



Банк России

№ 4 (32)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ **Макроэкономика и рынки**

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

МАЙ 2019

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 31.05.2019. 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

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ _____	4
1. ИТОГИ _____	5
1.1. Инфляция _____	5
1.1.1. Инфляционное давление стабилизировалось _____	5
1.1.2. Трендовая инфляция: инфляционное давление чуть выше целевого уровня _____	10
1.1.3. Рост цен производителей замедлился под влиянием обрабатывающих отраслей _____	11
1.2. Экономическая динамика _____	12
1.2.1. Временное замедление роста ВВП в I квартале _____	12
1.2.2. Промышленность показала уверенный рост, но о его стабильности говорить рано _____	14
1.2.3. Индексы PMI указывают на замедление роста в начале II квартала _____	17
1.2.4. Торможение роста оборота розничной торговли _____	19
1.2.5. Спрос на автомобили оказался слабее ожидаемого _____	21
1.2.6. Безработица остается вблизи исторического минимума _____	22
1.2.7. Розничное кредитование продолжает быстро расти _____	24
1.2.8. Бюджетное сальдо достигло десятилетнего максимума _____	28
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки _____	32
1.3.1. Риски замедления роста мировой экономики вследствие торгового противостояния США и Китая заметно увеличились _____	32
1.3.2. Рост неопределенности на мировых финансовых рынках _____	38
1.3.3. Минэнерго США ожидает стабилизации нефтяных запасов ОЭСР вблизи пятилетнего среднего уровня _____	42
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ _____	46
2.1. Глобальные опережающие индикаторы _____	46
2.1.1. Сводный PMI в США – на трехлетнем минимуме на фоне эскалации торговых рисков _____	46
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России? _____	47
2.2.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики ускорится до потенциала к середине года _____	47
2.2.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: ожидания аналитиков по ставке снизились вслед за апрельским сигналом Банка России _____	48

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Итоги

- В мае годовая инфляция постепенно замедлялась при стабилизации инфляционного давления вблизи целевого уровня. По расчетам, замедление годовой инфляции ускорится во второй половине года из-за статистических базовых эффектов. Инфляционные ожидания стабилизировались, оставаясь повышенными и незаякоренными, что сигнализирует о сохранении связанных с этим среднесрочных проинфляционных рисков. Экономическая активность в апреле стала набирать обороты после паузы в I квартале, с ожидаемым выходом на потенциальные темпы в ближайшие месяцы. Этому способствует относительная стабильность российских финансовых рынков и рост кредитования.
 - Динамика потребительских цен и текущий уровень инфляционного давления в экономике указывают на замедление инфляции до 4% в I квартале 2020 г. в базовом сценарии. Краткосрочные проинфляционные и дезинфляционные риски сбалансированы, чему способствовало упреждающее повышение ключевой ставки во второй половине 2018 года. Вместе с тем среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают.
 - После временного замедления в I квартале, частично обусловленного эффектом высокой базы из-за особенностей статистического учета добавленной стоимости в строительстве, в апреле рост российской экономики ускорился. Судя по опережающим показателям, расширение экономической активности темпами на уровне потенциала в ближайшие месяцы сохранится, с условием того, что внешние факторы будут благоприятными или нейтральными.
 - На фоне роста рисков для мировой экономики в связи с эскалацией торговых споров между США и Китаем и повышения волатильности глобальных финансовых рынков российские финансовые рынки оставались в целом стабильными. Тем не менее развитие ситуации в странах с развитыми и формирующимися рынками и санкционные риски остаются доминирующими факторами для российского финансового рынка.

2. Взгляд в будущее

- Согласно индексной оценке ВВП, рост российской экономики в ближайшие месяцы ускорится до темпов, соответствующих потенциалу, после краткосрочного замедления в начале года.
- Снижение ключевых опросных показателей состояния деловой активности в США до локальных, в том числе многолетних, минимумов повысило оцениваемую рынками вероятность снижения ставки ФРС уже в этом году. В то же время заявления официальных лиц регулятора пока не дают в явном виде оценок по поводу дальнейшей динамики учетной ставки.

1. ИТОГИ

1.1. Инфляция

Начиная с апреля годовая инфляция перешла к нисходящему тренду, который укрепится во второй половине года. В результате годовой рост потребительских цен замедлится до 4% в I квартале 2020 года. Краткосрочные проинфляционные и дезинфляционные риски сбалансировались.

Важно отметить, что при этом произошла стабилизация темпов роста наиболее устойчивых компонентов индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов, на уровне, соответствующем 4%-ной инфляции.

На среднесрочном горизонте проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Так, трендовая инфляция превышает 4% как на пятилетнем, так и на трехлетнем окне наблюдений. Среди основных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, высокие темпы роста потребительского кредитования, вторичные эффекты, связанные с повышенными и незаякоренными инфляционными ожиданиями бизнеса и населения, рост дефицита кадров на рынке труда.

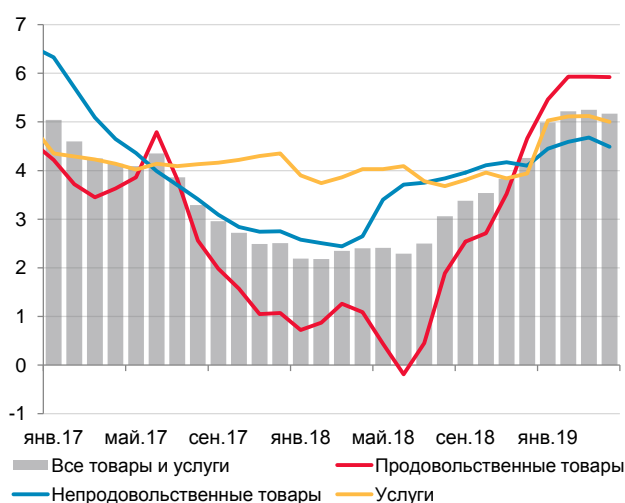
1.1.1. Инфляционное давление стабилизировалось

- По уточненной оценке, в апреле сезонно сглаженный рост потребительских цен составил 0,32% м/м, оставшись на уровне марта. Темпы роста цен на рынке услуг не изменились. При этом на товарном рынке динамика потребительских цен была разнонаправленной.
- Апрельские оценки модифицированных показателей базовой инфляции также остались на уровне марта, что говорит о стабилизации инфляционного давления. Нахождение модифицированных показателей базовой инфляции ниже уровня 4% связано со сдерживающими рост цен разовыми факторами, влияние которых невозможно полностью устранить статистическими методами.
- По нашей оценке, основанной на недельных данных Росстата, в мае рост потребительских цен составил 0,3% м/м (5,1% г/г). Аннуализированные сезонно сглаженные темпы роста потребительских цен предварительно оцениваются на уровне, близком к 4%.
- В условиях предпосылок базового сценария Банка России текущая динамика цен указывает на то, что инфляция замедлится до 4% в I квартале 2020 года.

Согласно уточненным данным Росстата¹, в апреле годовая инфляция замедлилась до 5,17 с 5,25% в марте (Рисунок 1). Замедление годового темпа роста потребительских цен произошло впервые с июня прошлого года. Годовая продовольственная инфляция не изменилась при замедлении роста цен на непродовольственные товары и услуги.

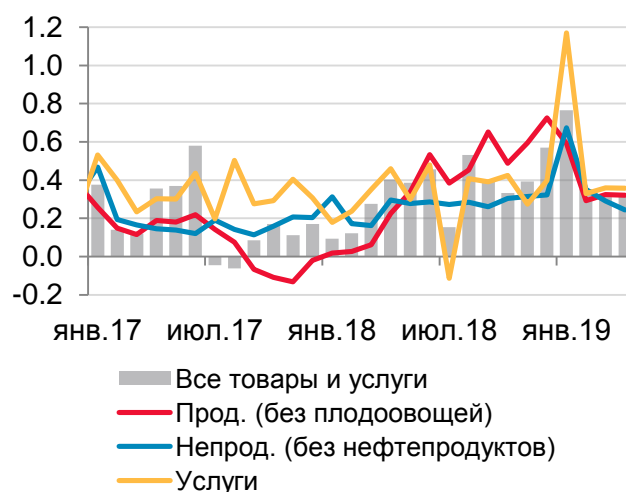
В апреле сезонно сглаженный рост потребительских цен составил 0,32% м/м, практически не изменившись по сравнению с мартовским уровнем (0,31% м/м). В аннуализированном выражении это соответствует уровню около 4%.

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



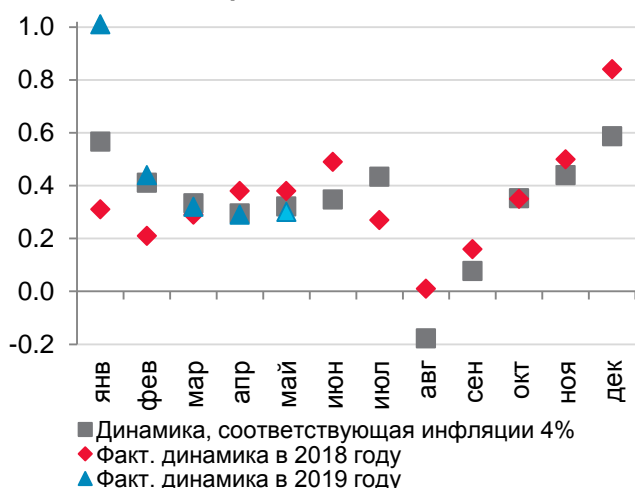
Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Медиана роста цен товаров и услуг, сильно и слабо зависимых от динамики курса



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

* Плюс означает обесценение российского рубля к иностранным валютам, минус – укрепление российского рубля к иностранным валютам.

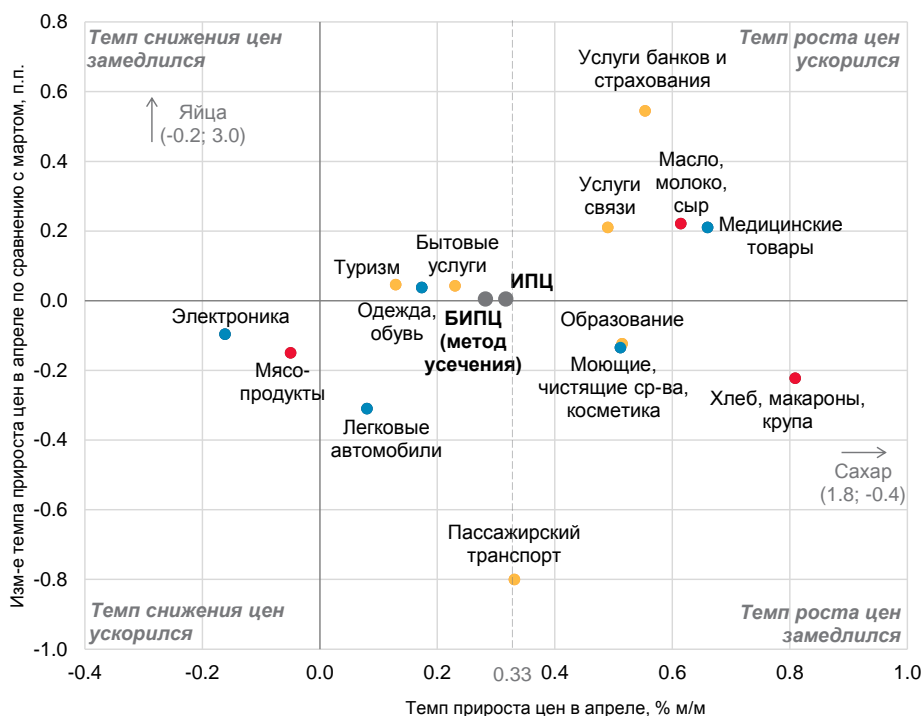
¹ Росстат публикует подробную информацию о динамике всех компонентов ИПЦ позже официального пресс-релиза по инфляции.

Темп роста цен на услуги в апреле не показал существенных изменений, составив 0,36% м/м: замедление роста цен на услуги пассажирского транспорта было компенсировано ускорением роста цен на услуги связи, страхования и бытовые услуги.

Сезонно сглаженный рост цен на продовольственные товары незначительно ускорился до 0,38% м/м (0,35% м/м в марте) за счет небольшого ускорения роста цен на плодоовощную продукцию. Рост цен на продовольствие с исключением плодоовощной продукции третий месяц подряд находится на пониженном относительно второго полугодия 2018 г. уровне (около 0,3% м/м после очистки от сезонности).

Ценовая динамика внутри группы продовольственных товаров остается разнонаправленной. Впервые с марта 2018 г. снизились цены на мясопродукты, что, вероятно, указывает на завершение этапа восстановления баланса спроса и предложения на данном рынке (Рисунок 5). Рост цен на макаронные, хлебобулочные и крупяные изделия в апреле немного замедлился, но по-прежнему остается на повышенном уровне. Снижение мировых цен на зерно и высокие прогнозы по урожаю в 2019 г. позволяют ожидать значительного замедления роста цен на продукты переработки зерновых в ближайшие месяцы. В то же время отмечается замедление снижения цен на яйца, динамика которых в целом отличается повышенной волатильностью, а также ускорение роста цен на молоко и молочную продукцию, сыры, масло.

Рисунок 5. Сезонно сглаженные темпы роста цен в апреле и их изменение относительно марта, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Темп удорожания непродовольственных товаров (с учетом сезонного фактора) составил 0,21% м/м в апреле после 0,24% м/м в марте. Замедление роста в первую очередь обеспечено динамикой цен на легковые автомобили, темп роста которых в ап-

реле составил 0,08% м/м, что является минимальным значением с августа 2017 г. и связано с благоприятной курсовой динамикой, а также ожидаемым ослаблением динамики спроса по сравнению с 2018 годом. Замедление роста (либо ускорение снижения) также отмечается в динамике цен на моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, телерадиотовары, электронику (в том числе компьютеры и средства связи). Сдержанные темпы роста цен на многие непродовольственные товары говорят об исчерпании влияния повышения НДС на рост потребительских цен. Косвенно на это указывает и продолжающееся замедление темпов роста цен на товары, имеющие слабую корреляцию с валютным курсом (Рисунок 4).

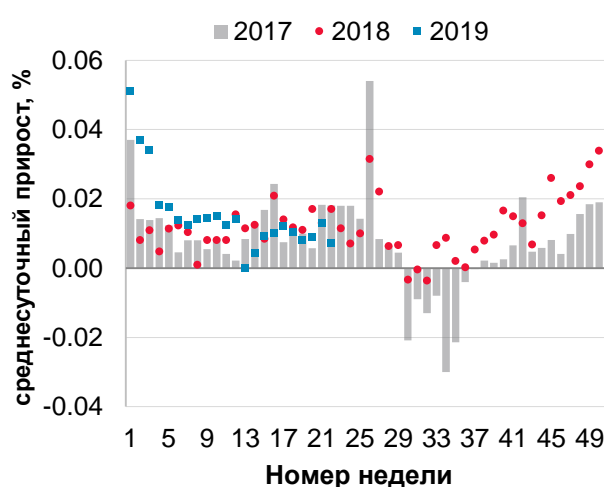
В целом можно говорить о стабилизации инфляционного давления на потребительском рынке. В частности, об этом свидетельствует динамика модифицированных показателей базовой инфляции, которые в апреле практически не изменились по сравнению с мартом (Рисунок 6). Среднее из оценок показателей, рассчитанных по методу усечения и методу с исключением наиболее волатильных компонентов ИПЦ, находится немного ниже 4% в пересчете на год. Однако это обеспечено тем, что их динамика сейчас все же не до конца устраняет понижательное влияние на рост цен со стороны временных факторов, которое прослеживалось на протяжении марта–апреля.

Рисунок 6. Модифицированные показатели базовой инфляции, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Среднесуточный рост цен, %



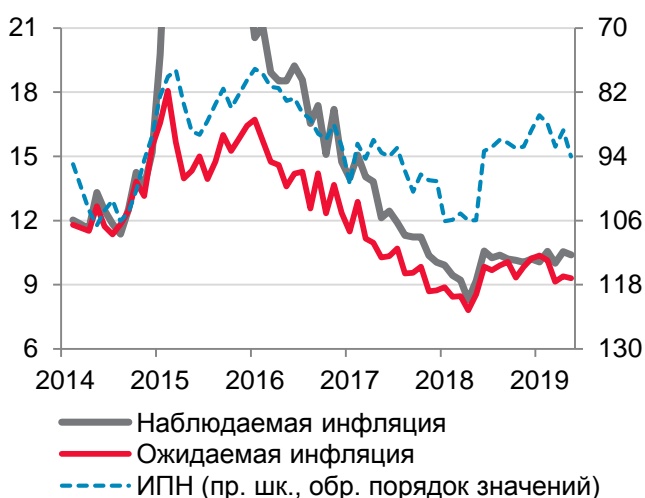
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В мае инфляционное давление оставалось близким к уровню, соответствующему цели Банка России, о чем свидетельствуют оперативные данные Росстата. Среднесуточные темпы роста цен оставались ниже прошлогодних значений (Рисунок 7).

По нашим расчетам, основанным на недельной статистике Росстата, в мае рост потребительских цен составил 0,3% м/м, что соответствует годовой инфляции на уровне 5,1%. Аннуализированные сезонно сглаженные темпы роста потребительских цен предварительно оцениваются на уровне, близком к 4%. Это указывает на баланс между краткосрочными проинфляционными и дезинфляционными рисками. Согласно нашим оценкам, при сохранении текущей динамики цен в I квартале 2020 года инфляция замедлится до целевого уровня 4%.

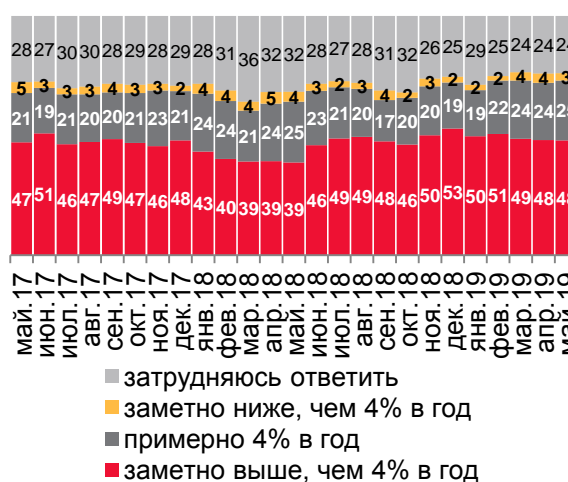
Ожидания населения по инфляции остаются стабильными. Согласно результатам опроса ООО «инФОМ», проходившего с 6 по 16 мая, медианная оценка ожидаемой в ближайшие 12 месяцев инфляции составила 9,3% после 9,4% в апреле (Рисунок 8). Оценка наблюдаемой инфляции также немного снизилась, составив 10,4% в мае после 10,5% в апреле. Оценки наблюдаемой инфляции остаются выше оценок ожидаемой инфляции, что говорит об уверенности населения в замедлении инфляции по сравнению с ее текущим уровнем.

Рисунок 8. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции, % г/г



Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 9. Ожидания относительно уровня инфляции через три года²



Источник: ООО «инФОМ».

В мае отмечается снижение частоты упоминания многих продовольственных товаров, а также жилищно-коммунальных услуг и услуг пассажирского транспорта как категорий, цены на которые за месяц выросли очень сильно. Судя по недельным данным Росстата, динамика цен на большинство часто покупаемых товаров остается достаточно сдержанной, что может способствовать дальнейшему улучшению инфляционных ожиданий населения.

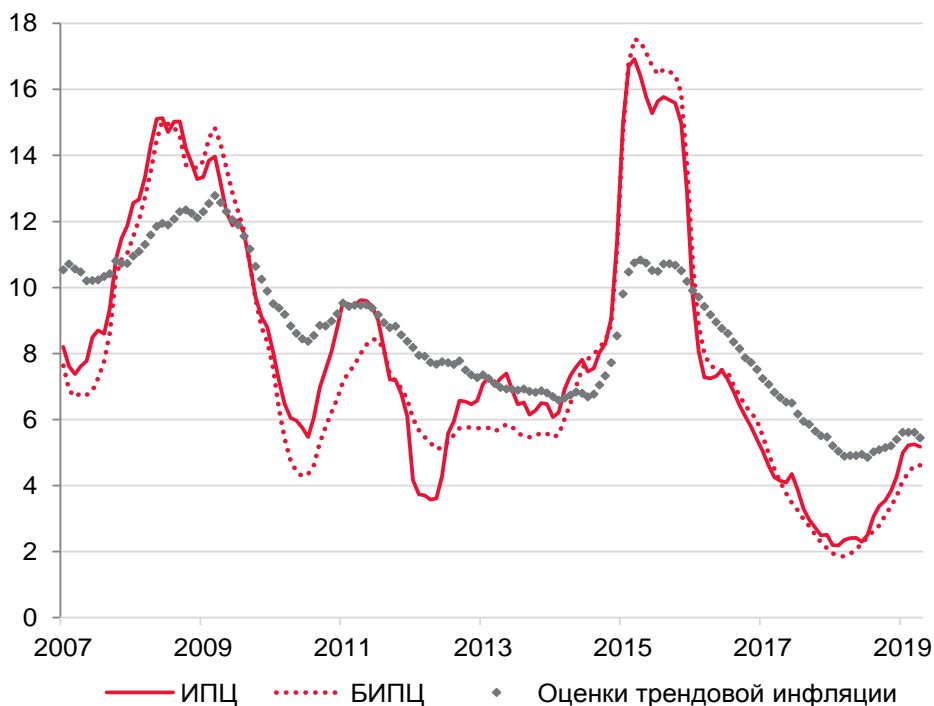
Динамика долгосрочных инфляционных ожиданий населения остается стабильной в течение последних трех месяцев (Рисунок 9). Доля респондентов, считающих, что через три года рост цен будет на уровне 4% в год или ниже держится на уровне 28%. При этом доля опрошенных, считающих, что рост цен будет заметно выше обозначенного уровня, составляет около 48%, что ниже значений декабря–февраля. Стоит отметить, что в конце 2018 – начале 2019 г. рост как долгосрочных, так и краткосрочных инфляционных ожиданий населения происходил под влиянием повышения НДС. Результаты последних опросов (в частности, ответы на открытые вопросы о причинах роста цен в ближайший месяц) свидетельствуют об исчерпании влияния повышения НДС на динамику инфляционных ожиданий населения.

² 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?».

1.1.2. Трендовая инфляция: инфляционное давление чуть выше целевого уровня

- Оценка трендовой инфляции в апреле 2019 г. составила 5,44% после 5,61% в марте (Рисунок 10). Произошедшее снижение по большей части носит технический характер, поскольку связано с уходом из расчета показателя повышенных темпов роста цен марта–апреля 2014 года.
- В ближайший год трендовая инфляция, вероятно, снизится еще больше по тем же техническим причинам, так как из 5-летнего скользящего окна расчета будут уходить высокие значения инфляции конца 2014 – начала 2015 года. Поэтому такое «техническое» замедление трендовой инфляции нельзя будет однозначно интерпретировать как уменьшение инфляционного давления.
- Вместе с тем оценка трендовой инфляции, рассчитанная на более коротком трех-летнем временном интервале, который не включает в себя инфляционный всплеск конца 2014 – начала 2015 г., составила 4,20% в апреле после 4,18% в марте (Рисунок 11). Это указывает на сохранение инфляционного давления на потребительском рынке на уровне, незначительно превышающем цель по инфляции.

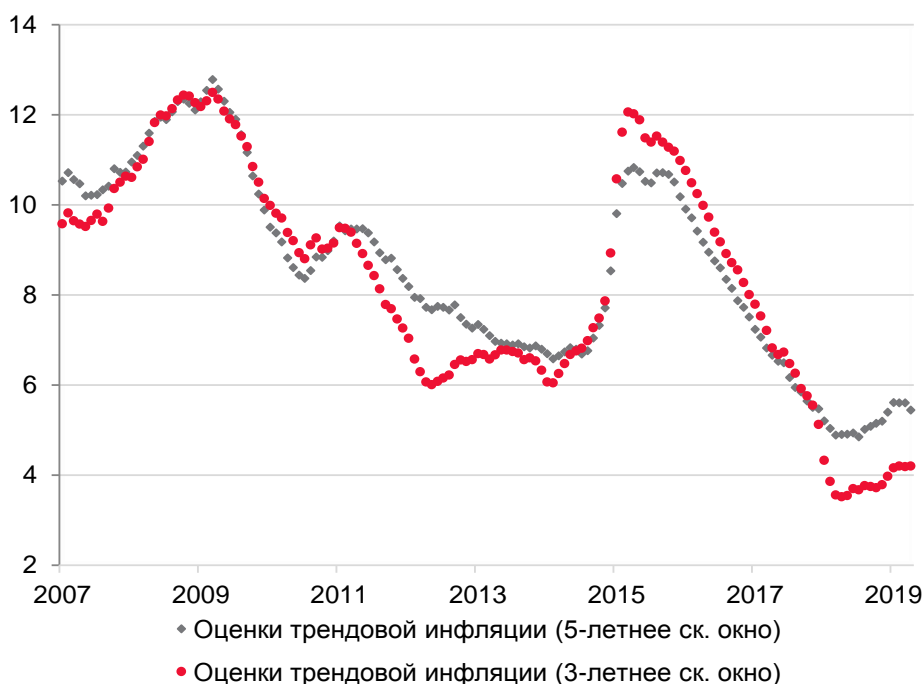
Рисунок 10. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России³, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

³ Данный показатель трендовой инфляции рассчитывается на скользящем 5-летнем периоде.

Рисунок 11. Оценки трендовой инфляции, рассчитанные на 3-летнем и 5-летнем скользящих периодах, % г/г



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.3. Рост цен производителей замедлился под влиянием обрабатывающих отраслей

- В апреле годовые темпы роста цен производителей незначительно замедлились, составив 10,7% после 10,9% в марте (Рисунок 12). Основной вклад внесла динамика цен производителей обрабатывающих отраслей (6,7% в апреле после 7,4% в марте). В отрасли добычи полезных ископаемых ускорение роста цен в апреле продолжилось, однако изменение оказалось не таким значительным, как месяцем ранее (25,2% в апреле после 24,4% в марте и 15,0% в феврале).
- Темпы роста цен производителей товаров, предназначенных для потребительского рынка, продолжили снижение (Рисунок 13). Третий месяц подряд замедление роста отмечается в динамике цен производителей мясопродуктов и сахара. Это указывает на постепенное снижение давления со стороны цен производителей на потребительский рынок в этих отраслях.
- В апреле отмечается рост цен на нефтепродукты после снижения, которое осталось устойчивым с конца 2018 года. За апрель цена на бензин выросла на 0,2% м/м, на дизельное топливо – на 0,7% м/м. Вероятная причина роста оптовых цен на нефтепродукты в апреле – увеличение экспортного паритета вследствие повышения мировых цен на нефть.

Рисунок 12. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г

Источник: Росстат.

Рисунок 13. Изменение цен на некоторые товары⁴, % г/г

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики временно замедлился в I квартале 2019 года. Краткосрочные негативные факторы, среди которых – потеря динамизма в росте мировой экономики, повышение НДС, временное уменьшение бюджетных расходов в реальном выражении и ускорение инфляции, вероятно, удержат рост ниже потенциала в первой половине 2019 года. Этому также будет способствовать эффект высокой сравнительной базы из-за особенностей статистического учета строительной деятельности. При этом корпоративное и розничное кредитование положительно влияет на спрос в экономике. К середине года прекращение действия ряда негативных факторов и оживление бюджетных расходов ускорят рост экономики при отсутствии новых значимых внешнеэкономических шоков.

1.2.1. Временное замедление роста ВВП в I квартале

- По предварительной оценке Росстата, индекс физического объема ВВП в I квартале составил 0,5% г/г (после 2,7% г/г в IV квартале 2018 года⁵). Тем не менее, необходимо учитывать, что Росстатом при формировании оценки за I квартал пока не производился пересмотр динамики ВВП на ретроспективе. Получить более полную картину динамики ВВП, основанную на анализе роста компонентов его использования, будет возможно в начале июля⁶.

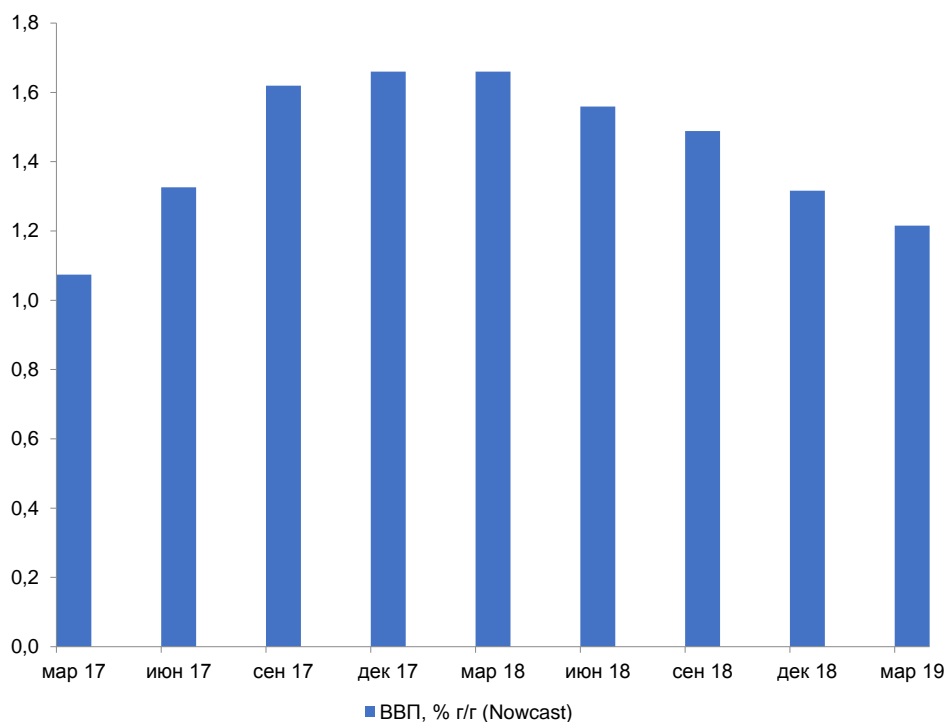
⁴ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют более 30% от потребительской корзины.

⁵ По оценке на 2 апреля 2019 года.

⁶ Публикация первой оценки ВВП по использованию в I квартале 2019 г. запланирована Росстатом на 1–2 июля.

- Сильное замедление темпов роста ВВП г/г во многом может быть следствием статистических особенностей учета строительства (высокая база начала 2018 года).
- Мы склонны также связывать текущее замедление экономического роста с негативным эффектом повышения ставки НДС и временным сокращением расходов консолидированного бюджета в реальном выражении из-за ухудшения равномерности расходования средств в течение года (см. подраздел 1.2.8. Бюджетное сальдо достигло десятилетнего максимума). Этот фактор должен стать временным: рост будет ускоряться по мере активизации роста расходов до конца 2019 года.
- Дополнительным фактором замедления роста могла стать динамика спроса на российские экспортные товары (например, уменьшение экспорта газа) и снижение добычи нефти в рамках исполнения условий декабрьской сделки ОПЕК+.
- Отметим, что динамика ВВП, оцениваемая ДИП по модели на базе широкого перечня показателей краткосрочной статистики, характеризуется умеренной волатильностью, отражая плавный характер динамики роста в последние два года и, в частности, временного замедления темпов роста экономики ниже потенциала в начале 2019 г. (Рисунок 14).

**Рисунок 14. Динамика ВВП, % г/г
(по оценкам модели GDP Nowcast ДИП в реальном времени*)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

*Примечание. Значения приведены на основе оценок сезонно сглаженного прироста ВВП в терминах «квартал к кварталу» из ДФМ-модели, полученных в конце месяца, следующего за заключительным месяцем отчетного квартала. См. Краткосрочное оценивание и прогнозирование ВВП России с помощью динамической факторной модели // А. Поршаков, Е. Дерюгина, А. Пономаренко, А. Синяков // Банк России: Серия докладов об экономических исследованиях. – 2015. – № 2.

1.2.2. Промышленность показала уверенный рост, но о его стабильности говорить рано

- Рост промышленного производства в апреле ускорился до 4,6% г/г. Продолжаются сильные колебания в динамике обрабатывающей промышленности.
- Несмотря на волатильность, промышленность демонстрирует рост трендовой составляющей благодаря добыче полезных ископаемых и обработке.
- Уровень суточной добычи нефти приблизился к целевому уровню в рамках сделки ОПЕК+, можно ожидать стабилизации динамики добычи нефти в ближайшие месяцы.
- Выпуск обрабатывающей промышленности увеличился на 4,7% г/г благодаря росту в большинстве отраслей, однако его стабильность пока под вопросом.

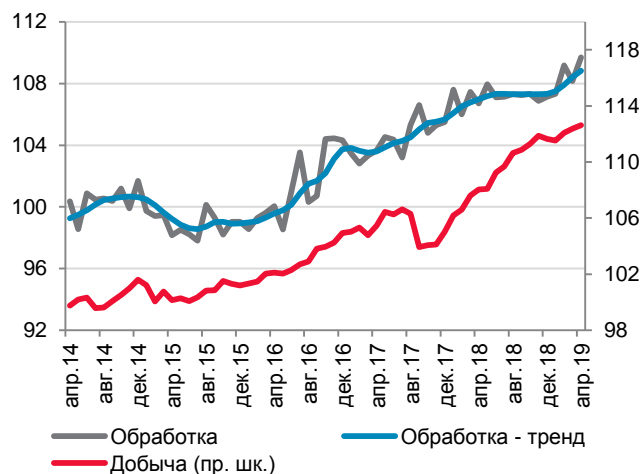
Годовой рост промышленного производства в апреле составил 4,6% г/г. Если исключить календарный эффект (в апреле этого года было на 1 рабочий день больше, чем годом ранее), то рост составил бы 4,0% г/г. По оценкам ДИП, относительно марта промпроизводство увеличилось на 1,0% м/м SA (Рисунок 15).

Рисунок 15. Динамика индекса промышленного производства (2002 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2002 = 100)



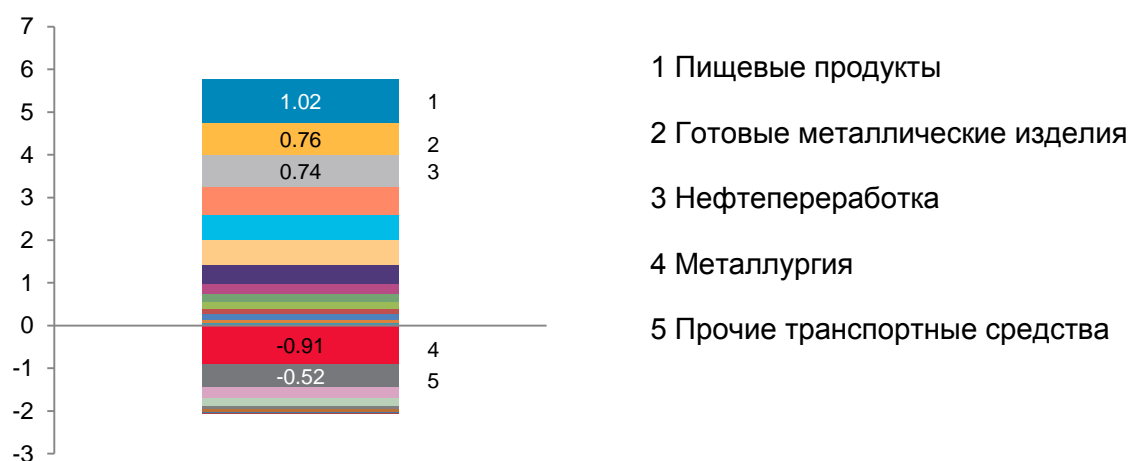
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Значительные колебания выпуска в промышленности в основном связаны с динамикой обрабатывающих отраслей (Рисунок 15, Рисунок 16). Добыча полезных ископаемых более устойчива: после незначительного снижения в начале года сформировался положительный тренд. В апреле годовой рост составил 4,2% г/г. Относительно марта добыча увеличилась на 0,2% м/м SA, несмотря на снижение суточной добычи нефти в апреле (-0,6%). Вероятно, что в мае будет достигнут уровень, соответствующий соглашению ОПЕК+, и добыча нефти стабилизируется. После этого рост добыва-

ющей промышленности может ускориться, поскольку отрицательное давление со стороны нефтяного сектора прекратится.

Динамика выпуска обрабатывающей промышленности продолжает сопровождаться колебаниями, значительными даже по меркам традиционно волатильной краткосрочной месячной статистики. Так, после околонулевого роста в марте (+0,3% г/г) в апреле было зафиксировано увеличение выпуска обработки на 4,7% г/г (Рисунок 17). Без учета календарного эффекта рост составил бы 3,9% г/г. Наша оценка с поправкой на сезонность указывает на увеличение выпуска обработки в апреле на 1,4% м/м SA. Одной из основных причин колебаний обрабатывающей промышленности от месяца к месяцу является нестабильная динамика крупнейшей отрасли – нефтепереработки, что нехарактерно для этого сектора. В апреле рост нефтепереработки составил 3,9% м/м SA после снижения на 4,2% м/м SA в марте.

Рисунок 17. Вклады отдельных отраслей в прирост обрабатывающей промышленности, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

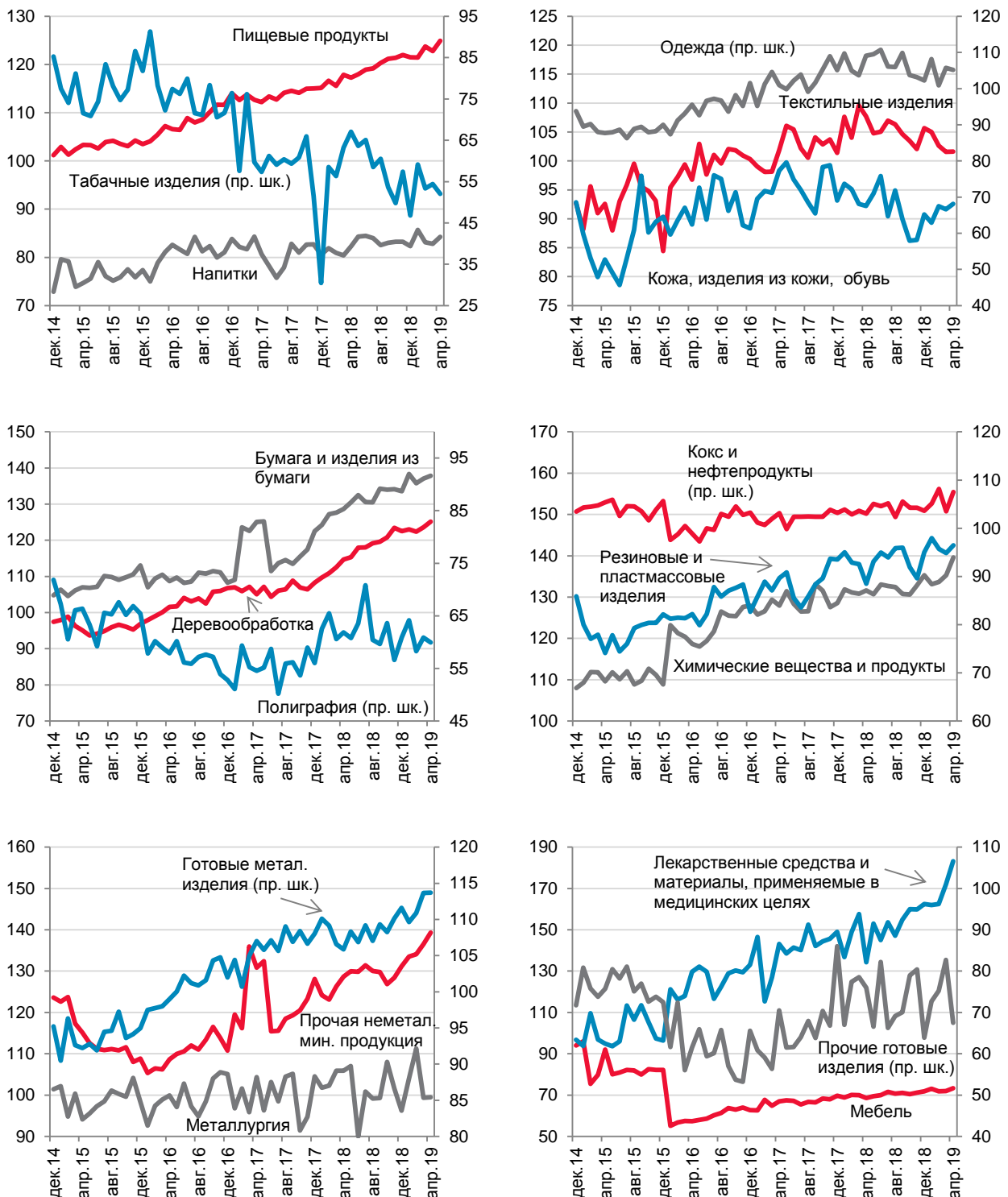
Несмотря на нестабильную помесечную динамику, трендовая составляющая обрабатывающей промышленности уверенно ускоряется, после слабой динамики во втором полугодии 2018 г. (Рисунок 16). Положительная динамика в апреле наблюдалась в большинстве отраслей.

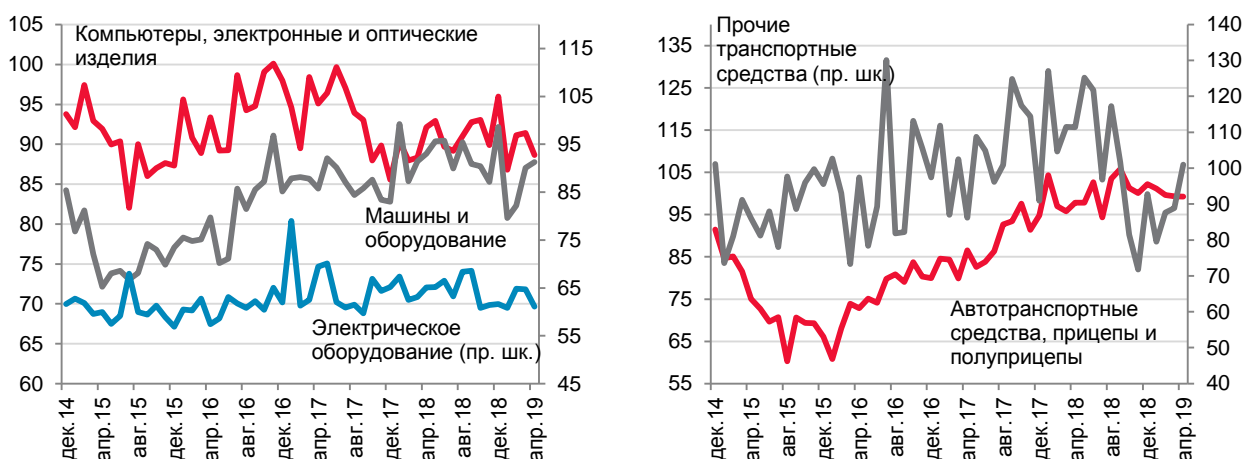
Одним из драйверов роста в апреле стала химическая промышленность (+3,2% м/м SA) (Рисунок 18). Среди отраслей *потребительского спроса* значительный вклад в рост обработки внесла пищевая (1,7% м/м SA), а также фармацевтическая промышленность (6,5% м/м SA), где продолжается ускорение. В производстве товаров длительного пользования наблюдается более сдержанная динамика: отрицательный тренд выпуска одежды, табачных изделий, полиграфии и стабилизация производства напитков, мебели, прочих готовых изделий (в том числе ювелирные изделия). Выпуск легковых автомобилей снизился на 2,1% м/м SA, что согласуется со снижением продаж.

В отраслях *инвестиционного спроса* продолжается восстановление производства прочих транспортных средств (в апреле +13% м/м SA). Данный сектор продолжает оказывать отрицательное давление на годовую динамику обрабатывающей промышлен-

ности в целом. В производстве строительных материалов сохраняется значительный рост производства, начавшийся в конце прошлого года (в апреле +2% м/м SA). Наряду с ростом выпуска готовых металлических изделий это может сигнализировать о возобновлении роста в строительстве.

Рисунок 18. Производство отраслей обрабатывающей промышленности (декабрь 2012=100%), сезонность устранена*





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.3. Индексы PMI указывают на замедление роста в начале II квартала

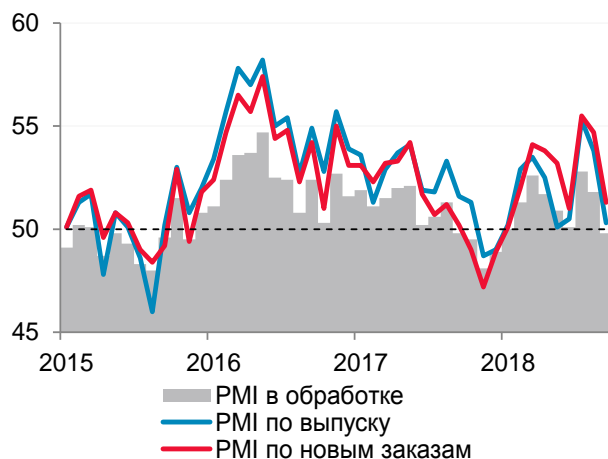
- Рост обрабатывающей промышленности в апреле–мае замедлился, но остается заметно выше уровня части 2018 – начала 2019 года. Вместе с заметным торможением роста внутреннего спроса в секторе услуг это указывает на то, что в начале II квартала экономика продолжает расти немного медленнее потенциала.
- Секторальная динамика деловой активности в России идет вразрез с глобальными тенденциями, где индекс PMI в обработке продолжает снижаться, указывая на практически полную остановку роста сектора в мире, а PMI в услугах находится на близком к среднему за 2018 год уровню.

Данные по индексу PMI обрабатывающих отраслей за апрель указывали на стабилизацию позитивной динамики, продолжая находиться выше уровня января-февраля 2019 года. В мае индекс несколько снизился с 51,8 до 49,8 п. (Рисунок 19), но при этом замедление носит частичный характер. Производство и внутренний спрос в обработке росли чуть медленнее, чем в марте-апреле: PMI по выпуску снизился до 50,3 п., PMI по новым заказам – с 54,7 до 51,3 пункта. Тем не менее, данные подындексы держатся гораздо выше уровня большей части 2018 и начала 2019 гг., указывая на улучшение деловой конъюнктуры в секторе в последние месяцы. Прогнозы выпуска на ближайшие 12 месяцев остаются довольно высокими, хоть и оптимизм снизился после весьма позитивных оценок в апреле (с 73,7 до 69,0 п.). Респонденты указывают на появление новых клиентов и разработку новой продукции в качестве основных факторов прогнозируемого роста производства. В ожидании роста спроса компании сектора продолжают

наращивать запасы готовой продукции в течение последних двух месяцев впервые с октября.

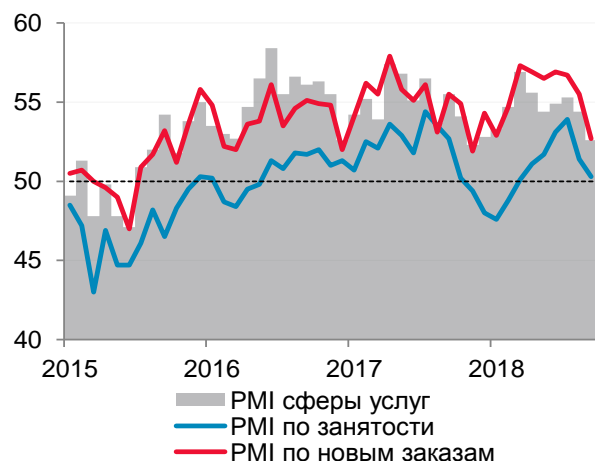
Индекс PMI в секторе услуг заметно снизился в апреле (до 52,6 с 54,4 п. в марте), что связано с замедлением роста новых заказов (до 52,7 с 55,5 п.) (Рисунок 20). Расширение портфеля новых заказов было поддержано ускорением роста новых экспортных заказов до максимума за всю историю наблюдений соответствующего подындкса с 2014 г., следовательно, динамика внутреннего спроса была еще более сдержанной. Респонденты отмечают, что увеличение неопределенности тормозило рост продаж в апреле. Несмотря на замедление роста спроса, оптимизм компаний отрасли относительно динамики объемов бизнеса на год вперед достиг максимального значения с июля 2011 г., что респонденты связывают с запуском новых продуктов и более активной маркетинговой политикой.

Рисунок 19. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пп.



Источник: IHS Markit.

Рисунок 20. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пп.

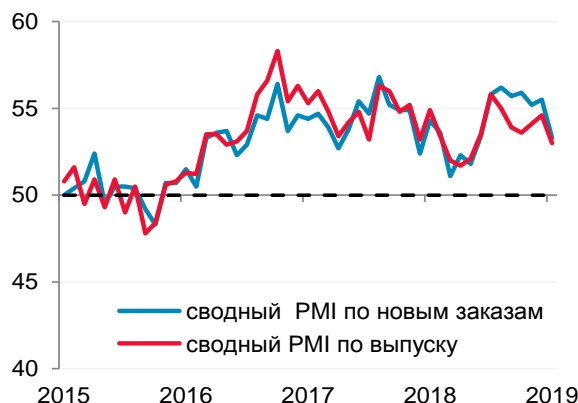


Источник: IHS Markit.

Интересно, что динамика российских индексов PMI зеркально противоположна глобальным тенденциям. Мировой индекс PMI обрабатывающих отраслей продолжает постепенно снижаться, указывая на стагнацию в секторе. Индекс PMI сферы услуг тоже снижается, но остается близким к средним уровням 2018 года.

Сводный индекс PMI в России в апреле снизился с 54,6 до 53,0 п. (Рисунок 21), что было обусловлено замедлением расширения как в обработке, так и в сфере услуг. Сводный индекс по новым заказам значительно снизился – с 55,5 до 53,3 п. – в основном за счет более слабой динамики в сфере услуг.

Рисунок 21. Динамика сводных индексов PMI по России, пункты



Источник: IHS Markit.

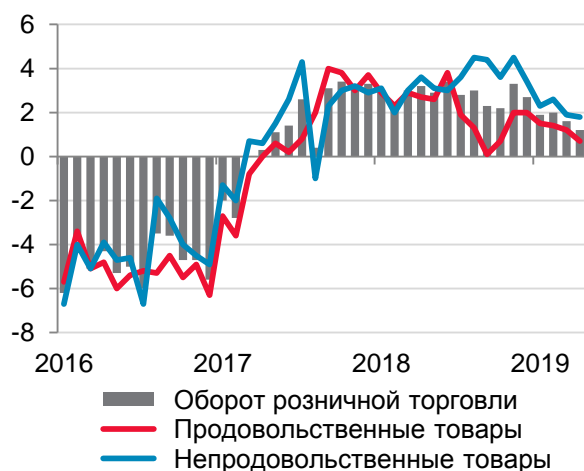
1.2.4. Торможение роста оборота розничной торговли

- В апреле годовой рост розничного товарооборота постепенно замедлялся – прежде всего под влиянием снижения темпов роста продаж продовольственных товаров. С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в апреле остался на уровне марта.
- Стоит отметить, что некоторую поддержку потребительскому спросу оказала динамика реальных заработных плат. Однако их рост остается невысоким.
- Апрельское снижение потребительских расходов, выявленное в опросе исследовательского холдинга «Ромир», согласуется со слабым ростом потребления в этом месяце.
- Потребительские настроения населения остаются сдержанными.

Согласно данным Росстата, рост оборота розничной торговли в апреле замедлился до 1,2% г/г после 1,6% г/г в марте главным образом за счет снижения темпов роста продаж продовольственных товаров (Рисунок 22). В годовом выражении их темп их роста продолжил замедляться уже четвертый месяц подряд и в апреле составил 0,7% г/г после 1,2% г/г в марте. Продажи непродовольственных товаров замедлились не так сильно и оказались примерно на уровне прошлого месяца. Последнее может быть связано с сокращением объема продаж легковых автомобилей.

С устранением сезонного и календарного факторов розничный товарооборот показал нулевой темп роста в апреле по сравнению с мартом (Рисунок 23). При этом месячная сезонно сглаженная динамика продаж продовольственных и непродовольственных товаров в апреле была хоть и околонулевой, но все же несколько разнонаправленной: -0,1% м/м и +0,2% м/м соответственно. В апреле наблюдалось незначительное ускорение роста цен на плодоовощную продукцию, что в некоторой степени могло повлиять на замедление розничной торговли в продовольственном сегменте.

Рисунок 22. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источник: Росстат.

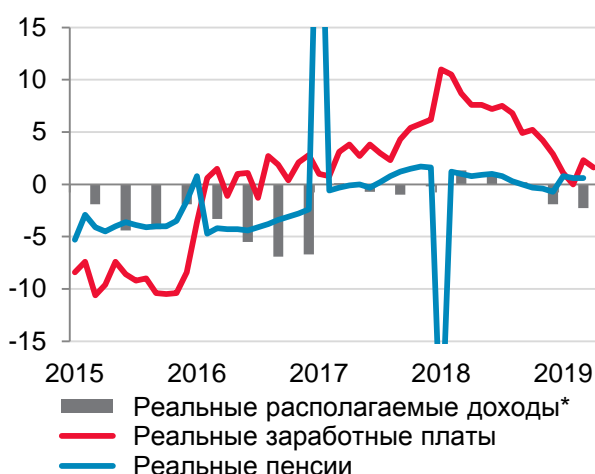
Рисунок 23. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2015 = 100%, сезонность устранена)



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Динамика роста реальных заработных плат продолжила оставаться достаточно умеренной, однако несколько улучшилась после уточнения Росстатом данных за март. В апреле темп роста показателя составил 1,6% г/г после 2,3% г/г в марте (Рисунок 24). Важно также отметить, что в апреле наблюдалось увеличение рублевых и валютных вкладов, что способствовало некоторому опережению темпами роста реальных заработных плат темпов роста потребления.

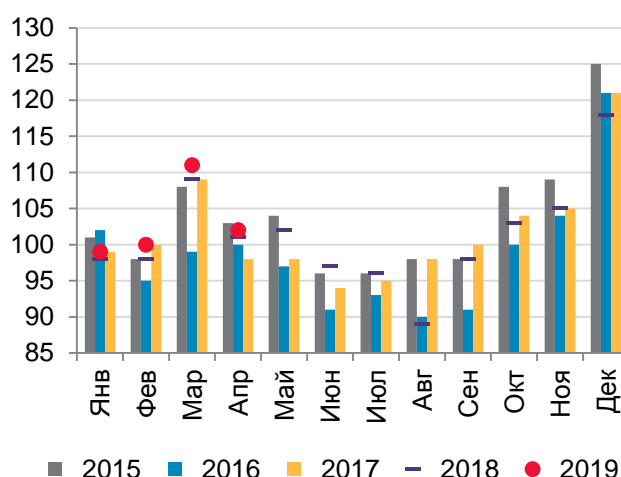
Рисунок 24. Динамика реальных доходов населения, % г/г



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

* Расчет по новой методологии с учетом единовременной денежной выплаты в январе 2017 года. Пока пересчитаны 2017, 2018 гг. и I квартал 2019 года.

Рисунок 25. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (медианное значение 2012 года = 100%)



Источник: Ромир.

Данные исследовательского холдинга «Ромир»⁷ о динамике реальных повседневных расходов населения согласуются со слабым ростом потребления в апреле (Рисунок 25). Результаты опроса показывают традиционное сокращение ежедневных трат населения по сравнению с мартом. При этом значение показателя в апреле текущего года оказалось примерно на уровне 2018 года.

1.2.5. Спрос на автомобили оказался слабее ожидаемого

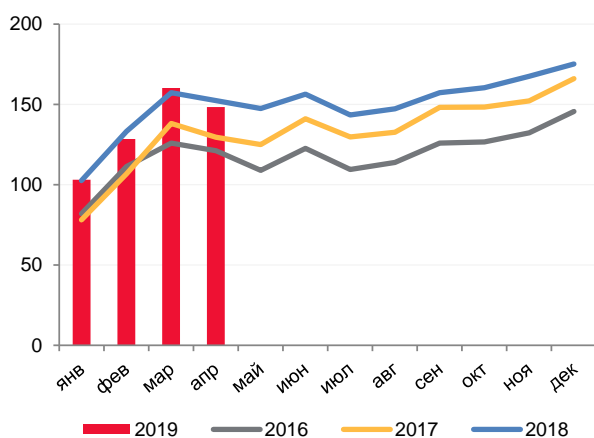
- С поправкой на сезонность спрос на новые автомобили в апреле снизился (-3,1% м/м SA), оказавшись ниже соответствующего периода 2018 г. (-2,7% г/г).
- По оценке Автостата и НБКИ спрос на автомобили в I квартале поддержало увеличение числа выданных автокредитов, доля которых в общем объеме рынка достигла максимальной отметки почти в 60%. Частично ускорение роста автокредитования связано с началом действия новых льготных программ, однако вряд ли они окажут устойчивое влияние на динамику спроса в течение всего года.
- В свою очередь выпуск легковых автомобилей в апреле снизился на 1,4% м/м SA, в целом сохраняется замедление положительного тренда в производстве в данной отрасли.
- Данные по потребительским ценам на новые легковые автомобили в апреле демонстрируют некоторое замедление темпов роста, которые тем не менее все еще заметно превышают уровень потребительской инфляции.

Согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ) в апреле 2019 г. продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей уже второй раз за этот год показывают отрицательную динамику: относительно прошлого года рынок упал на 2,7% (Рисунок 26). По итогам первых четырех месяцев 2019 г. объем продаж сократился на 1% г/г, что пока не позволяет с уверенностью сказать о положительном результате за год, как прогнозировали аналитики.

В месячном выражении уровень продаж вернулся к уровню февраля 2019 г., сократившись на 3,1% м/м после устранения сезонности (Рисунок 27). Неопределенность, связанная с сезонной корректировкой показателя продаж легковых автомобилей, заставляет интерпретировать указанные оценки с осторожностью. В целом трендовая составляющая указывает на стабилизацию или очень медленное снижение объемов спроса. Стоит отметить, что в начале года поддержку спросу все больше оказывает автокредитование. По информации Автостата и НБКИ, количество купленных в кредит автомобилей в I квартале 2019 г. выросло на 13,7% г/г, до 191,3 тыс., достигнув уровня I квартала 2014 г. (194,1 тыс.). При этом доля кредитных автомобилей достигла почти 60%, что частично связано с запущенными с 1 марта госпрограммами льготного кредитования («Первый автомобиль» и «Семейный автомобиль»).

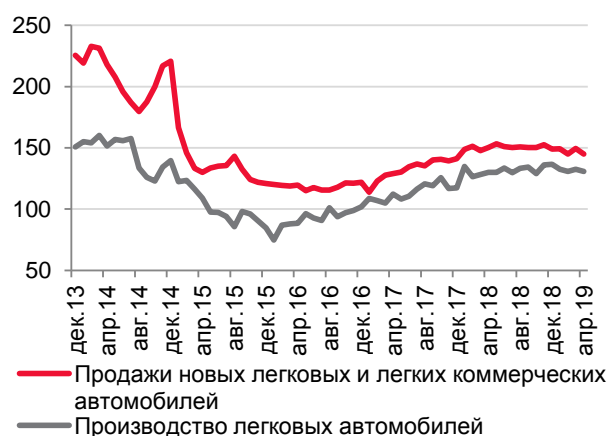
⁷ Исследовательский холдинг «Ромир». [«Расходы в апреле пошли на спад»](#). 13.05.2019.

Рисунок 26. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс шт.



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Продажи и производство легковых автомобилей, сезонность устранена, тыс шт.



Источники: АЕБ, расчеты ДИП, Росстат.

Однако государственные программы поддержки спроса пока не оказывают заметной поддержки продажам. В частности, участники рынка отмечают узконаправленность данных программ и сокращение объемов финансирования. На этом фоне Минпромторг⁸ планирует выделить дополнительные средства (656,8 млн руб. к уже выделенным 7,9 млрд руб.) на программы льготного автокредитования и автолизинга, однако расширять сегмент действия программ не планируется. В 2018 г. расходы госбюджета на данные программы составили 15,6 млрд руб., а с их поддержкой было реализовано около 7,4% от общего объема годовых продаж автомобилей. Следует отметить, что прямая оценка влияния на продажи автомобилей со стороны мер поддержки спроса государственными программами затрудняется тем, что многие покупатели из числа воспользовавшихся льготными программами все равно купили бы автомобили, потратив на это чуть больше собственных средств или выбрав более дешевый автомобиль.

Производственные показатели, как и продажи, в апреле несколько ухудшились: относительно марта выпуск сократился на 1,4% м/м SA (Рисунок 27) после устранения сезонного эффекта. По итогам I квартала 2019 г. производство выросло на 3,6% г/г. В целом мы видим положительный тренд в данной отрасли с незначительными колебаниями с начала 2016 года.

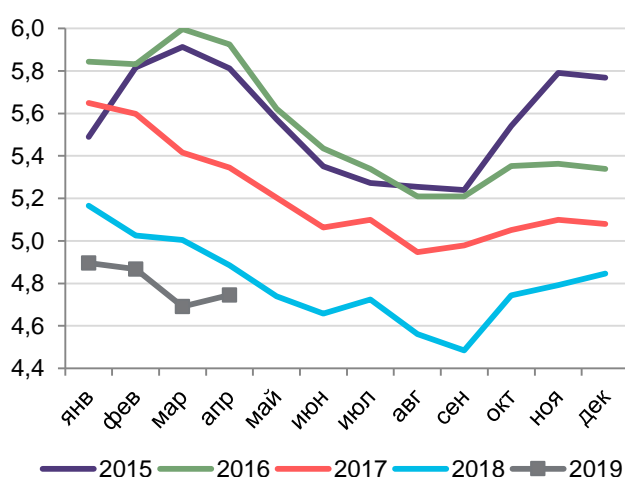
1.2.6. Безработица остается вблизи исторического минимума

- Уровень безработицы в апреле составил 4,7% и, вопреки ожидаемому небольшому снижению в соответствии с привычной сезонностью, не показал заметного изменения по сравнению с мартом (Рисунок 28). Соответственно, с устранением сезонной компоненты безработица повысилась до 4,6% в апреле с 4,5% в марте (Рисунок 29).

⁸ <https://www.kommersant.ru/doc/3968616>

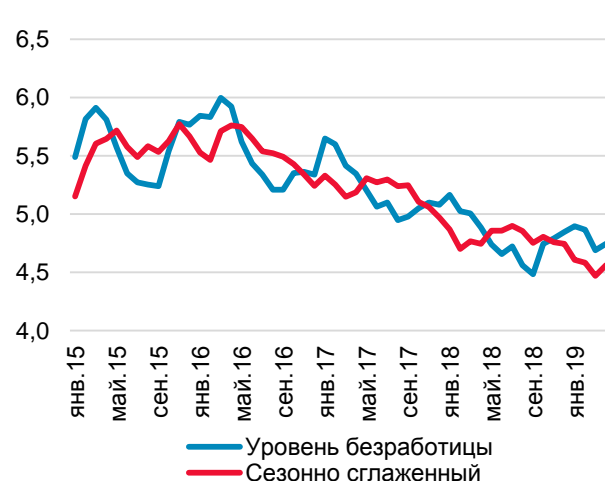
- Нетипичный для апреля рост уровня безработицы мог быть связан с сокращениями в ряде отраслей, о чем в начале года предупреждал Минтруд. Согласно оценкам министерства, весной под сокращения могли попасть 115,7 тыс. человек из сферы автомобилестроения, транспортной и банковской отраслей. Сокращения в данных отраслях могут быть связаны с приостановкой производства из-за перенасыщения рынка, проблем компаний-перевозчиков, уменьшением количества действующих кредитных учреждений⁹ и развитием в них дистанционных технологий.
- Тем не менее в целом безработица остается вблизи исторически минимальных уровней, ее уменьшение в значительной степени продиктовано демографическим фактором при снижении уровня участия в рабочей силе.
- Замедление роста спроса на рабочую силу подтверждается и в неофициальной статистике. Например, согласно данным HeadHunter, годовые темпы прироста числа вакансий с конца 2018 г. начали постепенно замедляться, а в апреле снизились до 7,0% г/г (в том числе за счет эффекта базы). Темп роста числа резюме в апреле, наоборот, немного ускорился – до 14,0% г/г (Рисунок 30). Это говорит, с одной стороны, о некотором замедлении роста спроса на рабочую силу со стороны работодателей, а с другой стороны, на фоне негативных демографических тенденций – о стабилизации спроса и предложения на рынке труда.
- Темп роста реальной зарплаты в марте был пересмотрен в сторону роста с 0,0% до 2,3% г/г. Ускорение темпа роста зарплаты произошло как в частном, так и в государственном секторе¹⁰. Предварительная оценка роста реальных зарплат за апрель составила 1,6% г/г, в номинальном выражении зарплаты выросли на 6,9% г/г.

Рисунок 28. Уровень безработицы в 2015-2019 годах, %



Источники: Росстат.

Рисунок 29. Уровень безработицы (по данным Росстата и с сезонной корректировкой ДИП), %

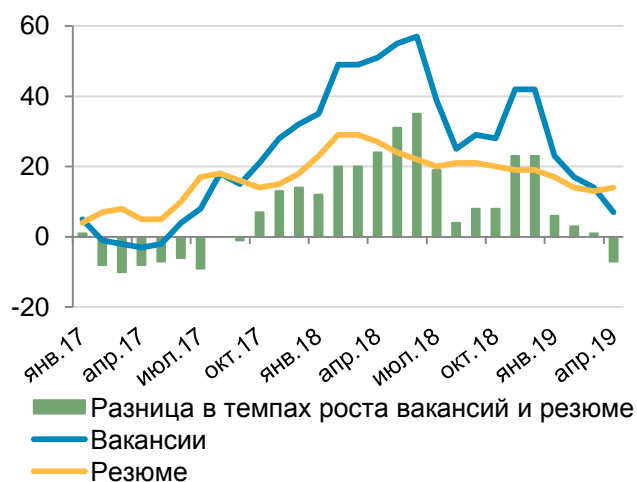


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁹ <https://iz.ru/850734/anna-ivushkina/mashina-sokrashchenii-komu-vesnoi-grozit-uvolnenie>

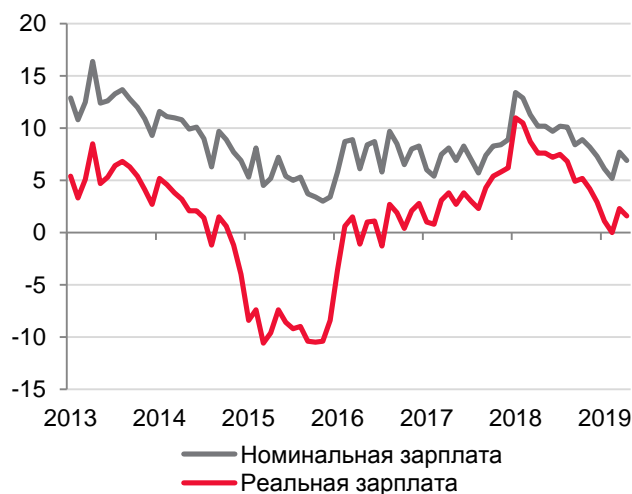
¹⁰ <https://www.kommersant.ru/doc/3982103>

Рисунок 30. Темп роста количества вакансий и резюме, %/г



Источники: HH.ru.

Рисунок 31. Динамика номинальных и реальных заработных плат, %



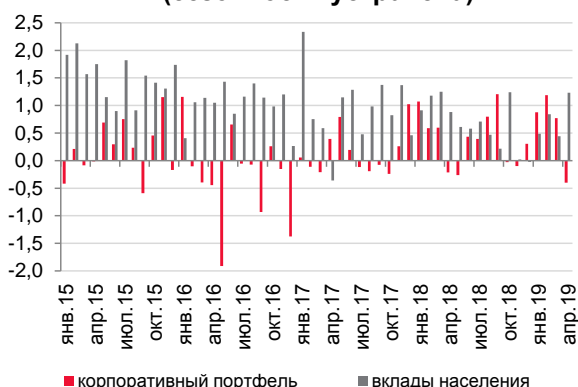
Источники: Росстат.

1.2.7. Розничное кредитование продолжает быстро расти

- Рост рублевого кредитования нефинансовых организаций в апреле замедлился, а валютного сократился. При этом во II полугодии 2018 – I квартале 2019 г. темпы роста рублевого портфеля оставались относительно высокими.
- Данные кредитного регистра указывают на то, что по итогам I квартала 2019 г. доля доллара США в валютных кредитах сократилась за счет других валют.
- Розничное кредитование в апреле сохранило высокие темпы роста, даже несколько ускорившись относительно марта за счет необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов.
- В апреле объем просроченной задолженности сократился, а объем резервов без учета корректировки приостановил рост. Несмотря на это, размер прибыли в апреле оказался ниже итогов апреля 2018 г. и апреля 2017 года.

Оперативная статистика по кредитному портфелю в апреле указывает на замедление роста рублевого кредитования нефинансовых организаций до 0,5% м/м после поправки на сезонность. Однако во II полугодии 2018 г. – I квартале 2019 г. темпы роста рублевого портфеля оставались относительно высокими, находясь вблизи оценок оптимального роста кредитования (см. врезку «О роли корпоративного кредитования в развитии финансовых рынков и стимулировании экономического роста в России»). Продолжающееся снижение валютных корпоративных кредитов обусловило снижение общего портфеля корпоративных кредитов на 0,4% м/м после поправки на сезонность и валютную переоценку (Рисунок 32).

Рисунок 32. Динамика корпоративных кредитов и вкладов населения, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Выдачи новых валютных кредитов резидентам в руб. эквиваленте, млн руб. (с устранением валютной переоценки)

	1 кв. 2018	1 кв. 2019	темпы роста, % г/г
ДОЛЛАР США	424 939	286 296	-32,6
ЕВРО	171 217	186 549	9,0
ИЕНА	830	955	15,0
ЮАНЬ	9	234	2467,6
Прочие	31 862	33 154	4,1
Всего	628 857	507 188	-19,3

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Предварительные данные кредитного регистра за I квартал 2019 г. показывают, что в валютной составляющей портфеля происходит постепенное снижение роли доллара США за счет роста объемов кредитования в других валютах (Рисунок 33). Однако в целом выдачи валютных кредитов сокращаются (с учетом эффекта валютной переоценки). При этом сокращение новых валютных кредитов наиболее заметно в секторах «операции с недвижимым имуществом» (вклад -19,4 п.п. в темпы роста в I квартале 2019 г.), «металлургическое производство» (-7,7 п.п.) и «торговля оптовая» (-4,7 п.п.). Активный рост новых валютных выдач в I квартале 2019 г. зафиксирован в «производстве автотранспортных средств», «производстве прочих готовых изделий», «производстве кокса и нефтепродуктов», «деятельности по предоставлению финансовых услуг».

О роли корпоративного кредитования в развитии финансовых рынков и стимулировании экономического роста в России

Что говорит о доступности кредита российский бизнес?

Статистические данные, основанные на регулярных опросах предприятий указывают на важность кредитных условий для развития бизнеса. Тем не менее, ни в одном из таких опросов¹¹ стоимость кредита не входила в топ отрицательных факторов и уступала факторам слабого спроса, экономической неопределенности и чрезмерного налогообложения. Более того, ряд индикаторов (средняя минимальная ставка нового кредита и показатели доступности кредитов) свидетельствуют о нормализации ситуации с доступностью кредитов.

¹¹ Согласно Индексу предпринимательской уверенности Росстата только 25 и 15% организаций обрабатывающей и добывающей промышленности отметили, что высокий процент коммерческого кредита является сдерживающим фактором роста производства. В конъюнктурных опросах промышленности ИЭП в II квартале 2019 г. доля предприятий, которые удовлетворены условиями кредитования, составила 64%. При этом средняя минимальная ставка по рублевым кредитам стабилизировалась на уровне 11,6%. Ее значение стабильно держится вблизи исторических минимумов с середины 2018 г., отражая устойчивое повышение доступности кредита для экономики. [Ежегодный доклад Президенту РФ](#) также фиксирует, что доступность кредита не входит в топ-3 причин, ограничивающих функционирование компании.

Кредитование как источник устойчивого роста экономики

Развитие корпоративного кредитования должно выступать фактором стимулирования инвестиционной активности, эффективного распределения факторов производства и улучшения управления рисками. Однако данный процесс должен полноценно сочетаться с пониманием оптимальной глубины развития финансового сектора в целом, способствующей достижению высокого и устойчивого экономического роста и поддержанию макроэкономической стабильности. Согласно исследованию ЦМАКП¹², оптимум полезности центрального банка от стимулирования роста кредитования частного сектора соответствует доле кредитов к ВВП на уровне 73%¹³ в 2035 году. При этом, прогнозный эффект развития банковских кредитов до этого уровня – +0,2 п.п. годовых темпов прироста ВВП. Оценки Департамента исследований и прогнозирования указывают, что достижение обозначенного уровня развития банковских кредитов на указанном горизонте произойдет при ежегодном номинальном росте корпоративных кредитов на 8–11%.

Представленный выше диапазон оценок можно интерпретировать как некоторый ориентир сверху по темпам наращивания корпоративного кредитования, которые, с *одной стороны*, будут способствовать развитию и углублению финансового рынка при стимулировании устойчивых темпов экономического роста в соответствии с потенциалом, и, с *другой стороны*, не будут представлять рисков для перегрева экономики. Опыт ряда азиатских стран (в частности, Кореи, Индонезии, Таиланда, Малайзии), наглядно показывает, что наличие выраженного кредитного бума ускоряет экономический рост лишь на краткосрочном горизонте, а на долгосрочном приводит к накоплению дисбалансов, которые усиливают негативные последствия кризисов, продиктованных внешними шоками.

Вместе с тем в экономике, характеризующейся устойчивым ростом и развитым финансовым сектором, кредитование занимает умеренную долю в финансировании инвестиций. Исключением могут являться периоды, когда происходит накопление дисбалансов и рисков, которые в итоге выливаются в финансовый кризис, и продолжительный период стагнации и снижения инвестиционной активности. Искусственное ускорение роста корпоративного кредитования в отсутствие спроса на такое финансирование не приведет к устойчивому ускорению роста инвестиций.

Если при этом обратиться к международному опыту, то можно отметить, что даже в государствах с развитыми финансовыми рынками/институтами, основным источником финансирования инвестиций являются собственные средства компаний. В Чехии и Польше – странах, которые сопоставимы с Россией по роли банков в экономике, уровню экономического развития и подходам к развитию инвестиционного финансирования,

¹² Солнцев и соавторы (2018). Поиск оптимальной глубины и структуры развития финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности / Серия докладов об экономических исследованиях Банка России, №31.

¹³ Полученная оценка соотносится с выводами исследования Easterly (2000), где утверждается, что после достижения банковским кредитованием уровня 80–100% ВВП дальнейшее углубление кредитного рынка перестает способствовать ускорению долгосрочного экономического роста и начинает вести к замедлению, а также к повышению волатильности темпов роста экономики.

большая часть инвестиций также финансируется за счет собственных средств компаний: в Польше – 70%¹⁴, в Чехии – 66%, средняя по ЕС – 62%. В России за счет собственных средств в 2018 г. было профинансировано 54,3% инвестиций, за счет банковских кредитов – 10,8%.

Кредитование физических лиц продолжает демонстрировать высокие темпы роста в статистике банковского сектора, указывая на небольшое ускорение темпов роста портфеля в апреле. Учет динамики основного долга по ипотечным ценным бумагам (ИЦБ) также говорит в пользу небольшого ускорения роста розничного кредитования (Рисунок 34). Детальная разбивка портфеля кредитования физических лиц свидетельствует о том, что оно было обеспечено ускорением темпов роста необеспеченных потребительских кредитов и автокредитования. Отметим, что, по нашим оценкам, месячные темпы роста необеспеченного потребительского кредитования ускорились в марте и апреле 2019 года. Тем не менее, в целом регулятор не видит в настоящий момент рисков финансовой стабильности и предпринимает меры для предотвращения реализации этих рисков в будущем. При этом необходимо отметить возможные социальные риски, связанные с высокой долговой нагрузкой менее обеспеченных граждан. С 1 апреля 2019 года Банк России произвел повышение надбавок к коэффициентам риска по потребительским кредитам. Также с 1 октября 2019 года для банков станет обязательным расчет коэффициента долговой нагрузки с учетом обязательств заемщиков.

Автокредитование также продемонстрировало ускорение. При этом НБКИ отчиталось о рекордном числе новых выданных автокредитов за всю историю наблюдений (с начала 2014 г.) и связывает его с возобновлением работы госпрограмм льготного автокредитования. По оценкам НБКИ, доля «кредитных» автомобилей в структуре авторынка достигла 60%. В связи с этим в ускорении темпов роста данного сегмента в марте–апреле мы можем видеть лишь сдвиг спроса с января–февраля. Однако объемы господдержки были снижены относительно прошлого года, что может ограничить темпы роста этого сегмента кредитования в дальнейшем.

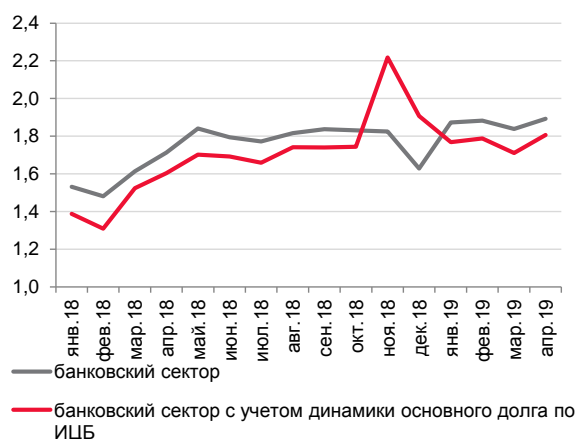
Темпы роста вкладов населения в апреле восстановились к уровням января–февраля (около 1,1% м/м) за счет как рублевой, так и валютной составляющей. Приток валюты в банковскую систему происходит посредством профицита счета текущих операций, который, по предварительным оценкам, в апреле составил 10,9 млрд долл. США. Последнее означает увеличение чистых иностранных активов в экономике и сопровождается равноценным приростом пассивов в экономике, часть которого оседает в банковской системе.

В апреле объем просроченной задолженности по розничному и корпоративному кредитному портфелю незначительно сократился второй месяц подряд (Рисунок 35). Однако в апреле это обеспечило приостановку роста резервов на возможные потери по ссудам без учета корректировок. Если тенденция продолжится, то механизм формирования прибыли от резервов может поменяться во II квартале 2019 года. Напом-

¹⁴ Данные за 2017 г., EIB Investment survey.

ним, что банки в I квартале 2019 г. в целом по кредитному портфелю доформировали резервы, а рост прибыли обеспечили значительные отрицательные корректировки. Также отметим, что в апреле размер прибыли банковского сектора (163 млрд руб.) оказался ниже результатов и апреля 2018 года, и апреля 2017 года.

Рисунок 34. Темпы роста рублевого розничного кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Динамика доли просроченной задолженности в портфеле, %



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

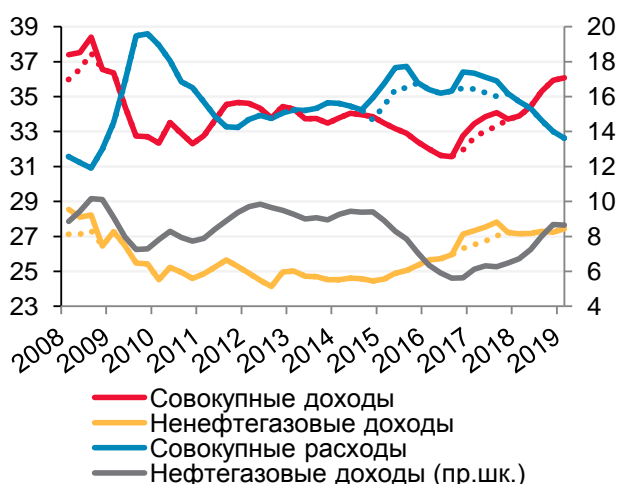
1.2.8. Бюджетное сальдо достигло десятилетнего максимума

- Доходы и расходы бюджетной системы за 2018 г. скорректированы вверх на 0,4 п.п. ВВП без изменения величины сальдо (2,9% ВВП) в результате традиционных досчетов по системе социального страхования.
- В I квартале 2019 г. доходы выросли на 0,7 п.п. ВВП, в том числе нефтегазовые – на 0,9 п.п. вследствие продолжающегося активного роста поступлений по НДС и налогу на прибыль. Нефтегазовые поступления снизились на 0,1 п.п. ВВП из-за частичного перехода нефтяной отрасли на уплату налога на дополнительный доход.
- Расходы в I квартале снизились на 1,5 п.п. ВВП, в том числе непроцентные – на 1,2 процентного пункта. В основе этого – ухудшение равномерности расходования средств в течение года.
- Профицит 5,5% ВВП в I квартале вызвал сокращение государственного долга до 13,3% ВВП, увеличение потенциальной величины Фонда национального благосостояния (ФНБ) на 0,4 п.п. ВВП и активный рост остатков средств на счетах в Казначействе России и размещенных в коммерческих банках, но оказал сдерживающее влияние на рост ВВП на 0,5-1,0 процентного пункта (см. также подраздел 1.2.1. Временное замедление роста ВВП в I квартале).
- В базовом сценарии расходы бюджетной системы прошли свой минимум относительно ВВП, а доходы, совокупное и нефтегазовое первичное сальдо – свои

максимумы. Государственный долг будет умеренно расти, но опережающий рост ФНБ будет вести к сокращению чистого долга. Сдерживающее влияние со стороны бюджета сменится на стимулирующее.

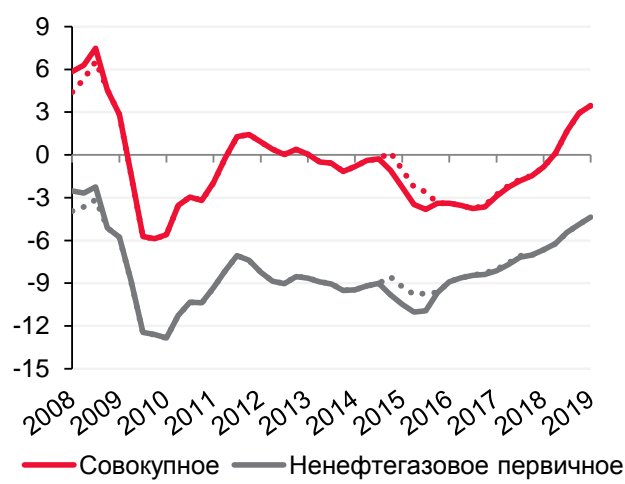
Корректировка данных за 2018 год. В мае в соответствии с нашими ожиданиями доходы и расходы бюджетной системы за 2018 год были скорректированы вверх на 0,4 п.п. ВВП без изменения величины сальдо (2,9% ВВП) (Рисунок 36, Рисунок 37)¹⁵. Причина корректировки – полный учет прямых выплат работодателями в части социального страхования, статистика по которым формируется через несколько месяцев после окончания года.

Рисунок 36. Основные показатели бюджетной системы (% ВВП, скользящие за 4 квартала)



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

Рисунок 37. Сальдо бюджетной системы (% ВВП, скользящее за 4 квартала)



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

* Пунктиром обозначены оценки без учета крупных однократных факторов: докапитализации банков в 2014Q4 и расходов на досрочное погашение кредитов ОГК и приватизации Роснефти в 2016Q4.

I квартал 2019 года. Доходы. Доходы бюджетной системы в январе–марте 2019 г. выросли на 0,7 п.п. ВВП г/г¹⁶. Рост обеспечили ненефтегазовые поступления (+0,9 п.п. ВВП), примерно в равной мере налоги на внутреннее производство (+0,5 п.п. ВВП) и связанные с импортом (+0,4 п.п. ВВП). В разрезе видов налогов выделяется рост поступлений по НДС (+0,3 п.п. ВВП) и налогу на прибыль (+0,2 п.п. ВВП). Мы полагаем, что позитивное влияние на наполняемость бюджета продолжает оказывать улучшение собираемости. Учитывая, что уплата НДС производится в течение квартала, следующего за отчетным, повышение основной ставки НДС на 2 п.п. пока оказало слабое влияние на поступления в бюджет и проявится со II квартала.

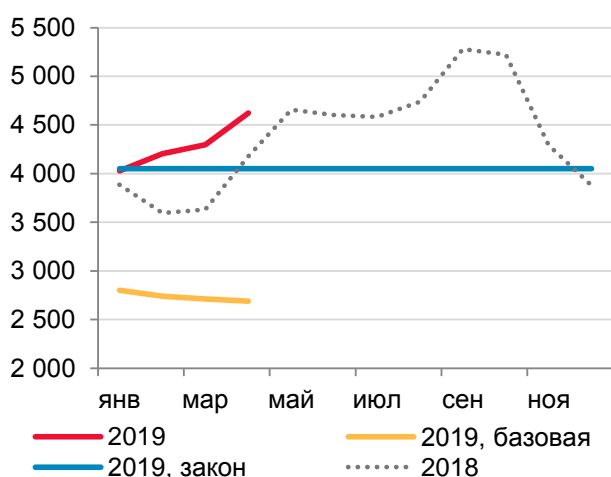
Нефтегазовые доходы сократились на 0,1 п.п. ВВП г/г, что объясняется частичным переходом нефтяной отрасли на налог на дополнительный доход, который платится на

¹⁵ См. подраздел 1.2.7. «Рекордный за 10 лет профицит бюджетной системы» [Бюллетеня «О чем говорят тренды» за март 2019 г., №30](#).

¹⁶ Здесь и далее использованы оценки Минфина России номинального ВВП за I квартал 2018 года.

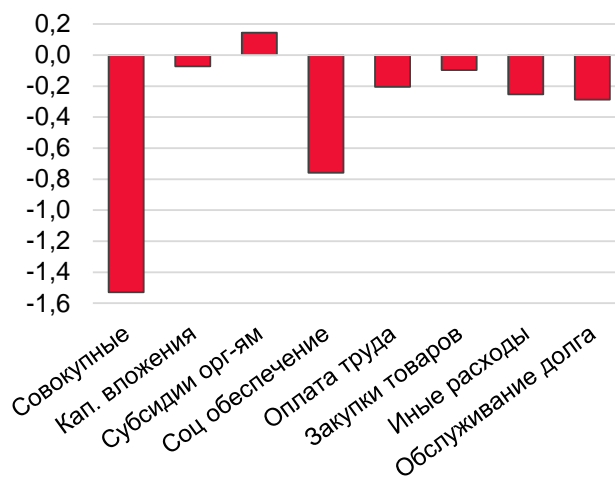
квартальной основе (первые выплаты были зачислены в бюджет в апреле). В остальном показатели, влияющие на объем нефтегазовых доходов, продемонстрировали рост в среднем темпом роста ВВП: ослабление рубля к доллару США на 14% г/г компенсировало снижение долларовой цены нефти на 3% г/г (Рисунок 38) и рост нефтегазовой добычи и экспорта темпом ниже роста ВВП (с учетом влияния налогового маневра в нефтяной отрасли, проводимого с начала 2019 года).

Рисунок 38. Месячная рублевая цена барреля нефти Urals в 2018-2019 годах



Источники: Банк России, Минфин России, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Изменение расходов бюджетной системы по экономической классификации в I квартале 2019 г., п.п. ВВП г/г



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

Расходы. В I квартале 2019 г. относительно соответствующего периода 2018 г. непроцентные расходы бюджетной системы выросли на 0,3 трлн руб., или 4,6%. В реальном выражении с поправкой на дефлятор ВВП они сократились на 2,4% г/г¹⁷, что во многом объясняется превышением дефлятора над индексом цен производителей из-за существенного роста цены нефти в рублевом выражении (Рисунок 38).

Относительно ВВП совокупные расходы в I квартале 2019 г. сократились на 1,5 п.п. г/г. Платежи по обслуживанию государственного долга уменьшились на 0,3 п.п. ВВП в равной мере в национальной и иностранной валюте. Снижение непроцентных расходов (на 1,2 п.п. ВВП) наблюдалось по большинству разделов как функциональной, так и экономической классификации (Рисунок 39) и в том числе объясняется ухудшением равномерности расходования средств в течение года относительно 2018 года. Пока не оказывают поддержку расходной части и национальные проекты в рамках нефтегазового налогового маневра: основные расходы по их реализации предполагается во втором полугодии.

Сальдо бюджетной системы. Рост доходов и снижение расходов позволили закончить I квартал 2019 г. с профицитом 5,5% ВВП, что на 2,3 п.п. выше, чем в I квартале 2018 г. и является наибольшей величиной с 2011 года. Скользящие за четыре квар-

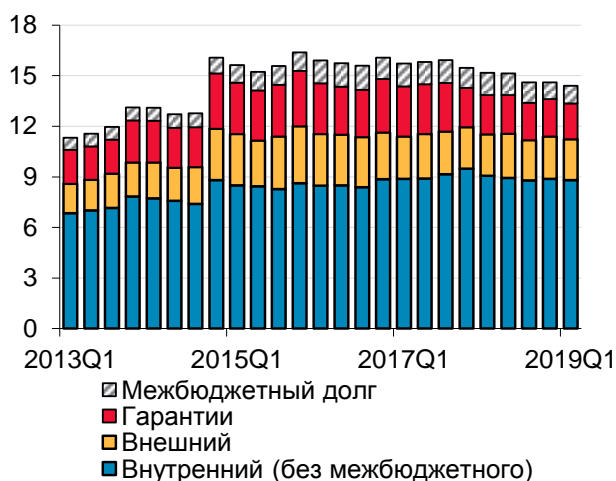
¹⁷ Здесь и далее для расчетов использован дефлятор ВВП, который мы условно оценили как среднее между индексом потребительских цен и индексом цен производителей – 7,2% г/г.

тала показатели совокупного и нефтегазового первичного сальдо относительно ВВП на максимуме с конца 2008 г.: 3,5 и -4,4% ВВП соответственно (Рисунок 37). Это позволило сократить государственный долг и продолжить накопление средств, подлежащих перечислению в ФНБ.

Суверенные фонды, государственный долг и остатки средств. Совокупный государственный долг (без межбюджетного) за январь–март 2019 г. снизился на 0,3 п.п. ВВП, до 13,3% ВВП (Рисунок 40). Внешний долг сократился на 0,1 п.п. ВВП: размещение евробондов компенсировалось положительным эффектом от курсовой переоценки долга (-0,2 п.п. ВВП). Регионы традиционно для I квартала заместили рыночный долг на 0,1 п.п. ВВП бюджетными кредитами. Кроме того, на 0,1 п.п. ВВП сократился объем государственных и муниципальных гарантий.

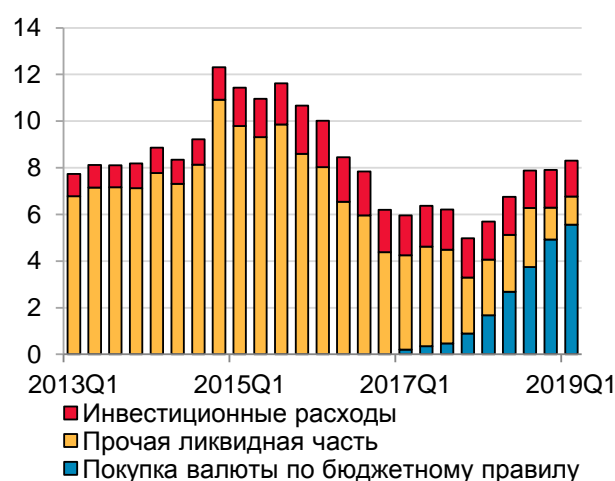
Объем валютных интервенций по бюджетному правилу¹⁸ составил в I квартале 0,75 трлн руб., что с учетом курсовой переоценки привело к росту потенциальной величины ФНБ на 0,4 п.п. ВВП. В структуре ФНБ 1,5 п.п. занимают инвестиционные проекты, 1,2 п.п. – ликвидная часть в старом формате и 5,6 п.п. – ликвидная часть по новому бюджетному правилу, в том числе средства, предназначенные к зачислению в ФНБ в 2019 и 2020 гг. (Рисунок 41).

Рисунок 40. Структура совокупного долга бюджетной системы, % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Структура средств суверенных фондов с учетом предназначенных к зачислению средств по бюджетному правилу, % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Также продолжился активный рост остатков средств на бюджетных счетах в Казначействе России и размещенных в коммерческих банках. Так, объем кассовых остатков средств федерального бюджета без учета средств дополнительных нефтегазовых доходов вырос на 0,7 п.п., до 3,5% ВВП.

Влияние на рост ВВП. По нашим оценкам, в I квартале 2019 г. в реальном выражении непроцентные расходы сократились на 2,4% г/г, доходы выросли на 3,9% г/г, в том числе нефтегазовые – на 5,1% г/г. Таким образом, через бюджетный канал про-

¹⁸ Без учета докупок за 2018 год.

изошли одновременно как значительный рост изъятий средств из частного сектора, так и существенное сокращение объема трансфертов частному сектору, а также предъявленного конечного спроса. С учетом лагового влияния предыдущих кварталов, в которых имело место в целом схожее влияние со стороны доходной и расходной частей бюджета, государственные финансы должны были оказать значительное негативное влияние на годовой рост ВВП в I квартале 2019 года. Оценки с использованием фискальных мультипликаторов показывают негативный прямой эффект порядка 0,5-1,0 процентного пункта¹⁹. При этом закончившаяся в 2018 году бюджетная консолидация и улучшение налогового администрирования, которые позволили вывести бюджетное сальдо на уровень, способствующий поддержанию долгосрочной устойчивости государственных финансов, должны были оказать положительное косвенное влияние на повышение уверенности экономических агентов. Увеличение налоговой нагрузки не должно было оказать значимого прямого негативного влияния на рост ВВП в I квартале и должно проявиться в последующих кварталах.

Прогноз. В базовом сценарии, предполагающем схождение цены нефти Urals к уровню 55 долл./барр. к началу 2020 г. с последующей стабилизацией на этом уровне, мы ожидаем, что в I квартале 2019 г. скользящий за четыре квартала показатель расходов бюджетной системы прошел свой десятилетний минимум относительно ВВП, показатели доходов, а также совокупного и нефтегазового первичного сальдо – максимумы (Рисунок 36, Рисунок 37). В частности, рост нефтегазовых доходов вследствие повышения ставки НДС перекроется снижением нефтегазовых поступлений. Нефтегазовый первичный дефицит бюджетной системы стабилизируется на уровне около 5,0% ВВП. Государственный долг будет умеренно расти относительно ВВП по бюджетному правилу, но опережающий рост ФНБ будет вести к сокращению чистого долга. Сдерживающее влияние со стороны бюджета на рост экономики в I квартале 2019 г. сменится на стимулирующее в оставшийся период 2019 г., прежде всего во второй половине года, и должно получить свое развитие в среднесрочном периоде.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Риски замедления роста мировой экономики вследствие торгового противостояния США и Китая заметно увеличились

- Слабые макроэкономические данные апреля, сильное снижение майского сводного PMI и обострение торговой и технологической войны заставило рынки повысить свои ожидания по снижению ставки ФРС США до конца текущего года.

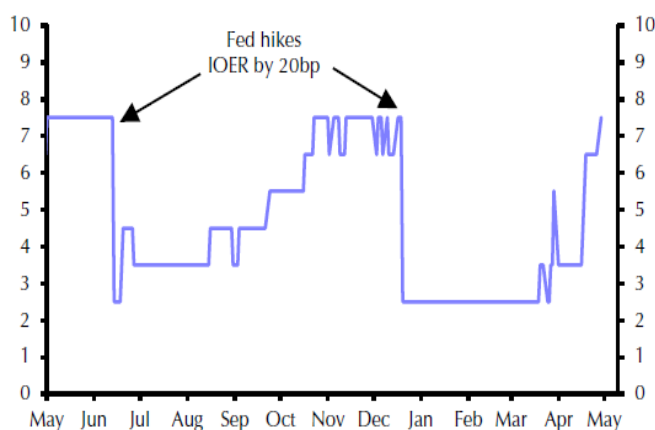
¹⁹ Расчеты с использованием фискальных мультипликаторов для российской экономики из ряда работ. См., например, [Власов С., Дерюгина Е. \(2018\). Фискальные мультипликаторы в России. Серия докладов об экономических исследованиях Банка России, №28.](#)

- В еврозоне рост ВВП в I квартале 2019 г. составил 0,4% к/к, что заметно лучше ожиданий и прогнозов. Однако его ускорение вкупе с ускорением инфляции в апреле носит временный характер.
- Банк Англии сохранил ключевую ставку неизменной. В дальнейшем неопределенность вокруг Brexit затруднит интерпретацию краткосрочной динамики экономики для Банка Англии.
- В Китае апрельская статистика оказалась заметно хуже ожиданий. Возможность опережающего финансирования из бюджета иссякает. Рост совокупного кредитования экономики замедлился. Это уже вызвало ослабление денежно-кредитной политики и может потребовать дополнительных мер, в том числе для нейтрализации потенциального негативного эффекта эскалации торгового противостояния с США.

США: торговая и технологическая война с Китаем повысила ожидания рынков по снижению ставки ФРС США до конца года.

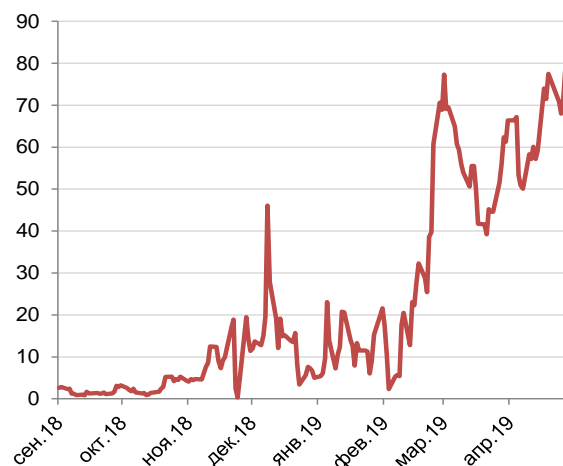
На прошедшем заседании ФРС США ожидаемо сохранила диапазон ключевой ставки неизменным на уровне 2,25–2,5% годовых, но снизила ставку по избыточным резервам (IOER) на 5 б.п., до 2,35%. Дж. Пауэлл объяснил это решение стремлением удержать эффективную ставку по федеральным фондам (EFFR) внутри целевого коридора (в идеале – вблизи середины коридора). Последняя вплотную подобралась к верхней границе целевого диапазона в основном из-за продаж гособлигаций с баланса ФРС, которые уменьшают объем доступной ликвидности (Рисунок 42). А потому снижение IOER направлено на сближение EFFR с серединой целевого диапазона, то есть это чисто техническая корректировка, которую не следует воспринимать как смягчение ДКП. Скорее она, наоборот, предотвращает ужесточение денежно-кредитных условий.

Рисунок 42. Отклонение EFFR от середины целевого диапазона



Источник: Capital Economics.

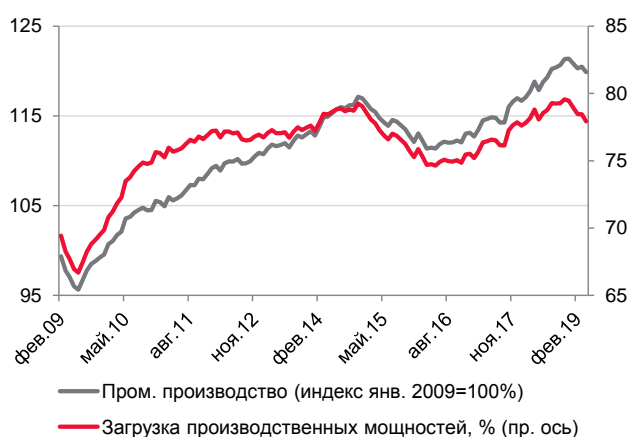
Рисунок 43. Вероятность снижения ставки на декабрьском заседании, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

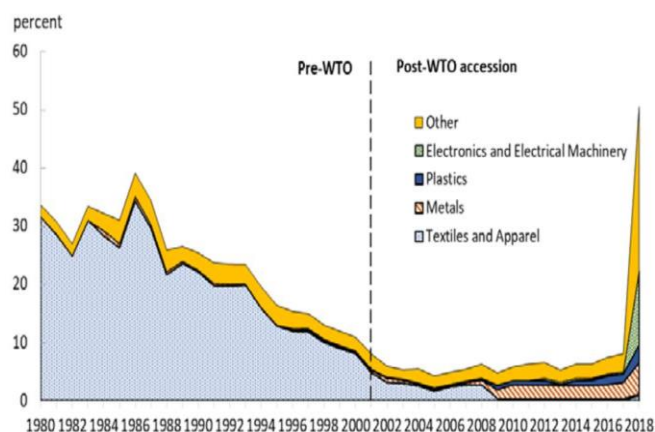
Пресс-конференция Дж. Пауэла и выступления членов Комитета по открытым рынкам не дали однозначных оценок по поводу дальнейшей траектории ставки по федеральным фондам. Более того, эти оценки несколько потеряли актуальность после выхода слабой макроэкономической статистики за апрель, падения индекса PMI в мае и нового обострения торговой войны между США и Китаем, которая теперь приобретает и технологический характер. Так, промышленное производство в апреле сократилось на 0,5% м/м (Рисунок 44) не только из-за погодного фактора, который обусловил снижение в выпуске сектора промышленных услуг. Выпуск в обрабатывающей промышленности также снизился на 0,5% м/м, свидетельствуя о продолжающейся слабости в секторе на фоне вялой динамики мировой торговли. Эскалация торговой войны также не внушает оптимизма относительно динамики обрабатывающей промышленности в ближайшие месяцы, поскольку весомая часть товаров, попавших под повышенные таможенные пошлины, приходится на промежуточное потребление (Рисунок 45).

Рисунок 44. Динамика показателей промышленности в США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 45. Доля импорта США из Китая, попавшая под тарифы в 2018 г., по категориям, %



Источник: [Chad P. Bown \(2019\). The 2018 US-China Trade Conflict: After 40 Years of Special Protection \(PIIE Working Paper 19-7\).](#)

Розничные продажи в апреле сократились на 0,2% м/м в значительной степени из-за падения продаж автомобилей (-1,1% м/м). Розничные продажи контрольной группы товаров, очищенные от влияния волатильных компонент, показали нулевой рост. Однако мартовский рост был пересмотрен вверх, до 1,1% м/м, из-за чего годовые темпы роста показателя пока превышают уровень в 3%.

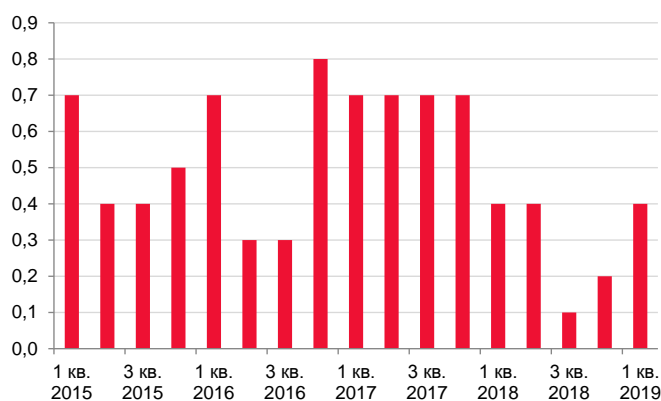
Во второй половине мая основная газета Коммунистической партии Китая вышла с предостережением о начале «технологической войны» с США. Подобная риторика не только резко снизила вероятность достижения соглашения между двумя крупнейшими мировыми экономиками, но и ухудшила опасения относительно возможной глубины конфликта и его потенциального влияния на мировую экономику. МВФ оценил последствия майского повышения торговых пошлин и анонсированных мер в снижении темпов роста глобальной экономики на 0,3 п.п. в краткосрочном периоде. При этом около половины этого обеспечит уменьшение бизнес-оптимизма и рыночная турбулентность.

На этом фоне участники финансового рынка повысили свои ожидания по снижению ставки в 2019 году. Вероятность снижения ставки в декабре 2019 года вплотную приблизилась к 80% на конец мая (Рисунок 43).

Еврозона: неожиданное ускорение роста ВВП в I квартале 2019 г. и инфляции в апреле носит, вероятнее всего, временный характер.

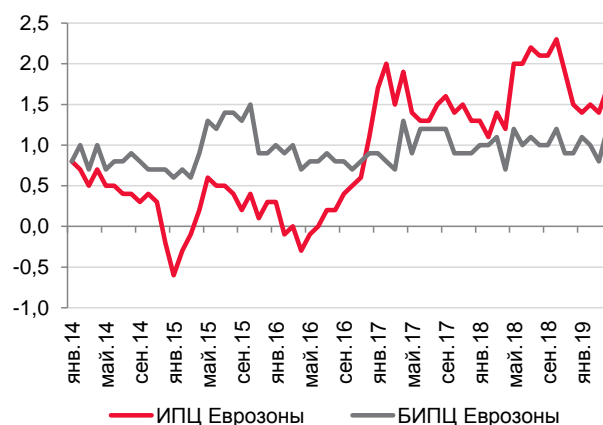
По предварительной оценке, рост ВВП в I квартале составил 0,4% к/к, оказавшись лучше прогнозов и результатов предыдущего квартала (Рисунок 46). Разбивки по отраслям и компонентам конечного спроса на уровне еврозоны еще нет, но ряд опубликованных страновых оценок позволяет говорить о том, что основным драйвером ускорения роста выступил внутренний спрос. Отметим, что уровень безработицы опустился по итогам I квартала 2019 г. до 7,7% – минимума с сентября 2008 года. Экспорт, вероятно, продолжал демонстрировать вялую динамику на фоне слабости мировой торговли.

Рисунок 46. Динамика роста ВВП, % к/к



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 47. Динамика инфляции в еврозоне, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Тем не менее, устойчивость столь солидных для еврозоны темпов роста находится под вопросом. Индекс экономических настроений (ESI), снижавшийся на протяжении I квартала 2019 г., в апреле продолжил падать. Компонента ожиданий в промышленности снизилась до минимума с 2014 г., а загрузка производственных мощностей в секторе опустилась до минимума последних двух лет. Значение индекса PMI стабилизировалось около 51,5пп, что соответствует росту на 0,2% к/к.

Инфляция в апреле ускорилась до 1,7% г/г, базовая инфляция – до 1,2% г/г (Рисунок 47). Однако, как мы уже писали, это ожидаемый и временный эффект, связанный с несовпадением дат празднования Пасхи в текущем и прошлом годах. Ожидается, что уже в мае, инфляция вернется к более привычным значениям.

Великобритания: неопределенность вокруг Brexit затруднит интерпретацию данных в краткосрочном периоде, но в среднесрочном периоде Банк Англии ожидает накопления избыточного спроса и видит необходимость повышения ставки.

Банк Англии сохранил ключевую ставку на уровне 0,75% и основные параметры программы QE неизменными. Также регулятор обновил макроэкономические прогнозы, которые теперь исходят из предпосылки повышения ключевой ставки только до 1% в ближайшие 3 года. В февральском отчете ожидалось большее повышение (Рисунок 48).

Рисунок 48. Макроэкономический прогноз Банка Англии

		ВВП, % г/г	Инфляция, % г/г	Безработица, %	Ставка*, %
2019	май. 19	1,6	2,1	3,8	0,7
	фев. 19	1,3	1,9	4,0	0,7
2020	май. 19	1,5	1,7	3,9	0,8
	фев. 19	1,5	2,2	4,1	0,9
2021	май. 19	2,1	2,1	3,7	0,9
	фев. 19	1,8	2,1	4,0	1,1
2022	май. 19	2,2	2,2	3,5	1,0

Источники: Банк Англии.

Также регулятор подчеркнул, что из-за неопределенности вокруг Brexit и сдвига ожиданий на финансовых рынках, компаний и домохозяйств, динамика макроэкономических переменных в ближайшее время может стать более волатильной. В частности, ожидается рост ВВП в I квартале 2019 г. на 0,5% к/к (+0,2% к/к в IV квартале 2018 г.) из-за опережающего накопления запасов на фоне опасений по поводу выхода страны из ЕС без соглашения. Соответственно, во II квартале 2019 г. Банк Англии ждет замедления роста до 0,2% к/к из-за исчерпания поддержки временных факторов. Из-за этого выходящие статданные могут несколько исказить реальное положение вещей.

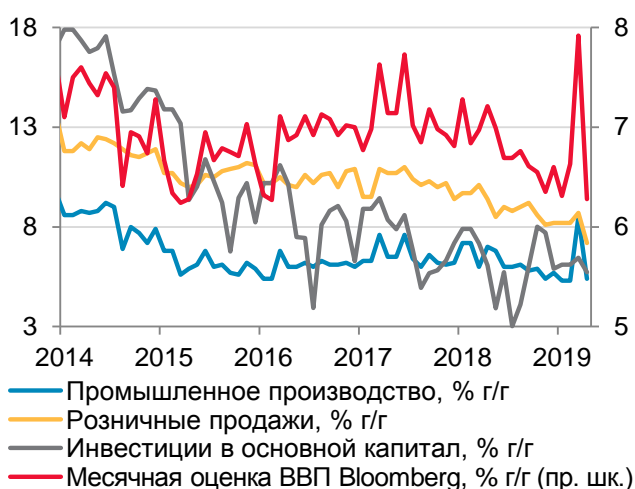
В целом регулятор по-прежнему видит некоторое накопление избыточного спроса на прогнозном горизонте, которое приведет к ускорению инфляции к концу прогнозируемого периода и потребует небольшого ужесточения ДКП.

Китай: слабая апрельская статистика на фоне эскалации противостояния с США

Апрельская макростатистика Китая в противовес мартовской оказалась хуже ожиданий: темп роста промышленного производства вернулся к многолетнему минимуму, розничных продаж – обновил свой минимум, а рост инвестиций в основной капитал сильно замедлился из-за перехода в отрицательную область соответствующего показателя в обрабатывающей промышленности (Рисунок 49).

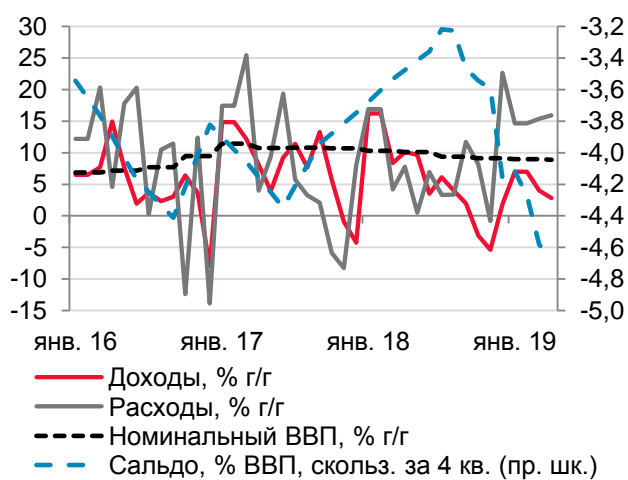
Экономика по-прежнему получает опережающее финансирование из бюджета, но поддержка начала снижаться. В апреле рост г/г расходов консолидированного бюджета без внебюджетных фондов продолжил расти, а доходов – снижаться (Рисунок 50). В последующие месяцы, исходя из цели по дефициту, рост расходов должен существенно замедлиться. При этом рост бюджетных расходов с учетом внебюджетных фондов уже значительно замедлился: до 9,5% г/г в апреле с 22,8% г/г в I квартале из-за падения финансирования инфраструктурных проектов из Государственного фонда.

Рисунок 49. Основные макроэкономические показатели Китая



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

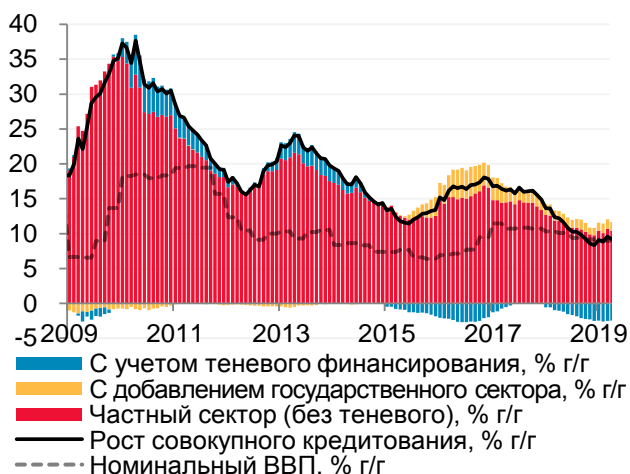
Рисунок 50. Показатели консолидированного бюджета Китая*, % ВВП



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

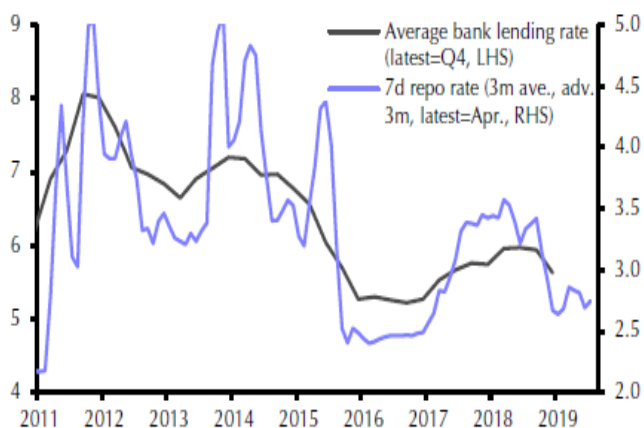
* Без учета внебюджетных фондов.

Рисунок 51. Рост кредитования экономики в Китае



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

Рисунок 52. Ставка банковского кредитования и ставка межбанковского рынка, %



Источник: Capital Economics.

В апреле также замедлился рост совокупного кредитования экономики, прежде всего частного сектора (Рисунок 51). Вероятно, это стало катализатором очередного снижения Народным банком Китая нормы обязательных резервов (НОР): до 8% для примерно

1000 сельских банков²⁰. Высвобождаемые средства банки обязаны направить на кредитование малого бизнеса. Как показывают эпизоды снижения НОР в 2018-2019 гг., это сопровождается существенным снижением ставки межбанковского рынка, что ожидается и в ближайшее время. В свою очередь, это должно перенестись в снижение ставок банковских кредитов и стимулировать рост кредитования экономики (Рисунок 52).

Слабая апрельская статистика, дополненная потенциальным негативным эффектом эскалации торгового противостояния с США²¹, может усилить давление на рост экономики и потребовать дополнительных мер поддержки экономики, вероятно, со стороны монетарных властей.

1.3.2. Рост неопределенности на мировых финансовых рынках

- Обострение торговых споров между США и Китаем на фоне продолжающегося замедления роста мировой экономики привели к снижению интереса глобальных инвесторов к рисковому активам и росту спроса на защитные активы. В конце мая Д. Трамп также заявил о намерении ввести с 10 июня 5%-ные пошлины на все мексиканские товары. Вовлечение в торговое противостояние новых стран негативно сказывается на настроениях рынка и бизнеса и повышает риски замедления глобального роста и снижения ключевой ставки ФРС США до конца 2019 года.
- Ситуация на мировых финансовых рынках все больше напоминает сценарий 2018 г., однако более мягкий настрой центральных банков развитых стран и более высокий уровень ставок в странах с формирующимися рынками снижают риски повторения динамики прошлого года.
- Динамика российских финансовых рынков в целом соответствовала глобальным тенденциям и выглядела умеренно благоприятно на фоне ситуации на мировых рынках, несмотря на снижение нефтяных цен к концу мая. Позитивной динамике в значительной степени способствовали приток средств нерезидентов на рынок ОФЗ и рекордный объем размещения на первичном рынке, а также новости об увеличении дивидендов госкомпаний.

Глобальные рынки

Главной темой, определявшей динамику мировых финансовых рынков, стало ухудшение торговых отношений США и Китая. Перспективы заключения торгового соглашения между двумя странами становятся все туманнее. Обещанные и введенные президентом США Д. Трампом пошлины и другие протекционистские действия относительно китайских компаний угрожают замедлением роста мировой экономики, которая

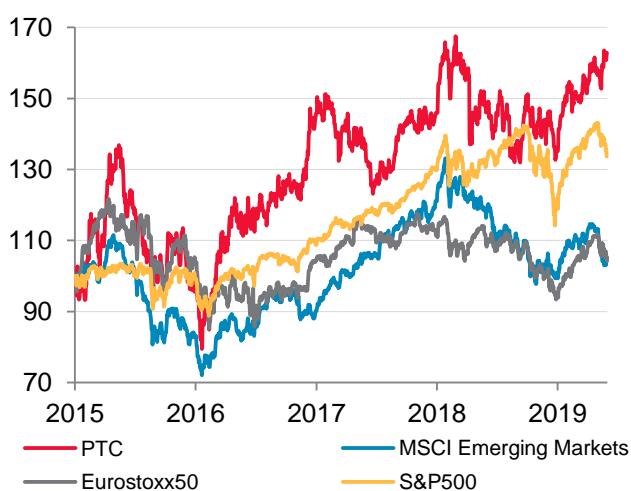
²⁰ В начале года НОР для малых и средних банков составляла 15%.

²¹ Экспорт товаров в США продолжает падать опережающим темпом, повышая негативное влияние ослабляющегося внешнего спроса. Сценарные оценки влияния пошлин США на рост экономики Китая и России см. в подразделе 1.3.1. «ФРС переходит к нейтральной денежно-кредитной политике, ЕЦБ и Банк Японии не спешат с нормализацией» [Бюллетеня «О чем говорят тренды» за октябрь 2018 года, №27.](#)

и без того продолжает замедляться. Все это привело к снижению рынков рискованных активов и повышению спроса на защитные активы.

В конце мая Д. Трамп также заявил о намерении ввести с 10 июня 5%-ные пошлины на все мексиканские товары. Предполагается, что размер пошлин будет повышаться на 5 п.п. каждый следующий месяц до уровня 25%, пока Мексика не остановит поток незаконных мигрантов. Отметим, что США импортирует из Мексики в основном товары промежуточного потребления и потребительского спроса. Кроме того, компании США и Мексики активно участвуют во многих производственных цепочках, которые предполагают неоднократное пересечение границы товарами в ходе производства.

Рисунок 53. Динамика индексов акций
(январь 2015 года = 100)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 54. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

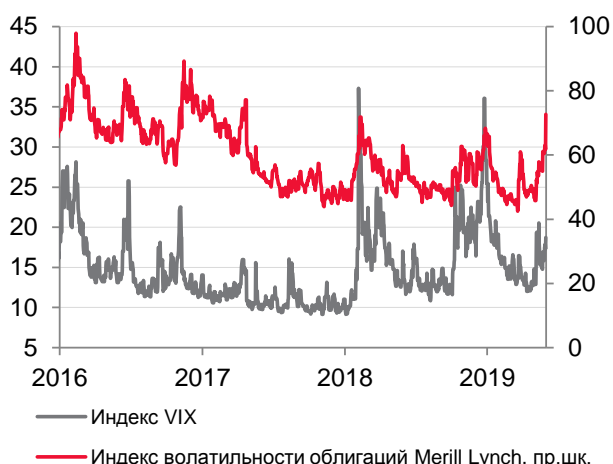
Доходности гособлигаций США и других развитых стран обновили полуторалетние минимумы, а традиционные «защитные» валюты (доллар США, японская иена, швейцарский франк) укрепились относительно большинства других валют.

На фоне снижения интереса к рискованным активам валюты стран с формирующимися рынками продолжили ослабляться и в среднем откатились к уровню IV квартала 2018 г. после оказавшегося недолгим укреплением в начале 2019 года.

Развитие событий на финансовых рынках все больше начинает напоминать то, что происходило в конце прошлого года. Риски дальнейшего ухудшения ситуации и усиления оттока капитала из стран с формирующимися рынками высоки, тем не менее, есть несколько причин, по которым сценарий конца 2018 года вряд ли повторится. Во-первых, центральные банки развитых стран, прежде всего ФРС США, занимают более мягкую позицию, чем год назад. В прошлом году ФРС повысила ставку четыре раза и собиралась продолжать нормализацию политики в 2019 году. Это стало одной из причин усиления оттока капитала из стран с формирующимися рынками. ФРС поменяла свое видение динамики ставок еще в конце 2018 г. и собирается остановить процесс снижения своего баланса, что само по себе смягчает давление на рискованные активы.

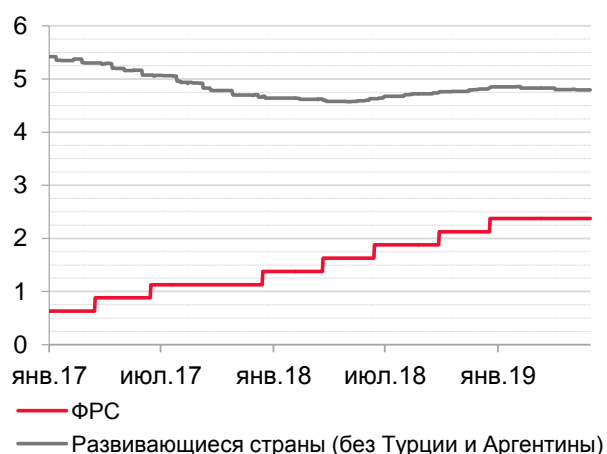
Во-вторых, уровень ставок центральных банков стран с формирующимися рынками сейчас выше, чем в прошлом году, как раз по причине их реакции на действия ФРС в 2018 году. Вкупе с более мягкой позицией центральных банков развитых стран это снижает стимулы для вывода средств инвесторами, хотя вряд ли может полностью предотвратить это. Основную угрозу для мировых финансовых рынков, на наш взгляд, сейчас составляет усиление замедления роста мировой экономики.

Рисунок 55. Динамика индексов волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 56. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



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

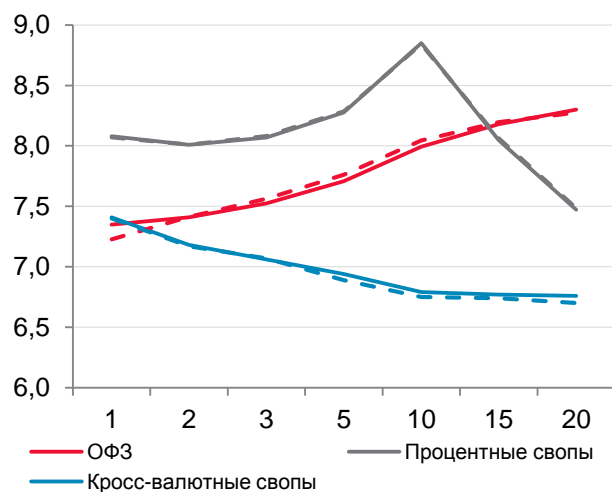
Российские рынки

Динамика российских финансовых рынков выглядела умеренно благоприятно на фоне других стран с формирующимися рынками. Приток средств нерезидентов на рынок ОФЗ и повышение дивидендов госкомпаний вызвали рост на всех основных сегментах рынка.

Российская риск-премия CDS по итогам месяца практически не изменилась, при этом CDS других стран с формирующимися рынками вернулись к уровню начала 2019 года. Схожая динамика и стабильность наблюдались на валютном рынке. В частности, вмененная волатильность приблизилась к минимальным уровням конца 2017 – начала 2018 г., реализованная волатильность также снижалась несмотря на повышение волатильности цены нефти: сказывается действие бюджетного правила.

Приток средств нерезидентов на рынок ОФЗ в мае продолжился. Минфин России продолжил серию удачных размещений ОФЗ на первичном рынке и к концу мая досрочно выполнил программу заимствований на II квартал. Во второй половине мая доходности ОФЗ на среднем и длинном участках кривой доходности также снизились после заявления Минфина о снижении объемов размещений до конца 2019 г. в связи с перевыполнением плана по внутренним заимствованиям.

Рисунок 57. Динамика ставок по разным инструментам на 31.05.2019, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Сплошная линия – текущее значение, штрих – 1 неделю назад.

Рисунок 58. Динамика долгосрочных процентных ставок на 31.05.2019, %

Срок	Текущее значение	Изменение по сравнению со значением			
		неделю назад	месяц назад	три месяца назад	год назад
5 лет					
ОФЗ	7,7	-0,05	-0,21	-0,44	0,66
IRS	8,3	-0,01	-0,28	-0,56	0,60
CCS	6,9	0,05	-0,04	-0,14	0,55
NDF	7,0	0,19	0,06	-0,03	0,51
10 лет					
ОФЗ	8,0	-0,05	-0,24	-0,43	0,55
IRS	8,9	0,01	-0,05	-0,05	1,05
CCS	6,8	0,04	0,01	0,00	0,24
NDF	6,9	0,14	0,06	0,14	0,32
15 лет					
ОФЗ	8,2	-0,02	-0,32	-0,39	0,40
IRS	8,0	-0,01	-0,04	0,05	0,94
CCS	6,8	0,03	0,02	0,00	0,40
20 лет					
ОФЗ	8,3	0,02	-0,39	-0,33	0,26
IRS	7,5	-0,01	-0,03	0,06	0,87
CCS	6,8	0,06	0,01	0,03	0,24

Источник: Bloomberg Finance L.P.

IRS – фиксированная ставка процентного свопа. CCS – рублевая ставка кросс-валютного свопа, NDF – временная доходность беспоставочного форварда на курс рубля к доллару США.

Рисунок 59. Волатильность курса рубля и цены нефти



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 60. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

В целом наблюдающийся приток средств нерезидентов в ОФЗ должен был бы привести к более существенному снижению доходностей, но увеличение объемов первичного размещения сдержало динамику доходностей и денежно-кредитных условий. Однако в случае разворота потоков капитала и ухода инвесторов с рынка ОФЗ повышение доходностей может оказаться сопоставимым с предыдущими эпизодами, только если повышенный спрос в этот период не будут предъявлять внутренние инвесторы. Вместе с тем опережающее график размещение ОФЗ Минфином делает возможным уменьшение объемов размещаемых бумаг или отмену аукционов в будущем в случае неблагоприятной рыночной конъюнктуры.

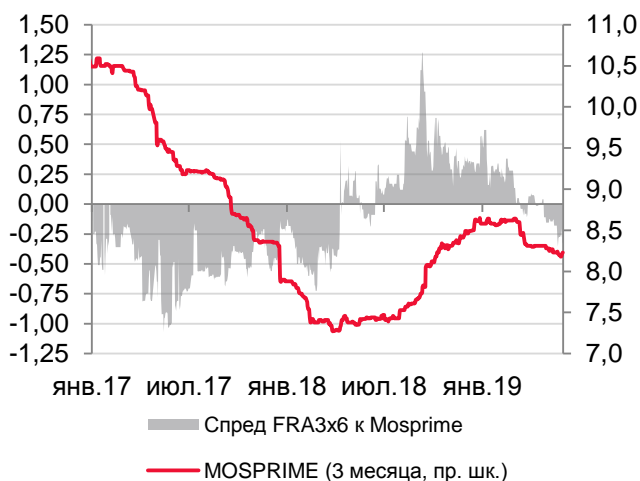
Динамика процентных инструментов говорит об укрепляющихся ожиданиях снижения ставки Банка России в ближайшие месяцы.

Рисунок 61. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 62. Спред FRA3x6 к ставке Mosprime на 3 месяца, п.п.



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

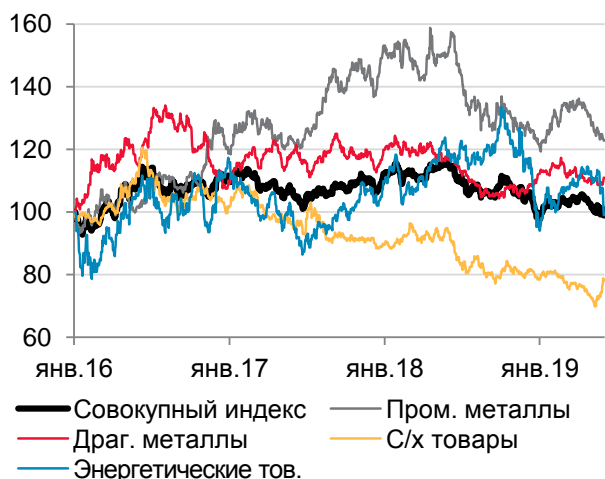
1.3.3. Минэнерго США ожидает стабилизации нефтяных запасов ОЭСР вблизи пятилетнего среднего уровня

- В мае цена нефти Urals перешла к снижению, опустившись до 66 долл./барр. (-11%).
- Отчетные данные показывают превосходящий ожидания рост коммерческих нефтяных запасов. На фоне стабильного предложения это вызвано относительно низким спросом, сдерживаемым помимо сезонного фактора высокой ценой нефти.
- Поддержку нефтяным ценам оказал рост геополитической напряженности на Ближнем Востоке и пересмотр прогноза состояния рынка жидкого топлива в сторону ужесточения ситуации на рынке: усиление санкций США может вызвать ускоренное падение добычи в Иране, в то время как большие свободные мощности стран ОПЕК+ будут загружаться только после отчетливых сигналов со стороны потребителей.
- Минэнерго США ожидает в среднесрочном периоде стабилизации коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР вблизи пятилетнего среднего уровня при цене нефти Brent на уровне 67 долл./барр.

За май индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 4%: цены энергетических товаров снизились на 12%, промышленных металлов – на 6% при росте цен сельскохозяйственных товаров на 7% и драгоценных металлов – на 1% (Рисунок 63). Цена нефти Urals, по данным Bloomberg, уменьшилась на 11%, до 66 долл./барр., прежде всего из-за роста рисков на стороне спроса, а также падения премии к цене Brent (на

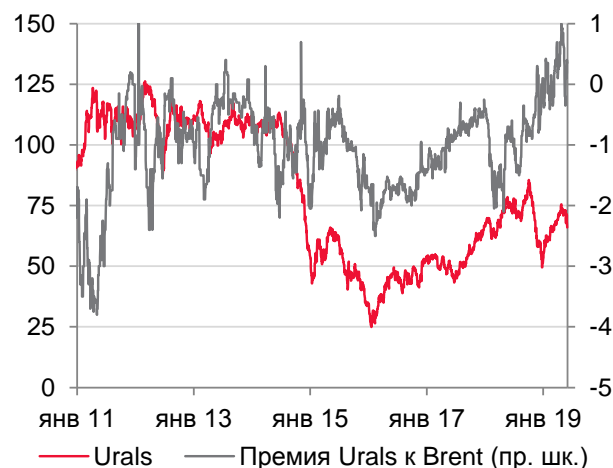
североморском направлении) (Рисунок 64). Последнее стало следствием снижения доверия к качеству российской нефти после загрязнения нефтепровода «Дружба», которое не смогло компенсировать сохраняющийся повышенный спрос на сернистую нефть.

Рисунок 63. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)



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

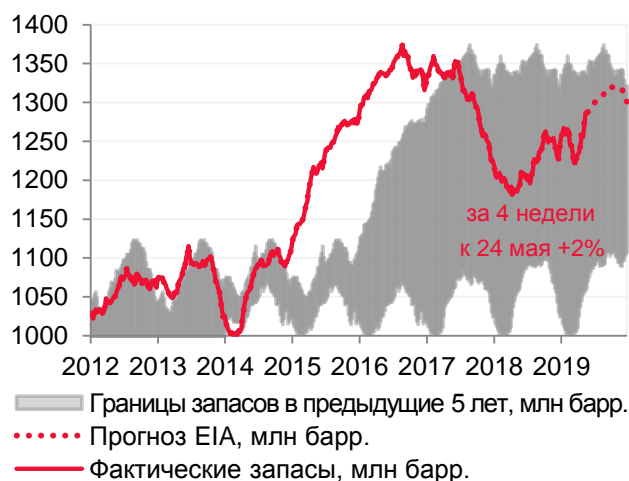
Рисунок 64. Цена нефти Urals и премии Urals к Brent, долл./барр.



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

Отчетные данные за последний месяц оказали давление на нефтяные цены. В апреле коммерческие нефтяные запасы возобновили рост, прежде всего в США и Китае, причем рост превосходит как ожидания, так и пятилетний средний уровень, выступающий мериллом жесткости рынка (Рисунок 65). В основе динамики – факторы на стороне потребления, которое сдерживается не только сезонностью (апрель–май характеризуются слабым спросом), но и относительно высокой ценой нефти. Так, в США потребление нефтепродуктов существенно ниже прогноза Минэнерго США (EIA) (Рисунок 66), а степень загрузки нефтеперерабатывающих мощностей устойчиво находится вблизи нижней границы разброса значений показателя за предыдущие пять лет, что резко контрастирует с картиной предыдущих лет (Рисунок 67).

Рисунок 65. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США



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

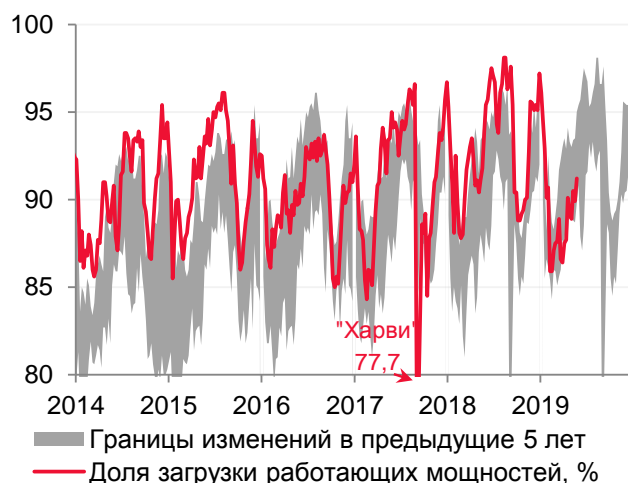
Рисунок 66. Потребление нефтепродуктов в США



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

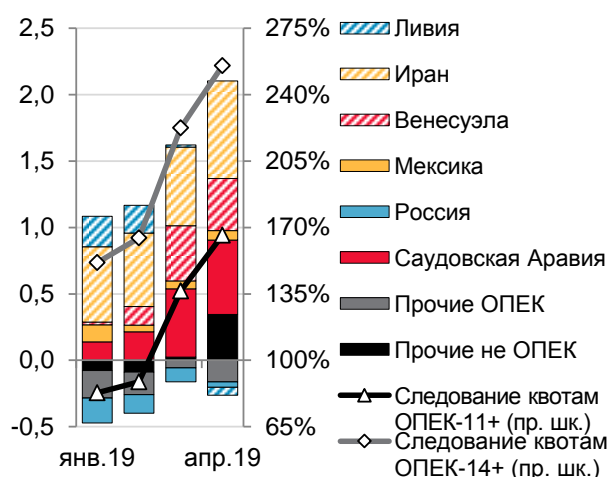
На этом фоне мировое предложение жидкого топлива в последние месяцы стабильно: сокращение добычи в странах ОПЕК+, повышающих степень следования квотам (Рисунок 68), компенсируется ее ростом в США (Рисунок 69). По данным EIA, в апреле относительно января доля ОПЕК в совокупном предложении жидкого топлива снизилась на 0,7 п.п., до 35,3%, а доля США выросла на 0,6 п.п., до 19,6%.

Рисунок 67. Загрузка нефтеперерабатывающих мощностей США, %



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

Рисунок 68. Степень следования квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение установленных квот), млн барр. в день и %



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Поддержку нефтяным ценам оказало усиление геополитической напряженности на Ближнем Востоке между Саудовской Аравией и Ираном и пересмотр прогноза состояния рынка жидкого топлива в сторону ужесточения ситуации на рынке. Ведущие международные организации (EIA, Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК) снова ухудшили прогноз роста спроса, а эскалация противостояния США с Китаем и Мексикой еще значительно повышает риски на стороне спроса. Однако в еще большей мере организации пересмотрели вниз прогноз роста предложения из-за отказа США продлить разрешение на приобретение иранской нефти основным потребителям. Хотя страны ОПЕК+ располагают большими свободными мощностями (основываясь на оценках МЭА, около 3,5 млн барр. в день), предполагается, что они будут вводить их только после отчетливых сигналов со стороны потребителей. EIA теперь ожидает на ближайшие годы сопоставимую динамику мирового спроса и предложения жидкого топлива (Рисунок 70) и поддержание коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР около пятилетнего среднего уровня (Рисунок 71).

По оценкам EIA, поддержание коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР на околонулевом уровне относительно пятилетнего среднего уровня (что фактически является целью соглашения ОПЕК+) соответствует цене нефти Brent 67 долл./барр. (Рисунок 72). Это благоприятная цена для развития сланцевой индустрии. Более быстрый рост мирового предложения относительно мирового спроса будет способствовать

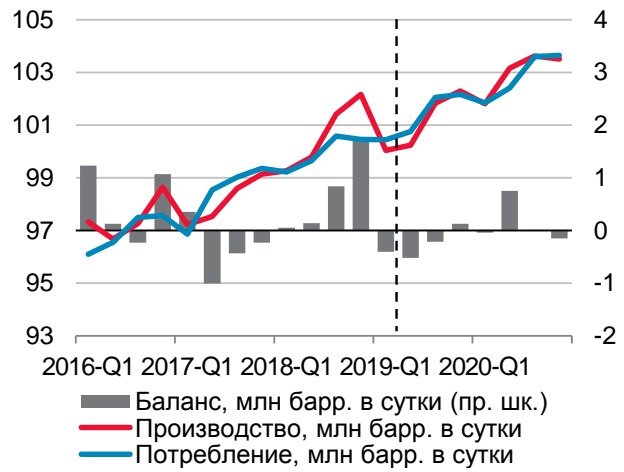
ускоренному росту нефтяных запасов и снижению цены нефти, в обратном случае – формированию более высокого уровня нефтяных цен.

Рисунок 69. Добыча нефти и число действующих буровых установок в США



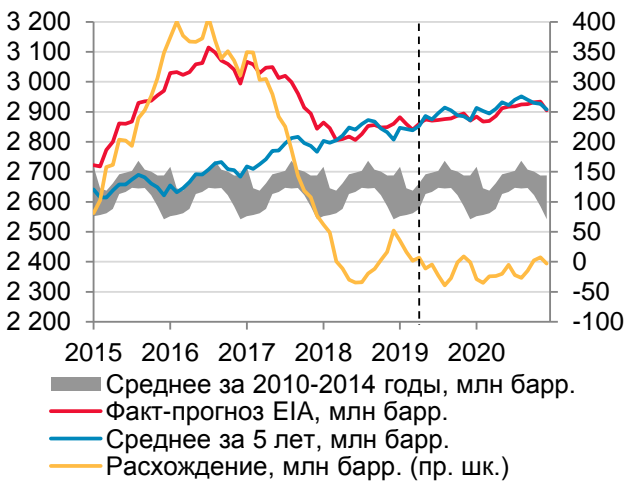
Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 70. Прогноз EIA основных показателей рынка жидкого топлива



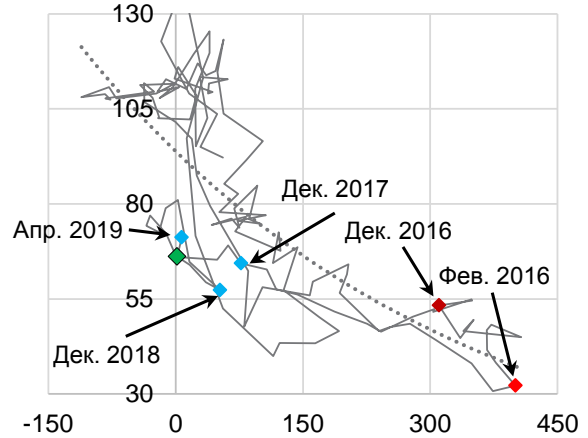
Источник: EIA.

Рисунок 71. Оценки EIA коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 72. Соотношение цены нефти Brent (вертикальная ось, долл./барр.) и избыточных нефтяных запасов ОЭСР (горизонтальная ось, млн барр.) в 2008–2018 годах



Источники: EIA, расчеты ДИП.

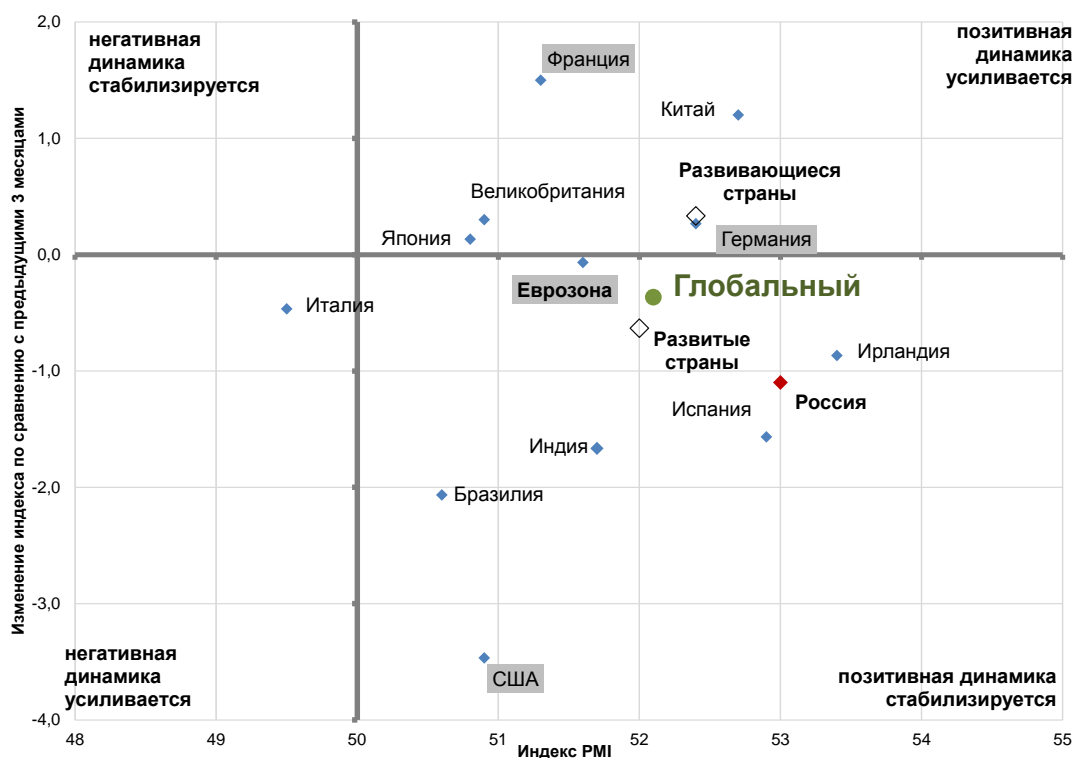
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Сводный PMI в США – на трехлетнем минимуме на фоне эскалации торговых рисков

Предварительные оценки индекса PMI в мае 2019 г. в крупнейших развитых странах указывают на замедление экономического роста на фоне возросших рисков торговой войны и неопределенности (Рисунок 73, выделены серым).

Рисунок 73. Динамика композитного индекса PMI за май и изменение к среднему значению за февраль–апрель, пункты



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

В США сводный индекс PMI снизился с 53 до 50,9 п.п. – минимума с мая 2016 года. Столь резкое замедление прежде всего стало отражением эскалации торгового противостояния с Китаем – бизнес-ожидания компаний снизились до минимума с 2012 года. А новые заказы в обрабатывающей промышленности сократились впервые с октября 2009 года. Однако у снижения сводного индекса есть и более фундаментальные причины. Слабость роста в обрабатывающих отраслях, где соответствующий индекс PMI снижается с начала года (с 53,0 до 50,9 п.п.), не могла не отразиться на внутреннем спросе и в секторе услуг. В результате компании притормозили найм, а имеющиеся мощности теперь могут не только обеспечивать текущий спрос, но и сокращать объем

незавершенной работы. Это говорит о рисках дальнейшего замедления роста деловой активности. Отметим, что оцениваемая рынком вероятность снижения ставки ФРС США до конца текущего года резко выросла после публикации этой статистики.

В еврозоне сводный индекс PMI в последние три месяца стабилизировался на низком значении – 51,6 после 51,5 процентного пункта. Спрос остается вялым, бизнес-ожидания продолжают ухудшаться (минимум за 4,5 года), а рост занятости – замедляться (минимум с 2016 г.). Еврозона находится под влиянием крайне негативной тенденции падения экспортных заказов, которое продолжается восемь месяцев подряд и негативно отражается на динамике сектора обрабатывающих отраслей (47,7 п.п. после 47,9 п.п., 4 месяца подряд ниже 50 п.п.). Текущие значения сводного PMI во II квартале согласуются с ростом ВВП меньше чем на 0,2% к/к. Сектор услуг пока остается драйвером роста (52,5 п.п. после 52,8 п.п.), но устойчивость такого роста на фоне падения экспорта и роста неопределенности остается под вопросом.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики ускорится до потенциала к середине года

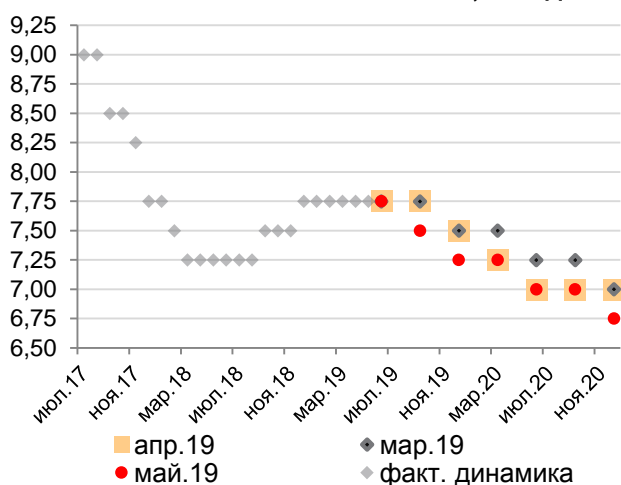
- По итогам вышедшей к 24 мая статистики оценка роста ВВП во II квартале 2019 г. составила 0,3% к/к SA, показав небольшое снижение по сравнению с апрельской оценкой.
- В III-IV кварталах рост ВВП составит около 0,4% к/к SA. Таким образом, экономический рост постепенно ускорится после краткосрочного замедления в начале 2019 года.
- В частности, рост в ближайшие месяцы может достичь темпов, соответствующих потенциалу или немного превысить их, отражая постепенное закрытие образовавшегося в конце 2018 – начале 2019 г. отрицательного разрыва выпуска.
- Текущие оценки могут быть скорректированы в дальнейшем по мере выхода новых порций краткосрочной статистики.

	Май	Апрель
	% к/к SA	% к/к SA
II квартал 2019 года	0,3	0,4
III квартал 2019 года	0,4	0,4
IV квартал 2019 года	0,4	–

2.2.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: ожидания аналитиков по ставке снизились вслед за апрельским сигналом Банка России

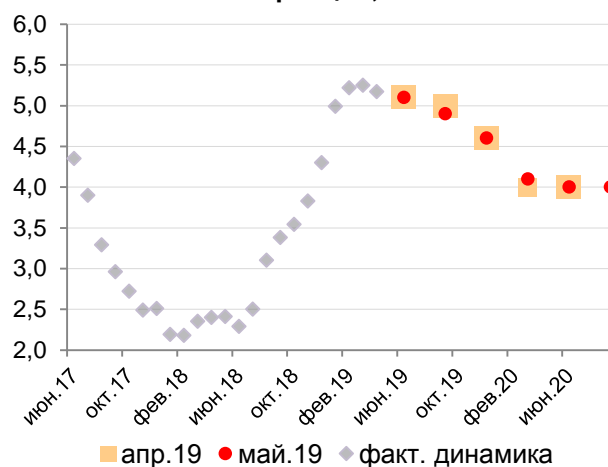
- В мае ожидания аналитиков по ключевой ставке на 2019–2020 гг. снизились (Рисунок 74). Текущий консенсус-прогноз по ставке предполагает два снижения в 2019 году (на опорных заседаниях в июне и сентябре) до 7,25% годовых – уровня III квартала 2018 г., предшествовавшего повышению ставки в сентябре и декабре 2018 года.
- К концу 2020 г. эксперты ожидают дальнейшего снижения ключевой ставки до 6,75% годовых, что с учетом отрицательного спреда ставки рынка МБК к ключевой ставке должно примерно соответствовать середине диапазона оценок нейтральной ставки (6,0–7,0% годовых).
- Прогноз по инфляции на 2019 г. остался без изменений, составив 4,6% г/г. Аналитики полагают, что снижение инфляции до 4% произойдет в начале 2020 г. (Рисунок 75).

Рисунок 74. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 75. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталья Карлова

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева