



Банк России

№ 2 (30)



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ** **Макроэкономика и рынки**

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

МАРТ 2019

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 11.03.2019.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.

Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу [dip\\_bulletin@mail.cbr.ru](mailto:dip_bulletin@mail.cbr.ru)

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

## СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ _____	4
1. ИТОГИ _____	5
<b>1.1. Инфляция _____</b>	<b>5</b>
1.1.1. Ряд разовых факторов начал сдерживать рост цен _____	5
1.1.2. Ценовые индексы PMI: перенос повышения НДС в цены продолжается _____	8
1.1.3. Рост цен производителей потребительских товаров замедлился _____	9
<b>1.2. Экономическая динамика _____</b>	<b>10</b>
1.2.1. Индекс базовых отраслей в январе затормозил рост _____	11
1.2.2. Снижение добычи нефти сдерживает динамику промышленности _____	13
1.2.3. PMI в феврале: стабилизация активности в обработке и ускорение в услугах _____	16
1.2.4. Продажи непродовольственных товаров снижаются, а продовольствия – растут _____	17
1.2.5. В 2019 году рост номинальных зарплат немного превысит инфляцию _____	20
1.2.6. Рост розничного кредитования постепенно замедляется _____	22
1.2.7. Рекордный за 10 лет профицит бюджетной системы _____	24
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки _____</b>	<b>28</b>
1.3.1. Рост мировой экономики замедляется _____	28
1.3.2. Риски для стран с формирующимися рынками продолжили снижаться _____	36
1.3.3. Сокращение добычи в странах ОПЕК+ лишь временно стимулирует рост цен _____	39
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ _____	43
<b>2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России? _____</b>	<b>43</b>
2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики временно замедляется _____	43
2.1.2. Аналитики понизили ожидания по инфляции на 2019 год _____	43

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

### 1. Итоги

- В феврале годовая инфляция замедлила рост по мере ослабления эффекта от повышения НДС и проявления временных факторов, сдерживающих рост цен. Месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность, скорректированный на действие разовых факторов, примерно соответствует цели по инфляции Банка России. Инфляционные ожидания начали снижаться, но остаются повышенными, сигнализируя о сохранении среднесрочных проинфляционных рисков, связанных с реализацией вторичных эффектов. Экономическая активность продолжала расширяться несколько замедленными темпами.
  - Из-за растянутого эффекта от повышения НДС и действия других временных факторов инфляция, вероятно, еще несколько повысится в ближайшие недели, прежде чем начнет снижение и вернется к 4% в первой половине 2020 года. Среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к целевому.
  - Рост экономики в последние месяцы несколько замедлился под воздействием ряда временных факторов, среди которых замедление мировой экономики, падение нефтяных цен и повышение НДС. Пониженная динамика экономической активности вероятно сохранится до середины года. Этому будет способствовать эффект высокой базы из-за особенностей статистического учета строительства.
  - Риски для российских финансовых рынков оставались на пониженном уровне относительно IV квартала 2018 года под влиянием в целом благоприятной ситуации на мировых финансовых рынках, включая рынок нефти. Развитие ситуации в странах с формирующимися рынками и санкционные риски остаются доминирующими факторами для российского финансового рынка.

### 2. Взгляд в будущее

- Опережающие индикаторы экономической активности указывают на пониженные относительно потенциала темпы роста российской экономики в первой половине 2019 года. Вместе с тем, судя по индикаторам, начиная с III квартала 2019 года рост экономики ускорится и будет соответствовать своему потенциальному уровню.
- Аналитики понизили прогноз по инфляции в 2019 году и по-прежнему уверены в замедлении инфляции до 4% в 2020 году. Умеренный рост цен в начале года повлиял и на ожидания по ключевой ставке: большинство финансовых аналитиков больше не ждут ее повышения.

# 1. ИТОГИ

## 1.1. Инфляция

К марту годовая инфляция временно повысилась до 5,2% преимущественно из-за действия разовых факторов. Влияние НДС на рост потребительских цен оставалось умеренным. Вместе с тем проявилось действие временных сдерживающих рост цен факторов: укрепления рубля, стабилизации цен на моторное топливо и снижения цен на отдельные продовольственные товары.

В результате краткосрочные проинфляционные риски сократились. Темпы роста наиболее устойчивых компонент индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов, соответствуют 4%-ной инфляции. В марте-апреле инфляция может оказаться на уровне 5,5% или чуть ниже.

На среднесрочном горизонте проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Среди основных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, повышательное влияние на цены ускоряющегося роста потребительского кредитования, вторичные эффекты, связанные с увеличением инфляционных ожиданий бизнеса и населения, рост дефицита кадров на рынке труда, возможное формирование положительного разрыва выпуска от реализации налогово-бюджетного маневра.

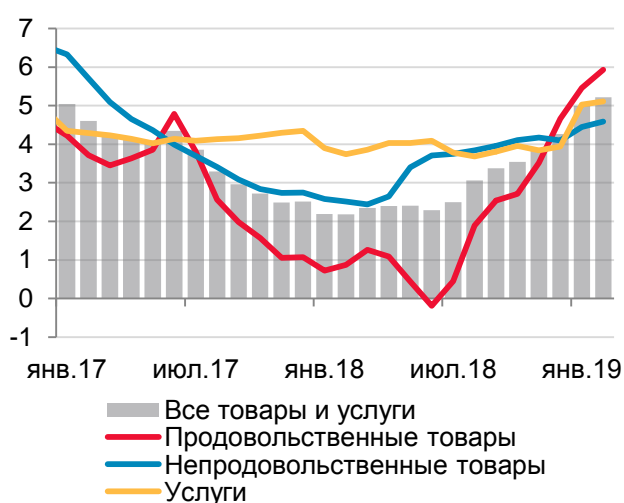
### 1.1.1. Ряд разовых факторов начал сдерживать рост цен

- В феврале годовая инфляция повысилась до 5,22% после 4,99% в январе. Ускорение инфляции связано с низкими темпами роста цен в начале 2018 года, а также частично с влиянием повышения НДС с 1 января 2019 года.
- За месяц цены выросли на 0,44% м/м. Это соотносится с сезонно сглаженным ростом на 0,35% м/м (после 0,77% м/м в январе), что примерно соответствует 4% в пересчете на год.
- Стабилизация динамики цен на отдельных продовольственных рынках, удешевление нефтепродуктов и укрепление рубля, по всей видимости, частично компенсируют влияние повышения НДС.
- В феврале медианная оценка ожидаемой населением инфляции понизилась на фоне роста оценки наблюдаемой инфляции. Долгосрочные инфляционные ожидания населения также немного улучшились.

Согласно данным Росстата, в феврале инфляция составила 5,22% после 4,99% в январе (Рисунок 1). Ускорение роста цен в годовом выражении было ожидаемо за счет эффекта низкой сравнительной базы: в начале 2018 года инфляционное давление на

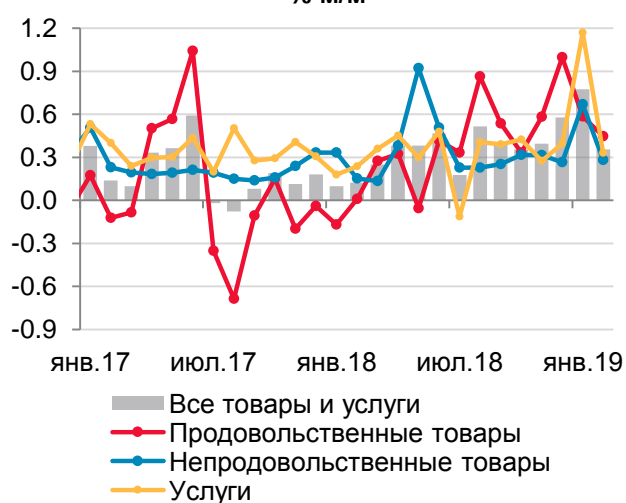
потребительском рынке находилось на пониженном уровне. Наиболее высокими темпами росли цены на продукты питания (5,93% в феврале после 5,46% в январе), что во многом было обеспечено ускорением роста цен на плодоовощную продукцию. Основной вклад в повышение годовых темпов роста цен на плодоовощную продукцию внесла «компенсационная» динамика цен на помидоры и огурцы. Осенью 2018 года цены на них росли медленнее, чем предполагалось сезонностью. На рынке непродовольственных товаров и услуг инфляция ускорилась незначительно.

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



Источник: Росстат.

Рисунок 2. Сезонно сглаженный\* рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

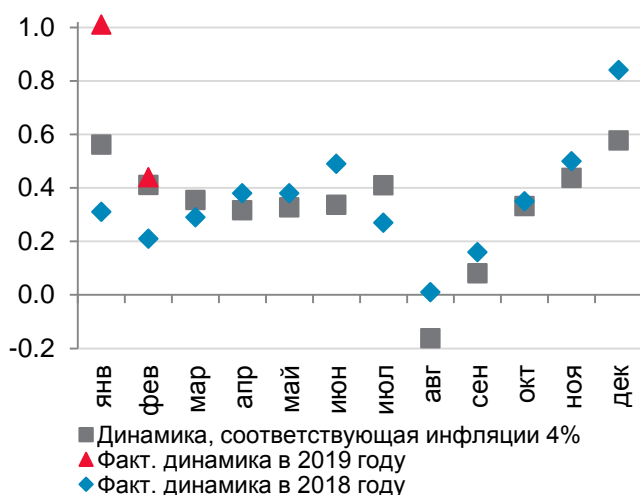
В ежемесячном выражении рост потребительских цен составил 0,44% м/м, что соответствует 0,35% м/м после устранения сезонного фактора (Рисунок 2). Февральский рост цен находится на траектории, соответствующей инфляции 4% (Рисунок 3). Однако это не означает, что влияние повышения НДС на динамику цен в феврале было нулевым. Так, цены на моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, галантерею, мебель, электротовары, а также строительные материалы с учетом сезонного фактора повысились в диапазоне 0,4–0,7% м/м, указывая на то, что влияние повышения НДС на цены еще не исчерпано до конца. Скорее всего, вклад повышения налоговой ставки был компенсирован сдерживающим влиянием со стороны других временных факторов.

Дезинфляционный эффект на динамику потребительских цен в феврале оказывала стабилизация цен на отдельных продовольственных рынках. За месяц, с учетом сезонного фактора, цены на мясо и птицу снизились на 0,41% м/м, еще большим было снижение цен на куриные яйца – 2,17% м/м, темп удорожания сахара замедлился. Замедление темпов роста или снижение цен на эти продукты выглядит как коррекция после периода ускоренного роста цен во второй половине 2018 года. Говоря о разовых эффектах на продовольственном рынке, стоит также отметить и динамику цен на алкогольные напитки: в феврале цены на них не изменились после роста на 0,64% м/м в январе, который был вызван увеличением НДС.

Другой вероятной причиной, оказавшей сдерживающее влияние на рост потребительских цен, может служить укрепление рубля в начале года. К компонентам ИПЦ, для которых характерна высокая чувствительность к динамике курса, относятся теле-радиотовары. За месяц цены на них снизились на 0,78%. Если в дальнейшем уровень валютного курса окажется устойчивым, то это приведет к замедлению роста цен и на другие непродовольственные товары. К временным благоприятным факторам стоит отнести и снижение цен на автомобильный бензин, которое последовало за динамикой оптовых цен на нефтепродукты.

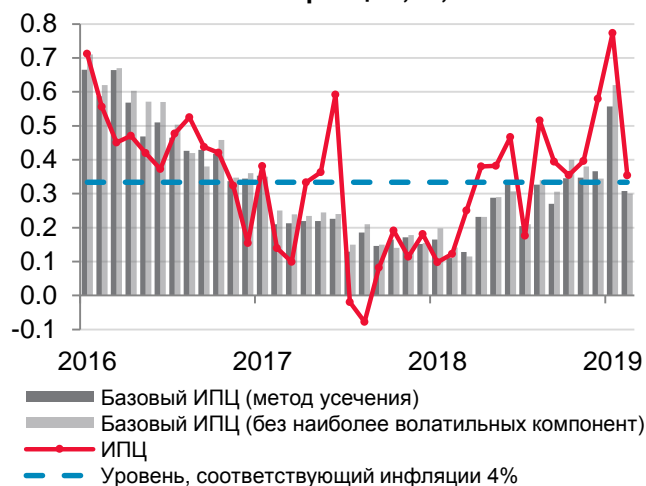
Сезонно сглаженный темп роста цен на услуги замедлился до 0,33% м/м после роста на 1,17% м/м в январе. Такая динамика говорит о том, что на рынке услуг реакция цен на повышение НДС произошла гораздо быстрее, чем на товарном рынке: практически все влияние было реализовано в январе.

**Рисунок 3. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, %/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оценки модифицированных показателей базовой инфляции понизились до 0,3% м/м в феврале после разового роста в январе до 0,6% м/м (Рисунок 4). Такая динамика показателей указывает на то, что большая часть влияния повышения НДС на рост потребительских цен была реализована в январе. При этом снижение оценок модифицированных показателей базовой инфляции до уровня ниже 4% в аннуализированном выражении дополнительно подтверждает предположение о значимости временных факторов, оказавших сдерживающее влияние на динамику потребительских цен в феврале.

Согласно результатам опроса ООО «инФОМ», проходившего с 4 по 14 февраля, инфляционные ожидания населения на год вперед снизились до 10,1% (10,4% в январе) после роста в ноябре–январе, который во многом был связан с повышением ставки НДС (Рисунок 5). Оценка наблюдаемой инфляции, напротив, повысилась и составила 10,6% (10,1% в январе). Таким образом, оценка будущей инфляции вновь стала ниже

наблюдаемой, то есть респонденты ожидают замедления инфляции в будущем по сравнению с ее текущим уровнем.

Среди причин роста цен в ближайшее время сократилась частота упоминания повышения НДС и роста цен на бензин. В начале февраля респонденты гораздо чаще по сравнению с началом января отмечали высокий рост цен на жилищно-коммунальные услуги, продовольственные товары, лекарства.

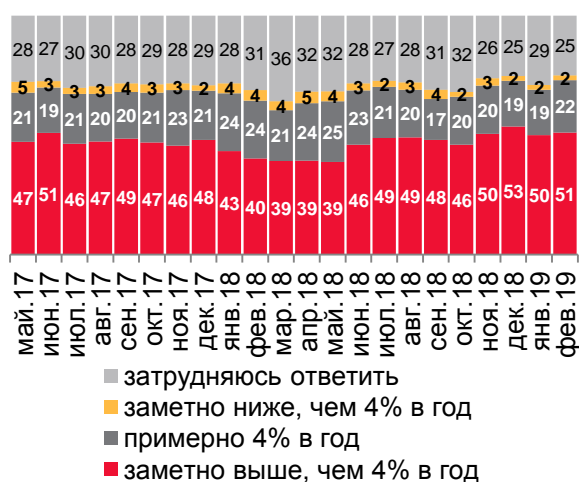
Долгосрочные инфляционные ожидания населения немного снизились по сравнению с январем: доля респондентов, считающих, что через три года рост цен будет на уровне 4% в год составила 22%, что является максимумом с июня 2018 года (Рисунок 6). Инфляционные ожидания остаются повышенными относительно прошлогодних уровней. Это указывает на сохранение среднесрочных проинфляционных рисков, связанных со вторичными эффектами от повышения НДС и действия других разовых факторов, которые привели к росту инфляционных ожиданий во второй половине 2018 года. Для их ограничения необходима некоторая жесткость денежно-кредитных условий.

**Рисунок 5. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции % г/г**



Источник: ООО «инФОМ».

**Рисунок 6. Ожидания относительно уровня инфляции через три года<sup>1</sup>**



Источник: ООО «инФОМ».

### 1.1.2. Ценовые индексы PMI: перенос повышения НДС в цены продолжается

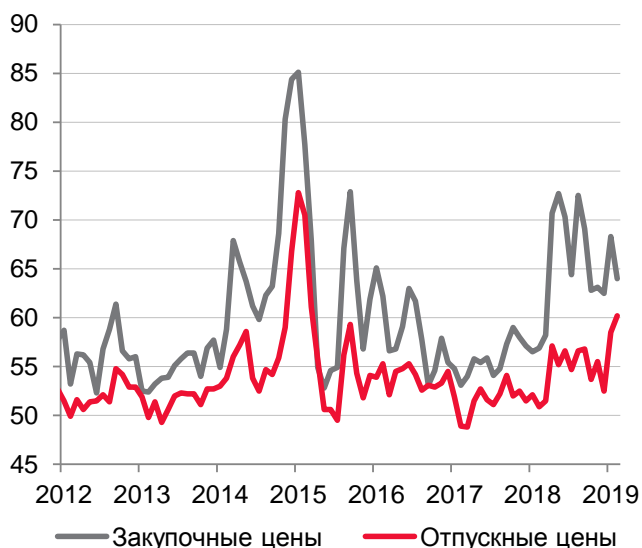
- Динамика ценовых индексов PMI указывает на продолжающийся перенос повышения ставки НДС в конечные цены производителей в обрабатывающей промышленности и в сфере услуг.

<sup>1</sup> Распределение ответов на вопрос «Как вы считаете, а через три года рост цен будет выше или ниже, чем 4% в год? Или он будет составлять примерно 4% в год?».



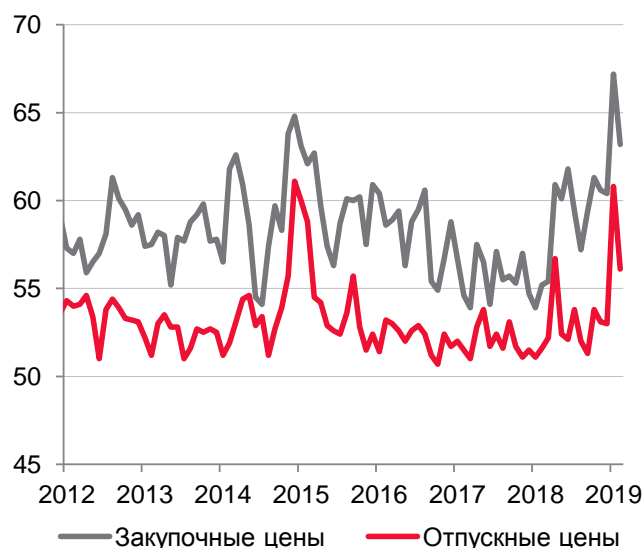
- В обработке индекс отпускных цен поднялся в феврале до максимума с марта 2015 года. В сфере услуг соответствующий индекс немного снизился, но остался на уровне, указывающем на повышенное инфляционное давление.
- Текущий повышенный рост цен является временным. В ближайшие месяцы ценовые индексы снизятся, если не возникнет новых шоков на стороне издержек.
- Перенос повышения НДС в цены производителей пока незначительно отражается на динамике потребительских цен. По всей видимости, как уже отмечалось нами ранее, итоговый эффект на инфляцию окажется близко к нижней границе начальных оценок и будет растянут во времени. Также нельзя исключать того, что другие разовые факторы сейчас сдерживают рост цен, что может восприниматься как слабый эффект от НДС.

Рисунок 7. Ценовые индексы PMI в обработке, пункты



Источник: IHS Markit.

Рисунок 8. Ценовые индексы PMI в услугах, пункты



Источник: IHS Markit.

### 1.1.3. Рост цен производителей потребительских товаров замедлился

- В январе годовые темпы роста цен производителей составили 9,5% после 11,7% в декабре и 16,8% в ноябре (Рисунок 9). Среди основных видов экономической деятельности существенное замедление роста цен наблюдалось в отрасли добычи полезных ископаемых. Главным фактором при этом выступило снижение темпов роста внутренних нефтяных цен, последовавшее за динамикой мировых цен на нефть.
- За месяц заметно снизились цены на отдельные виды нефтепродуктов. В частности, бензин подешевел на 19,1% м/м (до уровней февраля – марта 2018 года), а дизельное топливо – на 9,2% м/м (примерно до уровня сентября 2018 года).

Сдерживающее влияние на динамику отпускных цен на нефтепродукты оказывает сезонное снижение спроса на фоне избытка предложения на внутреннем рынке.

- Годовой рост цен производителей товаров, предназначенных для потребительского рынка, замедлился на 0,5п.п. (Рисунок 10). Росстат рассчитывает динамику цен производителей без учета НДС. Соответственно, для покупателей промышленной продукции, которые платят цену с учетом НДС, динамика цен в январе, могла ускориться дополнительно на 1,7%<sup>2</sup>. Замедление роста цен производителей может служить дополнительным аргументом в пользу того, что они жертвуют собственной прибылью в целях увеличения периода подстройки конечных цен к повышению НДС. Заметное улучшение финансового результата предприятий розничной торговли в 2018 году говорит об имеющихся у них для этого резервах.

**Рисунок 9. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 10. Изменение цен на некоторые товары<sup>3</sup>, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики продолжается, но темпами ниже потенциала. Краткосрочные негативные факторы, среди которых – потеря динамизма в росте мировой экономики, повышение НДС и ускорение инфляции, вероятно, сохранят пониженный рост в первой половине 2019 года. Этому также будет способствовать эффект высокой сравнительной базы из-за особенностей статистического учета строительной деятельности. Во второй половине года прекращение действия негативных факторов в купе с оживлением бюджетных расходов ускорят рост экономики при отсутствии новых значимых внешнеэкономических шоков.

<sup>2</sup> Чистый эффект от повышения ставки НДС с 18 до 20% при неизменной цене без НДС.

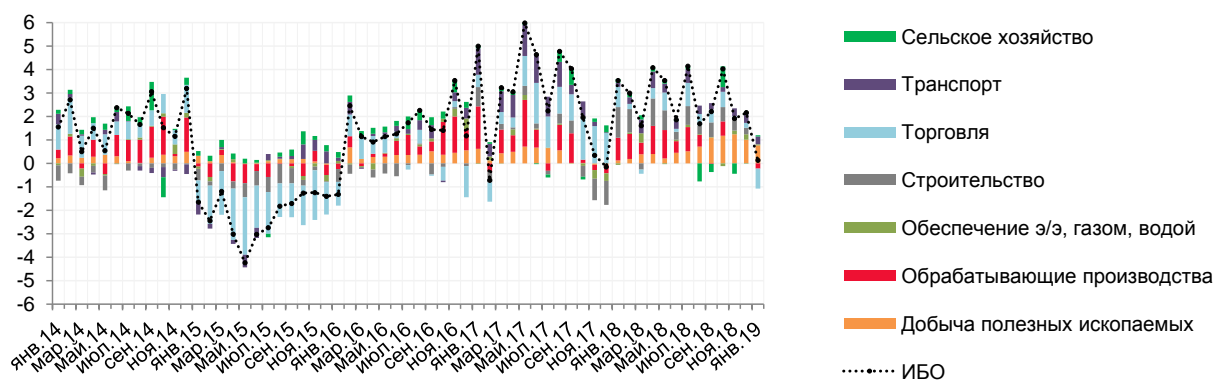
<sup>3</sup> Показатель будет пересчитан после уточнения Росстатом оценки роста цен производителей одежды. В текущем расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 32% от потребительской корзины.

### 1.2.1. Индекс базовых отраслей в январе затормозил рост

- Годовой рост Индекса выпуска продукции базовых отраслей в январе замедлился до 0,1% с 2,2% в декабре, что было ожидаемо из-за высокой сравнительной базы 2018 года, эффекта повышения НДС и выполнения условий сделки ОПЕК+ по снижению добычи нефти. Динамика ИБО указывает на высокую вероятность снижения годовых темпов роста ВВП в I квартале.
- Отрицательный вклад в ИБО внесли оптовая торговля и обрабатывающая промышленность.
- Замедление роста произошло в добыче полезных ископаемых, розничной торговле, в строительном и транспортном комплексах.
- В сельском хозяйстве впервые за несколько месяцев наблюдался небольшой рост производства, который обеспечен выпуском продукции животноводства.

В январе динамика Индекса выпуска продукции базовых отраслей<sup>4</sup> (ИБО) в годовом выражении резко замедлилась (100,1% против 102,2% месяцем ранее). Таких небольших темпов роста не наблюдалось с конца 2017 года (Рисунок 11). Ухудшение динамики наблюдалось практически во всех базовых отраслях (не считая сельского хозяйства), в том числе за счет высокой базы прошлого года (в обрабатывающей промышленности и строительстве).

Рисунок 11. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2014-2019 годах, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Наибольший отрицательный вклад в январскую динамику ИБО внесла *торговая деятельность* за счет падения в оптовой торговле (-6,2% г/г). Оптовая торговля – промежуточное звено между производителями товаров и розничными сетями/конечными потребителями товаров, поэтому ее динамика тесно связана с динамикой этих секторов. В январе влияние на динамику оптовой торговли оказывали сокра-

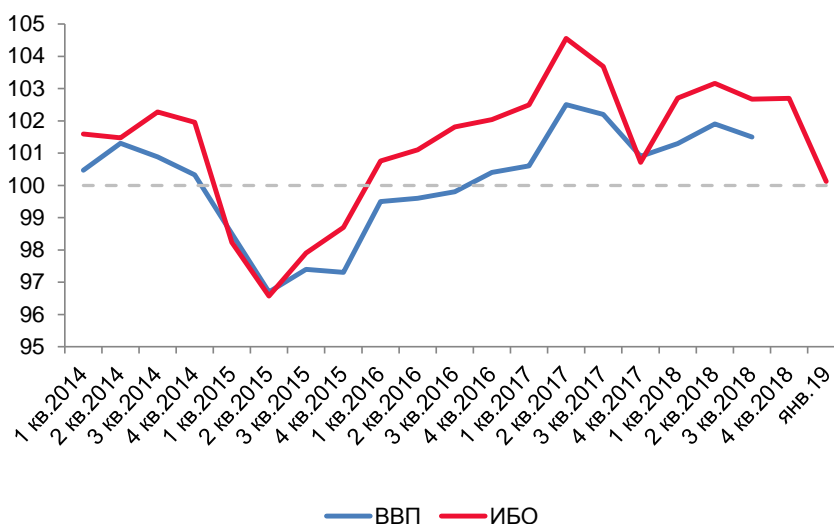
<sup>4</sup> Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования семи отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, выпуска продукции обрабатывающей промышленности, грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли, по видам деятельности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

щение производства в *обрабатывающей промышленности* (-1,0% г/г), замедление роста в *добыче полезных ископаемых* (+4,8% г/г против +6,3% г/г в декабре 2018 года) и оборота розничной торговли (+1,6% г/г против +2,3% г/г в декабре 2018 года).

В рознице на объемах продаж в январе сказались ухудшение динамики спроса на непродовольственную группу товаров (+1,2% против +2,3% г/г месяцем ранее), в то время как темпы роста продаж продуктов питания, напротив, несколько ускорились (+2,1% против +1,8% г/г месяцем ранее). Замедление роста продаж непродовольственных товаров в начале 2019 года связано с НДС: спрос на товары длительного пользования ускоренно рос в конце 2018 года перед повышением ставки с 18 до 20%.

В *строительном комплексе* рост объема выполненных работ в январе практически остановился (+0,1% г/г). Это связано с высокой сравнительной базой прошлого года, когда объемы строительных работ в январе 2018 г. выросли на 12,2% г/г<sup>5</sup>. Также стоит отметить продолжающееся сокращение жилищного строительства. Ввод жилых домов в январе упал на 16,8% г/г, что также связано с высокой сравнительной расчетной базой начала 2018 года: в I квартале 2018 года ввод жилья вырос на 19,6% г/г, а в целом по итогам 2018 года снизился на 4,9% г/г. Динамика ввода жилья в начале года не является показательной для итоговой динамики за весь год – большая часть жилых помещений сдается в эксплуатацию во втором полугодии.

Рисунок 12. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Небольшое замедление роста произошло в *транспортном комплексе* (+2,4% г/г против 3,2% г/г в декабре). Грузоперевозки росли на всех видах транспорта, за исключением транспортной авиации. Наибольший объем традиционно приходился на железнодорожные перевозки (+2,3% г/г, доля 45%), где в январе среди основных видов перевозимой продукции наиболее высокие темпы наблюдались в погрузке каменного угля (+5,2% г/г), железной руды (+7,5% г/г), лесных грузов (6,0% г/г), химических и мине-

<sup>5</sup> Росстат пересмотрел динамику объема выполненных строительных работ вверх, причем основной пересмотр и ускорение роста пришлись на I квартал 2018 года.

ральных удобрений (+2,0% г/г). Большая часть этих грузов идет на экспорт. Учитывая снижение экспортных заказов по опросам менеджеров по закупкам, рост перевозок по экспортному направлению может замедлиться в ближайшие месяцы (см. подраздел 1.2.3. PMI в феврале: стабилизация активности в обработке и ускорение в услугах).

Производство в *сельском хозяйстве* в январе незначительно выросло (+0,7% г/г) после падения на протяжении большей части второго полугодия 2018 года. В зимние месяцы сезонно основной объем производства отрасли приходится на продукцию животноводства: в январе драйвером роста стало производство молока (+2,0% г/г). В мясном сегменте в целом наблюдается снижение показателей (-0,4% г/г) из-за сокращения производства птицеводческой продукции (на 3,8% г/г в сельхозорганизациях). Вследствие высокой насыщенности рынка в предыдущие годы, на рынке мяса птицы обострилась конкуренция, что отразилось на доходности предприятий. В результате в 2018 году на ряде крупных птицефабрик произошло снижение объемов производства. Это также повлияло на объемы производства яиц, которые в январе упали на 0,4% г/г.

## 1.2.2. Снижение добычи нефти сдерживает динамику промышленности

- По оценкам Росстата, в январе рост промпроизводства замедлился до 1,1% г/г с 2,0% г/г. Оценки ДИП указывают на снижение выпуска продукции после очистки от сезонности на 0,3% м/м относительно декабря.
- Основной причиной январского снижения в промышленности стало сокращение добычи полезных ископаемых на 0,3% м/м в связи с новым соглашением ОПЕК+.
- В обрабатывающей промышленности объемы выпуска продукции второй месяц подряд растут на 0,1% м/м (после очистки от сезонности).
- Рост обрабатывающей промышленности при этом сдерживает снижение выпуска в отраслях инвестиционного спроса. Без их учета рост выпуска ускорился с 0,1% м/м в декабре до 0,4% м/м в январе (после очистки от сезонности).
- Наибольший отрицательный вклад в группе инвестиционных отраслей внес выпуск летательных и космических аппаратов, однако остальные отрасли также заметно снизили объемы выпуска.

Годовой рост промышленного производства замедлился до 1,1% г/г в январе с 2,0% г/г в декабре. Такого низкого показателя годового роста не наблюдалось с декабря 2017 года. По оценкам ДИП, промпроизводство снизилось на 0,3% м/м после очистки от сезонности относительно декабря 2018 года.

Основной причиной снижения выпуска в промышленности в январе стало сокращение добычи полезных ископаемых на 0,3% м/м<sup>6</sup>. Это отражается и в замедлении ро-

<sup>6</sup> После очистки от сезонности.

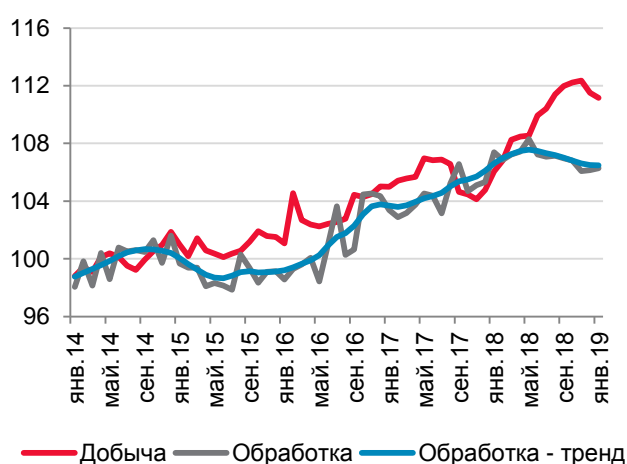
ста в годовом выражении с 7,8% в ноябре до 4,8% в январе. Согласно новому соглашению ОПЕК+, Россия начала снижать добычу нефти. По нашим оценкам, добыча в РФ должна будет сократиться на 2% от уровня октября 2018 года. В январе 2019 года она была ниже октябрьского уровня на 0,35%, поэтому в ближайшие месяцы снижение выпуска в добыче продолжится, сдерживая рост экономики в целом. По нашим оценкам, с учетом доли добычи в добавленной стоимости, выполнение сделки ОПЕК+ может замедлить рост экономики на 0,1–0,2 п.п. в первом полугодии.

**Рисунок 13. Динамика индекса промышленного производства (сезонно сглаженная, 2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 14. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (сезонно сглаженная, 2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

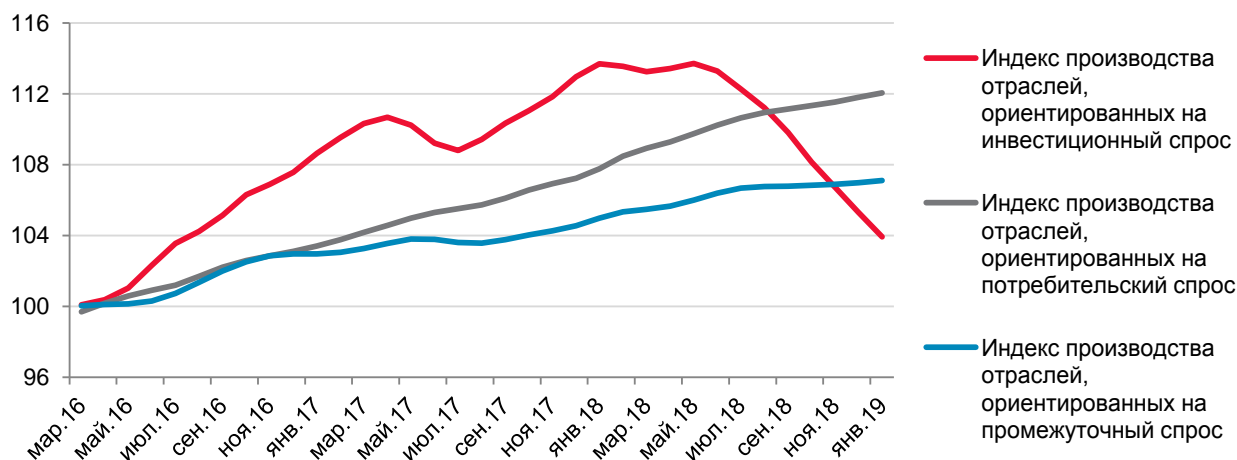
В обрабатывающей промышленности наметилась стабилизация месячной сезонно сглаженной динамики объемов выпуска. После снижения осенью 2018 года в секторе наблюдается незначительный рост на 0,1% м/м. Однако из-за эффекта высокой базы в годовом выражении обработка продемонстрировала снижение на 1% г/г.

Основной причиной слабого роста обрабатывающей промышленности является сохранение негативного тренда в производстве отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (Рисунок 15). Заметное снижение производства в отраслях инвестиционного спроса наряду со снижением импорта инвестиционных товаров во второй половине 2018 года косвенно указывают на сжатие инвестиционной активности.

В январе снижение производства наблюдалось во всех отраслях инвестиционного спроса (Рисунок 16). Как и в предыдущие месяцы, наибольший негативный вклад вносило производство прочих транспортных средств и оборудования (-6% м/м), где снижение выпуска летательных и космических аппаратов в годовом выражении составило 75,4% г/г. Без учета динамики этого сектора снижение производства инвестиционных товаров все равно было значительным (-3,5% м/м). Значительное снижение наблюдалось также и в производстве электрооборудования и электроники (-19% м/м и -13% м/м). При этом в январе замедлилось падение выпуска прочих транспортных средств, что связано с восстановлением производства железнодорожной техники после провала в последние месяцы 2018 года (+15% м/м).

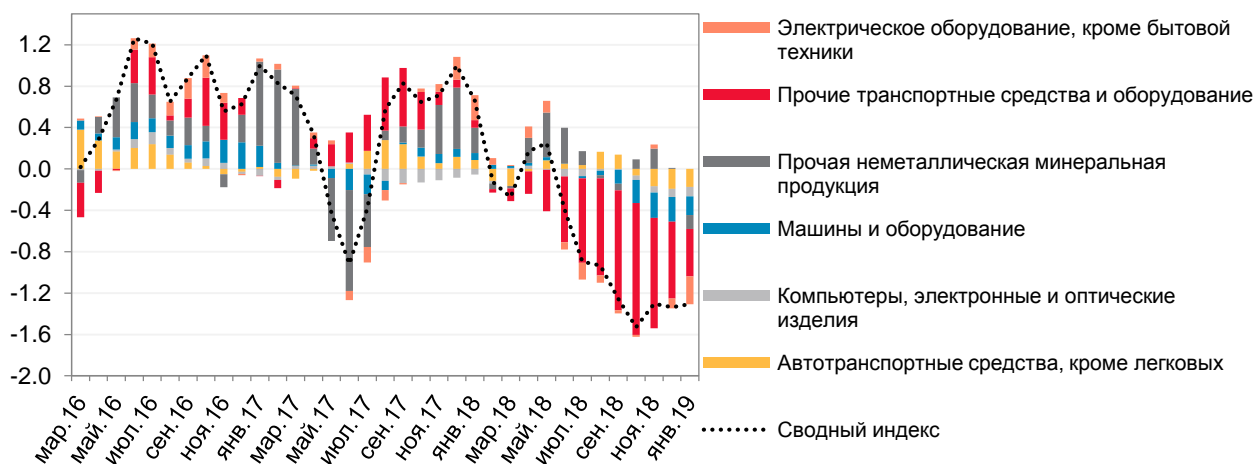


**Рисунок 15. Динамика трендовой составляющей для индексов производства по группам отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2016=100%**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 16. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (тренд), %м/м**



В расчетах использовались веса по валовой добавленной стоимости 2010 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Поддержку обработке по-прежнему оказывают отрасли потребительского и промежуточного спроса. Драйвером роста выступают производство пищевых продуктов (+0,2% м/м), а также фармацевтическая промышленность (+3,3% м/м) на фоне наращивания производственных мощностей.

Сохраняются положительные тенденции в деревообрабатывающей и бумажной промышленности. В металлургии в целом сохраняется волатильная динамика на фоне положительного тренда выпуска стальной продукции, а также первичного алюминия.

### 1.2.3. PMI в феврале: стабилизация активности в обработке и ускорение в услугах

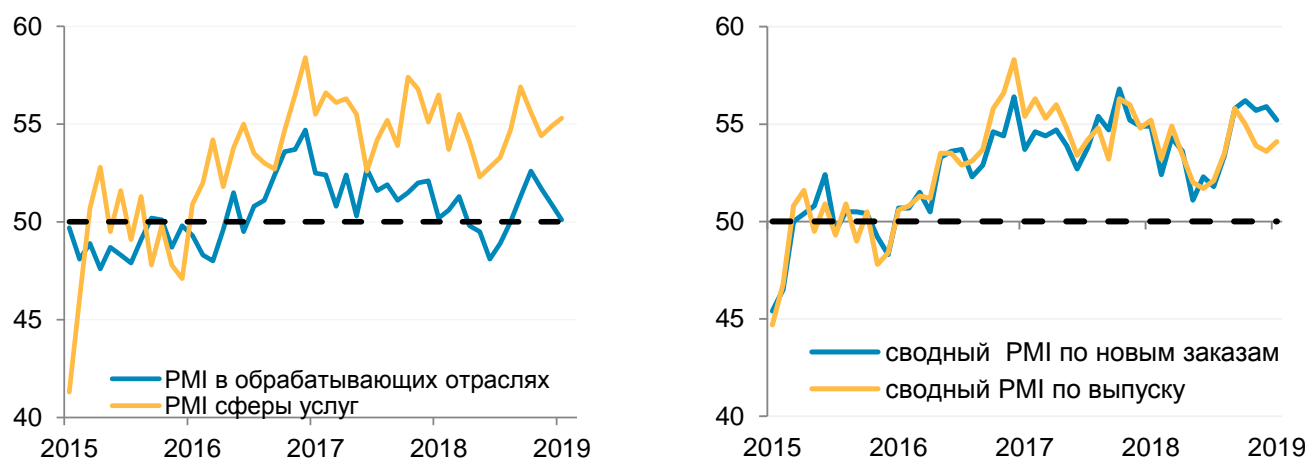
- Сводный индекс PMI в феврале вырос с 53,6 до 54,1 п., указывая на небольшое оживление деловой активности по сравнению с январем. [Новостной индекс деловой активности ДИП](#) также указывал на рост активности, но более скромный (Рисунок 17).
- Как и во многих странах, в феврале наблюдалась разнонаправленная динамика индексов по секторам: в обрабатывающей промышленности рост замедлился, а в сфере услуг ускорился (Рисунок 18).

Рисунок 17. Сводный индекс PMI и новостной индекс, пункты





Рисунок 18. Динамика индексов PMI по России, пункты



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

- В феврале наблюдалось небольшое ускорение темпов роста производства в обрабатывающей промышленности (индекс вырос с 50,1 до 50,5 п.) и ощутимое замедление роста новых заказов (с 53,2 до 51,0 п.) до минимума с сентября 2018 года.
- В обработке помимо ослабления внутреннего спроса респонденты второй месяц подряд отмечают сокращение внешнего спроса: индекс по экспортным заказам сократился с 49 до 47,3 п. в январе. Это связано с общим замедлением роста мировой экономики: подындекс экспортных заказов индекса PMI мировой обрабатывающей промышленности шестой месяц подряд находится в зоне снижения (ниже 50 пунктов).
- В секторе услуг деловая активность компаний выросла в феврале и находится близко к уровням начала прошлого года. В отличие от обрабатывающего сектора, рост новых заказов стабилен на протяжении последних пяти месяцев и держится выше среднего уровня 2016–2018 годов. Рост экспортных заказов также продолжился, но более медленными темпами, что, как и в обработке, может быть связано с замедлением роста мировой экономики.
- Опросные показатели указывают на улучшение ожиданий по динамике выпуска, что может говорить о временном характере замедления деловой активности.

#### 1.2.4. Продажи непродовольственных товаров снижаются, а продовольствия – растут

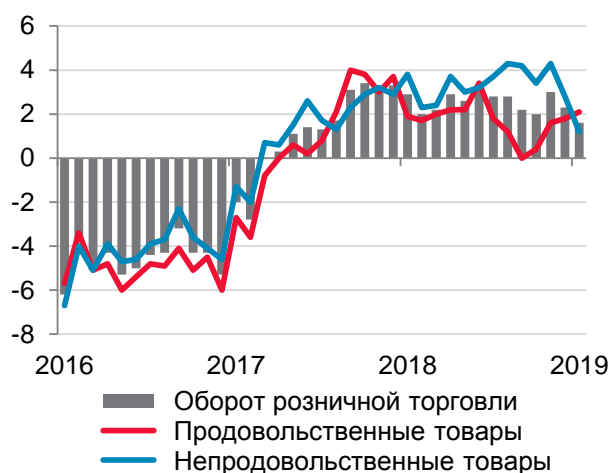
- В январе годовой рост розничного товарооборота продолжил замедляться за счет снижения роста продаж непродовольственных товаров. При этом рост продаж

продовольственных товаров ускоряется, несмотря на опережающий рост цен на продовольственные товары.

- Месячная сезонно сглаженная динамика указывает на снижение продаж непродовольственных товаров и рост продовольственных товаров. При этом общий объем продаж медленно снижается.
- Замедление роста заработной платы и ожидаемое снижение темпов роста потребительского кредитования будут сдерживать дальнейшее увеличение розничного товарооборота.

Согласно данным Росстата, темп роста оборота розничной торговли в январе замедлился до 1,6% г/г после 2,3% г/г в декабре и оказался на минимальном уровне с августа 2017 года (Рисунок 19). По нашим оценкам, розничный товарооборот в январе, как и в декабре, снизился на 0,1% м/м с поправкой на сезонный и календарный факторы (Рисунок 20).

**Рисунок 19. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 20. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2015 года = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В январе продажи непродовольственных товаров снизились на 0,2% м/м (в декабре – на 0,7% м/м)<sup>7</sup>. Годовой рост в январе замедлился до 1,2% с 2,8% г/г в декабре. При этом продажи продовольственных товаров в январе выросли на 0,2% м/м (в декабре +0,2%)<sup>8</sup>. Их годовой темп роста незначительно ускорился – до 2,1% с 1,8% г/г в декабре. В последние два месяца наблюдается одновременное снижение продаж непродовольственных товаров и рост продовольственных при практически неизменном суммарном уровне розничных продаж (Рисунок 20). Возможно, потребители после опережающего роста покупок товаров длительного пользования, которое происходило на

<sup>7</sup> Здесь и далее в подразделе месячные темпы роста представлены с очисткой от сезонности.

фоне ожиданий повышения НДС и ускоренного роста потребительского кредитования, немного изменили структуру потребления в пользу продовольственных товаров, снизив покупки непродовольственных. При этом рост цен на продовольствие в последние несколько месяцев был гораздо выше, чем на непродовольственные товары, поэтому в номинальном выражении изменение структуры потребления в сторону продовольственных товаров было еще заметнее.

Темп роста реальных заработных плат в январе практически остановился и составил 0,2% г/г (Рисунок 21). Вероятно, динамика зарплат в начале текущего года продолжит ухудшаться, что будет ограничивать рост потребительского спроса в целом. Ожидаемое замедление роста потребительского кредитования может сдерживать динамику спроса на непродовольственные товары. Динамика и структура спроса могут ограничивать возможность розничной торговли быстро и в полном объеме переложить повышение НДС в конечные цены, особенно на товары с высокой эластичностью спроса.

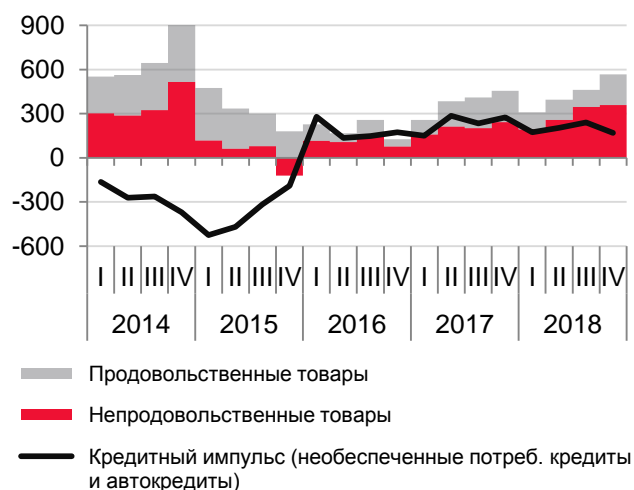
**Рисунок 21. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

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

**Рисунок 22. Прирост оборота розничной торговли и кредитный импульс, млрд руб. г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Кредитование было значимым источником финансирования потребления в предыдущие три года (Рисунок 22). Вероятно, темпы роста розничного кредитования в 2019 году будут ниже, чем в 2018 году, поэтому розничное кредитование перестанет способствовать росту потребления и темпы роста розничной торговли замедлятся. Дело в том, что при прочих равных условиях рост потребления за счет кредитования происходит только при постоянном ускорении темпов роста последнего (положительный кредитный импульс)<sup>9</sup>. При стабилизации темпов роста кредитования или их замедлении вклад динамики кредитования в рост потребления будет околонулевым или даже отрицательным.

<sup>9</sup> Кредитный импульс – изменение прироста кредитования в абсолютном выражении (вторая производная динамики кредитования).

### 1.2.5. В 2019 году рост номинальных зарплат немного превысит инфляцию

- Сезонно сглаженная оценка уровня безработицы в январе 2019 года обновила минимальное значение, опустившись до 4,7%.
- По нашим оценкам, рост номинальной зарплаты в госсекторе в 2019 году составит всего 1,5% из-за отложенной на вторую половину года индексации. В связи с этим рост реальной заработной платы в 2019 году в целом по экономике может лишь незначительно превысить нулевую отметку.
- Близкий к нулю рост реальной заработной платы и ожидаемое замедление роста потребительского кредитования будут сдерживать расширение потребительского спроса.

По данным Росстата безработица в январе 2019 года выросла до 4,9% после нахождения на отметке 4,8% в предыдущие три месяца, что связано с сезонностью. С учетом устранения сезонной компоненты уровень безработицы в январе снизился до 4,67% – нового минимума (оценка в предыдущем месяце составила 4,77%) (Рисунок 23).

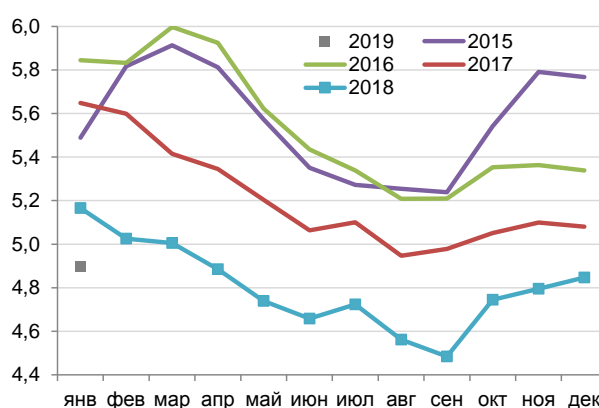
В январе наблюдалось снижение численности как занятого, так и безработного населения. Численность безработных граждан в январе достигла минимального значения за рассматриваемый нами период наблюдения и с устранением сезонности составила 3 531 тыс. человек, что ниже значения предыдущего месяца на 103 тысячи. Данная динамика говорит о продолжающемся сжатии численности рабочей силы.

Рисунок 23. Уровень безработицы, %



Источник: Росстат.

Рисунок 24. Уровень безработицы по годам, %



Источник: Росстат.

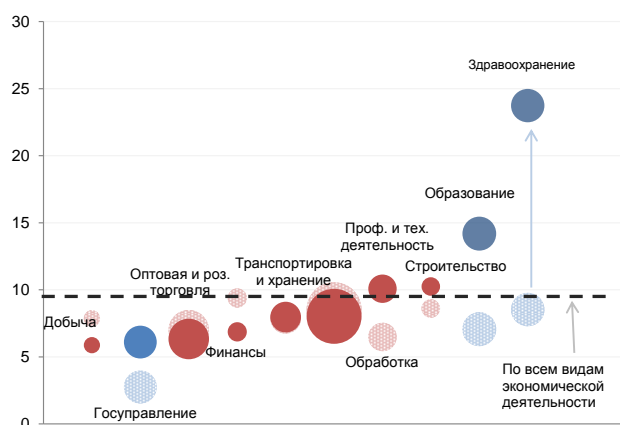
Динамика заработной платы в декабре 2018 года была пересмотрена вверх на 0,4 п.п. По результатам обновленной оценки, номинальная зарплата в декабре прошлого года выросла на 7,3%, реальная – на 2,9% г/г. По итогам всего 2018 года среднемесячная начисленная заработная плата выросла по сравнению с 2017 годом на 9,9%: зар-

плата в государственном секторе выросла на 14,7%, в частном – на 7,9%. Максимальный рост зарплат в 2018 году был отмечен в сфере здравоохранения (Рисунок 25). Замедление темпа роста зарплат произошло в добыче полезных ископаемых, в финансовой и страховой деятельности.

Номинальные заработные платы в январе, по предварительной оценке, выросли на 5,2% г/г. Рост реальной зарплаты замедлился до минимального с 2016 года значения и составил 0,2% г/г.

Рост номинальных заработных плат в госсекторе в первые два квартала 2019 года будет близок к нулю из-за переноса индексации зарплат бюджетников на второе полугодие. В федеральном бюджете на 2019-2021 гг., повышение зарплаты врачам и медработникам, учителям и преподавателям вузов, научным сотрудникам и работникам культуры запланировано на 1 сентября 2019 года в среднем на 6,1%. Остальным работникам государственного сектора запланирована индексация в размере 4,3% на 1 октября 2019 года. При таком порядке и масштабе индексации зарплата в госсекторе в 2019 году в целом по нашим оценкам вырастет на 1,5% г/г.

**Рисунок 25. Темп роста зарплаты по отраслям, %г/г**



Источник: Росстат.

Полностью закрашенные кружки – 2018 год.

Частично закрашенные кружки – 2017 год.

Размер круга – доля в общем фонде оплаты труда.

**Рисунок 26. Динамика номинальных и реальных заработных плат, % г/г**



Источник: Росстат.

В 2017-2018 годах номинальная зарплата в частном секторе росла примерно на 8% в год при среднегодовой инфляции 3,6% в 2017 и 2,9% в 2018 году. Некоторые компании объясняли ускоренную индексацию заработной платы на фоне низкой инфляции в последние два года желанием компенсировать снижение зарплаты в реальном выражении в 2015 и 2016 годах из-за ускорения инфляции. По итогам 2018 года накопленный с 2014 года рост зарплаты в частном секторе «догнал» накопленный рост цен (Рисунок 27). С учетом этого индексация зарплаты в частном секторе в 2019 году может оказаться меньше, чем в 2017-2018 году.

По нашим оценкам, рост номинальной зарплаты в частном секторе в январе был чуть ниже 7% г/г<sup>10</sup>, что сопоставимо с темпом роста в IV квартале 2018 года. Если рост номинальной зарплаты в частном секторе сохранится на этом уровне до конца года, то общий рост<sup>11</sup> начисленной номинальной заработной платы в 2019 году составит всего около 5,5%, а в реальном выражении окажется немного выше нуля. Ожидаемое замедление потребительского кредитования и незначительный рост реальной заработной платы будут сдерживать рост потребительского спроса в 2019 году.

**Рисунок 27. Рост среднегодовой номинальной заработной платы и инфляции, накопленным итогом 2014 = 100, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.2.6. Рост розничного кредитования постепенно замедляется

- В январе 2019 года рост розничного кредитования замедлился с рекордно высоких месячных темпов ноября–декабря 2018 года, с учетом динамики долга по кредитам, выступающим обеспечением ипотечных ценных бумаг.
- В основе замедления розничного кредитования – ипотека и автокредиты. Необеспеченные потребительские кредиты пока не демонстрируют явных признаков замедления месячных темпов роста после поправки на сезонность.

В январе рост рублевого корпоративного кредитования замедлился до 1,3% м/м с 1,5% м/м<sup>12</sup> (Рисунок 28). При этом валютное корпоративное кредитование продолжило сокращаться в январе 2019 года. Корпоративные заемщики продолжают заменять валютные кредиты рублевыми. Динамика корпоративных кредитов после поправки на се-

<sup>10</sup> При предположении о нулевом росте заработной платы в госсекторе в январе.

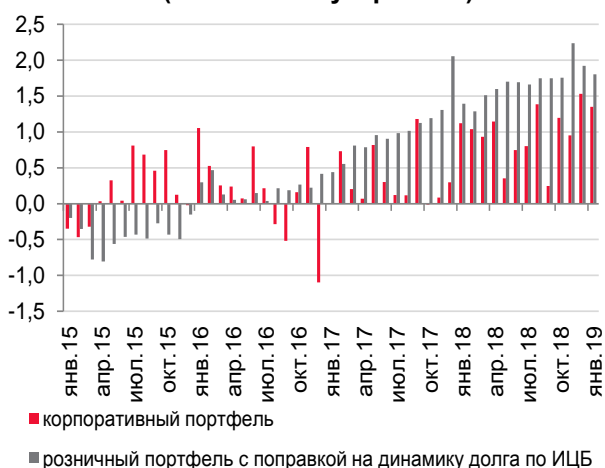
<sup>11</sup> С учетом госсектора.

<sup>12</sup> Здесь и далее в подразделе 1.2.7. «Рост розничного кредитования постепенно замедляется» приведены месячные темпы роста после поправки на сезонность, если не сказано иное.

зонность и валютную переоценку говорит о гораздо более умеренных темпах роста – 0,3% м/м. Они примерно соответствуют средним темпам роста показателя в 2018 году и выше динамики 2016-2017 годов.

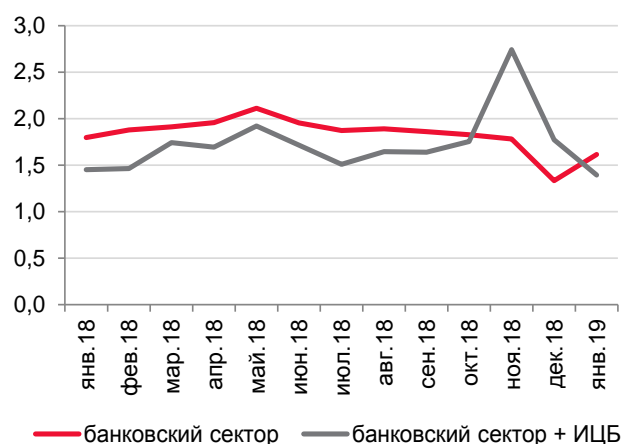
Динамика рублевого розничного кредитования находится под значительным влиянием сделок секьюритизации ипотечных кредитов, объем которых по состоянию на конец 2018 года достиг 6% ипотечного портфеля банков. На динамику показателя особенно повлияло проведение крупных сделок по секьюритизации лидерами ипотечного рынка в конце 2017 и 2018 годов<sup>13</sup>. Учет информации по динамике основного долга по кредитам, служащим обеспечением по ипотечным ценным бумагам (ИЦБ), позволяет говорить о том, что в последние месяцы наблюдался ускоренный рост розничного кредитования (Рисунок 28). Возможно он был связан с активизацией спроса на кредиты в ожидании повышения ставок. Отметим, что рост кредитования в январе по-прежнему несколько превышает средние темпы роста розничного портфеля в 2018 году, но темпы роста замедляются в последние два месяца.

**Рисунок 28. Динамика кредитования, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Динамика ипотечного кредитования, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Замедление роста розничного рублевого кредитования обусловлено торможением роста ипотечного кредитования (с поправкой на динамику долга по ИЦБ до 1,4% с 1,8%) и автокредитования (до 0,6% м/м с 1% м/м). Отметим, что темпы роста ипотечного кредитования с поправкой на динамику долга по ИЦБ демонстрируют более низкие темпы роста на протяжении всего 2018 года (за исключением месяцев проведения крупных сделок по секьюритизации) по сравнению с динамикой, которая получается при анализе ипотечного портфеля на балансе банков (Рисунок 29). Это связано с учетом рефинансированных кредитов. В случае рефинансирования кредита и досрочного погашения старого кредита, долг по ИЦБ сокращается, а на балансе банков появлялся новый кредит (кредит, бывший в основе ИЦБ, уходил с баланса банка ранее). В ре-

<sup>13</sup> Размещение ИЦБ с государственным регистрационным номером 4-06-00307-R-002P 26.11.2018 на сумму 74,3 млрд руб.; размещение ИЦБ с государственным регистрационным номером 4-08-00307-R-002P 21.12.2018 на сумму 46,1 млрд рублей; размещение ИЦБ с государственным регистрационным номером 4-02-00307-R-002P 07.12.2017 на сумму 48,2 млрд рублей.



зультате, темпы роста задолженности населения по ипотеке были ниже, чем это могло следовать из анализа только банковской статистики.

Замедление автокредитования связано с меньшими темпами роста спроса после повышения НДС, а также приостановкой работы госпрограммы льготного автокредитования, которая поддерживала рост продаж в отрасли. Возможно, с ее перезапуском, осуществленным с 1 марта 2019 года, замедление роста этого сегмента кредитования станет менее выраженным.

Темпы роста необеспеченных потребительских кредитов пока не демонстрировали значимого замедления, оставшись на уровне декабря, но ниже уровней октября-ноября. Тем не менее, мы ожидаем дальнейшего замедления роста розничного кредитования на фоне ослабления потребительского спроса из-за повышения ставки НДС, роста ставок по некоторым видам кредитов и действия макропруденциальных мер Банка России.

### 1.2.7. Рекордный за 10 лет профицит бюджетной системы

- В 2018 году сальдо бюджетной системы выросло на 4,4 п.п. до максимальной с 2008 года величины 2,9% ВВП. Регионы впервые с 2012 года закончили год с профицитом бюджета.
- Отношение доходов к ВВП выросло на 2,3 п.п., в том числе на 2,2 п.п. – нефтегазовых и на 0,1 п.п. – ненефтегазовых. Без продолжающегося роста собираемости ненефтегазовые доходы показали бы снижение относительно ВВП в 2018 году.
- Расходы выросли на 1,9 трлн руб., при этом *отношение* расходов к ВВП снизилось на 2,1 п.п. вследствие бюджетной консолидации. Снижение затронуло все направления расходов.
- Высокий профицит бюджета позволил существенно увеличить Фонд национального благосостояния (ФНБ) и снизить государственный долг без необходимости использования остатков бюджетных средств. Чистый долг бюджетной системы снизился на 3,7 п.п. до 2,9% ВВП.
- Резкое улучшение бюджетного сальдо сдерживало рост ВВП в 2018 году. Отчасти это следствие бюджетной консолидации и улучшения собираемости налогов, позволивших вывести сальдо бюджета на устойчивый уровень. Основной эффект объясняется действием бюджетного правила, сглаживающего циклические колебания в динамике экономической активности. Без бюджетного правила бюджетное сальдо было бы значительно меньшим, что могло привести к неустойчивости бюджета в среднесрочной перспективе и перегреву экономики, чреватому в дальнейшем резкой просадкой. Негативный прямой эффект частично компенсировался положительным косвенным эффектом на рост ВВП от улучшения ожиданий относительно сохранения макроэкономической стабильности.

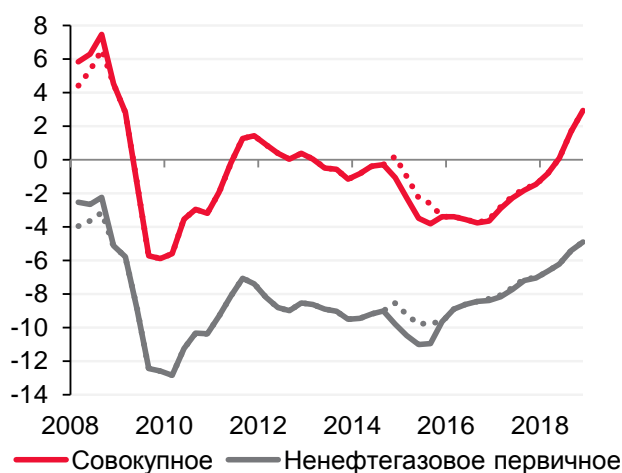


- В 2019 году начинается реализация масштабных национальных проектов, нацеленных на стимулирование роста инвестиций. Поскольку финансирование проектов в рамках налогово-бюджетного маневра начнется ближе к середине года, а налогообложение по более высокой ставке НДС действует с начала года, мы ожидаем негативного эффекта на рост ВВП в первой половине 2019 года и эффекта ниже среднего за год. В последующие годы мы ожидаем увеличения позитивного влияния налогово-бюджетного маневра на ВВП.

**Сальдо.** По итогам 2018 года профицит бюджетной системы России составил 2,9% ВВП, что на 4,4 п.п. выше, чем за 2017 год (Рисунок 30). Изменение вызвано примерно в равной мере повышением доходов и сокращением расходов относительно ВВП. Бюджетное сальдо достигло максимума с 2008 года. Впервые с 2012 года с профицитом закончили год регионы, что связано как с неполным исполнением утвержденных расходов, так и с превышением доходами плановых величин. На общем фоне выделяются регионы, богатые сырьевыми ресурсами.

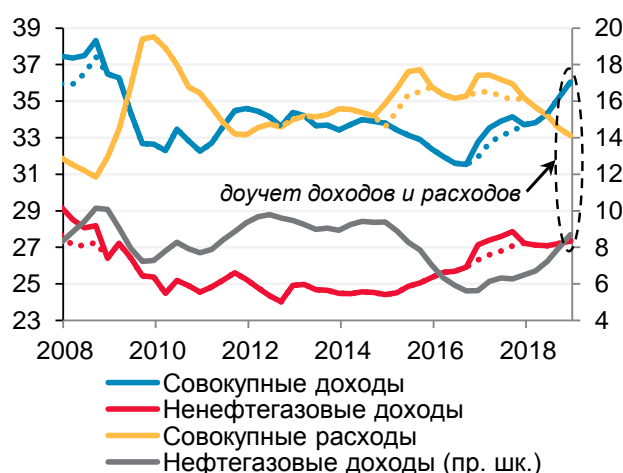
**Пересмотр в мае 2019 года.** В мае Казначейство России традиционно представит уточненный вариант бюджетной отчетности. Мы ожидаем, что, как и в прошлые годы, будет значительно скорректирована вверх доходная и расходная части с минимальным изменением сальдо. Причина – полный учет прямых выплат работодателями в части социального страхования, статистика по которым формируется через несколько месяцев после окончания года. По нашим оценкам, доходы и расходы будут увеличены на 0,4 п.п. ВВП. Далее показатели приводятся с учетом нашей дооценки.

**Рисунок 30. Совокупное и нефтегазовое первичное сальдо бюджетной системы, % ВВП**



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

**Рисунок 31. Основные показатели бюджетной системы (% ВВП, скользящие за 4 квартала)**



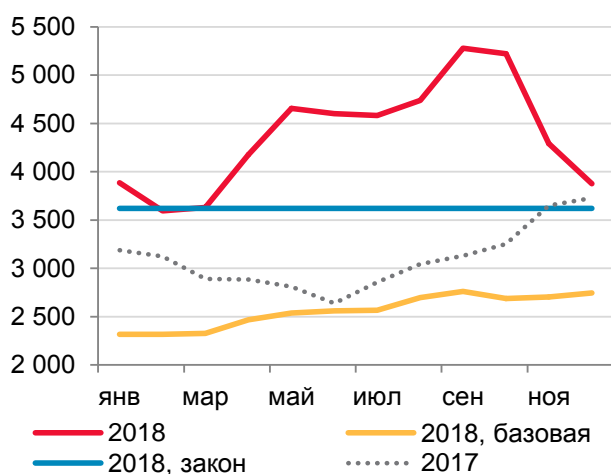
Источники: Казначейство России, Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

\* Пунктиром обозначены оценки без учета крупных однократных факторов: платежей в счет погашения задолженности НК ЮКОС в 2007 году, докапитализации банков в 2014 году и расходов на досрочное погашение кредитов ОПК и приватизации Роснефти в 2016 году.

**Доходы.** Отношение доходов к ВВП выросло в 2018 году на 2,3 п.п. – до 36%. (Рисунок 31). Из них 2,2 п.п. ВВП пришлось на нефтегазовые поступления благодаря росту цены нефти Urals на 41% г/г в рублевом выражении (на 31% г/г – в долларовом) (Рисунок 32). Еще 0,1 п.п. дало увеличение ненефтегазовых доходов с выделяющимся ростом поступлений по налогу на прибыль (+0,4 п.п. ВВП). Мы полагаем, что данный рост, как и увеличение поступлений по НДС, отчасти объясняются улучшением налогового администрирования, оказывающего значительную поддержку бюджету в последние годы. Без роста собираемости ненефтегазовые доходы показали бы снижение относительно ВВП в 2018 году.

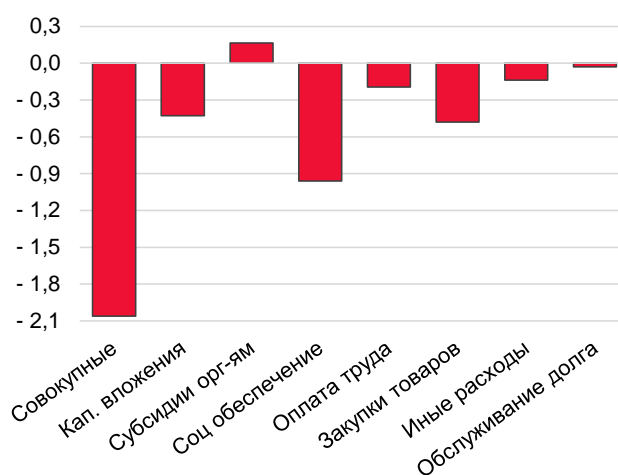
**Расходы.** Расходы относительно 2017 года выросли на 1,9 трлн руб., при этом *отношение* расходов к ВВП в 2018 году снизилось на 2,1 п.п. – до 33,1% ВВП (Рисунок 31). Причиной стала бюджетная консолидация – приведение расходов к устойчивому уровню. Исходя из функциональной классификации, расходы социального блока сократились на 1,0 п.п. ВВП, силового блока – на 0,5 п.п. ВВП, экономического блока – на 0,4 п.п. ВВП. Исходя из экономической классификации, закупки товаров и услуг снизились на 0,5 п.п. ВВП, капитальные вложения – на 0,4 п.п. ВВП (Рисунок 33). Расходы на обслуживание государственного долга незначительно уменьшились в относительном выражении. Равномерность расходования средств внутри года в 2018 году почти полностью соответствовала сложившейся в 2017 году.

**Рисунок 32. Месячная рублевая цена барреля нефти Urals в 2017-2018 годах**



Источники: Банк России, Минфин России, расчеты ДИП.

**Рисунок 33. Изменение расходов бюджетной системы по экономической классификации в 2018 года, п.п. ВВП г/г**



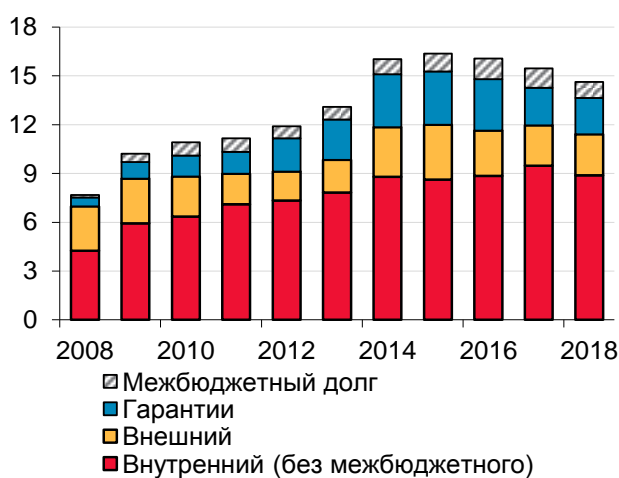
Источники: Казначейство России, Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

**Государственный долг, суверенные фонды и остатки средств.** За IV квартал совокупный государственный долг без учета межбюджетных трансфертов вырос на 0,3 п.п. до 13,6% ВВП. Рост на 0,2 п.п. ВВП дали субъекты федерации, заместив бюджетные кредиты банковскими. Оставшаяся 0,1 п.п. ВВП пришлось на федеральный центр, разместивший в ноябре семилетние евробонды объемом 1 млрд. евро, тем самым компенсировав снижение внутреннего долга.

Объем средств Фонда национального благосостояния (ФНБ) за IV квартал не изменился – 7,9% ВВП: использование на финансирование дефицита 1,2 п.п. ВВП средств по старым правилам компенсировалось ростом поступлений по новому бюджетному правилу.

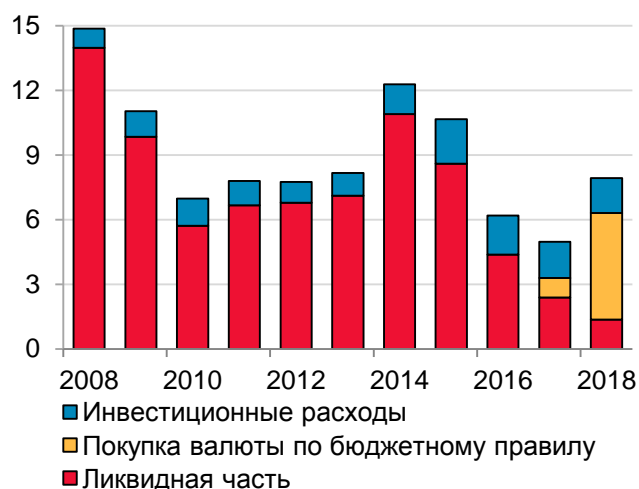
В целом за 2018 год высокий профицит позволил существенно нарастить объем средств ФНБ (+3,0 п.п. ВВП), снизить государственный долг (без учета межбюджетных трансфертов на 0,6 п.п. ВВП) без потребности использования остатков бюджетных средств (выросли на 0,1 п.п. до 2,8% ВВП). Чистый долг бюджетной системы снизился на 3,7 п.п. (с учетом валютной переоценки) до 2,9% ВВП на 01.01.2019.

Рисунок 34. Структура совокупного долга бюджетной системы, % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Структура средств суверенных фондов, % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

**Влияние на рост ВВП.** Существенные рост доходной части бюджета и сокращение расходов, в том числе капитальных, должны были оказать значительное негативное влияние на годовой рост ВВП в 2018 году. Оценки с использованием фискальных мультипликаторов показывают негативный прямой эффект порядка 1,0–1,5 процентного пункта. Отчасти негативный эффект является следствием проведенной бюджетной консолидации и улучшения налогового администрирования, которые позволили вывести бюджетный дефицит на уровень, отвечающий долгосрочной устойчивости государственных финансов. При этом основной эффект объясняется действием бюджетного правила, сглаживающего циклические колебания в динамике экономической активности. Без бюджетного правила рост доходной части и сокращение расходной части были бы значительно меньшими, вызвав временное дополнительное ускорение роста экономики, за которым бы последовала просадка. Негативный прямой эффект на рост ВВП предположительно частично компенсировался положительным косвенным эффектом от улучшения ожиданий экономических агентов относительно устойчивой макроэкономической стабильности.

**Прогноз.** В базовом сценарии цен на нефть мы ожидаем одновременного снижения в 2019 году как совокупного профицита, так и нефтегазового дефицита бюджет-

ной системы. В 2019 году начинается реализация масштабных национальных проектов, направленных на стимулирование роста инвестиций. В перспективе до 2024 года финансирование проектов планируется в объеме 25,7 трлн руб. (20% среднего за 2019-2024 годы ВВП), из которых 13,1 трлн руб. должен выделить федеральный бюджет, 4,9 трлн руб. – региональные бюджеты, 0,1 трлн руб. – государственные внебюджетные фонды, а 7,5 трлн руб. планируется привлечь из внебюджетных источников. На федеральном уровне дополнительные расходы будут профинансированы повышением НДС и временного снижения первичного сальдо бюджета относительно действующего бюджетного правила на 0,5 п.п. ВВП. По нашим оценкам, в среднесрочном периоде маневр добавит примерно 0,2–0,3 п.п. к росту ВВП в среднем за год.<sup>14</sup> Поскольку финансирование проектов в рамках налогово-бюджетного маневра начнется ближе к середине 2019 года, в то время как налогообложение по более высокой ставке НДС действует уже с начала года, это позволяет ожидать негативного эффекта на рост ВВП в первой половине 2019 года и эффекта ниже среднего за год. В последующие годы налогово-бюджетный маневр должен оказывать растущее позитивное влияние на рост ВВП.<sup>15</sup> Если реализация налогово-бюджетного маневра не приведет на горизонте планирования денежно-кредитной политики к значимому увеличению потенциальных темпов роста, то в экономике при прочих равных условиях сформируется небольшой положительный разрыв выпуска. Это должно будет учитываться при проведении Банком России своей политики, направленной на поддержание инфляции на уровне, близком к целевому.

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

#### 1.3.1. Рост мировой экономики замедляется

- Рост ВВП США в IV квартале 2018 года замедлился до 2,6% из-за снижения темпов роста потребления домохозяйств, государства и слабого роста экспорта. Вероятность дальнейшего замедления роста экономики и сигналы с рынка труда об ускорении роста оплаты труда заставят ФРС США продлить «терпеливый» подход к ДКП на ближайшие заседания. Его же может обусловить и обострение дискуссии о переходе в политике ФРС для достижения мандата к вариациям таргетирования уровня цен (price level targeting). Однако изменение параметров со-

<sup>14</sup> Оценки сделаны на основе фискальных мультипликаторов. Не учитывается влияние на рост потенциального ВВП, а также возможное дополнительное положительное влияние в случае повышения эффективности использования средств (например, качественного отбора инвестиционных проектов), а также сокращения издержек и повышения производительности налогоплательщиками НДС. См. подробнее Власов С.А. (2018). Влияние налогово-бюджетного маневра на рост ВВП: оценка краткосрочных эффектов с использованием фискальных мультипликаторов // Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России.

<sup>15</sup> См. подробнее там же.

кращения баланса ФРС США по-прежнему крайне вероятно во втором полугодии 2019 года.

- ЕЦБ понизил прогнозы по росту экономики и инфляции, возобновил программу банковского фондирования TLTRO и обещал не повышать ставки до следующего года.
- В Китае продолжается замедление роста экономики с растущим влиянием внешних факторов: в январе проявилось опережающее падение экспортных поставок в США. Однако возобновившееся в начале года ускорение роста совокупного кредитования может позволить остановить замедление роста экономики в III квартале.
- Цель по росту экономики Китая понижена до 6,0-6,5% на 2019 год с «около 6,5%» в 2018 году. Текущая динамика и озвученные новые стимулирующие меры бюджетной и денежно-кредитной политики должны способствовать ее достижению.

**США: «терпеливый» подход ФРС США к ДКП позволит дождаться больше сигналов о состоянии экономики и силе инфляционного давления. Однако изменения параметров сокращения баланса ФРС США остается крайне вероятным во втором полугодии 2019 года.**

Рост ВВП США в IV квартале 2018 года замедлился до 2,6% (в аннуализированном выражении<sup>16</sup>) (Рисунок 37) под действием следующих факторов:

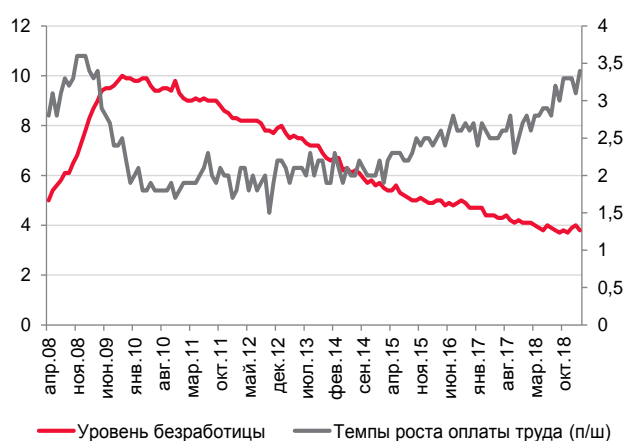
1. Замедление роста потребления домохозяйств с 3,5% до 2,8%. В значительной степени оно стало результатом падения розничных продаж в декабре. Слабость потребительского спроса, по крайней мере, в части покупки автомобилей, сохранилась и в начале текущего года. Это может обусловить умеренный рост потребления в начале 2019 года.
2. Чистый экспорт отнял 0,2пп роста ВВП в IV кв. 2018. Во многом, это результат падения экспорта продовольствия из-за прекращения покупок сои Китаем. Без этого фактора рост экспорта достиг бы 5%.
3. Замедление роста госпотребления с 2,6% до 0,4%, отчасти связанное с приостановкой работы правительства. Неосуществленные расходы должны быть профинансированы в течение 2019 года. В результате, влияние приостановки работы правительства на бюджет должно быть нейтральным.
4. Рост ВВП в IV квартале поддержал уверенный рост инвестиций (6,2% в аннуализированном выражении), прежде всего, в оборудование и интеллектуальную собственность. Однако, падение цен на нефть уже отразилось в снижении инвестиций добывающей промышленности, а слабость заказов на товары длительного пользования может указывать на замедление роста и компоненты инвестиции в оборудование.

<sup>16</sup> Здесь и далее в разделе по экономике США оценки приведены в аннуализированном выражении, если не сказано иное.

По итогам года, американская экономика выросла на 2,9% г/г после 2,2% г/г в 2017 г., продемонстрировав темпы роста выше потенциала. Однако осуществленное ужесточение ДКП и исчерпание эффектов бюджетного стимула будут способствовать замедлению роста экономики. Опережающие индикаторы в начале года указывают на высокую вероятность дальнейшего замедления роста. По оценкам модели Nowcast Нью-Йоркского ФРБ, рост ВВП составит 1,4%<sup>17</sup> в I квартале 2019 года. На замедление роста экономики указывает и февральский отчет по рынку труда – в феврале в несельскохозяйственном секторе экономики было создано только 20 тыс. новых рабочих мест, что заметно ниже результатов предыдущих месяцев и ожиданий (+180 тыс. мест). Структура прироста новых рабочих мест говорит о том, что столь сильное замедление было характерно для многих секторов экономики. Вместе с тем уровень безработицы снизился до 3,8% с 4%, а рост оплаты труда заметно ускорился до 3,4% с 3,1% г/г. (Рисунок 36). По данным одного месяца говорить об устойчивости тенденции преждевременно. Однако в совокупности эти факторы могут указывать на возросшие риски усиления инфляционного давления.

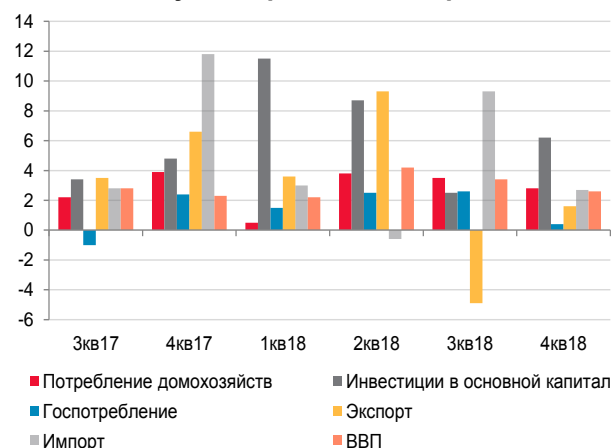
Текущее обсуждение<sup>18</sup> стратегии и инструментов достижения мандата ФРС США может обусловить большую терпимость регулятора к возможному превышению инфляции текущей цели 2% – появляется все больше сторонников таргетирования уровня цен (price level targeting)<sup>19</sup>. Таким образом, пауза в ДКП ФРС США может оказаться временной, но вряд ли вопрос о повышении ставки встанет на ближайших заседаниях – ФРС США потребует больше свидетельств в пользу такого решения.

**Рисунок 36. Динамика уровня безработицы и оплаты труда в США, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 37. Динамика роста ВВП США и его компонент, % в аннуализированном выражении**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

<sup>17</sup> По оценкам на 08.03.2019 г.

<sup>18</sup> Согласно Д. Пауэллу, ФРС США планирует 2019 год посвятить пересмотру стратегии и инструментов достижения мандата ФРС США. В этой связи ФРС проводит 4–5 июня 2019 года в ФРБ Чикаго конференцию, посвященную стратегии, инструментам и политике коммуникации для достижения мандата ФРС США.

<sup>19</sup> См., например: Bernanke B. Evaluating lower-for-longer policies: Temporary price-level targeting.

Еще одно возможное изменение ДКП ФРС США обсуждалось на январском заседании. Опубликованная стенограмма подтвердила возможность изменения параметров снижения баланса регулятора. Это связано не только с рыночной турбулентностью конца прошлого года, но и с тем, что, по прогнозам, объем банковских резервов приблизится к оценкам своего эффективного уровня во втором полугодии 2019 года. Так с октября 2014 г., когда величина банковских резервов достигла своего пика – 2,8 трлн долл. – она сократилась уже на 1,2 трлн долл. США.

Большинство участников заседания ФРС США исходят из сокращения баланса до определенной величины, по достижении которой размер баланса будет поддерживаться на этом уровне. При этом дальнейшее сокращение резервов банков будет происходить вследствие естественного роста других пассивов ФРС США, прежде всего, спроса на наличность. Кроме того, в долгосрочном периоде ФРС США намерена вывести с баланса ипотечные облигации (mortgage backed securities – MBS) за счет реинвестирования средств от их погашения в казначейские облигации при сохранении объема баланса на постоянном уровне. Впрочем, окончательного решения по этому вопросу еще нет – он еще будет обсуждаться на следующих заседаниях ФРС США. Итог январского заседания – сигнал о готовности регулятора к скорым изменениям в своей политике относительно объема и структуры баланса.

### Еврозона: ЕЦБ анонсировал новые стимулирующие меры

Управляющий Совет ЕЦБ по итогам своего заседания принял решение о запуске третьего раунда программы TLTRO, а также усилил мягкий тон forward guidance, пообещав не повышать ставку как минимум до конца текущего года (ранее до сентября 2019 года). Во многом, неожиданно мягкий подход ЕЦБ к ДКП связан со значительным понижением макроэкономических прогнозов на текущий год и умеренным пересмотром вниз прогнозов в среднесрочном периоде (Рисунок 38).

Рисунок 38. Динамика макропрогнозов ЕЦБ

	2018		2019		2020		2021	
	мар	дек	мар	дек	мар	дек	мар	дек
Цены на нефть	71,1	71,8	61,7	67,5	61,3	66,8	60,6	65,9
USD/EUR	1,18	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
ВВП, %г/г	1,9	1,9	1,1	1,7	1,6	1,7	1,5	1,5
Инфляция, %г/г	1,7	1,8	1,2	1,6	1,5	1,7	1,6	1,8
Безработица, %	8,2	8,2	7,9	7,8	7,7	7,5	7,5	7,1

Источник: ЕЦБ.

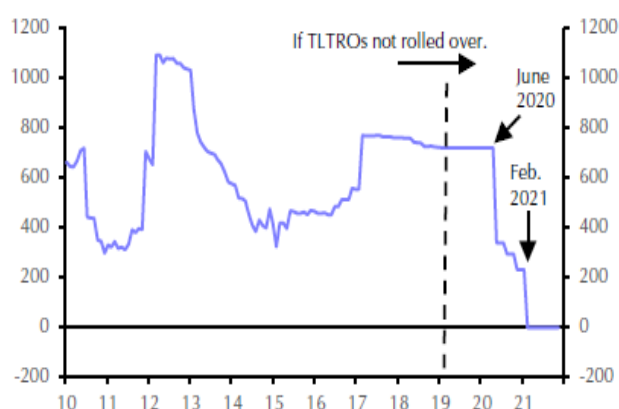
Новый раунд программы TLTRO будет действовать на квартальной основе с сентября 2019 года по март 2021 года и предполагает двухлетний срок кредитования кредитных институтов. Как и в предыдущих раундах программы, банки смогут претендовать на фондирование размером до 30% кредитного портфеля. Однако ставка по привлеченным таким образом средствам будет привязана к главной ставке ЕЦБ по опера-



циям рефинансирования (0% на настоящий момент) – ранее она зависела от темпов роста кредитного портфеля банка и могла быть отрицательной. Поэтому, если в течение периода кредитования ЕЦБ повысит ставку, то банк может оказаться вынужденным платить небольшой процент. В этой связи ЕЦБ также продлил действие аукционов по фиксированной ставке.

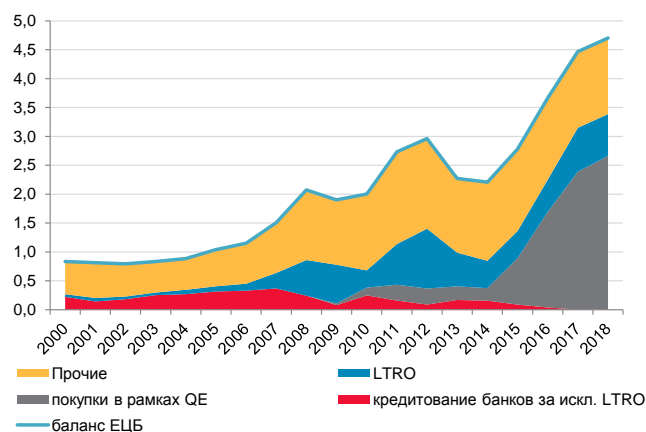
LTRO действует на аукционной основе – ЕЦБ заранее объявляет о том, сколько ликвидности он может предложить банкам. Пока деталей для первой сделки в рамках TLTRO III нет. В то же время, текущая задолженность банков и график погашения по TLTRO предполагают их крайне медленное погашение до июня 2020 года (Рисунок 39). Поэтому любая достаточно заметная сумма, предложенная ЕЦБ и взятая банками на квартальных аукционах в сентябре, декабре 2019 и марте 2020 г., может привести к небольшому увеличению баланса ЕЦБ (Рисунок 40). Средства от погашаемых бумаг, купленных в рамках QE, сейчас полностью реинвестируются.

**Рисунок 39. Задолженность банков по TLTRO, млрд. евро**



Источник: Capital Economics.

**Рисунок 40. Баланс ЕЦБ на конец каждого года, трлн. евро**



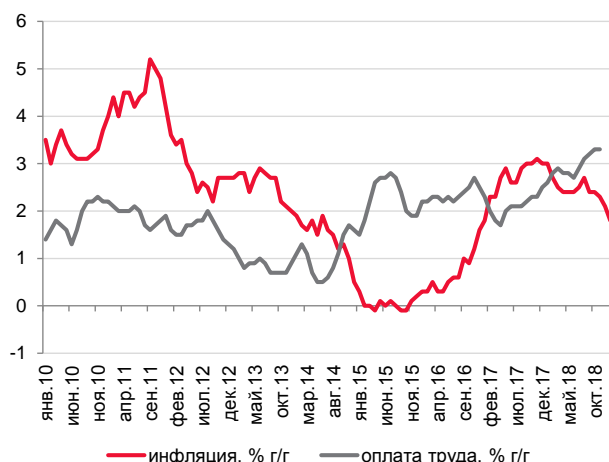
Источники: ЕЦБ.

## Великобритания: неопределенность вокруг Brexit сильно отразилась на прогнозах роста экономики

Банк Англии сохранил основные параметры проводимой политики неизменными по итогам своего заседания. Напомним, что ранее Банк Англии повысил ключевую ставку с 0,25 до 0,5% в ноябре 2017 года и с 0,5 до 0,75% в августе 2018 года для борьбы с инфляционными рисками. В последнее время инфляция устойчиво замедлялась и в январе 2019 года опустилась до 1,8% г/г (Рисунок 41). Рост экономики понизился к декабрю 2018 года до 0,2% к/к из-за замедления роста экспорта и потребления, а также падения инвестиций, связанного с неопределенностью вокруг Brexit (Рисунок 42). В преддверии определения сценария выхода страны из ЕС у регулятора не было поводов для очередного повышения ставки.



**Рисунок 41. Динамика инфляции в Великобритании, % г/г**



Источник: Банк Англии.

**Рисунок 42. Динамика годового роста инвестиций компаний в Великобритании, %**



Источник: Банк Англии.

Рост неопределенности вокруг выхода страны из ЕС после того, как Британский парламент проголосовал против соглашения с ЕС в январе 2019 года, значительно повысил экономические риски. Однако в текущем прогнозном раунде Банк Англии по-прежнему строил свои прогнозы исходя из сценария мягкого Brexit (Рисунок 43). Стоит отметить, что Парламент повторно отверг этот сценарий на голосовании 12 марта, впрочем, как и сценарий выхода из ЕС без соглашения в ходе согласования 13 марта. И теперь ему предстоит проголосовать за отсрочку в сроке выхода страны из ЕС. Формально такая отсрочка потребует согласия ЕС. Тем не менее, перенос срока выхода страны из ЕС не решает проблему определения условий Brexit, которые бы устраивали большинство в Парламенте.

**Рисунок 43. Динамика макроэкономических прогнозов Банка Англии**

	ВВП, % г/г	Инфляция, % г/г	Безработица, %	Ставка*, %	
2019	фев.19	1,2	2,0	4,1	0,9
	ноя.18	1,7	2,1	3,9	1,0
2020	фев.19	1,5	2,1	4,1	1,0
	ноя.18	1,7	2,1	3,9	1,2
2021	фев.19	1,9	2,1	3,9	1,1
	ноя.18	1,7	2,0	3,9	1,4

Источник: Банк Англии.

Примечание: \* - траектория ставки получена исходя из форвардных рыночных ставок

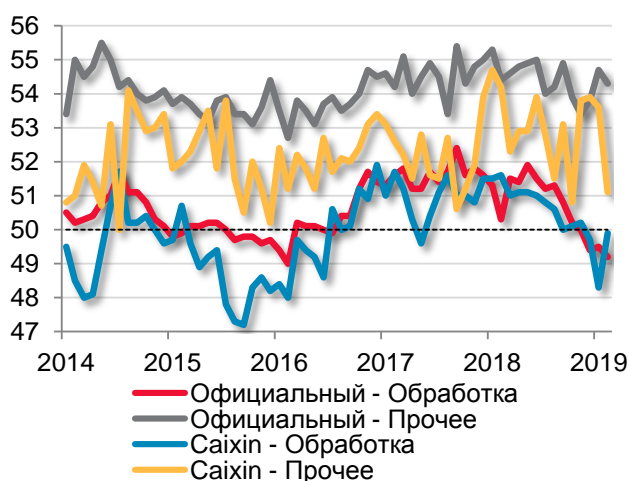
Рост неопределенности и замедление глобального роста обусловили значительное понижение прогнозов Банка Англии по росту экономики в 2019-2020 году. В то же время регулятор ожидает инфляцию вблизи цели. Отчасти текущее замедление инфляции обусловлено снижением цен на нефть, но после исчерпания этого эффекта

рост ИПЦ останется вблизи 2%-ого уровня. В этой связи, вероятность очередного повышения ставки также значительно снизилась – хотя еще в ноябрьском прогнозе регулятор допускал необходимость повышения ставки для борьбы с инфляционными рисками из-за наращивания положительного разрыва выпуска.

### Китай: ускорение роста совокупного кредитования может стабилизировать рост экономики в III квартале

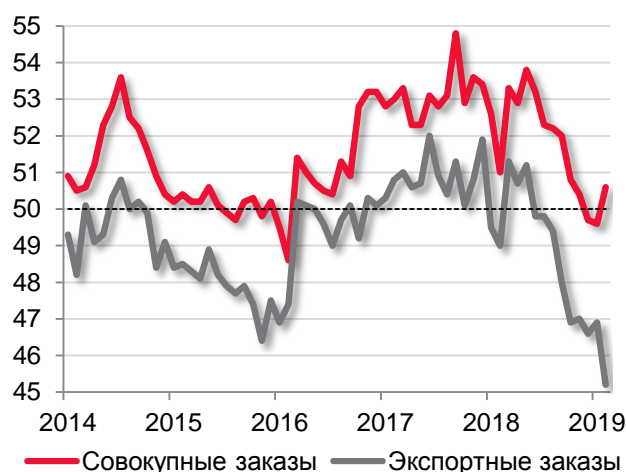
Статистика за первые месяцы 2019 года указывает на продолжающееся замедление роста экономики из-за действия внешних факторов. Февральские композитные официальный и Caixin PMI снизились на 0,8 и 0,2 п. до 52,4 и 50,7 п. соответственно (Рисунок 44). При этом оба опроса PMI продемонстрировали значительное снижение показателя экспортных заказов (Рисунок 45). Помимо общего замедления роста внешнего спроса, дополнительное давление оказывает опережающее падение поставок в США. В соответствии с нашими ожиданиями<sup>20</sup> проявился эффект торговых пошлин США против Китая. Данные показали значительное расхождение темпов роста экспорта в США и другие страны: -15,7 и -3,4% г/г в среднем за январь-февраль соответственно после -3,5 и -4,8% г/г в декабре (Рисунок 46). В ближайшие месяцы замедление роста экспорта в США будет одним из факторов, сдерживающих рост экономики даже в случае урегулирования торгового противостояния с США.

Рисунок 44. Показатели PMI Китая, п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 45. Подындекс заказов официального PMI в обрабатывающей промышленности, п.



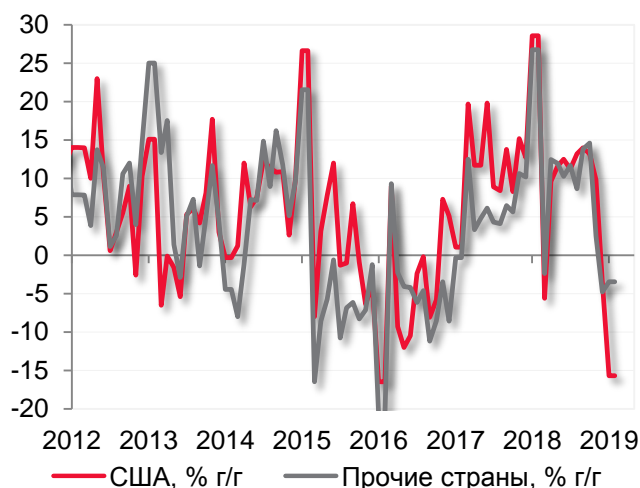
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Позитивным фактором стало ускорение роста совокупного кредитования экономики в январе (Рисунок 47). Ускорился рост нетеневого частного финансирования: в том числе благодаря усилиям властей продолжает активизироваться рост кредитования корпоративного сектора при стабильном росте кредитования домохозяйств. Предо-

<sup>20</sup> См. подраздел 1.3.1. «Замедление глобальной экономики может притормозить нормализацию политики ФРС» в [Бюллетене «О чем говорят тренды» \(Ноябрь 2018, №28\)](#).

ставление возможности для более раннего размещения государственных облигаций позволило ускорить рост кредитования государственного сектора. Кроме того, стабилизировался объем теневого финансирования. Если замедление роста совокупного кредитования не возобновится, то замедление роста экономики Китая прекратится в начале III квартала, с учетом примерно полугодового лага переноса динамики кредитования в рост ВВП.

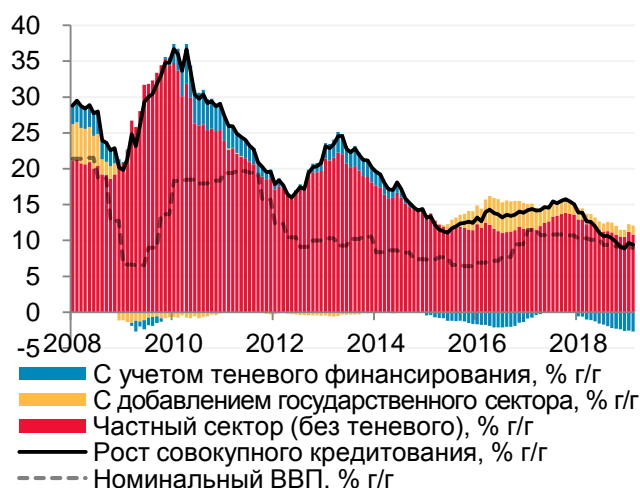
**Рисунок 46. Рост товарного экспорта из Китая в разрезе стран в долларовом эквиваленте**



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

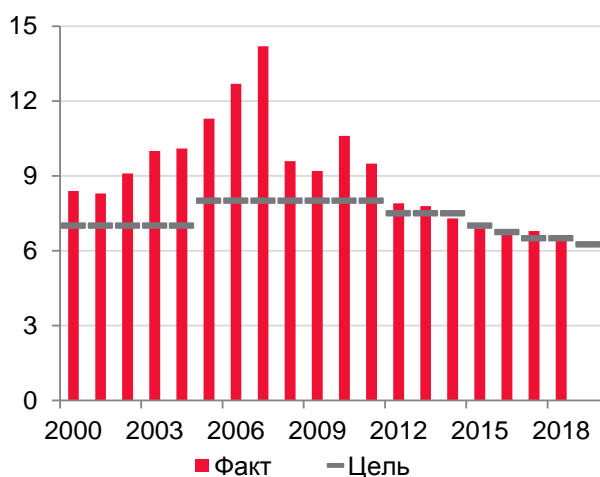
\* Данные за январь-февраль усреднены.

**Рисунок 47. Рост кредитования экономики в Китае**



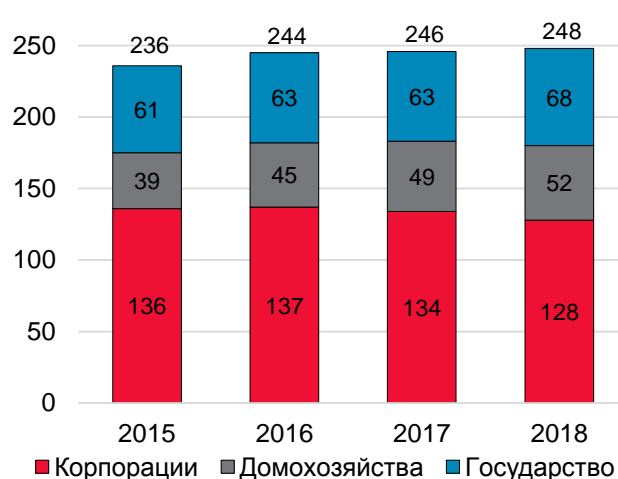
Источники: Bloomberg Finance L.P., CEIC, расчеты ДИП.

**Рисунок 48. Цель и фактический рост экономики Китая, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 49. Структура долга Китая, %**



Источник: Natixis.

На Национальном Народном Конгрессе премьер-министр Китая Ли Кэцян озвучил цели страны на 2019 год. Цель по росту снижена до 6,0-6,5% с «около 6,5%» в 2018 году (Рисунок 44). Учитывая отчетную цифру за IV квартал 2018 года 6,4% г/г, признаки продолжающегося замедления роста в начале 2019 года, но с ожидаемой нами стабилизацией в середине года, цель реальная. Достижению цели поспособствуют также новые меры бюджетной и денежно-кредитной политики. Цель по бюджетному дефици-

ту повышена с 2,6 до 2,8% ВВП, а с учетом забалансовых компонент можно ожидать существенно большего ослабления бюджетной политики. Так, разрешенный объем выпуска специальных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов увеличен на 0,8 п.п. ВВП. Со стороны денежно-кредитной политики анонсировано дальнейшее снижение нормы обязательных резервов и реальных процентных ставок в экономике. Также власти могут несколько смягчить контроль за ростом долговой нагрузки, позволивший в 2017-2018 годах стабилизировать совокупный долг относительно ВВП, но за счет снижения поддержки экономического роста (Рисунок 45). Цель по инфляции остается в пределах 3% и не должна стать препятствием для ослабления политики (в феврале ИПЦ составил 1,5% при разбросе от 1,5 до 2,5% в последние годы).

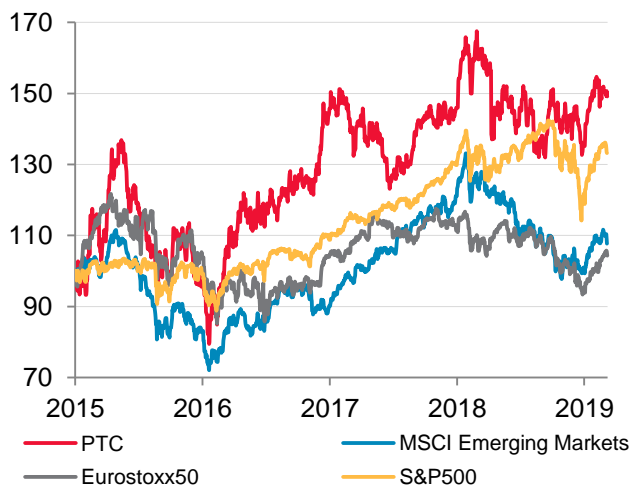
За пределами 2019 года, учитывая структурные проблемы Китая, в особенности снижение численности экономически активного населения, мы ожидаем дальнейшего замедления роста экономики, но контролируемого мерами властей. Учитывая сохраняющуюся перед властями цель удвоения ВВП между 2010 и 2020 годом, требующую в 2019-2020 годах в среднем рост экономики не ниже 6,2%, мы видим в качестве ориентира рост 6,2-6,3% в 2019 году и 6,1-6,2% в 2020 году.

### 1.3.2. Риски для стран с формирующимися рынками продолжились снижаться

- Настроения на глобальных финансовых рынках в феврале–начале марта в целом оставались позитивными, даже на фоне признаков замедления роста мировой экономики. В торговых переговорах США и Китая наметилась положительная динамика, а опубликованная стенограмма последнего заседания ФРС США укрепила ожидания паузы в цикле повышения ставок в 2019 году.
- Риск-премии стран с формирующимися рынками, в том числе российская, продолжают снижаться, несмотря на сигналы о замедлении роста мировой экономики. Ожидания осторожных действий ФРС США и других центральных банков перекрывают негативное влияние динамики мировой экономики.
- Динамика российских процентных инструментов предполагает еще одно повышение ключевой ставки Банка России в ближайшие три месяца. При этом финансовые аналитики не ждут дальнейшего повышения ключевой ставки Банком России.

## Глобальные рынки

**Рисунок 50. Динамика индексов акций  
(январь 2015 г. = 100)**



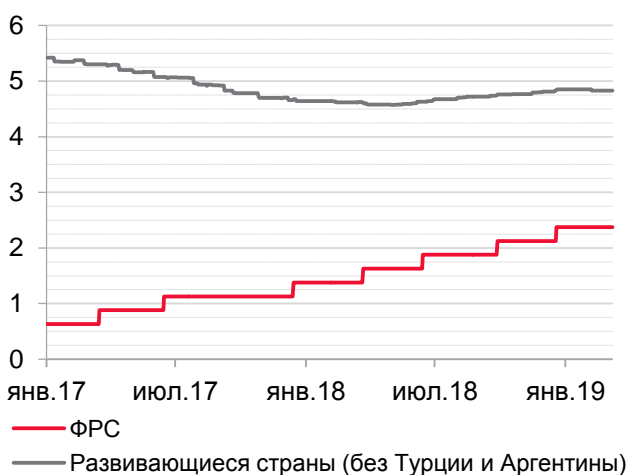
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 51. Динамика курсов валют  
развивающихся стран и доллара США**



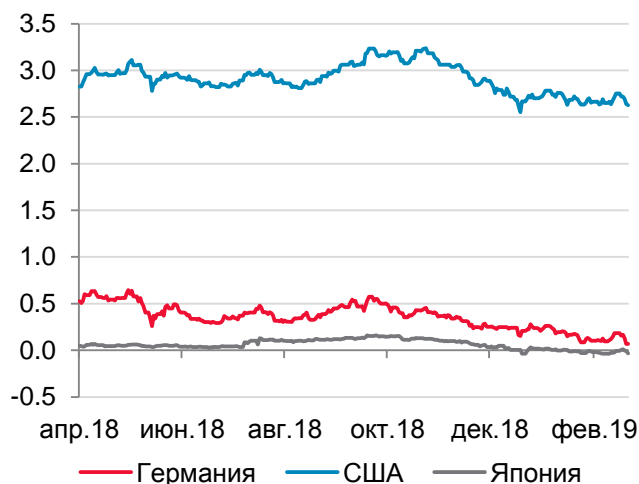
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 52. Динамика ключевых ставок  
центральных банков, % годовых**



Источники: BIS, расчеты ДИП.

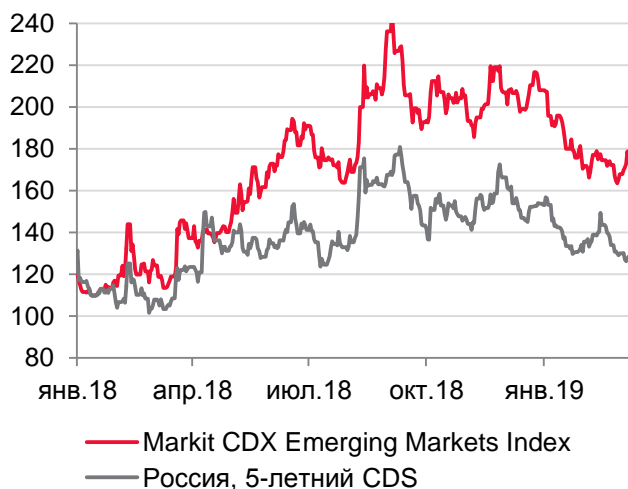
**Рисунок 53. Динамика доходностей 10-летних  
облигаций, % годовых**



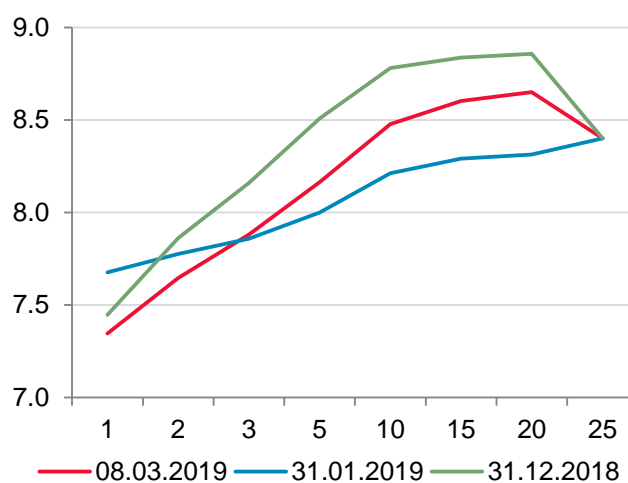
Источник: Bloomberg Finance L.P.

## Российские рынки

В середине февраля российские финансовые рынки находились под давлением из-за выросших рисков введения новых финансовых ограничений, после того как стало известно о внесении в конгресс США нового санкционного проекта, который предусматривает запрет на операции с новым госдолгом РФ, а также ограничения на работу банков. Основное влияние вышедшие новости оказали на долговой рынок: кривая доходности ОФЗ на среднем и длинном конце сместилась вверх. Другие российские рынки также отреагировали на выросшие внешние риски, однако снижение было недолгим и к началу марта их динамика развернулась.

**Рисунок 54. Динамика риск-премий развивающихся стран**

Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 55. Кривая доходности ОФЗ, % годовых**

Источники: Bloomberg Finance L.P., Московская Биржа.

Российский рубль стабилен на фоне ослабления многих валют стран с формирующимися рынками, что может быть связано с высокими ценами на нефть и сезонностью платежного баланса. Российская риск-премия вслед за другими СФР вернулась к уровню II квартала 2018 года на фоне продолжающегося притока капитала.

**Рисунок 56. Волатильность курса рубля и цены на нефть**

Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 57. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**

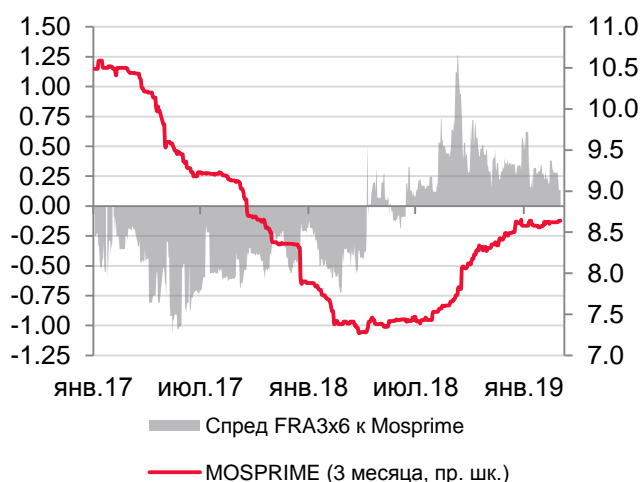
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Агентство Moody's повысило суверенный рейтинг РФ до инвестиционного уровня. Теперь РФ имеет рейтинг инвестиционного уровня от всех трех крупнейших рейтинговых агентств. Решение Moody's не оказало значительного влияния на динамику цен российских финансовых активов: они уже были на уровне, соответствующем инвестиционному после повышения рейтингов двумя другими агентствами. Через неделю после Moody's свое решение по рейтингу объявило Fitch. Рейтинг и позитивный

прогноз были оставлены без изменений. Fitch и Moody's в мотивировке решений обращают внимание на возросшую устойчивость российской экономики к внешним финансовым ограничениям.

Динамика российских процентных инструментов предполагает еще одно повышение ключевой ставки Банка России в ближайшие три месяца. При этом консенсус-прогноз финансовых аналитиков теперь не предполагает повышения ключевой ставки с текущего уровня (см. также подраздел 2.1.2. Аналитики понизили ожидания по инфляции на 2019 год). Динамика финансовых инструментов говорит, скорее, не об ожиданиях участников рынка повышения ставки, а о хеджировании ими рисков ухудшения внешней ситуации, которое может вызвать реакцию со стороны Банка России.

**Рисунок 58. Спред FRA3x6 к ставке Mosprime на 3 месяца**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

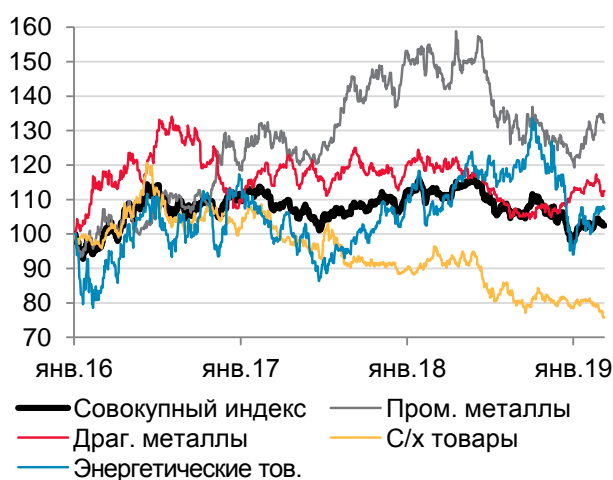
### 1.3.3. Сокращение добычи в странах ОПЕК+ лишь временно стимулирует рост цен

- Ведущие международные организации снова существенно снизили оценки спроса и повысили оценки предложения за 2018 год, особенно за IV квартал.
- Однако сильное сокращение добычи в странах ОПЕК+, опережающее рост добычи в США, значительно сократило излишек нефти на рынке, а оперативные данные указывают на продолжающееся сжатие предложения.
- При этом ухудшение перспектив роста спроса и повышение прогноза роста предложения в странах вне ОПЕК, особенно США, могут вызвать обратный рост излишка на рынке. Форма фьючерсной кривой нефти сменилась с «контанго» на «бэквордацию».
- Давление на цену нефти также оказывают комментарии президента США Д. Трампа, в которых он подверг критике ОПЕК и призвал к снижению нефтяных цен.



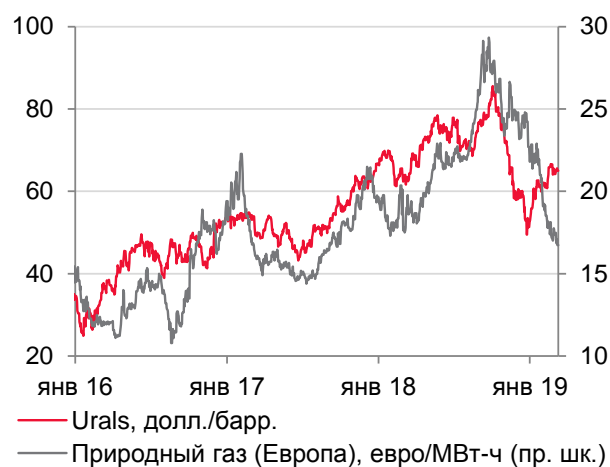
За февраль – первую декаду марта индекс цен сырьевых товаров Bloomberg не изменился: снижение цен сельскохозяйственных товаров на 6%, а драгоценных металлов на 3% компенсировалось ростом цен энергетических товаров и промышленных металлов на 5 и 2% соответственно (Рисунок 59). На фоне сокращения добычи странами ОПЕК+ цена нефти Urals выросла на 5%, закрепившись около отметки 65 долл./барр. Цена природного газа на крупнейшем хабе Европы нидерландском TTF упала на 15% в условиях мягкой зимы в европейских странах (Рисунок 60).

**Рисунок 59. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)**



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

**Рисунок 60. Цена нефти Urals и газа в Европе**

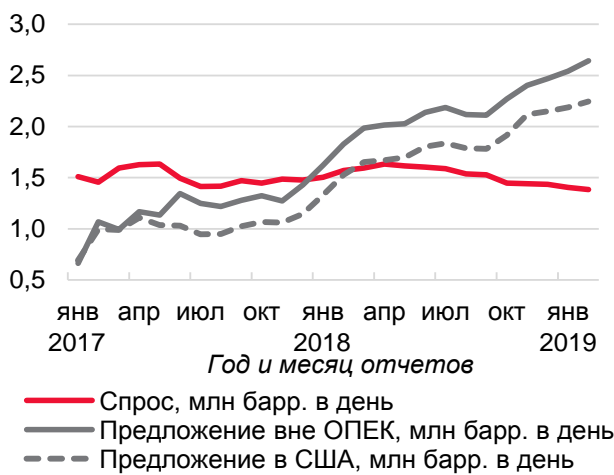


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Динамика основных показателей рынка жидкого топлива оказывает неоднозначное влияние на цены. В февральских отчетах ведущие международные организации (Управление энергетической информации при Минэнерго США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА) и ОПЕК) снова существенно снизили оценки спроса и повысили оценки предложения (в основном в США) за 2018 год, особенно за IV квартал (Рисунок 61). Это формирует высокую базу для 2019 года (Рисунок 62). Вместе с тем, сильное сокращение добычи в странах ОПЕК+ в последние месяцы, опережающее рост добычи в США, значительно сократило излишек нефти на рынке. На общем фоне выделяются сокращение нефтедобычи Саудовской Аравией, естественное снижение добычи в Мексике, а также падение добычи в Ливии из-за новых перебоев и в Иране с Венесуэлой из-за санкций США (Рисунок 63).

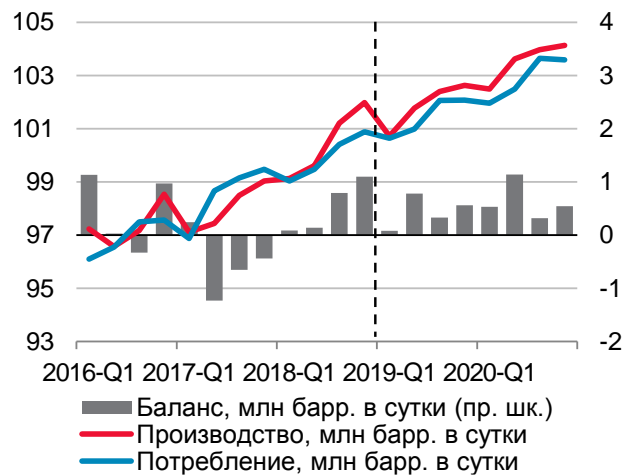


**Рисунок 61. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2018 году в месячных отчетах ведущих организаций**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

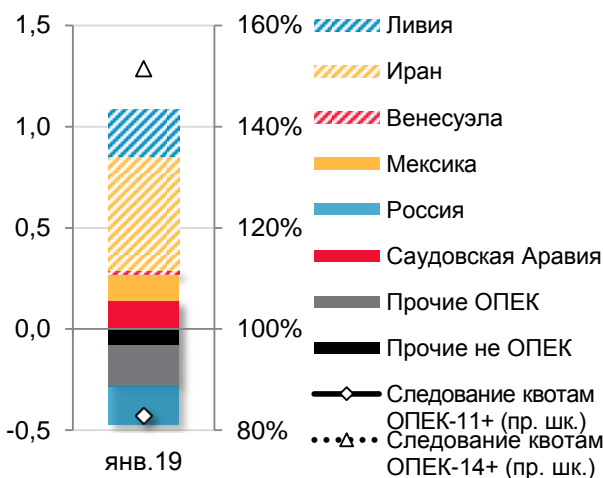
**Рисунок 62. Оценки EIA основных показателей рынка жидкого топлива**



Источник: EIA.

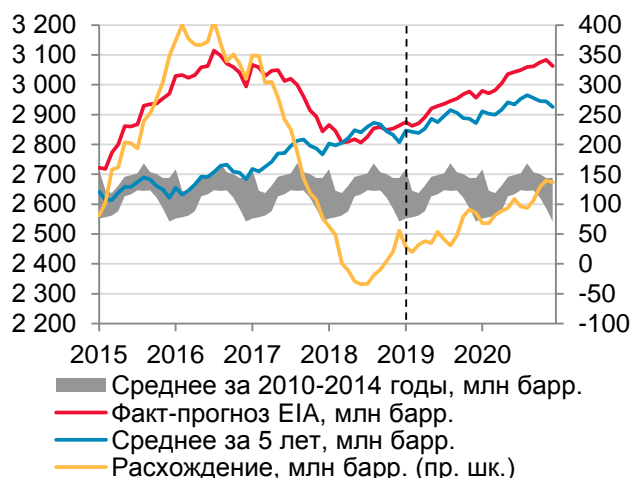
Россия также сокращает добычу, но схождение к согласованному уровню пока происходит медленнее, чем в 2017 году. По данным вторичных источников, в январе степень следования квотам странами ОПЕК-11+<sup>21</sup> составила 83%. Однако предварительные оценки за февраль и текущая динамика импорта в США, а также данные компаний, отслеживающих транспортировку нефти (Oil Movements, Kpler), показывают продолжающееся сжатие предложения. Хотя коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР растут, превышение среднего за 5 лет уровня запасов уменьшилось (Рисунок 64).

**Рисунок 63. Степень следования квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение квот), млн барр. в день и %**



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 64. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР**



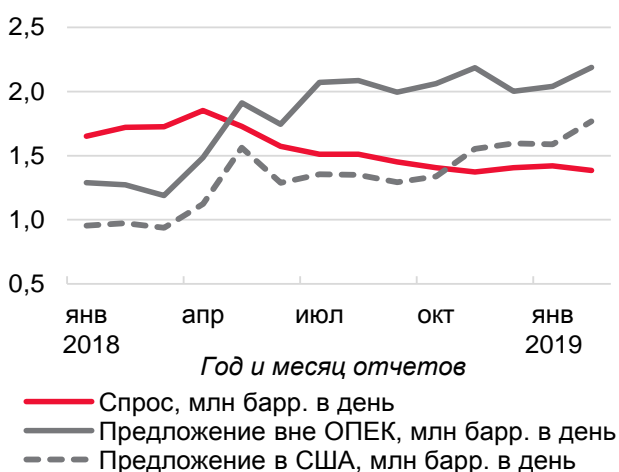
Источники: EIA, расчеты ДИП.

<sup>21</sup> Без Венесуэлы, Ирана и Ливии, на которые не распространены квоты.

Тем не менее, в последующие кварталы возможен разворот в динамике рынка жидкого топлива. Ведущие организации ухудшили перспективы роста спроса и повысили прогноз роста предложения в странах вне ОПЕК, во многом из-за смягчения рисков со стороны инфраструктурных ограничений в США (Рисунок 65). Это способствует формированию у участников рынка ожиданий, что опережающее расширение предложения в США приведет к существенному излишку на рынке, что будет оказывать понижающее давление на цену нефти. На этом фоне форма фьючерсной кривой нефти сменилась с «контанго» на «бэквордацию»<sup>22</sup> (Рисунок 66).

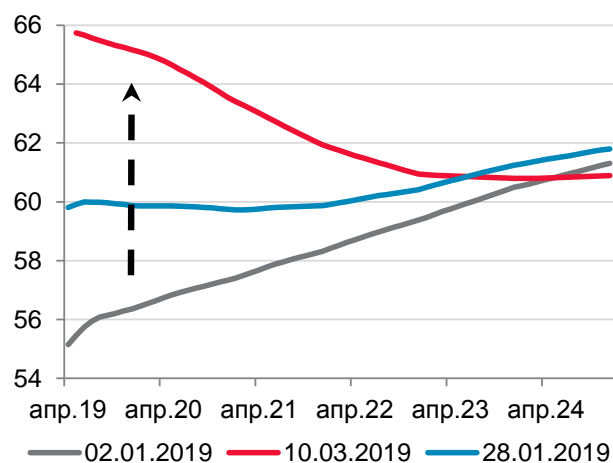
Дополнительное давление на цену нефти оказывают комментарии президента США Д. Трампа, в которых он подверг критике ОПЕК и призвал к снижению нефтяных цен. Учитывая сформировавшееся мнение о возможности влияния США на Саудовскую Аравию инвесторы серьезно относятся к подобным высказываниям.

**Рисунок 65. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2019 году в месячных отчетах ведущих организаций**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 66. Фьючерсная кривая нефти Brent, долл. США/барр.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Мы ожидаем, что цена нефти по-прежнему будет определяться прежде всего динамикой предложения, а на нее большое влияние будут оказывать межвременные приоритеты стран ОПЕК+. С одной стороны, долгосрочный тренд на замедление роста спроса и нежелание терять долю на рынке будут стимулировать страны к ускоренной монетизации нефтяных резервов. С другой стороны, в краткосрочной перспективе страны ОПЕК вероятно будут стремиться к ограничению добычи для формирования относительно высокой цены нефти и своих доходов. Во многом такое стремление будет определяться состоянием их государственных финансов с балансирующей бюджетной ценой нефти зачастую выше 60 долл./барр. Строгое следование квотам, аналогичное предыдущему Соглашению ОПЕК+, может вызвать рост цены нефти в ближайшие месяцы. Однако в условиях ожидаемого активного роста добычи в США поддержание цены на достигнутом уровне может потребовать дальнейшего ужесточения квот, что будет трудно согласовать странам ОПЕК+.

<sup>22</sup> «Контанго» характеризуется более высокой ценой последующих фьючерсов, «бэквордация» – более низкой.

## 2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

### 2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

#### 2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики временно замедляется

- По итогам вышедшей в феврале статистики оценка роста ВВП в I квартале 2019 года осталась на уровне 0,2% к/к SA.
- Рост в II квартале 2019 года оценивается нами в диапазоне 0,2 – 0,3% к/к SA. Первая оценка на III квартал 2019 года составила 0,3% к/к SA.
- Текущие оценки продолжают свидетельствовать о наличии предпосылок для замедления темпов роста экономики в первой половине 2019 года. Замедление, скорее всего, будет носить краткосрочный характер, в том числе, из-за преходящего характера сдерживающего эффекта от повышения НДС на экономический рост. В дальнейшем рост экономики, вероятно, продолжится более высокими темпами на уровне потенциала.

	<b>Февраль</b>	<b>Январь</b>
	<b>% к/к SA</b>	<b>% к/к SA</b>
I квартал 2019 года	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
II квартал 2019 года	<b>0,2 – 0,3</b>	<b>0,2</b>
III квартал 2019 года	<b>0,3</b>	<b>–</b>

#### 2.1.2. Аналитики понизили ожидания по инфляции на 2019 год

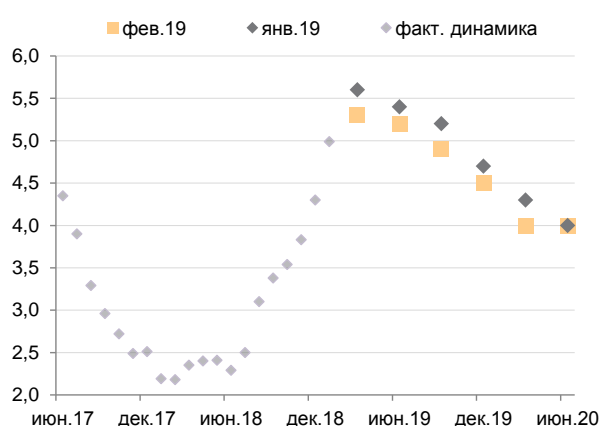
- По мнению аналитиков, риск дальнейшего отклонения инфляции вверх от целевого уровня снижается, о чем свидетельствует февральский опрос Bloomberg.
- Умеренный рост цен в начале года повлиял и на ожидания по ключевой ставке: большинство финансовых аналитиков больше не ждут ее повышения.

Согласно ежемесячному опросу Bloomberg, прогнозная траектория годовой инфляции на 2019 год в феврале была пересмотрен вниз на 0,2-0,3 п.п. по сравнению с январем (Рисунок 67). Скорее всего, корректировка вниз произошла за счет более умеренной, чем ожидалось ранее, динамики цен в январе-феврале после повышения НДС. В I квартале 2019 года инфляция по мнению аналитиков составит 5,3% г/г. Это значе-

ние ниже, чем в январском опросе, в котором рост цен прогнозировался на уровне 5,6% г/г. К целевому показателю 4,0% инфляция вернется в I квартале 2020 года.

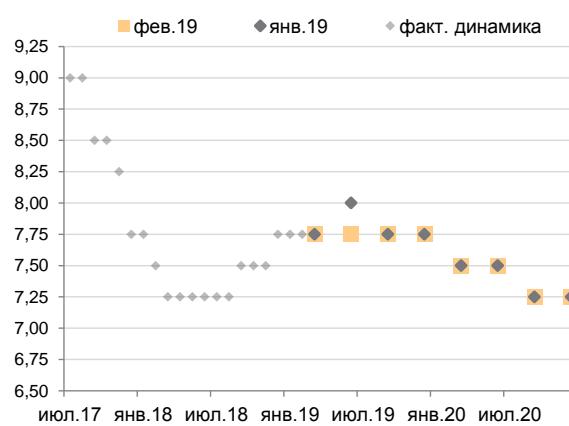
С учетом более благоприятной, чем предполагалось ранее, инфляционной динамики, подавляющее большинство аналитиков перестало ожидать повышения ключевой ставки, хотя в прошлом месяце прогнозы предполагали еще одно повышение к концу II квартала (Рисунок 68). Опросные данные показали, что до конца 2019 года ключевая ставка останется на текущем уровне – 7,75%, а в начале 2020 года она будет снижена на 0,25 п.п. при условии замедления инфляции до 4,0% г/г.

**Рисунок 67. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 68. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталия Карлова

Алексей Киселев

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева