



Банк России

№ 2 (46)



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

## Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

МАРТ 2021

## СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
<b>1. Инфляция</b>	<b>5</b>
1.1. Рост цен остался повышенным и ускорился	5
1.2. Рост издержек производителей усилил инфляционное давление	10
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>13</b>
2.1. Рост обрабатывающих производств близок к докризисной траектории	13
2.2. Потребление товаров населением достигло докризисного уровня	18
2.3. Ускорение роста кредитования в начале года	20
2.4. Опережающие индикаторы: рост экономики продолжился в феврале	23
<b>3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>25</b>
3.1. Неравномерное восстановление мировой экономики	25
3.2. Рост доходностей гособлигаций США определяет динамику мировых финансовых рынков	31
3.3. Февральский рост нефтяных цен выглядит неустойчивым	35
<b>В ФОКУСЕ. Краткосрочные и долгосрочные последствия зернового демпфера</b>	<b>39</b>

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 05.03.2021.

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

Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу [dip1@cbr.ru](mailto:dip1@cbr.ru).

Фото на обложке: Shutterstock/ФОТОДОМ

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

### ИТОГИ

- В январе–феврале 2021 г. российская экономика показала положительную динамику, при высокой отраслевой неоднородности. Производство в ряде отраслей превысило докороновирусный уровень, в то время как в других отраслях оно оставалось существенно ниже этого уровня. Мягкая денежно-кредитная политика и бюджетные меры продолжают поддерживать экономическую активность и внутренний спрос. Растет кредитование. Сдерживающее влияние агрегированного спроса на цены уменьшается, а в отдельных отраслях экономики влияние спроса стало проинфляционным. При этом сохраняются противозидемические ограничения в мире и в России. Они приводят в том числе к росту логистических затрат и издержек в целом, оказывая повышательное давление на цены во многих странах. В совокупности действие этих факторов, а также ряда разовых факторов в настоящее время поддерживает темпы роста потребительских цен в России на повышенном уровне и могут задержать возврат инфляции к 4,0% до 2022 года.
  - В феврале годовая инфляция приблизилась к своему локальному пику и к концу апреля снизится вследствие эффекта низкой базы. По нашим оценкам, текущий уровень инфляционного давления с поправкой на действие разовых и временных факторов находится несколько выше 4%.
  - Экономическая активность в январе–феврале росла (с поправкой на сезонность), поддерживаемая активным восстановлением в экспортных отраслях и отраслях промежуточного потребления. Потребительские отрасли демонстрировали умеренный рост. Электропотребление превысило докороновирусный уровень, указывая на завершение процесса восстановления и дальнейший рост в большинстве энергоемких отраслей, в частности в обрабатывающей промышленности.
  - Околонулевые и отрицательные процентные ставки во многих странах в сочетании с мерами количественного смягчения привели к росту цен на глобальном рынке биржевых товаров и фондовых рынках, включая российский. Это способствует повышению валютных цен на товары российского импорта и экспорта. Вместе с тем опасения инвесторов относительно ускорения инфляции, прежде всего в США и еврозоне привели к росту доходности длинных облигаций в этих странах. Это повлияло и на доходности облигаций стран с формирующимися рынками.

### В ФОКУСЕ. Краткосрочные и долгосрочные последствия зернового демпфера

- В целях стабилизации выросших в цене продовольственных товаров Правительство Российской Федерации вводит новые механизмы регулирования, в том числе

таможенного. С 2 июня будет введена плавающая пошлина на экспорт зерновых культур в размере 70% от разницы между экспортной и базовой ценами. Собранные средства предполагается перераспределить в виде субсидии пропорционально объему производства.

- Введение плавающей пошлины поможет стабилизировать внутренние цены на зерно и, как следствие, продукты их переработки, на кратковременном горизонте. Однако эффективность демпфера в более длительной перспективе будет зависеть от механизма распределения собранных экспортных пошлин (который пока не проработан), порядка индексации базовой цены и динамической настройки других параметров.
- Без такой настройки механизма распределения пошлин и буфера существуют риски негативного влияния на предложение в зерновом сегменте, реализация которых может частично или полностью нивелировать первоначальный стабилизирующий эффект на ценовую динамику.

## 1. Инфляция

В феврале годовая инфляция достигла 5,7% из-за сохранения повышенных текущих темпов роста цен с поправкой на сезонность, а также эффекта низкой базы февраля 2020 года. Опережающие индикаторы роста цен, в том числе цены производителей потребительских товаров и опросные данные предприятий, указывают на вероятное сохранение весной повышенных текущих месячных темпов роста цен (с поправкой на сезонность) вследствие роста издержек, в том числе связанных с перебоями в логистике поставок и перевозок. В результате увеличилась вероятность того, что к концу года инфляция окажется близко к верхней границе прогноза Банка России 3,7-4,2%, а возврат инфляции к 4,0% произойдет в 2022 году.

Тем не менее высокие темпы роста цен в конце марта – апреле 2020 г. в сочетании с уменьшением эффекта переноса в цены ослабления рубля приведут к замедлению годовой инфляции в апреле.

В дальнейшем в этом году на динамику потребительских цен будут оказывать влияние разнонаправленные факторы. В частности, ожидаемая нормализация эпидемической ситуации в результате массового применения вакцин приведет к восстановлению спроса на товары и услуги, потребление которых было ограничено. В то же время спрос на другие товары и услуги, который ранее вырос в результате вынужденного замещения недоступных товаров и услуг, может ослабеть.

Также будут постепенно сняты некоторые ограничения на стороне предложения, связанные с заболеваемостью, дистанционной работой, миграцией. Постепенная нормализация бюджетной политики – еще один фактор, который будет сдерживать рост цен.

Вместе с тем повышение экспортных и импортных цен в валютном выражении – фактор, приводящий к росту внутренних рублевых цен.

В результате действие этих групп факторов частично уравнивает друг друга.

Наконец, сохраняющаяся мягкая ДКП продолжает выполнять свою контрциклическую функцию. С учетом временных лагов проводимая ДКП поддерживает условия для дальнейшего роста спроса в экономике в этом году. Однако по мере возврата экономики к потенциалу потребность в такой поддержке спроса будет сокращаться.

### 1.1. Рост цен остался повышенным и ускорился

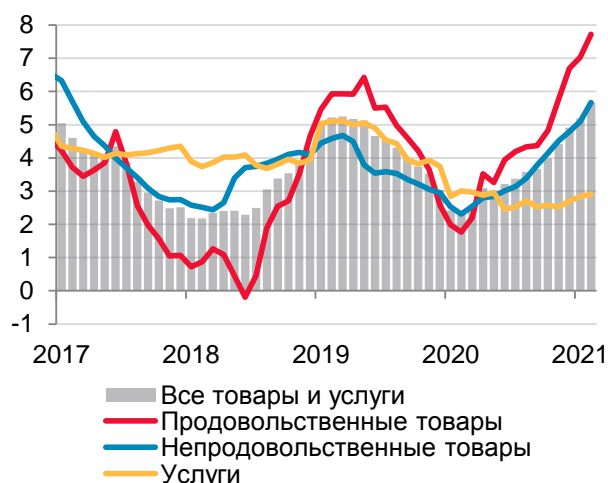
- Инфляция в феврале достигла 5,67% после 5,19% в январе. Месячный рост цен с поправкой на сезонность в январе и феврале превышал уровень, соответствующий 4% в пересчете на год, причем в феврале он увеличился.
- Инерция в ценовой динамике будет способствовать сохранению повышенного месячного роста цен и в марте. Тем не менее по мере выхода из базы расчета повышенных темпов роста цен в марте–апреле 2020 г. годовая инфляция замедлится.

- На динамику цен в начале года продолжает действовать большое количество разнонаправленных факторов. После исчерпания влияния краткосрочных проинфляционных факторов можно ожидать постепенного замедления месячного роста цен до уровня, близкого к 4% в пересчете на год.
- Дезинфляционные риски со стороны спроса ослабевают на фоне восстановления доходов. При этом сохраняется влияние на динамику цен со стороны проинфляционных факторов устойчивого характера со стороны предложения, связанных с ростом издержек производителей. Действие последних может сдерживать замедление инфляции в течение 2021 года и задерживать ее возврат к 4,0% до 2022 года.

Инфляция в январе повысилась до 5,19% – с 4,91% г/г в декабре: годовой рост цен ускорился во всех основных компонентах потребительской корзины (Рисунок 1). В феврале месячный рост цен, как и в январе, продолжил превышать уровень, соответствующий 4% в пересчете на год (Рисунок 2), что привело к дальнейшему ускорению годового роста цен – до 5,67%.

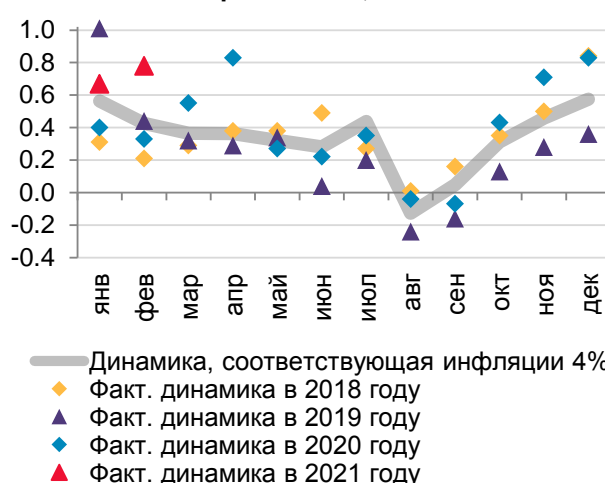
Локальный максимум годовой инфляции, вероятно, будет достигнут в середине марта<sup>1</sup>, после чего она снизится по мере выхода из базы расчета повышенных темпов роста цен в марте–апреле 2020 г. и ослабления действия временных проинфляционных факторов. Вместе с тем из-за сохраняющегося повышенного роста цен в I квартале увеличилась вероятность того, что к концу года инфляции будет близко к верхней границе прогноза Банка России 3,7-4,2%.

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Месячный рост цен в феврале ускорился до 7,77% после 5,79% м/м SAAR<sup>2</sup> в январе, оставаясь пятый месяц подряд выше уровня 4% (Рисунок 3). Как и в предыдущие

<sup>1</sup> С учетом ухода из расчета низких месячных темпов в феврале прошлого года.

<sup>2</sup> SAAR (*Seasonally Adjusted Annualized Rate*) – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

месяцы, динамика цен складывалась под влиянием большого количества разнонаправленных факторов как разового, так и более постоянного действия. В частности, в сегментах непродовольственных товаров и услуг в январе усилилось влияние проинфляционных факторов, значительная часть которых носила разовый характер, а в сегменте продовольственных товаров несколько изменилась структура роста цен.

По сравнению с концом 2020 г. месячный рост потребительских цен в *продовольственном сегменте* существенно замедлился, приблизившись к 4% SAAR в январе–феврале (Рисунок 3). Принятые Правительством меры по сдерживанию роста цен на отдельные социально значимые товары первой необходимости привели к остановке роста цен на сахар и подсолнечное масло (Рисунок 4).

Рост цен на муку, хлеб и хлебобулочные изделия, макаронные и крупяные изделия оставался повышенным, но замедлялся. Наблюдающееся снижение оптовых цен на зерно на фоне действия повышенных пошлин после превышения квот на экспорт зерна может привести к дальнейшему замедлению роста потребительских цен на продукты переработки зерновых. С июня в России начнет действовать механизм зернового демпфера (на пшеницу, кукурузу и ячмень), который снизит чувствительность внутренних цен на зерно к динамике мировых цен в периоды роста последних (Рисунок 5).

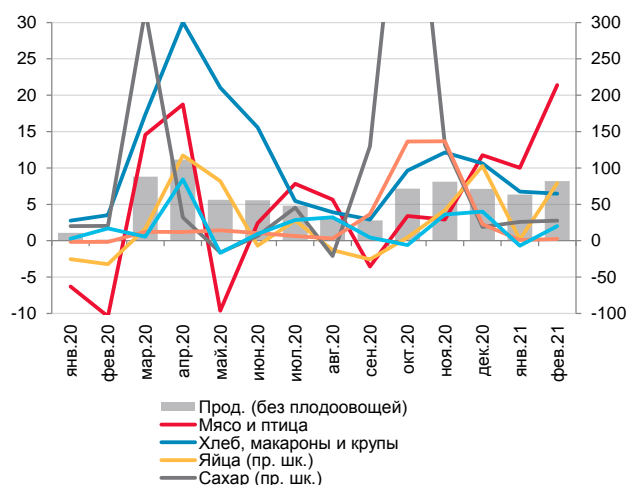
Вместе с тем мы видим некоторое изменение структуры роста цен среди различных категорий продовольственных товаров в январе–феврале: пока рост цен на товары-лидеры повышенного роста цен в конце 2020 г. замедляется/приостанавливается, темпы удорожания некоторых других товаров (рыболодства, мясо кур, маргарин, чай) ускоряются.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 4. Сезонно сглаженный рост цен на отдельные продовольственные товары, % м/м SAAR**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Темпы удорожания *непродовольственных товаров* в начале года оставались повышенными, продолжая заметно превышать 4%. Основным фактором роста цен оста-

ется растянутый во времени эффект переноса ослабления рубля, который, впрочем, постепенно затухает. К ускорению роста цен непродовольственных товаров в январе–феврале привели также и разовые факторы.

Так, главным драйвером роста цен в начале года стало удорожание бензина, розничные цены на который растут вслед за оптовыми из-за ежегодной индексации параметров демпфирующего механизма (Рисунок 6). При этом механизм до 2024 г. настроен так, что рост цен на топливо по итогам года не должен превышать целевой уровень инфляции. При этом Министерство финансов РФ согласилось скорректировать индексацию параметров демпфера на 1% ежегодно с 2024 г.<sup>3</sup>, что должно при прочих равных привести к структурному замедлению роста цен на бензин после 2024 года.

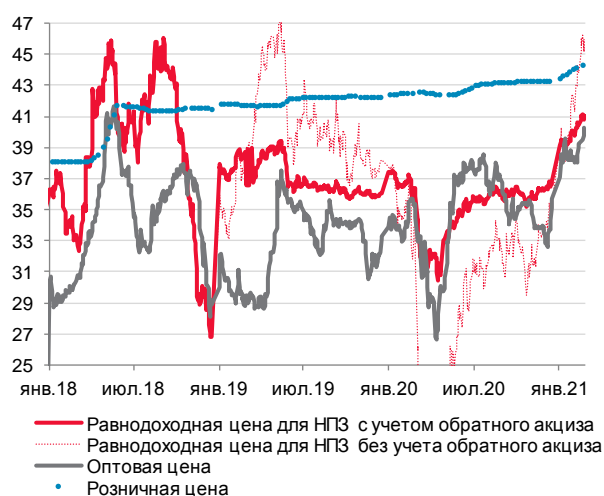
Разовое повышенное давление на рост цен в непродовольственном сегменте также оказало удорожание табачных изделий из-за повышения акцизов. Также продолжилось удорожание телерадиотоваров, строительных материалов и мебели. При этом несколько замедлились темпы роста цен на товары, существенно зависимые от валютного курса (электротовары и другие бытовые приборы, персональные компьютеры, инструменты и оборудование, легковые автомобили), что может указывать на подтверждает постепенное затухание эффекта переноса ослабления рубля в цены.

**Рисунок 5. Динамика мировых и отечественных цен на продовольственные товары, % г/г**



Источники: Росстат, FAO, расчеты ДИП.

**Рисунок 6. Динамика цен на бензин марки АИ-92, руб./л**



Источники: СПБМТСБ, Росстат, расчеты ДИП.

В секторе услуг в январе произошло ускорение темпов роста цен, в том числе под влиянием административного повышения цен на жилищные услуги, которое оказалось временным. В феврале темпы удорожания услуг оставались повышенными. В начале года начал проявляться отложенный эффект роста цен в услугах от смягчения противо-

<sup>3</sup> [Минфин согласился скорректировать механизм стабилизации цен на бензин](#) / РБК / 19.02.2021.

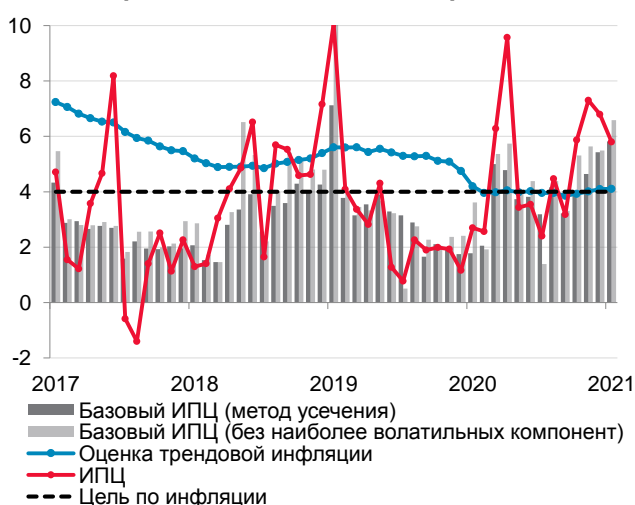


эпидемических ограничений в регионах на фоне постепенного улучшения эпидемической ситуации. Это поддержало спрос на многие рыночные услуги: гостиниц, организаций культуры и экскурсионные услуги, динамика цен которых ранее искажалась действием ограничительных мер. Это временный фактор, который все же может внести значительный вклад в рост цен в этом году, в том числе после возобновления регистрации цен на зарубежный туризм<sup>4</sup>.

Среднее значение оценок модифицированных показателей базовой инфляции в январе осталось повышенным относительно 4% (Рисунок 7). Некоторое увеличение также наблюдалось и в январской оценке трендовой инфляции, которая немного превысила 4,0%.

Это указывает на сохранение проинфляционных факторов продолжительного действия на стороне предложения (в том числе структурного характера). Этот общий для многих стран риск также рассматривался нами в бюллетене [«О чем говорят тренды» №6/Октябрь 2020<sup>5</sup>](#). Одновременно с этим ослабевает в целом дезинфляционное влияние со стороны спроса, который продолжает восстановление и дополнительно способствует повышению цен в отдельных сегментах потребительского рынка.

**Рисунок 7. Модифицированные показатели базовой инфляции и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>4</sup> Внесение Росстатом с 2021 г. туристических поездок в Турцию и ОАЭ в ИПЦ может улучшить понимание лишь месячной ценовой динамики в услугах зарубежного туризма, но не годовой (из-за методологических особенностей расчета: в 2020 году статистика по ценам туристических поездок в Турцию и ОАЭ не собиралась, поэтому годовая динамика этих позиций восстанавливается с использованием динамики цен на путевки в другие страны, которые были закрыты на протяжении большей части 2020 года).

<sup>5</sup> См. раздел В фокусе. Об инфляции в странах с формирующимися рынками в период пандемии.

## 1.2. Рост издержек производителей усилил инфляционное давление

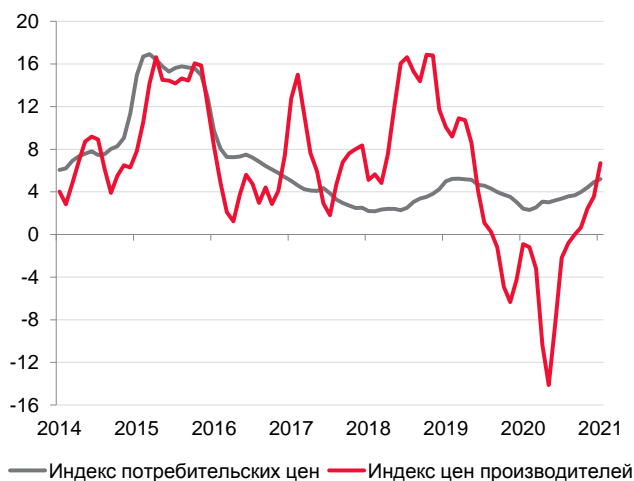
- В январе рост цен производителей промышленных товаров ускорился до 6,7% с 3,6% г/г в декабре (Рисунок 8). В основе этого продолжающееся повышение роста цен в секторе обрабатывающей промышленности: 9,1% г/г в январе после 6,0% г/г месяцем ранее (Рисунок 9). Перешли к росту цены в добыче полезных ископаемых после продолжительного снижения с июля 2019 года.
- Сильное ускорение роста цен в отраслях обрабатывающей промышленности объясняется прежде всего динамикой цен *промежуточных товаров* – рост повысился до 10,5% г/г в январе с 5,5% г/г в декабре (Рисунок 10). В данной группе товаров выделяется повышенный рост цен на металлургическую продукцию. Это прямой результат роста мировых цен на металлы, вызванного восстановлением спроса на фоне продолжающегося активного роста промышленного производства во многих странах<sup>6</sup>. Дополнительное влияние на рост цен оказало возобновившееся удорожание кокса и нефтепродуктов под действием роста мировых цен на нефть.
- Стал ускоряться рост цен производителей *инвестиционных товаров*, который в последние полтора года держался вблизи или ниже 4%. В январе рост цен в этих видах деятельности ускорился до 5,2% – с 3,6% г/г в декабре. Это может свидетельствовать о постепенном росте инвестиционного спроса по мере восстановления экономики, что подтверждается и динамикой инвестиционного импорта (см. подраздел 2.1).
- При этом рост цен производителей *потребительских товаров*<sup>7</sup> ускорился незначительно, оставаясь высоким: 10,2% г/г после 10,1% г/г в декабре. Лидером остается сектор пищевых продуктов, где сохраняются двузначные темпы роста цен, мало изменившиеся по сравнению с декабрем. Замедление роста цен в таких категориях, как масло и сахар, было компенсировано ускорением роста цен других продовольственных товаров.
- Темп роста цен производителей по корзине отдельных потребительских товаров<sup>8</sup>, взвешенных с использованием структуры потребительских расходов населения для расчета ИПЦ, в январе ускорился до 8,3% г/г после 6,9% г/г в декабре (Рисунок 11). Это заметно выше темпа роста потребительских цен на сопоставимые товары и объясняет сохранение повышенного инфляционного давления на потребительском рынке в начале года.

<sup>6</sup> [Энергокомпании РФ обеспокоились резким ростом цен на металлы](#) / Интерфакс / 11.02.2021.

<sup>7</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 ОКВЭД 2.

<sup>8</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 и кофе, одежде, обуви, моющим и чистящим средствам, парфюмерно-косметическим товарам, бытовой электронике, мебели. Они составляют около 30% от потребительской корзины.

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



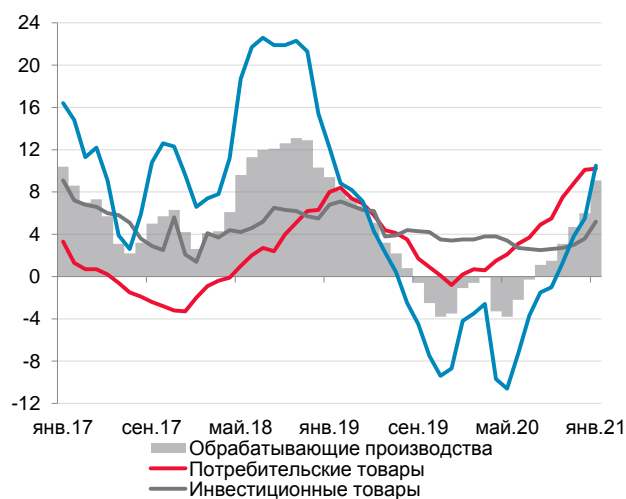
Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

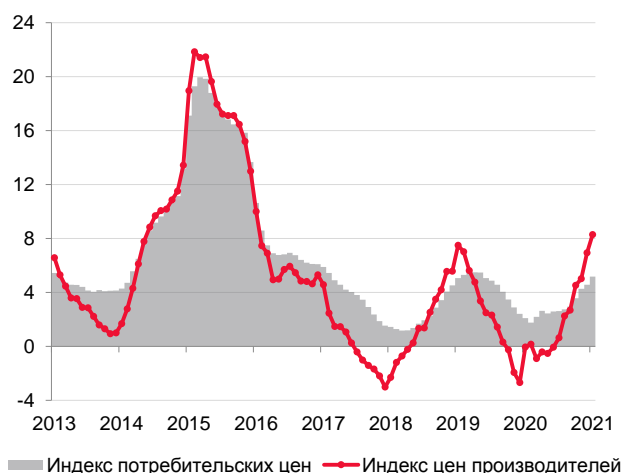
**Рисунок 10. Динамика цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, % г/г**



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



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

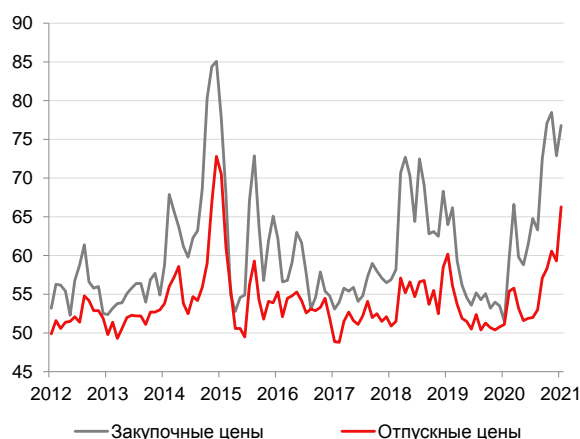
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

- Динамика ценовых индексов PMI указывает на то, что инфляционное давление в начале 2021 г. остается повышенным: восстановление экономической активности накладывается на ряд ограничений на стороне предложения, приводя к ускорению роста цен. Увеличение инфляционного давления происходит в большинстве крупнейших стран, как развитых, так и с формирующимися рынками. Ценовые подиндексы глобальных индексов PMI в феврале достигли максимумов более чем за 10

лет, причем в большей степени повышение инфляционного давления проявляется в развитых странах.

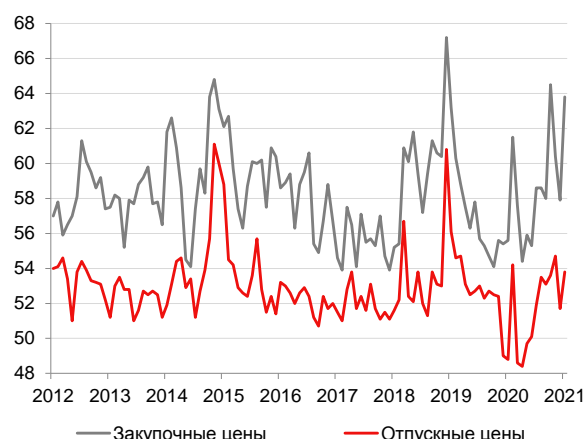
- Индекс отпускных цен в российских обрабатывающих отраслях вырос до максимума с конца 2014 г. (Рисунок 12), в сфере услуг снизился по сравнению с декабрем, но остался на повышенном относительно конца 2019-начала 2020 гг. (Рисунок 13). Основная причина – быстрый рост издержек, который компании стараются частично переложить в отпускные цены на фоне продолжающегося роста спроса на их продукцию и услуги.
- На рост издержек указывает динамика индексов закупочных цен. Рост издержек, по мнению респондентов, связан в том числе с нехваткой сырья, увеличением транспортных издержек.
- Увеличение цен поставщиками вызвано ростом спроса на сырье и материалы<sup>9</sup>, которое накладывается на проблемы на стороне предложения, из-за действия ограничительных мер во многих странах: подындекс, характеризующий дисциплину поставщиков<sup>10</sup> в обрабатывающих отраслях, продолжает снижаться. В цены также стало переноситься значительное повышение транспортных издержек, вызванное нехваткой контейнеров для морских перевозок. Постепенное снятие ограничений и улучшение эпидемической ситуации может привести к улучшению работы логистических цепочек. Впрочем, неопределенность относительно продолжительности пандемии остается высокой, поэтому влияние шоков предложения на динамику цен может оказаться затяжным.

**Рисунок 12. Ценовые индексы PMI в обработке, пунктов**



Источник: IHS Markit.

**Рисунок 13. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов**



Источник: IHS Markit.

<sup>9</sup> Индекс объема закупок в обработке впервые с августа превысил отметку в 50 пунктов.

<sup>10</sup> Suppliers' Delivery Times Index.

## 2. Экономическая динамика

Судя по оперативным данным, в январе–феврале российская экономика росла, несколько превосходя ожидания. В частности, выход на докоронавирусный уровень и его превышение происходит во все большем количестве отраслей, в частности в электроэнергетике. Превышение докоронавирусного уровня электропотребления указывает на завершение процесса восстановления и дальнейший рост в большинстве энергоемких отраслей (нефтедобыча – важное исключение), в частности в обрабатывающей промышленности.

Кредитная активность в январе–феврале сохранялась высокой, в том числе благодаря мягкой денежно-кредитной политике, регуляторным послаблениям и мерам господдержки. Это продолжает оказывать поддержку внутреннему спросу.

Важно также отметить произошедшее возобновление роста потребительской активности на фоне восстановления доходов и активного расширения розничного кредитования.

При сохранении текущих тенденций потребность в такой поддержке спроса со стороны мягкой денежно-кредитной политики будет сокращаться.

### 2.1. Рост обрабатывающих производств близок к докризисной траектории

- Производственная активность в январе продемонстрировала признаки стабилизации после значительного ускорения роста в конце 2020 года. Данный вывод соотносится с январской динамикой различных опросных индикаторов и отраслевых финансовых потоков.
- Текущие оценки Росстата указывают на снижение промышленного производства в январе на 2,5% г/г и 1,0% м/м SA после значительного ускорения роста в декабре. Однако в значительной степени это объясняется волатильностью, традиционно присущей месячной статистике по производству в отдельных отраслях. Частично снижение связано и с пересмотром декабрьских данных по выпуску в сторону повышения, что создало высокую базу для сравнения.
- С поправкой на разовые колебания в месячных данных динамика производства в обрабатывающих отраслях остается на своей среднесрочной (докоронавирусной) траектории. Это косвенно указывает на отсутствие как разрыва выпуска, так и потери потенциала в этом секторе экономики.

В январе промышленное производство снизилось на 2,5% г/г после роста на 2,1% г/г в декабре. С учетом календарного эффекта<sup>11</sup> снижение выпуска промышленности в

<sup>11</sup> В январе 2021 г. было на два рабочих дня меньше, чем в январе 2020 года.

январе оказалось менее существенным – 1,4% г/г. Наши оценки на основе текущих данных показывают, что промышленное производство сократилось в январе на 1,0% м/м SA<sup>12</sup> (Рисунок 16).

На январскую динамику повлиял значительный пересмотр верх оценки выпуска за декабрь (+2,3 п.п.), особенно в обрабатывающих отраслях. Это создало высокую базу для сравнения. Регулярная практика пересмотра Росстатом данных по уровню производства за предыдущий месяц производится, как правило, в сторону повышения и обусловлена [особенностями](#)<sup>13</sup> сбора информации от респондентов.

В секторе добычи полезных ископаемых рост объема производства в январе ускорился до 0,5% м/м SA после повышения на 0,3% м/м SA в декабре 2020 г. (Рисунок 17). Добыча нефти в январе выросла на 1,3% м/м в рамках договоренностей ОПЕК+, но ее уровень остается ниже прошлогоднего на 10,8%. В годовом выражении сокращение выпуска добывающих производств замедлилось до -7,1% г/г в январе после стабилизации отрицательного прироста в конце 2020 г. (по -7,5% г/г в декабре и ноябре).

Оценка, сделанная на текущих данных Росстата, указывает на снижение выпуска в обрабатывающих производствах на 2,2% м/м SA в январе после роста на протяжении трех последних месяцев прошлого года (+2,3% м/м SA в декабре и ноябре, +0,2% м/м SA в октябре 2020 г.) (Рисунок 17). При этом [объем входящих финансовых потоков](#) в обрабатывающих отраслях (с учетом их веса ВДС) в январе вырос на 6,3% по сравнению со средним уровнем IV квартала. В феврале увеличение потоков продолжилось. В годовом выражении в январе объем производства в обработке снизился на 1,0% г/г после роста месяцем ранее на 7,9% г/г.

Главным образом на январское снижение совокупного выпуска в секторе обработки повлияло падение производства в *инвестиционных отраслях* (Рисунок 17). Однако в значительной степени это объясняется волатильностью, традиционно присущей месячной статистике по производству в отдельных отраслях. Прежде всего это касается динамики выпуска прочих транспортных средств и оборудования (-22,4% м/м SA в январе и +23,4% м/м SA в декабре). На возможное снижение выпуска в этой отрасли указывала динамика [отраслевых финансовых потоков](#) в январе. Вместе с тем уже в феврале мы наблюдаем возврат платежей к росту. С поправкой на идиосинкратические факторы инвестиционные отрасли демонстрируют тренд на постепенное восстановление. Об увеличении инвестиционного спроса говорит также динамика инвестиционного импорта<sup>14</sup> из стран дальнего зарубежья, который, по нашим оценкам, вырос на 7,5% г/г в январе.

<sup>12</sup> SA – с учетом сезонной корректировки.

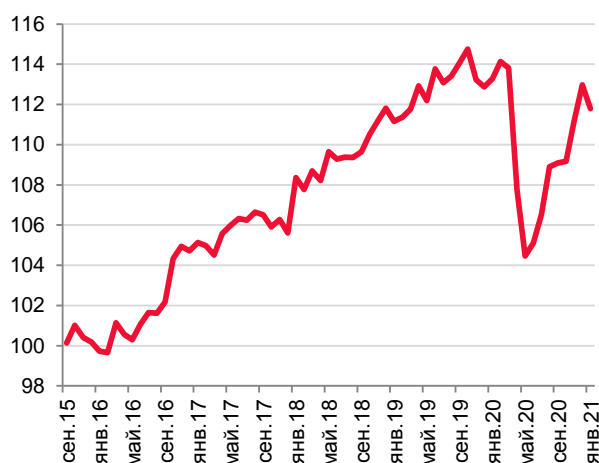
<sup>13</sup> Предприятия обязаны предоставлять информацию о результатах своей деятельности на 4-й рабочий день после отчетного месяца. В результате многие производители отражают в текущей отчетности предварительные данные и позднее корректируют их. Респонденты – больше «пессимисты», чем «оптимисты», и чаще оперативно ими предоставляются заниженные данные о производстве. Необходимость уточнения вызывает и появление более актуальных данных о производстве в малом бизнесе, так как малые предприятия (без микро-) обследуются на выборочной основе в квартальном режиме, микропредприятия и ИП – один раз в год.

<sup>14</sup> Инвестиционный импорт рассчитан нами как разница между суммарным импортом машин и оборудования и импортом наземного транспорта, значительная часть которого – это легковые автомобили, продаваемые населению (т.е. потребительский товар).

Вместе с тем мы ожидаем, что, несмотря на мягкость денежно-кредитных условий, в силу сохранения общей неопределенности до выработки массового иммунитета восстановление инвестиционной активности в 2021 г. в целом будет носить сдержанный характер.

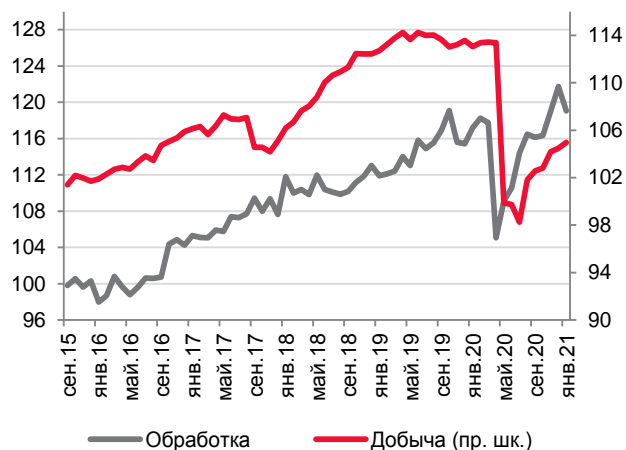
На агрегированном уровне мы наблюдаем возвращение выпуска обрабатывающих производств на докоронавирусную траекторию роста. Это может указывать на закрытие большей части отрицательного разрыва выпуска даже при отсутствии значимой потери потенциала выпуска в обрабатывающем секторе в целом (Рисунок 17). Однако динамика выпуска в разрезе отраслей по-прежнему носит весьма неоднородный характер, указывая как на сдерживающий эффект все сохраняющейся неопределенности в отношении скорости нормализации эпидемической ситуации, так и на продолжительные по времени негативные вторичные эффекты от действовавших в прошлом году ограничений, которые затронули отдельные отрасли. В частности, если в одних секторах производство уже превысило докоронавирусные уровни и докризисную траекторию роста (в основном *потребительские отрасли*), то в ряде других секторов, наоборот, объемы производства еще не восстановились к докризисным уровням (прежде всего в *промежуточных отраслях*).

**Рисунок 14. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)**



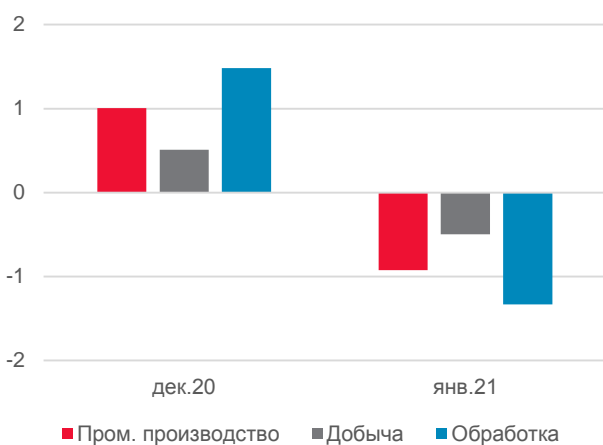
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 15. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 16. Эффект пересмотра<sup>15</sup> индекса промышленного производства в декабре, п.п. м/м SA**



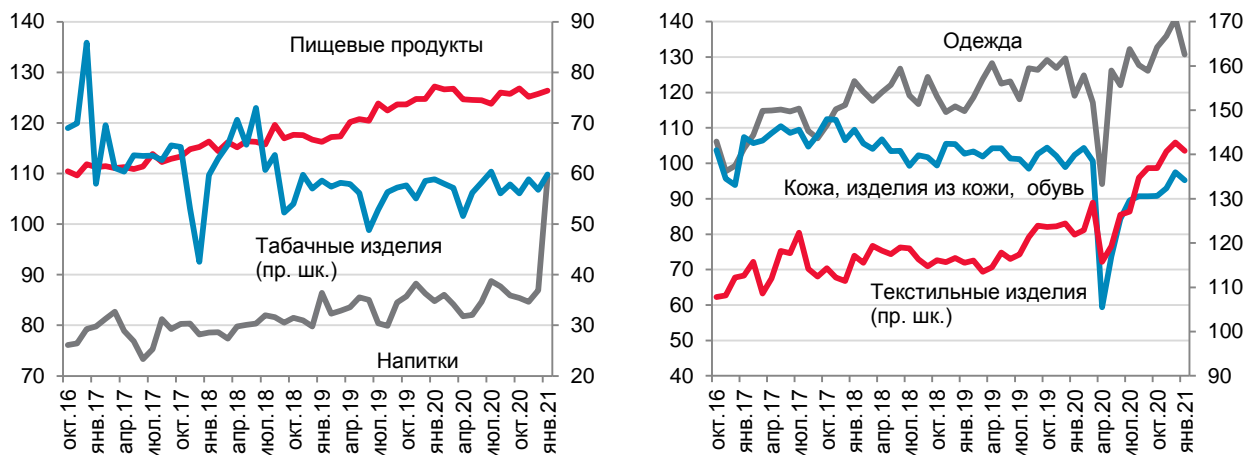
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 17. Производство групп отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2016=100%, сезонность устранена**



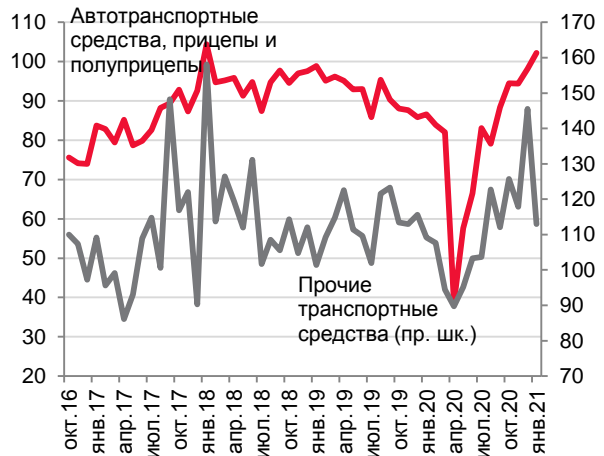
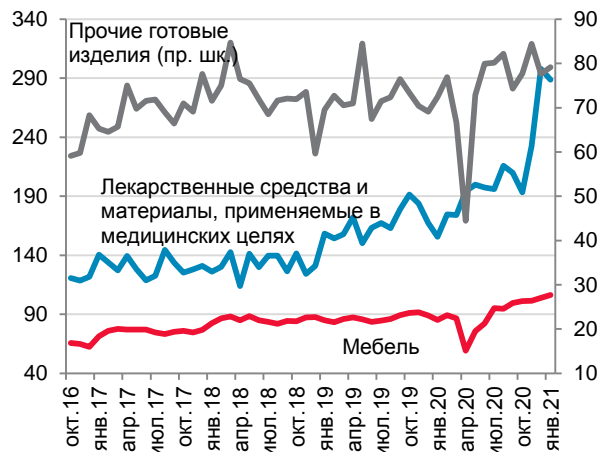
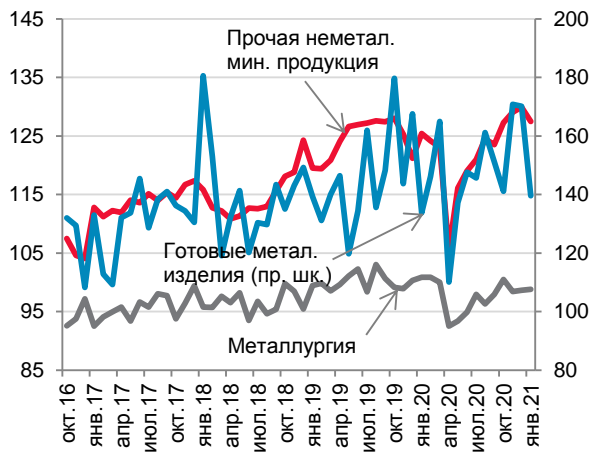
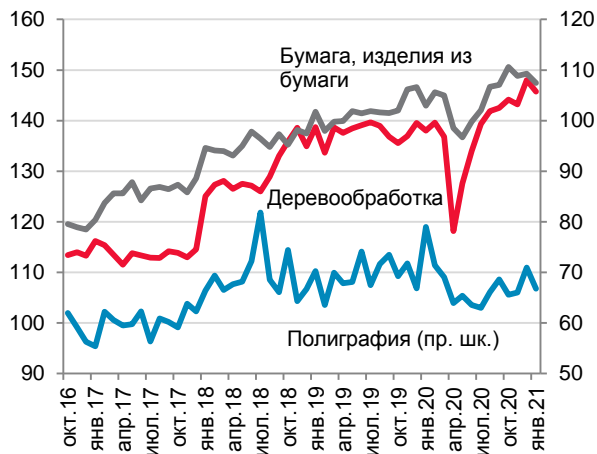
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 18. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, дек. 2012 = 100%, сезонность устранена**



<sup>15</sup> Под эффектом пересмотра понимается разница темпов роста индекса промышленного производства (в п.п., м/м SA) после уточнения Росстатом данных за декабрь 2020 г. и до уточнения данных за январь 2021 года.





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 2.2. Потребление товаров населением достигло докризисного уровня

- Оборот розничной торговли в январе резко вырос (3,8% м/м SA), практически достигнув уровней предыдущего года.
- Если потребление продовольственных и непродовольственных товаров восстановилось к докризисным уровням, то восстановление сектора услуг заметно сдерживается произошедшими в кризис структурными изменениями в потребительских предпочтениях и сохраняющимися ограничительными мерами.
- Постепенное улучшение ситуации на рынке труда, увеличение доходов (не только трудовых) и использование части сбережений, сделанных в 2020 г. на фоне высокой неопределенности и действия ограничительных мер на текущее потребление, окажут значимую поддержку росту потребления в 2021 году.

Потребительская активность, сдерживавшаяся в конце 2020 г. обострением эпидемической ситуации, в январе резко выросла (рост оборота розничной торговли на 3,8% м/м SA после 0,0% м/м SA в декабре) и достигла докоронавирусных уровней (-0,1% г/г после -3,6% г/г в декабре) (Рисунок 19).

Нормализация ситуации на рынке труда, рост реальной заработной платы, в целом меньшее, чем ожидалось, падение экономики и возможная трата накоплений, сделанных в 2020 г. (в II–IV кварталах норма сбережений была повышенной), улучшили потребительские настроения домохозяйств и позволили вернуться к привычному уровню трат в товарных категориях. В январе рост расходов происходил во всех сегментах, благодаря чему отставание от прошлогодних уровней в *продовольственной рознице* сократилось до 1,0% (+3,7% м/м SA), а траты на *непродовольственные товары* оказались на 0,9% выше, чем в январе 2020 г. (+3,9% м/м SA) (Рисунок 20).

**Рисунок 19. Динамика оборота сектора услуг, розничной торговли, продовольствия и непродовольственных товаров, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 20. Динамика оборота розничной торговли и сектора услуг (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %**



Источники: Росстат, расчет ДИП.

Структурные изменения в потребительских предпочтениях, возникшие под влиянием пандемии, пока сдерживают восстановительную динамику в секторах общепита и платных услуг. Так, на фоне улучшения эпидемической обстановки и частичного снятия ограничений восстановление *сектора услуг* продолжилось (+1,9% м/м SA в январе после +1,8% м/м SA в декабре), однако отставание от уровней предыдущего года остается значительным: 9,4% в январе после 11,1% г/г в декабре.

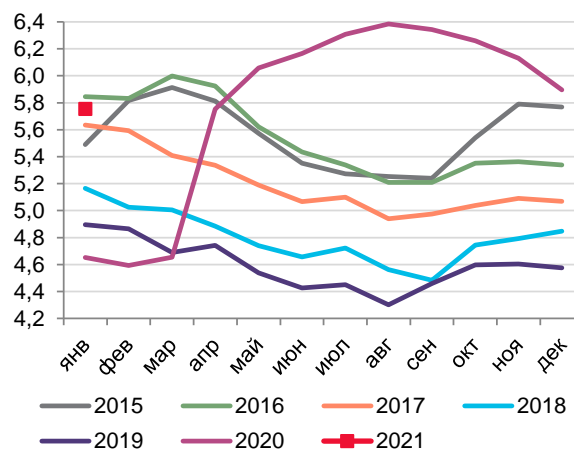
Поддержку динамике потребления в январе оказало ускорение роста заработной платы в конце 2020 г.: номинальной зарплаты – до 9,7% г/г, реальной – до 4,6% г/г (Рисунок 21). Однако, на наш взгляд, значительная часть ускорения роста была вызвана осуществлением единовременных выплат по итогам года, в том числе переносом выплаты бонусов с начала 2021 г. на конец 2020 г. в преддверии повышения ставки НДФЛ до 15%<sup>16</sup>. В частности, наш анализ показывает, что ускоренный рост зарплат наблюдался прежде всего в видах деятельности, где обычно в конце I – начале II квартала происходит сезонный всплеск выплат. За счет этого темп роста оплаты труда в частном секторе (9,5% г/г) достиг допандемического уровня и оказался близок к темпу роста зарплаты в госсекторе (10,4% г/г). Поскольку предельная норма потребления в относительно более высокодоходных слоях населения гораздо ниже, чем у населения в целом, эффект ускорения декабрьского роста зарплат на потребление в начале года, скорее всего, был умеренным.

Рисунок 21. Темп роста зарплаты, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 22. Уровень безработицы в 2015 – 2021 гг., %



Источники: Росстат, расчет ДИП.

В большей степени на восстановление потребления влияет продолжающееся улучшение ситуации на рынке труда. В январе уровень безработицы опустился до 5,8% – с 5,9% в декабре (до 5,8% – с 6,0% с поправкой на сезонный фактор) (Рисунок 22). Снижению безработицы способствовало активное восстановление спроса на труд. По данным портала HeadHunter, в январе рост потребности в работниках ускорился с 27 до 68% г/г, в то время как рост количества размещенных резюме продолжил замедляться.

<sup>16</sup> По доходам, которые превышают 5 млн руб. в год.

При этом предложение труда остается пониженным: уровень участия в рабочей силе в январе 2021 г. был ниже прошлогоднего уровня (62,1% против 62,7%). Затрудненный въезд трудовых мигрантов из-за остающихся закрытыми границ также создает давление на рынке труда по мере восстановления экономической активности. Тем не менее уровень безработицы, вероятно, будет сохраняться выше докоронавирусного. Часть повышенного уровня безработицы может оказаться устойчивой из-за структурных изменений в экономике, которые отражаются на рынке труда. В результате естественный уровень безработицы может повыситься по сравнению с докризисным.

Еще одним источником роста потребления в 2021 г. может стать трата сбережений, сделанных в 2020 г.: норма сбережений была повышенной в II–IV кварталах (Рисунок 23). Часть сбережений носила вынужденный характер как из-за повышения экономической неопределенности, так и подчас невозможности потратить деньги вследствие действия ограничительных мер (например, на услуги). По мере дальнейшего оживления экономической активности и роста доходов, домохозяйства могут снизить норму сбережения. Это поддержит рост потребления, дополнительно уменьшая влияние дезинфляционных факторов на динамику потребительских цен.



Источник: Росстат, ДОМ.РФ, оценки ДИП.

### 2.3. Ускорение роста кредитования в начале года

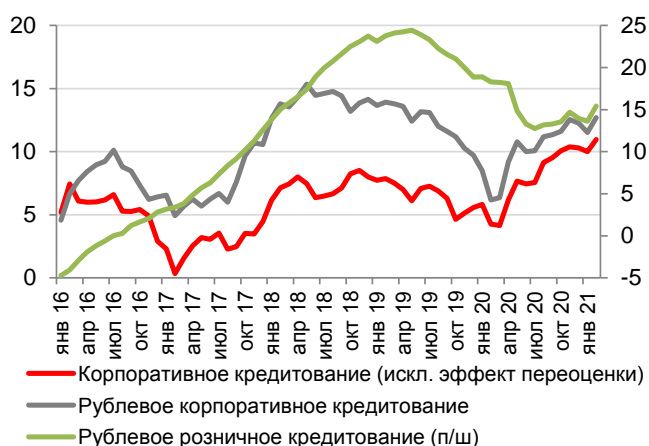
- Рост кредитования в начале года наблюдался во всех сегментах, поддерживая продолжающееся восстановление экономической активности.
- Несмотря на консервативную политику банков в отношении выдачи новых ссуд, месячный рост необеспеченного потребительского кредитования в январе ускорился. Дальнейшему росту кредитования в данном сегменте должны поспособствовать благоприятные перспективы для дальнейшего восстановления потребительской активности по мере улучшения эпидемической ситуации.

- В корпоративном сегменте устойчивый рост средне- и долгосрочного кредитования поддерживает инвестиционный спрос предприятий.
- Прибыль банковского сектора превысила докризисный показатель за январь 2020 года. Увеличение прибыли банков и высокий уровень их капитализации также создают предпосылки для дальнейшего расширения кредитования.

Рост кредитования в начале 2021 г. продолжился, поддерживая восстановление экономической активности. Прирост рублевого розничного кредитования ускорился до 3,4% м/м S/A. Основным драйвером роста по-прежнему выступает ипотека, которая продолжает поддерживаться низкими ставками и действием льготных программ (Рисунок 26). Объем выдач рублевых ипотечных кредитов в январе вырос на 37,4% г/г, при этом значительная часть прироста определяется динамикой вторичного рынка – выдачи по ДДУ увеличились меньше, чем по портфелю в целом (на 35,3% г/г). В результате рост рублевого ипотечного портфеля составил 21,8% г/г, с учетом ипотечных ценных бумаг – 22,3%.

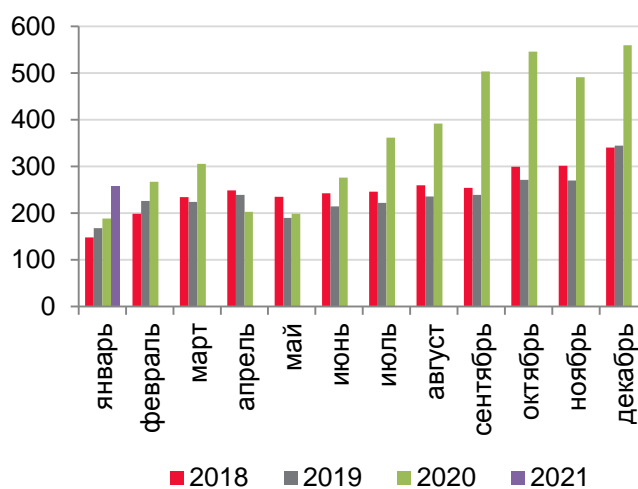
Рост портфеля ускорился в сегменте необеспеченного потребительского кредитования и автокредитования: темпы прироста составили 1,1% м/м SA и 1,2% м/м SA (в декабре 2020 г.: -0,4% м/м S/A и 1,0% м/м S/A соответственно). Тем не менее, месячный рост необеспеченных кредитов остается меньше прошлогоднего на фоне остающейся консервативной политики банков. Согласно данным [НБКИ](#), количество выдач в годовом выражении уменьшилось, в частности в сегменте [кредитных карт](#). При этом улучшение эпидемической ситуации и снятие ограничений приведет к [дальнейшему увеличению потребительской активности](#), в том числе за счет ускорения роста в сегменте потребительского кредитования.

Рисунок 24. Годовые темпы роста кредитного портфеля, % г/г



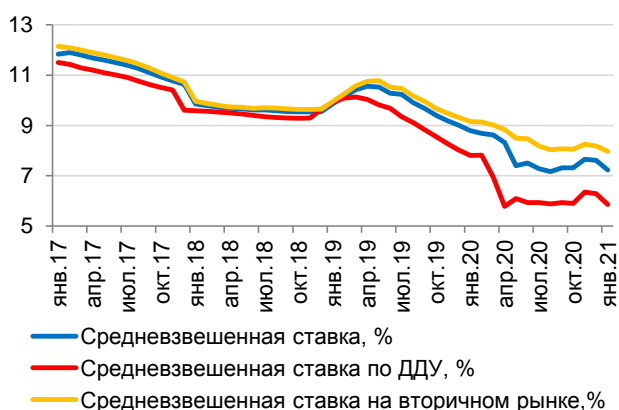
Источник: Банк России.

Рисунок 25. Объемы новых предоставленных ипотечных жилищных кредитов, млрд руб.



Источник: Банк России.

**Рисунок 26. Динамика ставок на ипотечном рынке, %**



Источник: Банк России.

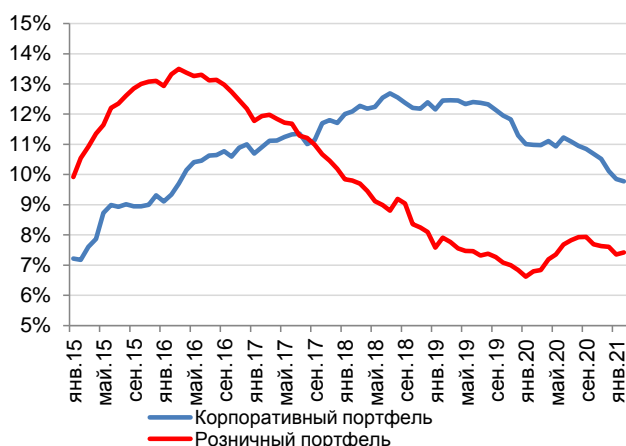
**Рисунок 27. Динамика кредитов нефинансовым организациям и ИП, г/г**



Источник: Банк России.

Рост рублевых корпоративных кредитов в январе 2021 г. ускорился: по нефинансовым организациям<sup>17</sup> – до 3,0% м/м SA, по финансовым организациям – до 3,5% м/м SA, по индивидуальным предпринимателям составил 1,1% м/м SA. Стоит отметить устойчивый рост долгосрочных и среднесрочных кредитов нефинансовым организациям и ИП при продолжающемся замедлении в сегменте краткосрочных кредитов (Рисунок 27). Устойчивое увеличение средне- и долгосрочного кредитования поддерживает восстановление инвестиционной активности предприятий.

**Рисунок 28. Доля проблемных и безнадежных ссуд в кредитных требованиях, %**



Источник: Банк России.

**Рисунок 29. Динамика средств физических лиц в банках, г/г**



Источник: Банк России.

<sup>17</sup> Без учета ИП.

Снижение рублевых средств физических лиц<sup>18</sup> составило 0,1% м/м SA. При этом срочная структура продолжает значительно изменяться, в том числе под влиянием мягких денежно-кредитных условий: продолжается значительный рост средств на счетах при уменьшении объема срочных вкладов (Рисунок 29).

Качество кредитных требований улучшается: доля просроченной задолженности снизилась как по розничному, так и по корпоративному портфелю, доля проблемных и безнадежных ссуд<sup>19</sup> изменилась незначительно. Объем начисленных резервов по кредитным требованиям за январь вырос, отчасти в результате постепенного выхода банков из-под действия регулятивных послаблений.

В январе 2021 г. банковским сектором была получена прибыль в размере 205 млрд руб.<sup>20</sup>, что превышает значение предыдущего месяца и января 2020 года. Увеличение прибыли банков и высокий уровень их капитализации создают благоприятные условия для дальнейшего расширения кредитования.

## 2.4. Опережающие индикаторы: рост экономики продолжился в феврале

- Оперативные индикаторы указывают на продолжение роста экономики в феврале. Среднедневной объем входящих платежей, проведенных через платежную систему Банка России, остается выше уровня IV квартала 2020 г. (Рисунок 30). Наиболее устойчивая положительная динамика финансовых потоков наблюдается в отраслях внутреннего спроса. Прежде всего это касается отраслей потребительского спроса, который, судя по всему, выступит основным драйвером дальнейшего восстановления экономики.
- Так, продолжение восстановления потребительской активности подтверждается динамикой целого ряда оперативных индикаторов. Согласно данным Ромир, Первого ОФД и СберИндекса, в феврале номинальные расходы домохозяйств стабильно превышали прошлогодние уровни (Рисунок 32, Рисунок 33). При этом рост в большей мере сосредоточен в товарных категориях, а структура потребления россиян после окончания новогодних праздников не претерпевает значимых изменений. Импульс для дальнейшего изменения структуры потребления может дать значительное снижение неопределенности, связанной с появлением новых штаммов коронавируса, успешность массовой вакцинации и снятие большей части продолжающих действовать ограничительных мер.
- На рост производственной активности в энергоемких отраслях, причем выше докоронавирусного уровня во многих секторах, указывает динамика потребления электроэнергии (Рисунок 31). Устойчивый рост относительно уровня начала 2020 г.

<sup>18</sup> Рассматриваются депозиты и привлеченные средства, а также средства на счетах за исключением счетов эскроу.

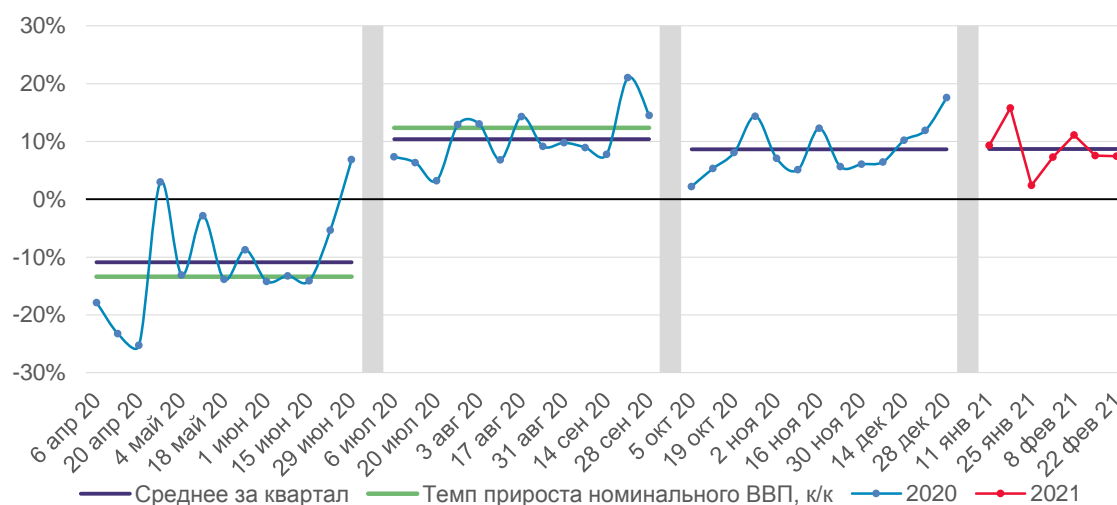
<sup>19</sup> Рассматриваются ссуды IV и V категорий качества по данным формы банковской отчетности 0409115.

<sup>20</sup> Рассматривается прибыль после налогообложения.

наблюдается во всех энергетических системах, кроме ОЭС Урала, где на потреблении продолжает сказываться пониженный уровень добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+.

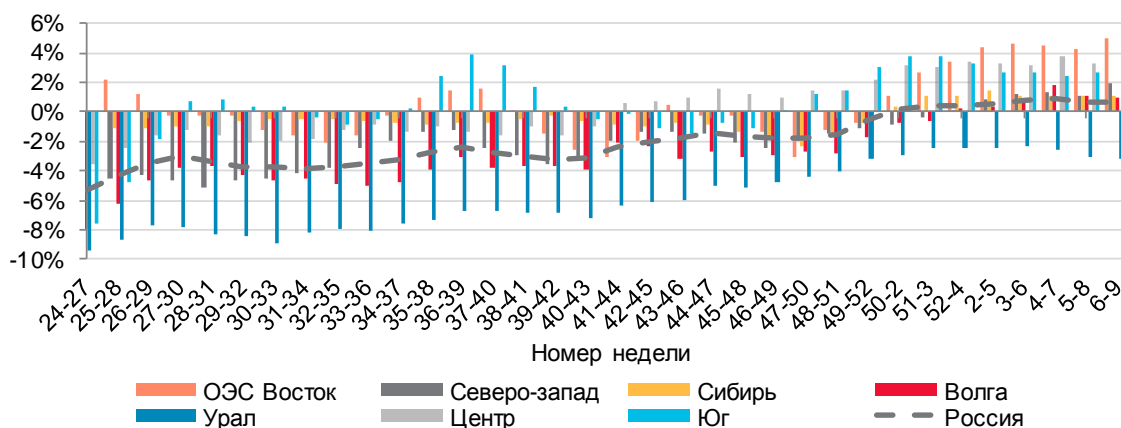
- Динамика индексов PMI в феврале также указывает на продолжение восстановления экономики. Индекс в обрабатывающем секторе вырос до 51,5 п. с 50,9 п. в январе (подындекс по выпуску: до 53,7 п. – с 51,2 п.). Индекс в сфере услуг составил 52,2 п. после 52,7 п. в январе и также продолжает превышать пограничную отметку в 50 пунктов, отделяющую рост деловой активности от спада.

**Рисунок 30. Отклонение входящих платежей от среднего уровня предыдущего квартала, %**



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

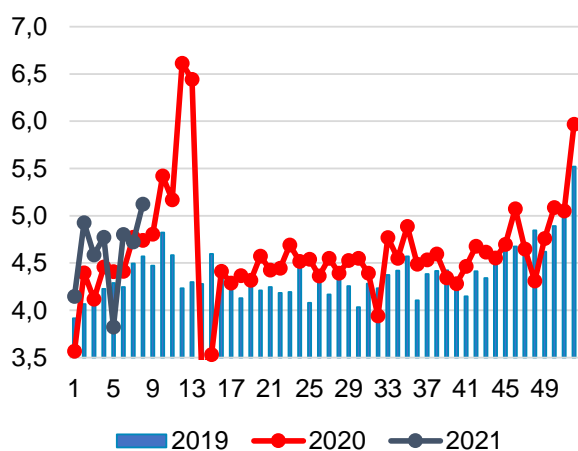
**Рисунок 31. Темпы прироста электропотребления, скользящее среднее за четыре недели с поправкой на температуру и число рабочих дней, % г/г**



Источники: Системный оператор Единой энергетической системы, расчеты ДИП.

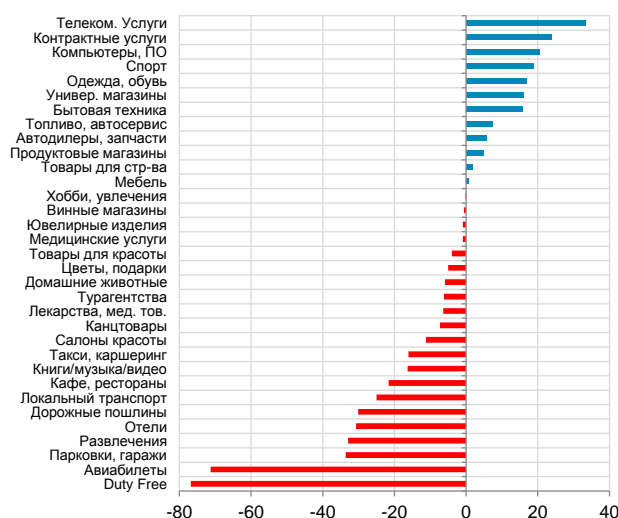


**Рисунок 32. Объем номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. руб.**



Источник: Ромир.

**Рисунок 33. Изменение расходов на товары и услуги в феврале, % г/г**



Источник: СберИндекс.

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

#### 3.1. Неравномерное восстановление мировой экономики

- Спад количества новых случаев заболевания и смертей от коронавируса в мире в течение большей части февраля позволил несколько ослабить ограничения и повысить мобильность населения. Однако это обернулось возобновлением дневного роста числа инфицированных во второй половине месяца. Вакцинирование оказывает положительное влияние, но скорость вакцинации и пониженная эффективность отдельных вакцин против новых штаммов вируса поддерживают высокую неопределенность относительно динамики восстановления мировой экономики.
- Экономики развитых стран в IV квартале либо замедлили рост (США), либо показали умеренный спад (еврозона) на фоне ухудшения эпидемической ситуации и ограничительных мер. Масштабный фискальный стимул и улучшение эпидемической ситуации могут ускорить восстановление роста в США. В то же время продление ограничений и слабый старт вакцинации в Европе позволяют ожидать дальнейшего сокращения экономики еврозоны в I квартале.
- Уверенное восстановление спроса дает возможность предприятиям переносить рост издержек в отпускные цены. Это позволяет ожидать повышения инфляционного давления в ближайшие месяцы. Вместе с тем мягкая политика может потребовать более раннего сворачивания программы покупки активов и повышения ставки ФРС, чем ожидалось прежде.

- Резкий рост инфляции в еврозоне в январе (с -0,3 до 0,9% г/г) отражает влияние ряда временных факторов (перенос/отмена зимних распродаж, рост энергетической компоненты, пересчет весов в потребительской корзине и возврат ставки НДС к докризисному уровню в ФРГ) и вряд ли окажет значительное воздействие на дальнейшие шаги ЕЦБ.
- Февральские индексы PMI Китая оказались хуже ожиданий, указывая на замедление темпа роста экономики. В основе этого – снижение экспортных заказов, а также значительное замедление роста в строительстве из-за ограничений на долю банковских кредитов, которые могут направляться в эту отрасль.
- Восстановление экономик СФР и решения по ДКП будут определяться главным образом темпами и эффективностью вакцинации населения. Рынки ожидают постепенного перехода к нормализации ДКП в ряде СФР на горизонте около года. В отдельных СФР еще предположительно сохраняется незначительное пространство для снижения ставок.

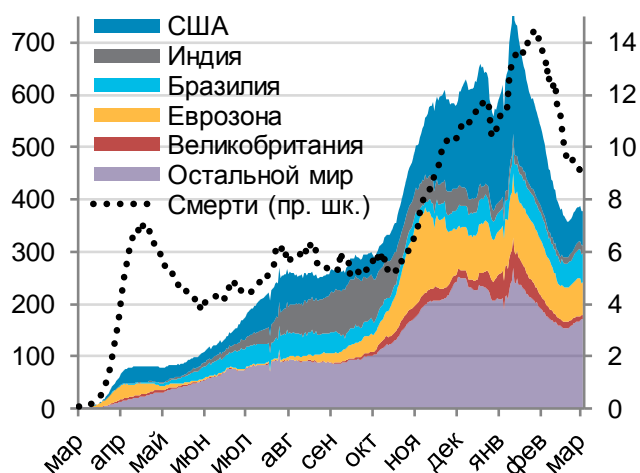
### **Covid-19: неопределенность относительно динамики восстановления мировой экономики остается высокой**

Число регистрируемых новых случаев и смертей от коронавируса в мире снижалось большую часть февраля (Рисунок 34). Наиболее резкое снижение заболеваемости произошло в странах, которые больше всего пострадали в конце 2020 года. Это позволило несколько ослабить ограничения и повысить мобильность населения (Рисунок 35).

Однако смягчение ограничений и рост мобильности населения обернулись возобновлением дневного роста числа инфицированных во второй половине месяца. Если данная тенденция продолжится, это может выступить весомым аргументом в пользу более позднего снятия ограничений в мире.

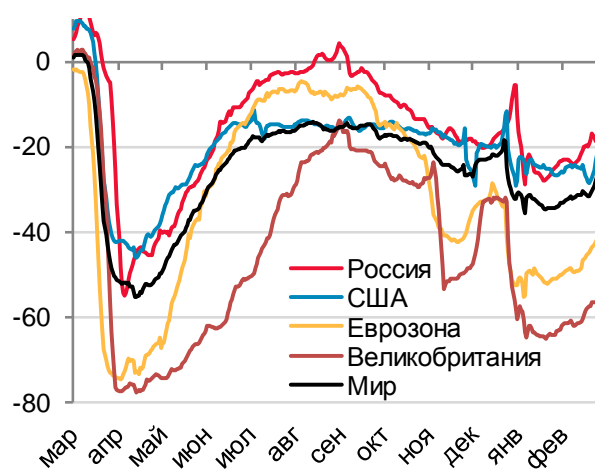
В отдельных странах (Великобритания, США, Израиль) наблюдается положительный эффект от программы вакцинации населения. Вместе с тем задержки поставок и производственные проблемы угрожают планам вакцинации, в частности – вакцинации к лету 70% взрослого населения ЕС. В развивающихся странах и странах с низкими доходами вакцинация идет медленно из-за относительно низкой обеспеченности вакцинами. Кроме того, улучшение эпидемической ситуации не отменяет рисков распространения новых штаммов вируса, против которых не все вакцины эффективны. Все это поддерживает на повышенном уровне неопределенность относительно динамики восстановления мировой экономики.

**Рисунок 34. Дневной прирост инфицированных коронавирусом, в тыс. чел., (среднее за 7 дней)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 35. Посещение магазинов и мест отдыха, прирост в % от медианы за период с 3.01 по 6.02, (среднее за 7 дней)**



Примечание: при расчете средневзвешенных значений мобильности по группам стран в качестве весов использовался ВВП 2019 года.

Источники: Google, WorldBank.

## **США: второй фискальный пакет поддержал потребительскую активность в начале года**

Рост экономики США ожидаемо замедлился в IV квартале до 4,0% к/к SA при снижении на 2,5% г/г. Такая динамика преимущественно объясняется замедлением темпов восстановления частного потребления до 2,5% к/к SA, что помимо ужесточения ограничений обусловлено и снижением располагаемых доходов. На фоне сохранения низких процентных ставок частные инвестиции в основной капитал в IV квартале выросли на 13,8% к/к SA, в том числе в жилищное строительство – на 33,5% к/к SA.

Второй пакет фискальных стимулов и улучшение эпидемической ситуации во второй половине месяца поддержали потребительскую активность в январе. Розничные продажи превысили ожидания рынка, увеличившись на 5,3% м/м SA (Рисунок 36). Увеличение доходов населения во многом способствуют прямые выплаты из бюджета и повышенные пособия по безработице.

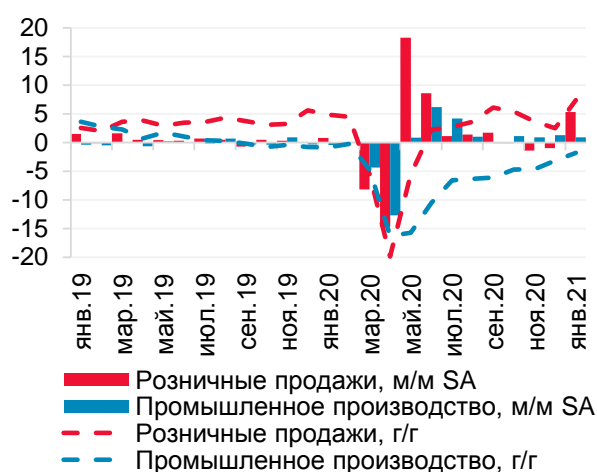
В свою очередь производственный сектор продолжает восстанавливаться более медленными темпами. Рост промышленного производства в январе составил 0,9% м/м SA, при этом промышленное производство остается на 1% ниже докоронавирусного уровня. Сдержали рост промпроизводства экстремальные погодные условия и нехватка полупроводников, используемых для производства автомобилей, из-за чего некоторые сборочные производства в январе были закрыты.

Опережающие индикаторы позволяют ожидать дальнейшего расширения деловой активности в секторах промышленности и услуг. По предварительным оценкам<sup>21</sup>, февральский сводный индекс IHS Markit PMI незначительно изменился за месяц и составил 58,8 п. при сопоставимых значениях индекса PMI в промышленности и услугах.

Высокий прирост числа инфицированных коронавирусом в первой половине месяца и сохранение низкого спроса на рынке труда стали основными сдерживающими факторами роста потребительских цен в январе. По данным Министерства труда США, число новых рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора в январе выросло незначительно и остается на 9,9 млн ниже уровня февраля 2020 года. На этом фоне базовый ИПЦ замедлился с 0,1 до 0,0% м/м SA (Рисунок 37). Напротив, рост цен производителей в январе ускорился с 0,3 до 1,3% м/м SA, отражая появившуюся у предприятий возможность перенести рост издержек в отпускные цены в условиях уверенной динамики спроса.

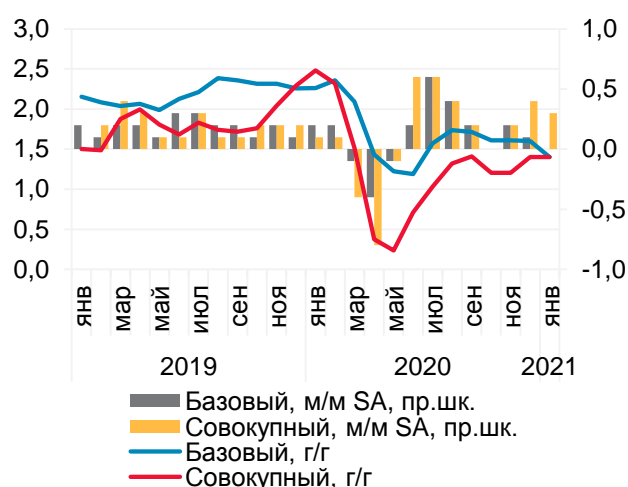
Значительное улучшение эпидемической обстановки вместе с третьим пакетом фискальных мер должны способствовать дальнейшему улучшению динамики потребительского спроса. Это может послужить основанием для более раннего начала нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, чем ожидалось прежде.

**Рисунок 36. Динамика розничных продаж и промышленного производства, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 37. Рост ИПЦ и БИПЦ в США, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

### Еврозона: временное ускорение инфляции не должно повлиять на траекторию ДКП

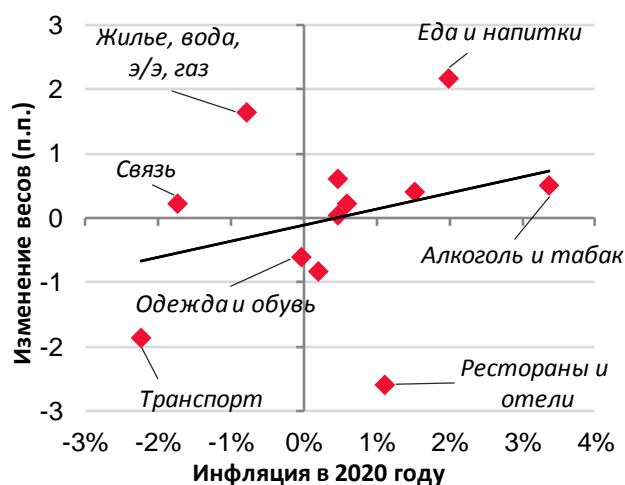
В IV квартале ВВП еврозоны сократился на 0,6% к/к и на 5,0% г/г. Итоги IV квартала оказались лучше прогнозов во многих крупных странах. Безработица в еврозоне в 2020 г. также увеличилась на значительно меньшую величину, чем ожидалось в начале года (с 7,3 до 8,3% при прогнозе 14%), благодаря пролонгации программ поддержки.

<sup>21</sup> Текущие данные основаны на 85–90% полученных в результате опроса данных.

Однако перспективы на 2021 г. были ухудшены. [Еврокомиссия \(ЕК\)](#) пересмотрела вниз прогноз роста экономики еврозоны в 2021 г. (до 3,8% с ноябрьских 4,2%) вследствие продления/ужесточения ограничений в большинстве стран в начале года, а также слабого старта вакцинации. Восстановление промышленного производства приостановилось в декабре 2020 г. на фоне проявления ряда негативных структурных факторов, затрудняющих работу логистических цепочек (перебои поставок полупроводников на автозаводы, нехватка транспортных контейнеров для доставки грузов, трудности с поставками из-за Brexit). Рост потребительского спроса был сдержан противоэпидемическими ограничениями и отменой большинства зимних распродаж.

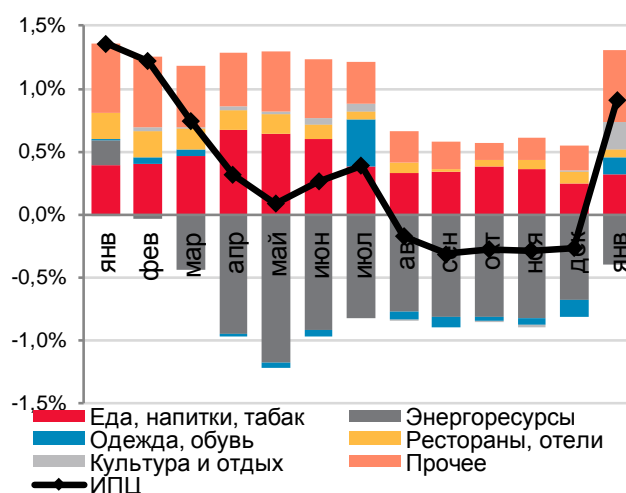
В январе произошел неожиданно сильный рост инфляции в еврозоне. Совокупная инфляция выросла с -0,3 до 0,9% г/г, базовая инфляция<sup>22</sup> – с 0,2 до 1,4% г/г. Однако данный всплеск вызван главным образом временными факторами (Рисунок 39). Как следствие, он вряд ли окажет существенное влияние на инфляционные ожидания и дальнейшие решения ЕЦБ в отношении параметров денежно-кредитной политики. Инфляция, вероятно, продолжит рост в ближайшие месяцы из-за эффекта низкой базы энергетической компоненты, проблем с поставками товаров<sup>23</sup> и постепенного восстановления спроса в секторе услуг. По оценкам Capital Economics, она может временно превысить 2% во второй половине 2021 г., однако, в начале 2022 г. снизится до уровня 0,5–0,8% г/г.

**Рисунок 38. Изменение весов в ИПЦ и инфляция в 2020 году**



Источники: Евростат, расчеты ДИП.

**Рисунок 39. Декомпозиция инфляции в еврозоне, п.п.**



Источники: Евростат, расчеты ДИП.

### Китай: замедление роста экономической активности в начале года

Февральские индексы PMI в Китае оказались хуже ожиданий, указывая на замедление темпа роста экономики. Официальный и Caixin PMI в обрабатывающей промышленности снизились на 0,7 и 0,6 п., до 50,6 и 50,9 п. соответственно (Рисунок 40). В основе этого – снижение внешнего спроса (Рисунок 41). Выделяется также увеличение

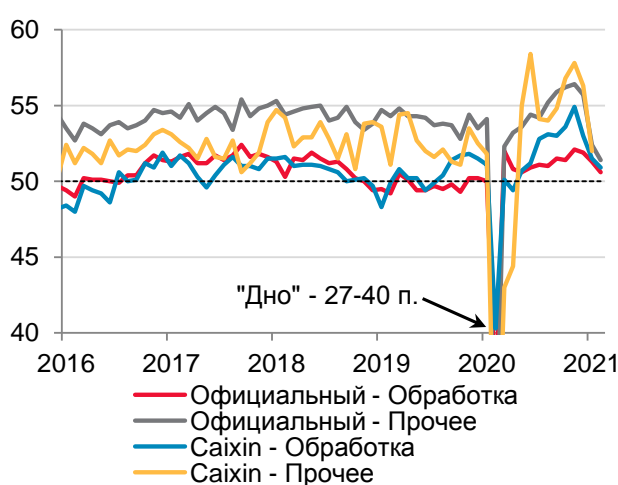
<sup>22</sup> Без учета еды, табака, алкоголя, энергетической компоненты.

<sup>23</sup> <https://www.ft.com/content/7aef28eb-ce0c-49a4-b7cc-06d89478c44c>.

времени доставки, которое в настоящее время наибольшее с марта 2020 г., когда многие предприятия были закрыты из-за карантина.

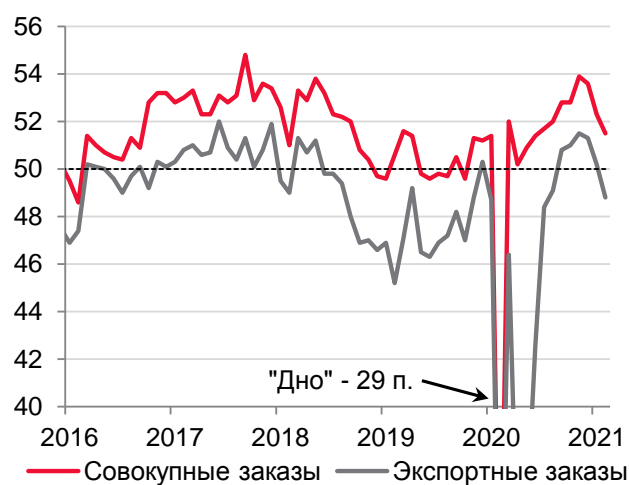
Также заметно просел официальный PMI в прочих видах деятельности – на 1,0 п., до 51,4 пункта. Прежде всего это стало следствием снижения PMI в строительстве с 60,0 до 54,7 п., которое может объясняться ужесточением условий кредитования: с января введено ограничение на долю кредитов, которую банки могут направлять на ипотечное кредитование и сделки с недвижимостью в целом (по оценкам Capital Economics, по банковской системе в целом: 24,5 и 31,3% соответственно) и которая немногим выше текущих значений при тенденции к их росту.

Рисунок 40. Индексы PMI Китая, пунктов



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 41. Подындесы заказов официального PMI в обработке, пунктов



Источник: Bloomberg Finance L.P.

### СФР: нормализация ДКП в некоторых СФР может начаться уже в 2021 году

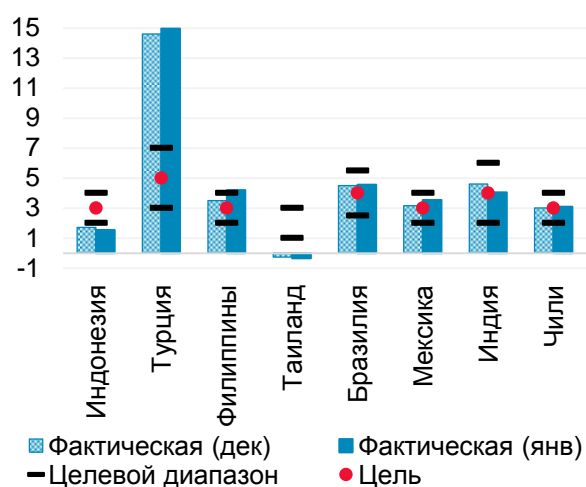
В январе инфляция оставалась в пределах целевых диапазонов в большинстве СФР (за исключением Турции, Филиппин, Индонезии и Таиланда) (Рисунок 42). В Бразилии, на Филиппинах и в Турции инфляция находится на восходящем тренде, в то время как в Мексике, Индии, Чили и Индонезии – в фазе снижения. Ускорение инфляции или ее нахождение на повышенном уровне объясняется преимущественно временными факторами (Турция, Бразилия, ЮАР, Филиппины). Вместе с тем в ряде СФР (прежде всего в Турции, Индии и Таиланде) наблюдается заметный рост инфляционных ожиданий.

В январе–феврале регуляторы СФР сохранили стимулирующую ДКП на фоне сохраняющейся неопределенности относительно скорости нормализации эпидемической ситуации. Центральные банки Мексики и Индонезии снизили ключевые ставки на 25 б.п., до 4,0 и 3,5% соответственно, а регуляторы прочих СФР оставили ставки без изменений.

Ключевые ставки во многих странах находятся на минимальных исторических уровнях, заметно отклоняясь вниз от краткосрочных нейтральных ставок. С учетом баланса среднесрочных факторов ценовой динамики, а также предполагаемой близости к эф-

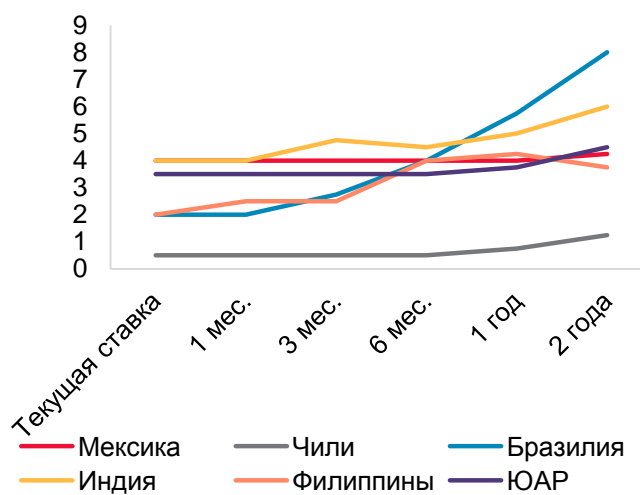
фактивной нижней границе ставок, выступающей в качестве порогового значения ключевой ставки, за рамками которого ее дальнейшее снижение становится контрпродуктивным, пространство для дальнейшего смягчения ДКП в СФР выглядит незначительным. Более того, рынки в целом закладывают переход к постепенной нормализации ДКП: в большинстве стран – на горизонте около года, а в Бразилии и на Филиппинах – уже на одном из ближайших заседаний. В Турции ожидается продолжение ужесточения ДКП, начавшееся во втором полугодии 2020 г. (Рисунок 43).

**Рисунок 42. Совокупная инфляция и целевые диапазоны в избранных СФР, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 43. Текущие и ожидаемые рынками на горизонте двух лет ключевые ставки в СФР, % годовых**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Восстановление экономической активности и дальнейшие решения по ДКП регуляторов СФР будут определяться темпами и эффективностью вакцинации. Вторичные эффекты нормализации экономической активности в развитых странах (в частности, благодаря активной вакцинации) поддержат восстановление экономик СФР. Так, меры монетарного и фискального стимулирования со стороны крупнейших экономик мира ускорили восстановление глобального роста и способствовали притоку капитала на развивающиеся рынки. Дополнительную поддержку экономическому росту СФР в 2021 г. окажут восстановление цен на сырьевые товары и возможное снижение неопределенности и напряженности в мировой торговле.

### 3.2. Рост доходностей гособлигаций США определяет динамику мировых финансовых рынков

- На протяжении февраля мировые финансовые рынки находились под влиянием роста доходностей казначейских облигаций США, который вызван ожиданиями восстановления экономики и потенциального ускорения инфляции.

- На общем настроении рынков СФР в феврале сказалось снижение аппетита к риску: доходности гособлигаций СФР повысились вслед за ростом доходностей казначейских облигаций США, курсы валют основных СФР снизились по отношению к доллару США. Рубль показал лучшую динамику среди стран СФР, укрепившись за месяц на 2,1% благодаря значительному росту нефтяных цен.
- Рост доходностей в США привел к продолжению роста доходностей ОФЗ вдоль всей кривой. Дополнительное влияние оказали ожидания ужесточения денежно-кредитных условий с учетом перспектив постепенного, но более раннего возврата к нейтральной денежно-кредитной политике в условиях ослабления дезинфляционных рисков.

### Глобальные финансовые рынки

Рост доходностей казначейских облигаций США стал основным фактором, определяющим динамику на мировых финансовых рынках в феврале и начале марта. Доходность 10-летних бумаг достигала 1,57% (уровня февраля 2020 г.), 30-летних бумаг – 2,32% (уровня января 2020 г.) (Рисунок 44). Основной причиной роста доходностей стали ожидания уверенного восстановления экономики, в том числе при поддержке нового фискального стимула, которое может привести к ускорению инфляции. Показатель временной инфляции<sup>24</sup> в феврале превысил 2,1% и в середине месяца достигал максимального с 2014 г. уровня. При этом ФРС США отметила, что ускорение инфляции в 2021 г. будет временным явлением, и пока не стоит беспокоиться о росте объема национального долга или принимать меры для сдерживания роста доходностей.

Тем не менее значительное предложение долга на первичных размещениях в США требует премии к вторичному рынку и провоцирует дальнейший рост доходностей. Европейский центральный банк в свою очередь планирует отслеживать рост доходностей в евроzone, который фактически ужесточает денежно-кредитные условия и тем самым может затруднить восстановление экономики.

Доходности госбумаг в СФР росли вслед за ростом казначейских облигаций США: 10-летние бумаги Бразилии прибавили за месяц 102 б.п., Мексики – 70 б.п., Индонезии – 62 б.п., ЮАР – 82 базисных пункта. Основные валюты СФР ослабли к доллару США: бразильский реал потерял 3,7%, индонезийская рупия – 1,9%, мексиканское песо – 3,5%, индийская рупия – 0,1%.

---

<sup>24</sup> Разница доходности классической номинальной казначейской облигации и доходности облигации, защищенной от инфляции (TIPS).



**Рисунок 44. Динамика доходностей казначейских облигаций США**



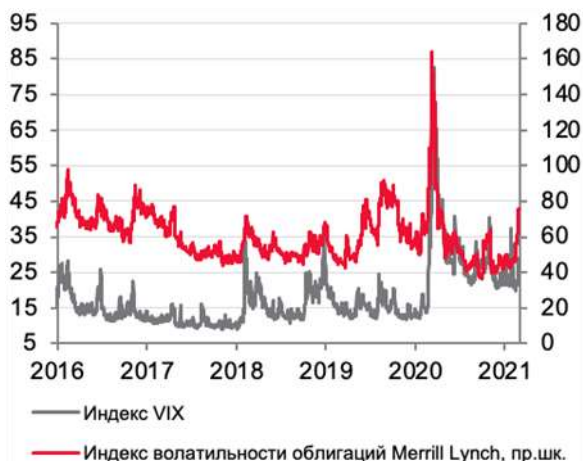
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 45. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США**



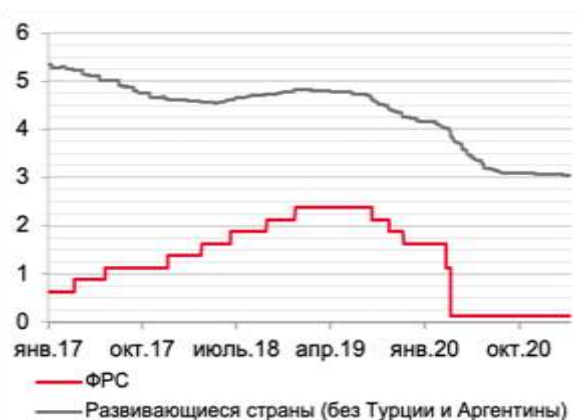
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 46. Динамика индексов волатильности**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 47. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых**



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

## Российский рынок

Российская премия за риск по итогам февраля немного сократилась (с 97 до 92 п.), причем снижение пришлось на первые три недели месяца. В течение последней недели аппетит к риску снизился и 5-летняя CDS-премия выросла на 9 пунктов.

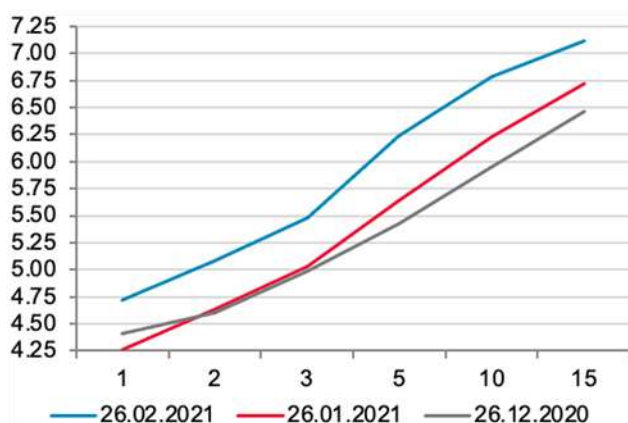
Российский рубль чувствовал себя более уверенно по сравнению с валютами других стран СФР, чему способствовал рост нефтяных цен. С начала февраля рубль укрепился на 2,1% к доллару США (лучший результат среди валют СФР).

Рост доходностей в США сказался на динамике доходности ОФЗ: они сдвинулись вверх почти параллельно (на 35–45 б.п.) вдоль всей кривой. За период с начала года до конца февраля доходность 10-летних ОФЗ выросла на 84 б.п.: это самый сильный рост доходностей в странах СФР, за исключением Бразилии.

Помимо роста базовых доходностей в США на динамике рублевых процентных ставок сказывались ожидания по ужесточению ДКП. Текущие форвардные трехмесячные ставки подразумевают ожидания рынка по росту ставок межбанковского рынка на 1 п.п. в течение года. Этому способствовало сохранение повышенных темпов роста потребительских цен вкупе с сигналом, который дал Банк России по итогам февральского заседания Совета директоров. Так, в пресс-релизе регулятор акцентировал внимание на оценке сроков и темпов возврата к нейтральной денежно-кредитной политике в условиях ослабления дезинфляционных факторов при сохранении проинфляционных факторов на горизонте года.

В течение февраля Минфин России разместил ОФЗ на 151 млрд рублей. На первой неделе марта – 104 млрд рублей. Всего с начала года через выпуск ОФЗ привлечено 310 млрд руб. Важную роль сыграло ухудшение внешних условий (рост базовых доходностей в развитых странах). Текущий спред доходности 10-летних ОФЗ и ключевой ставки (241 б.п.) наблюдался только в периоды высокой волатильности в конце 2014 года и марте 2020 года. При стабилизации доходностей в США можно ожидать восстановления спроса на российские госбумаги.

**Рисунок 48. Кривая купонной доходности ОФЗ, %**



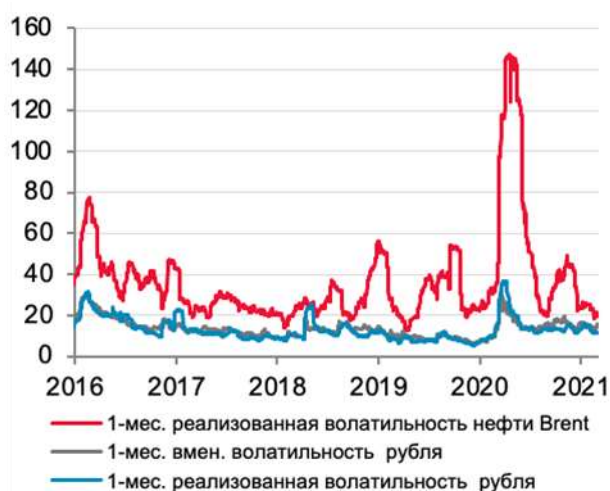
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 49. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл. США, накопленным итогом с начала 2016 года**



Источник: EPFR.

**Рисунок 50. Волатильность курса рубля и цены нефти**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 51. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 52. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 53. Наклон кривых доходностей гособлигаций стран с формирующимися рынками (10Y-2Y), б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

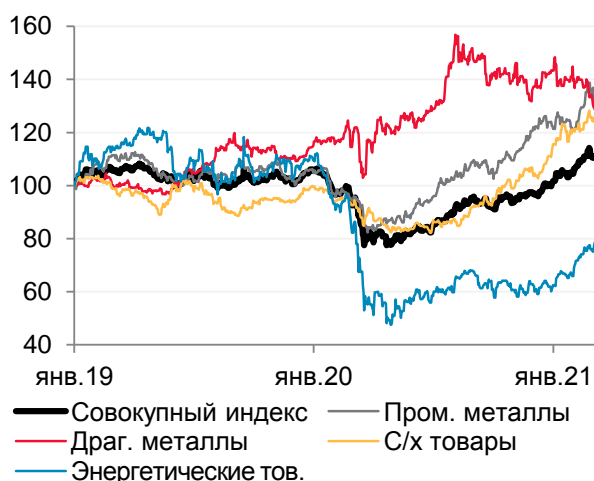
### 3.3. Февральский рост нефтяных цен выглядит неустойчивым

- Восстановление мировой экономики и улучшение эпидемической ситуации способствовали росту цен сырьевых товаров и снижению цен «защитных металлов» в феврале.
- Рост нефтяных цен, опережающий другие сырьевые товары, вызван продолжающимся сокращением запасов в странах ОЭСР на фоне консервативного подхода стран ОПЕК+ к наращиванию добычи, а также масштабными временными факторами (в основном – длительной остановкой добычи на большом числе сланцевых месторождений США из-за заморозков).

- В то же время, по оценкам ведущих международных организаций, восстановление спроса на нефть происходит медленнее, чем ожидалось. Также выросла неопределенность относительно оценок текущего уровня избыточных запасов в мире.
- Неопределенность относительно дальнейшей динамики спроса и цены нефти остается высокой. Усиливающаяся бэквордация фьючерсной кривой нефти указывает на высокую вероятность снижения нефтяных цен ближе к уровню 50 долл. США / баррель.

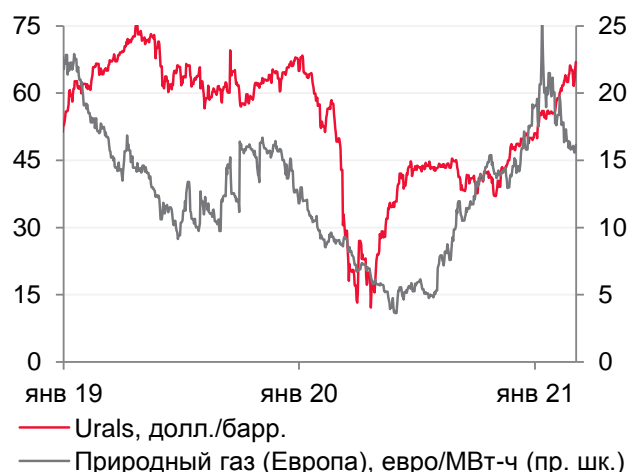
В 1 февраля по 5 марта индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 6%. Цены энергетических товаров, промышленных металлов и сельскохозяйственных товаров выросли на 19, 7 и 2% соответственно при снижении цен драгоценных металлов на 8% (Рисунок 54). Цена нефти Urals, по данным Bloomberg, увеличилась на 21%, до 67 долл. США / барр. при снижении цены природного газа на европейском хабе ТТФ на 19%, до 16,2 евро/МВт-ч (Рисунок 55).

**Рисунок 54. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)**



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

**Рисунок 55. Цена нефти Urals и природного газа в Европе**



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

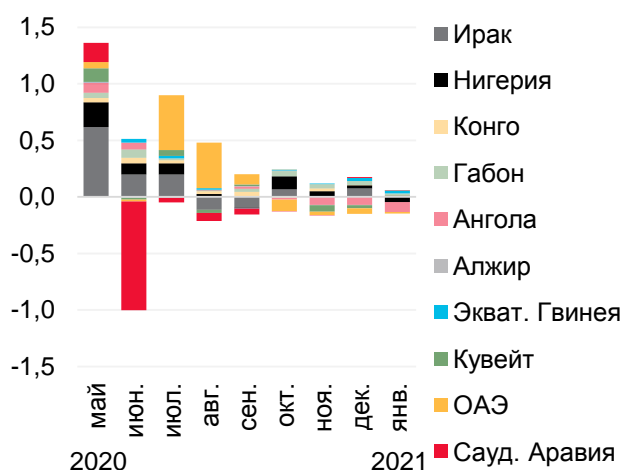
Росту сырьевых цен продолжает способствовать восстановление спроса в мировой экономике, особенно в промышленности: мировой индекс PMI в обработке в феврале продолжил рост, в том числе и ценовые индексы, которые находятся на многолетних максимумах. Улучшение эпидемической обстановки во всех регионах оказывает давление на цены «защитных металлов» и позитивное влияние на цены прочих сырьевых товаров.

Опережающий другие сырьевые товары рост нефтяных цен вызван продолжающимся сокращением запасов в странах ОЭСР и ожидаемым продолжением этой тенденции в последующие месяцы, прежде всего за счет факторов на стороне предложения. Основным из них являются ожидания сохранения консервативного подхода стран ОПЕК+ к восстановлению добычи.

В январе страны ОПЕК+ увеличили добычу на меньшую величину, чем позволяло повышение квот. По оценкам Bloomberg, Саудовская Аравия, Кувейт и Алжир нарастили добычу в строгом соответствии с квотами, Ирак и мелкие производители<sup>25</sup> сократили отклонение от своих квот, а Ангола, Нигерия и ОАЭ частично компенсировали отклонение от своих квот в предыдущие месяцы (Рисунок 56). Россия нарастила добычу в пределах расширения своей квоты (Рисунок 57).

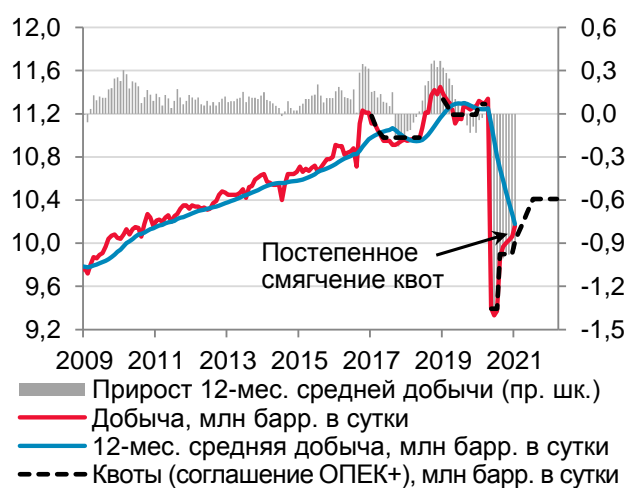
Кроме того, страны ОПЕК+ приняли решение сохранить в целом текущую политику по квотам и в апреле. Все страны за исключением России и Казахстана<sup>26</sup> согласились не повышать добычу, несмотря на признаки восстановления потребления опережающими темпами относительно предложения. Также Саудовская Аравия сохранила добровольное дополнительное сокращение добычи на 1 млн барр. в сутки.

**Рисунок 56. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр. в сутки**



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

**Рисунок 57. Добыча нефти и газового конденсата в России**



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

Значительную поддержку нефтяным котировкам оказало также действие временных факторов на стороне предложения. Основным из них стала длительная остановка добычи на большом числе сланцевых месторождений США из-за перебоев подачи электричества вследствие заморозков. По данным Bloomberg, сокращение добычи началось в середине второй недели февраля и на пике превышало 4 млн барр. в сутки. Также перебои поставок нефти произошли в Ливии из-за очередного внутреннего конфликта. Кроме того, ожидается, что запланированная на апрель приостановка поставок нефти с месторождений в Северном море продлится значительно дольше, чем запланировано из-за последствий коронавируса. Повышательное давление на нефтяные цены оказал также рост геополитической напряженности на Ближнем Востоке.

В то же время восстановление спроса на нефть происходит более медленными темпами, чем ожидалось. Ведущие международные организации (Минэнерго США (EIA),

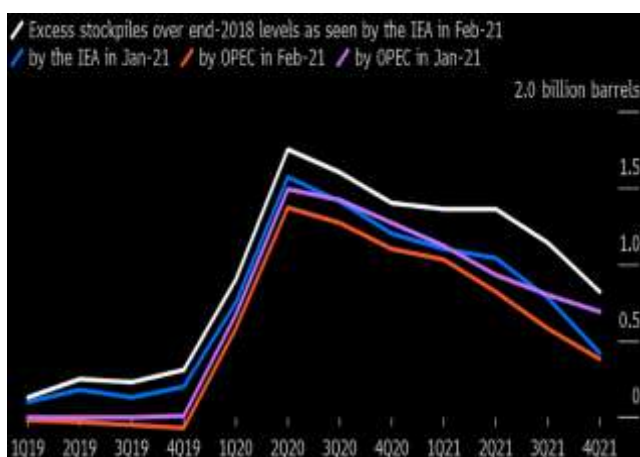
<sup>25</sup> Габон, Конго и Экваториальная Гвинея.

<sup>26</sup> Смогут увеличить добычу на 0,13 и 0,01 млн барр. в сутки соответственно.

Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК) в месячных отчетах в очередной раз ухудшили перспективы восстановления мирового спроса из-за сохраняющихся ограничений и низкой мобильности населения. В особенности был пересмотрен прогноз на I квартал 2021 г.: от -0,26 млн барр. в сутки у EIA до -1,13 млн барр. в сутки у ОПЕК.

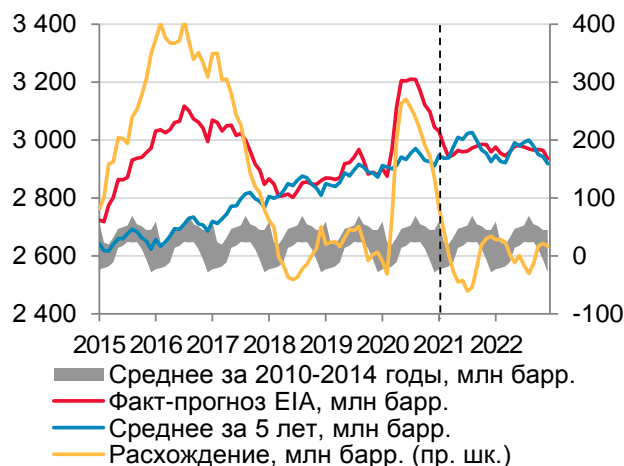
Несмотря на то что мы видим тенденцию к снижению уровня мировых запасов, стоит отметить повысившуюся неопределенность относительно этих оценок. Уточнение ведущими международными организациями исторических данных привело к значительному росту расхождения в их оценках. Так, в февральском отчете МЭА повысило оценку текущего уровня запасов (Рисунок 58) и сдвинуло момент их схождения к уровню конца 2018 г.<sup>27</sup> на три квартала вперед, до II квартала 2023 г., ОПЕК – на один квартал вперед – до III квартала 2022 года. EIA сохраняет самый оптимистичный взгляд, ожидая приведения запасов к уровню конца 2018 г. уже в середине 2021 г. (Рисунок 59).

**Рисунок 58. Превышение запасами уровня конца 2018 г. по оценкам МЭА и ОПЕК, млрд барр.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 59. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млн барр.**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Сдержала рост нефтяных цен информация о возможном скором исчерпании потенциала для хранения нефти в Китае. Воспользовавшись падением нефтяных цен в 2020 г., Китай ускорил накопление стратегических запасов, и, по данным Bloomberg, к настоящему времени значительно нарастил их – до уровня, равного примерно 120 дням импорта при официальной цели в 90 дней. Возможное ослабление спроса на импортную нефть со стороны Китая может оказать понижающее давление на цены.

Таким образом, неопределенность относительно дальнейшей динамики спроса и цен в целом остается повышенной. В частности, усиливающаяся бэквордация фьючерсной кривой нефти указывает на высокую вероятность постепенного снижения нефтяных цен ближе к уровню 50 долл. США / барр. в 2021 году.

<sup>27</sup> Этот уровень сопоставим с пятилетним средним значением, которое как правило используется в качестве критерия нейтрального состояния рынка нефти.

## В ФОКУСЕ. Краткосрочные и долгосрочные последствия зернового демпфера

- В целях стабилизации выросших в цене продовольственных товаров Правительство Российской Федерации вводит новые механизмы регулирования, в том числе таможенного. С 2 июня будет введена плавающая пошлина на экспорт зерновых культур в размере 70% от разницы между экспортной и базовой ценами. Собранные средства предполагается перераспределить в виде субсидии пропорционально объему производства.
- Введение плавающей пошлины поможет стабилизировать внутренние цены на зерно и, как следствие, продукты их переработки на кратковременном горизонте. Однако эффективность демпфера в более длительной перспективе будет зависеть от механизма распределения собранных экспортных пошлин (пока не проработан), порядка индексации базовой цены и динамической настройки других параметров.
- Без такой настройки механизма распределения пошлин и буфера существуют риски негативного влияния на предложение в зерновом сегменте, реализация которых может частично или полностью компенсировать первоначальный стабилизирующий эффект на ценовую динамику.

### Рост продовольственных цен вызвал введение различных мер регулирования

На фоне активного роста цен на широкий круг продовольственных товаров во второй половине 2020 г. Правительство ввело ряд мер по их регулированию. Для стабилизации внутренних цен на зерновые (пшеницу, ячмень и кукурузу) с 15 февраля по 30 июня 2021 г. установлена квота на экспорт в размере 17,5 млн тонн, за пределами которой будет действовать запретительная пошлина<sup>28</sup>. Кроме того, для поставок внутри квоты была введена экспортная пошлина. Для пшеницы она составляла 25 евро за тонну в период с 15 по 28 февраля, а с 1 марта была повышена до 50 евро за тонну.

На смену временным пошлинам с 2 июня 2021 г. вводится постоянно действующий механизм плавающей пошлины на экспорт. Для пшеницы она составит 70% от разницы между экспортной ценой (ценой контракта) и базовой ценой 200 долл. США за тонну (далее – демпфер)<sup>29</sup>. Размер пошлины обновляется раз в неделю и рассчитывается как среднее арифметическое цен на базе поставки FOB<sup>30</sup> порт Новороссийск<sup>31</sup> за семь календарных дней. При экспортной цене ниже базовой пошлина взиматься не будет.

<sup>28</sup> 50% от стоимости товара, но не меньше 100 евро за тонну.

<sup>29</sup> Для ячменя и кукурузы базовая цена установлена на уровне 185 долл. США за тонну.

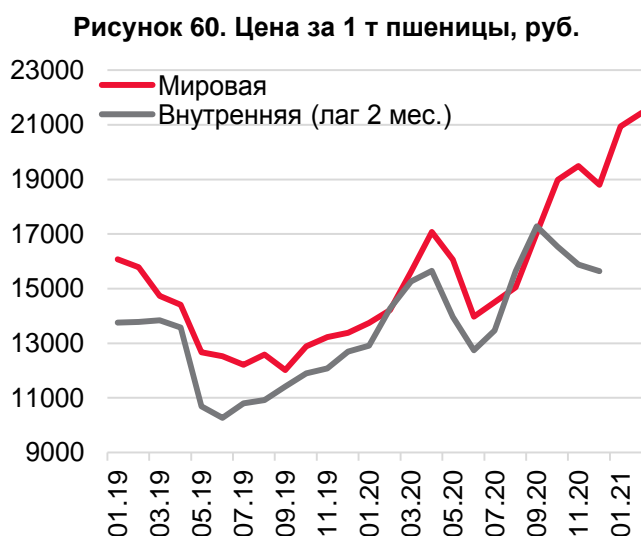
<sup>30</sup> «Free on Board» – условия поставки, в соответствии с которыми обязательства продавца считаются выполненными начиная строго с того момента времени, когда товар оказался на судне.

<sup>31</sup> С 1 апреля вводится биржевая регистрация экспортных контрактов на зерно. На основе этой информации [Минсельхоз России будет рассчитывать размер пошлины](#).

Средства, полученные от вывозной пошлины, будут направлены (возможно, не полностью) в виде субсидий на возмещение затрат производителей зерновых культур. Точный порядок перераспределения средств пока не определен, но предполагается, что размер субсидии будет пропорционален объему собранного урожая (или площадей посевов).

При отсутствии логистических и таможенных барьеров для экспорта зерна рост мировых цен<sup>32</sup> в общем случае транслируется в повышение внутренних цен, обеспечивая равнодоходность поставок на внутренний и внешний рынки для производителей. Так, наряду с ослаблением рубля повышение мировых цен выступало в качестве одного из основных факторов, определяющих рост внутренних цен на зерно на протяжении большей части 2020 года.

Впрочем, доля России в мировом экспорте пшеницы является значительной (около 20%), для того чтобы введение новых механизмов внутреннего регулирования в свою очередь сказывалось и на конъюнктуре глобального рынка. Это объясняет тот факт, что помимо стандартных факторов на стороне спроса и предложения дополнительный рост мировых цен на пшеницу в конце 2020 г. был вызван обсуждением перспектив введения в России демпфера и (в меньшей мере) квоты на экспорт. Таким образом, в конце прошлого года внутренняя<sup>33</sup> цена стала расходиться с мировой под влиянием ожидаемого эффекта от введения демпфера и квоты на экспорт зерновых (Рисунок 60).



Источник: Bloomberg Finance L.P.

### Введение зернового демпфера ограничит краткосрочные риски для инфляции...

Пшеница и зерновые культуры в целом являются важным компонентом в структуре себестоимости производства других продовольственных товаров, поэтому динамика их

<sup>32</sup> Здесь и далее под мировой ценой подразумевается экспортная цена с базисом поставки FOB порт в Новороссийске.

<sup>33</sup> Здесь и далее в качестве базиса для расчетов используется внутренняя цена на пшеницу 4 класса в Центральном-Черноземном районе.



стоимости оказывает существенное влияние на продовольственную инфляцию. Изменение стоимости зерновых напрямую влияет на издержки производства таких продуктов, как мука, хлебобулочные и макаронные изделия, мясо животных и птицы (последнее – через стоимость кормов). Наши оценки показывают, что удорожание/удешевление пшеницы на 10% приводит к дополнительному росту/снижению ИПЦ примерно на 0,1% при прочих равных условиях<sup>34</sup>. Исходя из этого, мы оцениваем вклад роста внутренних цен на зерно в 2020 г. в общий рост цен на уровне 0,2–0,3 процентного пункта.

Механизм демпфера призван в значительной степени нивелировать влияние роста мировых цен на зерно на внутренние цены. Мы оценили уровень внутренних цен на пшеницу, который будет обеспечивать экспортный паритет<sup>35</sup> при разных уровнях мировой цены пшеницы и обменного курса рубля к доллару США (Таблица 1). В случае действия демпфера равнодоходная экспорту внутренняя цена при мировой цене выше 200 долл. США за тонну оказывается значительно меньше по сравнению с вариантом отсутствия пошлины. Это говорит о том, что демпфер может достаточно эффективно сглаживать влияние мирового роста цен на зерно на внутренние цены. Например, при экспортной цене в 300 долл. США за тонну разница равнодоходной цены с демпфером и без него может составить порядка 25%. Более того, равнодоходная цена после введения демпфера будет подниматься выше текущего уровня внутренних цен на зерно только при увеличении мировой цены тонны пшеницы значительно выше 300 долл. США и/или значительном ослаблении рубля. При этом действие демпфера несимметрично и снижение мировых цен ниже базовой должно будет полностью транслироваться в динамику внутренних цен.

Таблица 1. Уровень экспортного паритета для внутренних цен на пшеницу, руб. за тонну

Мировая цена, долл.	Курс, руб./долл.						
	60	64	66	70	74	76	80
	<b>Без пошлины</b>						
<b>400</b>	21 518	23 049	23 815	25 346	26 877	27 643	29 174
<b>350</b>	18 647	19 987	20 657	21 997	23 336	24 006	25 346
<b>300</b>	15 776	16 924	17 499	18 647	19 795	20 370	21 518
<b>250</b>	12 905	13 862	14 341	15 298	16 255	16 733	17 690
<b>200</b>	10 034	10 800	11 182	11 948	12 714	13 096	13 862
<b>150</b>	7 163	7 737	8 024	8 599	9 173	9 460	10 034
	<b>С экспортной пошлиной (зерновой демпфер)</b>						
<b>400</b>	13 479	14 474	14 972	15 967	16 963	17 460	18 456
<b>350</b>	12 618	13 556	14 025	14 963	15 900	16 369	17 307
<b>300</b>	11 757	12 637	13 077	13 958	14 838	15 278	16 159
<b>250</b>	10 895	11 718	12 130	12 953	13 776	14 187	15 010
<b>200</b>	10 034	10 800	11 182	11 948	12 714	13 096	13 862
<b>150</b>	7 163	7 737	8 024	8 599	9 173	9 460	10 034

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

Стоит отметить, что текущая внутренняя цена на пшеницу (чуть меньше 15 тыс. руб. за тонну<sup>36</sup>) уже учитывает размер пошлины в 50 евро на тонну, действующей с 1

<sup>34</sup> Оценки сделаны на основе доли зерна в себестоимости производства указанных продуктов. Учитывается только прямой эффект изменения издержек при прочих равных условиях.

<sup>35</sup> Экспортная цена минус издержки на транспортировку и таможенная пошлина плюс внутренний НДС.

<sup>36</sup> На 26.02.

марта, и в целом близка к тому уровню цены, который будет обеспечивать плавающая пошлина при текущем уровне экспортной цены в 281 долл. США за тонну<sup>37</sup>. Снижение внутренних цен на пшеницу с конца 2020 г. указывает на большую вероятность замедления роста и дальнейшей стабилизации потребительских цен на продукты переработки зерновых, а также мяса. Это внесет вклад в замедление текущих темпов роста цен.

### **... однако средне- и долгосрочные последствия для экономики и инфляции требуют всестороннего изучения**

Вместе с тем средне- и долгосрочные последствия введения демпфера для экономики и инфляции требуют комплексной оценки. В частности, можно обозначить несколько потенциальных факторов риска для конъюнктуры рынка зерновых, которые целесообразно учитывать в ходе дальнейшего применения введенных мер регулирования.

*Во-первых*, важно обеспечить эффективное распределение собранных пошлин во избежание рисков необоснованной поддержки убыточных хозяйств. Если производители зерновых культур лишатся стимулов для наращивания выпуска зерновых и инвестирования в улучшение технологий, это может негативно сказаться на конкурентных преимуществах российских производителей на мировом рынке.

*Во-вторых*, ограничение возможности получения повышенной прибыли при благоприятной мировой ценовой конъюнктуре может снизить привлекательность выращивания зерновых культур. Объемы урожая зерновых в последние годы в России были высокими, чему помимо роста посевных площадей и улучшения технологий способствовали достаточно благоприятные погодные условия. Однако погодные условия могут меняться и вносить значительные коррективы в объем урожая. В периоды плохого урожая мировые цены обычно растут, и в отсутствие постоянного демпфера это выступает естественным механизмом компенсации снижения объемов собранных культур. Компенсировать риски плохого урожая можно за счет симметричности механизма демпфера, о чем говорится ниже.

*В-третьих*, гипотетическая реализация обозначенных выше рисков в средне- и долгосрочном периоде может оказать влияние и на рынки смежных продуктовых товаров. В частности, ужесточение регулирования рынка зерновых культур может стимулировать смещение производителей на рынки продуктов, не затронутые регулированием. В случае с зерновыми это может, например, повлечь движение севооборота в сторону масличных культур, которые менее прихотливы, но при этом возникает риск деградации сельскохозяйственных земель. Кроме того, сокращение производства зерновых культур в России как крупном экспортере может вызвать рост мировых цен на них, оказав повышенное давление на издержки производителей смежных продовольственных товаров. Тем самым стабилизирующий эффект демпфера на ценовую динамику может перестать действовать (полностью или частично) в более длительной перспективе.

<sup>37</sup> FOB порт в Новороссийске, на 26.02.

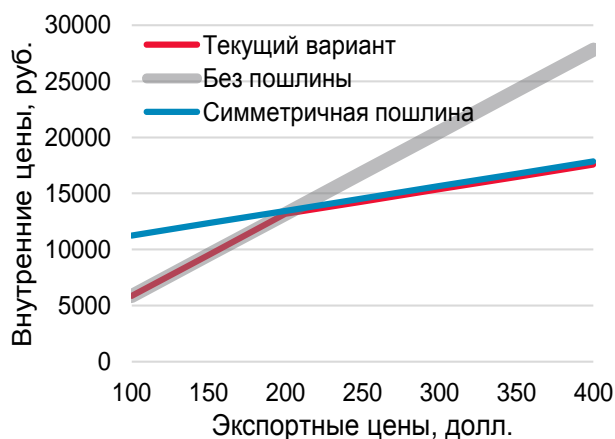
*В-четвертых*, текущие параметры зернового демпфера, как мы указывали выше, предполагают ограничение роста внутренних цен при повышении мировых, но не ограничение на их снижение при ухудшении глобальной ценовой конъюнктуры. При прочих равных условиях несимметричный демпфер смещает вниз баланс рисков и ожидаемой выручки/прибыли аграриев. Одно из решений, которое могло бы сбалансировать эффект демпфера на финансовое состояние аграриев и переработчиков/покупателей зерна, – сделать его *симметричным*, предусмотрев механизм обратной экспортной пошлины при снижении цены ниже базовой, как это сделано для нефтяного демпфера. Это дополнительно снизило бы волатильность внутренних цен на пшеницу (Рисунок 61), что могло бы стать компромиссом для всех участников рынка и было бы полезно с точки зрения уменьшения волатильности продовольственной инфляции и увеличения предсказуемости ее динамики.

Вместе с тем проработка конкретных параметров функционирования симметричного демпфера является сложной задачей. Так, указанный подход потребует резервирования в некотором накопительном фонде собранных при относительно высоких ценах на зерно средств, которые в рамках текущего механизма подлежали бы перераспределению в виде субсидий пропорционально объемам производства, для обратных выплат непосредственно в периоды ухудшения конъюнктуры.

Кроме того, в случае введения симметричного демпфера особенно важным становится выбор базовой цены. Она должна быть выбрана на таком уровне, чтобы риски повышения и снижения цены относительно нее были достаточно симметричны. По нашему мнению, текущая базовая цена для пшеницы на уровне 200 долл. США за тонну выглядит относительно несбалансированной. Данные с 2010 г. показывают, что мировые цены опускались ниже отметки 200 долл. США за тонну на сравнительно непродолжительное время, при этом отклонялись от этого уровня незначительно (Рисунок 62). Одним из возможных вариантов решения является использование в качестве базовой цены скользящего среднего значения за относительно длительный временной период. Кроме того, представляется справедливой ежегодная индексация данной цены, например на инфляцию в США, как это сделано для базовой цены на нефть в бюджетном правиле. Это позволило бы учесть постепенный рост издержек производителей в части затрат на импортное сырье и оборудование.

Одним из источников краткосрочных рисков введения демпфера является срок действия пошлин. Еженедельное изменение пошлины создает высокую неопределенность для производителей, поскольку крупные тендеры и многие экспортные контракты заключаются на один–два месяца вперед. Иными словами, в момент заключения контракта экспортер не будет знать размер пошлины, который он должен будет заплатить в момент пересечения товаром границы. Такая неопределенность будет дестимулировать производителей/трейдеров продолжать работать с зерновыми культурами. Нейтрализовать указанные риски можно через увеличение периода обновления пошлины до среднего срока, который проходит между заключением экспортного контракта и поставкой по нему.

**Рисунок 61. Равнодоходная экспорту внутренняя цена пшеницы, руб. за тонну\***



\* При курсе 73 долл./руб.

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

**Рисунок 62. Дневные котировки пшеницы, долл. США за тонну**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Таким образом, принятые в отношении зерновых культур меры таможенного регулирования могут эффективно стабилизировать внутренние цены на зерно и снизить чувствительность их динамики к изменению мировых цен (в части их повышения). Это будет способствовать замедлению роста потребительских цен на продукты переработки зерновых и мясной продукции при прочих равных. Однако стабилизирующий эффект демпфера может оказаться ограниченным по времени. Так, в случае утери производителями стимулов для наращивания производства и инвестирования в технологии в более длительной перспективе могут возникнуть риски снижения конкурентоспособности на мировом рынке, а также повышательного давления на цены производителей продовольственных товаров и совокупную инфляцию.

Для нейтрализации обозначенных выше рисков важно прежде всего обеспечить создание эффективного механизма распределения собранных пошлин среди эффективных производителей, всесторонне проанализировав баланс внешних факторов, которые влияют на колебания их ожидаемой выручки/прибыли и в конечном счете на решения об объемах производства. Кроме того, некоторая модификация текущей версии демпфера и превращение его в симметричный механизм с добавлением обратной пошлины может снизить волатильность внутренних цен на зерно как в сторону повышения, так и в сторону понижения. Это сделает более сбалансированными риски для производителей и внутренних потребителей зерна, а также снизит волатильность инфляции.

Александр Морозов

*Директор*

Владислав Абрамов

Артур Ахметов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Валерия Кобяк

Татьяна Кузьмина

Софья Мякишева

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев