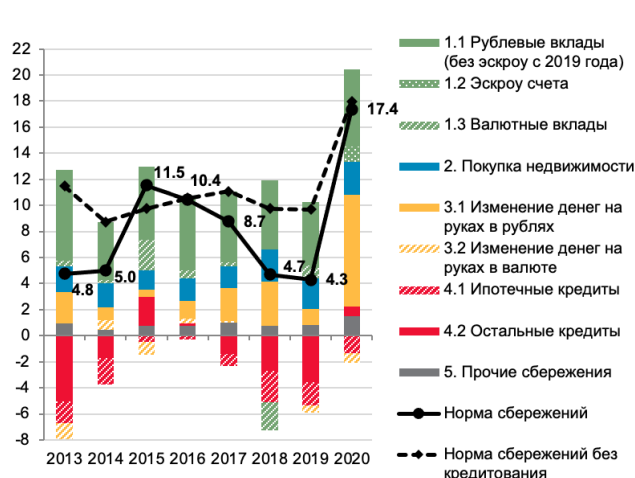
вложений в ценные бумаги сопоставим по масштабу со сбережениями/вложениями в другие формы активов. Это означает, что норма сбережений при полном учете значительного перетока средств на фондовый рынок могла бы быть на 3-3,5 п.п. выше, чем по текущей оценке. Это же справедливо и для оценки уровня доходов населения.

Некоторые изменения в структуре сбережений населения, вероятно, окажутся временными. Прежде всего это касается прироста наличных денег на руках. Ставки по банковским депозитам в рублях хотя и снизились на фоне смягчения ДКП, остаются в положительной зоне, что не создает стимулов для перехода в наличную форму сбережений. Основная причина роста наличности на руках – накопление из мотива предосторожности на фоне повышенной неопределенности из-за пандемии. Это фактор рано или поздно станет незначимым.

Объемы покупок недвижимости могут оставаться повышенными вплоть до II квартала 2021 года. Программа льготной ипотеки продлена до июля 2021 г., однако после ее окончания спрос на жилье может временно снизиться. Многие покупатели, зная о конечности действия программ льготного кредитования, могут ускорить покупку жилья и совершить ее раньше, чем планировалось. Таким образом, льготные программы оттягивают на себя будущий спрос, поэтому после их окончания обычно происходит временное снижение спроса.

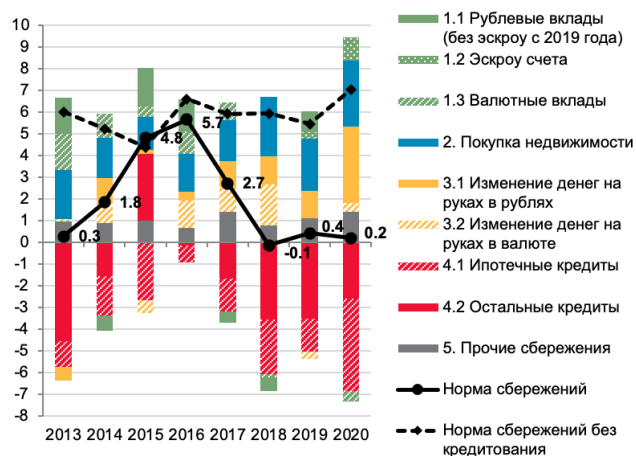
Рост доли сбережений, направляемых в ценные бумаги, может оказаться более устойчивым на фоне мягкой ДКП, снижения ставок по депозитам и значительного облегчения процедуры открытия брокерских счетов/доверительного управления и проведения операций с ценными бумагами. Крупнейшие брокеры-КО активно развивают этот сегмент рынка, вероятно, компенсируя ограниченный потенциал роста чистых процентных доходов банка на фоне общего снижения уровня процентных ставок в экономике.

**Рисунок 43. Компоненты нормы сбережений в II квартале, в % к денежным доходам**

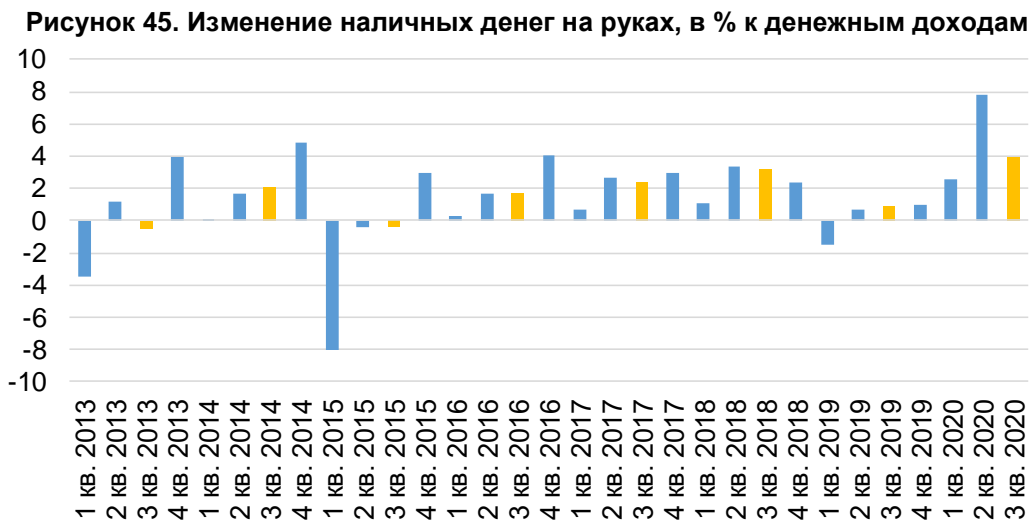


Примечание. В 2019 и 2020 гг. сбережения и денежные доходы скорректированы на прирост эскроу-счетов.  
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 44. Компоненты нормы сбережений в III квартале, в % к денежным доходам**



Примечание. В 2019 и 2020 гг. сбережения и денежные доходы скорректированы на прирост эскроу-счетов.  
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

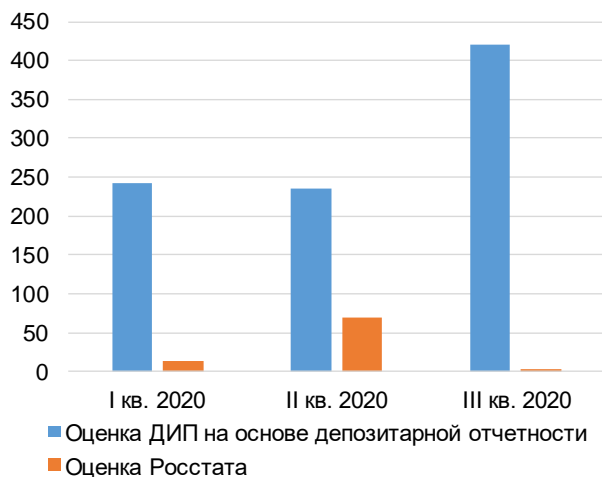


Источники: Росстат, расчеты ДИП.



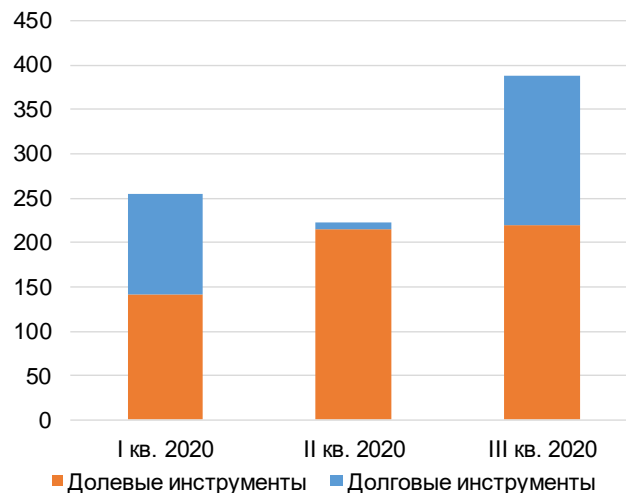
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 47. Оценка нетто-вложений населения в ценные бумаги (млрд. руб.)**



Источники: Росстат, Банк России расчеты ДИП.

**Рисунок 48. Оценка нетто-притоков населения в по классам активов (млрд. руб.)**



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

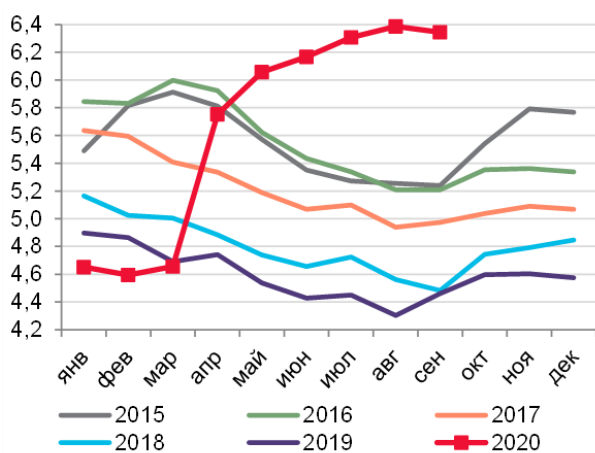


## 2.7. Первые признаки восстановления на рынке труда

- В сентябре впервые с начала пандемии снизился сезонно сглаженный уровень безработицы. Постепенно восстанавливается спрос на рабочую силу, в том числе со стороны наиболее пострадавших в период пандемии отраслей. Впрочем, ухудшение эпидемиологической ситуации может замедлить восстановление рынка труда.
- В августе рост номинальных и реальных заработных плат замедлился за счет отраслей частного сектора, в то время как рост зарплат в государственном секторе остается повышенным.

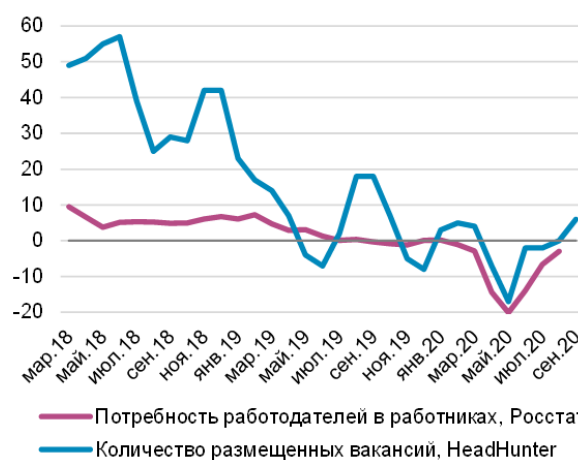
В сентябре впервые с начала пандемии снизилась *численность безработных*: на 31 тыс., до 4,777 млн человек. Уровень безработицы составил 6,3% против 6,4% в августе (с исключением сезонности показатель снизился, по нашим оценкам, с 6,51 до 6,45%) (Рисунок 49). Снижение численности безработных с августовского пика объясняется постепенным восстановлением рынка труда после снятия эпидемиологических ограничений, а также сезонным фактором (осенью растет спрос на рабочую силу).

Рисунок 49. Уровень безработицы, %



Источник: Росстат.

Рисунок 50. Потребность работодателей в работниках, % г/г



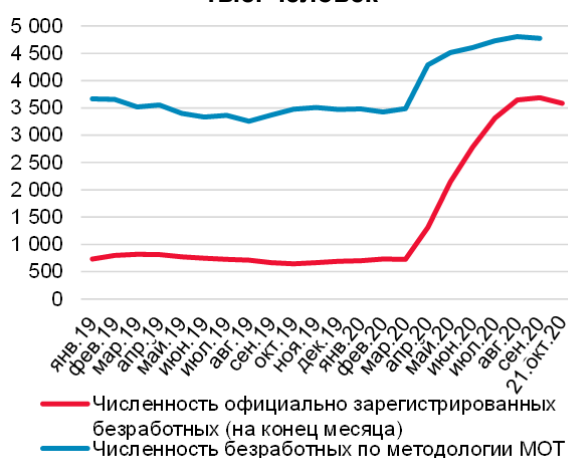
Источники: Росстат, HeadHunter.

Впервые с начала коронавирусного кризиса спрос на сотрудников вырос в годовом выражении. По данным HeadHunter, в сентябре количество вакансий увеличилось на 6,0% г/г (Рисунок 50). При этом активнее всего начали размещать вакансии организации, которые уволили своих сотрудников в период пандемии: туристическая отрасль, салоны красоты и спортивные клубы. Оживлению спроса на рынке труда могло способствовать также уменьшение численности иностранных работников. По оценкам Центра стратегических разработок, из-за отъезда мигрантов в ближайшее время 15% компаний могут

столкнуться с необходимостью оперативно искать новый персонал<sup>18</sup>. Вместе с тем ухудшение эпидемиологической ситуации может привести к приостановке процесса восстановления вакансий на рынке труда.

В октябре начала сокращаться численность официально зарегистрированных безработных. По состоянию на 21 октября показатель составил 3,584 млн человек, что на 0,103 млн ниже, чем на начало октября (Рисунок 51). Положительная динамика объясняется, по нашему мнению, как увеличением спроса на рабочую силу, так и прекращением с 1 октября повышенных выплат безработным.

**Рисунок 51. Численность официально зарегистрированных безработных, тыс. человек**



Источник: Росстат.

**Рисунок 52. Темп роста зарплаты, % г/г**



Источник: Росстат.

В августе замедлился годовой рост заработных плат: в номинальном выражении – до 3,7%, в реальном выражении – до 0,1% (в июле – 6,4 и 2,9% соответственно) (Рисунок 52). Заметную поддержку показателям по-прежнему оказывает динамика зарплат в государственном секторе. Так, зарплаты в здравоохранении выросли в августе на 20,5% г/г<sup>19</sup>, в образовании – на 11,3% г/г, в госуправлении – на 5,8% г/г. При этом зарплаты в сфере услуг сократились, и тенденция может получить развитие в осенние месяцы в условиях ухудшения эпидемиологической обстановки.

Восстановительная динамика заработных плат способствует восстановительному росту поступлений по налогу на доходы физических лиц в региональные бюджеты (Рисунок 54). Поступления по НДФЛ после падения на 16% г/г в апреле-мае характеризуются ускоряющимся ростом: с 3% г/г в июне до 15% г/г в августе.

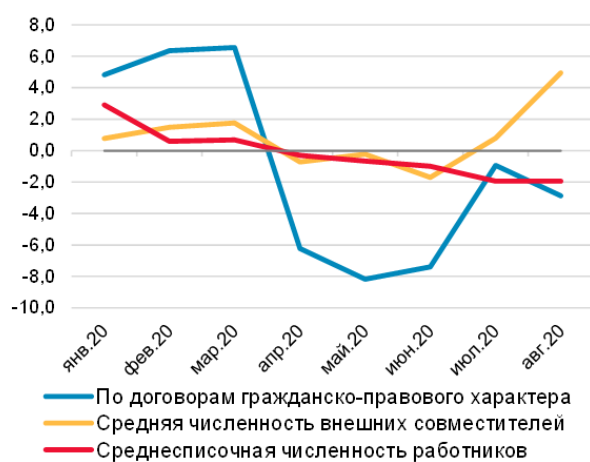
Вместе с тем рост поступлений по НДФЛ опережает рост заработных плат. Мы полагаем, что в основе этого лежит сразу несколько факторов. *Во-первых*, разрыв частично объясняется динамикой занятости и заработных плат в категориях работников, данные по которым не учитываются при расчете номинальной зарплаты. Так, в августе

<sup>18</sup> <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/10/20/843977-ottok-migrantov>.

<sup>19</sup> Рост зарплаты в здравоохранении держится на уровне около 20% г/г с мая на фоне повышенных выплат медицинским работникам, непосредственно задействованным в работе с больными коронавирусом.

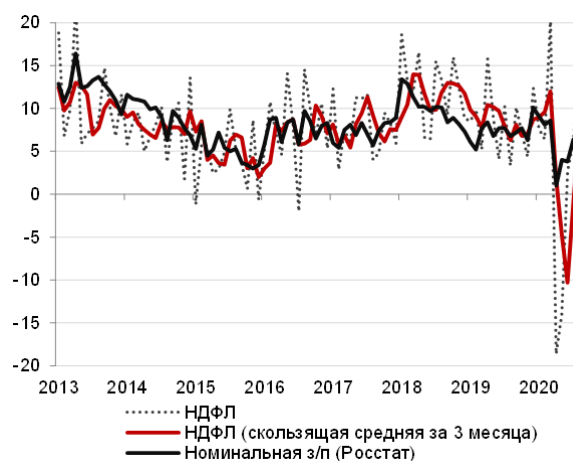
рост заработных плат внешних совместителей и работающих по договорам гражданско-правового характера на крупных и средних предприятиях составил 10,4 и 8,5% г/г соответственно. При этом также ускорился рост числа внешних совместителей, что может отражать подстройку организаций к выросшему уровню неопределенности (Рисунок 53). По нашим оценкам, учет данных двух категорий работников объяснял в августе 0,2 п.п. разрыва между номинальной заработной платой и НДФЛ. *Во-вторых*, важным фактором могло стать предполагаемое «обеление» экономики. Господдержка в период пандемии могла существенно стимулировать многих предпринимателей и компании выйти из тени. *В-третьих*, из-за эпидемии в текущем году на три месяца был продлен срок уплаты НДФЛ за 2019 г. для индивидуальных предпринимателей, занятых в наиболее пострадавших отраслях: если в 2019 г. налог уплачивался до 15 июля, то в 2020 г. выплаты НДФЛ были растянуты до 15 октября.

**Рисунок 53. Численность работников, не относящихся к субъектам малого предпринимательства, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 54. Динамика заработной платы и налога на доход физических лиц, % г/г**



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

## 2.8. Банковский сектор в сентябре: неоднородная динамика кредитования

- Рост розничного кредитования в сентябре ускорился до 1,6% м/м на фоне бума ипотеки. Продление программы льготной ипотеки и восстановление оптимизма населения поддержат рост розничного кредитования, несмотря на признаки замедления роста в необеспеченном потребительском кредитовании и автокредитовании.
- Рост рублевого корпоративного кредитования замедлился до 0,2% м/м на фоне снижения объема краткосрочных кредитов из-за уменьшающейся потребности компаний в компенсации выпадающих доходов.

- Чистый процентный доход банков в III квартале снизился на 5,4% к/к из-за снижения ставок на фоне смягчения ДКП, действия льготных программ, а также реструктуризации части кредитных требований.
- При этом прибыль банковского сектора увеличилась более чем в два раза после резкого падения в II квартале. Это произошло, во-первых, за счет роста чистого комиссионного дохода на фоне восстановления экономической активности по мере постепенного снятия ограничительных мер и, во-вторых, из-за ослабления рубля, которое привело к существенному разовому росту чистого дохода от валютных операций и производных инструментов.

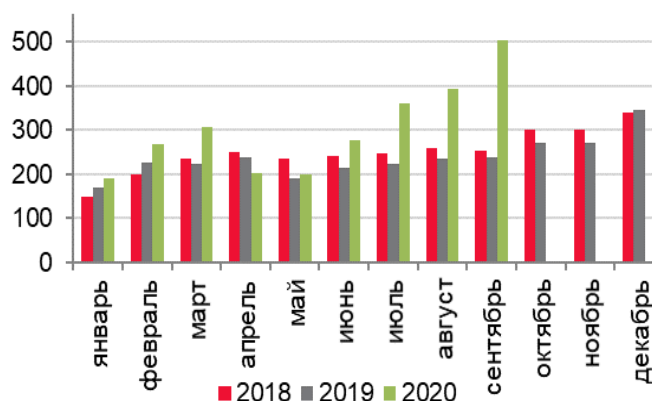
В сентябре розничное рублевое кредитование продолжило уверенный рост – 1,6% м/м<sup>20</sup> SA после 1,5% м/м SA в августе. Трехмесячная аннуализированная средняя ускорилась до 19,3% (Рисунок 55), а годовые темпы – с 13,3 до 13,5% г/г.

**Рисунок 55. Динамика кредитования, 3х-месячная аннуализированная средняя, %**



Источник: Банк России.

**Рисунок 56. Объемы новых предоставленных ипотечных жилищных кредитов, млрд. руб.**



Источник: Банк России.

Главным драйвером роста остается ипотека – объем предоставленных ипотечных кредитов вырос в сентябре в 2,1 раза г/г (Рисунок 56). Помимо программы льготной ипотеки на новостройки, на которую пришлось около 30% всех выданных ипотечных кредитов, активизировалось рефинансирование кредитов. На фоне снижения рыночных (несубсидируемых) ставок их доля в новых выдачах достигла максимума с 2019 г.<sup>21</sup> (Рисунок 56). В результате темпы роста ипотечного портфеля ускорились в сентябре с 16,8 до 18,8% г/г, с учетом задолженности по ИЦБ<sup>22</sup> – с 16,9 до 18,8% г/г.

Несмотря на небольшое ускорение роста по необеспеченным потребительским кредитам (с 0,9% м/м SA в августе до 1,0% м/м SA в сентябре), в этом сегменте и автокредитовании (с 0,9 м/м SA до 0,8% м/м SA в сентябре) появились признаки замедления

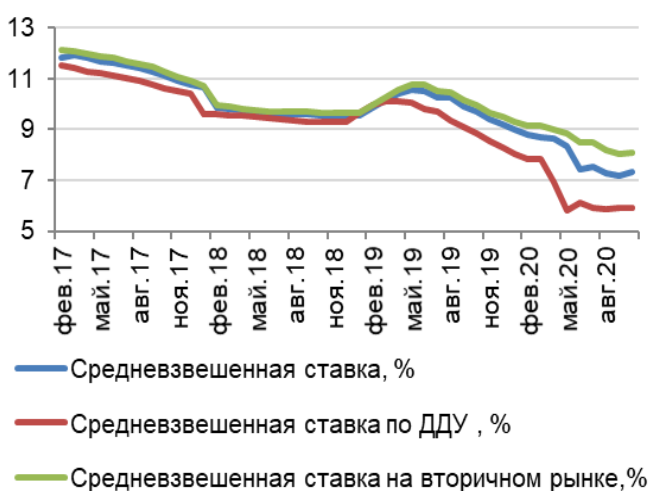
<sup>20</sup> Здесь и далее темпы роста %/м даны после поправки на сезонность и количество действующих КО.

<sup>21</sup> Банк России начал сбор подобных данных с января 2019 года.

<sup>22</sup> Ипотечные ценные бумаги.

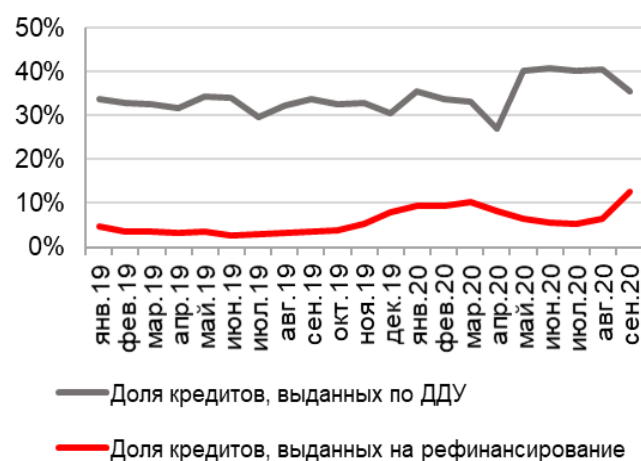
роста<sup>23</sup>. Они связаны с исчерпанием отложенного спроса на фоне сохранения консервативной политики банков в части выдачи кредитов, а также дефицита на некоторых сегментах авторынка из-за уменьшения производства легковых машин во время периода нерабочих дней. Эти тенденции, вероятно, обусловят замедление роста розничного кредитования до более умеренных темпов в дальнейшем. В то же время продление программы льготной ипотеки и относительно низкие ставки на фоне восстановления оптимизма<sup>24</sup> населения поддержат рост ипотеки и розничного портфеля.

**Рисунок 57. Динамика ставок на ипотечном рынке, %**



Источник: Банк России.

**Рисунок 58. Доля кредитов по целям в объеме новых выданных ипотечных кредитов, %**



Источник: Банк России.

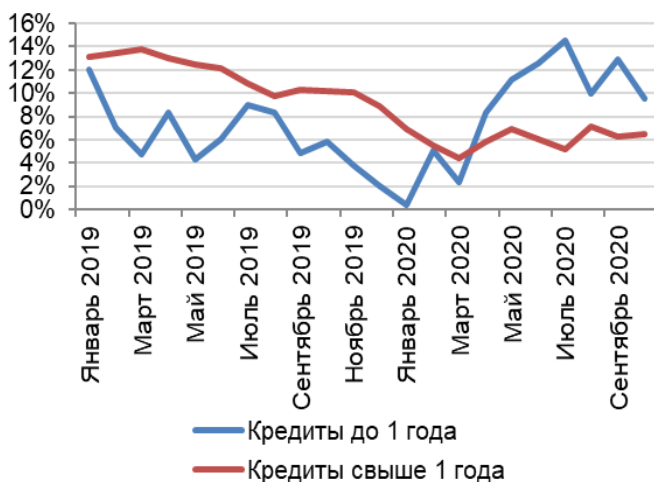
Рост рублевого корпоративного кредитования в сентябре заметно замедлился до 0,2% м/м SA после 0,8% м/м SA. Трехмесячный аннуализированный темп роста замедлился до 6,8% с 7,6% (Рисунок 55). Замедление в первую очередь обусловлено снижением краткосрочных рублевых кредитов в связи с уменьшающейся потребностью компаний в компенсации выпадающих доходов<sup>25</sup> на фоне восстановления деловой активности (Рисунок 59). В то же время долгосрочные и среднесрочные кредиты продолжали расти (Рисунок 60) на фоне продолжающегося восстановления инвестиционного спроса. Отметим, что замедление роста корпоративного кредитования не связано с наращиванием вложений банков в долговые ценные бумаги. Вложения в ОФЗ затрагивают ликвидность банковского сектора (средства на корреспондентских счетах), которая не требуется для выдачи кредитов.

<sup>23</sup> По данным НБКИ, за последний месяц снизился объем новых выданных по кредитным картам и кредитам наличными.

<sup>24</sup> Опросы ВЦИОМ по заказу «Дом.РФ» показывают, что в сентябре настроения населения относительно покупки жилья вернулись к своему состоянию до пандемии – около 44% опрошенных назвали текущий момент благоприятным для покупки жилья.

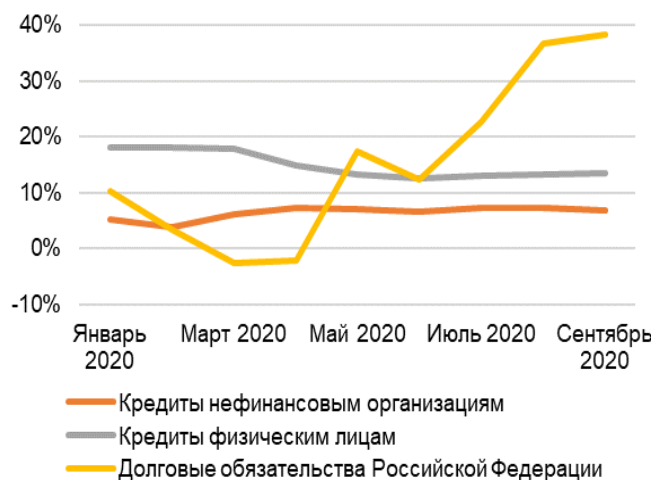
<sup>25</sup> Различные меры Правительства по поддержке компаний в основном предлагали краткосрочные кредиты сроком до 1 года.

Рисунок 59. Динамика кредитов нефинансовым организациям, % г/г



Источник: Банк России.

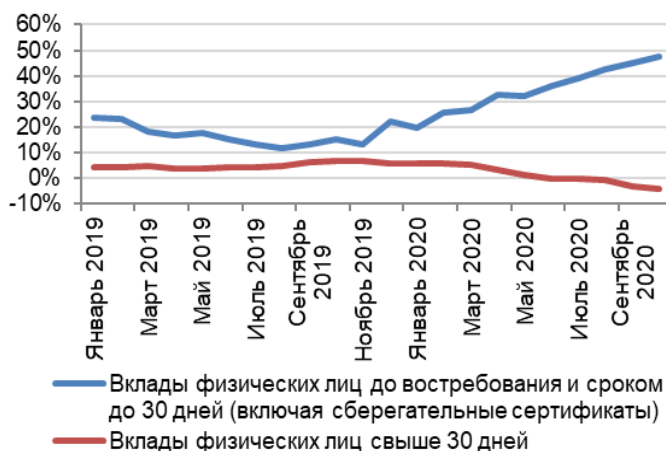
Рисунок 60. Годовые темпы роста кредитования и вложений банков в ОФЗ, % г/г



Источник: Банк России.

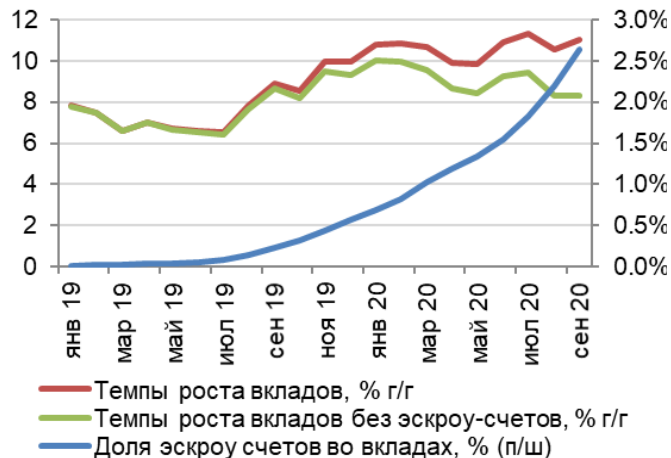
Прирост рублевых вкладов физических лиц ускорился с 0,7% м/м SA до 1,3% м/м SA. Росту отчасти способствует увеличение остатков на эскроу-счетах (Рисунок 62). На фоне бума ипотеки на первичном рынке их доля в рублевых вкладах выросла в сентябре с 2,1 до 2,6%. Месячный прирост вкладов без учета эскроу-счетов ускорился с 0,4 до 0,9% м/м SA. Рост сконцентрирован во вкладах до востребования и сроком до 30 дней (Рисунок 61), в то время как вклады сроком более 30 дней продолжают снижаться. Такая динамика связана с остающейся высокой неопределенностью, повышающей спрос на ликвидные активы, [сближением ставок по вкладам разной срочности](#) и ростом [вложений физических лиц в альтернативные источники сбережений](#), снижающих интерес к долгосрочным и среднесрочным вкладам.

Рисунок 61. Годовые темпы роста вкладов населения в разбивке по срочности, % г/г



Источник: Банк России.

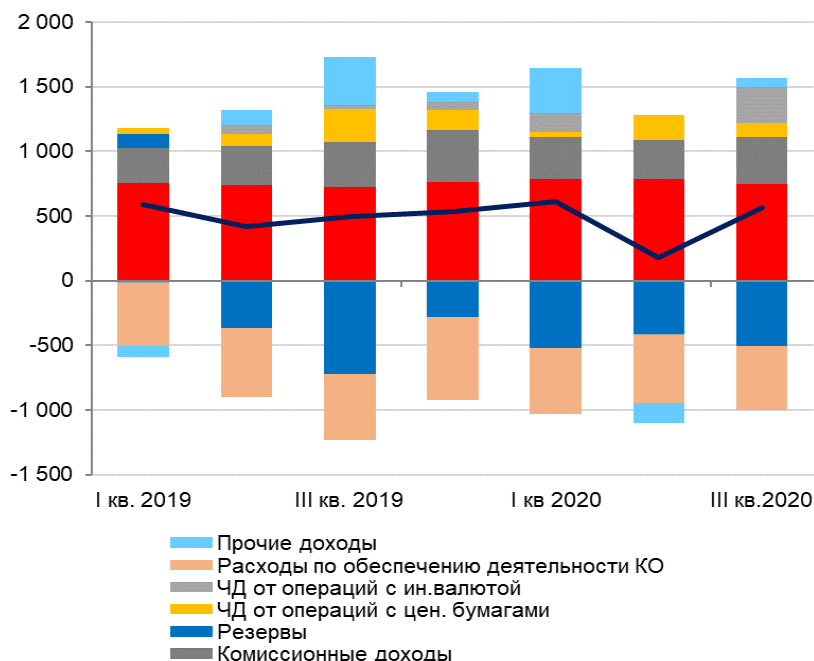
Рисунок 62. Динамика вкладов населения и объема средств на эскроу-счетах



Источник: Банк России.

На фоне общего снижения ставок в экономике наблюдается снижение как процентных доходов, так и процентных расходов банков. В результате в III квартале 2020 г. чистый процентный доход банковского сектора составил 744 млрд руб., что на 5,4% ниже значения II квартала, но на 2,5% выше значения III квартала 2019 г. (Рисунок 63).

**Рисунок 63. Факторы формирования финансового результата банковского сектора, млрд руб.**



Источник: Банк России.

По операциям с физическими лицами снижение процентных доходов может быть обусловлено не только общим снижением ставок в экономике, но и изменением структуры кредитования в сторону менее рискованного, т.е. по более низким ставкам, за счет более консервативной политики самих банков и запуска льготных программ ипотеки. Кроме того, снижению процентных доходов способствовала реструктуризация кредитов<sup>26</sup>, в результате которой по состоянию на 3 октября были предоставлены [кредитные каникулы на общую сумму 78,5 млрд руб.](#), или 7,1% от процентных доходов по розничным кредитам в II-III кварталах 2020 года. На стороне процентных расходов также действовали два основных фактора: [снижение взносов в фонд АСВ в начале года](#)<sup>27</sup> и смещение предпочтений граждан в сторону депозитов до востребования и краткосрочных вкладов.

По корпоративным операциям отмечено опережающее снижение процентных доходов как в квартальном, так и годовом выражении. Причины уменьшения процентного дохода по корпоративным кредитам в первую очередь связаны со снижением кредитных ставок на фоне мягкой ДКП и действия льготных программ кредитования. Свою роль также сыграли регулятивные послабления, предполагающие реструктуризацию ссуд<sup>28</sup> и введение кредитных каникул.

<sup>26</sup> За период с 20 марта по 7 октября была проведена реструктуризация на общую сумму более 778 млрд руб., или 4,0% от общей суммы рублевой задолженности по розничным кредитам на 01.01.2020.

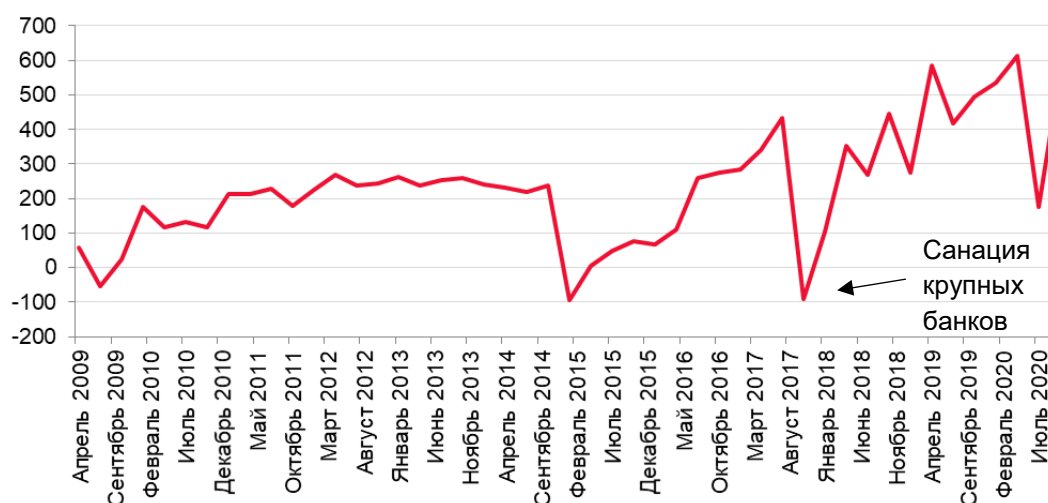
<sup>27</sup> Скорее обуславливает снижение процентных расходов в годовом, а не квартальном выражении.

<sup>28</sup> Портфель ссуд юридическим лицам (без МСП), реструктурированных с конца марта, по СЗКО составил более 4,2 трлн руб., или 12,9% совокупного портфеля. За апрель-сентябрь были предоставлены кредитные каникулы МСП на сумму по 138,1 млрд руб., или 31% от задолженности МСП из перечня пострадавших отраслей.

Мы не ждем существенного сокращения чистых процентных доходов банков в дальнейшем. С точки зрения ДКП и ее трансмиссии, снижение ключевой ставки уже практически полностью перенесено в ставки конечным заемщикам. Тем не менее, после отмены ряда регуляторных послаблений менее значимым станет фактор снижения доходов, связанный с предоставлением заемщикам кредитных каникул. В то же время уменьшение средней срочности вкладов населения увеличивает процентный риск банков.

По итогам III квартала 2020 г. финансовый результат банковского сектора составил 561 млрд руб., более чем удвоившись после провала в II квартале и увеличившись на 13,1% г/г. Банковский сектор восстановил свою прибыльность быстрее, чем в кризисные эпизоды 2009 в 2015 гг. (Рисунок 64). Основными факторами роста выступили чистые комиссионные доходы (+21,5% к/к, +7,3% г/г) и ослабление рубля, которое привело к существенному разовому росту чистого дохода от валютных операций и производных инструментов. Нарастание комиссионных доходов при стагнации/снижении процентных доходов – устойчивая тенденция последних лет, и их рост может продолжиться в дальнейшем. Основной краткосрочный фактор риска – возможное снижение экономической активности на фоне ухудшения эпидемиологической обстановки.

**Рисунок 64. Динамика финансового результата банковского сектора, млрд руб.**



Источник: Банк России.

В целом полученная прибыль позволяет сектору накопить подушку безопасности, понизив уязвимость к дальнейшим рискам. Однако текущий кризис сопровождается весьма неоднородным влиянием на прибыль банков – прирост финансового результата в размере 559 млрд руб. был получен 30 крупнейшими банками, в то время как показатели остального банковского сектора хотя и демонстрируют восстановление, но более скромными темпами. Санируемые банки вне топ-30 в совокупности заработали 40 млрд руб., в то время как несанируемые банки в целом продолжали нести убытки (-37 млрд руб.), хотя убыточными продолжали оставаться только треть из них.



## 3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

### 3.1. Краткосрочные риски для восстановления мировой экономики растут

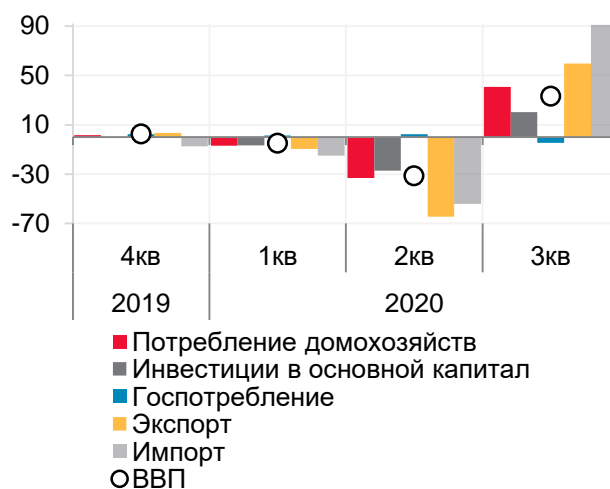
- Ухудшение эпидемиологической ситуации несет риски для динамики мировой экономики в IV квартале. Некоторые страны уже вынуждены были ввести повторные общенациональные карантинные меры на фоне роста числа заболеваний коронавирусом и перегрузки систем здравоохранения.
- В сентябре в США ускорился рост потребительской активности, но снизились объемы промышленного производства. Перебегающие индикаторы указывают на неоднородный рост деловой активности в начале IV квартала.
- Рост экономики Китая в III квартале оказался ниже ожиданий, но продолжил восстанавливаться и стал более равномерным. На восстановление активности указывает также рост базовой инфляции и индекса цен производителей.
- Восстановление экономической активности во многих странах СФР идет быстрее ожиданий, но текущий рост заболеваемости существенно повысил риски его приостановки. При этом возможности для дальнейшего смягчения денежно-кредитной и бюджетной политики в странах СФР не полностью исчерпаны, но в значительной степени ограничены.

#### **США: ускорение роста потребительской активности при снижении производственной активности в сентябре**

Экономика США показала активное восстановление в III квартале в соответствии с ожиданиями рынка. ВВП вырос на 33,1% к/к SA, оставшись ниже на 2,9% г/г (Рисунок 65). Восстановление произошло преимущественно за счет роста потребления домашних хозяйств на 40,7% к/к SA, прежде всего товаров длительного пользования (+82,2% к/к SA), чему, в частности, способствовала поддержка из бюджета. Инвестиции выросли на 20,3% к/к SA, в основе чего лежал активный рост инвестиций в оборудование (+70,1% к/к SA) и в жилищное строительство (+59,3% к/к SA). При этом на 4,5% к/к SA сократилось госпотребление, что отражает общее сокращение бюджетных расходов по мере прохождения пика фискальных стимулов.

На месячной основе в сентябре ускорился рост потребительской активности. Рост розничных продаж ускорился до 1,9% с 0,6% м/м SA в августе (Рисунок 66): их объем превысил докризисный февральский уровень на 4,2%. Уверенный рост розничных продаж является в том числе следствием мер бюджетной поддержки населения и изменения структуры потребления в пользу товаров (в августе потребление услуг оставалось ниже уровня прошлого года на 5,4%).

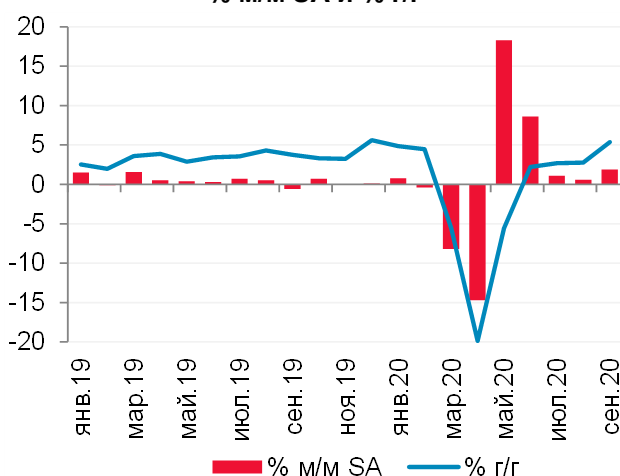
Рисунок 65. Динамика ВВП и его компонент, % к/к SA



Источник: Bloomberg Finance L.P.

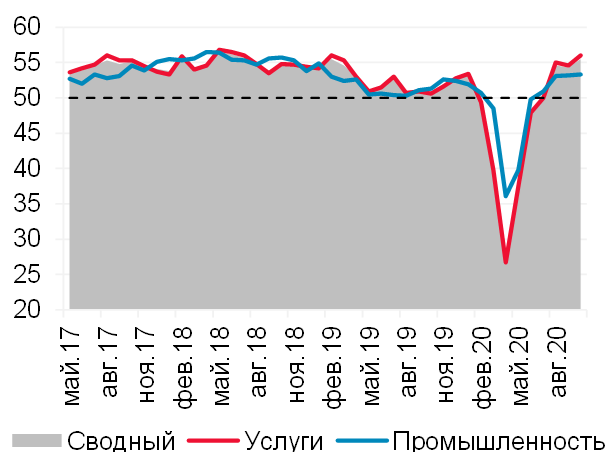
Динамика производственной активности в сентябре ухудшилась. Промышленное производство снизилось на 0,6% м/м SA, что на 7,1% ниже докризисного уровня. Производство в обрабатывающих отраслях снизилось на 0,3% м/м SA, а добыча в горнодобывающей промышленности продемонстрировала рост на 1,7% м/м SA (за счет роста добычи сырой нефти и вспомогательных услуг). Промышленное производство восстанавливается медленнее потребления, рост которого удовлетворяется в том числе расширением импорта.

Рисунок 66. Динамика розничных продаж, % м/м SA и % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 67. Индексы IHS Markit PMI, пунктов



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В сентябре месячный рост потребительских цен замедлился: совокупный и базовый индексы цен увеличились на 0,2% м/м SA после 0,4% SA в августе. Замедление роста потребительских цен в условиях активизации потребительской активности указывает на постепенное разрешение проблем на стороне предложения (ускорение роста

цен отдельных товаров в предыдущие месяцы было вызвано очень низким уровнем запасов).

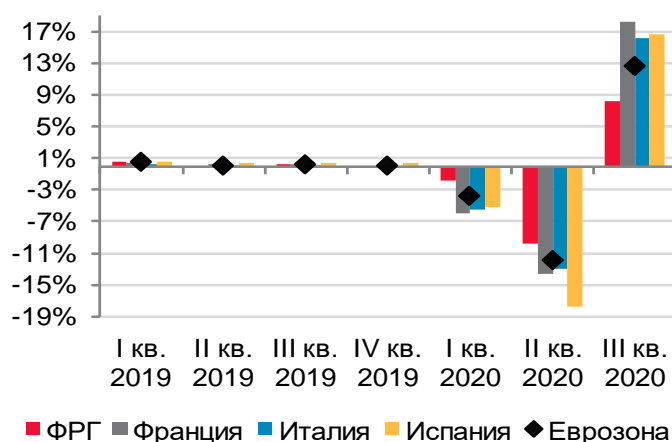
Опережающие индикаторы указывают на продолжение неоднородного роста активности в начале IV квартала. По предварительным оценкам, сводный индекс Markit PMI в октябре повысился до 55,5 пункта за счет ускорения роста деловой активности в секторе услуг (56,0 пункта) при сохранении темпа расширения активности в обрабатывающей промышленности (53,3 пункта) (Рисунок 67). В условиях неопределенности относительно распространения COVID-19 замедляется рост численности персонала и новых заказов, особенно со стороны иностранных клиентов.

Ухудшение эпидемиологической ситуации и неопределенность относительно нового пакета мер поддержки несут риски для дальнейшего роста производства и потребления в IV квартале. Объем фискальных стимулов будет зависеть от результатов президентских выборов. В случае победы демократов инвесторы ожидают более значительного фискального стимулирования и более раннего достижения целевых показателей по инфляции и занятости. Дополнительные риски для стороны потребления несет напряженная ситуация на рынке труда: несмотря на то, что восстановление числа рабочих мест и снижение уровня безработицы продолжаются, данные показатели остаются далеки от докризисного уровня.

### Еврозона: новые карантинные ограничения повышают риски спада ВВП в IV квартале

В III квартале экономика еврозоны выросла на 12,7% к/к (-4,3% г/г), что выше ожиданий аналитиков (9,7% к/к). Несмотря на более быстрый, чем ожидалось, восстановительный рост ни одна из крупных экономик блока еще не достигла предкризисного уровня ВВП (Рисунок 68).

Рисунок 68. Темпы роста ВВП в странах еврозоны, % кв/кв



Источник: Bloomberg Finance L.P.

С начала осени в еврозоне наблюдается повторный рост заболеваемости коронавирусом, масштаб которого превосходит силу первой волны эпидемии (Рисунок 69). Чтобы избежать перегрузки системы здравоохранения, крупнейшие страны были вынуждены ужесточить ограничительные меры (Италия, Испания, Нидерланды) или возобновить общенациональный карантин (Австрия, Бельгия, Ирландия, Словакия, Франция, ФРГ<sup>29</sup>), поскольку точечные решения не смогли остановить рост числа новых случаев заболеваний. По оценкам Capital Economics, одномесячный национальный карантин приведет к сокращению ВВП Франции примерно на 2,5% к/к в IV квартале, в то время как чуть более мягкий карантин в ФРГ в лучшем случае приведет к стабилизации ВВП. Хотя введенные карантинные ограничения во Франции и ФРГ менее жесткие, чем в первую волну<sup>30</sup>, существует большой риск их продления<sup>31</sup>, ужесточения и распространения на другие страны Европы.

Ухудшение эпидемиологической ситуации уже нашло отражение в динамике опережающих индикаторов. В октябре сводный индекс PMI в еврозоне снизился до 49,4 пункта, впервые с июня оказавшись ниже 50 пунктов. Индекс PMI в сфере услуг снизился до 46,2 пункта с 48,0 пункта. В сочетании с сохраняющейся на низком уровне потребительской уверенностью это окажет давление на экономическую активность, повышая риски рецессии в IV квартале. По итогам 2020 г., по медианной оценке аналитиков, ВВП еврозоны сократится на 7,9% г/г.

По предварительной оценке, инфляция в еврозоне в октябре осталась на уровне -0,3% г/г (базовая инфляция закрепилась в октябре на уровне 0,2% г/г). Наблюдаемое падение инфляции объясняется прежде всего снижением НДС в Германии, изменением сроков летних распродаж и падением цен на нефть. Падение спроса, по оценкам ЕЦБ, играет меньшую роль.

По итогам октябрьского заседания ЕЦБ ожидаемо сохранил основные параметры денежно-кредитной политики без изменений, но напрямую заявил о планируемой «перекалибровке» в декабре на фоне ухудшающихся перспектив для экономики еврозоны. Ожидается, что регулятор будет использовать те же меры, что и весной: увеличит и продлит программу покупки активов в условиях пандемии (PEPP) и улучшит условия операций рефинансирования TLTRO. Увеличение интенсивности и продолжительности выкупа гособлигаций стран еврозоны позволит еще больше сократить спреда доходностей между немецкими гособлигациями и гособлигациями прочих стран, тем самым расширив потенциальное пространство для проведения фискальной политики. Программа TLTRO в свою очередь поможет поддерживать кредитование компаний в условиях новых карантинных ограничений. Однако остается открытым вопрос о том, насколько более интенсивное использование тех же инструментов может транслироваться в более высокую инфляцию.

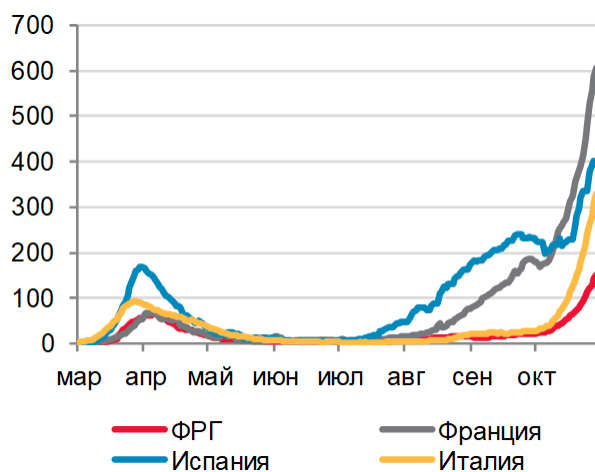
<sup>29</sup> Из крупных европейских стран, не входящих в еврозону, общенациональный карантин ввела Великобритания.

<sup>30</sup> Пока затрагивает в основном сектор услуг.

<sup>31</sup> Президент Франции Э. Макрон указал, что меры не будут ослаблены до тех пор, пока число новых случаев за день не снизится до отметки 5 тыс., при этом сейчас во Франции регистрируется около 40 тыс. новых случаев. Если снижения не произойдет к декабрю, что кажется весьма вероятным, карантин будет действовать и далее.

Согласно банковскому опросу ЕЦБ, в III квартале наблюдалось ужесточение кредитных стандартов для фирм из-за ожидаемых банками более высоких кредитных рисков. При этом банки ожидают дальнейшего ужесточения стандартов в IV квартале из-за замедления экономической активности в отдельных секторах экономики. Темпы корпоративного кредитования ускорились до 7,1% г/г на фоне пандемии (выше, чем в среднем за 2019 г.), темпы кредитования домохозяйств оставались несколько пониженными (около 3% г/г) по сравнению с 2019 годом. Благодаря государственной поддержке (моратории на платежи, схемы государственных гарантий и т.д.), уровень просроченных кредитов (NPL) на банковских балансах остается стабильным, около 3%. Однако, по оценкам ЕЦБ, объем просроченных кредитов в негативном сценарии может утроиться, из-за чего их уровень превысит имевший место в период мирового финансового кризиса. Накопление кредитных рисков может значительно замедлить кредитование и восстановление экономики в последующие годы.

**Рисунок 69. Число новых зарегистрированных случаев на 1 млн. человек населения, скользящее среднее за 7 дней**



Источник: John Hopkins University.

**Рисунок 70. Чистый процент банков, отметивших ужесточение кредитных стандартов<sup>32</sup>**



Примечание. Значение на IV квартал 2020 г. отражает ожидания опрошенных банков.

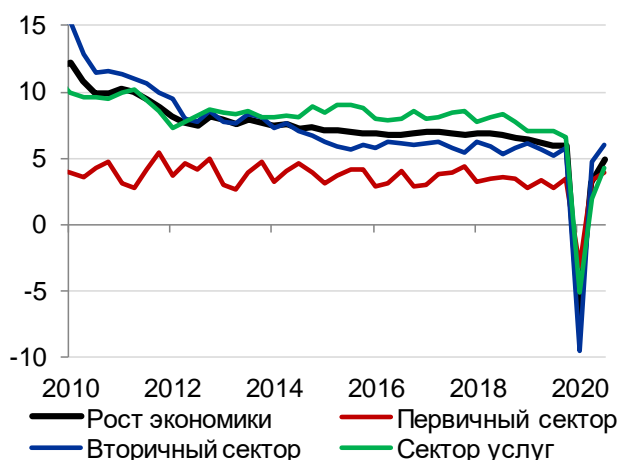
Источник: Bank Lending Survey, 2020 Q3.

### Китай: рост экономики ускоряется и становится более равномерным

Рост экономики Китая в III квартале оказался ниже ожиданий, но продолжил восстанавливаться и стал более равномерным. Рост ВВП составил 4,9% г/г при консенсус-прогнозе Bloomberg 5,5% г/г и 3,2% г/г по итогам II квартала (Рисунок 71). Лидером роста остается вторичный сектор. При этом значительно вырос вклад сектора услуг, отражая постепенное восстановление потребления.

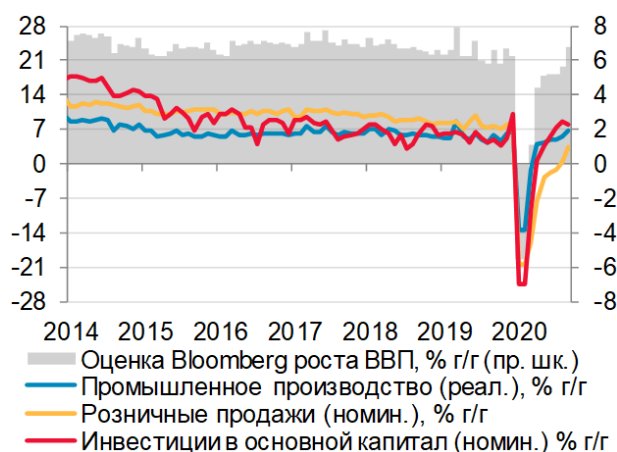
<sup>32</sup> Чистый процент определен как взвешенная разница между долями банков, отметивших, что кредитные стандарты ужесточились, и долями банков, отметивших, что кредитные стандарты смягчились. Взвешивание ответов проводилось на основе объема активов банков.

Рисунок 71. Рост экономики Китая и ее основных компонент, % г/г



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

Рисунок 72. Основные макроэкономические показатели Китая, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P., CEIC.

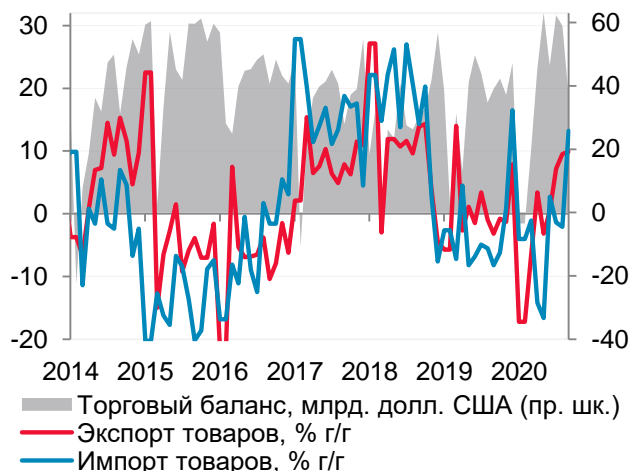
Сентябрьские данные также показали ускорение роста экономики и более равномерный рост по секторам. Рост промышленного производства ускорился до 6,9% г/г (в августе – 5,6% г/г), розничных продаж – до 3,3% г/г (в августе – 0,5% г/г) (Рисунок 72). Улучшению потребительской активности способствовали снижение безработицы и замедление сокращения доходов домохозяйств. Рост инвестиций в основной капитал, по нашим оценкам, немного замедлился – до 8,1% г/г (в августе – 8,5% г/г), при этом инвестиции остались основным драйвером роста.

Данные по внешней торговле в долларовом выражении за сентябрь показали сильный рост товарного импорта в годовом выражении (13,2% после -2,1% в августе), а также ускорение роста экспорта (9,9% после 9,5% в августе) (Рисунок 73). Очищенные от сезонности объемы импорта и экспорта, по оценкам Capital Economics, указывают на продолжение роста импорта на фоне постепенного восстановления экономики и небольшое снижение объемов экспорта: снижение мирового спроса на связанные с пандемией товары (маски, медицинские аппараты, техника для удаленной работы) не полностью компенсируется восстановлением спроса на прочие товары. Профицит торгового баланса в долларовом выражении остается на относительно высоком уровне (Рисунок 73).

Показатели инфляции демонстрируют разнонаправленную динамику, но в целом также указывают на восстановление экономической активности и ценового давления. Общая потребительская инфляция продолжает снижаться (1,7% г/г), прежде всего за счет нормализации ситуации на рынке свинины<sup>33</sup> (Рисунок 74). При этом базовая инфляция и индекс цен производителей, по оценкам Capital Economics, медленно восстанавливаются: 0,2 и 0,1% м/м соответственно.

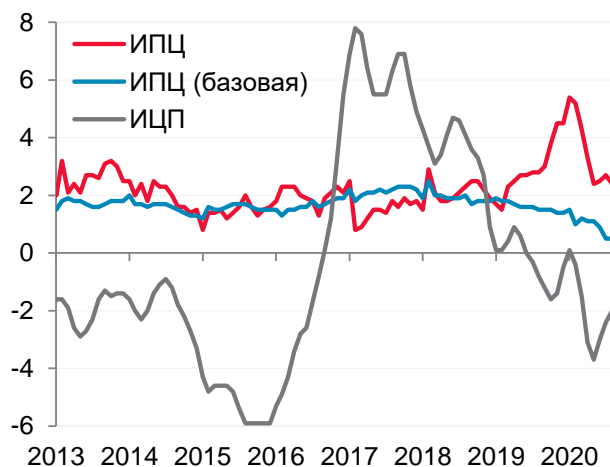
<sup>33</sup> Африканская чума 2019 г. сильно сократила поголовье свиней.

Рисунок 73. Экспорт и импорт товаров Китая, долл. США



Примечание. Данные за январь и февраль усреднены.  
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 74. Показатели инфляции в Китае, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P., CEIC.

В последующие месяцы восстановление экономической активности в Китае может продолжиться. Октябрьские индексы PMI указывают на сохраняющееся ускорение темпа роста экономики. Поддержку экономической активности оказывают продолжающееся ускорение роста совокупного кредитования и значительный дефицит бюджетной системы. Основными рисками для китайской экономики остаются возможная вторая волна пандемии в стране и в мире, а также ухудшение отношений с США.

### СФР: восстановление экономики и динамика инфляции в СФР неоднородны, риски повышены

Опубликованные за последний месяц данные показывают, что восстановление экономической активности в большинстве СФР идет быстрее ожиданий, при этом динамика экономической активности остается неоднородной. Уровень инфляции в СФР значительно варьируется относительно целевых диапазонов (Таблица 1).

Таблица 1. Динамика инфляции в избранных СФР, %

	Годовая инфляция, %		Целевой диапазон, %
	Сентябрь	Август	
Бразилия	3,1↑	2,4	2,5-5,5
Индия	7,3↑	6,7	2-6
Индонезия	1,4↑	1,3	2-4
Мексика	4,0↓	4,1	2-4
Таиланд	-0,7↓	-0,5	1-3
Турция	11,8↔	11,8	3-7
Республика Филиппины	2,3↓	2,4	2-4
Чили	3,1↑	2,4	2-4

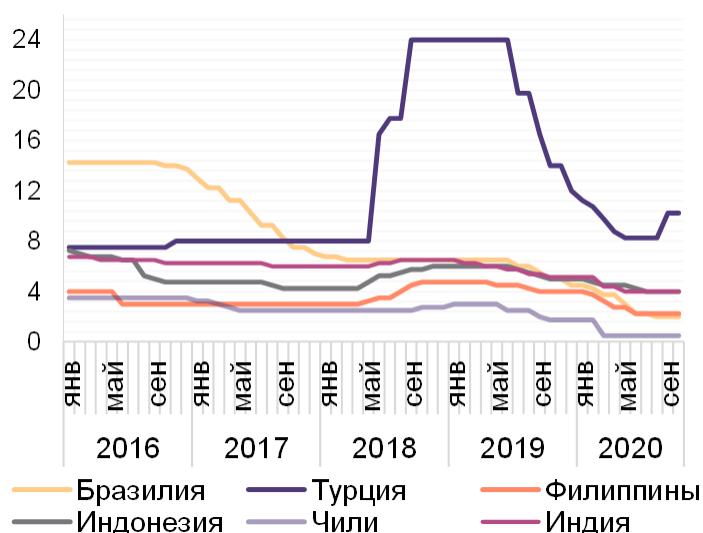
Примечание. Зеленый цвет ячеек для случаев нахождения инфляции внутри целевого диапазона, красный – выше верхней границы диапазона, синий – ниже нижней границы диапазона. Стрелки показывают изменение инфляции относительно предыдущего месяца.

Среди основных проинфляционных факторов регуляторы по-прежнему выделяют сбои в цепочках поставок, рост издержек производителей (в условиях необходимости обеспечения санитарно-эпидемиологических норм, нехватки рабочей силы и высоких транспортных расходов), временное повышение цен на продовольственные товары, ослабление национальных валют. При этом сдерживающее воздействие на инфляцию, по оценкам регуляторов, оказывают локальное ужесточение ограничительных мер в условиях ухудшения эпидемиологической ситуации в отдельных регионах и остающийся пониженным потребительский спрос.

На этом фоне центральные банки СФР в октябре оставили ключевые ставки на исторических минимумах либо близко к ним (Индия – 4%, Индонезия – 4%, Турция – 10,25%, Филиппины – 2,25%, Чили – 0,5%, Бразилия – 2%) и сохранили мягкую риторику преимущественно без какого-либо определенного сигнала о возможности дальнейшего снижения ключевых ставок (Рисунок 75).

Риском для дальнейшего восстановления экономической активности является ухудшение эпидемиологической ситуации. Пока многие страны предпочитают вводить узкие и таргетированные меры, которые имеют гораздо меньшее негативное влияние на экономическую активность, чем общенациональный карантин. Однако некоторые страны уже вынуждены были ввести общенациональные карантин, что будет иметь более значимые негативные последствия для их экономик по сравнению с ограничениями более точечного характера. При этом в большинстве СФР возможности для дальнейшего смягчения денежно-кредитной и бюджетной политики, которые позволили бы сгладить негативные последствия карантина и ускорить восстановление экономик по мере нормализации эпидемиологической ситуации, на данный момент ограничены.

Рисунок 75. Динамика ключевых ставок в избранных СФР, % годовых



Источник: Thomson Reuters.



### 3.2. В октябре волатильность на финансовых рынках была повышенной

- Настроения на мировых финансовых рынках в течение октября менялись с умеренно-позитивных до достаточно негативных из-за ухудшения перспектив восстановления мировой экономики по мере введения общенационального карантина в европейских странах, а также выросшей накануне выборов в США неопределенности. Однако после появления данных об эффективности вакцин Pfizer и BioNTech оптимизм вернулся на мировые рынки.
- Уровень доходности 10-летних казначейских облигаций в США вырос на 27 б.п. (до 0,95%) благодаря надеждам, что разработанные вакцины ускорят вывод экономики из кризиса. Доходности крупнейших европейских странах доходности снижались из-за увеличения программы выкупа активов (Великобритания) или намеков на ее увеличение в ближайшее время (Франция, Германия), однако публикация данных об эффективности вакцин также переломила этот тренд. В странах с формирующимися рынками доходности госбумаг менялись разнонаправленно с начала квартала, однако резкий рост оптимизма инвесторов изменил отношение к рисковому активу, благодаря чему доходности СФР снизились.
- Стоимость суверенной CDS 5 лет на Россию снизилась с начала квартала до 77 б.п. (-49 б.п.). Российская валюта, несмотря на высокую волатильность в октябре, укрепилась на 0,44% к доллару США.
- Ставка Минфина России на интерес крупных российских банков к флоатерам ОФЗ, выплата купона по которым привязана к ставке RUONIA, позволила к началу ноября выполнить 97% объявленного квартального плана размещений: 95% размещенных бумаг приходится на ОФЗ-ПК. Отсутствие навеса значительного первичного предложения и позитив на внешних финансовых рынках привели к уменьшению угла наклона кривой ОФЗ и возвращению доходностей долгосрочных бумаг к уровням конца июня – начала июля.
- Решение Совета директоров Банка России оставить ключевую ставку без изменения соответствовало рыночным ожиданиям.

#### Глобальные финансовые рынки

Настроения на мировых финансовых рынках в течение октября менялись с умеренно позитивных до негативных. Начавшись достаточно оптимистично, октябрь принес волну новых общенациональных карантинных или ужесточения ограничений в европейских странах и Австралии. Усиление ограничений, которое негативно скажется на восстановлении мировой экономики, а также повысившаяся в преддверии президентских выборов в США неопределенность привели к смене тренда на фондовых рынках в середине месяца. Так, после достижения локальных максимумов 12-13 октября мировые фондовые индексы растеряли набранный рост, вернувшись к уровням второй половины сентября. Однако поступающая информация о возможных итогах голосования в США, а

также данных об эффективности вакцин против коронавируса компаний Pfizer и BioNTech вернула надежду на быстрое восстановление экономики. В итоге с начала квартала индекс S&P прибавил 7,3%, NASDAQ – 6,4%, Euro Stoxx 50 – 7,5%.

Доходности казначейских облигаций США также реагировали на изменения настроений и оценки рисков, вырастая до уровней середины июня из-за опасений в связи с усилением карантинных ограничений и снижаясь на фоне затягивающегося определения итогов выборов в США. Тем не менее общий оптимизм относительно разработанных вакцин от коронавируса усилил аппетит к риску, спровоцировав рост доходности безрисковых активов. В результате к концу первой декады ноября доходности 10-летних казначейских облигаций выросли до 0,95%. Угол наклона кривой казначейских облигаций в США, также вырос до 77 б.п., превысив мартовский максимум.

Доходности госбумаг Великобритании, Франции и Германии снижались на фоне решения Банка Англии увеличить программу покупки облигаций на 150 млрд фунтов стерлингов и планов ЕЦБ «перекалибровать» свою политику на декабрьском заседании. Однако волна оптимизма в связи с надеждами на разработанные вакцины снизила привлекательность безрисковых активов. В результате доходности 10-летних облигаций Франции и Германии вернулись к уровням начала октября, доходности 10-летних госбумаг Великобритании превысили их на 14 базисных пунктов.

В СФР доходности госбумаг изменялись разнонаправленно с начала квартала. Однако резкий рост оптимизма инвесторов спровоцировал рост стоимости рискованных активов, и к концу первой декады ноября доходности 10-летних гособлигаций снизились в большинстве стран СФР.

Валюты СФР с начала IV квартала укреплялись к доллару США. При этом общая волна оптимизма практически не оставила аутсайдеров среди стран СФР: сильнее всего прибавили в стоимости аргентинское песо (10,9%), турецкая лира (1,6%) мексиканское песо и индонезийская рупия (по +0,5%).

**Рисунок 76. Динамика индексов акций**  
(январь 2016 г. = 100)



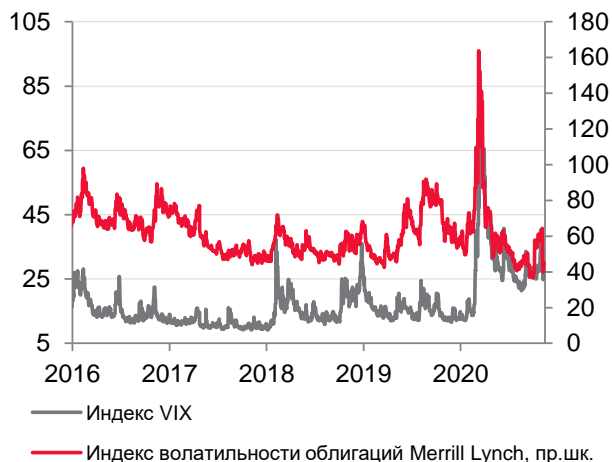
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 77. Динамика курсов валют**  
развивающихся стран и доллара США



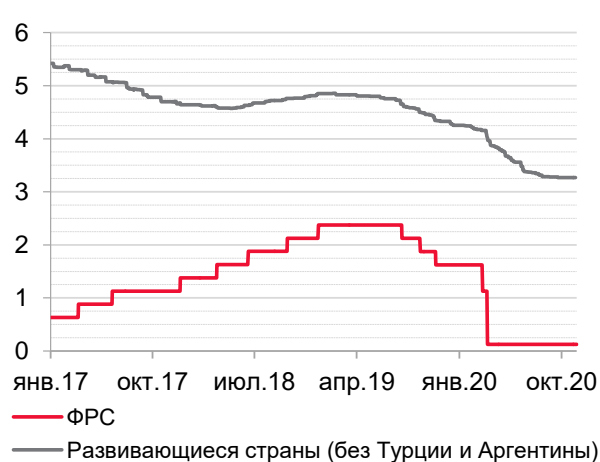
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 78. Динамика индексов  
волатильности**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 79. Динамика ключевых ставок  
центральных банков, % годовых**



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

## Российский рынок

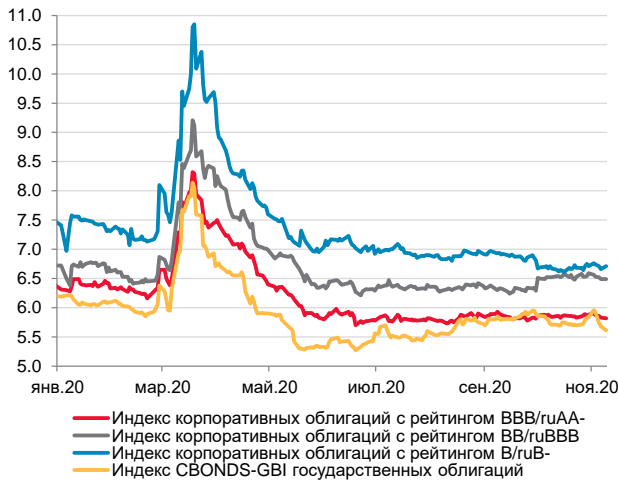
Несмотря на резкую смену настроений на мировых финансовых рынках с начала октября, появление осторожного интереса со стороны иностранных инвесторов к российским активам способствовало снижению суверенной CDS 5 лет на Россию с 126 до 77 базисных пунктов. Несмотря на то, что волатильность рубля в октябре – начале ноября оставалась повышенной относительно докоронавирусных уровней, с начала октября российская валюта умеренно укрепилась к доллару США (на 0,44% в октябре и дополнительно на 2,7% с начала ноября).

В течение октября Минфину России удалось выполнить почти 97% объявленного квартального плана размещений ОФЗ (2 трлн руб.). Значительный спрос со стороны крупных российских банков на ОФЗ с плавающим купоном, привязанным к ставке RUONIA, стал ключевым фактором роста объемов: 95% от общего объема размещенных бумаг в октябре приходится на ОФЗ-ПК. Флоатеры ОФЗ используются банками в целях управления активами и пассивами, а также в целях поддержания нормативов, в том числе краткосрочной ликвидности. Помимо этого, ОФЗ-ПК помогают управлять процентным риском, позволяя снижать чувствительность финансового результата банков к изменениям краткосрочной ставки фондирования.

В целом с начала квартала кривая ОФЗ приняла более плоскую форму: разница в доходности между 10-летней и годовой бумагой сократилась с 209 до 138 базисных пунктов. Текущие уровни доходностей долгосрочных классических ОФЗ вернулись к уровням конца июня – начала июля.

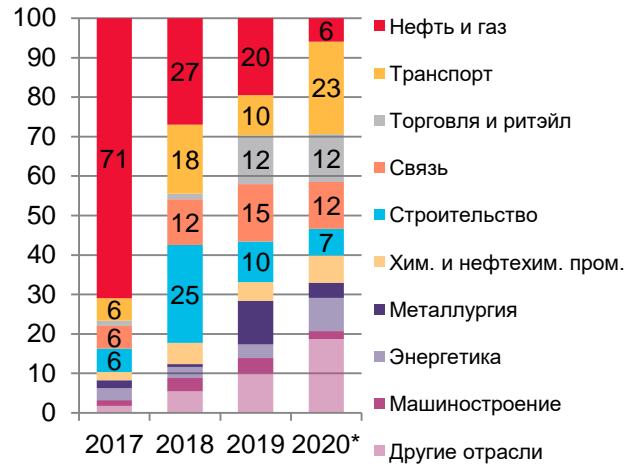
Решение Совета директоров Банка России оставить ключевую ставку без изменения не явилось сюрпризом для участников рынка: кривая ОФЗ почти не изменилась, короткие бумаги (1-2 года) потеряли 1 – 4 б.п. в доходности.

**Рисунок 80. Доходности к погашению ОФЗ и корпоративных облигаций**



Источник: Cbonds.

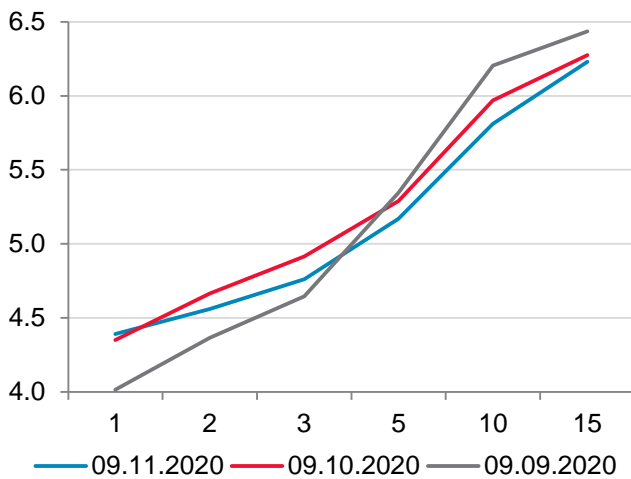
**Рисунок 81. Объем размещенных выпусков локальных корпоративных облигаций на конец года, в %**



Примечание. Данные за 2020 г. по 05.11.2020 включительно.

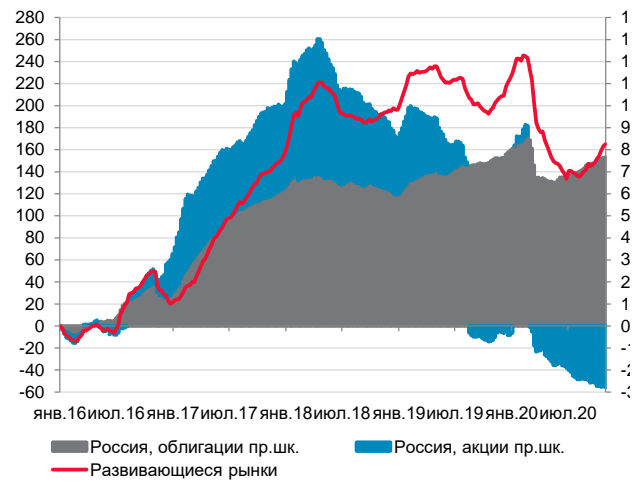
Источник: Cbonds.

**Рисунок 82. Кривая доходности ОФЗ, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 83. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл. США, накопленным итогом с начала 2016 года**



Источник: EPFR.

**Рисунок 84. Волатильность курса рубля и цены нефти**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 85. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



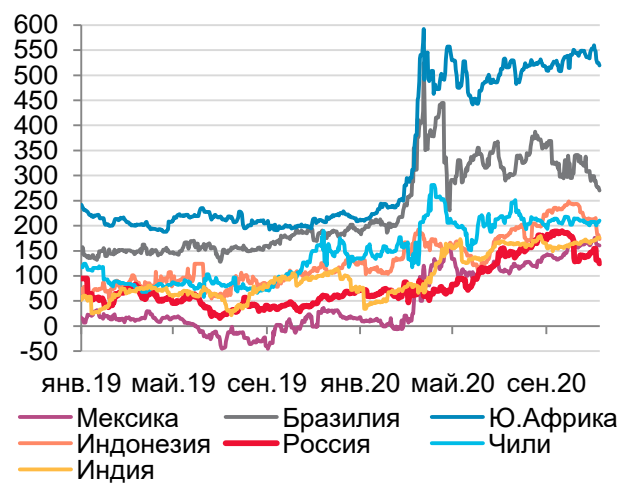
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 86. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 87. Наклон кривых доходностей гос-облигаций стран с формирующимися рынками (10Y-2Y), б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

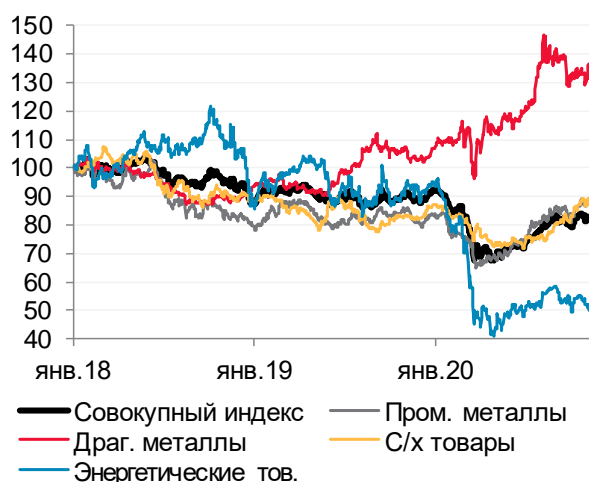
### 3.3. Эпидемиологические риски вызвали снижение цены нефти

- Цена нефти Urals опустилась до 40 долл. США / баррель. Основное понижательное давление на нефтяные котировки оказало ухудшение эпидемиологической ситуации с принятием жестких карантинных мер в ряде стран, а также быстрое восстановление добычи в Ливии.

- Поддержку нефтяным котировкам оказала новость о разработке эффективной вакцины от коронавируса. Повышательное давление на цены также оказывает строгое следование квотам подавляющим большинством стран ОПЕК+ и растущая уверенность аналитиков в том, что страны ОПЕК+ откажутся от запланированного расширения квот на добычу с 1 января 2021 года. Кроме того, позитивное влияние оказывают предварительные итоги выборов в США, которые дают надежду на принятие масштабного пакета стимулирующих мер.

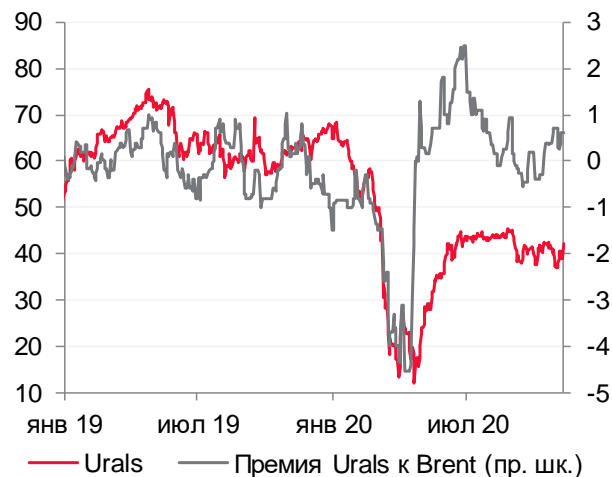
За период с 9 октября по 9 ноября индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 1%. Цены промышленных металлов и сельскохозяйственных товаров выросли на 4 и 3% соответственно при снижении цен энергетических товаров и драгоценных металлов на 5 и 4% соответственно (Рисунок 88). Нефтяные цены скорректировались вниз: цена нефти Brent снизилась на 1%. При этом цена нефти Urals, по данным Bloomberg, выросла на 2% за счет формирования премии к цене бенчмарка Brent (Рисунок 89).

**Рисунок 88. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)**



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

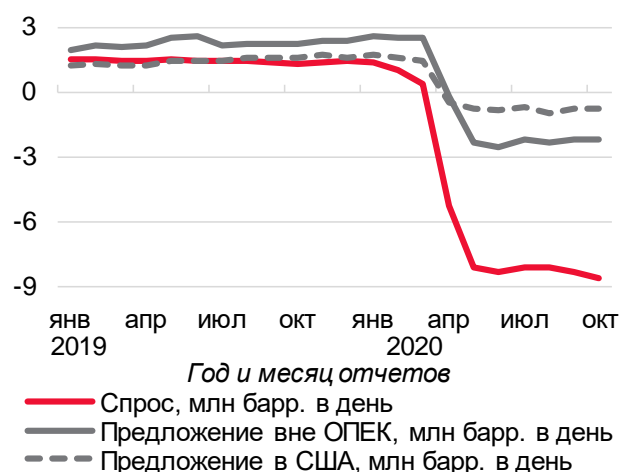
**Рисунок 89. Цена нефти Urals и премия Urals к Brent, долл. США / барр.**



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

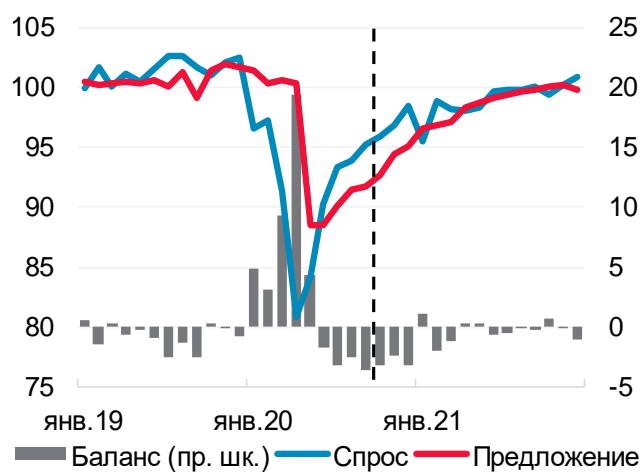
В октябрьских отчетах ведущие международные организации (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство, ОПЕК) ухудшили перспективы балансировки рынка жидкого топлива. Так, EIA снова пересмотрело вниз прогноз потребления, прежде всего в США и Индии, лишь частично компенсировав его пересмотром вниз прогноза добычи (Рисунок 90). При этом EIA по-прежнему ожидает сохранения дефицита нефти на рынке в ближайшие два квартала (Рисунок 91), что позволит сократить запасы в странах ОЭСР до пятилетнего среднего уровня (Рисунок 92).

**Рисунок 90. Пересмотр прогнозов основных показателей рынка жидкого топлива в месячных отчетах EIA**



Источник: EIA.

**Рисунок 91. Основные показатели рынка жидкого топлива по оценкам EIA**

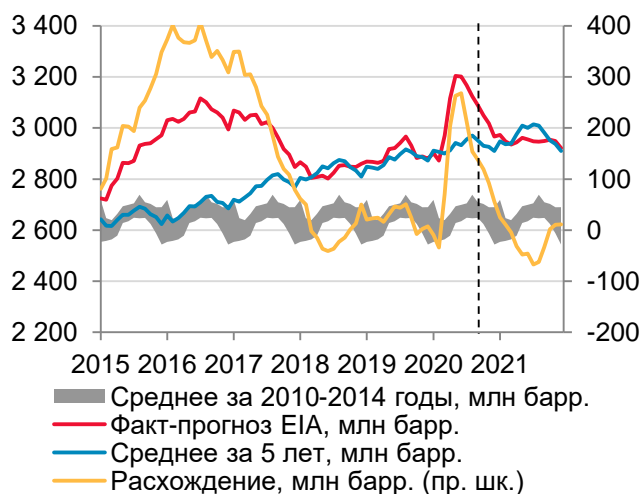


Источники: EIA, расчеты ДИП.

В последующих отчетах вероятно дальнейшее ухудшение прогнозов состояния рынка жидкого топлива. На стороне спроса этому будет способствовать существенное ухудшение эпидемиологической обстановки в мире, сдерживающее активность населения и бизнеса. Многие страны ужесточили карантинные меры, ряд стран вернулись к общенациональному карантину, в том числе крупнейшие экономики еврозоны, имеющие высокий вклад в глобальный спрос на жидкое топливо. Третья волна эпидемии охватила США, являющиеся мировым лидером по потреблению нефти.

На стороне предложения негативное влияние на перспективы балансировки рынка жидкого топлива оказывают более устойчивая, чем ожидалось добыча нефти в США (Рисунок 93) и быстрое восстановление добычи в Ливии. По данным властей Ливии, на первой неделе ноября добыча превысила 1 млн барр. в сутки против 0,15 млн в сентябре. В последующие месяцы ожидается ее дальнейший рост.

**Рисунок 92. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млн барр.**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

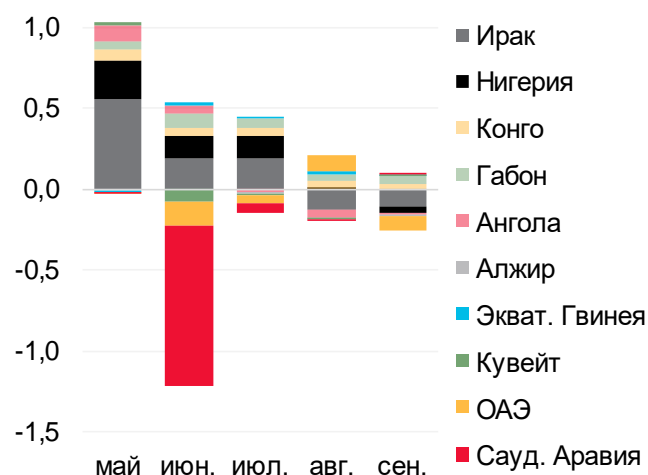
**Рисунок 93. Число буровых установок и добыча нефти в США**



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

Поддержку нефтяным котировкам продолжают оказывать действия стран ОПЕК+, на которые распространяются квоты. По оценкам IHS Markit<sup>34</sup>, в сентябре страны ОПЕК еще улучшили следование квотам, в частности Ирак, Нигерия и ОАЭ частично компенсировали перепроизводство предыдущих месяцев (Рисунок 94). В то же время добыча в странах-«карликах» (Габон, Конго, Экваториальная Гвинея) продолжает существенно превышать квоты. Добыча в России в сентябре-октябре выросла, но остается близкой к квоте<sup>35</sup> (Рисунок 95).

**Рисунок 94. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр. в сутки**



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

**Рисунок 95. Добыча нефти и газового конденсата в России**



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

Кроме того, ухудшение эпидемиологической ситуации повышает уверенность аналитиков в том, что страны ОПЕК откажутся от запланированного в рамках текущей сделки ОПЕК+ расширения квот на добычу с 1 января 2021 г. (на 2 млн барр. в сутки). Bloomberg отмечает, что подобное решение уже согласовано лидерами ОПЕК+ Саудовской Аравией и Россией, которые пытаются убедить в этом прочие страны. Отсрочка может составить квартал. Такое решение должно оказать поддержку нефтяным ценам. Заседания ОПЕК+ запланированы на 30 ноября и 1 декабря.

Восстановлению нефтяных цен в последние дни способствовала новость о разработке компаниями Pfizer и BioNTech эффективной вакцины от коронавируса, показавшей 90%-ную эффективность во время испытаний.

Основным риском для рынка жидкого топлива остается дальнейшее ухудшение эпидемиологической обстановки и принятие властями все большего числа стран новых жестких карантинных ограничений.

<sup>34</sup> Часто впоследствии заметно корректируются.

<sup>35</sup> Квоты распространяются только на добычу нефти, в то время как данные по России даются с учетом добычи газового конденсата, что затрудняет расчеты объемов добычи нефти.



Александр Морозов

*Директор*

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Татьяна Кузьмина

Екатерина Петренива

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева