



Банк России

№ 1 (29)



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

## Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ФЕВРАЛЬ 2019

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 10.02.2019.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией  
Банка России.

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

Фото на обложке: Shutterstock.com

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

## СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ _____	4
1. ИТОГИ _____	5
<b>1.1. Инфляция _____</b>	<b>5</b>
1.1.1. Влияние повышения НДС на цены пока умеренно _____	5
1.1.2. Трендовая инфляция в январе выросла _____	10
1.1.3. Ценовые индексы PMI: повышение НДС временно ускорило рост цен _____	12
1.1.4. Снижение цен на нефть ожидаемо замедлило декабрьский рост цен производителей _____	12
<b>1.2. Экономическая динамика _____</b>	<b>13</b>
1.2.1. Рост в 2018 году, вероятно, был вблизи потенциала _____	14
1.2.2. Производство в базовых отраслях в 2018 году сохранило темпы роста на уровне 2017 года _____	17
1.2.3. Уверенный рост промышленности в 2018 году при поддержке добычи полезных ископаемых _____	19
1.2.4. PMI в январе: торможение роста в обработке и ускорение в услугах _____	22
1.2.5. Рост потребительского спроса в декабре замедлился _____	24
1.2.6. Рост реальной зарплаты понизится в I квартале _____	26
1.2.7. Банковский сектор: замедление роста розничного кредитования в декабре _____	28
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки _____</b>	<b>32</b>
1.3.1. ФРС передумала повышать ставку в 2019 году? _____	32
1.3.2. Риски для стран с формирующимися рынками снизились _____	37
1.3.3. Риски на стороне предложения могут вызвать рост цены нефти _____	41
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ _____	45
<b>2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России? _____</b>	<b>45</b>
2.1.1. Индексная оценка ВВП в январе: рост экономики в первом полугодии немного замедлится _____	45
2.1.2. Инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными _____	46
3. Итоги 2018 года для российской экономики: насколько оправдались ожидания? _____	47

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

### 1. Итоги

- Как и ожидалось, годовая инфляция в декабре 2018 г. - январе 2019 г. временно превысила 4% под действием разовых проинфляционных факторов. Месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность, скорректированный на действие разовых факторов, по-прежнему соответствует цели по инфляции Банка России. Экономическая активность продолжила расширение, хотя и несколько замедлила его темпы в последние месяцы. Российские финансовые рынки активно восстанавливались в начале 2019 года вместе с рынками большинства других стран, реагируя на понижение вероятности ужесточения монетарной политики ФРС и ЕЦБ.
  - Из-за повышения НДС и действия временных факторов инфляция, вероятно, еще несколько повысится в ближайшие месяцы, прежде чем начнет снижение и вернется к 4% в первой половине 2020 года. Среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к целевому.
  - Рост экономики в последние месяцы несколько замедлился под воздействием ряда временных факторов, среди которых замедление мировой экономики, падение нефтяных цен и повышение НДС. Пониженная динамика экономической активности вероятно сохранится до середины года. Продолжающееся расширение потребительского кредитования по-прежнему поддерживает рост потребительского спроса в условиях дальнейшего замедления темпов роста реальной заработной платы и стабильно низкой безработицы.
  - Волатильность на российском финансовом рынке в целом понизилась после сентябрьского всплеска. Развитие ситуации в странах с формирующимися рынками и санкционные риски остаются доминирующими факторами для российского финансового рынка.

### 2. Взгляд в будущее

- Действие разовых факторов приведет к временному замедлению роста ВВП в 2019 г. Принимая во внимание опережающие индикаторы экономической активности, замедление сильнее всего проявит себя в первой половине года.
- Аналитики по-прежнему уверены в замедлении инфляции до 4% в 2020 году после кратковременного всплеска в этом году.

### 3. В фокусе. Итоги 2018 года для российской экономики: насколько оправдались наши ожидания?

- В условиях более высоких нефтяных цен и ослабления рубля инфляция и экономический рост в 2018 году оказались несколько выше наших ожиданий год назад.

# 1. ИТОГИ

## 1.1. Инфляция

Как и ожидалось, в начале февраля годовая инфляция временно повысилась до 5,0% преимущественно из-за действия разовых факторов. При этом, влияние НДС на рост потребительских цен в январе было умеренным, составив примерно 0,3-0,4 пп по предварительной оценке. Однако эффект от повышения НДС еще будет сказываться на росте потребительских цен в ближайшие месяцы.

Краткосрочные проинфляционные риски в целом сократились, оставаясь повышенными из-за еще не закончившегося переноса в цены произошедшего в 2018 году ослабления рубля к основным валютам и повышения базовой ставки НДС. В декабре произошла стабилизация темпов роста наиболее устойчивых компонент индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов. Их уровень соответствует 4%-ной инфляции, указывая на снижение краткосрочных проинфляционных рисков.

В результате уменьшения краткосрочных проинфляционных рисков, на конец I квартала инфляция, скорее всего, окажется вблизи нижней границы прогнозного диапазона Банка России (5,5–6,0%).

Вместе с тем, продолжающееся восстановление паритета относительных цен после замедленного роста цен на продовольственные товары в 2018 году предполагает возможность их дальнейшего опережающего роста по сравнению с ценами на непродовольственные товары в 2019 году.

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, произошедшее увеличение инфляционных ожиданий бизнеса и населения, рост дефицита кадров на рынке труда.

### 1.1.1. Влияние повышения НДС на цены пока умеренно

- В январе годовая инфляция временно повысилась до 5,0% после 4,3% в декабре. Это было ожидаемо, учитывая повышение НДС, а также низкие темпы роста продовольственных цен в январе прошлого года по сравнению с обычной сезонностью.
- Январский рост потребительских цен составил 1,0% м/м. Это соответствует сезонно сглаженному росту в 0,8% м/м (после 0,6% м/м в декабре).
- В целом вклад НДС в рост потребительских цен в январе оказался умеренным, примерно 0,3-0,4 процентного пункта. Стремление крупных розничных торговых сетей растянуть повышение цен во времени и сделать его менее заметным для

покупателей в условиях невысокого роста потребительского спроса, вероятно, сдержало более активный перенос повышения НДС в рост розничных цен. Кроме того, укрепление рубля в январе создало понижающее давление на цены ряда товаров и услуг, частично компенсировавшее эффект от повышения НДС.

- На фоне повышения инфляционных ожиданий ухудшились и потребительские настроения населения. Это может затормозить рост розничных продаж товаров длительного пользования и сдержать рост цен на них.

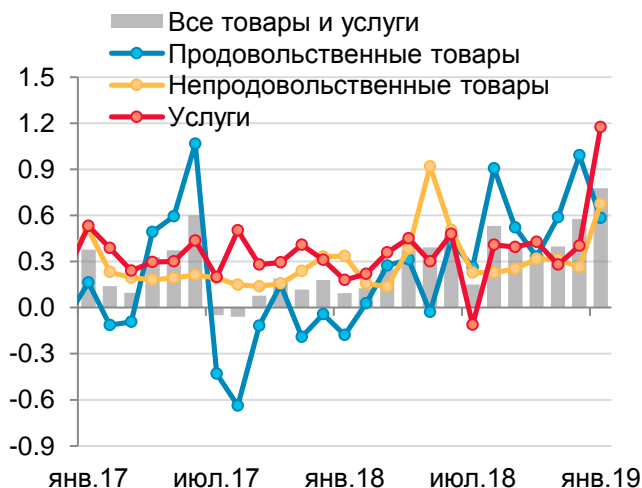
В январе инфляция составила 5,0%, ускорившись с 4,3% в декабре (Рисунок 1). За месяц цены выросли на 1,0%, что составляет 0,8% м/м с учетом сезонного фактора (Рисунок 2). Ускорение роста потребительских цен, наметившееся еще в декабре, было ожидаемо, учитывая реализованное с 1 января 2019 года повышение базовой ставки НДС с 18 до 20%, а также низкую базу января прошлого года (Рисунок 3).

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Годовой рост цен на продукты питания составил 5,5% в январе после 4,7% в декабре. Ускорение продовольственной инфляции во многом обеспечено динамикой цен на плодоовощную продукцию (7,3% в январе после 4,9% в декабре и 0,8% в ноябре). В январе прекратилось снижение цен на огурцы и помидоры в годовом выражении, что обеспечено низкой базой января прошлого года (Рисунок 4). Динамика цен на огурцы и помидоры отличается высокой волатильностью, однако развитие тепличного производства должно способствовать ее постепенному снижению. По прогнозу Минсельхоза, в 2019 году урожай тепличных овощей составит 1,3 млн тонн, что на 0,2 млн больше рекордного результата 2018 года<sup>1</sup>. По оценке ведомства, которая совпадает с мнением

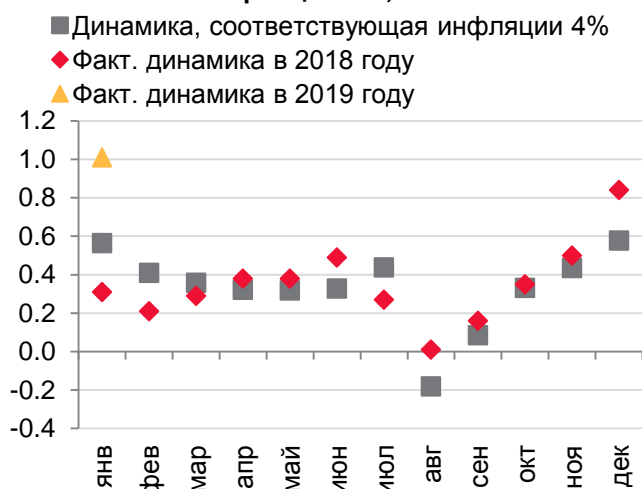
<sup>1</sup> [В 2019 году урожай тепличных овощей прогнозируется на уровне 1,3 млн тонн](#) / Официальный сайт Минсельхоза. 22.01.2019.

Национального союза производителей плодов и овощей, рост цен на тепличные овощи в 2019 году не превысит уровень инфляции.

Рост цен продовольственных товаров без учета плодоовощной продукции в январе ускорился до 5,2% г/г с 4,6% г/г в декабре. Второй месяц подряд значение показателя держится выше уровня общей инфляции. Вместе с тем, по сравнению с декабрем инфляционное давление на рынке продовольствия понизилось: замедлились темпы роста цен на яйца, отдельные виды мяса и мясопродуктов, хлеб.

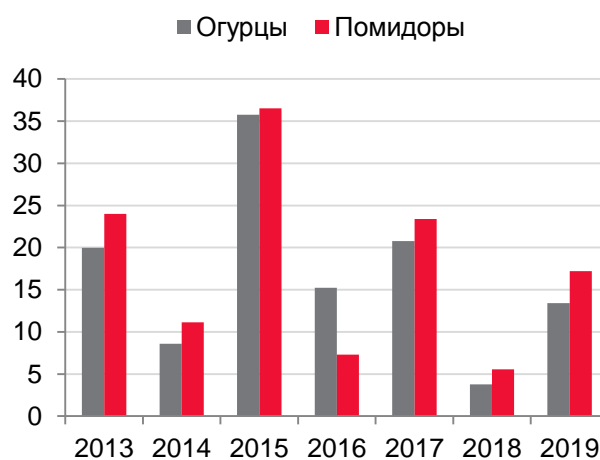
Годовой рост цен на непродовольственные товары ускорился незначительно – до 4,5% в январе с 4,1% в декабре. В январе наиболее заметный рост цен отмечался на отдельные виды медикаментов. Негативное влияние на цены лекарственных препаратов в 2019 году будут оказывать произошедшее ослабление рубля, внедрение маркировки, а также удорожание электроэнергии и логистики из-за повышения ставки НДС. При этом сдерживать инфляцию на рынке медикаментов должна динамика цен на препараты из списка жизненно необходимых и важнейших лекарств. Их стоимость регулируется государством, а доля на российском рынке составляет около половины от общего числа лекарств.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 4. Рост цен на огурцы и помидоры в январе, %, м/м**



Источник: Росстат.

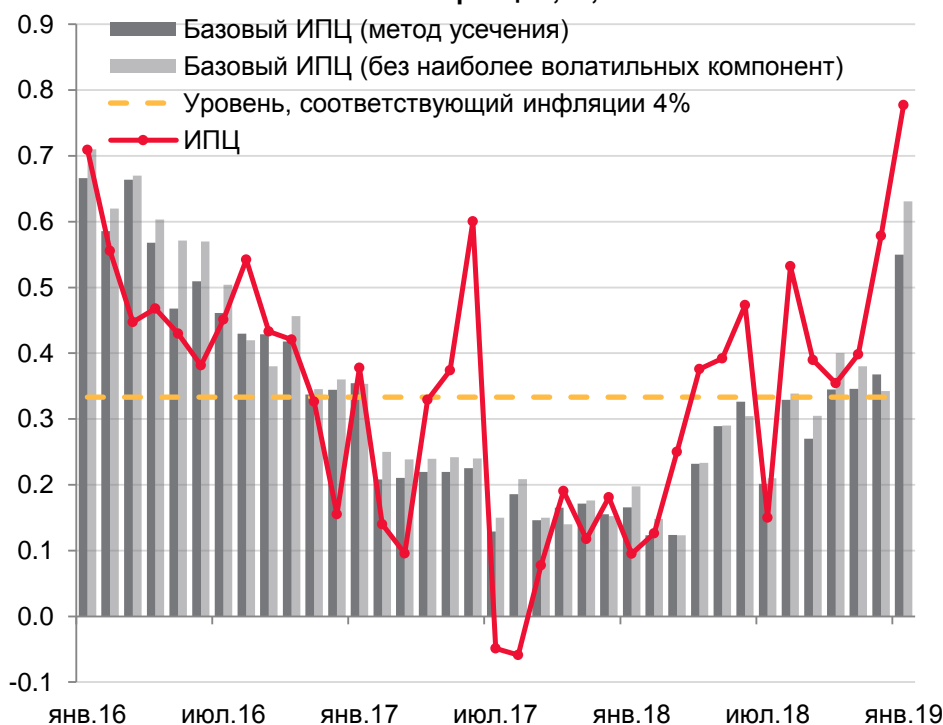
На фоне увеличения НДС бензин подорожал на 0,8% м/м, однако это ниже допустимого уровня, обозначенного в соглашении Правительства Российской Федерации с нефтяными компаниями (1,7%). Сдерживающее влияние на январский рост цен оказало сезонное снижение спроса, а также избыток предложения на внутреннем рынке на фоне прекращения поставок бензина в Казахстан и Белоруссию и формирования запасов на региональных нефтебазах и у крупных конечных потребителей в конце прошлого года в ожидании скачка цен в январе<sup>2</sup>. При текущих ценах на нефть риски значительного ускорения роста цен на нефтепродукты оцениваются как незначительные.

<sup>2</sup> [Биржевые цены на бензины за неделю рухнули на 2–3%](#) // Интерфакс. 01.02.2019.

Укрепление рубля в январе создало понижающее давление на цены ряда товаров и услуг, которое частично компенсировало эффект от повышения НДС.

Заметное ускорение годовых темпов роста наблюдается в динамике цен на услуги: 5,0% в январе после 3,9% в декабре. Среди наблюдаемых услуг, наиболее заметным оказался рост тарифов на услуги ЖКХ, который составил 2,3% м/м. При этом рост тарифов на коммунальные услуги, на которые распространяется план реализации первого этапа индексации<sup>3</sup>, составил 1,5–1,9% м/м. Опережающими темпами росли тарифы на вывоз мусора (43,4% м/м и 52,3% г/г)<sup>4</sup>. Без учета этой категории стоимость коммунальных услуг в январе выросла на 1,6% м/м. Учитывая вес коммунальных услуг в корзине, применяемой для расчета ИПЦ в 2019 году, вклад роста тарифов на вывоз мусора в общем росте потребительских цен за январь составил 0,07 процентного пункта.

**Рисунок 5. Модифицированные показатели базовой инфляции, %, м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В целом влияние повышения НДС на рост потребительских цен в январе оказалось умеренным, о чем говорит сдержанный рост цен непродовольственных товаров и

<sup>3</sup> В связи с повышением с 1 января 2019 года ставки НДС правительством было принято решение о двухэтапной индексации тарифов на коммунальные услуги в 2019 году: с 1 января – на 1,7% (учитывается эффект от повышения НДС), а с 1 июля – еще на 2,4%.

<sup>4</sup> В связи с новым порядком вывоза и утилизации отходов, применяемым в 69 регионах с 1 января, в платеж за услуги ЖКХ включена новая графа «вывоз коммунальных отходов», которая с начала 2019 года также учитывается Росстатом при расчете ИПЦ.



нерегулируемых услуг, подпадающих под обложение НДС по базовой ставке 20%. Предварительно вклад НДС в рост цен в январе можно оценить в 0,3–0,4 процентного пункта. Вероятной причиной неполного переноса повышения НДС в рост розничных цен выступает стремление розничных продавцов сгладить скачок цен, то есть сделать его более растянутым во времени и менее заметным для потребителей. Если при этом повышение НДС уже перенесено в закупочные цены (см. подраздел 1.1.3. Ценовые индексы PMI: повышение НДС временно ускорило рост цен), то продавцы сглаживают изменение розничных цен за счет своей маржи.

Судя по всему, перенос повышения НДС в розничные цены будет более длительным, чем ожидалось ранее, при этом итоговый вклад в инфляцию будет находиться вблизи нижней границы оцениваемого ранее диапазона 0,6-1,5%.

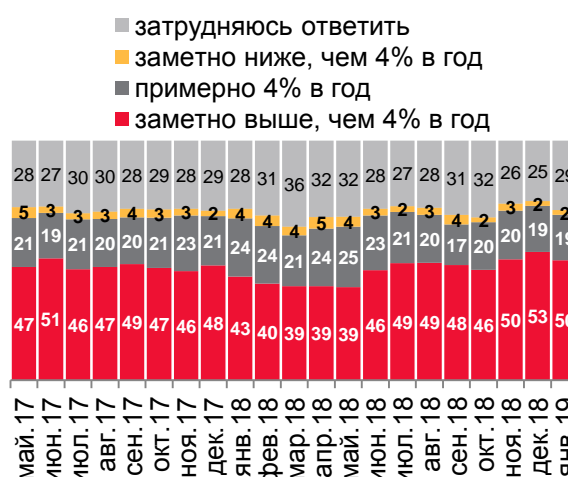
Оценки модифицированных показателей базовой инфляции увеличились до 0,5–0,6% м/м (Рисунок 5). Повышение НДС влияет и на динамику модифицированных показателей базовой инфляции. По ним, в частности, можно судить о примерном масштабе эффекта переноса НДС в розничные цены. Из-за временного характера влияния НДС на рост цен увеличение оценок модифицированных показателей базовой инфляции в настоящее время нельзя интерпретировать как увеличение устойчивого инфляционного давления в экономике. Вместе с тем, сохранение данных месячных показателей на повышенном уровне спустя несколько месяцев сможет указать на присутствие устойчивых вторичных эффектов от НДС в динамике потребительских цен.

**Рисунок 6. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции % г/г**



Источник: ООО «инФОМ».

**Рисунок 7. Ожидания относительно уровня инфляции через три года<sup>5</sup>**



Источник: ООО «инФОМ».

Согласно результатам опроса ООО «инФОМ», проходившего с 11 по 18 января, оценка инфляционных ожиданий населения на год вперед еще немного подросла, до 10,4%. При этом оценка наблюдаемой инфляции практически не изменилась, составив 10,1% (Рисунок 6). Таким образом, впервые с конца 2014 года ожидаемая инфляция превысила наблюдаемую. Если прежде респонденты ожидали некоторое замедление

<sup>5</sup> Распределение ответов на вопрос «Как вы считаете, а через три года рост цен будет выше или ниже, чем 4% в год? Или он будет составлять примерно 4% в год?»

инфляции по сравнению с текущим на тот момент времени уровнем, то сейчас они считают, что инфляция ускорится. К основным причинам будущей инфляции респонденты по-прежнему относят повышение НДС. Также выросла частота ответов об ускорении инфляции вследствие роста цен на бензин.

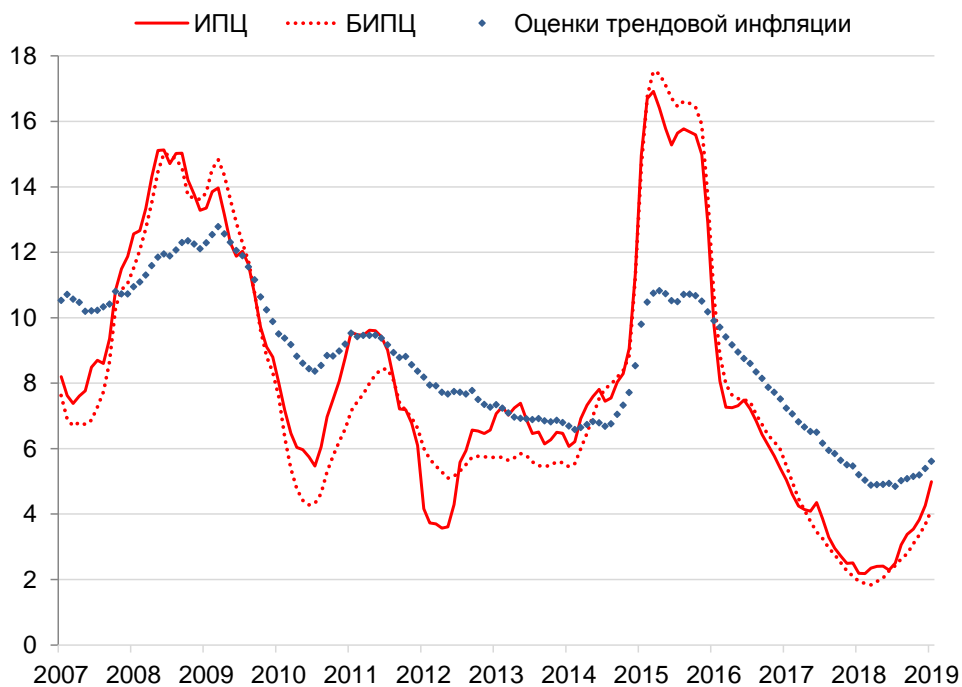
На фоне повышения инфляционных ожиданий, потребительские настроения населения ухудшились. Это может затормозить рост розничных продаж товаров длительного пользования и сдержать рост цен на них.

Несмотря на рост краткосрочных ожиданий, долгосрочные инфляционные ожидания немного понизились относительно уровня декабря 2018 года (Рисунок 7). Доля респондентов, ожидающих инфляцию заметно выше 4% в долгосрочной перспективе (через три года) в январе снизилась. Такой результат можно, с одной стороны, объяснить сохраняющейся высокой чувствительностью инфляционных ожиданий населения к временным факторам. С другой стороны, респонденты могут главным образом сообщать о повышенных долгосрочных ожиданиях по инфляции непосредственно в период заметного ускорения роста цен, и уже в меньшей степени – когда рост цен стабилизируется.

### 1.1.2. Трендовая инфляция в январе выросла

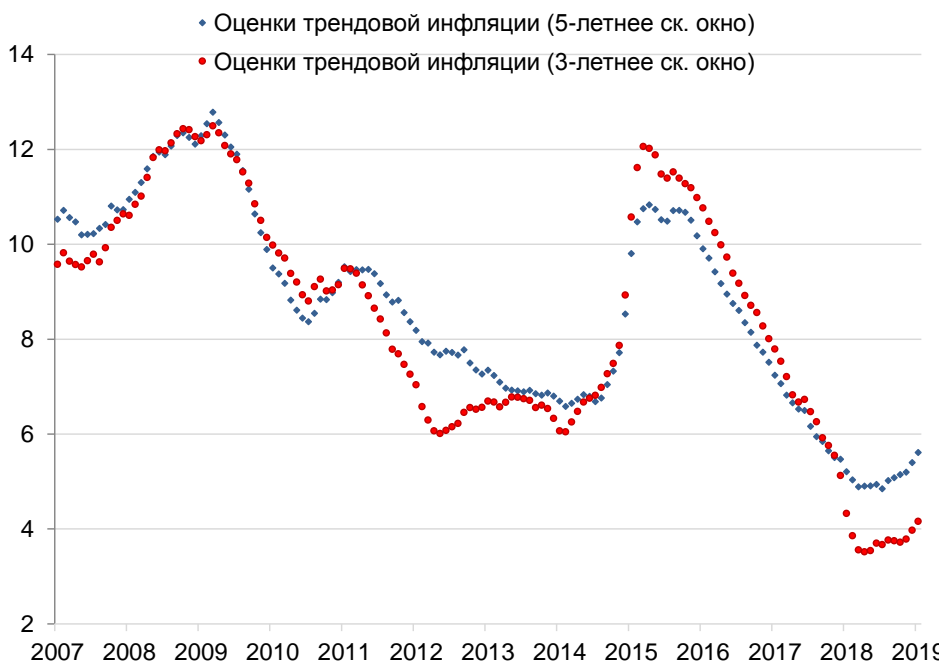
- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в январе 2019 года повысилась до 5,61% с 5,40% в декабре 2018 года.
- Методология расчета трендовой инфляции допускает периодическую реакцию оценки на временные факторы динамики цен. К ним относится, в частности, повышение НДС, которое приводит к росту цен товаров и услуг, по которым рассчитывается трендовая инфляция. Это обстоятельство во многом объясняет рост оценки трендовой инфляции в январе.
- При этом более медленный рост трендовой инфляции по сравнению с гораздо более заметным увеличением годовых темпов роста потребительских цен указывает на преобладание временных факторов в ускорении годовой инфляции.
- Оценка показателя трендовой инфляции на более коротком, трехлетнем временном интервале составила 4,16%, указывая на то, что в январе 2019 года рост цен наиболее устойчивых компонент ИПЦ был вблизи цели по инфляции.
- Увеличение трендовой инфляции выше 4% на трехлетнем окне наблюдений, скорее всего, связано с повышением НДС. Поэтому увеличение трендовой инфляции в январе нельзя трактовать как усиление устойчивого инфляционного давления.

**Рисунок 8. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции  
Банка России, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 9. Оценки трендовой инфляции, рассчитанные на 5- и 3-летнем  
скользящем периоде, % г/г**

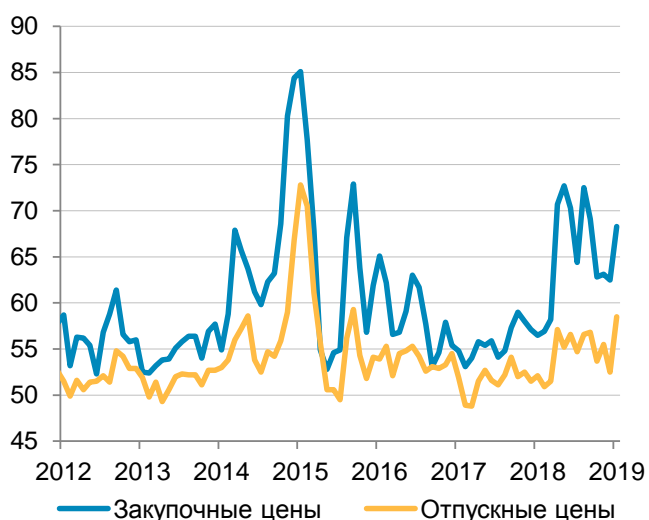


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.1.3. Ценовые индексы PMI: повышение НДС временно ускорило рост цен

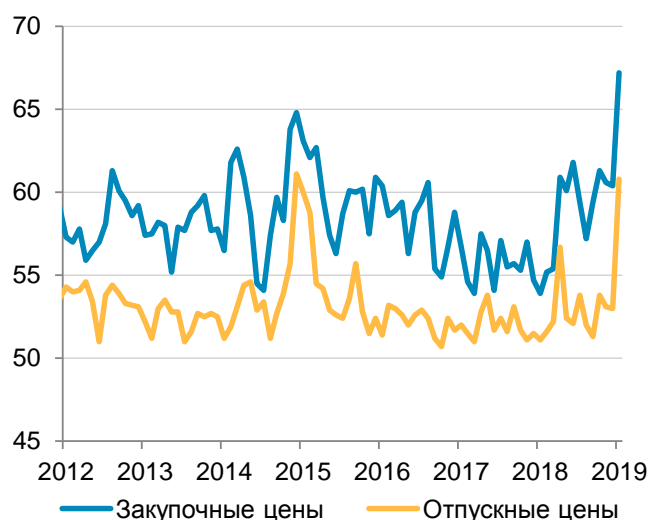
- Индекс отпускных цен PMI в обрабатывающей промышленности вырос в январе до максимума с сентября 2015 года, а в сфере услуг – с декабря 2014 года. Основной причиной роста цен респонденты называют повышение ставки НДС.
- В сфере услуг индекс закупочных цен оказался максимальным с сентября 2008 года. В качестве причин роста издержек респонденты добавили к переносу повышения НДС еще и рост цен на топливо и увеличение заработных плат.
- Ускорение роста цен представляется временным. В ближайшие месяцы можно ожидать снижения ценовых индексов, если не возникнет новых шоков на стороне издержек.
- Наши оценки указывают на сдержанное влияние повышения НДС на розничные цены в январе. Крупные розничные сети могли временно пожертвовать маржой, растянув период подстройки розничных цен к повышению НДС. Вклад изменения ставки НДС в инфляцию может оказаться близким к нижнему диапазону первоначальных оценок, но более растянутым во времени.

Рисунок 10. Ценовые индексы PMI в обработке



Источник: IHS Markit.

Рисунок 11. Ценовые индексы PMI в услугах



Источник: IHS Markit.

### 1.1.4. Снижение цен на нефть ожидаемо замедлило декабрьский рост цен производителей

- По данным Росстата, годовые темпы роста цен производителей в декабре замедлились до 11,7% с 16,8% в ноябре (Рисунок 12). Основным фактором замедления роста выступила динамика цен производителей в секторе добычи.

- За месяц цены на сырую нефть и нефтепродукты снизились (на 12,1% м/м и 9,7% м/м соответственно) вслед за снижением мировых цен на нефть. Учитывая существующий лаг, можно ожидать, что в январе снижение цен производителей энергоресурсов продолжится. По нашим оценкам, розничные цены на нефтепродукты сейчас находятся на уровне, соответствующем текущему уровню мировых цен на нефть, поэтому снижение цен производителей не окажет значительного влияния на цены на заправках.
- Темп роста цен производителей по корзине репрезентативных товаров<sup>6</sup> остается выше темпа роста потребительских цен, однако в декабре разрыв сократился (Рисунок 13). Замедлились темпы роста цен производителей в отраслях мясопереработки и производства сахара – именно эти отрасли до сих пор оставались основными лидерами ускорения роста цен производителей.

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



Источник: Росстат.

**Рисунок 13. Изменение цен на некоторые товары<sup>7</sup>, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики несколько затормозился в конце 2018 года. Краткосрочные негативные факторы, среди которых – потеря динамизма в росте мировой экономики, снижение нефтяных цен, повышение НДС и ускорение инфляции, вероятно, временно замедлят рост в первой половине 2019 года. Во второй половине года прекращение действия негативных факторов вкуче с оживлением бюджетных расходов ускорят рост экономики при отсутствии новых значимых внешнеэкономических шоков.

<sup>6</sup> Товары, которые входят в расчет и индекса цен производителей (ИЦП), и индекса потребительских цен (ИПЦ).

<sup>7</sup> 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, трикотажные изделия, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 32% потребительской корзины.

### 1.2.1. Рост в 2018 году, вероятно, был вблизи потенциала

- Согласно первой оценке Росстата, рост ВВП в 2018 году ускорился до 2,3%. Значительный вклад внес существенный пересмотр вверх динамики объема выполненных строительных работ, который может носить технический характер.
- Мы склонны полагать, что фактический рост ВВП в 2018 году мог быть ниже, а в 2016–2017 годах выше текущих статистических оценок. На это косвенно указывает совокупность факторов, включающих особенности этапов пересмотра и обновления статистики Росстатом, анализ опережающих макропоказателей и других показателей экономической активности, а также модельные расчеты.
- Учитывая неопределенность, связанную с вышеперечисленными факторами, в особенности, в отношении вопросов, касающихся последующих пересмотров и корректировок динамики ВВП и его компонент, на данном этапе уместно оценивать рост ВВП в 2018 году в диапазоне 1,7-2,3%.

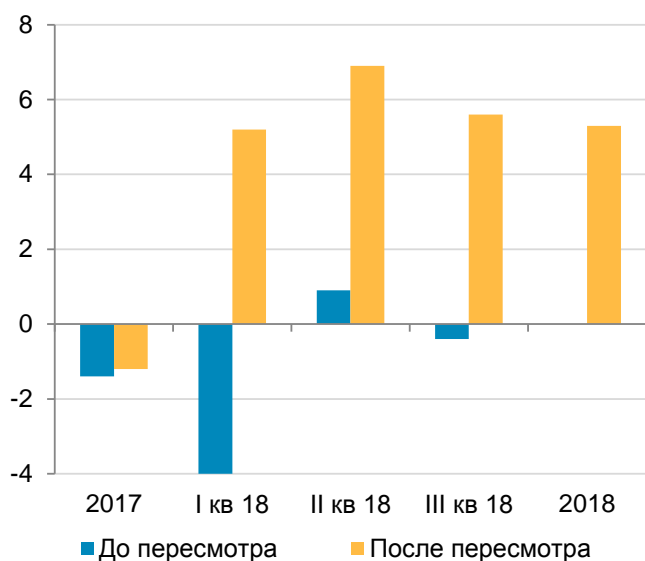
Рост ВВП в 2018 году, по первой оценке Росстата, составил 2,3%, ускорившись с 1,6% в 2017 году. Это максимальные темпы роста экономики с 2012 года.

Согласно статистике по компонентам использования ВВП, более благоприятная по сравнению с 2017 годом динамика физических объемов экспорта товаров и услуг смогла компенсировать ослабление инвестиционной и потребительской активности, которое сопровождалось замедлением роста импорта. Принимая во внимание структуру ВВП по производству согласно статистике Росстата на сегодняшний день, ускорение роста экономики произошло за счет улучшения динамики добычи полезных ископаемых, оптовой и розничной торговли, транспортировки и хранения, а также строительства.

Последнее заслуживает отдельного внимания. Вклад строительства в ускорение роста экономики составил 0,25 процентного пункта. Росстат по итогам 2018 года значительно пересмотрел вверх динамику объема выполненных работ по виду деятельности «Строительство» (Рисунок 14). До пересмотра она была близка к нулю<sup>8</sup>, а после пересмотра Росстат оценил рост в 2018 году в 5,3%. Такая динамика строительных работ не коррелирует с косвенными показателями деловой активности в строительстве. Так, по данным РЖД, погрузка строительных грузов и цемента в сети РЖД в 2018 году уменьшилась (Рисунок 20). Росстат в статистике по промышленности сообщает о снижении производства большинства основных строительных материалов в 2018 году: кирпича, цемента, бетона. При этом в 2017 году при снижении объема строительных работ производство некоторых из стройматериалов показывало лучшую динамику, чем в 2018 году.

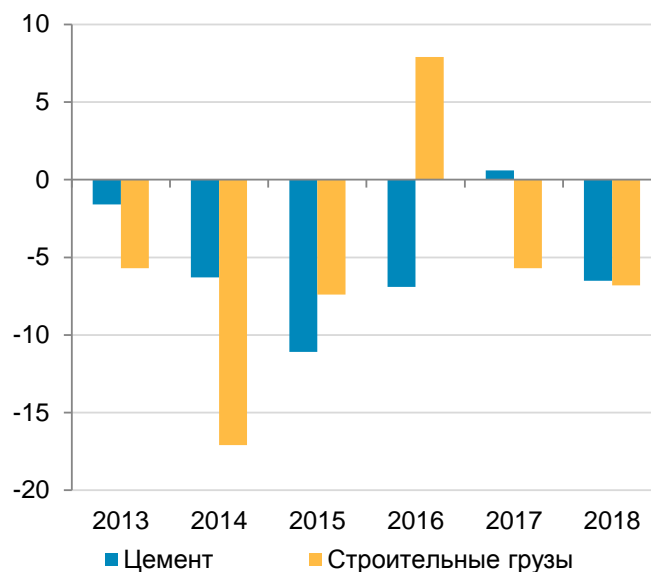
<sup>8</sup> В докладе о социально-экономическом положении России за январь–ноябрь 2018 года рост оценивался на уровне 0,5% г/г.

Рисунок 14. Динамика объема выполненных строительных работ, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 15. Динамика погрузки отдельных видов грузов на сети РЖД, % г/г



Источник: ОАО «РЖД».

Пересмотр динамики строительства пока в большей степени выглядит техническим и, по всей видимости, связан с получением более подробной отчетности по некоторым крупным инвестиционным проектам, завершенным в 2018 году. Часто полная отчетность с точными цифрами по объему выполненных работ предоставляется только по завершении строительства (после его приемки). Если крупный проект строился несколько лет, то на протяжении этого периода объемы работ в промежуточной отчетности вполне могли недооцениваться. Вероятно, на текущем этапе оценки непропорционально большая доля «новых» объемов работ могла прийти на 2018 год, что и вызвало такой сильный рост показателя. Впоследствии объем досчитанных строительно-монтажных работ может быть более равномерно распределен между 2018 годом и предыдущими годами, когда они фактически осуществлялись в рамках реализации крупных инвестиционных проектов.

В таком случае рост ВВП в 2016 и 2017 годах окажется выше текущих оценок, а в 2018 году – ниже. На это также косвенно указывает совокупность факторов, включающих особенности этапов пересмотра и обновления статистики Росстатом, анализ опережающих макропоказателей и результаты наших модельных расчетов.

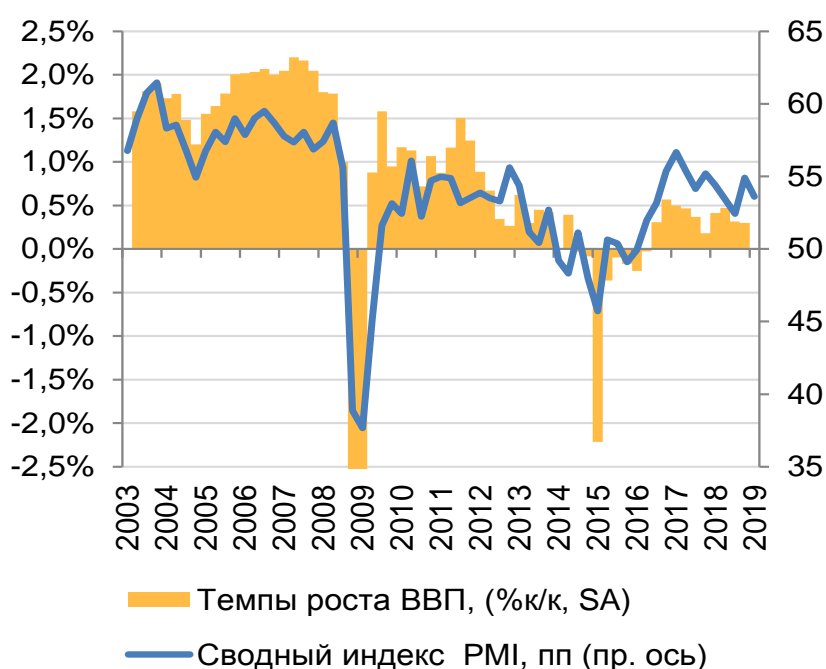
*Во-первых*, текущие квартальные оценки роста ВВП с устранением сезонности, по подсчетам ДИП, говорят о том, что в IV квартале 2018 года рост ВВП немного замедлился и составил 0,3%, что соответствует росту экономики в 2018 году на уровне 1,7%. (см. раздел 2.1.1. Индексная оценка ВВП в январе: рост экономики в первом полугодии немного замедлится).

*Во-вторых*, пересмотр данных по промышленности и другим показателям в полной мере пока отразился только на оценке ВВП за 2018 год, а оценка за 2017 год, судя по всему, на данный момент не учитывает все нюансы пересмотра статистики. Таким образом, оценка роста в 2017 году по итогам последующих этапов актуализации стати-

стических данных, вероятно, будет повышена, что повлечет за собой корректировку роста и в 2018 году.

*В-третьих*, динамика сводного индекса PMI, который является хорошим косвенным индикатором экономической активности в России (Рисунок 16) и других странах, указывает на то, что в 2018 году экономический рост был меньше, чем в 2017 году. Как следствие, вполне возможно, что после серии уточнений оценок финальная динамика ВВП за 2017–2018 годы будет ближе к той картине, которую в последнее время показывает динамика PMI-индексов.

Рисунок 16. Сводный индекс PMI и рост ВВП  
(% к/к, сезонно сглаженный)



Источники: Росстат, IHS Markit, расчеты ДИП.

Вместе с тем, помимо вышеизложенных оснований для корректировки вверх оценок роста ВВП в 2016-2017 годах и вниз – в 2018 году, по мере поступления новой актуализированной статистической информации, могут появиться основания и для обратной корректировки.

Поэтому в настоящее время мы оцениваем рост ВВП в 2018 году в диапазоне 1,7-2,3%. Это в целом соответствует текущему потенциалу роста российской экономики. В таком случае сколь-нибудь значимый положительный разрыв выпуска (кумулятивное превышение фактическими темпами роста потенциальных, сигнализирующее о перегреве экономики) отсутствует.

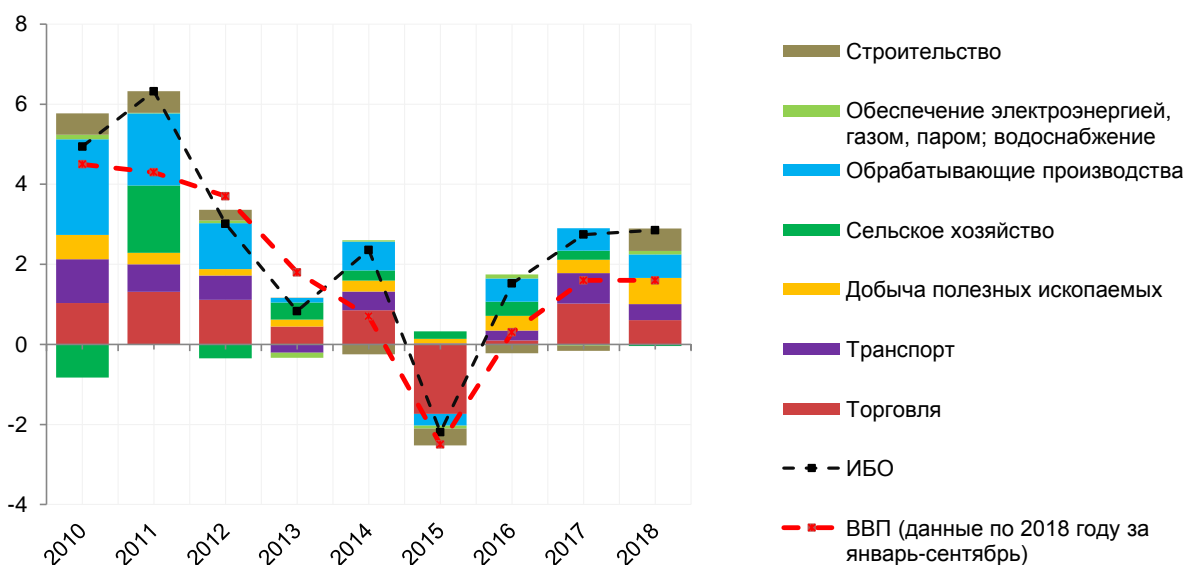


## 1.2.2. Производство в базовых отраслях в 2018 году сохранило темпы роста на уровне 2017 года

- Индекс выпуска продукции базовых отраслей в 2018 году составил 102,9%, что близко к результату 2017 года.
- Лидерами роста стали добыча полезных ископаемых, обрабатывающая промышленность, торговля и строительство.
- Отрицательную динамику показало только сельское хозяйство на фоне снижения урожая ряда сельскохозяйственных культур.
- Пересмотр данных по объему строительных работ по крупным инвестиционным проектам, вероятно, в основном отнесен на 2018 год. Скорее всего, он впоследствии будет более равномерно разнесен на период 2016-2018 годов.

Темп роста индекса базовых отраслей (ИБО<sup>9</sup>) составил 102,9% в 2018 году по сравнению с 102,7% в 2017 году. Это косвенно указывает на примерно одинаковые темпы роста экономики в эти два года (Рисунок 17).

Рисунок 17. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2010-2018 году, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Положительная динамика наблюдалась во всех базовых отраслях за исключением сельского хозяйства. Наибольший вклад внесли добыча полезных ископаемых, об-

<sup>9</sup> Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования семи отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, выпуска продукции обрабатывающей промышленности, грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли, по видам деятельности «водоснабжение; водоотведение...», «обеспечение электроэнергией, газом и паром...», «строительство»), с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС России в 2016 году.

рабатывающая промышленность, торговля и строительство. При этом торговля и транспортная деятельность по сравнению с 2017 годом несколько снизили свой вклад в динамику ИБО за счет замедления темпов роста.

Одними из лидеров роста в 2018 году стали отрасли промышленного производства. Наиболее высокими темпами росла *добыча полезных ископаемых* (+4,1%). Объем производства в *обрабатывающей промышленности* увеличился на 2,6% г/г, в сфере обеспечения электроэнергией, газом, паром – на 1,6% г/г, водоснабжения, водоотведения – на 2,0%.

Объемы работ в *строительстве* в 2018 году после четырехлетнего спада показали существенный рост (+5,3% г/г). В начале 2019 года Росстат провел корректировку данных по строительной отрасли за 2016–2018 годы. Наиболее существенный пересмотр произошел по 2018 году, где темпы роста строительства в январе–ноябре с 100,5% г/г скорректированы до 105,7% г/г. По данным Росстата, указанные изменения связаны с уточнением отчетов респондентов преимущественно в Тюменской области после получения итоговых данных от подрядчиков «Ямал СПГ», «Роснефти», «Сургут-нефтегаза» и «Газпрома». Основной вклад в объемы строительных работ внесло промышленное строительство, в то время как гражданское строительство по итогам года показало падение (-4,9% г/г). Существенный пересмотр данных по объему строительных работ по крупным инвестиционным проектам пока отнесен полностью на 2018 год. Скорее всего, произведенный перерасчет объемов впоследствии будет более равномерно разнесен на период 2016–2018 годов, что должно среди прочего привести к пересмотру данных по росту ВВП за этот период.

*Торговая деятельность* в 2018 году снизила вклад в ИБО. Это произошло на фоне замедления динамики в оптовой торговле (+2,4% г/г против 5,7% г/г в 2017 году). В то же время в розничном звене темпы роста ускорились практически в два раза (+2,6% г/г против +1,3% г/г годом ранее), в основном за счет увеличения продаж непродовольственных товаров (+3,4% г/г против +1,5% г/г в 2017 году). Торговля пищевой продукцией также показала положительную, но более умеренную динамику (+1,7% г/г против +1,1% г/г в 2017 году).

*Транспортный комплекс* в 2018 году вырос на 2,9% г/г, однако, как и торговый сектор, замедлил рост в сравнении с 2017 годом (+5,5% г/г). Основной рост грузооборота обеспечили железнодорожный (+4,2% г/г) и трубопроводный (+2,0% г/г) транспорт (в том числе за счет увеличения транспортировки добытого минерально-энергетического сырья), которые в совокупности составляют 93% всех перевозок. На фоне их более сдержанной динамики в 2018 году, а также в связи с падением грузооборота на водном и воздушном транспорте общий объем грузооборота замедлился.

В *сельском хозяйстве* в 2018 году индекс производства впервые с 2012 года показал отрицательные значения (-0,6% г/г). Снижение произошло на фоне сокращения урожая зерновых культур (-16,7% г/г) и сахарной свеклы (-20,6% г/г), объемы которых в предыдущие два года являлись рекордными. Также несколько ниже 2017 года оказалось производство овощной продукции (-0,1 г/г) из-за сокращения урожая овощей открытого грунта при одновременном существенном росте выпуска тепличной продукции.

Валовые сборы остальных сельхозкультур выросли. В животноводстве наблюдается небольшое замедление роста (101,3% г/г против 102,6% г/г в 2017 году). В 2019 году, по мнению экспертов, ситуация в отрасли должна несколько улучшиться. Главными рисками в сельском хозяйстве остаются погодные условия и эпизоотическая ситуация.

### 1.2.3. Уверенный рост промышленности в 2018 году при поддержке добычи полезных ископаемых

- В 2018 году темпы прироста производства в промышленности превысили значения прошлых лет и составили 2,9%.
- Значительный вклад в рост внесла добывающая промышленность (+4,1%). В 2019 году динамику сектора будут сдерживать обязательства по снижению добычи нефти в рамках декабрьской сделки ОПЕК+ и замедление роста мировой экономики.
- Прирост обрабатывающей промышленности в 2018 году (+2,6%) оказался сопоставим с динамикой 2016 и 2017 годов и в целом соответствует росту экономики на уровне потенциала.
- В первом полугодии в обработке наблюдался ускоренный рост, поэтому торможение во втором полугодии выглядит возвращением к более устойчивым темпам роста.

По итогам 2018 года выпуск продукции в промышленности увеличился на 2,9% по сравнению с 2017 годом (Рисунок 18). Это больше, чем рост в 2017 году (2,1%).

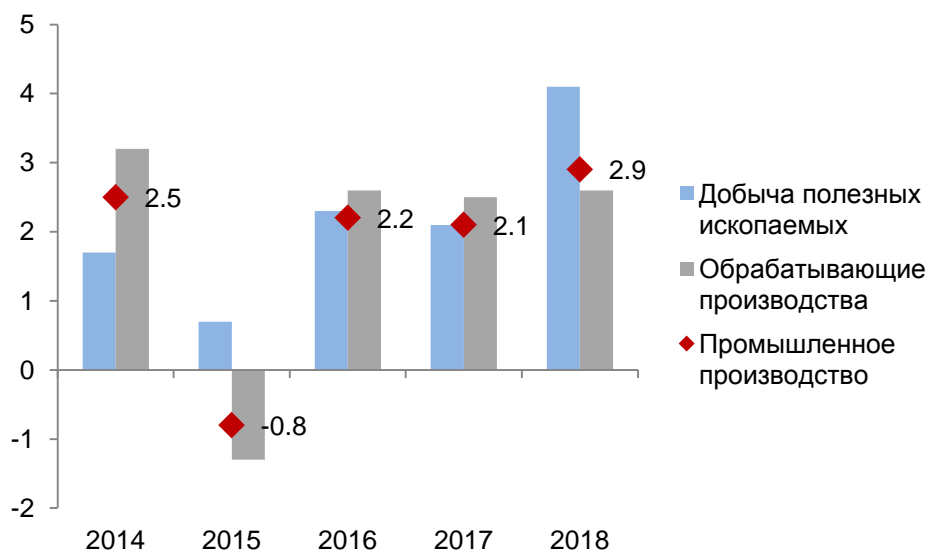
Значительный вклад внесла добывающая промышленность, выпуск которой в 2018 году увеличился на 4,1% по сравнению с 2017 годом. Во втором полугодии ускорению роста добычи полезных ископаемых способствовало наращивание добычи нефти по итогам июньских договоренностей стран ОПЕК+. В итоге в декабре добыча нефти в России достигла исторического максимума. Однако из-за сокращения добычи металлических руд выпуск в добывающей промышленности в последний месяц года в целом снизился на 0,7% м/м (здесь и далее с учетом сезонности). Это согласуется с ухудшением индекса предпринимательской уверенности по оценкам Росстата (-0,7 п.п.) (Рисунок 20).

В декабре было заключено новое соглашение ОПЕК+ о снижении добычи нефти, которое вступило в силу в январе 2019 года. Ожидается, что Россия будет плавно сокращать объемы добычи в ближайшие месяцы, что негативно скажется на месячной сезонно сглаженной динамике промышленного производства в первом полугодии 2019 года.

Рост обрабатывающей промышленности по итогам 2018 года оказался сопоставим с 2016 и 2017 годами, составив 2,6%. Положительный задел был сформирован в

основном в первом полугодии 2018 года (+4% г/г по оценкам с учетом пересмотра данных в мае 2018 года).

**Рисунок 18. Годовые темпы прироста промышленности, обрабатывающих производств и добычи полезных ископаемых, %**



Источник: Росстат.

**Рисунок 19. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 20. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В некоторых отраслях устойчивые положительные тенденции сохранились до конца года. В основном это отрасли, ориентированные на потребительский спрос. К ним относится пищевая промышленность (+4,9% г/г; Рисунок 21), внесшая наибольший вклад в положительную динамику обработки (Рисунок 22), а также фармацевтика

(+8,2% г/г) и производство прочих готовых изделий (11,2%). В число лидеров по вкладу в агрегированный рост в 2018 году также вошла деревообрабатывающая промышленность (+10,6% г/г). Уверенный рост в течение года поддерживался внешним спросом (+6% г/г – рост экспорта пиломатериалов, +8% г/г – фанеры за первые 10 месяцев 2018 года).

**Рисунок 21. Прирост выпуска отраслей обрабатывающей промышленности в 2018 году, % г/г**



Источник: Росстат.

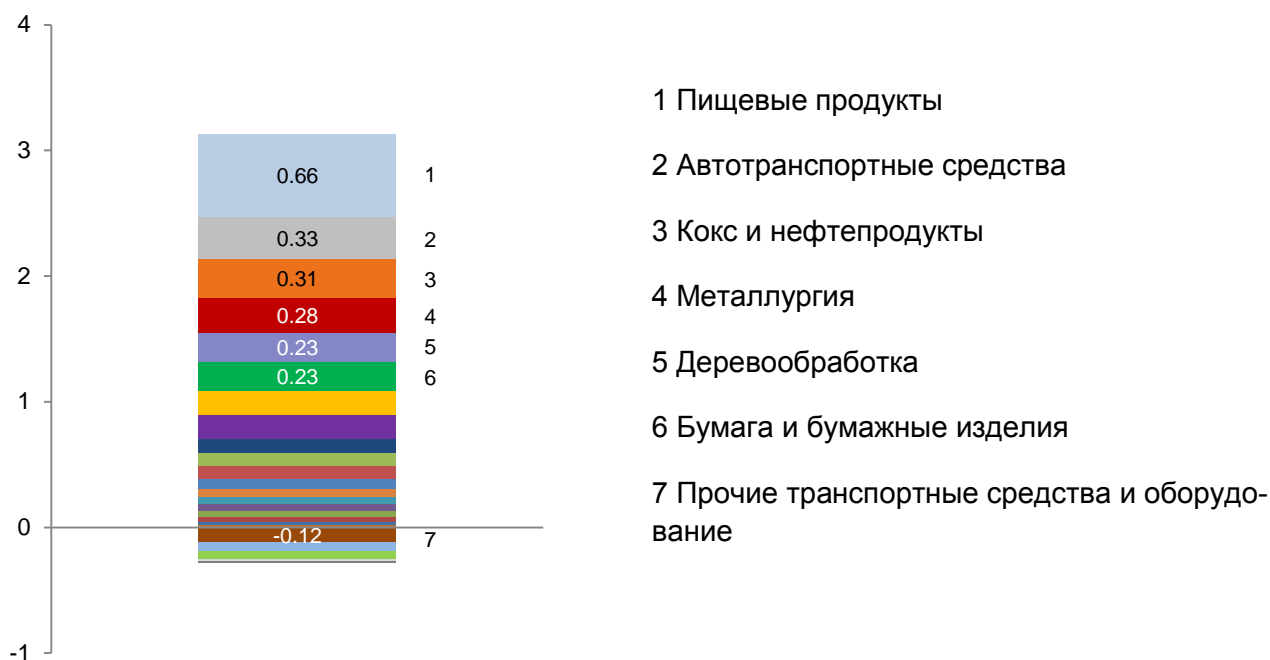
Однако в обрабатывающей промышленности в целом во втором полугодии наблюдался разворот тренда на отрицательный. Причиной этого стало ухудшение динамики в ряде отраслей, в основном промежуточного и инвестиционного спроса.

В наиболее крупной отрасли – нефтепереработке – прекратился рост. В условиях налогового маневра сохраняется неопределенность относительно будущей динамики отрасли. Наиболее вероятно, что рост будет очень умеренным: ожидаемое снижение добычи нефти на фоне выполнения сделки ОПЕК+ повлияет на объемы переработки. В цветной металлургии наблюдались резкие перепады, которые отражались на динамике всей металлургии и обрабатывающей промышленности в целом. Замедление также наблюдалось в химической промышленности (+2,7% г/г), где сохраняется нехватка мощностей, и в производстве бумаги (+12,6% г/г).

В некоторых отраслях обрабатывающей промышленности во втором полугодии рост сменился снижением: в производстве строительных материалов, текстиля и одежды. Среди отраслей машиностроения большинство демонстрировало снижение по итогам 2018 года. Наиболее значительный отрицательный вклад внесли прочие транспортные средства, на выпуске которых по итогам года негативно отразилось снижение производства летательных аппаратов и прочего оборудования, не включенного в другие группировки. В октябре-декабре также наблюдалось резкое сокращение выпуска железнодорожной техники, которое, однако, не отразилось на годовых данных.

Лидером по темпам прироста в 2018 году стал автопром (+13,3% г/г). Однако в 2019 году ожидается замедление роста в условиях ожидаемого торможения роста спроса на новые автомобили, связанного с повышением стоимости новых автомобилей из-за ослабления рубля и повышения НДС.

**Рисунок 22. Вклады отдельных отраслей в прирост выпуска обрабатывающих производств в 2018 году, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

#### 1.2.4. PMI в январе: торможение роста в обработке и ускорение в услугах

- Сводный индекс PMI в январе незначительно снизился, на что также указывала динамика [Новостного индекса деловой активности](#) ДИП (Рисунок 4), при этом динамика обрабатывающей промышленности и сферы услуг была разнонаправленной (Рисунок 24).

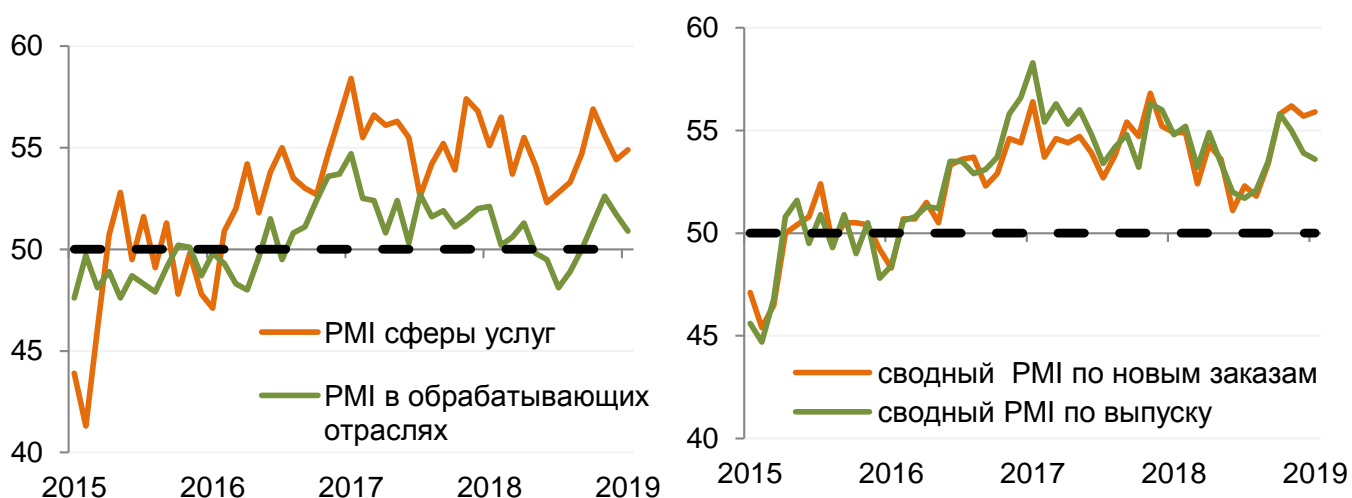
- Выпуск в обрабатывающей промышленности не изменился по сравнению с декабрем, но рост заказов продолжился. Вероятно, неопределенность относительно влияния повышения НДС на спрос повлияла на производственные планы компаний на январь. Зафиксированный рост объема заказов может привести к возобновлению роста выпуска в феврале.
- В секторе услуг, наоборот, наблюдалось ускорение роста после небольшого замедления в конце 2018 года. Объем новых заказов уверенно растет, в том числе экспортных.
- Динамика опросных показателей говорит об отсутствии признаков существенного замедления роста экономики в начале года.

Рисунок 23. Сводный индекс PMI и новостной индекс



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика индексов PMI по России



Источник: IHS Markit.

### 1.2.5. Рост потребительского спроса в декабре замедлился

- В декабре 2018 года темп роста розничного товарооборота замедлился до 2,3% г/г (с 3,0% г/г в ноябре) за счет снижения темпов роста продаж непродовольственных товаров. С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в декабре сократился на 0,1% м/м.
- Пик спроса на непродовольственные товары в преддверии повышения НДС пришелся на ноябрь, снизив масштаб традиционного предновогоднего всплеска продаж в декабре. Замедление роста спроса на товары длительного пользования, скорее всего, продолжится в I квартале 2019 года.
- В IV квартале 2018 года потребительские настроения продолжили ухудшаться и достигли минимального с 2016 года уровня.

Согласно данным Росстата, темп роста оборота розничной торговли в декабре замедлился до 2,3% после 3,0% г/г в ноябре и составил 2,6% г/г по итогам 2018 года (Рисунок 25). По нашим оценкам, рост оборота розничной торговли с поправкой на сезонный и календарный факторы в декабре сократился на 0,1% м/м после существенно-го роста на 0,6% м/м в ноябре (Рисунок 26).

**Рисунок 25. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 26. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

На замедление годового роста в декабре главным образом повлияла динамика продаж непродовольственных товаров. В преддверии повышения НДС потребители увеличили спрос на товары длительного пользования в ноябре, по всей видимости, сделав часть традиционных предновогодних покупок заранее. Это привело к снижению роста в непродовольственном сегменте в декабре до 2,8% с 4,3% г/г в ноябре.



Темпы роста реальных заработных плат в декабре продолжили замедляться (Рисунок 27). На фоне такой динамики заработных плат, ускорения инфляции и замедления кредитования населения, ожидается замедление роста потребления домохозяйств в 2019 году.

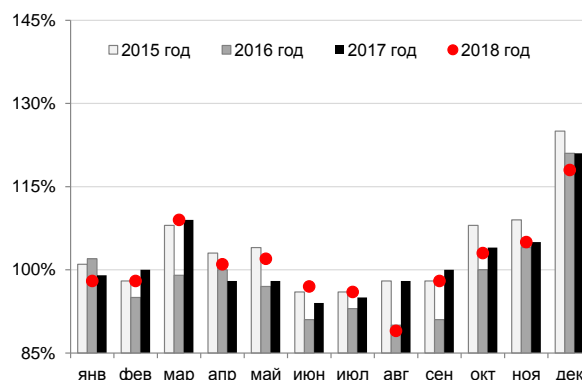
**Рисунок 27. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

**Рисунок 28. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (медианное значение 2012 года = 100%)**



Источник: Ромир.

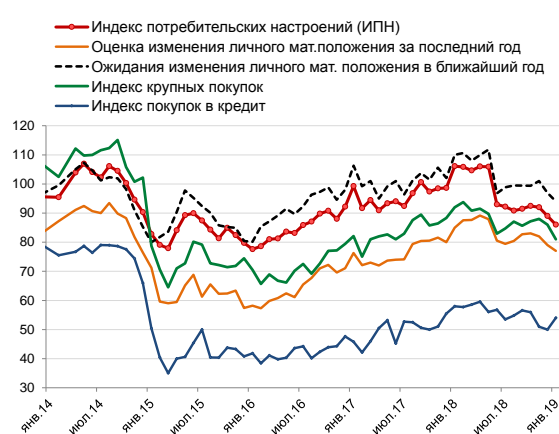
Данные исследовательского холдинга «Ромир» указывают на резкий сезонный скачок повседневных расходов населения в декабре в связи с предновогодними тратами, особенно на продукты питания (Рисунок 28). Однако значение показателя в конце года оказалось ниже уровней соответствующего периода прошлых лет.

**Рисунок 29. Индекс потребительской уверенности Росстата и его компоненты**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 30. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов**



Источник: ООО «ИНФОМ».

Согласно результатам опроса Росстата, настроения населения продолжили ухудшаться и в IV квартале 2018 года достигли минимума с IV квартала 2016 года (Рисунок 29). Индекс потребительской уверенности сократился на 2,5 п.п. за счет ухудшения оценок текущего личного материального положения и благоприятности условий для сбережений. Отношение респондентов к совершению крупных покупок практически не изменилось.

В январе пессимистичные настроения потребителей продолжили усиливаться. Об этом свидетельствуют результаты опроса ООО «инФОМ»<sup>10</sup> (Рисунок 30). Так, в начале года индекс потребительских настроений сократился до 86 п.п. за счет ухудшения оценок текущего и будущего материального положения, благоприятности времени для совершения крупных покупок. По сравнению с декабрем выросла доля респондентов, материальное положение которых ухудшилось либо, по их ожиданиям, ухудшится в будущем. В основном это сопровождалось необходимостью отказа от ранее запланированных крупных трат. Вместе с тем, несколько улучшилось отношение опрошенных к кредитам, за счет сокращения доли тех, кто не планирует их брать.

На фоне повышения инфляционных ожиданий и ускорения инфляции вряд ли произойдет резкое улучшение потребительских настроений в ближайшие месяцы.

### 1.2.6. Рост реальной зарплаты понизится в I квартале

- Замедление роста реальной заработной платы в декабре ускорилось. По предварительной оценке, номинальная заработная плата в декабре выросла на 6,9%, реальная – на 2,5% г/г, после 8,2 и 4,2% г/г в ноябре, соответственно.
- Ускорение инфляции и перенос индексации зарплат в бюджетном секторе на 1 октября могут привести к дальнейшему снижению роста реальной заработной платы в I квартале 2019 года.
- По данным Росстата, в декабре уровень безработицы составил 4,8%. Сезонно сглаженная безработица оставалась на уровне 4,7–4,8% весь 2018 год. Это соответствует нижней границе диапазона оценок естественного уровня безработицы.

В 2018 году уровень безработицы составил 4,8%, что стало минимальным показателем за всю историю наблюдений. На протяжении 2018 года сезонно сглаженный уровень безработицы находился около отметки 4,8%, в декабре уровень безработицы минимально повысился, с 4,77 до 4,79% (Рисунок 31).

<sup>10</sup> См.: Инфляционные ожидания и потребительские настроения. [№1. Январь 2019.](#)

Рисунок 31. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Темп роста номинальной и реальной зарплаты, %/г

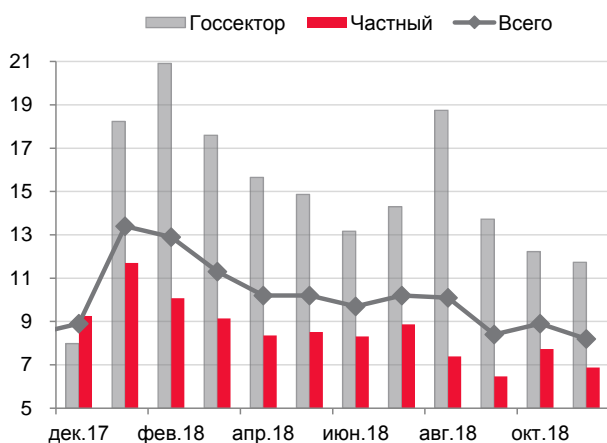


Источник: Росстат.

По данным Росстата, в декабре рост номинальной зарплаты составил 6,9% после 8,2%<sup>11</sup> г/г в предыдущем месяце. В реальном выражении он замедлился сильнее за счет ускорения инфляции в декабре: до 2,5% – с 4,2% г/г (Рисунок 32).

В госсекторе номинальная зарплата в декабре выросла на 11,7% после 12,2% г/г. В частном секторе замедление было более выраженным: 6,9% после 7,7% г/г (Рисунок 33). Ускорение инфляции и перенос индексации зарплат в бюджетном секторе на 1 октября могут привести к дальнейшему снижению роста реальной заработной платы в I квартале 2019 года.

Рисунок 33. Темп роста зарплаты в частном и государственном секторах, %/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Темп роста номинальной зарплаты по экономике и медиана, %/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>11</sup> Ноябрьские оценки были пересмотрены Росстатом и оказались ниже первоначальной на 0,4 процентного пункта.

Динамика медианы роста заработной платы по видам экономической деятельности указывает на то, что ускорение роста заработных плат в начале прошлого года было сосредоточено в небольшом количестве отраслей. Медиана в 2018 году колебалась около среднего уровня 8% (Рисунок 34), что примерно соответствует росту заработной платы в частном секторе.

### 1.2.7. Банковский сектор: замедление роста розничного кредитования в декабре

- Декабрьское замедление розничного кредитования произошло во всех основных сегментах. Оно, вероятно, транслируется в замедление кредитования в 2019 году.
- Сделки по секьюритизации ипотечного портфеля оказали значительное влияние на динамику ипотечного кредитования в конце 2018 года. С поправкой на крупнейшие сделки по секьюритизации, рост ипотеки в конце 2018 года замедлился несущественно, оставаясь высоким.
- Чистый процентный доход банковского сектора снизился в IV квартале 2018 года и, вероятно, продолжит снижение в начале 2019 года.

В декабре рост рублевого розничного кредитования замедлился с 1,8 до 1,5% м/м (сезонность устранена) (Рисунок 35). Замедление было характерно для всех основных сегментов кредитования. Так, рост ипотечного кредитования замедлился с 1,8 до 0,6% м/м (с поправкой на сезонность) (Рисунок 38). Тем не менее, можно утверждать, что темпы роста ипотечного кредитования остались повышенными.

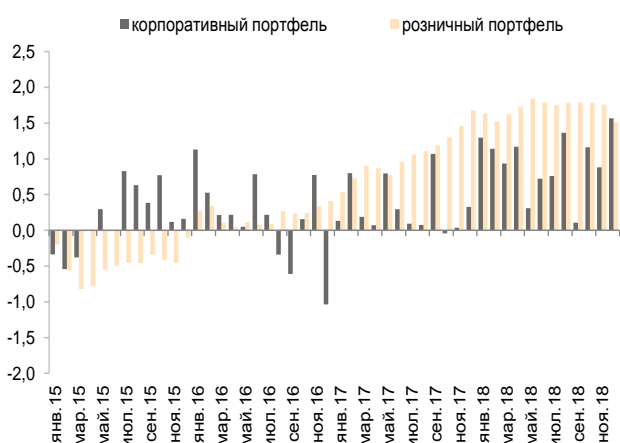
*Во-первых*, на его динамику значительно повлияли сделки по секьюритизации ипотечных кредитов. В результате их проведения кредиты, лежащие в основе выпуска ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), уходят с баланса кредитных организаций и заменяются ИЦБ или денежными средствами от их продажи. Учет информации по динамике основного долга по ипотечным кредитам, которые служат покрытием по ИЦБ, по двум крупнейшим сделкам<sup>12</sup> 2018 года позволяет скорректировать оценки динамики кредитования. Становится видно, что динамика ипотечного кредитования с учетом проведенных сделок секьюритизации хоть и замедлилась, но не так существенно. *Во-вторых*, в ноябре был локальный бум выдач, который мог быть связан с ожиданиями дальнейшего повышения ставок по кредитам.

Рост необеспеченных потребительских кредитов в декабре замедлился до 1,84% м/м – с 1,97%, но остается на достаточно высоком уровне: трехмесячная аннуализированная средняя превышает 23% (Рисунок 39). Возможный рост ставок, макропруденци-

<sup>12</sup> Выпуск 26.11.2018 ИЦБ с государственным регистрационным номером 4-06-00307-R-002P на 74,3 млрд руб.; выпуск 21.12.2018 ИЦБ с государственным регистрационным номером 4-08-00307-R-002P на 46,1 млрд рублей.

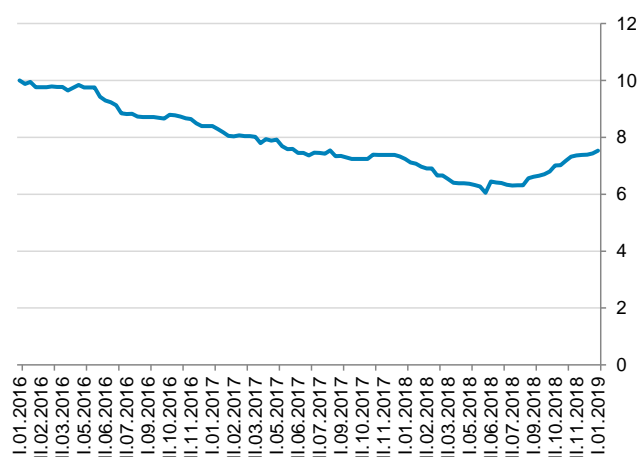
альные меры и некоторое охлаждение спроса после повышения НДС, вероятно, будут способствовать дальнейшему замедлению темпов роста необеспеченного потребительского кредитования. При этом принятые в прошлом году макропруденциальные меры, судя по всему, пока не оказали значимого влияния на динамику необеспеченного потребительского кредитования.

**Рисунок 35. Динамика роста рублевого кредитования, % м/м (сезонность устранена)**



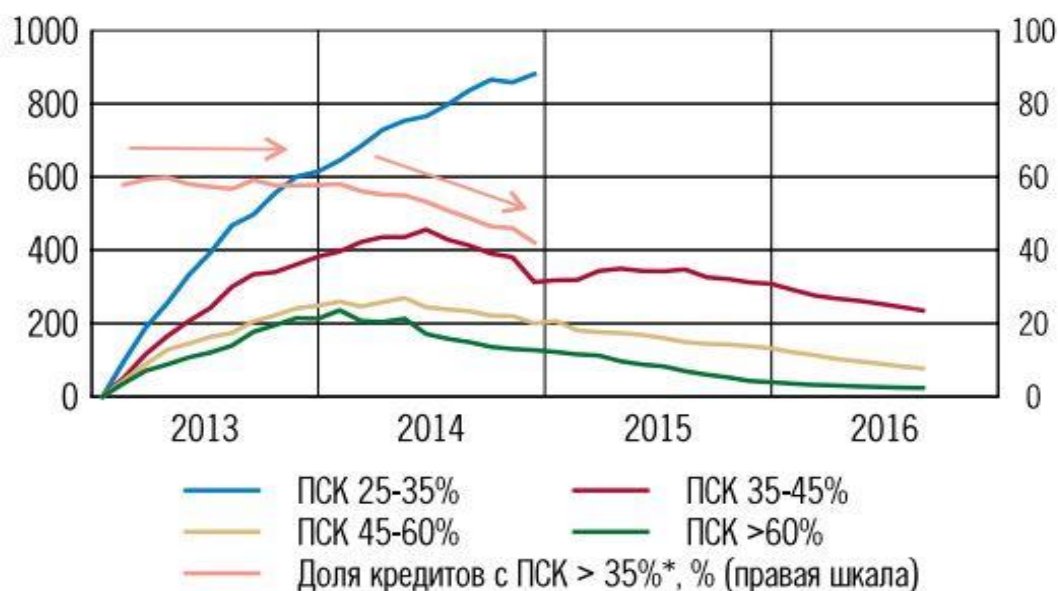
Источник: расчеты Банка России.

**Рисунок 36. Динамика максимальной процентной ставки по депозитам физлиц в 10 крупнейших (по вкладам) банках, % годовых**



Источник: расчеты Банка России.

**Рисунок 37. Задолженность по необеспеченным потребительским кредитам, на которые распространялись повышенные коэффициенты риска, млрд руб.**



Источник: Банк России, «Обзор финансовой стабильности II-III кварталы 2016 года».

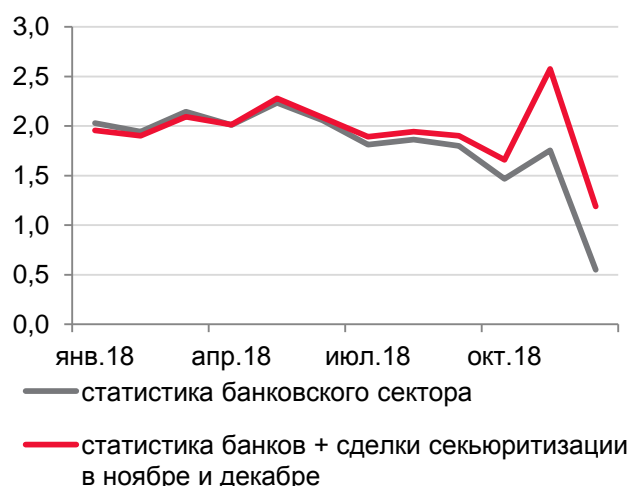
Предыдущие эпизоды ужесточения макропруденциального регулирования этого сегмента кредитования (повышение коэффициентов риска на кредиты с высокими зна-

чениями ПСК) говорят о растянутом во времени эффекте. Так, тренд на снижение доли кредитов с ПСК выше 35% сформировался только спустя 8–10 месяцев с даты повышения риск-весов (

Рисунок 37). Первые месяцы доля таких кредитов оставалась практически неизменной, свидетельствуя об ограниченном воздействии принятых макропруденциальных мер при достаточном запасе капитала у банковского сектора.

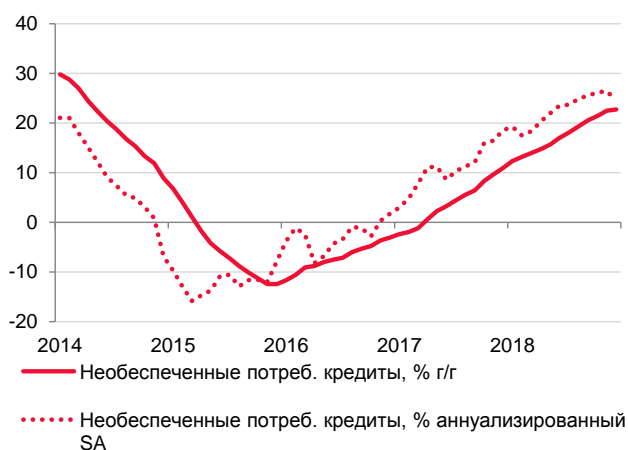
Отметим, что автокредитование в декабре также замедлилось, с 1,3 до 1,1% м/м. Учитывая охлаждение спроса, которое проявилось на рынке уже в декабре и, вероятно, сохранится в 2019 году, мы ожидаем дальнейшего замедления темпов роста в этом сегменте рынка. К тому же, многие заемщики предпочитают брать необеспеченные потребительские кредиты на покупку автомобилей вместо автокредитов (в том числе, на покупку на вторичном рынке), поэтому замедление роста продаж автомобилей, вероятно, отразится и на динамике необеспеченного потребительского кредитования.

**Рисунок 38. Темпы роста  
рублевого ипотечного портфеля  
(сезонность устранена), % м/м**



Источники: Банк России, Сbonds, расчеты ДИП.

**Рисунок 39. Динамика необеспеченных  
потребительских кредитов**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рублевое корпоративное кредитование в декабре, по оценке ДИП, напротив, ускорилось до 1,6% – с 0,9% м/м (сезонность устранена) и показало самые высокие темпы роста портфеля в текущей фазе роста (Рисунок 35).

По итогам 2018 года розничное кредитование прибавило 22,8% г/г<sup>13</sup>, корпоративное кредитование – 5,8% г/г<sup>2</sup>. В обоих сегментах произошло заметное ускорение роста относительно показателей 2017 года (13,2%<sup>2</sup> г/г и 3,7%<sup>2</sup> г/г соответственно).

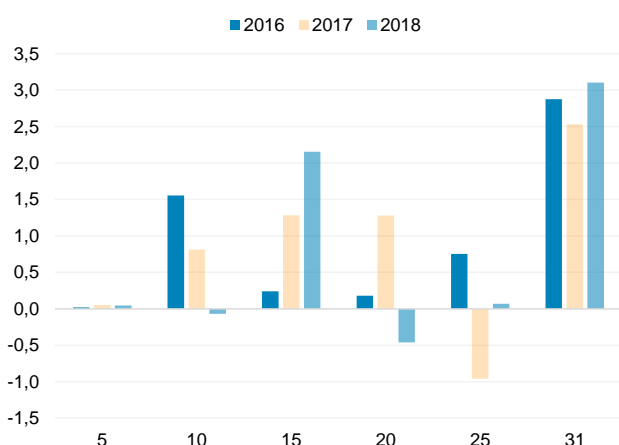
Рост вкладов населения в декабре позволил практически полностью компенсировать их отток в августе–октябре 2018 года. Объем рублевых вкладов превысил их величину на 1 августа 2018 года, объем валютных вкладов – практически сравнялся с

<sup>13</sup> С исключением влияния валютной переоценки по кредитным организациям, действовавшим на 01.01.2019 (включая ранее реорганизованные банки).

этой величиной. Внутримесячная динамика поступления денег на депозитные счета населения и нефинансовых организаций говорит о том, что первоочередную роль в этом росте могла сыграть выплата 13-й зарплаты, которая пришлось на последние числа декабря (Рисунок 40, Рисунок 41).

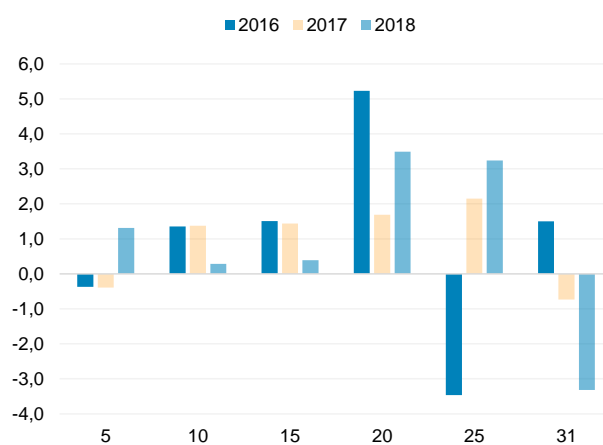
При этом, большая часть прироста, произошедшего в период с 25 по 31 декабря 2018 года (порядка 60%), была сконцентрирована на текущих вкладах населения. Это несколько выше, чем в 2017 году, и значительно выше, чем в 2016 году. В связи с этим наблюдаемый в декабре рост вкладов населения может быть нестабильным. Однако рост ставок по вкладам может привести к снижению предпочтений населения к ликвидной форме хранения денег (Рисунок 36), то есть переводу в срочные депозиты.

**Рисунок 40. Динамика рублевых обязательств перед физическими лицами в течение декабря разных лет, % к предыдущей дате**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

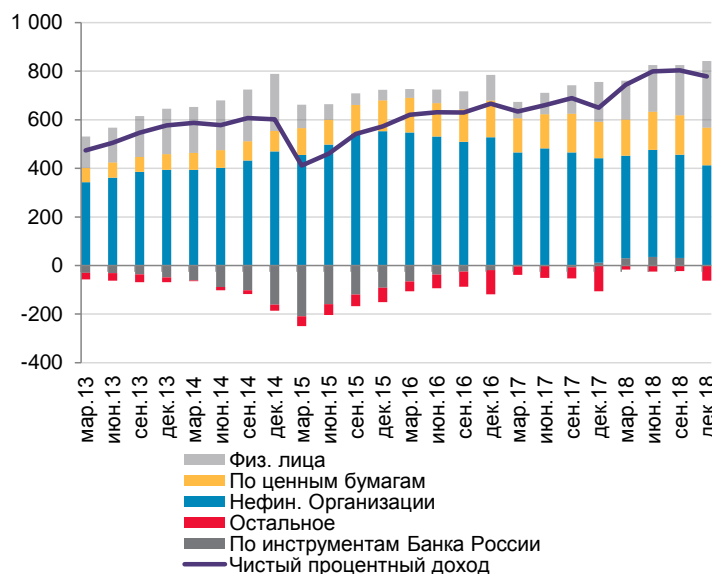
**Рисунок 41. Динамика рублевый обязательств перед нефинансовыми организациями в течение декабря разных лет, % к предыдущей дате**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Чистый процентный доход банковского сектора снизился в IV квартале 2018 года (Рисунок 42). При этом основной вклад в снижение общего показателя внесли уменьшение чистого процентного дохода по операциям с нефинансовыми организациями, а также по операциям с Банком России. Последнее связано со снижением величины депозитов банковской системы в Банке России на фоне снижения профицита ликвидности, вызванного временной приостановкой покупки валюты в рамках бюджетного правила. Учитывая случившийся разворот в динамике ставок и разрыв в срочности между активами и пассивами банковской системы, а также вероятное замедление темпов роста кредитования, весьма вероятно, что в начале 2019 года мы увидим продолжение тенденции на снижение чистого процентного дохода банковского сектора.

**Рисунок 42. Факторы формирования чистого процентного дохода, млрд руб.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## 1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

### 1.3.1. ФРС передумала повышать ставку в 2019 году?

- Рост экономики еврозоны в IV квартале 2018 года составил 0,2%к/к, 1,2% г/г, потеряв динамизм, наблюдавшийся в первом полугодии. Судя по динамике опережающих индикаторов, в начале 2019 года экономика продолжит демонстрировать незначительный рост. На этом фоне ЕЦБ, вероятно, будет вынужден смягчить риторику относительно траектории нормализации политики и/или запуска очередного раунда TLTRO.
- ФРС США в январе оставила ключевые ставки без изменений. Одновременно регулятор значительно смягчил риторику относительно возможностей дальнейшего ужесточения ДКП и допустил возможность изменений в текущих параметрах скорости и направления изменения баланса, что значительно поддержало рынки.
- В IV квартале рост экономики Китая замедлился до 6,4% г/г, по итогам года – до 6,6% г/г. Январские индексы PMI позволяют ожидать продолжения тренда на замедление. При этом, ускорение роста кредитования экономики в декабре после года постепенного замедления может стабилизировать темп роста ВВП к концу II квартала. Расширение бюджетного дефицита оказывает дополнительную поддержку экономике в условиях низкой инфляции относительно целевого уровня.



## **Еврозона: вялый рост последнего квартала 2018 года может продолжиться в I квартале 2019 года, вынудив ЕЦБ смягчить риторику.**

Рост экономики еврозоны в IV квартале составил 0,2% к/к, не изменившись относительно темпов роста в III квартале. Проблемы в автомобилестроении в предыдущем квартале должны были носить разовый характер из-за перехода отрасли на новые экологические стандарты. Однако сохранившиеся проблемы с выпуском продукции в этой отрасли в IV квартале, которые уже могут быть и результатом снижения внешнего спроса, и целая серия других факторов помешали росту экономики восстановиться к темпам роста первого полугодия 2018 года. В годовом выражении ВВП в IV квартале вырос на 1,2% г/г, по итогам года – на 1,8% г/г.

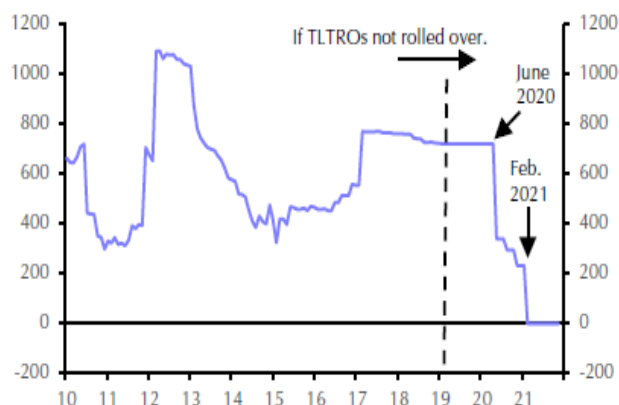
Данные по отдельным странам еврозоны говорят о том, что в последнем квартале года экономика Италии ушла в техническую рецессию снижение два квартала подряд (снижение два квартала подряд: -0,2% к/к после -0,1%к/к в III квартале 2018). При этом, январский сводный PMI снизился до 48,8пп, указывая на то, что рецессия в стране может продолжиться и в начале 2019 года. Франция, в свою очередь, смогла сохранить темпы роста в IV квартале на уровне 0,3% к/к.

Опережающие индикаторы свидетельствуют о высокой вероятности сохранения крайне слабого роста экономики еврозоны в начале 2019 года. Сводный индекс PMI еврозоны в январе снизился до 51пп – минимума за более чем пять лет. Немецкий индекс Ifo снизился до 99,1пп – минимума с февраля 2016 года, бизнес-ожидания опустились еще ниже (до 94,2 процентного пункта). Индекс Zew в январе 2018 года остался вблизи отметки последних месяцев – минимума с 2012 года. В результате Еврокомиссия уже понизилась прогноз роста до 1,3% в 2019 г.

Мы также ожидаем существенного ухудшения прогнозов роста экономики еврозоны в 2019-2020 годах на следующем заседании ЕЦБ (текущий прогноз - 1,7% г/г), которое может сопровождаться также смягчением риторики. На январском заседании ЕЦБ сохранил основные параметры проводимой политики и временные ориентиры предстоящих изменений неизменными. Возможно, ввиду слабых макроэкономических данных и сохраняющейся политической и экономической неопределенности регулятор отсрочит вопрос повышения ставки до 2020 года. Кроме того, высока вероятность запуска очередного раунда программы долгосрочного кредитования (TLTRO). Это особенно актуально в связи с окончанием действия в 2020-2021 годах предыдущих раундов программы (Рисунок 43).

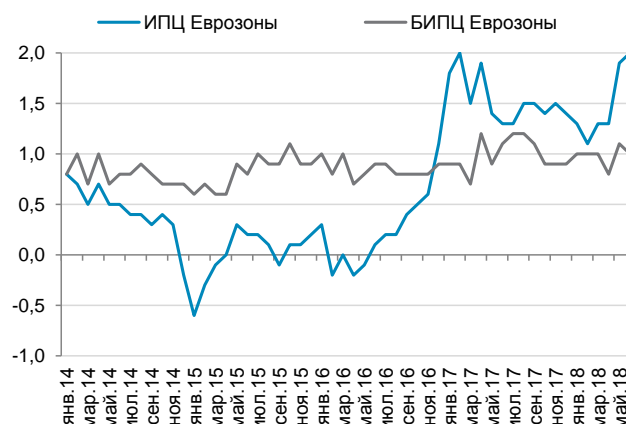
По предварительной оценке, инфляция в еврозоне в январе замедлилась с 1,6 до 1,4% г/г из-за относительно низких цен на нефть, а базовая инфляция незначительно подросла до 1,1% – с 1,0% г/г (Рисунок 44). Однако, на фоне существенного замедления роста экономики такую динамику нельзя рассматривать как начало устойчивого роста инфляции.

**Рисунок 43. Объем кредитования банков по программам LTRO и TLTRO, млрд евро**



Источник: Capital Economics.

**Рисунок 44. Динамика ИПЦ и БИПЦ в еврозоне, % г/г**



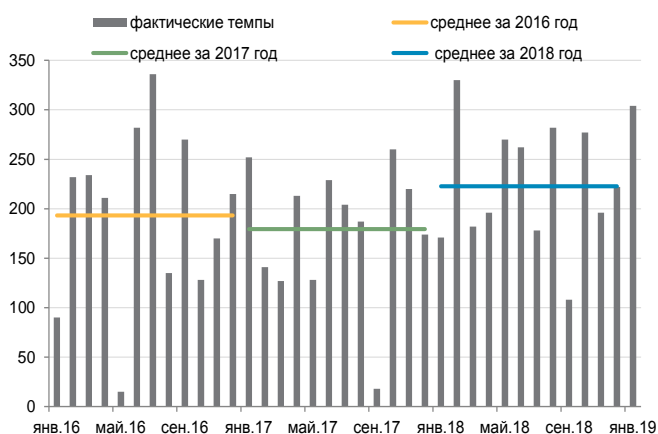
Источник: Bloomberg Finance L.P.

## США: ФРС значительно смягчила риторику относительно параметров ДКП

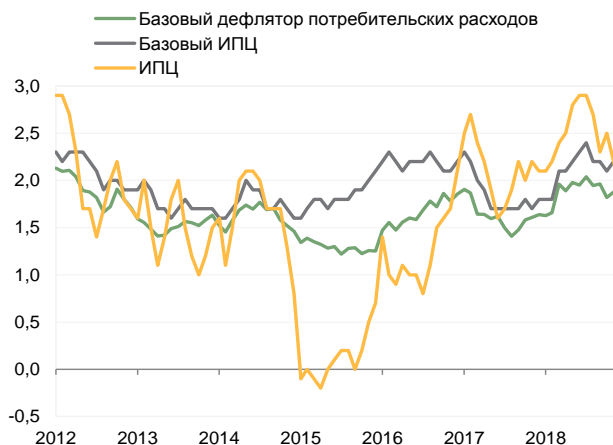
ФРС США, как и ожидалось, сохранила основные параметры проводимой политики неизменными по итогам своего январского заседания, но значительно смягчила риторику относительно возможностей дальнейшего ужесточения ДКП. Регулятор намерен сохранять терпение в вопросе повышения ставки оценивая текущий уровень ставок как более или менее нейтральный. Кроме того, ФРС США допустила возможность изменений в текущих параметрах скорости и направления изменения баланса ФРС США.

Смягчение риторики спровоцировало мощное ралли на финансовых рынках. Рост рынка акций и смягчение финансовых условий в США, в свою очередь, снизят риски существенного замедления американской экономики в 2019 году. Вероятность повышения ключевой ставки до конца года, оцененная исходя из динамики фьючерсов на ставку, опустилась практически до нуля.

С фундаментальной точки зрения, американская экономика продолжает демонстрировать значительные темпы роста экономики, уверенный рост занятости на рынке труда и динамику инфляции вблизи таргета ФРС США. Так в январе 2019 года в экономике вне сельскохозяйственного сектора было создано 304 тыс. новых рабочих мест. Отчасти сильный отчет был поддержан значительным негативным пересмотром декабрьских данных (с 301 до 222 тыс. рабочих мест). Однако январские темпы превышают средний показатель 2018 года и выглядят сильными на фоне длительной приостановки работы правительства (Рисунок 45). Рост уровня безработицы в январе до 4% является следствием технических особенностей учета временно неработающих государственных служащих. Вышедшая статистика по инфляции в декабре 2018 года указала на то, что ИПЦ замедлился до 1,9% с 2,2%, БИПЦ – остался на уровне 2,2% (Рисунок 46).

**Рисунок 45. Динамика темпов создания новых рабочих мест вне с/х сектора, тыс чел.**

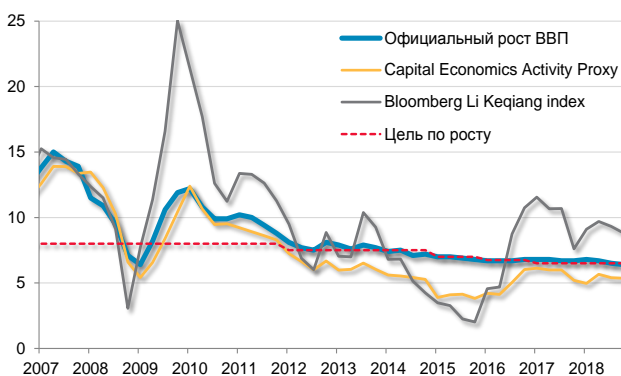
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 46. Динамика инфляции в США, % г/г**

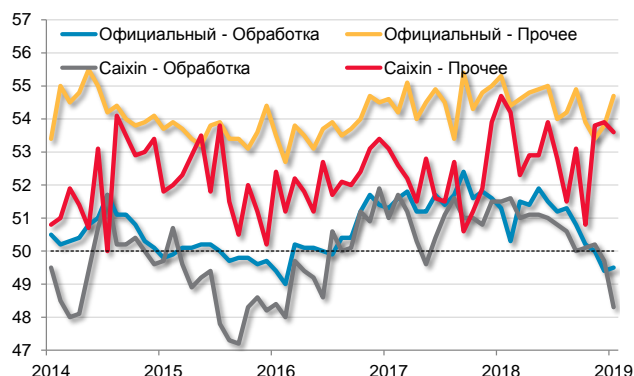
Источник: Bloomberg Finance L.P.

### Китай: замедление роста и ухудшение его качества вызывают новые меры поддержки экономики

В IV квартале рост китайской экономики ожидаемо замедлился: 6,4% г/г после 6,5% г/г в III квартале (Рисунок 47). По итогам года рост составил 6,6% г/г при целевом ориентире «около 6,5%» и 6,8% г/г в 2017 году.<sup>14</sup> Альтернативные оценки также показывают замедление роста экономики. Так, Capital Economics оценивает рост в IV квартале и за 2018 год в целом на уровне 5,4% г/г.

**Рисунок 47. Рост ВВП Китая, альтернативные оценки и таргет, % г/г**

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

**Рисунок 48. Показатели PMI Китая, п.п.**

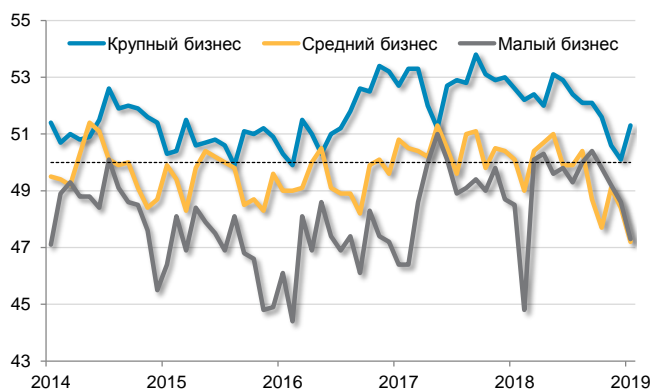
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Индексы PMI в начале 2019 года указывают на продолжение замедления роста экономики (Рисунок 48). При этом опережающим темпом ухудшается состояние малого и среднего бизнеса (МСБ) (Рисунок 49). Если отталкиваться от оценок Capital Economics, которые указывают на то, что МСБ в Китае характеризуется существенно более

<sup>14</sup> Показатель за 2017 год пересмотрен вниз с 6,9% г/г.

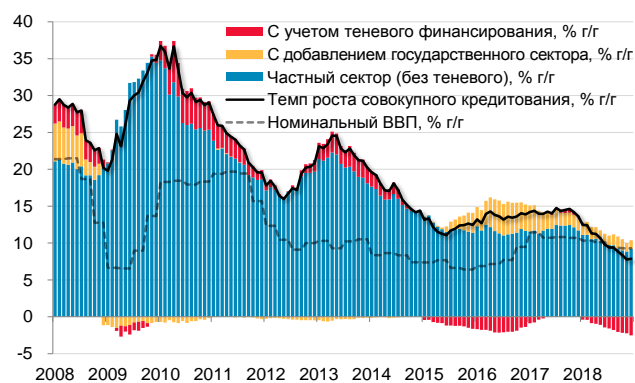
высокой производительностью труда, то можно говорить и об ухудшении качества роста.

**Рисунок 49. Официальный PMI Китая в разрезе размера предприятий, п.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

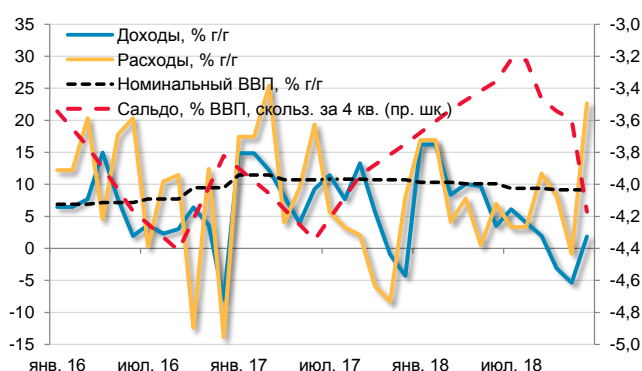
**Рисунок 50. Рост кредитования в Китае**



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

Позитивной новостью стала стабилизация в декабре темпа роста кредитования китайской экономики после последовательного замедления, которое наблюдалось более одного года (Рисунок 50). Хотя снижение объемов теневого финансирования в условиях ужесточившегося регулирования продолжается, стимулирующие меры последних месяцев позволили активизировать рост нетеневого кредитования частного и государственного секторов. Если ускорение роста совокупного кредитования экономики продолжится (так, Народный банк Китая стимулирует банки наращивать кредитование частного сектора), то можно будет ожидать, что замедление роста экономики прекратится к концу II квартала, с учетом примерно полугодового лага переноса динамики кредитования в рост ВВП.

**Рисунок 51. Официальные показатели бюджетной системы Китая**



Источники: Bloomberg Finance L.P., CEIC, Национальное статистическое бюро Китая, расчеты ДИП.

**Рисунок 52. Дефицит бюджетной системы Китая по оценкам Capital Economics, % ВВП**



Источник: Capital Economics.

Бюджетная политика также оказывает поддержку росту экономики. Официальный показатель дефицита бюджетной системы Китая в 2018 году вырос на 0,4 п.п., до 4,2% ВВП, превысив цель (Рисунок 6). Еще большим оказался рост скорректированного

бюджетного дефицита, учитывающего прочие балансовые компоненты и забалансовое финансирование государственных региональных предприятий (LGFVs): по разным оценкам, он вырос на 0,6–1,1 п.п. ВВП (Рисунок 7). Активный рост дефицита наблюдался в последние месяцы 2018 года, чему способствовало как ускорение годового роста расходов, так и снижение годовых поступлений доходов вследствие реализованных масштабных мер налогового стимулирования. Учитывая задачу властей по стабилизации роста экономики, сокращения дефицита в 2019 году не ожидается.

### 1.3.2. Риски для стран с формирующимися рынками снизились

- Ралли на мировых финансовых рынках в начале года было вызвано существенным изменением риторики ФРС США. Впрочем, риски замедления роста мировой экономики могут ограничить дальнейший потенциал роста рынков.
- Изменение планов ФРС по ужесточению политики в 2019 году и готовность внести коррективы в темпы снижения своего баланса уменьшают риски возобновления устойчивого оттока капитала с финансовых рынков стран СФР.
- Возобновление регулярных покупок валюты Банком России в рамках бюджетного правила не сказалось на динамике валютного курса, так как уже было учтено в котировках еще в конце прошлого года. Начавшиеся 1 февраля отложенные в 2018 году покупки также не оказали значительного влияния на курс. Благоприятной динамике рубля способствовали повышение цен на нефть и общий рост на мировых финансовых рынках.
- Решение СД Банка России по ключевой ставке, принятое 8 февраля, было ожидаемым, поэтому реакция российских финансовых рынков была нейтральной.

### Глобальные рынки

Январь 2019 года стал одним из лучших для рынков рискованных активов за последние годы (Рисунок 53). Например, для индекса MSCI World январский рост оказался максимальным с 1987 года. Во многом резкий разворот рынков рискованных активов после декабрьского падения был вызван действиями ФРС, а точнее быстрым смягчением его риторики. Всего за пару месяцев она изменилась практически на 180 градусов, убедив участников рынка в большой чувствительности регулятора к динамике финансовых условий. Финансовые рынки больше не ожидают повышений ставки ФРС в этом году, хотя еще в октябре-ноябре 2018 года ожидали два-три повышения (Рисунок 54).

Многие участники рынка уже окрестили сложившуюся ситуацию как «пут<sup>15</sup> Пауэлла<sup>16</sup>» по аналогии с «путом Гринспена<sup>17</sup>». Этот термин означает веру инвесторов в то,

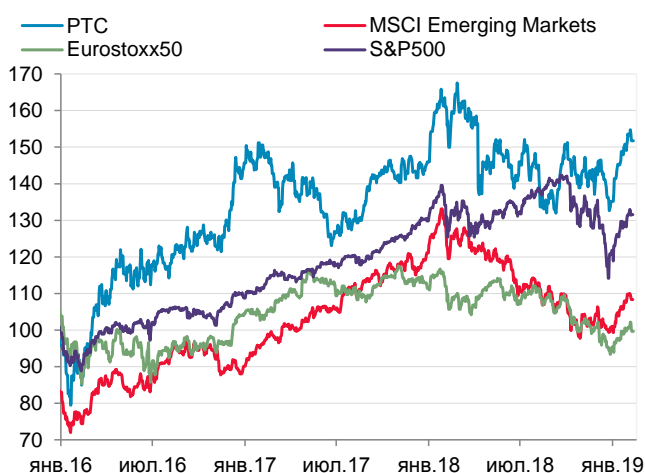
<sup>15</sup> Пут-опцион – производный финансовый инструмент, защищающий купившего его инвестора от падения базового финансового актива.

<sup>16</sup> Текущий глава ФРС США.

<sup>17</sup> Алан Гринспен возглавлял ФРС США с 1987 по 2006 годы.

что ФРС будет чутко реагировать на ухудшение ситуации на финансовых рынках, смягчая риторику и снижая ожидаемую траекторию ставок. Такая реакция ФРС должна поддерживать аппетит к риску и смягчать негативную рыночную динамику, что как раз схоже с действием опциона пут.

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



Источник: Bloomberg Finance L.P.

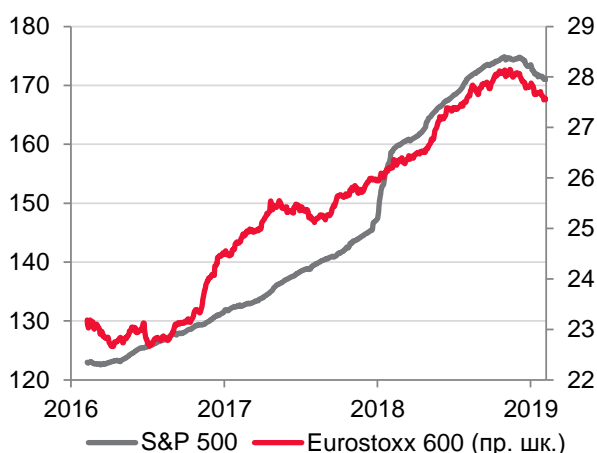
**Рисунок 54. Ожидаемое значение ставки ФРС США в декабре 2019 года**



Источник: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП

Впрочем, наличие «пути Пауэлла» пока, скорее, защищает рынки от падения, но не обещает продолжения их роста по примеру последних лет. Риски замедления роста мировой экономики постепенно реализуются, что находит отражение и в ожиданиях участников финансового рынка. Так, ожидаемая на ближайшие 12 месяцев прибыль компаний в расчете на одну акцию продолжает снижаться, несмотря на январское ралли, что уменьшает основания для дальнейшего роста рынка акций (Рисунок 55).

**Рисунок 55. Ожидаемая через 12 месяцев прибыль в расчете на одну акцию<sup>18</sup>**



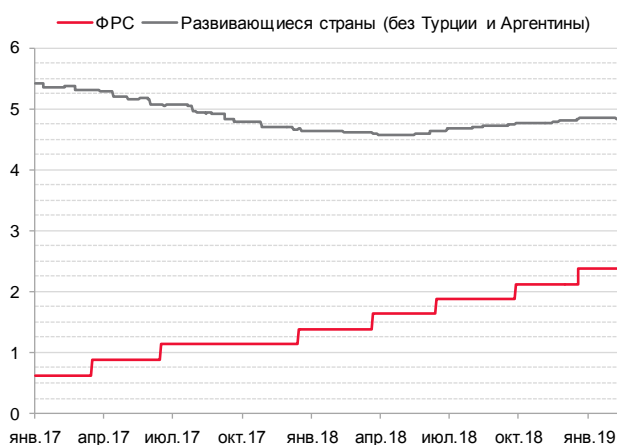
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 56. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США**

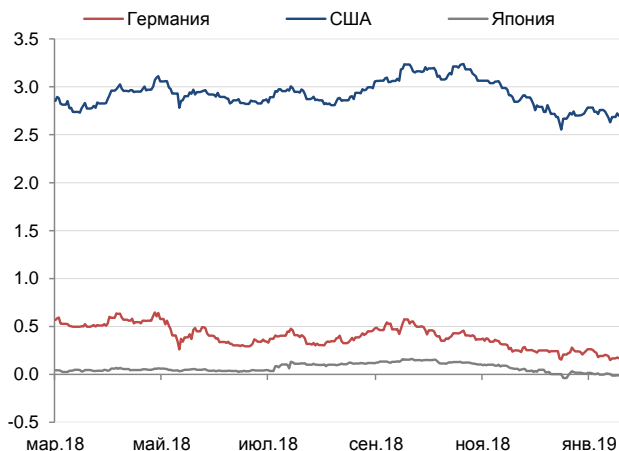


Источник: Bloomberg Finance L.P.

<sup>18</sup> Размерность – пункты соответствующих индексов.

**Рисунок 57. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых**

Источники: BIS, расчеты ДИП.

**Рисунок 58. Динамика доходностей 10-летних облигаций, % годовых**

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Возвращение интереса инвесторов к рисковому активу, в том числе из-за смягчения позиции ФРС, привело к ослаблению курса доллара к валютам как развитых стран, так и стран с формирующимися рынками (далее – СФР, Рисунок 56). Валюты последних в среднем вернулись на уровень, предшествовавший волне ослабления августа–сентября. После того эпизода количество центральных банков СФР, остановивших цикл снижения ставок или начавших их повышение, резко увеличилось (Рисунок 57). В начале 2019 года все центральные банки СФР, которые проводили в этот период заседания по ставке, взяли паузу за исключением Резервного банка Индии, который ставку понизил. Изменение планов ФРС по ужесточению политики в 2019 году и готовность вносить коррективы в темпы снижения своего баланса уменьшают риски возобновления устойчивого оттока капитала с финансовых рынков стран СФР.

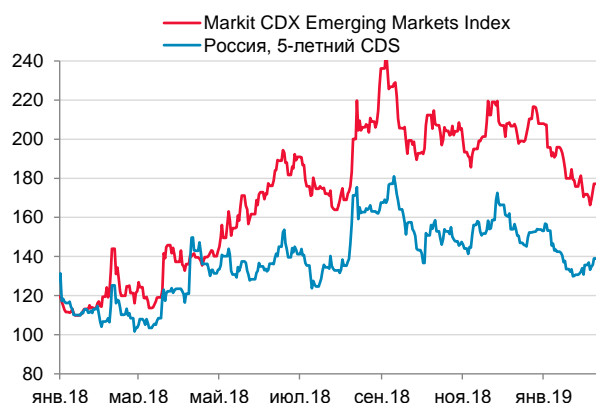
## Российские рынки

На динамику российского финансового рынка по большей части влияла общая ситуация на мировых финансовых рынках. Снижение российской премии за риск происходило синхронно с другими странами СФР (Рисунок 59). Это движение полностью компенсировало всплеск в августе–сентябре и вернуло российский CDS на уровень, который был достигнут после введения апрельских санкций.

Форма кривой доходности ОФЗ с начала года стала более плоской (Рисунок 60). Снижение доходностей ОФЗ на длинном конце кривой было одним из самых масштабных среди стран СФР на фоне возвращения интереса международных инвесторов к этому классу активов. При этом короткий конец кривой немного вырос по сравнению с концом прошлого года. Наклон кривой<sup>19</sup> снизился до минимума с конца 2017 года, что может отражать снижение долгосрочных инфляционных ожиданий и траектории ключевой ставки Банка России.

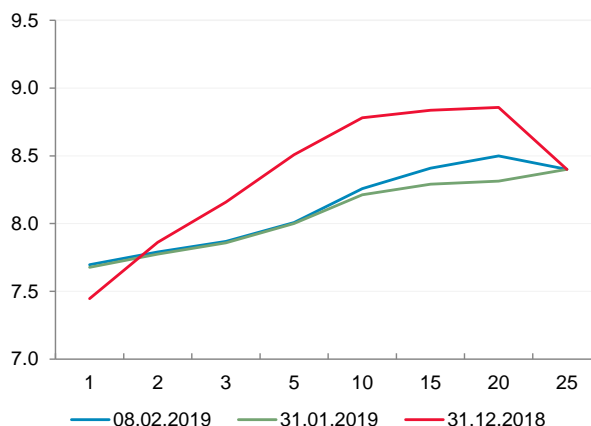
<sup>19</sup> Здесь – разница между доходностью бескупонной кривой ОФЗ на 10 лет и 1 год

**Рисунок 59. Динамика риск-премий развивающихся стран**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 60. Кривая доходности ОФЗ, % годовых**



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

Показатели волатильности курса рубля остаются на пониженных уровнях (Рисунок 61). Возобновление регулярных покупок валюты Банком России в рамках бюджетного правила не сказалось на динамике валютного курса, так как уже было учтено в котировках еще в конце прошлого года. Начавшиеся 1 февраля отложенные в 2018 году покупки также не оказали значительного влияния на курс. Укрепление курса рубля с начала года оказалось одним из самых сильных среди стран СФР. Поддержку ему оказали растущие цены на нефть, позитивная сезонность счета текущих операций и общий рост на мировых финансовых рынках.

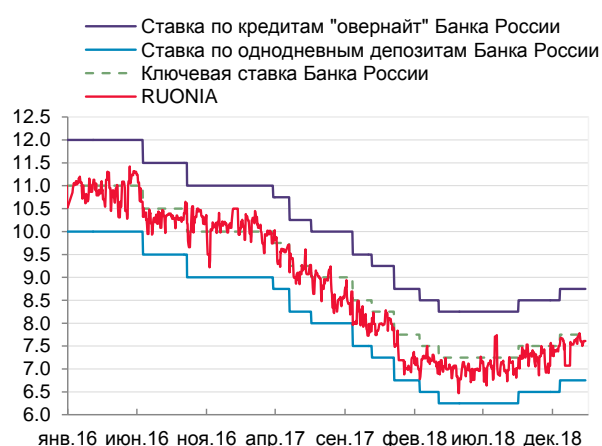
Решение Совета директоров Банка России по ключевой ставке, принятое 8 февраля, было ожидаемым, поэтому реакция российских финансовых рынков была нейтральной.

**Рисунок 61. Волатильность курса рубля и цены на нефть**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 62. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

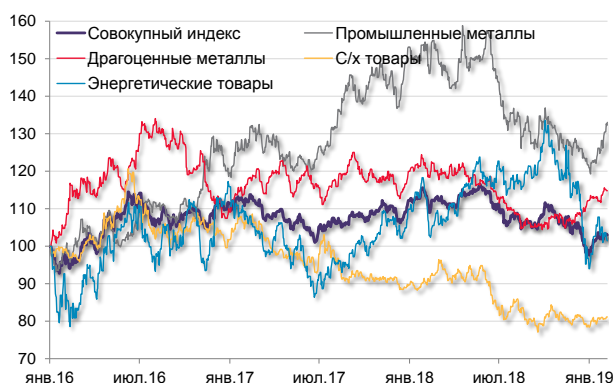


### 1.3.3. Риски на стороне предложения могут вызвать рост цены нефти

- Конец 2018 года отмечен существенным ростом добычи нефти и ухудшением перспектив на стороне спроса. Это продолжило влиять на коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов, рост которых превысил ожидания.
- Улучшению ситуации на стороне предложения должны поспособствовать согласованные странами ОПЕК+ новые ограничительные квоты на добычу. Уровень следования квотам пока невысокий, но опыт последних лет позволяет ожидать большего эффекта в ближайшие месяцы.
- Значительное сдерживающее влияние на предложение должны оказать санкции США против нефтяного сектора Венесуэлы, которые могут убрать с рынка 0,5-1,0 млн барр. в день. Вместе с сокращением добычи и экспорта нефти Ираном под влиянием аналогичных санкций, это может значительно сократить предложение и вызвать рост цены нефти.

За декабрь-январь индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 2%: снижение цен энергетических товаров на 12% перевесило рост цен драгоценных и промышленных металлов, а также сельскохозяйственных товаров на 8, 4 и 1% соответственно (Рисунок 63). На фоне перспектив урегулирования торгового противостояния между США и Китаем заметный рост показали металлы, особенно связанные с автомобильной отраслью: цена палладия выросла на 14%, никеля – на 13%. Продолжилось падение цен на газ: цена в Европе (ТТІ) уменьшилась на 14%, в США (NYMEX) – на 42%. Нефтяные цены, пережив падение в конце декабря до 50 долл./барр. на опасениях перепроизводства, восстановились до 60 долл./барр., прибавив 5% относительно конца ноября (Рисунок 64).

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



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

**Рисунок 64. Цена нефти Urals и газа в Европе**

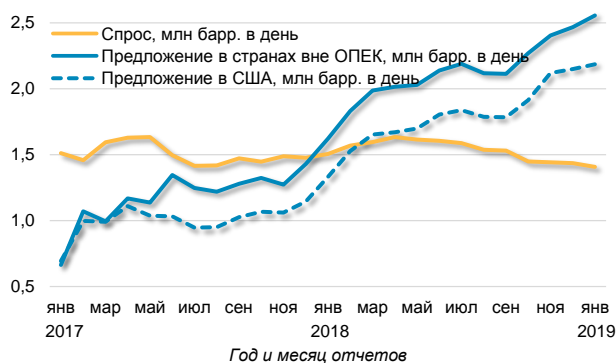


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Ведущие международные организации (Управление энергетической информации при Минэнерго США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА) и ОПЕК) в январских отчетах дали противоречивые сигналы относительно состояния и перспек-

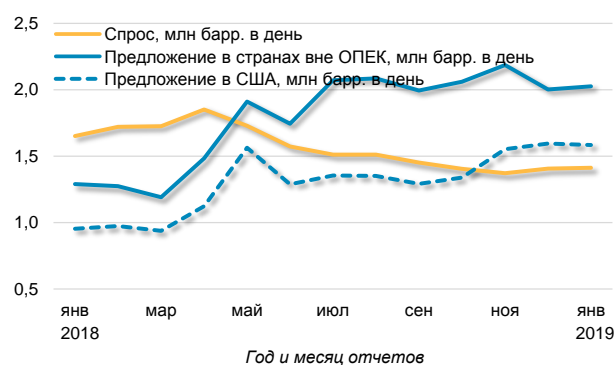
тив рынка жидкого топлива. Оценки показателей отчетного периода ухудшились: оценка спроса пересмотрена вниз, предложения – вверх (Рисунок 65). Прогноз роста основных показателей на 2019 год остался прежним (Рисунок 66), при этом МЭА подчеркнуло, что позитивное влияние на потребление энергоресурсов от снижения цены нефти и ослабления обменного курса доллара США в последние месяцы 2018 года компенсировалось ухудшением ожиданий роста мировой экономики. EIA больше не ожидает превышения спроса над предложением ни в один из кварталов предстоящих двух лет (Рисунок 67), хотя и прогнозирует умеренный рост избыточных коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР (Рисунок 68).

**Рисунок 65. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2018 году в месячных отчетах ведущих агентств**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 66. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2019 году в месячных отчетах ведущих агентств**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

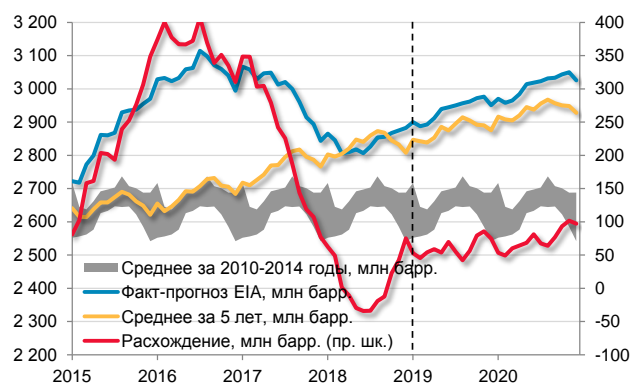
Активный рост добычи нефти в странах ОПЕК+ после июньского ослабления Соглашения ОПЕК+ (степень следования квотам странами ОПЕК-12+ снизилась со 147% в мае до 98% в ноябре) и расширение активности в США, прежде всего сланцевых производителей (Рисунок 69), продолжают толкать вверх коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов США, рост которых идет с опережением прогноза EIA (Рисунок 70).

**Рисунок 67. Оценки EIA основных показателей рынка жидкого топлива**

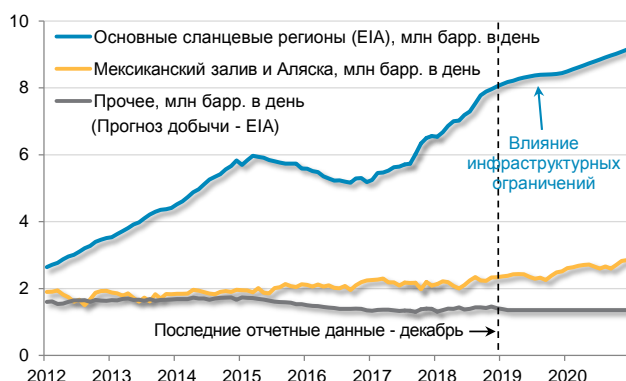


Источник: EIA.

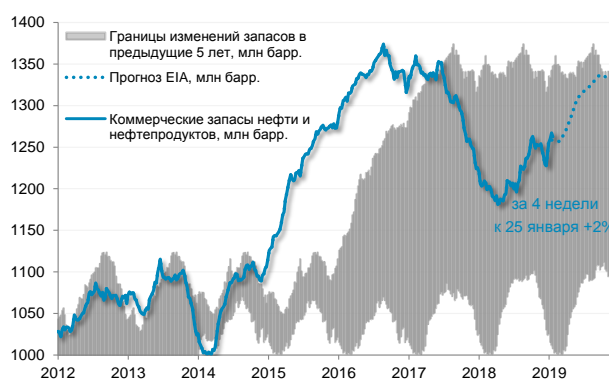
**Рисунок 68. Показатели коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

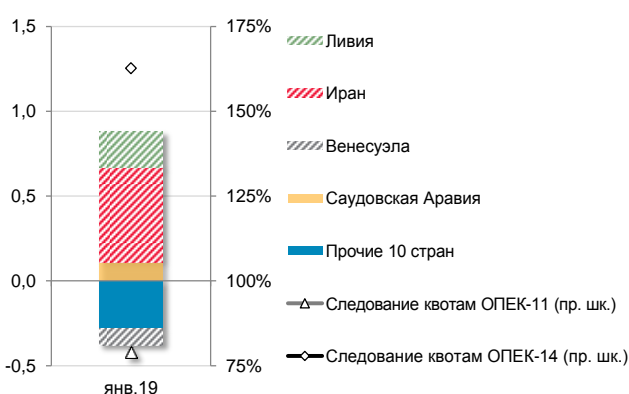
**Рисунок 69. Добыча нефти в США по видам месторождений**

Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 70. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США**

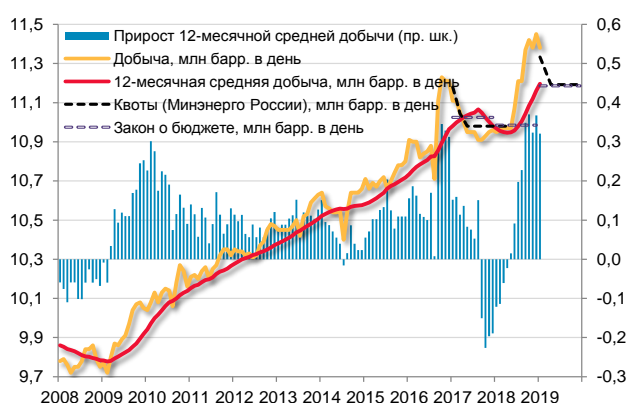
Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA, расчеты ДИП.

Однако ситуация на стороне предложения может существенно измениться. Страны ОПЕК+ на декабрьском заседании согласовали сокращение добычи на 1,2 млн барр. в день относительно уровня октября, в том числе обязательство сократить добычу на 0,23 млн. барр. в день взяла на себя Россия. Это больше, чем ожидал рынок. Предварительные оценки Bloomberg показывают, что более половины стран ОПЕК в январе продолжили добывать нефть в объемах, превышающих квоты, а несколько стран даже нарастили добычу. В результате степень следования новым квотам странами ОПЕК-11 (на которые распространены квоты) составила 79%, несмотря на невыполнение квоты Саудовской Аравией (Рисунок 71). Добыча в России снизилась умеренно (Рисунок 72). Однако опыт последних лет позволяет ожидать повышения степени следования квотам в ближайшие месяцы, что должно поспособствовать балансировке рынка жидкого топлива.

**Рисунок 71. Степень следования квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение квот), млн барр. в день и %**

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

\* Квоты не распространены на Венесуэлу, Иран и Ливию.

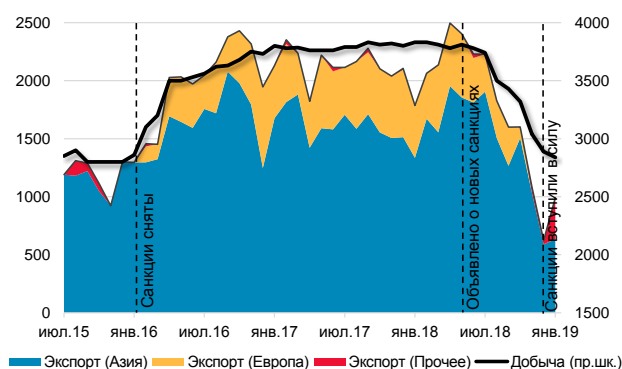
**Рисунок 72. Добыча нефти в России**

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

Дополнительное значительное сдерживающее влияние на предложение предположительно окажут новые санкции США против Венесуэлы. В соответствии с ними с 28 апреля будет введен запрет на доступ к финансовой системе США для венесуэльской нефтяной компании PDVSA и всех покупателей венесуэльской нефти. Во многом это

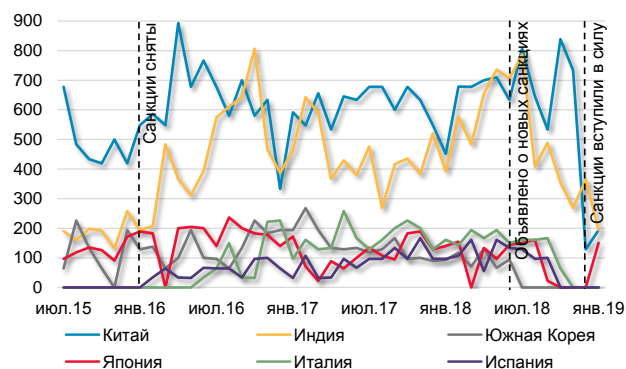
похоже на санкции против Ирана. По оценкам Bloomberg, официальный экспорт иранской нефти снизился до многолетнего минимума, в том числе со стороны Китая, хотя и при существенной поддержке со стороны неофициальных поставок (Рисунок 73-Рисунок 74). В IV квартале 2018 года добыча нефти в Венесуэле прекратила падение, стабилизировавшись на уровне около 1,2 млн барр. в день (в два раза ниже уровня трехлетней давности).

**Рисунок 73. Добыча и экспорт иранской нефти, тыс барр. в день**



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

**Рисунок 74. Импорт иранской нефти по странам, тыс барр. в день**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Однако, исходя из сопоставления с Ираном, можно утверждать, что в ближайшие месяцы снижение добычи и экспорта венесуэльской нефти возобновится: нефтеперерабатывающие компании США уже отказываются от венесуэльской нефти. По оценкам Citigroup, потери могут составить от 0,5 до 1,0 млн барр. в день. Вместе с сокращением добычи и экспорта нефти Ираном под влиянием аналогичных санкций, это может значительно сократить предложение и вызвать рост цены нефти на мировом рынке.

## 2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

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

#### 2.1.1. Индексная оценка ВВП в январе: рост экономики в первом полугодии немного замедлится

- По итогам вышедшей в январе статистики оценка роста ВВП в IV квартале 2018 года составила 0,3% к/к SA, слабо изменившись по сравнению с декабрьской оценкой.
- Оценка прироста ВВП в первом полугодии 2019 года, в свою очередь, была незначительно скорректирована вниз. Согласно нашим последним оценкам, квартальный рост экономики до середины года стабилизируется вблизи 0,2% к/к SA.
- Повышение НДС с 1 января 2019 года может дополнительно замедлить рост в I квартале 2019 года. Однако представленные нами оценки по росту ВВП в первом полугодии 2019 года не представляются завышенными по двум причинам.
- *Во-первых*, сдерживающее влияние на рост экономики со стороны налогово-бюджетных мер, скорее всего, неявно учтено в используемой нами ДФМ-модели через ожидания от повышения НДС, которые могли отразиться в широком спектре декабрьской макростатистики, а также в ряде оперативных январских данных.
- *Во-вторых*, вероятный недоучет последствий повышения базовой ставки НДС сейчас компенсируется, возможно, немного завышенной чувствительностью нашей оценки ВВП к динамике цен на нефть и, как следствие, оценкой последствий для роста экономики со стороны снижения нефтяных цен в ноябре 2018 года. Указанное завышение объясняется тем, что параметризация ДФМ-модели, которая лежит в основе наших оценок<sup>20</sup>, пока еще в значительной степени опирается на временной период, предшествующий введению бюджетного правила. Оно снизило чувствительность российской экономики к изменению нефтяных цен.
- Таким образом, краткосрочные риски умеренного замедления роста ВВП сохраняются. В дальнейшем рост экономики, вероятно, ускорится.

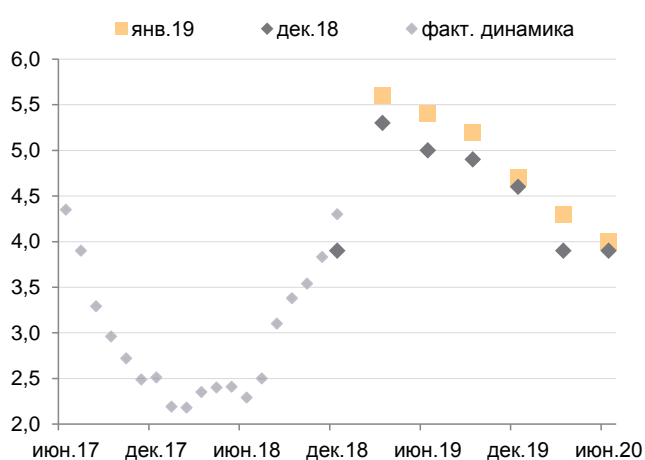
	Январь % к/к SA	Декабрь % к/к SA
IV квартал 2018 года	0,3	0,3
I квартал 2019 года	0,2	0,2
II квартал 2019 года	0,2	0,3

<sup>20</sup> Модель оценивается на скользящем 7-летнем окне.

## 2.1.2. Инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными

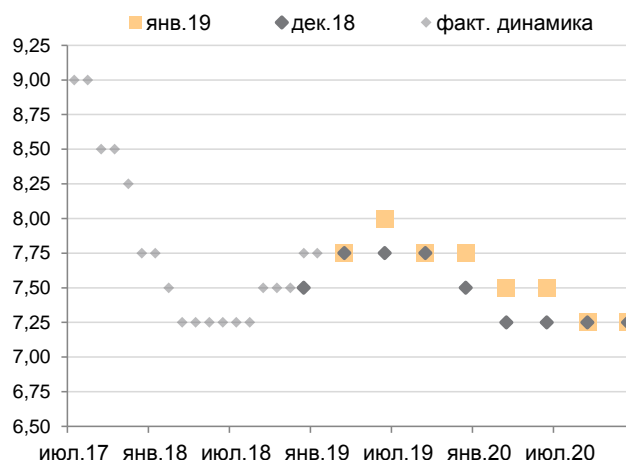
- Опрошенные в начале года агентством Bloomberg аналитики пересмотрели вверх прогнозы инфляции на ближайшие кварталы. В I квартале текущего года медианная оценка по инфляции повысилась с 5,3 до 5,6% г/г. В последующих кварталах начнется ее планомерное снижение, в результате которого инфляция к концу года опустится до 4,7% г/г.
- Вероятно, рост оценок связан с дополнительным учетом прогнозистами эффекта повышения НДС и повышенной динамики продовольственных цен. Согласно обновленным оценкам, инфляция замедлится до 4,0% г/г в июне 2020 года. Это указывает на заякоренность ожиданий финансовых аналитиков на уровне цели по инфляции Банка России.
- Консенсус-прогноз предполагает еще одно повышение ключевой ставки Банка России во II квартале 2019 года и ее более плавное, чем ожидалось в декабре, снижение к уровню 7,25% к началу второго полугодия 2020 года.

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



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 76. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

### 3. Итоги 2018 года для российской экономики: насколько оправдались ожидания?

- В условиях более высоких нефтяных цен и ослабления рубля инфляция и экономический рост в 2018 году оказались несколько выше наших ожиданий год назад.
- В начале года предполагалось, что инфляция по итогам 2018 года составит 3–4%, однако под влиянием ряда факторов, преимущественно разового характера, инфляция к концу года выросла до 4,3%. Без их учета инфляция оказалась бы в пределах прогнозного диапазона 3–4%. Инфляционное давление среди наиболее устойчивых компонент к концу 2018 года сформировалось на уровне близком к 4%.
- По состоянию на начало 2018 года Банк России ожидал завершения процесса перехода к нейтральной денежной кредитной политике до конца 2018 года. Однако изменившиеся внешнеэкономические условия и планируемые налоговые изменения привели к замедлению нормализации денежно-кредитной политики и необходимости некоторой жесткости денежно-кредитных условий для ограничения вторичных инфляционных эффектов и стабилизации годовой инфляции вблизи 4% на прогнозном горизонте.
- Ожидалось, что в 2018 году экономический рост будет находиться на устойчивой траектории, соответствующей потенциалу. Однако первая оценка Росстата по росту ВВП оказалась выше. Согласно статистике по компонентам использования ВВП, более благоприятная динамика внешнего спроса и, как следствие, физических объемов экспорта товаров и услуг смогла компенсировать ослабление инвестиционной и потребительской активности.

#### Инфляция

По итогам 2018 года инфляция составила 4,3%, превысив прогноз Банка России в базовом сценарии, сделанный в начале 2018 года. Причинами ускорения инфляции стали как внутренние, так и внешние факторы. Причем, инфляционные эффекты большинства из них имели временный характер.

С учетом замедления инфляции в конце 2017 года до 2,5% прогноз по инфляции в начале 2018 года подразумевал постепенное ускорение инфляции до 3–4%. В числе основных временных дезинфляционных эффектов, поддерживающих инфляцию ниже 4%, учитывался избыток предложения на внутреннем рынке сельскохозяйственной продукции, факторы со стороны регулирования цен, улучшение ситуации на мировых товарных рынках, а также стабилизация курса рубля.

Предполагалось, что действие данных временных благоприятных факторов постепенно прекратится. Наряду с возможной реализацией некоторых инфляционных рисков это должно было способствовать возвращению инфляции к 4%. Помимо этого,

учитывались потенциальные источники дополнительного инфляционного давления. В числе основных рисков в начале 2018 года рассматривались:

1. Исчерпание влияния рекордного урожая многих сельскохозяйственных культур и благоприятной динамики курса 2017 года.
2. Снижение нефтяных цен из-за завершения действия соглашения ОПЕК+ и возможные связанные с этим эффекты для инфляции через валютный канал.
3. Риски, обусловленные ускорением роста заработных плат и потребительского спроса. Устойчивый рост зарплат в условиях ограниченного предложения на рынке труда может быть источником возвращения потребительской модели поведения и более быстрого роста цен. Снижение нормы сбережения до уровня 2012-2013 годов на фоне восстановления потребительского кредитования.
4. Инфляционные ожидания населения, которые, несмотря на их снижение, сохранялись на повышенных уровнях и оставались незаякоренными.

При этом совокупный проинфляционный эффект вышеперечисленных факторов по итогам 2018 года, согласно нашим оценкам, в реальности оказался на уровне или даже несколько ниже изначального прогноза. В то же время, причина, по которой прогнозируемый диапазон инфляции в течение 2018 года претерпел изменения и повысился до 3,8–4,2% против 3–4% в начале 2018 года, во многом была связана с переносом в цены ослабления рубля в апреле и августе.

По нашим оценкам, без учета новых временных факторов, которые проявились после января-февраля 2018 года и не были учтены в первой версии базового прогноза на 2018 год, фактическая годовая инфляция по итогам 2018 года находилась бы на уровне, близком к середине прогнозного диапазона 3-4%.

С II квартала 2018 года, инфляция стала ускоряться под воздействием реализации как прежних, так и ряда новых инфляционных рисков. Ниже представлены дополнительные риски, повлиявшие на инфляцию после февраля 2018 года:

- Ситуация в мировой экономике в целом и в странах с формирующимися рынками (СФР) в частности. Основными из них стали нормализация денежно-кредитной политики крупнейших центральных банков, «торговые противостояния» и их влияние на СФР, макроэкономические дисбалансы в отдельных странах.
- Обострение геополитической ситуации, введение новых санкций против РФ в апреле 2018 года и рост опасений профессиональных участников рынка относительно возможного введения дополнительных санкций.
- Вызванные указанными выше причинами значительное снижение цен на российские финансовые активы (валюта, акции, рублевые облигации), повышение рисков не только для инфляции, но и для финансовой стабильности, продажи нерезидентами госбумаг, увеличение оттока капитала частного сектора, разворот вверх в динамике кредитных и депозитных ставок в экономике.
- Изменение модели поведения домашних хозяйств, связанное с существенным снижением склонности к сбережению, и рост спроса на потребительские кре-



диды, за счет которого, в том числе, финансировалось отложенное потребление.

- Ускоренный рост цен на нефтепродукты (прежде всего бензин).
- Объявление повышения НДС с 2019 года и связанные с этим прямые и косвенные инфляционные эффекты, в том числе риски проявления вторичных эффектов, связанные с устойчивым повышением инфляционных ожиданий.

Наибольшее влияние на корректировку изначального прогноза по инфляции оказало усиление санкционной риторики против РФ на фоне начала устойчивого оттока капитала из СФР и связанное с этим ухудшение ожиданий участников рынка, повышение рисков для финансовой стабильности. Свои коррективы в риски повышения инфляционных ожиданий внесла новость о повышении ставки НДС с 2019 года, однако ее влияние на инфляцию 2018 года оценивается нами как крайне умеренное. Меры Банка России, связанные с переходом в сентябре к повышению ключевой ставки и приостановкой покупки валюты для Минфина в рамках бюджетного правила, были направлены на подавление рисков финансовой стабильности, а также ограничение возможных вторичных эффектов на инфляционные ожидания в связи с повышением ставки НДС.

По состоянию на начало 2018 года Банк России ожидал завершения процесса перехода к нейтральной денежной кредитной политике до конца 2018 года. Произошедшее ослабление рубля в апреле на фоне геополитической напряженности и отражение в прогнозах влияния новых налогово-бюджетных мер привели к замедлению нормализации денежно-кредитной политики и необходимости некоторой жесткости денежно-кредитных условий для ограничения вторичных инфляционных эффектов и стабилизации годовой инфляции вблизи 4% на прогнозном горизонте.

Несколько позже ухудшились внешние условия, произошел рост доходностей на развитых рынках, отток капитала из стран с формирующимися рынками и сопутствующее этому повышение волатильности на внутреннем финансовом рынке. Это сопровождалось дальнейшим ужесточением денежно-кредитных условий, ростом доходностей ОФЗ и повышением процентных ставок на депозитно-кредитном рынке под действием внешних факторов. Для ограничения инфляционных рисков и поддержания финансовой стабильности была сохранена некоторая степень жесткости денежно-кредитной политики за счет повышения ключевой ставки и приостановки покупок валюты для Минфина в рамках бюджетного правила.

В данный момент в ускорении годовой инфляции по-прежнему наблюдается преобладание временных факторов. Между тем, инфляционное давление среди наиболее устойчивых компонент к концу 2018 года сформировалось на уровне, близком к 4%.

По итогам 2018 года ситуация на внутреннем финансовом рынке стабилизировалась. Сохраняется достаточно сдержанная динамика инфляции вблизи нижней границы траектории Банка России. Этому способствовала некоторая стабилизация внешних условий, а также решения Банка России.

В 2019 году останется неопределенность относительно дальнейшего развития внешних условий, а также реакции цен и инфляционных ожиданий, связанных с повы-

шением НДС, в то время как денежно-кредитная политика Банка России продолжит способствовать снижению рисков финансовой стабильности, стабилизации инфляционных ожиданий и возвращению инфляции к 4% к 2020 году.

### **Экономический рост**

Наш прогноз в начале 2018 года учитывал соглашение ОПЕК+ по снижению нефтедобычи, одновременно предполагалось постепенное ускорение роста розничной торговли и потребительской активности при умеренном росте инвестиционных показателей. При этом ожидалось, что в 2018 году экономический рост будет находиться на устойчивой траектории, соответствующей потенциалу.

Постепенное повышение базовых предпосылок относительно цены на нефть сказывалось на прогнозной траектории темпов роста ВВП на протяжении всего года лишь в небольшой степени. Преимущественно данное обстоятельство связано со снижением чувствительности экономики к цене на нефть в связи с действием бюджетного правила и поддержанием финансовой стабильности. Помимо этого, учитывалось, что в 2018 году повышение цены на нефть происходило на фоне значительного ухудшения ожиданий участников финансового рынка из-за опасений новых санкций против РФ и на фоне общей тенденции к оттоку капитала с развивающихся рынков. Таким образом, положительный эффект от роста цены на нефть на российскую экономику был небольшим. При этом он компенсировался ухудшением (относительно изначального прогноза) динамики инвестиционной и потребительской активности, а также увеличением инфляционных рисков.

Кроме того, с момента введения новых санкций против РФ в апреле 2018 года новый базовый прогноз стал в полной мере учитывать ухудшение рыночных ожиданий. Даже в условиях отсутствия новых санкций на протяжении 2018 года экономические условия оставались под давлением роста геополитических рисков и продолжающейся тенденции оттока капитала с развивающихся рынков, а также ухудшений ожиданий инвесторов. Значительные изменения претерпели и оценки компонентов ВВП. Новые предпосылки привели к ожиданиям более низкой инвестиционной активности и умеренного роста потребления при более высоком положительном вкладе в рост ВВП со стороны чистого экспорта. Вместе с тем, значительное повышение Росстатом оценок роста промышленного производства за 2017-2018 годы в рамках регулярной актуализации статистики компенсировало ухудшение оценок по основным компонентам ВВП.

Реализация внешних рисков, включая увеличение риск-премий и отток капитала из стран с формирующимися рынками и усиление санкционной риторики, в большей степени сказывались на прогнозе по инфляции, динамике курса рубля, ужесточении денежно-кредитных условий, чем на прогнозе ВВП.

Согласно статистике по компонентам использования ВВП, более благоприятная динамика внешнего спроса и, как следствие, физических объемов экспорта товаров и услуг смогла компенсировать ослабление инвестиционной и потребительской активности, что, в конечном итоге, оставило неизменной оценку экономического роста в 2018 году.

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталья Карлова

Алексей Киселев

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева