



Банк России

№ 3 (31)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ **Макроэкономика и рынки**

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

АПРЕЛЬ 2019

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 30.04.2019 (исключение – данные по инфляции за апрель по состоянию на 07.05.2019).

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. Разовые дезинфляционные факторы сдерживают рост цен _____	5
1.1.2. Ценовые индексы PMI: перенос повышения НДС в цены постепенно затухает	10
1.1.3. Рост цен производителей потребительских товаров замедляется _____	11
1.2. Экономическая динамика _____	12
1.2.1. Движение товарно-материальных запасов ускорило рост ВВП в IV квартале 2018 года _____	12
1.2.2. PMI в марте: оживление деловой активности в обработке и умеренный оптимизм в услугах _____	19
1.2.3. Платежный баланс в I квартале: высокий профицит счета текущих операций и возврат нерезидентов _____	23
1.2.4. Обрабатывающая промышленность в I квартале перешла к росту _____	25
1.2.5. Медленное восстановление деловой активности в строительстве _____	27
1.2.6. Уровень безработицы обновляет минимумы _____	31
1.2.7. Замедление роста оборота розничной торговли в марте _____	33
1.2.8. Дальнейшее ускорение роста необеспеченных потребительских кредитов _____	37
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки _____	41
1.3.1. Центральные банки смягчили риторику в ответ на замедление мировой экономики _____	41
1.3.2. Риски для российского финансового рынка остаются пониженными _____	49
1.3.3. Добыча сланцевой нефти прибыльна при цене около 50 долларов за баррель WTI _____	53
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ _____	59
2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России? _____	59
2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики замедлился временно _____	59
2.1.2. Консенсус Bloomberg: аналитики отреагировали на сигнал Банка России _____	59
3. ФОКУС-СЕКЦИЯ. Снижение притока прямых иностранных инвестиций _____	61

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Итоги

- Годовая инфляция прошла свой пик по мере ослабления эффекта от повышения НДС и усиления действия временных факторов, сдерживающих рост цен. Месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность, скорректированный на действие разовых факторов, соответствует цели по инфляции Банка России. Инфляционные ожидания снижаются, оставаясь повышенными и незаякоренными, что сигнализирует о сохранении связанных с этим среднесрочных проинфляционных рисков. Экономическая активность продолжала расширяться несколько замедленными темпами.
 - Динамика потребительских цен и текущий уровень инфляционного давления в экономике указывают на повышение вероятности замедления инфляции до 4% в I квартале 2020 года. Этому способствует действие временных дезинфляционных факторов – в частности, укрепление рубля. Краткосрочные проинфляционные риски (в том числе связанные с НДС) снизились. Упреждающее повышение ключевой ставки во второй половине 2018 г. полностью выполнило свою задачу. Вместе с тем, среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают.
 - Рост экономики в I квартале несколько замедлился под воздействием ряда временных факторов, среди которых замедление мировой экономики, падение нефтяных цен в конце 2018 г. и повышение НДС. Этому также способствовал эффект высокой базы из-за особенностей статистического учета добавленной стоимости в строительстве. Вместе с тем, появились признаки улучшения экономической ситуации, в том числе связанные с конъюнктурным ростом нефтяных цен и укреплением рубля.
 - Риски для российских финансовых рынков оставались на пониженном уровне относительно IV квартала 2018 г. под влиянием в целом благоприятной ситуации на мировых финансовых рынках и роста нефтяных цен. Развитие ситуации в странах с формирующимися рынками и санкционные риски остаются доминирующими факторами для российского финансового рынка.

2. Взгляд в будущее

- Опережающие индикаторы экономической активности указывают на пониженные относительно потенциала темпы роста российской экономики в I квартале 2019 года. Вместе с тем, судя по индикаторам, уже начиная с II квартала 2019 г. рост экономики ускорится и будет соответствовать своему потенциальному уровню.
- Аналитики приблизили прогноз по инфляции в 2019 г. к прогнозу Банка России и по-прежнему уверены в замедлении инфляции до 4% в 2020 году. Стали расти ожидания по снижению ключевой ставки в 2019 году.

1. ИТОГИ

1.1. Инфляция

Годовая инфляция прошла пиковое значение на более низком, чем ожидалось, уровне под усиливающимся действием временных сдерживающих рост цен факторов: укрепления рубля и снижения цен на дизельное топливо. Влияние НДС на рост потребительских цен перестало прослеживаться в статистических данных, указывая, в том числе, на отсутствие значимых косвенных эффектов.

В результате краткосрочные проинфляционные риски сократились. Темпы роста наиболее устойчивых компонентов индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов, соответствуют 4%-ной инфляции. В ближайшие месяцы ожидается постепенное замедление инфляции с выходом на 4% в I квартале 2020 года.

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

1.1.1. Разовые дезинфляционные факторы сдерживают рост цен

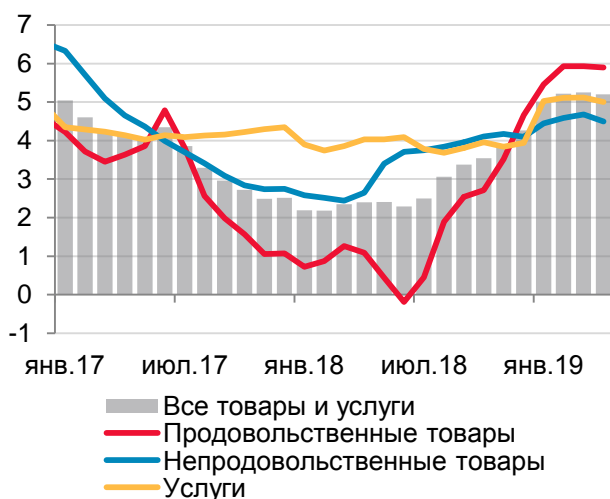
- В марте инфляция достигла пика 5,25%, после чего замедлилась до 5,2% в апреле. При этом месячный сезонно сглаженный рост цен уже третий месяц подряд оказывается близко к траектории, соответствующей 4%-ной инфляции.
- Динамика цен подвержена влиянию как проинфляционных, так и дезинфляционных факторов. В целом, они компенсируют друг друга, поэтому инфляционное давление, очищенное от их действия, также находится около уровня, соответствующего 4%-ной инфляции.
- Впрочем, одномоментное действие разнонаправленных разовых факторов затрудняет оценку истинного уровня инфляционного давления.

В марте инфляция ускорилась до 5,25% с 5,22% в феврале (Рисунок 1). Годовой рост цен на продовольствие и услуги стабилизировался, а ускорение произошло за счет небольшого повышения темпов роста цен на непродовольственные товары. Достигнув пика в марте, инфляция в апреле снизилась до 5,2% на фоне замедления роста цен на непродовольственные товары и услуги.

В ежемесячном выражении рост потребительских цен составил 0,32% м/м в марте и 0,3% м/м в апреле (Рисунок 2). Третий месяц подряд месячная динамика цен оказывается очень близкой к траектории, соответствующей инфляции 4% (Рисунок 3). При этом по нашим предварительным оценкам динамика цен, в том числе перенос повышения НДС в цены, сдерживается влиянием ряда дезинфляционных разовых факторов.

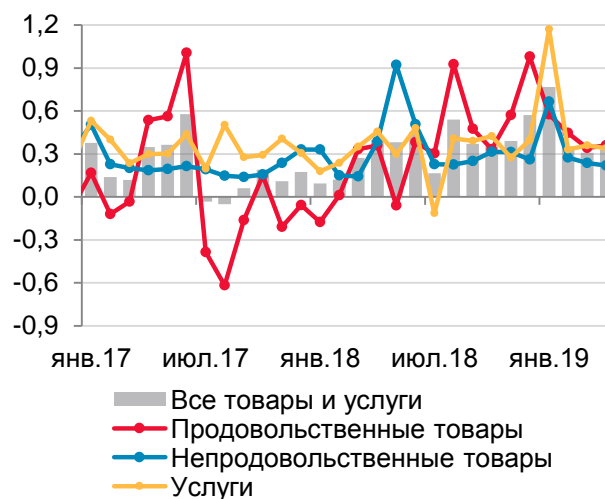
На рынке продовольствия в марте-апреле замедлился сезонно сглаженный рост цен: до 0,34-0,36% м/м с 0,42% в феврале и пикового роста на 1,0% м/м в декабре прошлого года. Динамика цен на плодоовощную продукцию продолжает вносить значительный вклад в колебания цен всей группы продовольственных товаров: сезонно сглаженный рост цен на плодоовощи в марте снизился до 0,4% м/м с 1,5% в феврале, а в апреле ускорился до 0,8% м/м. Рост цен на продовольствие с исключением плодоовощной продукции третий месяц подряд находится на пониженном уровне после быстрого роста во втором полугодии 2018 года (около 0,3% м/м после очистки от сезонности). Однако ценовая динамика внутри группы продовольственных товаров остается разнонаправленной. С одной стороны, наблюдается сильное замедление роста цен или снижение уровня цен тех групп товаров, которые внесли весомый вклад в ускорение роста цен во второй половине 2018 года (мясо и птица, куриные яйца). С другой стороны, несколько повышенными темпами растут потребительские цены на хлеб, крупы, макаронные изделия, отражая рост цен на зерно, произошедший еще в 2018 году.

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



Источник: Росстат.

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

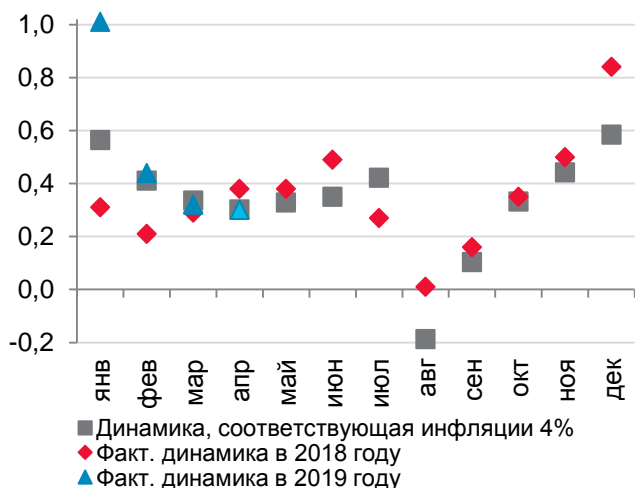


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рост цен непродовольственных товаров замедляется третий месяц подряд: до 0,22% в апреле и 0,24% в марте с 0,27% м/м в феврале и 0,66% м/м в январе. Цены на нефтепродукты продолжили снижаться, а продление соглашения нефтяников и Правительства минимизирует риски их роста как минимум до конца II квартала. По многим товарам, цены которых чувствительны к колебаниям курса, в марте наблюдалось замедление динамики по сравнению с февралем. Косвенно влияние курсовой динамики

подтверждает быстрое снижение медианы роста цен группы товаров, имеющих высокую корреляцию с курсом (Рисунок 4).

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



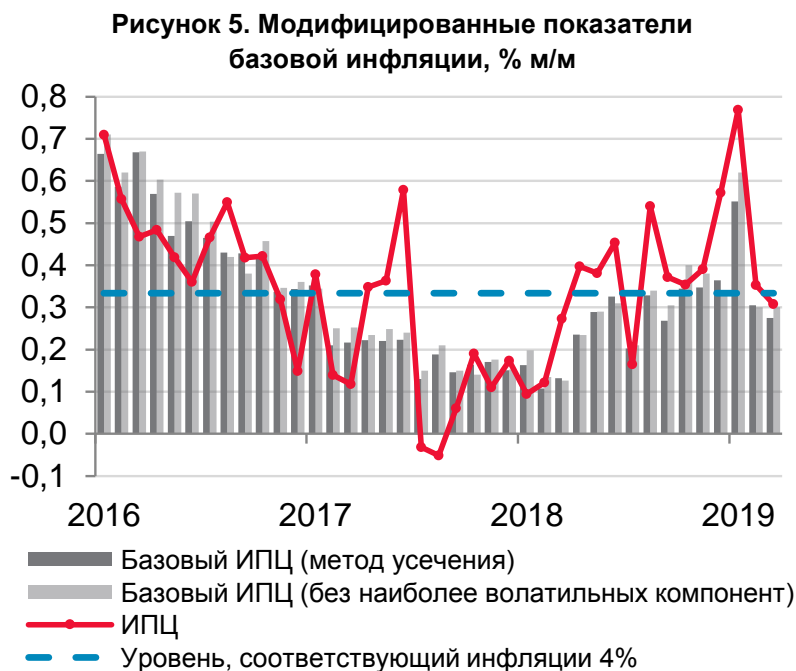
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Сезонно сглаженный рост цен на услуги остается близким к уровню, соответствующему 4% инфляции. На динамику некоторых компонентов услуг также действуют разовые факторы. Например, цены на услуги в сфере зарубежного туризма, которые быстро реагируют на изменение курса, остаются на уровне февраля (с исключением сезонности), а с начала года снизились на 0,3%.

Замедление роста цен в марте сказалось и на динамике модифицированных показателей базовой инфляции¹ (Рисунок 5), хотя они в меньшей степени подвержены влиянию различных разовых факторов. В целом инфляционное давление после вызванного повышением ставки НДС всплеска в январе находится близко к уровню, соответствующему 4% в пересчете на год.

На данный момент на инфляцию влияет несколько разовых факторов, как в сторону ее снижения (укрепление рубля с начала 2019 г., снижение цен на дизельное топливо, стабилизация на некоторых рынках продовольствия), так и в сторону повышения (повышенный рост цен на некоторые группы продовольственных товаров, остаточное влияние увеличения ставки НДС). Это затрудняет оценку уровня инфляционного давления и идентификацию эффектов разовых факторов в текущей динамике цен.

¹ На момент подготовки бюллетеня Росстат еще не опубликовал все необходимые данные для расчета динамики модифицированных показателей базовой инфляции в апреле



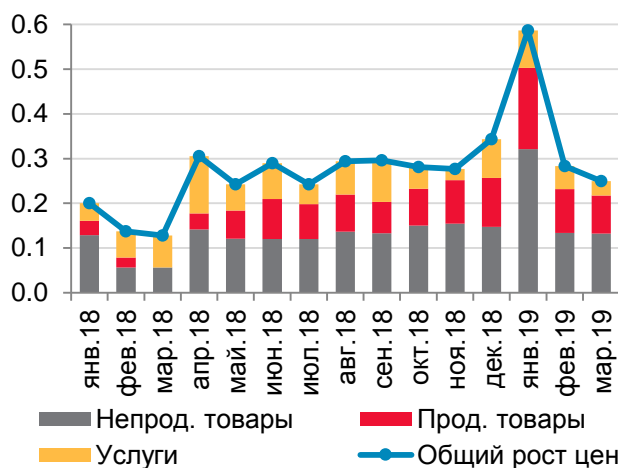
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Об оценке прямого влияния повышения НДС на динамику потребительских цен

Для оценки прямого влияния повышения НДС на инфляцию рассматривались индивидуальные индексы цен на товары и услуги, входящие в расчет ИПЦ и облагаемые по базовой ставке НДС 20%. Для устранения возможных искажений результатов расчетов на предварительном этапе были исключены следующие компоненты, для которых свойственна высокая волатильность или регулируемый характер: жилищно-коммунальные услуги, отдельные услуги пассажирского транспорта, плодоовощная продукция, нефтепродукты и табачные изделия. Вес оставшихся категорий составил около половины от потребительской корзины, применяемой для расчета ИПЦ в 2019 г, причем большинство из них было представлено непродовольственными товарами.

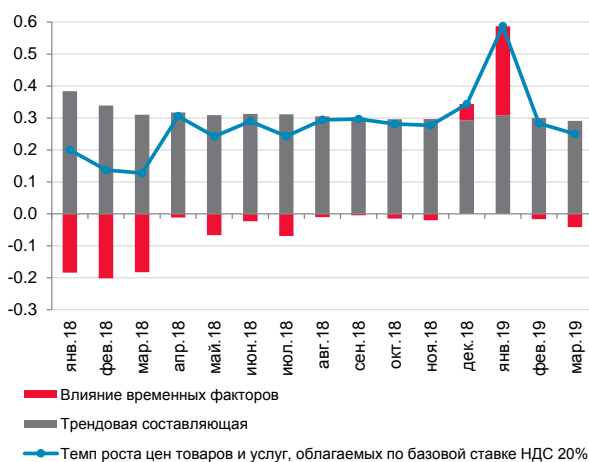
Декомпозиция темпов роста цен говорит о том, что наибольший вклад в ускорение роста потребительских цен, спровоцированного налоговыми изменениями, внесла динамика цен на непродовольственные товары (Рисунок 6). Такой результат был ожидаем, учитывая, что большинство непродовольственных товаров, входящих в расчет ИПЦ, облагается по базовой ставке НДС. Достаточно весомым было и влияние со стороны продовольствия, а вот вклад от динамики цен на услуги, напротив, оказался не очень заметным.

Рисунок 6. Рост цен корзины товаров, облагаемых по ставке НДС 20%, сезонно очищенный, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Декомпозиция темпов роста цен, облагаемых по ставке НДС 20%, по характеру влияния факторов, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Для более формального разложения факторов динамики цен на разовые и постоянные был рассчитан показатель, характеризующий наиболее устойчивую составляющую динамики потребительских цен. Расчет производился на основе алгоритма, применяемого нами ежемесячно для расчета оценок трендовой инфляции², однако в качестве исходных данных использовалась не вся потребительская корзина, а та ее часть, налогообложение которой происходит по базовой ставке НДС.

Если принять отклонение роста стоимости обозначенной корзины вверх от трендовой компоненты за эффект от повышения НДС (Рисунок 7), то результат получится небольшим: 0,3–0,4 п.п. для корзины товаров и услуг, облагаемых по базовой ставке НДС, что соответствует вкладу в 0,15–0,2 п.п. в инфляцию. Видно, что практически весь эффект пришелся на январь, а в феврале–марте рост цен корзины товаров, облагаемых НДС по ставке 20%, оказался ниже трендового. Однако это не означает, что в феврале–марте увеличение НДС не оказывало влияния на динамику потребительских цен. Наиболее вероятно, что влияние со стороны увеличения НДС было компенсировано действием временных факторов, сдерживавших рост потребительских цен. В частности, к ним относится укрепление рубля.

Отдельно стоит обсудить динамику цен на нефтепродукты. Соглашение Правительства и нефтяных компаний, заключенное еще в 2018 г., позволяло повысить розничные цены на 1,7% в январе для компенсации увеличения ставки НДС и дальше повышать их не более чем на 0,33%. Фактически в январе цены на бензин и дизельное топливо выросли на 0,6%, однако это не говорит о том, что повышение НДС не

² Метод оценки трендовой инфляции описан в докладе об экономических исследованиях Банка России: Дерюгина Е., Пономаренко А., Синяков А., Сорокин К. [Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России](#) // Серия докладов об экономических исследованиях Банка России. Март 2015 г. № 4; и в аналитической записке Департамента исследований и прогнозирования: [Внутриэкономические факторы инфляции](#). Май 2016 г. № 2.

было полностью перенесено в цены. Более медленный, чем можно было ожидать, рост цен на нефтепродукты в январе произошел из-за благоприятной динамики цен производителей, которые снизились на 9,3% м/м. Для подсчета влияния повышения НДС на инфляцию мы будем исходить из того, что оно было перенесено в розничные цены на нефтепродукты полностью.

Прибавив к получившемуся результату вклад динамики цен на нефтепродукты и табачную продукцию, которые мы ранее намеренно исключили из расчета, получим оценку на уровне 0,3–0,4 процентного пункта. Стоит отметить, что влияние январской индексации тарифов ЖКУ мы не учитываем (оно бы прибавило чуть больше 0,2 п.п.). По итогам года индексация тарифов будет близка к целевому уровню Банка России по инфляции: повышение цен на коммунальные услуги разбили на два этапа в январе (1,7%) и июле (2,4%) для смягчения влияния повышения НДС на финансовые показатели компаний, предоставляющих жилищно-коммунальные услуги, в первом полугодии.

На основе приведенных расчетов на первый взгляд можно сделать вывод, что эффект от повышения ставки НДС на инфляцию по итогам первых трех месяцев 2019 г. оказался ниже минимальной границы диапазона начальных оценок Банка России. Однако мы интерпретируем полученный результат иначе. Прежде всего кажущееся нулевым влияние повышения НДС в феврале–марте вызвано встречным действием временных факторов, замедляющих рост цен: в первую очередь укреплением рубля, которое отняло от динамики цен товаров и услуг, облагаемых по базовой ставке НДС, в последние два месяца, по нашим оценкам, от 0,1 до 0,2 процентного пункта. Также полученные нами результаты могут быть немного занижены из-за инерционности трендовой компоненты инфляции. Вполне возможно, что инфляционное давление после вычета всех разовых факторов сейчас все же находится чуть ниже 0,3% (Рисунок 7). С учетом этих эффектов мы оцениваем, что влияние повышения НДС на инфляцию оказывается ближе к нижней границе начальных оценок Банка России (0,6 п.п.).

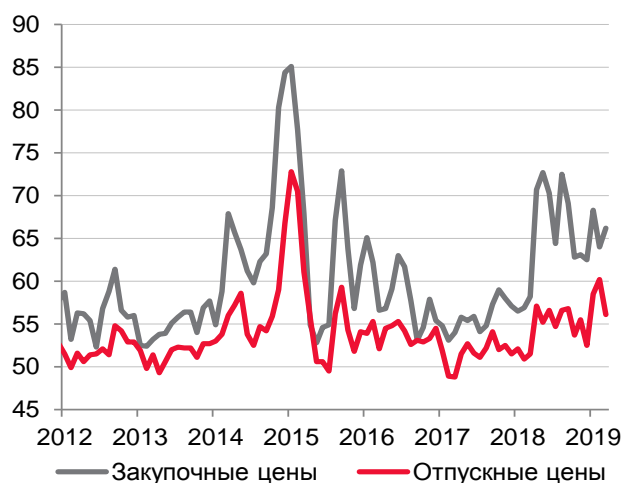
Важно, что выглядящий на первый взгляд небольшим прямой эффект повышения НДС на инфляцию и более медленный, чем ожидалось, рост цен в I–II кварталах, уменьшают масштаб вторичных эффектов на инфляцию через снижение инфляционных ожиданий и более плавное повышение издержек производителей тех товаров, которые облагаются по льготной или нулевой ставке.

1.1.2. Ценовые индексы PMI: перенос повышения НДС в цены постепенно затухает

- Ценовые индексы PMI указывают на некоторое замедление роста цен в марте, при сохранении еще повышенного уровня ценового давления.
- Респонденты по-прежнему отмечают перенос повышения НДС как один из факторов роста цен, но снижение ценовых индексов (за исключением индекса закупочных цен в обработке) говорит о том, что этот эффект постепенно затухает.

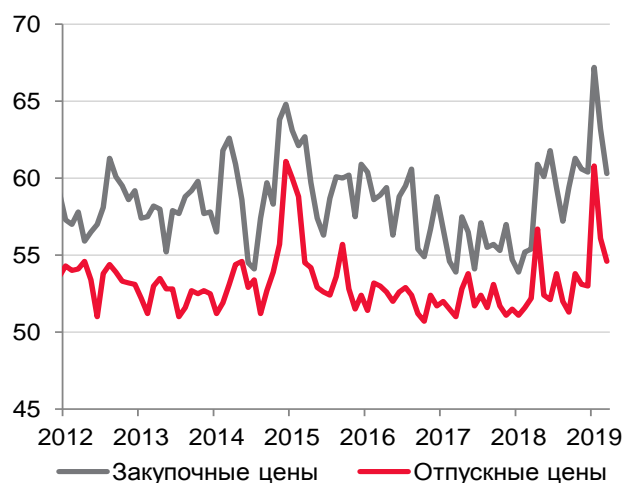
- В секторе услуг респонденты в качестве одного из факторов роста издержек отмечают рост заработных плат для удержания квалифицированного персонала.

Рисунок 8. Ценовые индексы PMI в обработке, п.



Источники: IHS Markit.

Рисунок 9. Ценовые индексы PMI в услугах, п.



Источники: IHS Markit.

1.1.3. Рост цен производителей потребительских товаров замедляется

- В марте годовые темпы роста цен производителей составили 10,9% после 9,2% в феврале³ (Рисунок 10).
- Однако годовой рост цен производителей обрабатывающих отраслей замедлился до 7,4% в марте – с 8,0% в феврале. Замедление роста отмечается и в динамике цен производителей товаров, предназначенных для потребительского рынка (Рисунок 11). Среди входящих в расчет показателя категорий наиболее заметное замедление роста цен наблюдалось в отраслях мясопереработки и производства сахара. Такая динамика может означать, что в этих отраслях давления со стороны цен производителей на потребительский рынок постепенно уменьшается.
- Среди основных видов экономической деятельности значительное ускорение роста цен наблюдалось в отрасли добычи полезных ископаемых (24,4% в марте после 15,0% в феврале). Главным фактором послужила динамика внутренней цены на сырую нефть, годовой темп роста которой ускорился до 29,3% в марте – с 14,3% в феврале. За месяц цена на сырую нефть выросла на 5,5% м/м (после 2,8% м/м в феврале), что было ожидаемо, учитывая рост мировых цен. При этом продолжилось снижение цен на нефтепродукты: бензин подешевел на 4,0% м/м, а дизельное топливо – на 0,8% м/м.

³ Январские и февральские оценки ИЦП были пересмотрены Росстатом.

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

Источник: Росстат

Рисунок 11. Изменение цен на некоторые товары⁴, % г/г

Источник: Росстат

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 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. К середине года прекращение действия негативных факторов и оживление бюджетных расходов ускорят рост экономики при отсутствии новых значимых внешне-экономических шоков.

1.2.1. Движение товарно-материальных запасов ускорило рост ВВП в IV квартале 2018 года

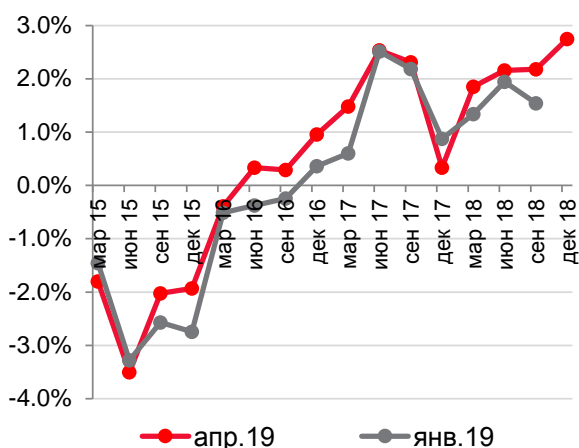
- Росстат подтвердил рост ВВП за 2018 г. на уровне 2,3%. Значительно пересмотрена квартальная динамика ВВП с 2014 года.
- Существенные изменения коснулись структуры компонентов ВВП по использованию в 2018 году.
- Основной причиной более высокого, чем ожидалось, роста ВВП в 2018 г. стало повышение оценки по приросту товарно-материальных запасов.

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.

- При этом масштаб положительного вклада потребления и чистого экспорта не сильно отклонился от предыдущих оценок.
- Отсутствие более сильного замедления прироста товарно-материальных запасов мы связываем с эффектом от ослабления рубля, а также с исчерпанием эффекта дополнительного спроса со стороны крупных проектов.

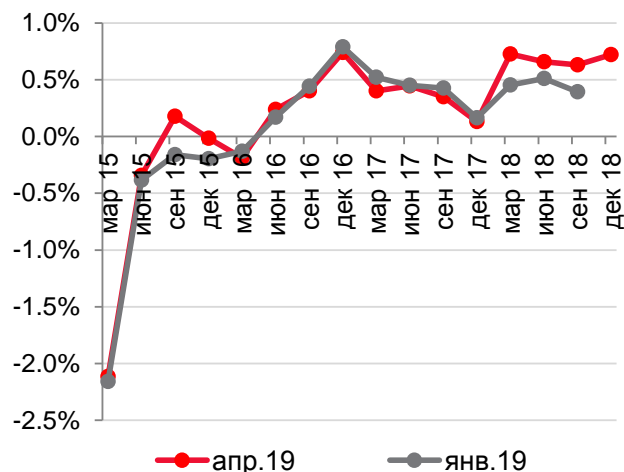
В начале апреля Росстат опубликовал обновленные годовые и квартальные данные по ВВП за 2014–2018 годы. Наряду с тем что Росстат пересмотрел ретроспективный ряд, включая квартальную динамику компонентов ВВП, наибольший интерес в новых данных представляет подтвержденная оценка роста ВВП за 2018 г. на уровне 2,3%, а также разбивка ВВП по использованию за прошлый год.

Рисунок 12. Динамика ВВП в январе и апреле 2019 г., г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

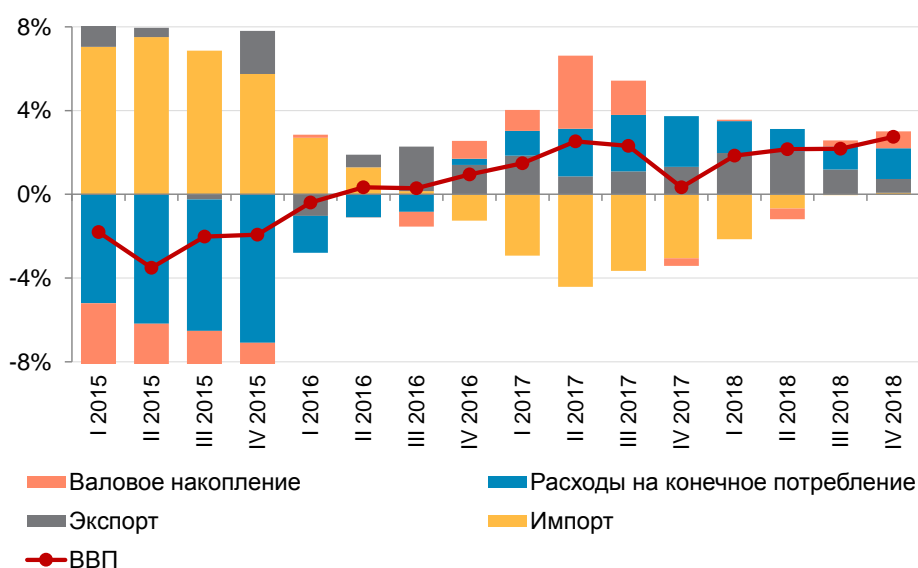
Рисунок 13. Темпы роста ВВП с учетом сезонности, % к/к



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Согласно новым данным, основными причинами более высокого, чем предполагалось ранее, роста ВВП по итогам 2018 г. (декабрьская оценка ДИП – 1,6–1,7%) стала более благоприятная динамика валового накопления, в то время как динамика других компонентов в целом согласуется с предварительными результатами. Так, ожидаемо наибольший положительный вклад в рост ВВП внесло потребление населения и чистый экспорт.

Рисунок 14. Декомпозиция ВВП, вклад в годовые темпы роста, пп.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Итоговая динамика потребления населения, демонстрирующая замедление роста в первом полугодии и некоторое ускорение к концу 2018 г. (2,2% г/г против 3,2% в 2017 г.), в целом соответствует опережающим индикаторам потребительской активности. Фактором, поддержавшим потребительскую активность, стало снижение нормы сбережений, в том числе за счет ускорения роста потребительского кредитования. При этом в сравнении с 2017 г. вклад потребления в ВВП в целом ослаб соизмеримо текущему балансу доходов.

Высокие темпы роста физических объемов экспорта складывались ввиду увеличения добычи нефти на фоне ослабления ограничений в рамках ОПЕК+. Экспортные поставки топливно-энергетических товаров в реальном выражении выросли на 6,4%⁵, что практически соответствует росту совокупного экспорта товаров и услуг за 2018 г. на 6,3%. Рост экспорта поддержал и нефтегазовый сектор. Так, физические объемы экспорта металлов выросли на 8,5% г/г, а продукции химической промышленности – на 3,5% г/г. Значительно ускорился рост физического объема экспорта сельскохозяйственной продукции – на 19,2% г/г. В частности, большими темпами росли объемы экспорта свежего мяса (+65,5% г/г) и пшеницы (+33% г/г).

Темпы роста импорта при этом к концу года замедлились сильнее первоначальных ожиданий. Во-первых, динамика импорта в 2018 г. ухудшилась сильнее, чем можно было предполагать исходя из реакции на изменение курса рубля. Во-вторых, наблюдалось существенное ослабление импорта инвестиционных товаров, которое во многом согласуется с замедлением роста инвестиций в основной капитал в конце года. Вполне возможно, что и то и другое является последствием исчерпания сильного положительного эффекта от крупных инвестиционных проектов, и до активизации новых государственных инвестиций динамика импорта останется весьма сдержанной.

⁵ Здесь и далее согласно квартальным данным ФТС: соответствующий период 2017 г. = 100%, в средне-годовых ценах 2017 года.

Согласно обновленной статистике, существенно повысился уровень как инвестиций в основной капитал, так и прироста товарно-материальных запасов в 2018 году. Вклад инвестиций в основной капитал в рост в 2018 году при этом изменился не очень сильно с учетом пересмотра базы 2017 г.: обновленные данные по строительству увеличили оценки как 2018 г., так и 2017 г., изменили структуру квартальных оценок ВВП, но не привели к существенному увеличению годовых оценок. Однако эффект от накопления товарно-материальных запасов превысил прежние оценки⁶. Динамика этого показателя очень волатильна и не всегда соотносится с изменениями других компонентов ВВП, что затрудняет интерпретацию его динамики. Это происходит, в частности, из-за того, что зачастую товарно-материальные запасы выступают в роли остаточного компонента ВВП. Мы склонны связывать рост вклада этого компонента в динамику ВВП в IV квартале (около 0,8 п.п. из 2,8% роста) опережающим ростом производства по сравнению со спросом, прежде всего инвестиционным. Это может стать одним из факторов замедления роста ВВП в I квартале 2019 года.

Влияет ли выбор основного метода расчета ВВП на масштаб пересмотров после публикации предварительных оценок?

В современной практике составления СНС распространены три методики расчета ВВП, позволяющие анализировать различные составляющие агрегированного показателя.

ВВП, рассчитанный производственным методом (представляет собой разность между выпуском товаров и услуг в целом по экономике и промежуточным потреблением плюс чистые, за вычетом субсидий, налоги на производство), является наиболее информативным с точки зрения понимания вклада в ВВП каждой отрасли экономики. Позволяет лучше отследить отраслевые изменения, особенно в долгосрочной перспективе. Недостатком метода является его неинформативность с точки зрения структуры затрат ВВП. Метод получил применение в США и Канаде в 1930-х гг. в связи с исследованиями Саймона Кузнеца.

ВВП, рассчитанный методом конечного использования, представляет собой сумму расходов на конечное потребление товаров и услуг, валового накопления и чистого экспорта. Таким образом, данный метод предполагает представление ВВП по структуре затрат. Это позволяет понять основные составляющие статьи расходов, что важно для понимания динамики экономических циклов в экономике. Кроме этого, отдельно выделен вклад внешней торговли в структуру ВВП. Метод, в частности, получил широкое применение после Второй мировой войны (под влиянием работы Дж. М. Кейнса).

ВВП, рассчитанный по источникам доходов, отражает первичные доходы, получаемые единицами, непосредственно участвующими в производстве, а также государственными учреждениями и некоммерческими организациями, обслуживающими домашние хозяйства. При этом стандартный подход заключается в том, что величина валовой прибыли (то есть первичных доходов корпораций) определяется балансовым

⁶ Однако в целом прирост товарно-материальных запасов был ожидаемо ниже, чем в 2017 году.

путем на основании общей величины ВВП, полученной производственным методом, за вычетом компенсаций наемным работникам (первичные доходы домашних хозяйств) и налогов на производство (первичные доходы органов государственного управления). Иными словами, этот метод на практике применяется не для определения общей величины ВВП, а для оценки структуры его формирования с точки зрения факторных доходов. Кроме этого, метод не предполагает расчета динамики ВВП в реальном выражении.

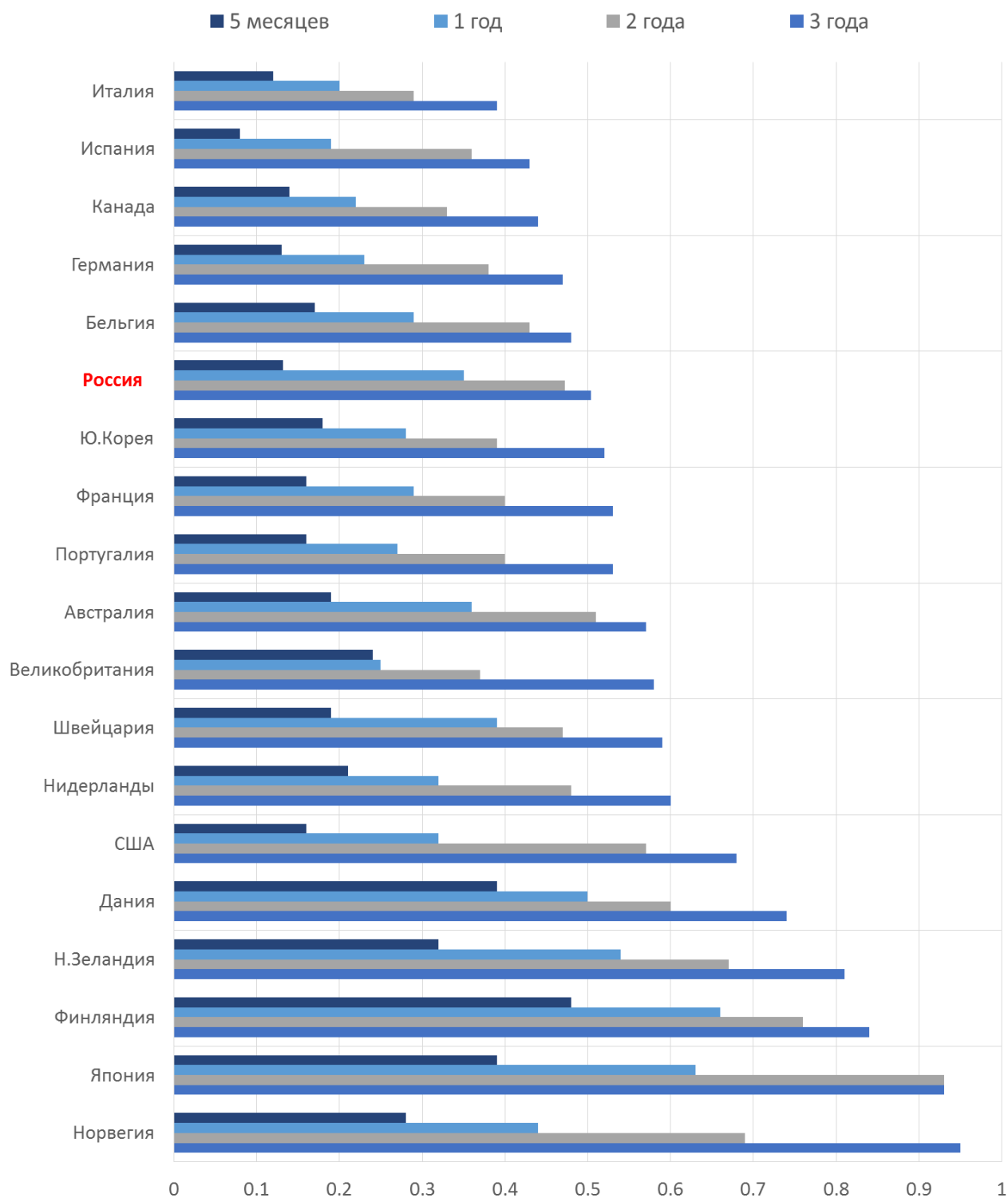
В 1940–1960-е гг. ВВП в большинстве стран, использующих СНС, рассчитывался методом конечного использования. Однако начиная с 1970-х гг. начал получать распространение производственный метод расчета. В настоящее время взаимодополняющий набор показателей, включающий все три концепции формирования ВВП, рассматривается в СНС как единственно возможный подход, и статистические агентства стремятся рассчитывать ВВП и его компоненты всеми альтернативными методами.

При этом одна из оценок ВВП может рассматриваться как основная, а расхождение между основной и альтернативной оценкой публиковаться как «Статистическое расхождение». Как правило, выбор основного метода связан с качеством исходной информации, используемой для расчета ВВП данным способом. Так в России (как и в большинстве стран СНГ) в качестве основного используется производственный метод в связи с исторически сложившейся слабой развитостью статистических обследований домашних хозяйств и достаточно развитой статистикой предприятий. В то же время, в статистическом учете многих зарубежных стран в качестве основного формально обозначен метод конечного использования.

Следует отметить, что в действительности разделение на основной и альтернативный методы оценки ВВП во многом условно, так как оба метода подсчета в любом случае используются для перекрестной проверки и взаимной балансировки. В частности, нет оснований полагать, что существенное расхождение годовой оценки ВВП с предварительными квартальными данными, публиковавшимися в течение 2018 г., связано с использованием производственного метода расчета. Основным источником неопределенности в данном случае стало появление финальной оценки расходов предприятий на валовое накопление, которая отразилась как на переоценке выпуска соответствующих отраслей-поставщиков, так и на динамике показателя накопления основного капитала (одного из компонентов ВВП по использованию).

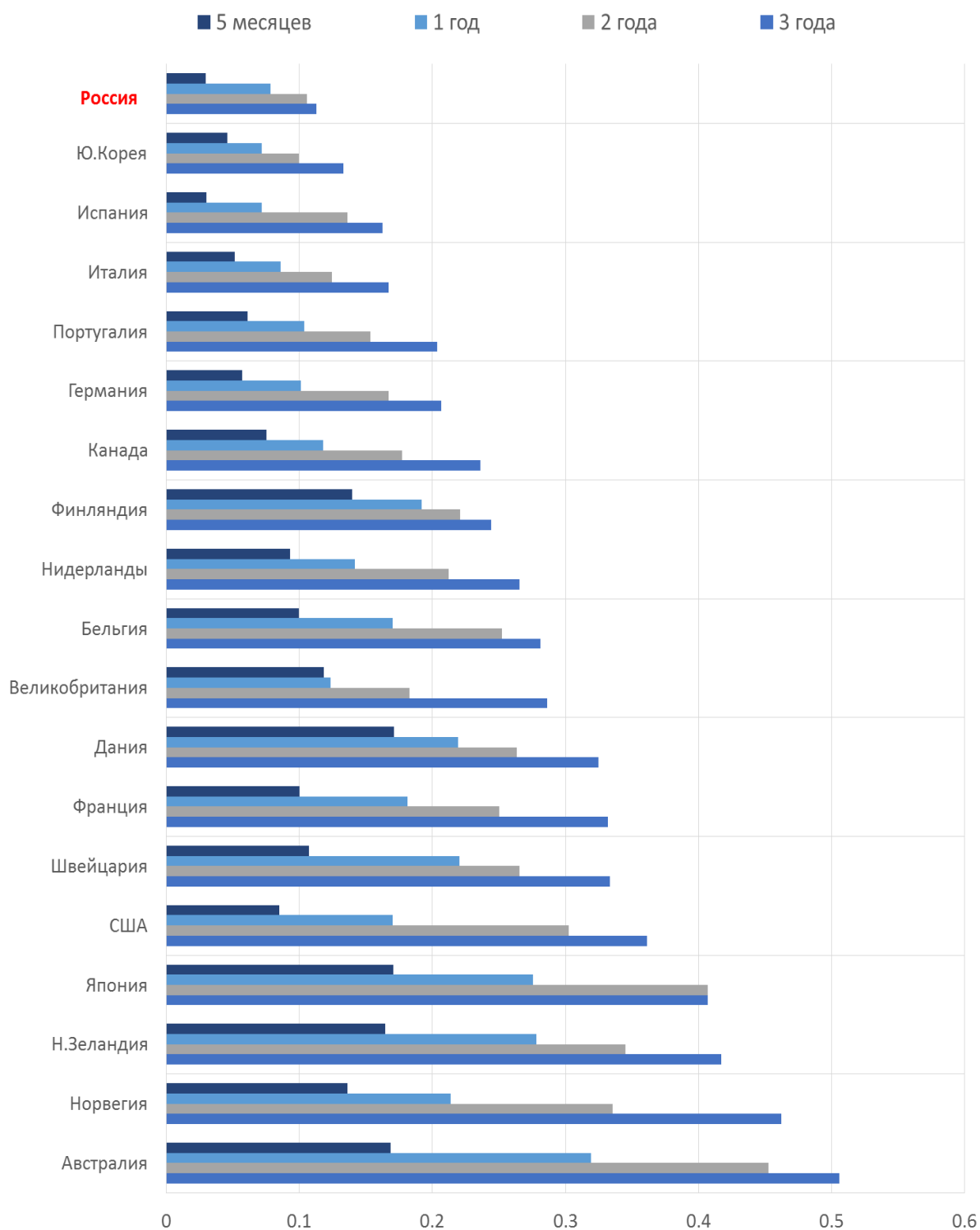
Можно также отметить, что пересмотр годовых темпов роста ВВП на 0,5 п.п. (таков ожидаемый масштаб пересмотра квартальной динамики ВВП в 2018 г.) в принципе соответствует среднему значению итоговых пересмотров как в российской, так и в международной практике (Рисунок 15). Кроме того, при учете относительно более высокой волатильности темпов роста ВВП в России пересмотр такого масштаба нельзя считать необычным (Рисунок 16).

Рисунок 15. Средний пересмотр темпов роста ВВП (к/к предыдущего года) на различных временных горизонтах (абсолютное значение, п.п.)



Источники: OECD Statistics Brief No. 22 (July 2015), Росстат.

Рисунок 16. Средний пересмотр темпов роста ВВП (к/к предыдущего года) на различных временных горизонтах (отношение к стандартному отклонению темпов роста ВВП)



Источники: OECD Statistics Brief No. 22 (July 2015), Росстат.

1.2.2. PMI в марте: оживление деловой активности в обработке и умеренный оптимизм в услугах

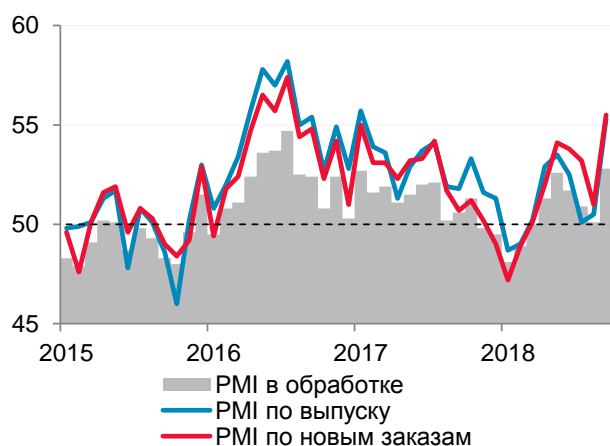
- Обработка уверенно завершила I квартал: значение индекса PMI в марте выросло до 52,8 пункта.
- При этом в секторе услуг значение индекса PMI снизилось до 54,4 п. – минимума с декабря 2018 года.
- Динамика совокупного индекса PMI указывает на ускорение роста общей деловой активности по сравнению с февралем до максимальных значений с ноября 2018 года. При этом неизменность [Новостного индекса деловой активности](#) ДИП последние месяцы указывает на стабилизацию темпов роста экономики.

Мартовские данные по индексу PMI обрабатывающих отраслей указали на рост деловой активности с 50,1 до 52,8 п. после относительно слабых оценок в феврале (Рисунок 17). Такое оживление в секторе в первую очередь связано с заметным ускорением внутреннего спроса, результатом которого стал сильный рост индекса объемов производства в обработке (с 50,5 до 55,3 п.) и индекса новых заказов (с 51,0 до 55,5 п.). При этом данные опроса не показали существенного ускорения увеличения занятости, что, по мнению респондентов, связано с ростом производительности на предприятиях.

Крайне позитивные оценки текущего производства способствовали уверенному повышению прогнозов выпуска в обработке с 71,8 до 83,5 п., что стало максимумом за весь период наблюдения данного показателя с апреля 2012 года. Это можно трактовать как позитивный сигнал для краткосрочного прогноза деловой активности в этой отрасли.

Рисунок 17. Динамика индексов PMI

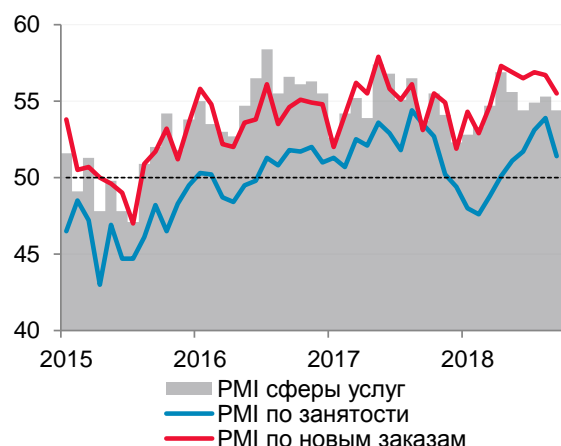
в обрабатывающей промышленности, пп.



Источник: IHS Markit.

Рисунок 18. Динамика индексов PMI

в сфере услуг, пп.



Источник: IHS Markit.

В марте индекс PMI в секторе услуг снизился с 55,3 до 54,4 п., что является минимумом с декабря 2018 г. (Рисунок 18) и связано преимущественно с замедлением темпа роста новых заказов и ужесточением конкуренции в секторе. Рост новых заказов замедлился и достиг минимума за последние полгода (55,5 п.), хотя все еще держится выше среднего уровня за 2016–2018 годы. Сохраняющаяся положительная динамика поддерживается значительным увеличением спроса со стороны иностранных клиентов: темпы роста экспортных заказов в марте были максимальными с сентября 2014 года. Отмечается дальнейшее снижение количества невыполненных заказов (46,0 п.) за счет повышения эффективности деятельности компаний. Однако более умеренные настроения относительно будущего развития бизнеса (63,3 п.) нашли отражение в замедлении роста занятости в секторе до минимума с ноября 2018 г. (51,4 п.).

Сводный индекс PMI по выпуску в марте вырос с 54,1 до 54,6 п. (Рисунок 20), что было обусловлено ускорением роста в обрабатывающем секторе. Не помешало ускорению совокупного роста падение новых экспортных заказов в обработке. Они снижаются третий месяц подряд и могут отражать дальнейшее ухудшение экономической ситуации в еврозоне.

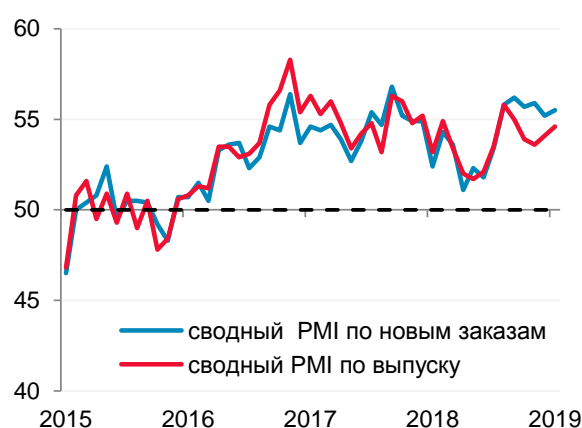
При продолжающемся ускорении деловой активности, согласно оценкам PMI, [Новостной индекс деловой активности](#) ДИП последние три месяца остается примерно на одном уровне, что может указывать на стабилизацию темпов роста экономики (Рисунок 19).

Рисунок 19. Сводный индекс PMI и новостной индекс



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика сводных индексов PMI по России



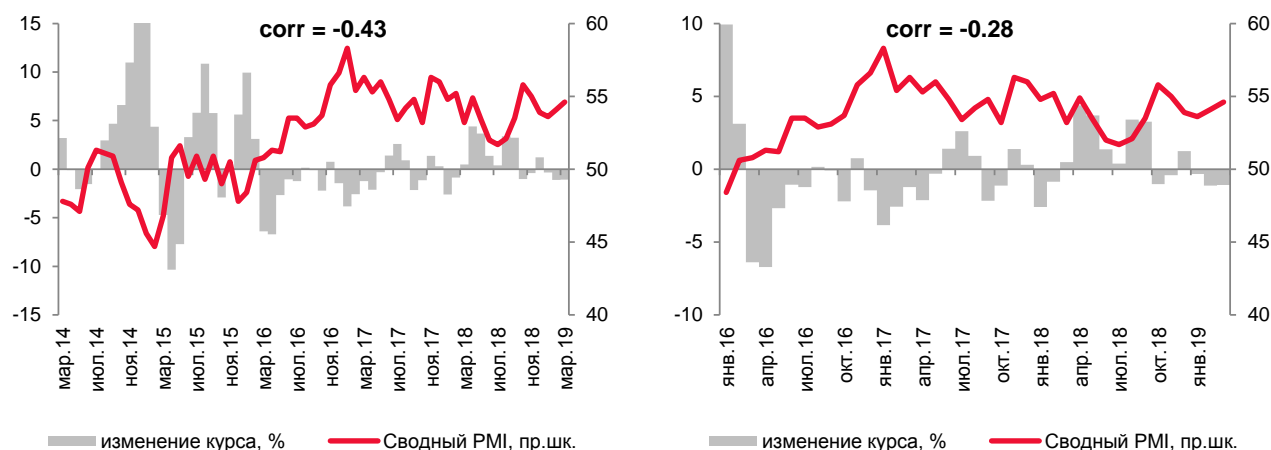
Источник: IHS Markit.

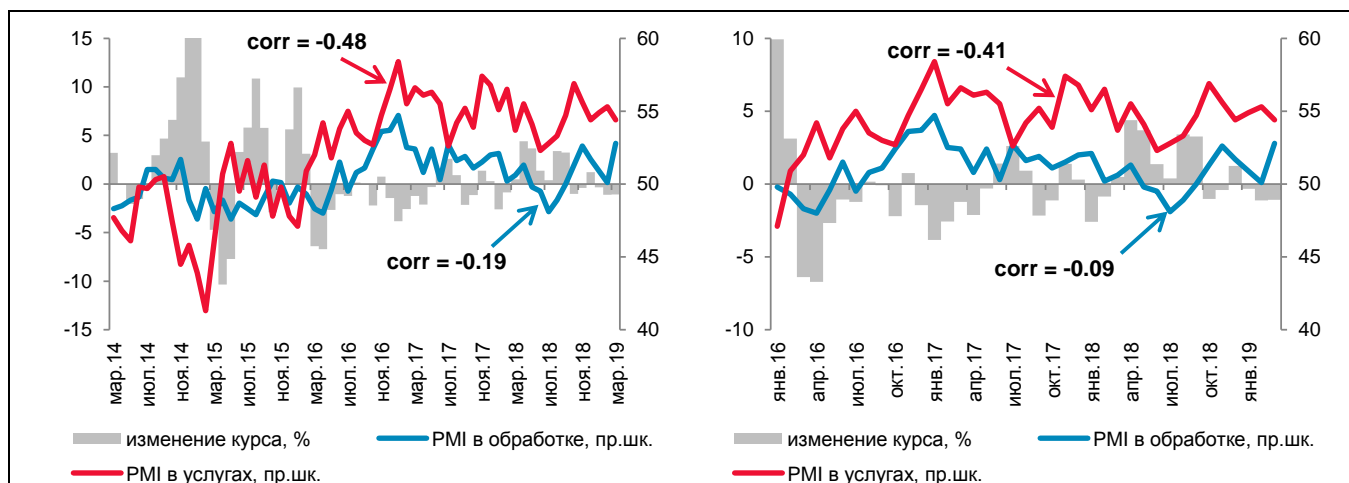
Что стоит за динамикой опережающих индикаторов деловой активности?

Заметные колебания в ежемесячных опросных показателях относительно оценок текущего состояния и перспектив будущей деловой активности порождают гипотезу о том, что опросные опережающие индикаторы периодически могут демонстрировать излишнюю чувствительность к изменениям различных макроэкономических переменных или быть подвержены сильному влиянию новостного фона. Это может означать, что изменение оценок экономической активности предприятий, которое отмечают респонденты, зачастую может быть не связано с наличием фундаментальных причин для ускорения или замедления роста производства.

Мы проанализировали в первом приближении, в какой степени изменения оценок деловой активности предприятиями могут колебаться от месяца к месяцу по относительно менее фундаментальным причинам на примере динамики курса рубля. Выбор показателя валютного курса в данном случае обусловлен тем, что он является хорошо наблюдаемым для общественности и может в значительной степени рассматриваться как основа тональности новостного фона. На рисунках ниже приведена динамика индексов PMI по данным IHS Markit и динамика курса рубля к доллару США как отношение курса за текущий месяц к среднему значению курса за три предыдущих месяца (рост означает ослабление рубля).

Рисунок 21. Динамика PMI и изменение курса рубля к доллару США





Источники: Банк России, IHS Markit, расчеты ДИП.

Полученные данные коэффициентов корреляции демонстрируют отрицательную зависимость между опережающими индикаторами и изменениями курса рубля (чем больше ослабление рубля, тем в большей степени при прочих равных условиях сокращается опросный показатель деловой активности). Однако нужно отметить следующие эмпирические закономерности.

Во-первых, мы видим, что сила связи различна для компаний обрабатывающей промышленности и компаний сферы услуг. PMI в услугах гораздо сильнее коррелирован с динамикой курса рубля, чем другие рассматриваемые ряды.

Во-вторых, полученные относительно высокие значения коэффициентов корреляции объясняются в большей степени эпизодами существенного ослабления рубля (например, в конце 2014 г.), когда происходило резкое ухудшение внешнеэкономических условий. Так, на этом фоне ослабление рубля и снижение PMI-индексов были сопутствующими друг другу явлениями без какой-либо ярко выраженной причинно-следственной связи между ними. Последний вывод в большей степени справедлив применительно к анализу динамики сводного PMI и PMI в обрабатывающем секторе, где мы наблюдаем заметное снижение коэффициентов корреляции после уменьшения временного промежутка до начала 2016 года. В то же время для компаний сферы услуг исключение из расчетов периода сильных изменений внешних условий не значительно повлияло на результаты. В связи с этим мы можем говорить о некотором выявленном свойстве ряда опережающего индикатора деловой активности в сфере услуг, обоснованность которого подлежит дальнейшей более тщательной проверке и изучению.

По итогам представленного выше простого анализа можно осторожно сделать вывод о том, что в объяснении динамики сводного PMI присутствует несколько завышенная доля валютного курса, которая иногда может исказить оценки респондентов. При этом возможно, что это искажение проявляется не систематически, а в периоды, когда курсовые колебания превышают определенное пороговое значение.

Курсовая динамика, очевидно, должна играть важную роль в ответах респонден-

тов. Однако, *во-первых*, ее проявление в действительности представляется гораздо более сложным, чем простая отрицательная корреляция (предприятия, в разной степени ориентированные на закупку импортных комплектующих или экспорт за рубеж, могут по-разному видеть комфортные для себя уровень и изменения курса рубля⁷). *Во-вторых*, существенная доля изменения индексов бизнес-настроений, очевидно, объясняется другими факторами, которые связаны с внутренними отраслевыми изменениями.

Полностью очистить рассматриваемые индексы от влияния курса или других макропеременных довольно проблематично. В связи с этим нужно максимально осторожно относиться к интерпретации колебаний оценок деловой активности, совпадающих с изменениями курса, поскольку за этим может не стоять фундаментальное изменение ситуации с производством в отраслях.

Таблица 1. Коэффициенты корреляции изменения курса рубля и опережающих индикаторов

Временной интервал	PMI в обработке	PMI в услугах	Сводный PMI
Январь 2014 – март 2019	-0,19	-0,48	-0,43
Январь 2016 – март 2019	-0,09	-0,41	-0,28

1.2.3. Платежный баланс в I квартале: высокий профицит счета текущих операций и возврат нерезидентов

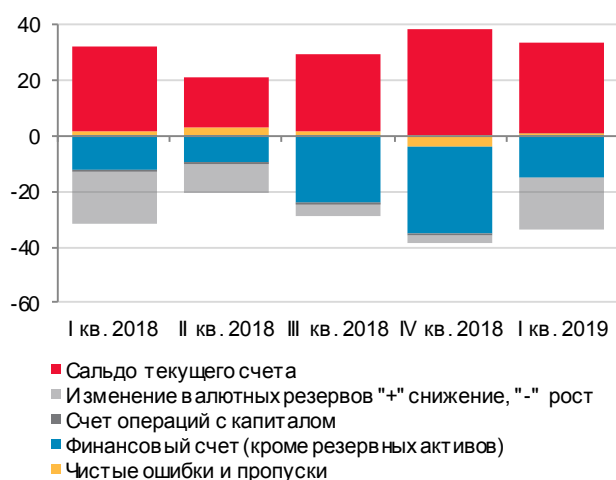
- Высокий счет текущих операций в I квартале 2019 г. (32,8 млрд долл.) обусловлен стабилизацией динамики экспорта при продолжающемся небольшом падении импорта и низком отрицательном неторговом сальдо (Рисунок 22, Рисунок 23)
- Экспорт снизился на 0,5% г/г (на 11,8% к/к), что связано преимущественно с сокращением экспорта в нефтегазовом секторе (-1,1% г/г). В основном данное сокращение вызвано изменением цен сырьевых ресурсов, тогда как физические объемы нефтегазового экспорта предположительно снизились незначительно год к году.
- Ненефтегазовый экспорт год к году изменился незначительно, как в ценовом, так и в физическом выражении (в стоимостном рост на 0,5% г/г). Его сильное падение квартал к кварталу (-24,2%) может быть обусловлено существенным вкладом со стороны снижения объемов зернового экспорта, в то время как динамика других основных составляющих ненефтегазового экспорта в квартальном выражении не ухудшалась.
- Сокращение импорта в годовом выражении в I квартале 2019 г. немного замедлилось – до -2,6% после -3,6% г/г в IV квартале 2018 года. Однако такое улучшение

⁷ См. также раздел «В фокусе. Предприятиям нужен разный курс рубля: результаты опроса» в [бюллетене «О чем говорят тренды» \(№ 6, май 2016 г.\)](#).

неоднородно. С одной стороны, сократились темпы снижения импорта машин и оборудования. С другой стороны, падение импорта механического оборудования продолжается темпами, близкими к средним значениям IV квартала 2019 г., динамика импорта электронного оборудования и транспортных средств год к году и во все ухудшилась, примерно на том же уровне осталось падение импорта продовольствия, по сравнению с IV кв. ухудшилась динамика импорта одежды и обуви.

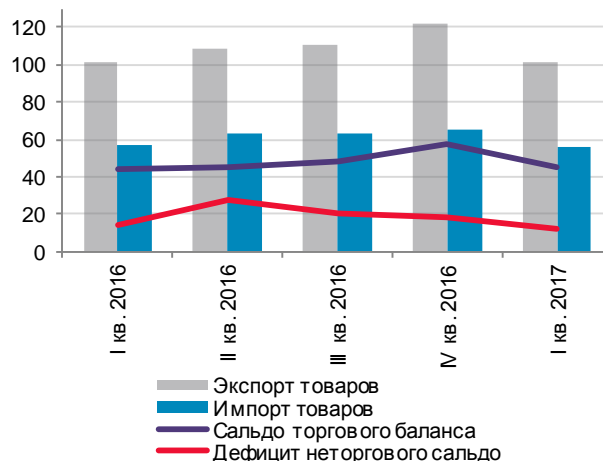
- Отрицательное сальдо финансового счета в I квартале 2019 г. незначительно увеличилось по сравнению с аналогичным периодом прошлого года: -15 млрд долл. против -12,4 млрд долл. соответственно. При этом такие результаты были достигнуты вопреки значительному росту отрицательного сальдо финансовых операций частного сектора (до -25,2 млрд долл. против -16,1 млрд долл. в I квартале 2018 г.).
- Это стало возможным благодаря сильному притоку средств нерезидентов в ОФЗ (+5,3 млрд долл. после оттока 5,8 млрд долл. в 2018 г.), а также успешному размещению государственных евробондов (+2,7 млрд долл. у нерезидентов).
- Большую часть чистого оттока капитала частного сектора обеспечили банки (-15,7 млрд долл.), тогда как чистый отток из прочих секторов оказался несколько меньше (-9,4 млрд долл.). Меньшему, чем в I квартале 2018 г., оттоку в корпоративном секторе способствовали два фактора: **1)** значительный приток прямых инвестиций (11,5 млрд долл.) при отсутствии столь же существенного приобретения иностранных финансовых активов; **2)** сравнительно небольшое чистое погашение внешнего долга (только -3,3 млрд долл. по «ссудам и займам» и «прочим обязательствам» суммарно против -6,4 млрд долл. за I квартал 2018 г.).
- Что касается банков, то банковский сектор параллельно с существенным погашением внешнего долга (-5,5 млрд долл.) также заметно нарастил иностранные активы (+10,3 млрд долл.).
- Сравнительная динамика нефтяных цен и валютного курса в 2018 и 2019 гг. позволяет ожидать дальнейшего улучшения квартальной и годовой динамики импорта во II квартале при росте стоимостных объемов экспорта на квартальной основе.

Рисунок 22. Динамика основных компонентов платежного баланса РФ, млрд. долл. к/к



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика компонентов сальдо текущего счета платежного баланса РФ, млрд. долл. к/к



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

1.2.4. Обрабатывающая промышленность в I квартале перешла к росту

- Рост промышленного производства в марте замедлился до 1,2% г/г после ускорения до 4,1% г/г в феврале. Несмотря на сильные месячные колебания объемов производства, ситуация в промышленности в целом благоприятная: по итогам I квартала выпуск продукции вырос на 0,5% к/к⁸ по сравнению с IV кварталом 2018 года.
- Увеличение добычи газа и руд цветных металлов привело к росту выпуска добывающей промышленности в целом, при этом ее динамику немного сдерживает снижение добычи нефти в рамках выполнения сделки ОПЕК+.
- В обрабатывающей промышленности в I квартале наметился разворот тренда: после стагнации во втором полугодии выпуск продукции вырос на 0,8% к/к. Отрасли, ориентированные на потребительский и промежуточный спрос, продолжают расти. В инвестиционных отраслях трендовая динамика остается негативной из-за производства прочих видов транспорта. Без этого сектора в инвестиционных отраслях также наблюдается рост.

Годовой рост промышленного производства в марте замедлился до 1,2% г/г после резкого роста в феврале на 4,1% г/г, которому способствовали временные факторы. По итогам I квартала 2019 г. промышленный выпуск вырос на 2,1% г/г. По оценкам ДИП, после очистки от сезонности промышленное производство относительно прошлого месяца сократилось на 0,5% м/м (Рисунок 24), что можно было ожидать после февраль-

⁸ Здесь и далее, все цифры за исключением годовой динамики (г/г) приведены после очистки от сезонности

ского повышения на 1,1%. В целом по итогам I квартала промышленность выросла на 0,5% к/к по сравнению с IV кварталом 2018 года.

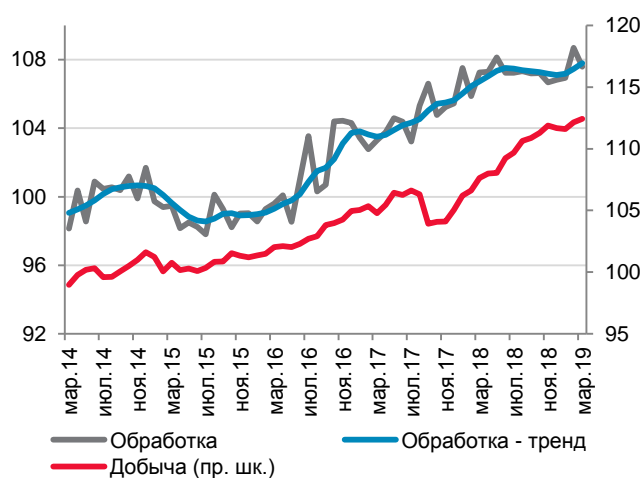
В добывающем секторе рост в марте замедлился до 4,3% г/г – с 5,1% г/г в феврале, а в целом за I квартал выпуск вырос на 4,7% г/г. В I квартале динамику сектора сдерживало снижение добычи нефти в рамках выполнения сделки ОПЕК+. Вместе с тем увеличение добычи других полезных ископаемых (газа и руд цветных металлов) привело к росту выпуска в добывающей промышленности на 0,4% к/к (после очистки от сезонности) (Рисунок 24).

Рисунок 24. Динамика индекса промышленного производства (2014 г. = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 г. = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В марте рост обрабатывающей промышленности замедлился до 0,3% г/г – с 4,6% г/г в феврале (+1,3% г/г за I квартал). Относительно предыдущего месяца выпуск обрабатывающих отраслей потерял 1,0% м/м, частично компенсировав резкое повышение на 1,6% м/м в феврале. Колебания выпуска в обрабатывающей промышленности от месяца к месяцу традиционно сильно выражены из-за динамики выпуска продукции в отдельных отраслях. Лучше об общем состоянии обрабатывающей промышленности говорит динамика его трендовой составляющей, в которой в I квартале наметился поворот (Рисунок 25): выпуск вырос на 0,8% к/к⁹ после стагнации на протяжении второго полугодия 2018 года.

Динамика внутри групп отраслей обрабатывающей промышленности остается неоднородной (Рисунок 26). Драйвером группы потребительского спроса по-прежнему является пищевая промышленность: в отрасли сохраняется положительный тренд, несмотря на снижение в марте, последовавшее за всплеском в феврале.

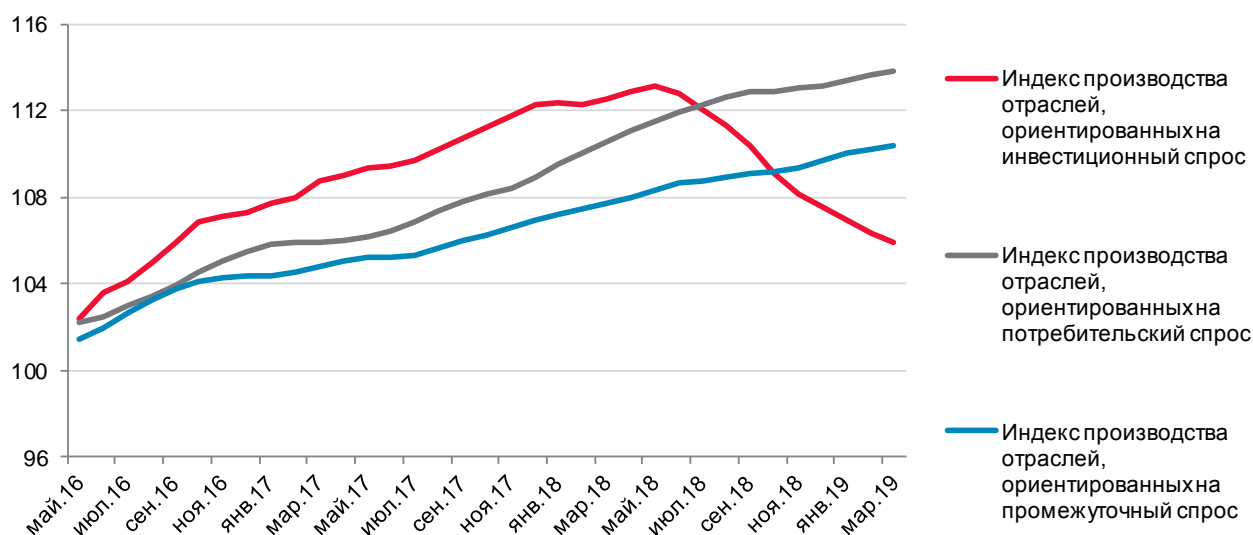
В марте отрасли промежуточного спроса стали основной причиной снижения выпуска в обрабатывающей промышленности. Однако в отраслях промежуточного спроса положительный тренд в целом сохраняется, несмотря на временные колебания

⁹ С исключением сезонности.

нефтепереработки, которая перед этим аномально сильно выросла в феврале, и сохраняющуюся волатильность в секторе металлургии (прежде всего за счет цветных металлов и ядерных материалов).

Трендовая динамика отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос, остается негативной, прежде всего в связи с сокращением производства прочих транспортных средств и оборудования. Снижение закупок в рамках госзаказа, скорее всего, является основным фактором такой динамики в этой отрасли. Без учета прочих транспортных средств в секторе инвестиционных товаров уже с конца 2018 г. наблюдается положительная динамика, по большей части за счет улучшения динамики выпуска строительных материалов (изделий из бетона, цемента и гипса, а также огнеупорных изделий). Это указывает на оживление в строительном секторе.

Рисунок 26. Динамика трендовой составляющей для индексов производства по группам отраслей обрабатывающей промышленности, январь 2016 г. = 100%



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.5. Медленное восстановление деловой активности в строительстве

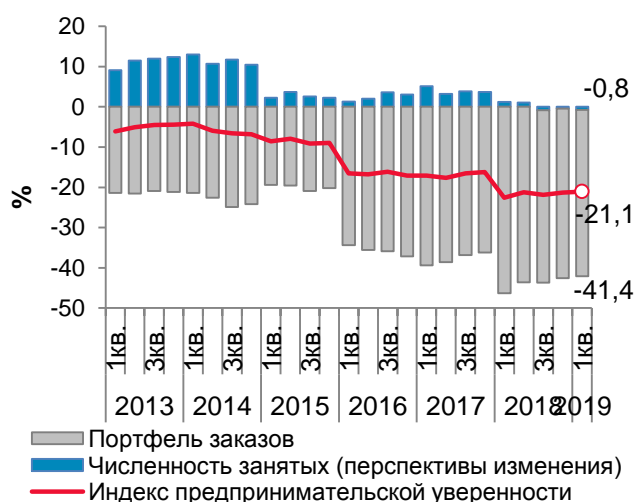
- В I квартале 2019 г. индекс предпринимательской уверенности в строительстве вырос на 0,2 п.п. по сравнению с предыдущим периодом.
- Оценки портфеля заказов продолжают улучшаться. При этом снижение оценок основных показателей производственной деятельности (физический объем работ и уровень загрузки мощностей) замедлилось.
- Вместе с тем оценки финансового положения (обеспеченность собственными финансовыми ресурсами и прибыль) значительно ухудшились.

- По сравнению с I кварталом прошлого года предприятия отмечают значительное повышение налоговой нагрузки, усиление ограничивающего воздействия недостатка финансирования и высокой стоимости материалов, конструкций, изделий.
- По данным Росстата, за I квартал 2019 г. объем работ по виду деятельности «Строительство» вырос на 0,2% г/г, а объемы введенного жилья упали на 5,6% г/г. Однако темпы ввода жилья в начале года мало что могут сказать о будущих результатах года. Из-за специфики бизнес-цикла в секторе, большая часть жилых помещений вводится в эксплуатацию во втором полугодии.

Деловая активность организаций строительной отрасли в I квартале 2019 г. продолжает медленно восстанавливаться (+0,2 п.п. к/к) (Рисунок 27). Сезонно скорректированный индекс предпринимательской уверенности (ИПУ)¹⁰ за указанный период вырос до -21,1%.

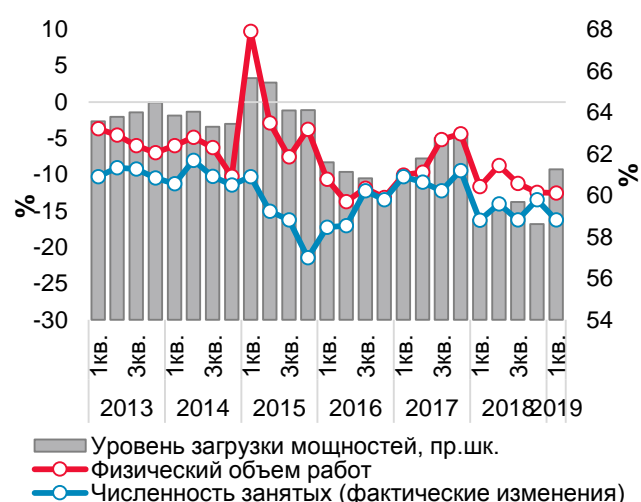
На динамику ИПУ повлияло улучшение оценок портфеля заказов на проведение строительных работ (+0,8 п.п. к/к), что говорит о продолжающемся замедлении сокращения спроса на услуги строительных организаций. Вместе с тем, баланс ответов о планах по изменению численности занятых в отрасли с учетом сезонной корректировки остается отрицательным (-0,8%), а его ухудшение на 0,4 п.п. к/к внесло негативный вклад в динамику индекса. Возможно, в условиях пока еще слабой тенденции к восстановлению строительные организации не готовы нанимать новых работников.

Рисунок 27. Динамика ИПУ и его компонент для строительных организаций, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Оценка производственной деятельности строительных организаций, сезонность устранена



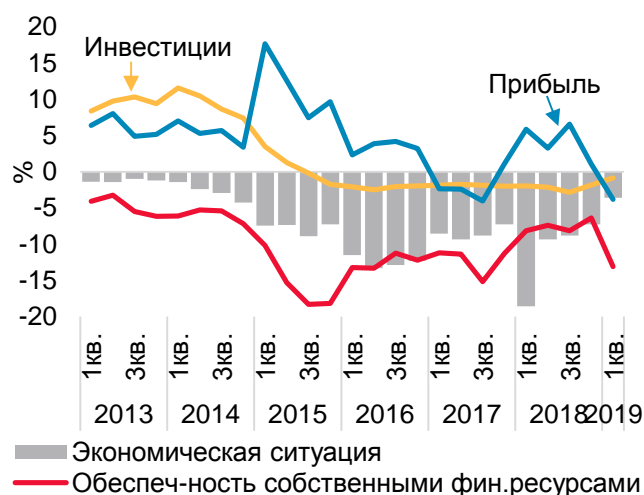
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оценки изменения основных показателей производственной деятельности продолжают ухудшаться, но гораздо медленнее, чем в 2018 г. (Рисунок 28). Баланс ответов об изменении физического объема работ снизился на 0,1 п.п. к/к (по сравнению с

¹⁰ Индекс предпринимательской уверенности в строительстве рассчитывается как среднее арифметическое значение балансов оценок уровня портфеля заказов и ожидаемого изменения численности занятых в следующем квартале по сравнению с текущим кварталом (в процентах).

1,6 п.п. к/к в предыдущем периоде), до -12,5%. Продолжается оптимизация численности занятых в секторе (сезонно скорректированный баланс оценок составляет -16,3%). Вместе с тем предприятия строительной отрасли отмечают рост загрузки мощностей до 61,3% (+2,6 п.п. к/к), что является максимумом с начала 2018 года. Рост загрузки при продолжающемся снижении объема работ может указывать на выбытие производственных мощностей.

Рисунок 29. Оценка финансового положения строительных организаций, сезонность устранена

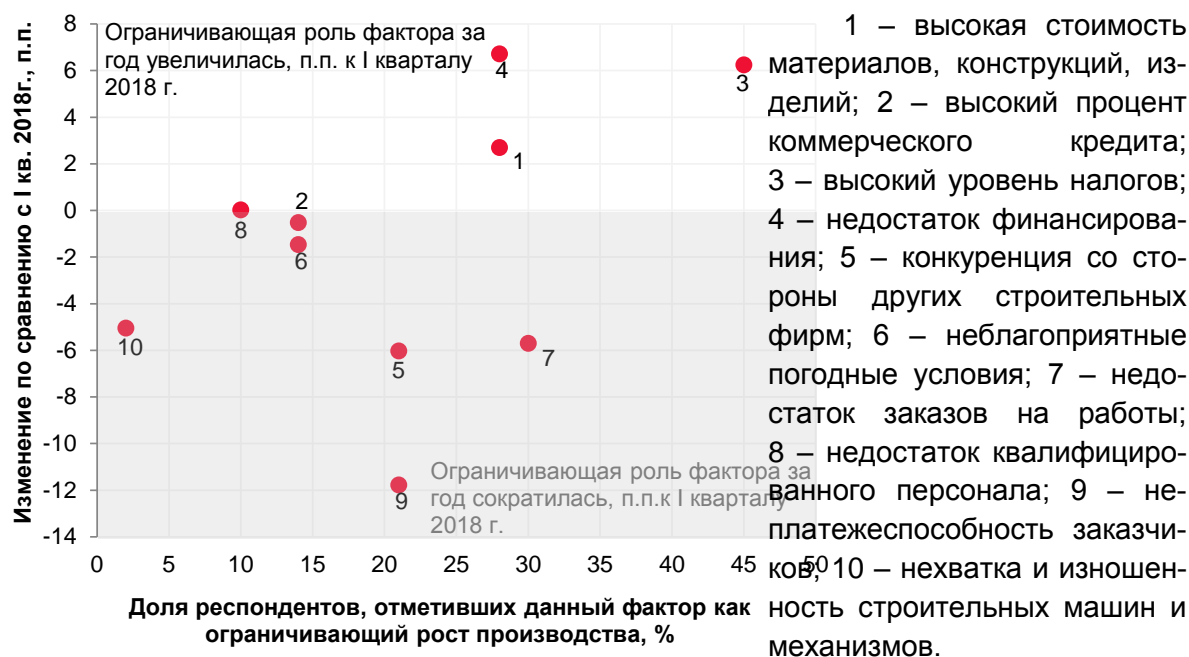


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оценки финансового положения строительных организаций в I квартале 2019 г. ухудшились (Рисунок 29). Улучшение оценок обеспеченности финансовыми ресурсами и прибыли в 2018 г. при снижении в том же периоде оценок по объему выполненных работ, вероятно, указывает на то, что рост добавленной стоимости в строительной отрасли в прошлом году произошел из-за получения оплаты при сдаче строительных объектов за проведенные, в том числе в предшествующие годы, работы.

Баланс оценок экономической ситуации достиг четырехлетнего максимума (+3,7 п.п. к/к), хотя по-прежнему остается отрицательным (-3,6%), а баланс оценок инвестиционной деятельности улучшился на 1 п.п. к/к и достиг максимума с IV квартала 2015 года.

Рисунок 30. Динамика основных факторов, ограничивающих деятельность строительных организаций



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В I квартале 2019 г. по сравнению с аналогичным периодом 2018 г. отмечается значительное усиление ограничивающего влияния факторов недостатка финансирования (+7 п.п. г/г) и высокого уровня налогов (+6 п.п. г/г) (Рисунок 30)

Заметно также некоторое усиление влияния фактора высокой стоимости материалов, конструкций, изделий (+3 п.п. г/г).

Вместе с тем, строительные компании отмечают значительное снижение значимости таких факторов, как неплатежеспособность заказчиков (-12 п.п. г/г), недостаток заказов на работы (-6 п.п. г/г), конкуренция со стороны других строительных организаций (-6 п.п. г/г), а также нехватка и изношенность строительных машин и механизмов (-5 п.п. г/г).

Наиболее существенное ограничивающее воздействие на производственную деятельность строительных компаний продолжают оказывать высокий уровень налогов (отметили 45% респондентов), недостаток заказов на работы (30%), недостаток финансирования (28%) и высокая стоимость материалов, конструкций, изделий (28%). Наименее значимым фактором, по оценкам респондентов, остается нехватка и изношенность строительных машин и механизмов (2%).

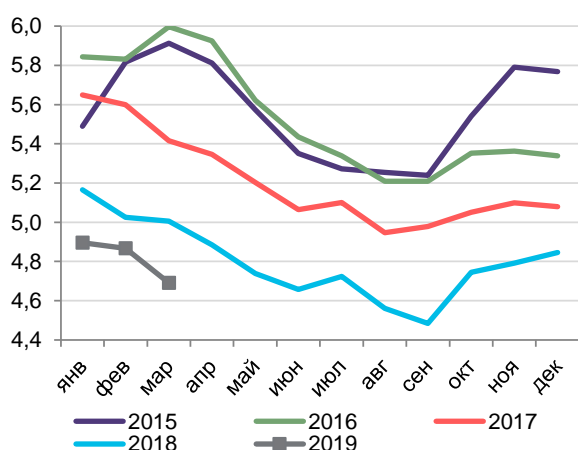
1.2.6. Уровень безработицы обновляет минимумы

- Уровень безработицы продолжает обновлять минимальные исторические уровни, чему в большой степени способствуют демографические факторы.
- Реальные зарплаты в феврале и марте не изменились в годовом выражении, что связано с одновременным замедлением темпа роста номинальных зарплат и ускорением инфляции. Зарплаты в большинстве отраслей частного сектора растут быстрее, чем в среднем по стране.

По данным Росстата, уровень безработицы в марте снизился до 4,7%. Такое снижение является сезонным и соответствует динамике предыдущих двух лет (Рисунок 31). Сезонно очищенный уровень безработицы, по нашим оценкам, продолжил снижаться и достиг минимального значения (4,5%) за всю историю наблюдений (Рисунок 32).

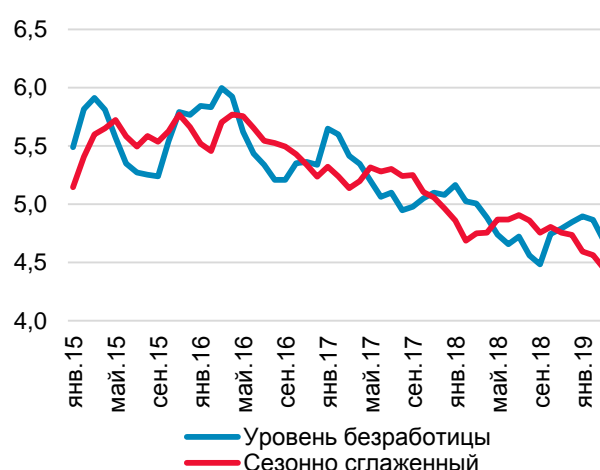
Снижение уровня безработицы происходит одновременно со снижением уровня участия в рабочей силе: по нашим оценкам, в марте он составил 62,0% по сравнению с 62,7% в марте 2018 года. В целом в I квартале 2019 г. численность рабочей силы по отношению к I кварталу 2018 г. снизилась примерно на 0,9 млн человек, из которых 0,65 млн пришлось на снижение числа занятых и 0,25 млн – на снижение количества безработных. По нашему мнению, в основном такая динамика диктуется демографическими тенденциями. Опережающее снижение численности занятых в абсолютном выражении говорит о том, что при уходе с работы люди переходят в разряд экономически неактивных, а не безработных. Такое поведение скорее характерно для работников, которые уходят на пенсию¹¹.

Рисунок 31. Уровень безработицы по годам, %



Источник: Росстат.

Рисунок 32. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹¹ Более точное представление о демографической структуре динамики рабочей силы даст публикация «Обследования рабочей силы за I квартал 2019 года», запланированная на конец мая.

Рост номинальной заработной платы в марте по сравнению с февралем не изменился и по оценке Росстата составил 5,2% г/г. В результате, реальная заработная плата в годовом выражении в феврале и марте не росла (Рисунок 33).

Рисунок 33. Темп роста зарплат, %

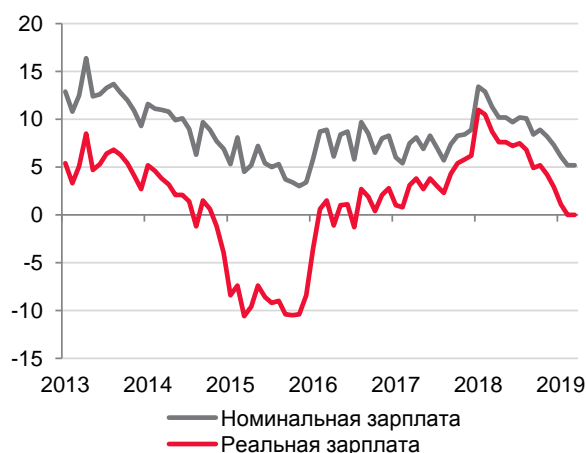
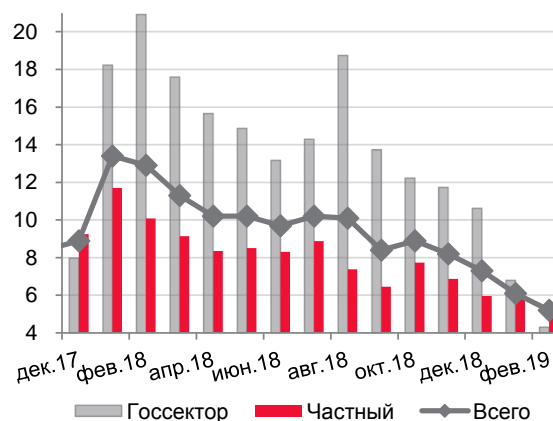


Рисунок 34. Темп роста зарплат по секторам, %



Источник: Росстат.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Замедление темпа роста номинальных зарплат произошло как в частном, так и в государственном секторе, причем во втором оно оказалось гораздо сильнее. По нашим оценкам, в госсекторе зарплат в феврале выросли на 4,3% г/г после 6,8% г/г в январе; в частном секторе – на 5,5% г/г после 5,9% г/г (Рисунок 34). Сильное замедление роста зарплат в госсекторе ожидаемо и может продолжиться вплоть до начала IV квартала 2019 г., когда будут проиндексированы заработные платы бюджетников.

Следует отметить, что при замедлении средневзвешенного темпа роста зарплат по экономике медианный темп роста по видам экономической деятельности с конца прошлого года держится на уровне 7,0% г/г (Рисунок 35). Это говорит о том, что замедление роста заработных плат вызвано динамикой нескольких крупных отраслей (по фонду оплаты труда). При этом в большинстве отраслей частного сектора рост зарплат держится выше среднего и в реальном выражении остается положительным (Рисунок 36, Рисунок 37) – например, в обработке и торговле, наибольших по численности занятых отраслях.

Рисунок 35. Темп роста номинальной и медианной зарплаты по экономике, %

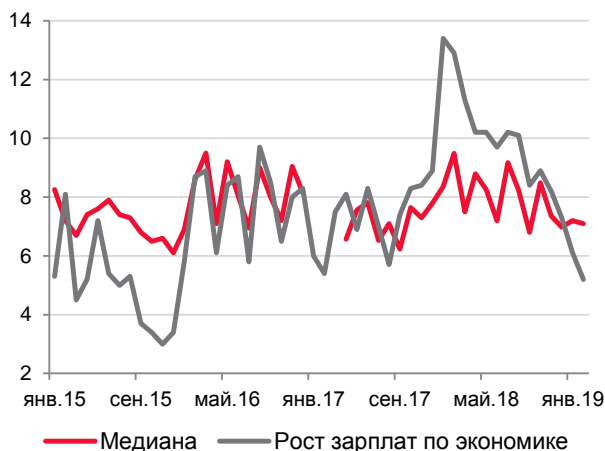
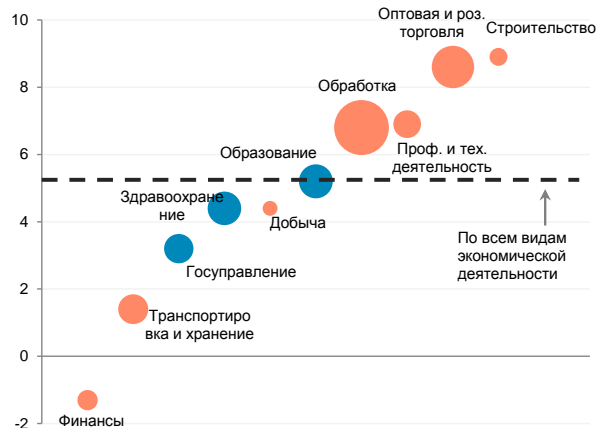


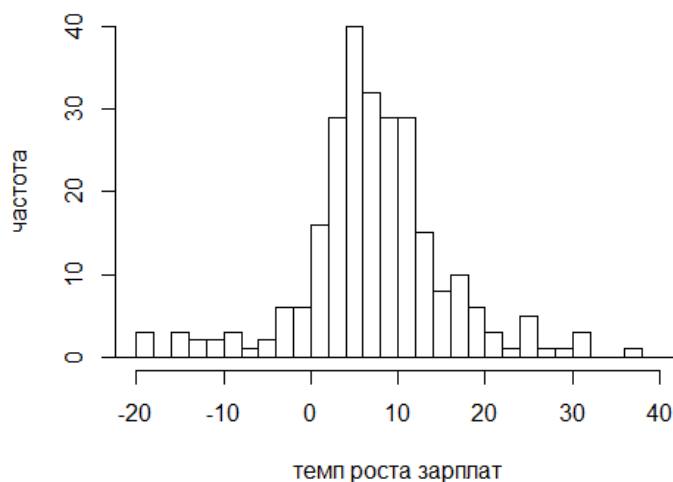
Рисунок 36. Темп роста зарплат по отраслям, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Распределение динамики заработной платы по видам экономической деятельности



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.7. Замедление роста оборота розничной торговли в марте

- В марте годовой рост розничного товарооборота замедлился, в большей степени из-за динамики продаж непродовольственных товаров. При этом уточненная статистика продаж продовольственных товаров указывает на замедление темпов роста третий месяц подряд.

- Тем не менее, месячная сезонно сглаженная динамика указывает на рост продаж непродовольственных и продовольственных товаров. Оборот розничной торговли с корректировкой на сезонность увеличился на 0,2% м/м.
- Слабая динамика заработных плат будет сдерживать потребительскую активность населения.
- В I квартале потребительские настроения продолжили оставаться на пониженном уровне по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

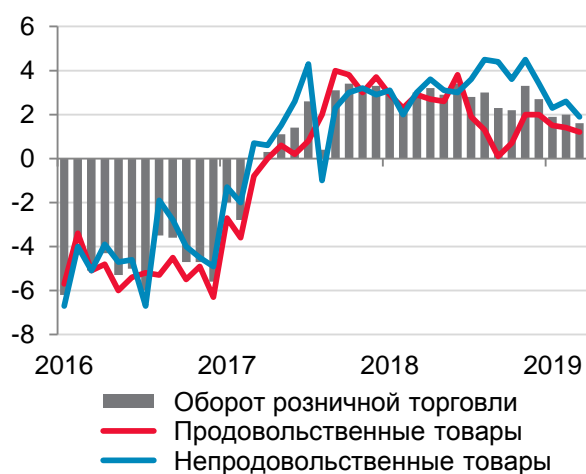
Росстат осуществил уточнение данных по динамике оборота розничной торговли за 2016–2018 годы. Согласно обновленным данным, годовые темпы снижения розничного товарооборота в 2016 г. были увеличены до -4,8% г/г против -4,6% г/г, а в 2017 и 2018 гг. темпы роста показателя были улучшены до 1,3 и 2,8% г/г соответственно (по сравнению с прошлыми оценками: 1,2 и 2,6% г/г).

Согласно уточненным данным Росстата, рост оборота розничной торговли в марте замедлился до 1,6% г/г после 2,0% г/г в феврале, совпав с ожиданиями аналитиков. За I квартал 2019 г. розничный товарооборот увеличился на 1,8% г/г. Замедление годовых темпов роста наблюдалось в продажах как продовольственных, так и непродовольственных товаров. Так, темп роста продаж первой группы в годовом выражении замедляется третий месяц подряд – до 1,2% г/г в марте после 1,4% г/г в феврале, в то время как во второй группе он замедлился до 1,9% г/г – с 2,6% г/г (Рисунок 38).

Замедление годовых темпов роста вызвано эффектом высокой базы, так как с устранением сезонного и календарного факторов розничный товарооборот в марте вырос на 0,2% м/м¹² (Рисунок 39). При этом в марте увеличились продажи как продовольственных (+0,3% м/м), так и непродовольственных (+0,1% м/м) товаров.

¹² До уточнения данных Росстатом месячный темп роста в феврале был равен 0,2% м/м, однако после пересмотра он составил 0,0% м/м. Вероятно, этот рост пришелся как раз на март.

Рисунок 38. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источник: Росстат.

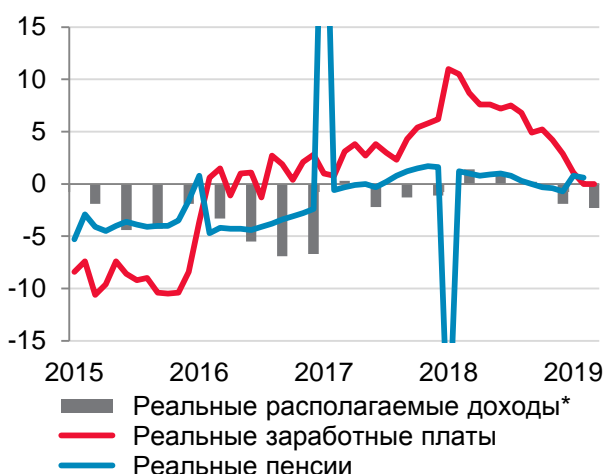
Рисунок 39. Динамика оборота розничной торговли (январь 2015 г. = 100%, сезонность устранена), %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Слабый рост реальных заработных плат может сохраниться в ближайшие месяцы, что ограничит увеличение потребления населения (Рисунок 40, подробнее см. в разделе 1.2.6. Уровень безработицы обновляет минимумы»).

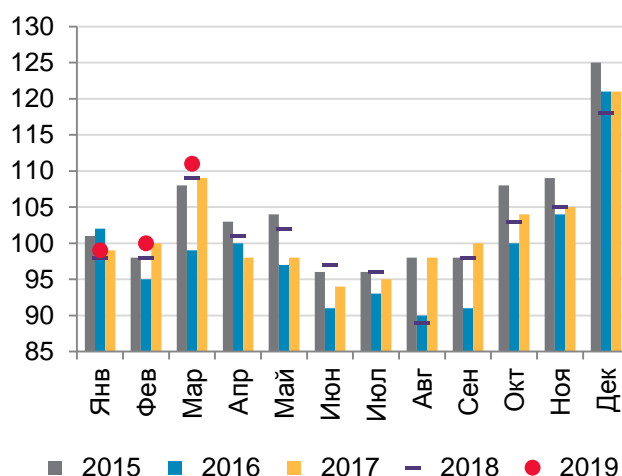
Рисунок 40. Динамика реальных доходов населения, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

Рисунок 41. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (медианное значение 2012 года = 100%)

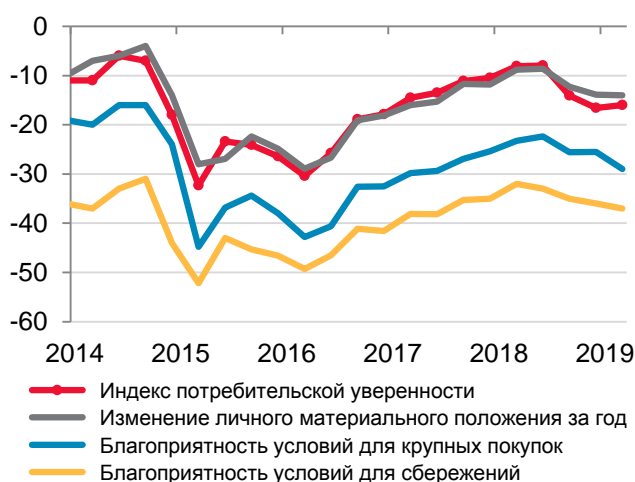


Источник: Ромир.

Данные исследовательского холдинга «Ромир»¹³ указывают на сезонный рост повседневных расходов населения в марте по сравнению с февралем, который традиционно связан с первым весенним праздником 8 Марта. Дополнительно можно отметить продолжающийся рост затрат, связанный с повышением НДС (Рисунок 41). При этом значение показателя в марте текущего года оказалось самым высоким, за исключением декабрьских максимумов. Однако важно принимать во внимание, что показатель «Ромир» не в полной мере отражает динамику потребительского спроса, поскольку, например, не включает расходы на крупные покупки.

Результаты потребительской панели компании GfK¹⁴ свидетельствуют о слабом росте продаж на рынке товаров повседневного спроса. Оборот российского рынка FMCG¹⁵ увеличился на 2% в стоимостном выражении за период с марта 2018 г. по февраль 2019 г. по сравнению с соответствующим периодом годом ранее. Столь слабая динамика может быть отчасти связана с тем, что население склонно руководствоваться более рациональными принципами потребительского поведения: активнее следить за промоакциями и скидками, не закупать товары повседневного спроса впрок. Дополнительным фактором может также служить стремление потребителей экономить время на приготовлении еды дома. Согласно исследованию GfK, практически половина опрошенных хотя бы раз в месяц или чаще посещают пекарни, кондитерские; четвертая часть – рестораны быстрого питания, кафе, а пятая часть заказывает еду с доставкой. Это может привести к сокращению доли расходов в розничном сегменте в пользу сектора общественного питания.

Рисунок 42. Индекс потребительской уверенности Росстата и его компоненты



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Опросные показатели Росстата указывают на сохранение индекса потребительской уверенности в I квартале 2019 г. на низком уровне, соответствующем значению

¹³ Исследовательский холдинг «Ромир». [«Расходы в марте продемонстрировали рекордный рост»](#). 10.04.2019.

¹⁴ GfK. [«FMCG тренды в России»](#). 03.04.2019.

¹⁵ Рынок FMCG включает продукты питания, напитки, бытовую химию, средства персонального ухода и косметику, детское питание, корма для животных, лекарства.

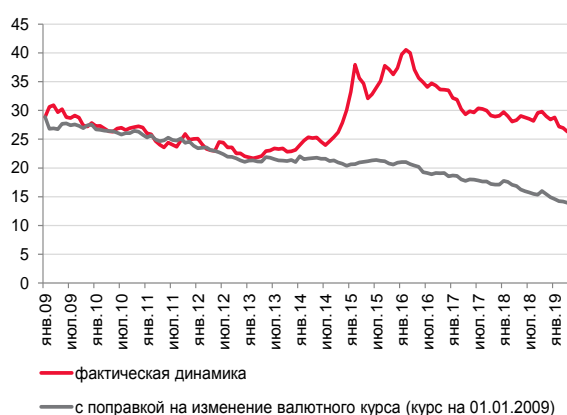
прошлого квартала (Рисунок 42). Сильных изменений в компонентах индекса не наблюдалось, за исключением ухудшения отношения респондентов к совершению крупных покупок. Эта оценка снизилась на 3,5 п.п. по сравнению с IV кварталом 2018 г., что может быть связано с постепенным ростом цен в начале 2019 г. из-за повышения НДС.

1.2.8. Дальнейшее ускорение роста необеспеченных потребительских кредитов

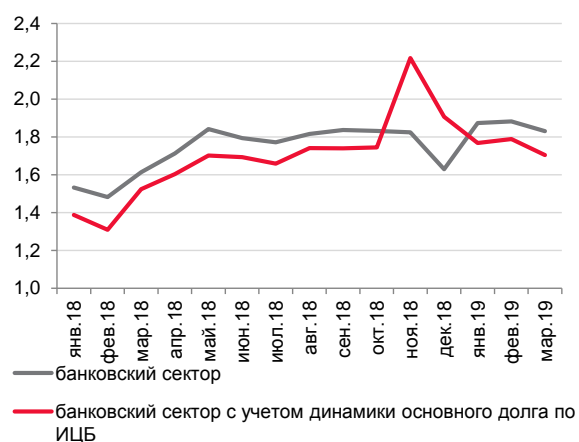
- Рублевое кредитование физических и юридических лиц продолжает демонстрировать высокие темпы роста.
- В сегменте розничного кредитования отмечено небольшое замедление темпов роста портфеля к уровням II–III кварталов 2018 г. за счет ипотеки. Необеспеченное потребительское кредитование продемонстрировало максимальные темпы роста в текущей фазе роста портфеля.
- Рост кредитования сопровождался ростом вкладов населения и депозитов Федерального казначейства и бюджетов субъектов РФ. Компании в марте предпочли более ликвидные формы хранения денег на расчетных счетах.
- Роспуск ранее сделанных резервов и корректировки по резервам стали фактором более высокой прибыли банковского сектора в I квартале 2019 года.

Оперативная статистика по кредитному портфелю указывает на замедление роста кредитования нефинансовых организаций в марте за счет валютной составляющей портфеля (валютная часть портфеля сократилась на 0,4% м/м за март). Рублевое корпоративное кредитование сохраняет темпы роста¹⁶ на уровне средних за прошлый год – около 1% м/м. Как следствие, долларизация кредитов нефинансовых организаций продолжает снижаться (Рисунок 43).

¹⁶ Здесь и далее в разделе приведены оценки с исключением сезонности, если не сказано иное.

Рисунок 43. Динамика долларизации корпоративного кредитования, %

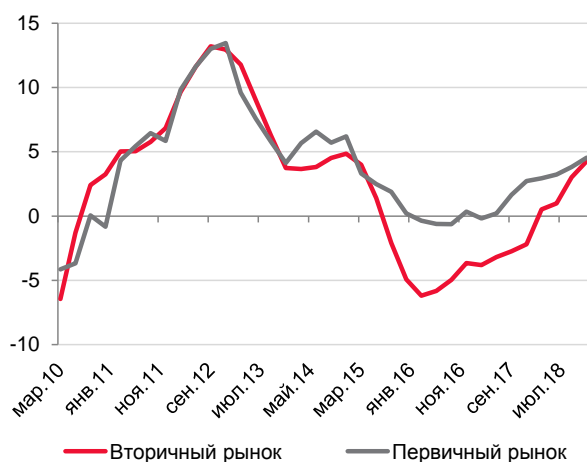
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 44. Темпы роста рублевого кредитования (с исключением сезонности), %/м

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Кредитование физических лиц продолжает демонстрировать высокие темпы роста в статистике банковского сектора, указывая лишь на незначительное замедление темпов роста портфеля в марте (Рисунок 44). С учетом динамики основного долга по ипотечным ценным бумагам (ИЦБ) можно говорить о постепенном замедлении темпов роста портфеля и их возврате к уровням II–III кварталов 2018 г., что в пересчете на год еще несколько превышает 20%.

В марте произошло некоторое замедление месячных темпов роста ипотечного портфеля. В статистике только по банковскому сектору темпы роста достигли средних темпов роста второго полугодия 2017 г. и в пересчете на год опустились ниже 20%. При учете динамики основного долга по ипотечным ценным бумагам (ИЦБ) мартовские темпы роста указывают на более заметное замедление роста портфеля (Рисунок 47). Вероятно, некоторому охлаждению динамики ипотечного кредитования способствует снижение спроса из-за роста ставок – средневзвешенная ставка в марте выросла до 10,4% – с 9,5–9,6% в ноябре–декабре 2018 г. из-за заметного повышения ставок по новым кредитам рядом крупных игроков рынка. Увеличение надбавки к коэффициенту риска по кредитам с низким первоначальным взносом с 1 января 2019 года также вероятно замедлило рост ипотечного кредитования. Отметим, что цены на жилье возобновили рост как на первичном, так и на вторичном рынках в 2018 г. (Рисунок 58). При этом оперативные данные по Москве указывают на продолжившийся рост стоимости жилья в I квартале 2019 г. (Рисунок 59).

Рисунок 45. Динамика цен на типовое жилье в РФ, % г/г

Источники: Росстат

Рисунок 46. Динамика стоимости жилья в г. Москве, руб./кв. м

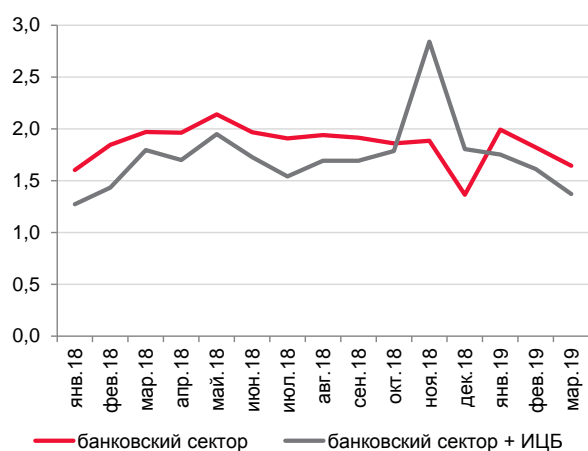
Источники: www.irm.ru

Рост необеспеченных потребительских кредитов, напротив, в марте достиг 2% м/м, продемонстрировав максимальные темпы роста задолженности в текущей фазе роста портфеля. При этом сразу два кредитных бюро, различающихся по составу кредиторов, передающих в них сведения, указывают на рост сегмента, прежде всего за счет увеличения размера выдаваемого кредита¹⁷. Рост среднего размера необеспеченного потребительского кредита может свидетельствовать об изменении структуры покупок, осуществляемых с их помощью. Возможно, что все большая их доля идет на оплату ремонта покупаемых квартир (в основном на первичном рынке) и покупку мебели, а также на приобретение автомобилей, хотя такие кредиты и не оформляются как автокредиты. Повышение с 1 апреля коэффициентов риска по необеспеченным потребительским кредитам для расчета нормативов капитала могло побудить некоторые банки к ускоренным выдачам кредитов в конце I квартала.

Автокредитование в марте также продемонстрировало ускорение темпов роста до уровней, чуть превышающих средние темпы роста портфеля в 2018 году. Ускорение совпало с возобновлением работы программ господдержки автокредитования, что поддержало спрос и привело к росту продаж автомобилей (+1,8% г/г в марте). Однако объемы господдержки были снижены относительно прошлого года, что может ограничить темпы роста этого сегмента кредитования в дальнейшем.

¹⁷ См.: НБКИ: в I квартале 2019 г. средний размер выданных потребительских кредитов увеличился на 24,3% и составил 170,3 тыс. рублей (<https://www.nbki.ru/company/news/?id=23715>); В I квартале 2019 г. заемщики взяли кредитов на 1,97 трлн рублей (<https://bki-okb.ru/press/news/v-i-kv-2019-g-zaemshchiki-vzyali-kreditov-na-197-trln-rub>).

Рисунок 47. Темпы роста ипотечного кредитования (с исключением сезонности), % м/м



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 48. Темпы роста необеспеченного потребительского кредитования, %



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рост вкладов населения в марте замедлился с 1,1 до 0,6% м/м за счет более медленного роста рублевых вкладов. В то же время динамика депозитов юридических лиц¹⁸ продолжает опережать динамику вкладов населения, по крайней мере в рублевой части. В марте основной вклад в прирост этого показателя внесли депозиты и прочие размещенные средства Федерального казначейства, бюджетов субъектов и внебюджетных фондов. Значительный рост объемов размещения средств в банках может быть следствием профицита бюджета, а также опережающего исполнения плана по привлечению средств с рынка ОФЗ в I квартале (более 500 млрд руб. при запланированных 450 млрд руб.) (Рисунок 49). Нефинансовые организации в марте предпочли более ликвидную форму хранения средств, нарастив объем средств на расчетных и прочих счетах (+2,2% м/м).

Осуществленный с 1 января 2019 г. переход на МСФО 9 продолжает оказывать влияние на прибыль банковского сектора, размер просроченной задолженности и резервы. По итогам I квартала прибыль банковского сектора превысила 585 млрд руб., что заметно выше показателя за соответствующий период 2018 г. (353 млрд руб.). В то же время за I квартал размер просроченной задолженности по корпоративному портфелю вырос более чем на 530 млрд руб. (1,6% портфеля корпоративного кредитования), по розничному – на 38 млрд руб. (0,2% портфеля розничного кредитования). Он во многом связан с переносом на соответствующие счета просроченной дебиторской задолженности и просрочки по приобретенным правам требования. Таким образом, сильный рост просроченной задолженности в значительной степени носит технический характер и не говорит о реальном ухудшении качества кредитных портфелей в такой степени. С другой стороны, переход на МСФО 9 обязал банки учитывать некоторые активы по справедливой стоимости, а ранее сформированные резервы распустить. Этот факт обеспечил основной вклад в понижательную корректировку резервов на возможные потери, которая по итогам I квартала 2019 г. достигла почти 850 млрд рублей.

¹⁸ В аналитический показатель «депозиты и прочие привлеченные средства юридических лиц» включаются вклады и прочие привлеченные средства Федерального казначейства, бюджетов субъектов РФ и внебюджетных фондов.

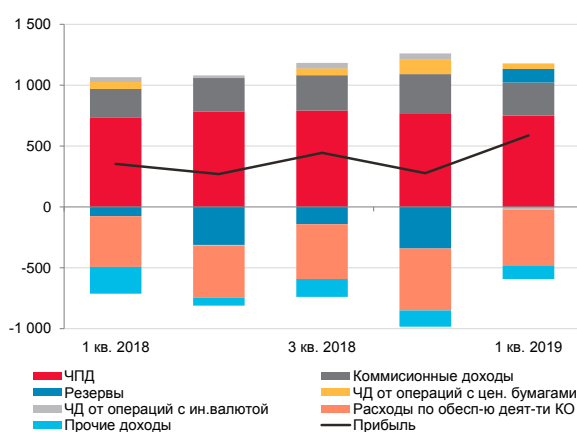
Кредитные организации могли осуществлять корректирующие проводки с отнесением доходов от снижения резервов либо на текущий финансовый результат, либо на финансовый результат прошлых лет. Как показывают данные по форме отчетности «О прибылях и убытках», рост прибыли в I квартала 2019 г. был на примерно 110 млрд руб. обусловлен снижением величины резервов за счет корректировок (Рисунок 50). Отметим, что без корректировок, досоздание (рост) резервов составило бы около 240 млрд рублей. Чистый процентный доход, который является основным фактором формирования прибыли банковского сектора, снизился относительно III и IV кварталов 2018 года. Однако начавшееся снижение ставок по депозитам в конце I квартала 2019 г. может притормозить эту тенденцию в дальнейшем.

Рисунок 49. Динамика рублевых средств бюджетов и Минфина в банках (без исключения сезонности), млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 50. Факторы формирования прибыли банковского сектора, млрд. руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Центральные банки смягчили риторику в ответ на замедление мировой экономики

- Мартовское заседание ФРС США ознаменовало смену оценок и ожиданий по темпам роста экономики и динамике ключевой ставки. Помимо отказа от повышения ставки в текущем году, регулятор сообщил о снижении скорости сокращения своего баланса уже с мая 2019 г. и его остановке в конце сентября 2019 года.
- Слабая макроэкономическая динамика могут вынудить ЕЦБ не только снова понизить прогнозы на июньском заседании регулятора, но и объявить щедрые условия для программы TLTRO III.

- В Китае мартовская статистика оказалась значительно лучше ожиданий, особенно в промышленности, позволив избежать замедления роста ВВП в I квартале (6,4% г/г). Этому поспособствовала масштабная поддержка из бюджета, сезонный фактор и опережающие закупки сырья промышленными предприятиями в преддверии снижения ставки НДС. Продолжающийся рост кредитования должен перехватить инициативу в поддержке экономики ближе к середине года.

США: ФРС США отказалась от повышений ставки в текущем году, а финансовые рынки начинают закладываться на снижение ставки

На мартовском заседании ФРС США незначительно понизила ожидания по темпам роста экономики, прогноз по основному индикатору инфляции остался без изменений (Рисунок 51). Тогда же Д. Пауэлл признал замедление роста экономики с уверенных темпов 2018 г. из-за слабой динамики потребления и бизнес-инвестиций. Однако ожидания остались оптимистичными – в мартовском прогнозе регулятора ВВП в 2019 г. растет чуть выше потенциала.

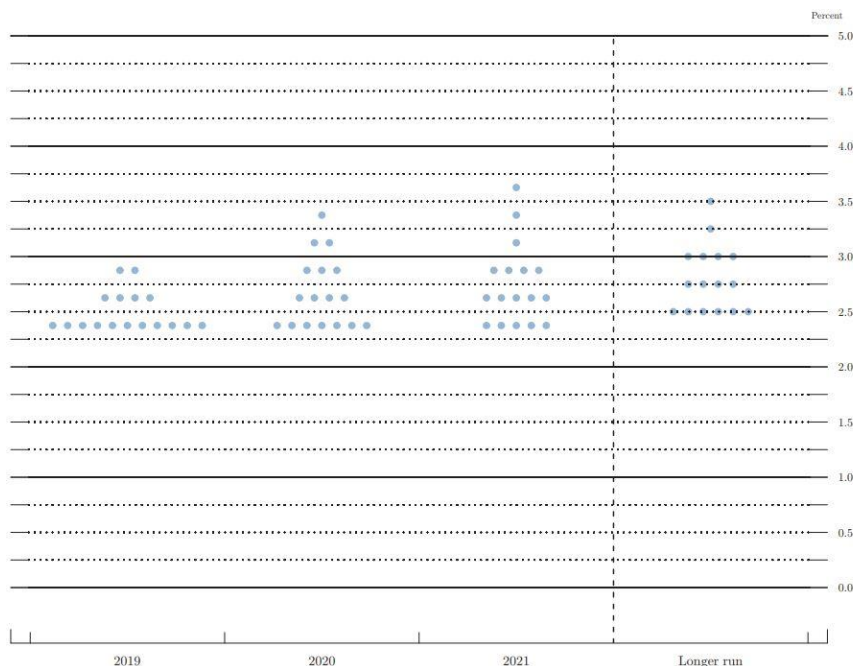
Рисунок 51. Динамика макроэкономических прогнозов ФРС США

		ВВП, % г/г	Безработица, %	Инфляция (core PCE), % г/г	Ставка федеральных фондов, %
2019	март	2,1	3,7	2,0	2,4
	декабрь	2,3	3,5	2,0	2,9
2020	март	1,9	3,8	2,0	2,6
	декабрь	2,0	3,6	2,0	3,1
2021	март	1,8	3,9	2,0	2,6
	декабрь	1,8	3,8	2,0	3,1
LR	март	1,9	4,3	not collected	2,8
	декабрь	1,9	4,4		2,8

Источник: FOMC.

Прогноз по ключевой ставке претерпел значительные изменения и предполагает отсутствие повышения ставки в текущем году и только одно повышение в 2020 году. Неопределенность относительно динамики ключевой ставки в 2020–2021 гг. остается очень высокой (Рисунок 52). Более того, прогноз долгосрочной равновесной ставки остался на уровне 2,8%, но медиана прогнозов членов комитета по открытым рынкам ФРС США указывает на недостижение этого уровня на протяжении текущего прогнозного периода, хотя еще в декабре предполагала его превышение (Рисунок 1). Отметим, что рынки в последнее время закладывают не менее 50% вероятности снижения ставки уже в текущем году (Рисунок 53).

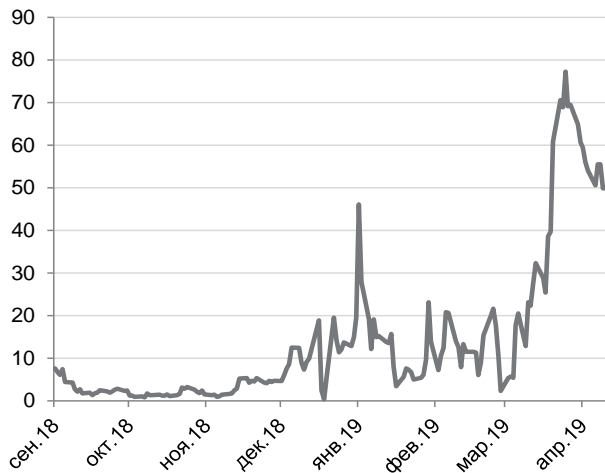
Рисунок 52. Прогнозы членов комитета по открытым рынкам ФРС США по динамике ключевой ставки



Источник: FOMC.

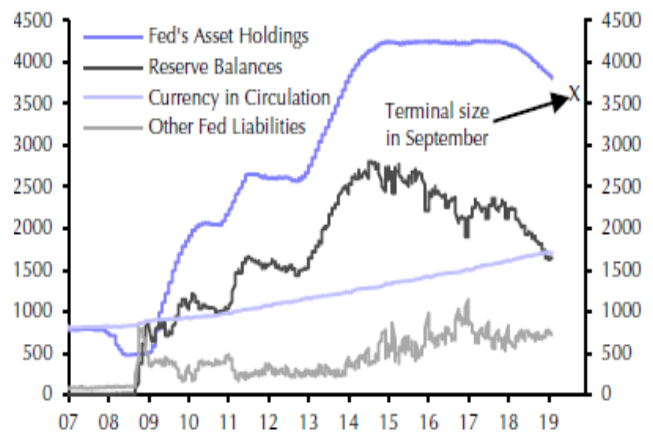
ФРС США по итогам мартовского заседания также объявила о решительном изменении параметров сокращения баланса. Уже с мая ежемесячный объем продаж гособлигаций сократится с 30 до 15 млрд долл. и полностью прекратится в конце сентября 2019 года. При этом продажа бумаг, обеспеченных ипотекой (mortgage-backed securities), продолжится в текущих объемах до конца сентября 2019 г., а с октября доходы по ним будут реинвестироваться в гособлигации (максимальный объем – 20 млрд долл. в месяц, если выше этого – реинвестируют в эти же бумаги). Аналогично ФРС США с октября будет реинвестировать в гособлигации купонные доходы и доходы от их погашения, поддерживая объем гособлигаций на балансе неизменным. Такие покупки гособлигаций будут осуществляться в соответствии с текущим временным профилем распределения этих бумаг на рынке. В результате величина банковских резервов на балансе ФРС США будет сокращаться до октября вследствие продолжения QT (Рисунок 54), а далее будет постепенно сокращаться по мере роста спроса на наличность и другие обязательства.

Рисунок 53. Динамика вероятности снижения ставки по ключевым фондам до конца года, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

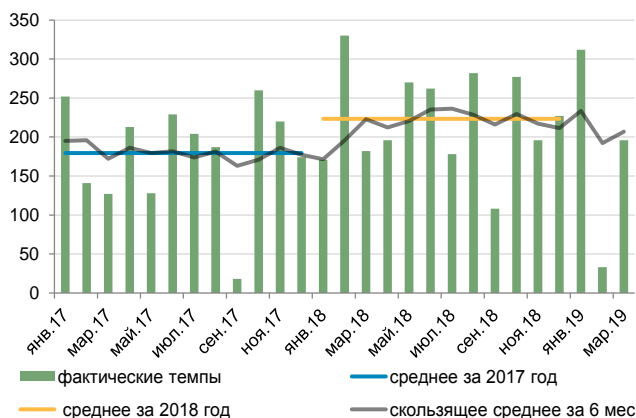
Рисунок 54. Размер баланса ФРС США, млрд. долл.



Источник: Capital Economics.

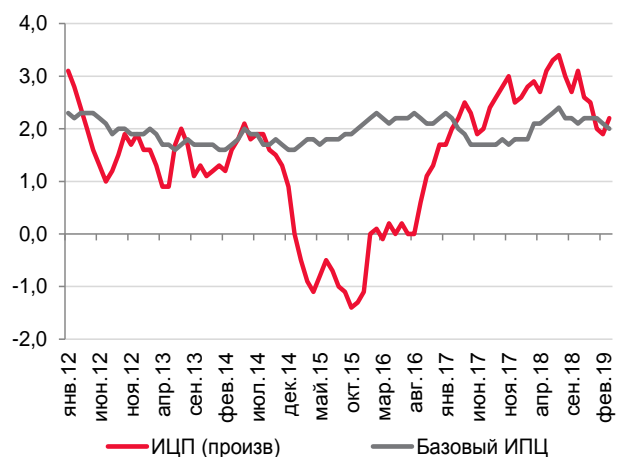
Последняя макроэкономическая статистика указывает как минимум на паузу в динамике ключевой ставки ФРС США. В марте базовая инфляция замедлилась с 2,1 до 2% г/г – минимума за последние 13 месяцев, подтверждая ослабление инфляционного давления в последние месяцы (Рисунок 56). В несельскохозяйственном секторе экономики было создано 196 тыс. новых рабочих мест при ожиданиях +175 тыс. и положительном пересмотре февральских данных с 20 до 33 тыс. мест (Рисунок 55). Однако, несмотря на восстановление, темпы роста занятости за последние 6 месяцев остаются ниже уровней 2018 года. В результате безработица осталась на уровне 3,8%. При этом рост оплаты труда составил только 0,1% м/м и в годовом выражении замедлился до 3,2% г/г – минимума за последние три месяца.

Рисунок 55. Динамика создания новых рабочих мест, тыс. человек



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 56. Динамика инфляции в США, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

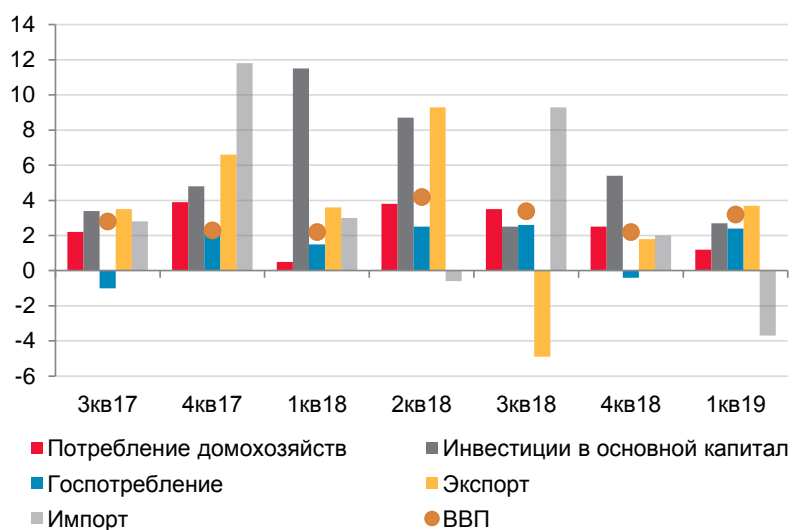
ВВП США в I квартале 2019 г. вырос на 3,2% SAAR, что оказалось намного лучше ожиданий и результатов IV квартала 2018 г. (2,2% SAAR). Однако анализ ключевых источников роста также подает тревожный сигнал о дальнейшей динамике роста ВВП.

Значительный вклад в рост внесла внешняя торговля (примерно +1 п.п.), где экспорт вырос на 3,7%, а импорт сократился на 3,7%. Слабость внешней торговли в глобальном масштабе может помешать сохранению такого вклада внешнего сектора в рост ВВП в последующих кварталах. К тому же отчасти снижение импорта сейчас может быть связано с закупками производителями впрок, в преддверии введения таможенных пошлин, а также ожиданиями заключения торгового соглашения между США и Китаем. Эти факторы могут лишить ВВП столь существенной поддержки от внешнего сектора в ближайшие кварталы.

Несмотря на значительную поддержку от внешнего сектора, запасы готовой продукции выросли и обеспечили еще 0,7 п.п. вклада в рост. Это указывает на слабость внутреннего спроса.

В подтверждение рост потребления продолжил замедляться и составил только 1,2% в аннуализированном выражении. Рост инвестиций замедлился только до 2,7% SAAR.

Рисунок 57. Динамика ВВП и компонент по использованию, % SAAR



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Таким образом, столь высокая цифра по росту ВВП в I квартале 2019 г. маскирует сразу несколько временных факторов, сыгравших в плюс в прошлом квартале. Динамика внутреннего спроса куда более сдержанна и отражает риски заметного замедления роста ВВП в 2019 году. Таким образом, текущая статистика по ВВП также не должна поменять намерение ФРС США сохранить уровень ставки до конца текущего года.

Еврозона: слабая макроэкономическая динамика могут вынудить ЕЦБ не только снова понизить прогнозы на июньском заседании, но и объявить щедрые условия для программы TLTRO III

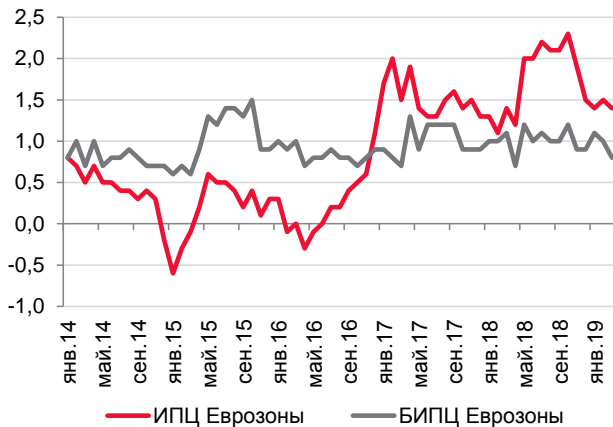
ЕЦБ сохранил ключевую ставку и основные параметры проводимой ДКП неизменными по итогам своего апрельского заседания. Решение по параметрам TLTRO III, судя по всему, будет объявлено на июньском заседании регулятора вместе с обновленными макроэкономическими прогнозами. Последние, вероятно, вновь будут пересмотрены вниз – М. Драги указал на преобладание понижательных рисков (несмотря на ухудшение прогнозов ЕЦБ в марте) и подчеркнул слабость текущих макроэкономических данных. Это позволяет ожидать объявления щедрых и привлекательных параметров TLTRO III.

Обсуждаемый возможный переход ЕЦБ на многоэтапную депозитную ставку может оказать лишь ограниченную поддержку банковскому сектору. Многоэтапная депозитная ставка делает разграничение между средней и предельной ставками, в результате чего большая часть избыточных резервов будет облагаться нулевой ставкой (ставкой рефинансирования), и только их незначительная часть – отрицательной (депозитная ставка). Подобная система действует в Японии, Швейцарии – в первом случае под негативную ставку попадает не более 10% избыточных резервов, во втором – тот объем избыточных резервов, который в 20 раз превышает минимально необходимый. Благодаря наличию такой системы в случае дальнейшего замедления экономического роста Центральный банк сможет дальше понижать маржинальную депозитную ставку без существенного влияния на прибыль банковской системы. Однако в настоящий момент процентные расходы банков по избыточным резервам составляют около 7,6 млрд евро, или 0,02% банковских активов, – с этим связана ограниченность поддержки сектора от введения такой меры.

Предварительная оценка указала на замедление инфляции в марте до 1,4% г/г, базовой инфляции – до 0,8% г/г, минимума за последние 11 месяцев (Рисунок 58). Замедление во многом связано с несоответствием дат празднования Пасхи в текущем и прошлом годах, которое приведет к временному ускорению инфляции в годовом сопоставлении в апреле. В сухом остатке улучшение на рынке труда по-прежнему не приводит к усилению инфляционного давления (на что надеялся ЕЦБ) – показатель базовой инфляции продолжает колебаться около 1% г/г.

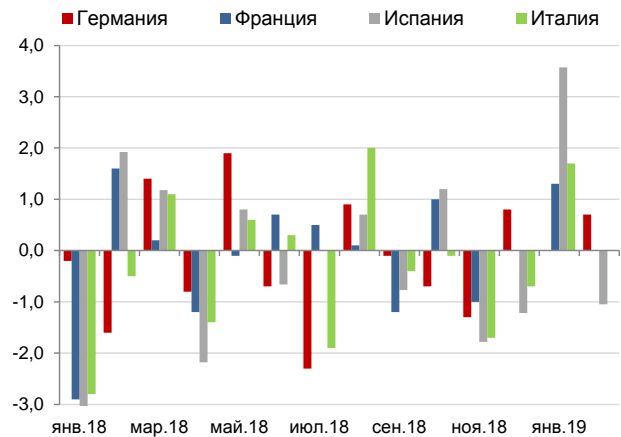
Динамика промышленности в феврале в Германии вторит слабой динамике индекса PMI. В феврале рост промышленности составил 0,7% м/м, но во многом был связан с подъемом в строительстве (Рисунок 59). Выпуск в обрабатывающей промышленности снизился на 0,2% м/м, а новые заказы в секторе сократились на 4,2% м/м – максимальными темпами за последние два года.

Рисунок 58. Динамика инфляции в еврозоне, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 59. Динамика промышленности в избранных странах еврозоны, % м/м

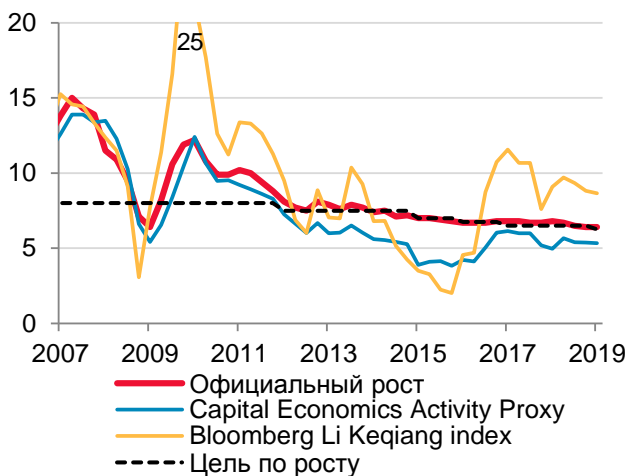


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Китай: сильная мартовская статистика позволила избежать замедления роста экономики

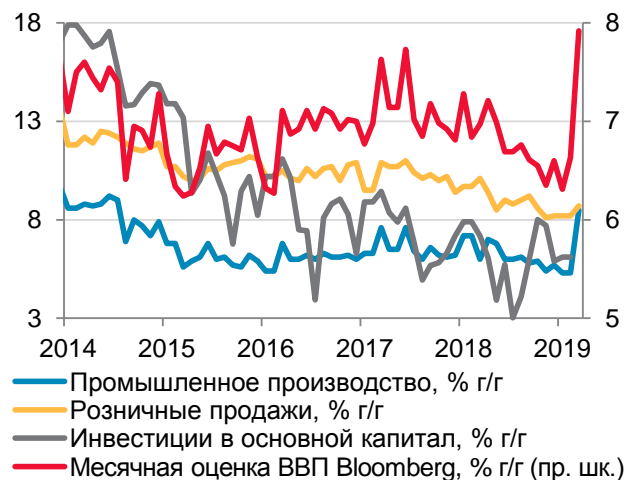
Мартовская макростатистика Китая оказалась существенно лучше ожиданий, позволив избежать замедления роста квартального ВВП – 6,4% г/г (Рисунок 60). Рост розничных продаж и инвестиций в основной капитал ускорился до 8,7 и 6,5% г/г соответственно (за январь–февраль – 8,2 и 6,1% г/г) (Рисунок 61). Но особенно впечатляющим оказался рост промышленного производства: 8,5% г/г в марте после 5,3% г/г за январь–февраль. Это максимальная величина за последние почти 5 лет. Слабыми оказались только данные по импорту: падение показателя в долларовом выражении ускорилось до 7,6% г/г (за январь–февраль – 3,4% г/г). По оценкам Capital Economics, объем импорта с исключением сезонности снизился на 2% м/м.

Рисунок 60. Рост экономики Китая по официальным и альтернативным оценкам, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P., Capital Economics.

Рисунок 61. Основные макроэкономические показатели Китая

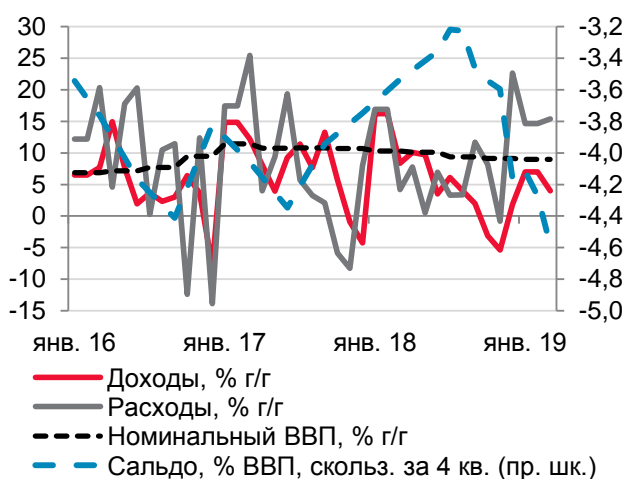


Источники: Bloomberg Finance L.P., CEIC, расчеты ДИП.

Большинство аналитиков традиционно скептически относятся к официальным абсолютным цифрам по росту ВВП Китая. Так, Capital Economics оценивает показатель почти на 1 п.п. ниже (Рисунок 60). При этом большинство аналитиков в целом разделяют мнение относительно его динамики. В основе стабильного роста в I квартале и мартовского ускорения находится ряд важных факторов:

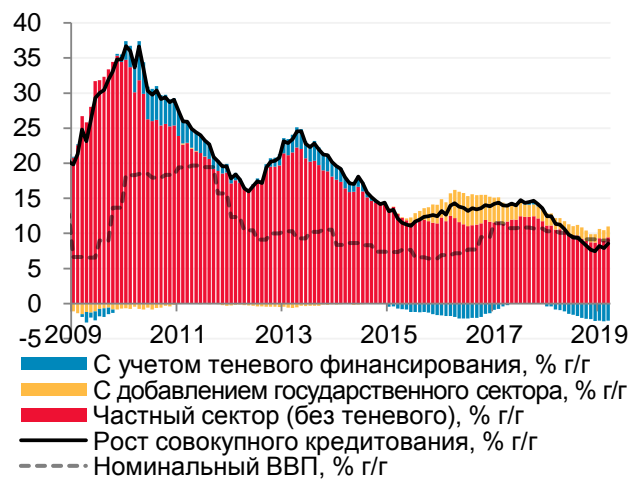
- **Масштабная бюджетная поддержка.** С целью активизации расходов в 2019 г. местные бюджеты получили право размещать облигации уже с января, чего не происходило по крайней мере последнее десятилетие. В результате за I квартал они привлекли в 6,4 раза больше средств, чем за I квартал 2018 г. и 1/3 от общего объема размещения за 2018 г. (при традиционном пике заимствований в III квартале). Это определило высокий рост расходов бюджетной системы в I квартале (15% г/г) и расширение скользящего за 12 месяцев дефицита до 4,6% ВВП – максимального уровня за многие годы для официального показателя (Рисунок 62).
- **Сезонность.** В 2018 г. относительно позднее время китайского Нового года занизило мартовские показатели, что поспособствовало повышенному росту экономики год к году в марте этого года.
- **Опережающая активность в промышленности в ожидании снижения с 1 апреля ставки НДС.** Статистическое бюро Китая отметило, что многие компании совершали опережающие закупки сырья для увеличения суммы вычетов по НДС.

Рисунок 62. Основные показатели бюджетной системы Китая, % ВВП



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

Рисунок 63. Рост кредитования экономики в Китае



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

На фоне ослабления бюджетной политики в Китае также получает развитие тренд на ускорение роста кредитования экономики. Ускорение роста финансирования частного и государственного секторов благодаря мерам властей сопровождается замедлением падения объемов теневого финансирования (Рисунок 63). Учитывая примерно полугодовой лаг, с которым рост кредитования переносится в рост ВВП, мы ожидаем, что данный фактор начнет оказывать поддержку росту экономики с середины года, перехватив инициативу у бюджетной политики, поддержка со стороны которой должна значительно снизиться, если власти планируют придерживаться цели по бюджетному де-

фициту на текущий год (исходя из плана на 2019 г., рост расходов в оставшихся трех кварталах должен снизиться до 4% г/г – с 15% г/г в I квартале при небольшом замедлении роста доходной части).

Негативным фактором для роста экономики Китая может стать срыв торговых переговоров с США. Он привел к отложенному на время этих переговоров повышению тарифов на импорт из Китая объемом 200 млрд долл. с 10 до 25%. Также США заявили о начале процесса повышения тарифов почти на весь оставшийся импорт¹⁹.

1.3.2. Риски для российского финансового рынка остаются пониженными

- Настроения на глобальных финансовых рынках в апреле оставались позитивными. Участники рынка окончательно убедились в отсутствии рисков ужесточения денежно-кредитной политики развитых стран, а наблюдавшийся вплоть до начала мая прогресс в торговых переговорах США и Китая и хорошая макростатистика привели к росту спроса на рискованные активы.
- Российский рубль стал одним из лидеров по динамике среди стран с формирующимися рынками в апреле, чему способствовали рост цен на нефть и приток капитала.
- Минфин установил рекорд по привлечению средств в ОФЗ, выполнив 2/3 квартального плана за апрель. Выросший спрос на госбумаги был удовлетворен увеличением предложения на первичном рынке, поэтому доходности ОФЗ в апреле изменились незначительно.
- Сигнал о возможном снижении ключевой ставки Банком России в II–III кварталах подействовал в первую очередь на динамику процентных производных инструментов в сторону пересмотра ожидаемой траектории ставки вниз.

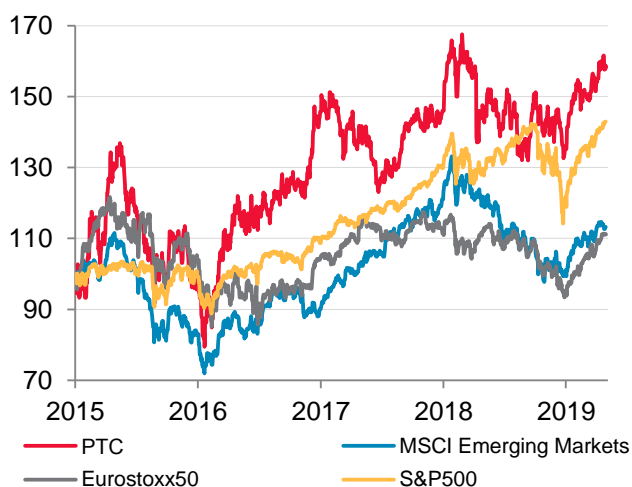
Глобальные рынки

В апреле на мировых финансовых рынках преобладали позитивные тенденции. Поток хорошей макростатистики из США и Китая и наблюдавшийся до начала мая прогресс в торговых переговорах между двумя странами, отсутствие признаков ускорения инфляции и низкие риски ужесточения ДКП развитых стран в этом году и позитивная отчетность компаний за I квартал привели к снижению волатильности на мировых рынках и росту интереса к рискованным активам.

Повышение аппетита к риску привело к продолжению роста индексов акций, как в развитых странах, так и странах с формирующимися рынками. В марте–апреле стали расти ожидания по прибыли публичных компаний на год вперед, как в США, так и в Европе, что поддержало динамику рынков акций (Рисунок 64, Рисунок 65).

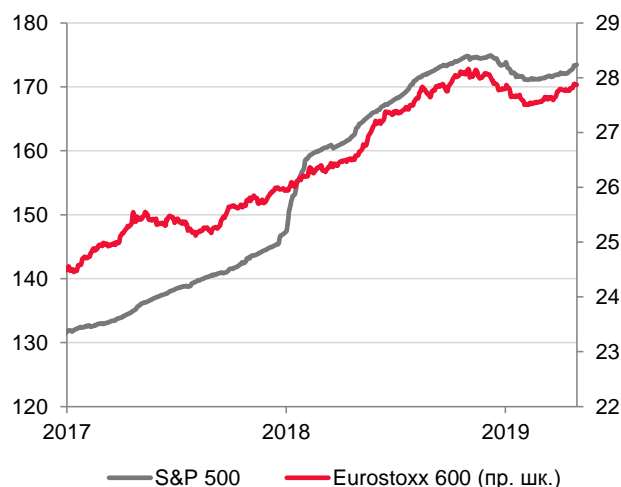
¹⁹ См. подробнее подраздел 1.3.1. бюллетеня «О чем говорят тренды» за октябрь 2018 года (№27).

**Рисунок 64. Динамика индексов акций
(январь 2015 г. = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

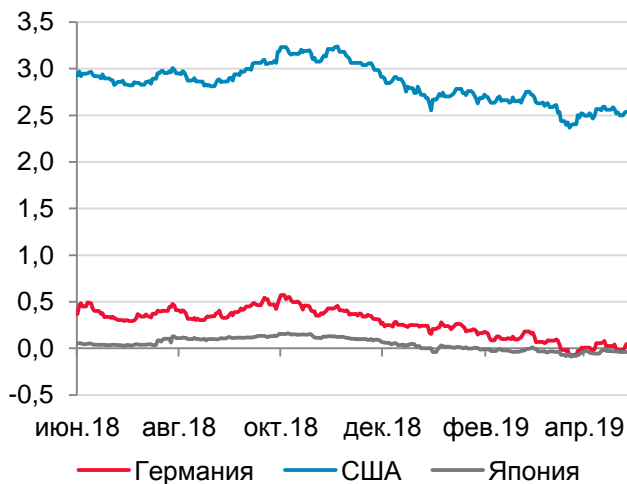
**Рисунок 65. Консенсус-прогноз по прибыли на
ближайшие 12 месяцев, пп.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

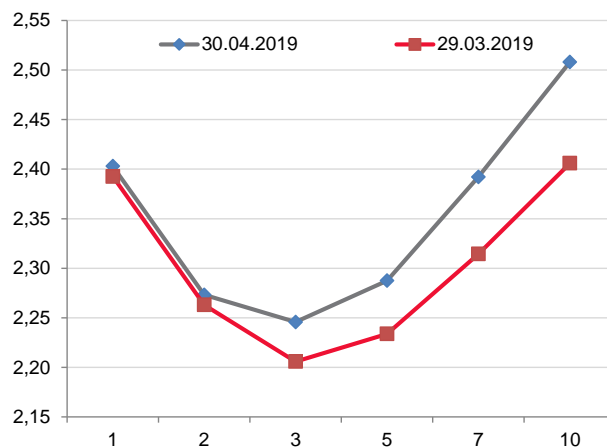
Доходности гособлигаций развитых стран достигли локальных минимумов в конце марта, отыгрывая смягчение риторики и прогнозов центральных банков развитых стран (Рисунок 66). В апреле они начали расти по мере повышения интереса участников рынка к более рисковым активам. При этом сильнее всего выросли доходности на среднем и дальнем конце кривой (Рисунок 67), что увеличило ее наклон.

**Рисунок 66. Динамика доходностей 10-летних
облигаций, % годовых**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 67. Кривая доходности гособлигаций
США, %**



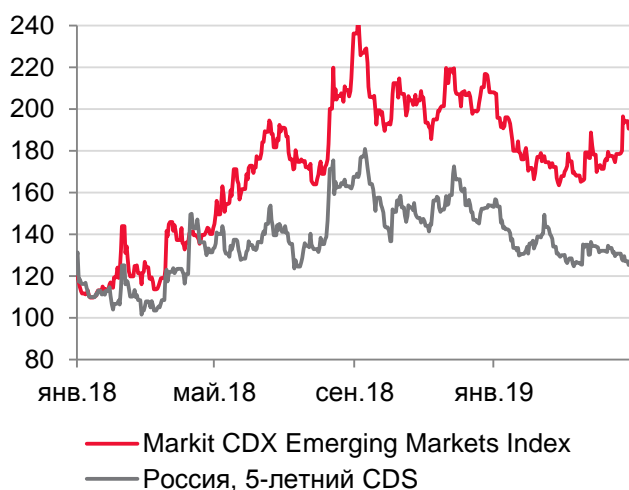
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Российские рынки

Российская риск-премия в апреле снизилась, вместе с риск-премиями большинства стран с формирующимися рынками на фоне значительного улучшения внешнего фона (Рисунок 68). При этом ухудшение ситуации на финансовых рынках некоторых стран с накопившимися дисбалансами к концу апреля стало давить на весь сектор стран с формирующимися рынками.

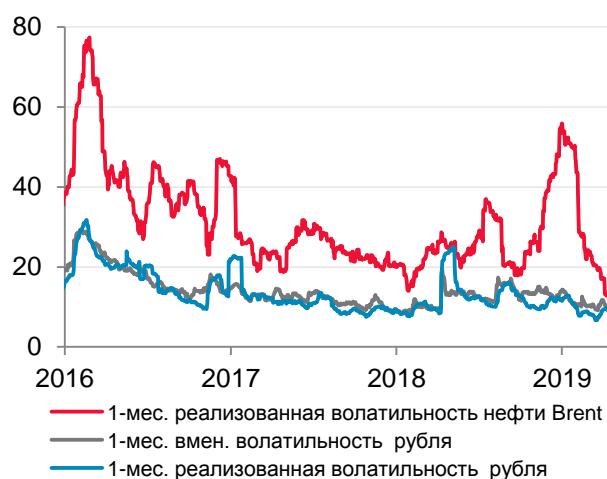
Волатильность курса рубля остается низкой, в первую очередь благодаря действию бюджетного правила и проводимой макроэкономической политике в целом. Небольшой рост вмененной волатильности рубля наблюдался в начале апреля и был связан с повышением рисков введения новых финансовых ограничений, однако история не получила развития и позитивное влияние внешнего фона полностью перекрыло влияние этих рисков.

Рисунок 68. Динамика риск-премий развивающихся стран, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 69. Волатильность курса рубля и цены на нефть, %

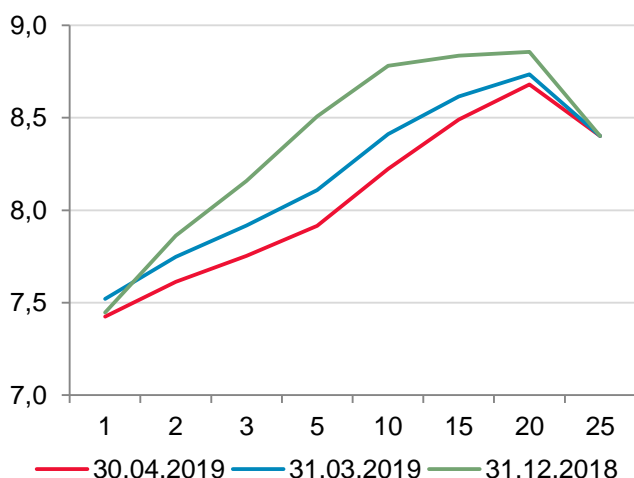


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рубль продолжил укрепляться на фоне повышения цен на нефть и благодаря притоку капитала. По итогам апреля российская валюта стала одним из лидеров по динамике относительно доллара США среди стран с формирующимися рынками.

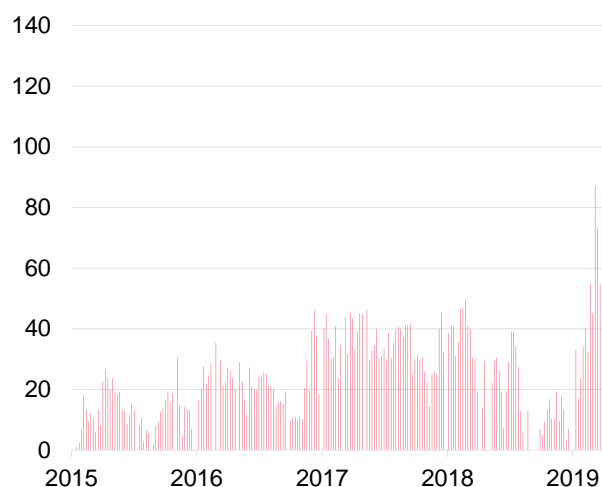
Значительная часть притока капитала идет на рынок ОФЗ. Минфин в начале года отменил лимиты по сумме привлекаемых на аукционах средств. Это, наряду с высоким спросом на ОФЗ, привело к значительному увеличению привлекаемых еженедельно средств. В апреле Минфин разметил ОФЗ объемом почти 400 млрд руб. при плане на весь II квартал в 600 млрд. Учитывая, что основная часть роста спроса на ОФЗ, в том числе со стороны нерезидентов, была удовлетворена на первичном рынке, кривая доходности российских госбумаг за месяц практически не изменилась. Она является одним из основных инструментов, которые формируют трансферную кривую для банков. Таким образом, денежно-кредитные условия за месяц изменились несильно, несмотря на приток капитала и остающийся благоприятным внешний фон.

**Рисунок 70. Кривая доходности ОФЗ,
% годовых**



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

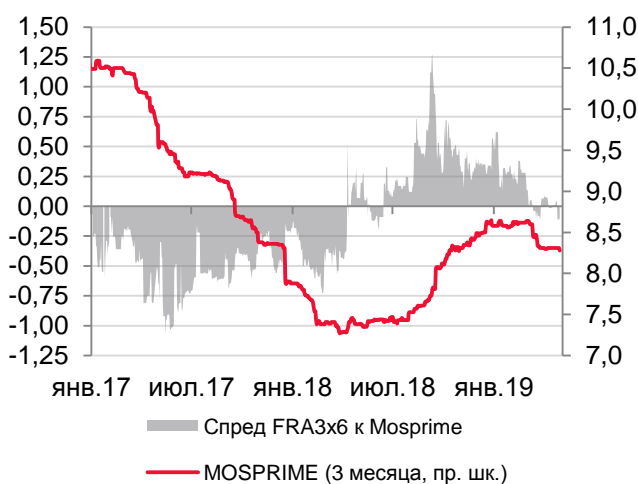
Рисунок 71. Ежедневные объемы размещений ОФЗ, млрд. руб.



Источник: Минфин России

Сигнал о возможности снижения Банком России ключевой ставки уже во II–III кварталах 2019 г., в случае если ситуация будет развиваться в соответствии с прогнозом, повлиял на динамику финансовых рынков. На валютном рынке и рынках долговых инструментов реакция была очень сдержанной, а рынки процентных производных инструментов отреагировали снижением ожидаемой траектории ставок денежного рынка на ближайшие месяцы (Рисунок 72).

**Рисунок 72. Спред FRA3x6 к ставке Mosprime
на 3 месяца, %**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 73. Процентный коридор Банка
России и краткосрочная ставка рынка МБК,
% годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Добыча сланцевой нефти прибыльна при цене около 50 долларов за баррель WTI

- В I квартале, особенно в марте, произошло значительное сокращение добычи в странах ОПЕК+, как добровольное, так и вынужденное, что с учетом замедления роста добычи в США вернуло коммерческие нефтяные запасы стран ОЭСР к пятилетнему среднему уровню.
- Усиление геополитических рисков ускорило рост нефтяных цен.
- Поддержку цене нефти Urals оказывает также опережающее сокращение предложения сернистой нефти, сформировавшее высокую премию к цене нефти Brent.
- Прогноз ведущих организаций состояния рынка жидкого топлива также пересмотрен в сторону ужесточения предложения.
- При этом с II квартала по-прежнему ожидается возвращение рынка к излишку и возобновление роста запасов. В условиях текущего дефицита нефти и рисков усиливается «бэквордация» фьючерсной кривой нефти.
- Цена прибыльности добычи сланцевой нефти в крупнейших бассейнах США сохраняется около 50 долл./барр. нефти WTI, что в нормальные периоды соответствует цене нефти Urals около 55 долл./баррель.

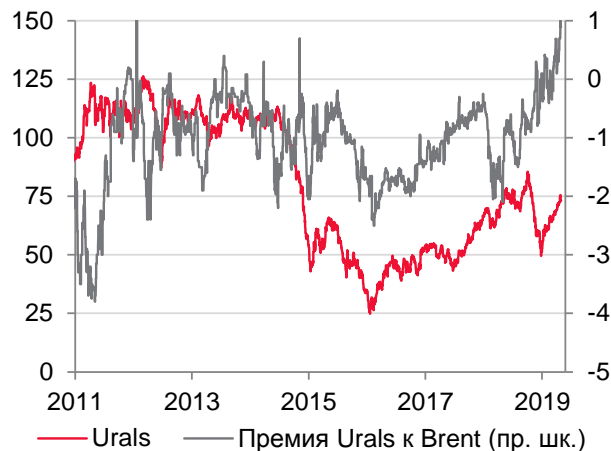
За период с конца первой декады марта по конец апреля индекс цен сырьевых товаров Bloomberg практически не изменился, хотя динамика отдельных компонентов была разнонаправленной. Индекс энергетических товаров вырос на 5% при снижении цен промышленных и драгоценных металлов, а также сельскохозяйственных товаров на 1%, 2% и 4% соответственно (Рисунок 74). На фоне значительного сокращения предложения, роста геополитических рисков и формирования положительной премии к цене нефти Brent цена российской нефти Urals выросла на 14% до 74 долл./барр. (Рисунок 75). Цена природного газа на крупнейшем хабе Европы – нидерландском ТТФ продолжила снижаться, потеряв 14% (-51% относительно пика конца сентября 2018 г.).

Рисунок 74. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)



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

Рисунок 75. Цена нефти Urals и премии Urals к Brent, долл./барр.



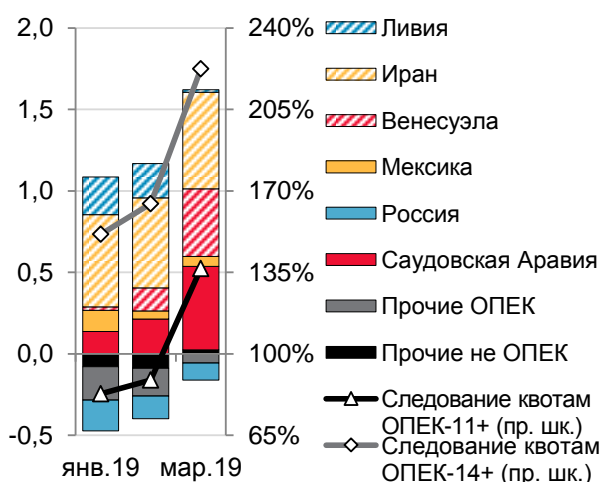
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

I квартал 2019 г. характеризовался большим, превзошедшим ожидания сокращением производства жидкого топлива в странах ОПЕК+, особенно в марте. За ним стоит как добровольное ограничение добычи, так и его вынужденное снижение. По данным вторичных источников, в марте степень следования квотам странами ОПЕК-11+ (на которые распространены квоты) выросла до 137%, а с учетом Венесуэлы, Ливии и Ирана – до 222% (Рисунок 76). Следует выделить Саудовскую Аравию, которая в одиночку перекрывает квоту ОПЕК, имея степень следования собственной квоте на уровне 259%. Внутренний конфликт и ужесточение санкций США ускорило падение добычи в Венесуэле: -0,45 млн барр. в день за январь–март и -0,3 млн отдельно за март.

Россия пока сокращала добычу умеренными темпами: в марте следование квоте было немногим выше 50% (Рисунок 77). Однако министр энергетики России А. Новак анонсировал выход на объем добычи, соответствующий договоренностям ОПЕК+, уже в конце марта - начале апреля.

Ограничению предложения жидкого топлива также поспособствовало большее, чем ожидалось ранее, замедление роста добычи в США вследствие снижения буровой активности и негативного влияния инфраструктурных ограничений в бассейне Permian (Рисунок 78). В начале года пропускные трубопроводные мощности из Permian к побережью США выросли на 0,32 млн барр. в день, в том числе 0,2 млн дало переориентирование трубопровода Semiole-Red с сжиженного газа на нефть. Однако это не решает проблемы полностью, а в последующие месяцы влияние ограничений будет возрастать и сохранится, по данным EIA, до III квартала текущего года.

Рисунок 76. Степень следования квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение установленных квот), млн барр. в день и %



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

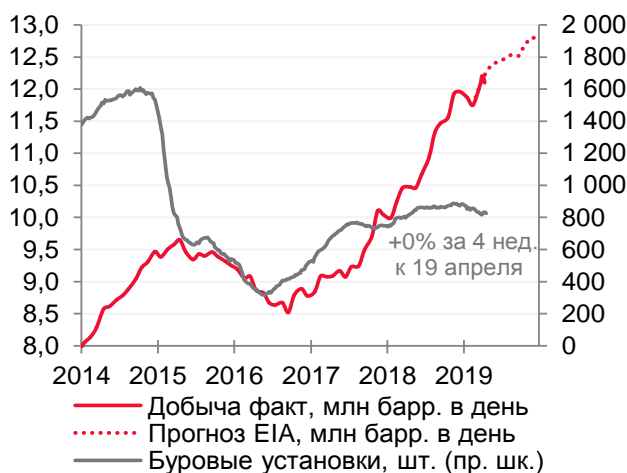
Рисунок 77. Добыча нефти в России



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

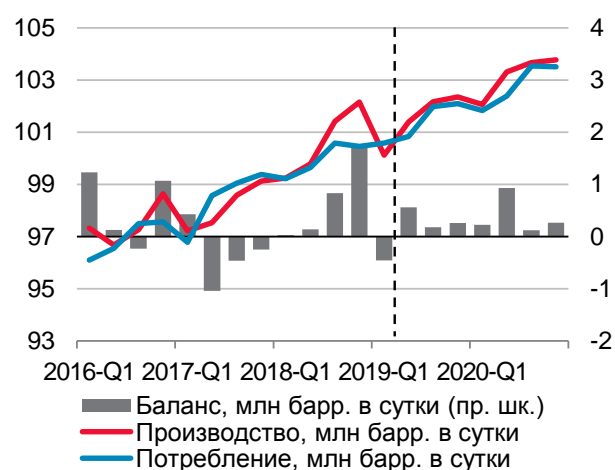
Сильное сокращение добычи перевело рынок жидкого топлива в состояние дефицита в I квартале (Рисунок 79) и позволило вернуть коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР к пятилетнему среднему уровню (по оценкам МЭА и ОПЕК, немногим выше этого уровня; по оценкам EIA²⁰, немногим ниже) (Рисунок 80).

Рисунок 78. Добыча нефти и число действующих буровых установок в США



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

Рисунок 79. Основные показатели рынка жидкого топлива



Источник: EIA.

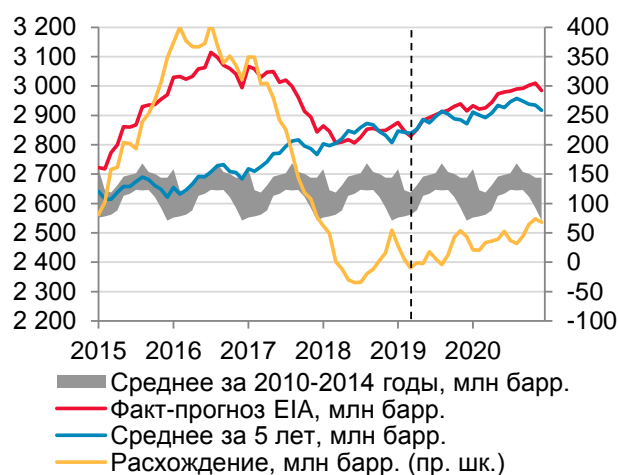
Прогноз состояния рынка жидкого топлива также ужесточается. В мартовских и апрельских отчетах ведущие международные организации (EIA, МЭА и ОПЕК) ухудшили прогноз роста спроса в 2019 г., на который давит растущая цена нефти (Рисунок 81). Однако в значительно большей мере пересмотрели вниз прогноз роста предложения, как в странах ОПЕК+, так и вне их.

²⁰ МЭА – международное энергетическое агентство, EIA – Управление энергетической информации при Минэнерго США.

Кроме того, существенно возросла премия геополитических рисков в цене нефти. Возобновление гражданской войны в Ливии, усиление внутреннего противостояния в Венесуэле, ужесточение санкций США против Венесуэлы и Ирана, государственный переворот в Судане (страны ОПЕК+) повышают риски ужесточения предложения нефти.

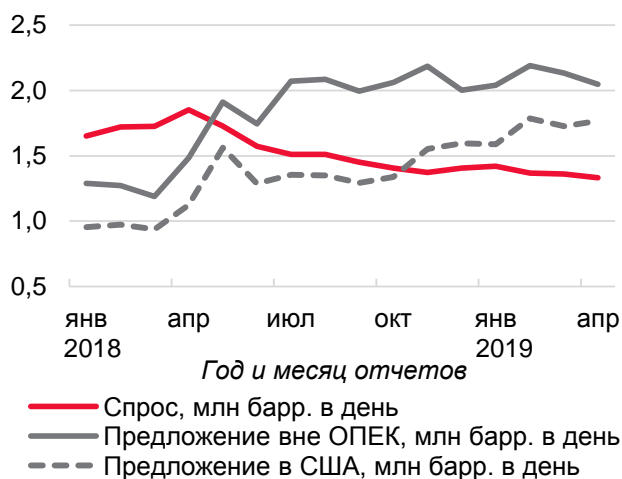
Вместе с тем с II квартала EIA по-прежнему ожидает возвращения рынка к излишку (Рисунок 79) и возобновления роста коммерческих нефтяных запасов (Рисунок 80). Причина – в условиях стабилизации добычи в странах ОПЕК+ рост добычи в остальных странах, прежде всего США, будет опережать рост спроса. Такие ожидания в условиях текущего дефицита и рисков сформировали «бэквордацию» фьючерсной кривой нефти²¹ в I квартале, которая усиливается с ростом цены нефти (Рисунок 82).

Рисунок 80. Оценки EIA коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 81. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2019 г. в месячных отчетах ведущих организаций (в среднем по EIA, МЭА, ОПЕК)

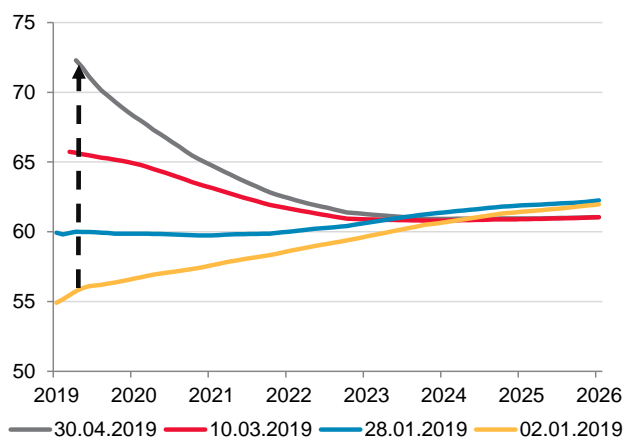


Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

При определении среднесрочной равновесной цены нефти мы по-прежнему отталкиваемся от цены прибыльности добычи маргинальных производителей, которую на нефтяном рынке удерживают сланцевые компании США. Опросы ФРБ Далласа и Канзас-Сити конца марта – начала апреля показали сохранение цены прибыльности добычи нефти в 10 и 11 округах США (4/5 добычи сланцевой нефти) на уровне немногим выше 50 долл./барр. нефти WTI (Рисунок 83). С учетом премии Urals к WTI в нормальные периоды это соответствует цене нефти Urals около 55 долл./баррель.

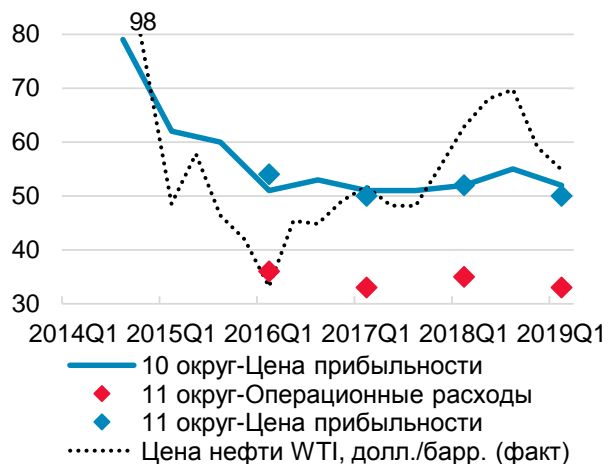
²¹ Цена последующего фьючерса ниже цены предыдущего.

Рисунок 82. Фьючерсная кривая нефти Brent, долл./барр.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 83. Цена нефти WTI, покрывающая операционные издержки и обеспечивающая прибыльность добычи по опросу компаний 10 и 11 округов США, долл./барр.



Источники: ФРБ Далласа, ФРБ Канзас Сити, расчеты ДИП.

В последние месяцы сформировалась и выросла до рекордного за многие годы²² значения премия цены Urals к цене Brent (по данным Bloomberg, 0,9 долл./барр.) (Рисунок 75). Как и в предыдущие периоды снижения дисконта (роста премии)²³, основным фактором является снижение (ожидание снижения) предложения сернистой нефти, к которой относится Urals. Сернистая нефть уступает по качеству малосернистой (эталон – Brent), давая при переработке в среднем меньший объем светлых нефтепродуктов, и потому обычно торгуется с дисконтом. В то же время выход дизельного топлива из Urals больший, чем из Brent.²⁴

Большое число нефтеперерабатывающих заводов по всему миру настроено и оборудовано под переработку сернистой нефти. Особое место занимает Европа, основной потребитель Urals. Европа несколько десятилетий усиливала зависимость от поставок сернистой нефти вроде Urals и Iranian Heavy, переориентируя нефтепереработку с бензина на дизельное топливо. Дизельное топливо содержит на 8% больше энергии, чем бензин²⁵, и еще несколько лет назад дизельное топливо считалось более экологичным видом топлива²⁶. Кроме того, до сланцевого бума в США выбор Европы объяснялся также высокой конкуренцией за более качественные сорта нефти со стороны американских НПЗ, ориентированных на бензин. Поэтому европейские страны стимулировали использование дизеля, в том числе налоговыми инструментами. В результате во всех странах ЕС, кроме Греции, потребление дизеля выше, чем бензина, а во Франции и Испании – в несколько раз.

²² Без учета нескольких однодневных «выбросов».

²³ Предыдущий раунд санкций против Ирана; нынешний и предыдущий периоды реализации Соглашения ОПЕК+ (в том числе ожидание этих событий).

²⁴ Выход бензина при процессах каталитического крекинга и висбрекинга (FCC/Visbreaker) из Urals – 27%, из Brent – 35%. Выход дизеля: из Urals – 37%, из Brent – 34%.

²⁵ В расчете на единицу массы

²⁶ В 2015 г. компания Volkswagen признала, что занижала оценку выбросов дизельных двигателей.

Падение поставок сернистой нефти из Ирана и Венесуэлы из-за санкций, сокращение добычи в России и Саудовской Аравии в соответствии с Соглашением ОПЕК+, а также ограничение поставок из Канады резко сократили предложение сернистой нефти на рынке. Это провоцирует опережающий рост ее цены. В ближайшие месяцы премия Urals к Brent может еще больше вырасти: добыча в Венесуэле и Иране падает, а Россия сокращает добычу в рамках квоты.

Однако в среднесрочной и долгосрочной перспективе спред между Urals и Brent может вернуться в отрицательную область, и, при прочих равных условиях, увеличиться со временем. Перспективы роста спроса на дизельное топливо хуже, чем на другие виды нефтепродуктов. Из-за изменения мнения об экологичности дизельного топлива и расширения поставок низкосернистой нефти Европа больше не стремится к ориентации на дизельное топливо и стимулирует переориентацию транспорта на электромобили. Кроме того, потребление дизельного топлива более чувствительно к экономическим циклам, чем потребление бензина, и сильнее падает в кризисные периоды²⁷.

²⁷ Так, в 2009 г. мировое потребление бензина упало на 5%, а дизельного топлива и мазута – на 15%.

2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики замедлился временно

- По итогам вышедшей по состоянию на 18 апреля статистики оценка роста ВВП в I квартале 2019 г. символически снизилась до 0,2–0,3% к/к SA по сравнению с оценкой в марте. На замедление роста экономики в начале года указывали и более ранние оценки, сделанные еще в IV квартале 2018 года.
- Вместе с тем перспективы ускорения темпов роста экономики улучшились: начиная со II квартала темпы роста составят около 0,4% к/к SA и выйдут на уровень потенциала.
- Месячные колебания в динамике отдельных макроэкономических показателей сдерживают волатильность индексной оценки ВВП по нашей ДФМ-модели. Это объясняется тем, что динамика высокочастотных временных рядов по широкому спектру макропоказателей, используемых для текущих оценок и краткосрочного прогноза ВВП в квартальном разрезе, в соответствии с общепринятым подходом сглаживается посредством квартальных трансформаций²⁸.

	Апрель	Март
	% к/к SA	% к/к SA
I квартал 2019 г.	0,2 – 0,3	0,3
II квартал 2019 г.	0,4	0,3
III квартал 2019 г.	0,4	0,4

2.1.2. Консенсус Bloomberg: аналитики отреагировали на сигнал Банка России

- Смягчение риторики Банка России в отношении денежно-кредитной политики в марте повлияло на прогноз аналитиков по ключевой ставке. Сигнал, данный по итогам апрельского заседания Совета Директоров, еще не учтен в консенсус-прогнозе аналитиков.

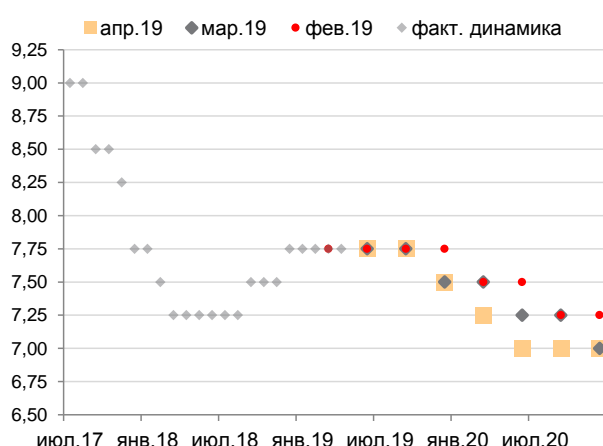
²⁸ См. также: *Краткосрочное оценивание и прогнозирование ВВП России с помощью динамической факторной модели / А. Поршаков, Е. Дерюгина, А. Пономаренко, А. Синяков // Банк России: Серия докладов об экономических исследованиях. 2015. № 2.*

- Среднесрочные инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными на уровне цели Банка России.

Согласно ежемесячному опросу Bloomberg ²⁹ ожидания по ключевой ставке на конец 2019 года не изменились (Рисунок 84). Опрос проводился с 19 по 25 апреля **накануне** заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке, поэтому не учитывает сигнал Банка России о возможном снижении ставки уже в II-III квартале 2019 года. При этом апрельский опрос уже учитывает сигнал, данный на мартовском заседании Совета директоров, что снижение ключевой ставки может начаться в 2019 году. Прогноз по динамике ключевой ставки по сравнению с февралем был пересмотрен: теперь консенсус предполагает ее снижение на 25 б.п. к концу 2019 года (Рисунок 84). Дальнейшая динамика также предполагается очень плавной: аналитики ожидают, что Банк России будет сохранять осторожность при принятии решений о снижении ключевой ставки. Большинство опрошенных ожидают ее снижения до 7,0% годовых (это значение соответствует верхней границе оценок нейтрального уровня ставки) к середине 2020 года

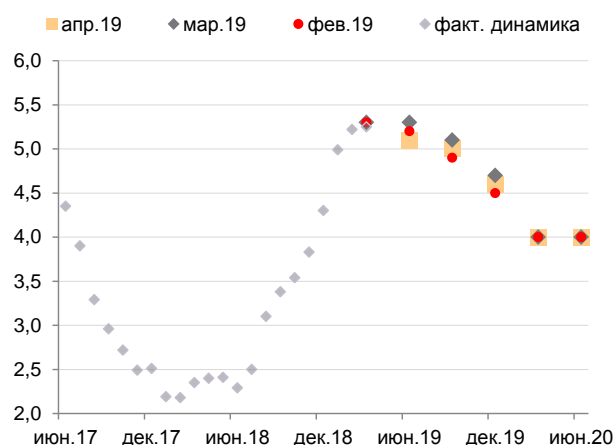
Годовые прогнозы по инфляции за последние два месяца не претерпели существенных изменений. (Рисунок 85). Аналитики сходятся в том, что текущее ускорение инфляции является временным и годовой рост цен прошел свой пик. Возвращение инфляции к целевому уровню 4% ожидается в первом полугодии 2020 года, что соответствует прогнозу Банка России. Среднесрочные ожидания аналитиков (за горизонтом влияния разовых факторов) остаются заякоренными на 4%.

Рисунок 84. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 85. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

²⁹В опросе приняло участие 36 аналитиков.

3. ФОКУС-СЕКЦИЯ. Снижение притока прямых иностранных инвестиций

- Согласно предварительным данным, приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в РФ в 2018 г. сократился до 0,5% ВВП (8,8 млрд долл.) против 1,8% ВВП (28,6 млрд долл.) годом ранее и в среднем 1,8% ВВП в предшествующие 5 лет.
- Чистое сальдо ПИИ в РФ (с учетом ПИИ за границу) остается отрицательным на уровне 1,4% ВВП (-23,1 млрд долл.) в 2018 г., что примерно соответствует средней величине последних лет. При этом сокращение данного сальдо как минимум вдвое по сравнению с уровнями до 2013 г. говорит о тенденции сокращения, в том числе и ПИИ из России.
- Тенденция к снижению притока ПИИ в последние годы наблюдается и в других странах с формирующимися рынками (СФР). Однако относительный уровень притока ПИИ в РФ в последние годы немного отстает от средней величины аналогичного показателя для СФР (в среднем 2% в 2015–2017 годах).³⁰
- В части структуры ПИИ произошло значительное сокращение доли вложений в долговые инструменты и снижение доли участия в капитале, тогда как доля реинвестированных доходов сохранилась на уровне предыдущих лет. Такая тенденция может служить подтверждением тому, что все меньше выведенных в офшоры средств возвращается в страну³¹.
- Инвестиции в торгуемые секторы, добычу и обрабатывающий сектор, куда в основном направлены ПИИ, сокращаются в меньшей степени (возможно, из-за реинвестирования доходов), тогда как существенное снижение происходит в секторе неторгуемых товаров³². Последнее согласуется со структурной перестройкой экономики в условиях адаптации к более низкому уровню цены на нефть³³.
- Сокращение ПИИ в РФ в форме вложений в долговые инструменты и участие в капитале - ограничивающий фактор для повышения потенциала экономического роста.
- В I квартале 2019 г. зафиксирован необычный всплеск ПИИ в прочие секторы: +11,5 млрд долл. после +1,4 млрд долл. в IV квартале 2018 года. Однако этот всплеск частично был связан с отдельными внутригрупповыми сделками крупных

³⁰ В расчет включены Аргентина, Бразилия, Мексика, Турция. Данные за 2018 г. отсутствуют.

³¹ Ранее при достаточно большом оттоке средств за границу наблюдался сопоставимый приток в РФ, что во многом объяснялось SPV-сделками через офшоры. Это минимально сказывалось на сальдо ПИИ в РФ, но выражалось в довольно существенном притоке ПИИ в РФ. Теперь наблюдается сокращение притока ПИИ в РФ при небольшом сокращении оттока за границу. Об этом же говорят и изменения в территориальном распределении ПИИ. Так, наибольшее ослабление притока ПИИ наблюдается из офшорных зон (преимущественно из Кипра).

³² Классификацию ПИИ в торгуемые и неторгуемые секторы см. в Приложении.

³³ Средний уровень цены на нефть опустился до 54 долл./барр. в 2015–2018 гг. против примерно 102 долл./барр. в 2010–2014 годах.

компаний. С их исключением динамика ПИИ в РФ в I квартале 2019 г. улучшилась незначительно по сравнению с предшествующими кварталами.

Как показывает опыт европейских стран со средним уровнем экономического развития (Ирландия, ряд стран Восточной Европы), значительный приток прямых иностранных инвестиций выступает в роли одного из основных моторов в период ускоренного экономического роста³⁴. Это позволяет таким странам резко сократить отрыв в уровне развития экономик от развитых стран.

Помимо непосредственного вклада в рост экономики, ПИИ играют важную роль в трансфере технологий и методов организации производства и управления, которые затем тиражируются другими компаниями, в том числе из других отраслей. В результате возникает положительный синергетический эффект для экономического роста от ПИИ.

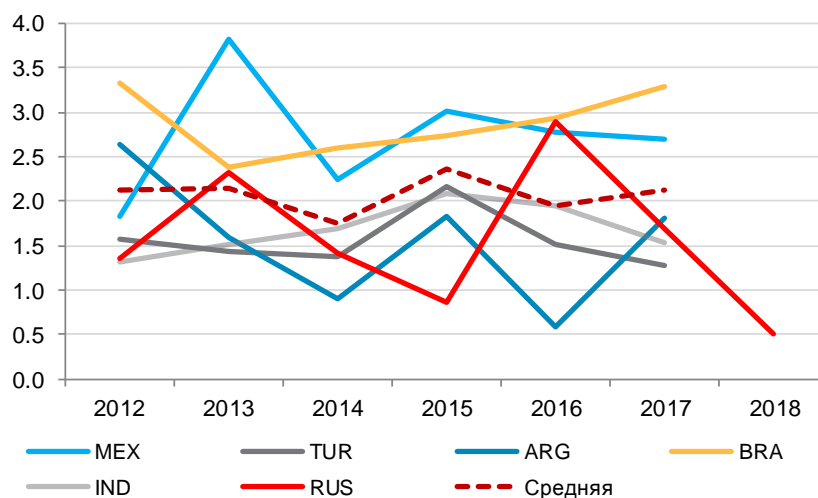
В России в 2018 г. приток прямых иностранных инвестиций продолжил сокращаться. Так, по предварительным данным, приток прямых иностранных инвестиций в РФ снизился более чем в 3 раза по сравнению с 2017 г., до 8,8 млрд долл. (0,5% ВВП) после 28,6 млрд долл. США годом ранее.³⁵ Это минимальное значение притока ПИИ в РФ за последние 10 лет. Чистый отток ПИИ (приток ПИИ в РФ за вычетом ПИИ за границу) сохраняется и в 2018 г. составил 23,1 млрд долл. США (1,4% ВВП) против оттока в 8,2 млрд долл. США за 2017 г., что, однако, значительно ниже показателей, наблюдавшихся до 2013 года.

Тенденция к сокращению входящих ПИИ в целом наблюдается и в других странах с формирующимися рынками (СФР), однако уровень притока прямых инвестиций в РФ в последние годы отстает от средней величины аналогичного показателя для этой группы стран, составляя 0,5% в 2018 г. и 1,8% в 2015–2017 гг. против 2% в СФР в 2015–2017 годах.

³⁴ В Ирландии валовый приток ПИИ составил около 17% от ВВП в 2013-2014 гг. при росте ВВП на 1,1%, 8,5% соответственно. В Польше локальный максимум валового притока ПИИ достигал 5% от ВВП при росте ВВП на 5,1-6,8% в 2006-2008 гг. В Чехии локальный валовый приток ПИИ был на уровне 5,9% от ВВП в 2005-2007 годах при росте ВВП в среднем на 6,3% в тот же период.

³⁵ С учетом отрицательного сальдо по статье ПИИ в РФ в III квартале 2018 года.

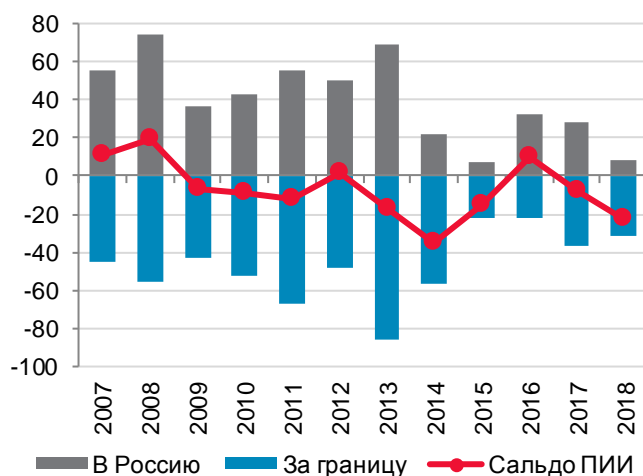
Рисунок 86. Сравнительная динамика притока ПИИ в % от ВВП



Источник: ЮНКТАД, Всемирный Банк.

Основную роль в ухудшении динамики ПИИ в РФ продолжают играть вложения в небанковский сектор, тогда как вложения в банковский сектор обычно незначительны. Снижение ПИИ в РФ в небанковском секторе было наибольшим (Рисунок 88). То же касается и отрицательного сальдо чистых ПИИ в РФ – по корпоративному сектору оно увеличилось до -24,3 млрд долл. США за 2018 г. против -8,8 млрд долл. США за 2017 год. Традиционно ПИИ «прочих секторов» занимают наибольшую долю в общем объеме ПИИ в РФ. Однако на фоне достаточно резкого сокращения в 2018 г. общих ПИИ в РФ доля вложений в нефинансовый сектор упала с 90 до 67%. Между тем приток ПИИ в банковский сектор остается небольшим, но при этом компенсирует ПИИ за границу.

Рисунок 87. Динамика ПИИ в РФ и за границу, млрд. долл. США



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 88. Динамика сальдо ПИИ в РФ по институциональным секторам экономики (скользящая сумма за четыре квартала), млрд долл. США

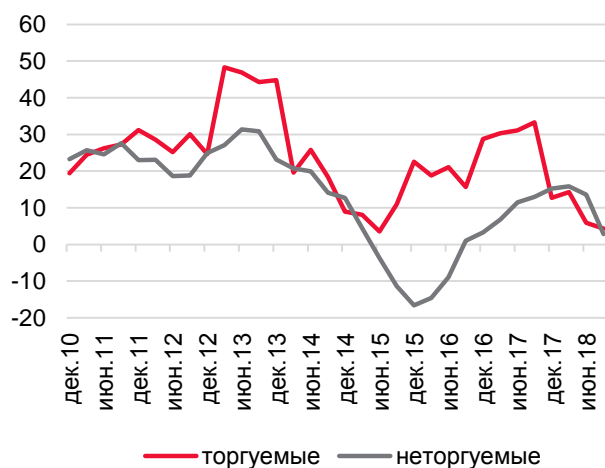


Источник: Банк России, расчеты ДИП.

С точки зрения анализа динамики ПИИ по видам экономической деятельности приток ПИИ в торгуемые секторы демонстрирует более стабильную динамику и меньшее сокращение в сравнении с ПИИ в неторгуемые секторы³⁶. Так, вложения в неторгуемые секторы в 2018 г. существенно снижались после восстановления в 2016 – первой половине 2017 года. Такое развитие событий согласуется со снижением цены на нефть, которая в последние годы в среднем упала почти в 2 раза – до 54 долл./барр. в 2015–2018 гг. с 102 долл./барр. в 2010–2014 гг., и ухудшением динамики реальных доходов. На этом фоне сокращение ПИИ в неторгуемые секторы может быть следствием структурной перестройки экономики в условиях более низких цен на нефть.

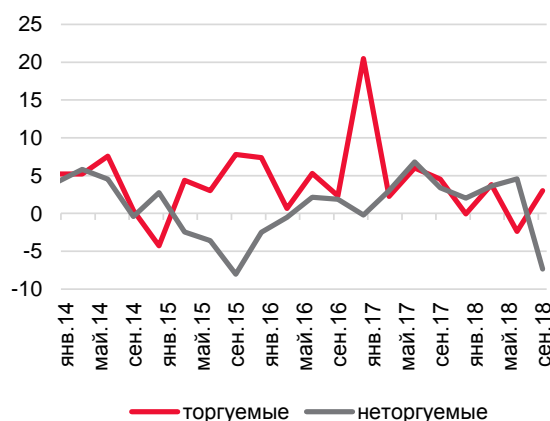
По данным за январь–сентябрь 2018 г. (более поздняя статистика пока отсутствует) практически весь приток ПИИ в РФ был обусловлен инвестициями в торгуемые секторы (Рисунок 90)³⁷. Положительная динамика ПИИ в секторе торгуемых товаров в 2018 г. поддерживалась в основном за счет добычи и обрабатывающих производств. Причем динамика ПИИ в обработке существенно улучшилась в II–III кварталах 2018 года. Вполне возможно, что положительная динамика в данных секторах связана со стабильной динамикой реинвестирования доходов в структуре ПИИ в РФ.

Рисунок 89. Динамика ПИИ в РФ по секторам* (скользящая сумма за четыре квартала), млрд долл. США



*Без учета данных, не распределенных по секторам
Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 90. Динамика ПИИ в РФ по секторам*, млрд долл. США, к/к



*Всплеск в 2017 году обусловлен сделкой Роснефти.

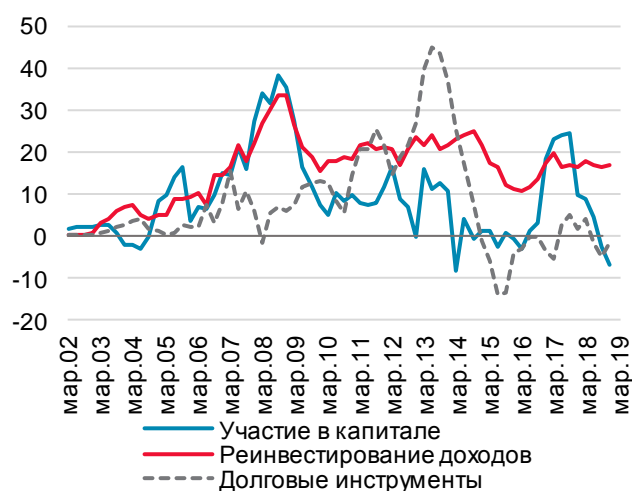
В целом реинвестирование полученных доходов в 2018 г. в прочих (небанковских) секторах продолжилось практически на том же уровне, что и в 2017 году. То есть прямые инвесторы не выводят прибыль в виде дивидендов, а продолжают вкладывать средства в развитие компаний (Рисунок 91). Данная статья является наиболее стабильной и в среднем доминирующей в структуре ПИИ в РФ. При этом значительно сократи-

³⁶ Классификацию ПИИ в торгуемые и неторгуемые секторы см. в Приложении.

³⁷ Согласно предварительным квартальным данным об общем притоке ПИИ в РФ за 2018 г. и, в частности, обновлению статистики за III квартал 2018 г., сокращение ПИИ в прочие секторы в данный период было менее выраженным и в IV квартале сменилось приростом ПИИ.

лись прямые иностранные инвестиции в форме участия в капитале и не восстановились вложения в долговые инструменты. Если первый из этих двух компонентов достаточно волатилен, то слабые инвестиции в долговые инструменты наблюдаются последние два года (Рисунок 91).

Рисунок 91. Динамика сальдо ПИИ в РФ по инструментам, прочие сектора (скользящая сумма за четыре квартала)



Без учета данных, не распределенных по секторам

Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 92. Сравнительная динамика ПИИ в Россию и за границу, млрд. долл. США, годовые данные



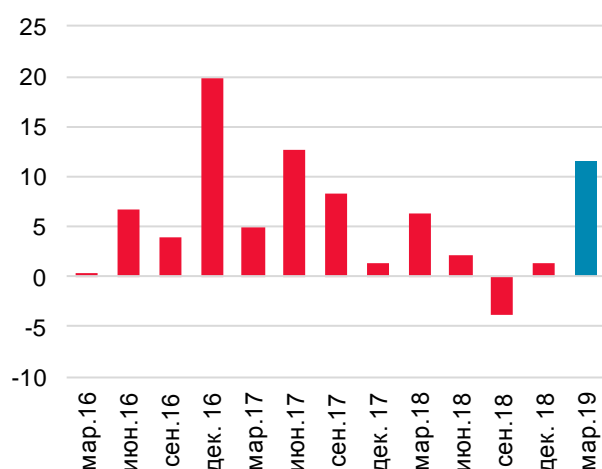
Обращает на себя внимание то, что взаимосвязь между притоком и оттоком ПИИ по прочим секторам значительно ослабла после 2012 года. Ранее часть притока ПИИ в РФ вела себя синхронно с оттоком (увеличивая обороты по инвестициям в РФ и из РФ, но не влияя на сальдо), что могло быть связано с внутригрупповыми сделками и сделками с офшорами. Теперь прослеживается тенденция к сокращающемуся притоку ПИИ в РФ при стабилизации величины ПИИ за границу (Рисунок 92).

Согласно разбивке ПИИ по странам-инвесторам инвестиции без учета притока инвестиций из основных офшорных зон упали в январе–сентябре 2018 г.³⁸ меньше всего (Рисунок 94). Наибольшее сокращение наблюдалось по инвестициям из Кипра. В III квартале чистые ПИИ в РФ из Кипра были отрицательными – в размере -7,9 млрд долл. США, что стало основной причиной отрицательного сальдо по ПИИ в РФ в этот период³⁹. Приток инвестиций из других традиционных офшорных зон тоже снижается, но в меньшей степени, и в последние годы данные инвестиции в целом стали незначительными. Другие страны демонстрировали умеренный приток прямых инвестиций в РФ как в III квартале, так и с начала года.

³⁸ Более поздние данные отсутствуют.

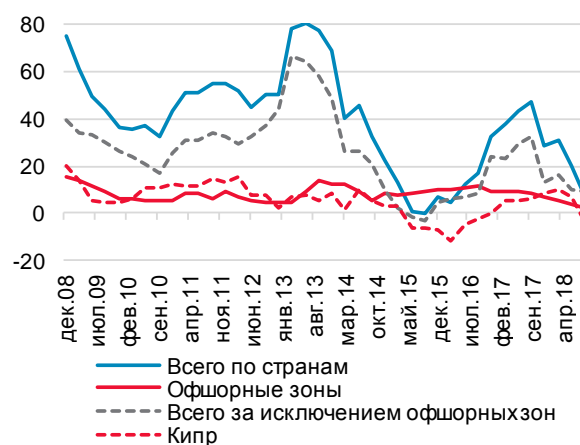
³⁹ Вполне возможно, что данная оценка скорректируется вниз, поскольку обновленные оценки общих ПИИ в РФ в III квартале 2019 г. говорят о существенно меньшем падении ПИИ.

Рисунок 93. Динамика ПИИ в прочие сектора, млрд. долл. США, к/к



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 94. Динамика ПИИ в Россию: географическое распределение (скользящая сумма за четыре квартала)⁴⁰



Офшорные зоны – Багамские острова, Бермуды, Британские Виргинские острова, Острова Кайман, Панама.

Первые оценки о ПИИ в РФ за I квартал 2019 г. (из данных по платежному балансу) показали, что ПИИ в прочие сектора в этот период, по предварительным оценкам, увеличились до 11,5 млрд долл. США после 1,4 млрд долл. США в IV квартале 2018 г. и 6,4 млрд долл. США за аналогичный период 2017 г. (Рисунок 93). Отчасти такое улучшение обусловлено восстановлением вложений в долговые инструменты. Однако, поскольку значительная доля таких инвестиций была связана с отдельными внутригрупповыми сделками крупных компаний, преждевременно говорить об устойчивом оживлении ПИИ в данных секторах.

С поправкой на указанный эффект динамика ПИИ в I квартале 2019 г. улучшилась незначительно по сравнению с последними месяцами. При этом в III–IV кварталах 2018 г. динамика почти всех ПИИ в той или иной степени ухудшилась. В целом ПИИ в РФ в этот период были низкими в сравнении со средними квартальными значениями ПИИ последних лет.

Ослабление притока ПИИ в РФ согласуется с динамикой ПИИ в другие страны с формирующимися рынками. Однако в последние годы приток ПИИ в РФ в процентах к ВВП оставался несколько ниже среднего показателя по данной группе стран. Сокращение ПИИ в РФ в форме вложений в долговые инструменты и участие в капитале – ограничивающий фактор для повышения потенциала экономического роста.

⁴⁰ Всего по странам включает инвестиции, не распределенные по странам и инвестиции от международных организаций и институтов.

Приложение

Разбивка по ВЭД с 2017 г.:

Торгуемые: 1) сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство; 2) добыча полезных ископаемых; 3) обрабатывающие производства; 4) торговля оптовая и розничная.

Неторгуемые: 1) обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха; 2) водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений; 3) строительство; 4) ремонт автотранспортных средств и мотоциклов; 5) транспортировка и хранение; 6) деятельность гостиниц и предприятий общественного питания; 7) деятельность в области информации и связи; 8) деятельность финансовая и страховая; 9) деятельность по операциям с недвижимым имуществом; 10) деятельность профессиональная, научная и техническая; 11) деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги; 12) государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение; 13) образование; 14) деятельность в области здравоохранения и социальных услуг; 15) деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений; 16) предоставление прочих видов услуг; 17) деятельность экстерриториальных организаций и органов.

Разбивка по ВЭД до 2017 г.:

Торгуемые: 1) сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство; 2) рыболовство, рыбоводство; 3) добыча полезных ископаемых; 4) обрабатывающие производства; 5) оптовая и розничная торговля.

Неторгуемые: 1) производство и распределение электроэнергии, газа и воды; 2) строительство; 3) ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования; 4) гостиницы и рестораны; 5) транспорт и связь; 6) финансовая деятельность; 7) операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг; 8) государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное страхование; 9) образование; 10) здравоохранение и предоставление социальных услуг; 11) предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталия Карлова

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева