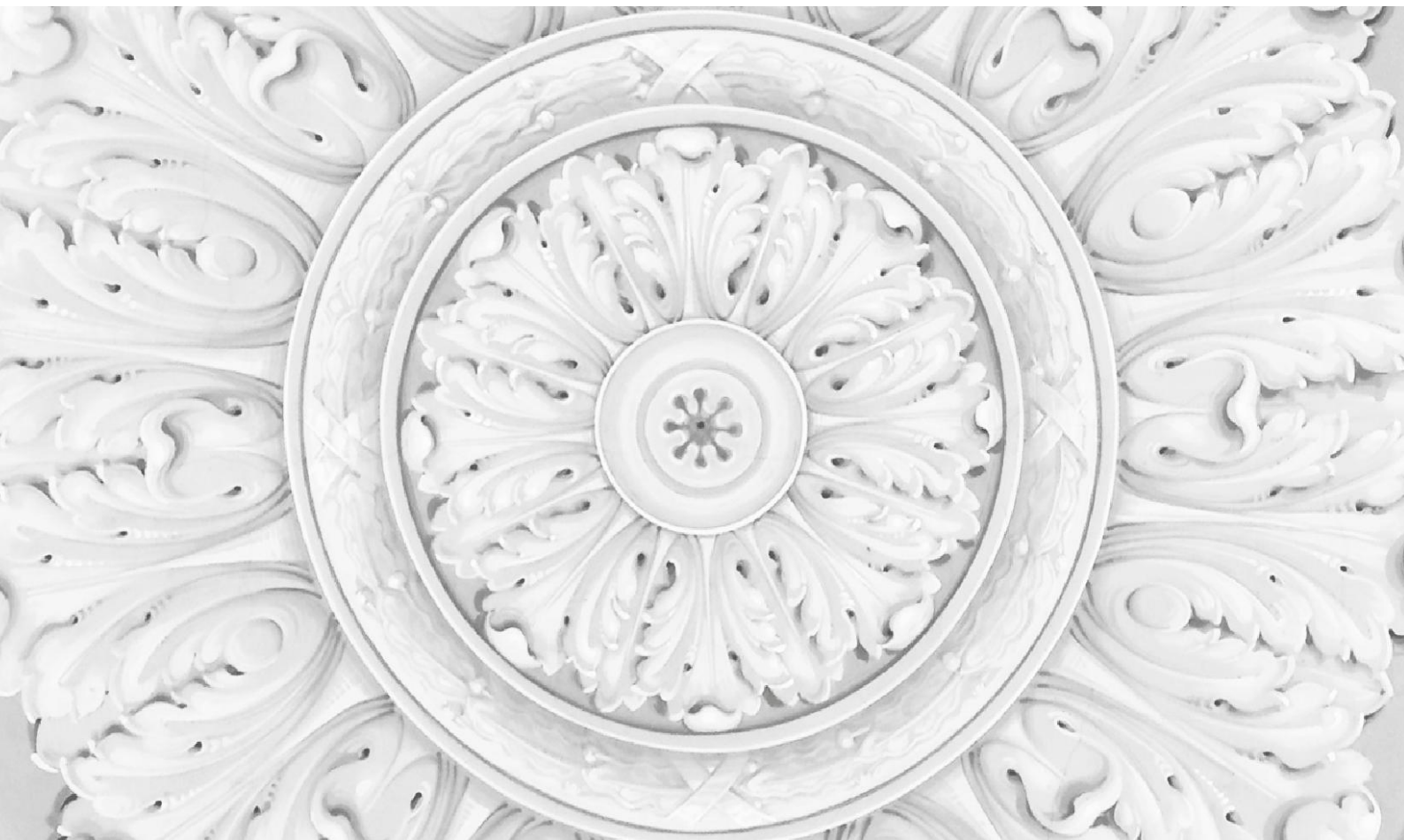




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Апрель 2018

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 3 (23)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 11.04.2018.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,  
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

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

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Краткое содержание</b>	<b>3</b>
<b>1. Итоги</b>	<b>5</b>
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>5</b>
1.1.1. Инфляция ускорилась, но остается на пониженных уровнях	5
1.1.2. Ценовые индексы PMI: рост постепенно ускоряется	9
1.1.3. Трендовая инфляция в марте	10
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>10</b>
1.2.1. Динамика ВВП в 2017 году: временное замедление роста во втором полугодии	11
1.2.2. Промпроизводство в феврале: незначительное снижение на фоне сохранения умеренно позитивного тренда	13
1.2.3. Сводный индекс PMI: замедление экономического роста в России и в мире	16
1.2.4. Замедление розничной торговли в феврале носит временный характер	18
1.2.5. Инфляционные риски со стороны рынка труда возрастают	21
1.2.6. Безработица снижается из-за циклического роста спроса на труд	24
1.2.7. Внешняя торговля: диверсификация экспорта и опережающий рост импорта инвестиционных и промежуточных товаров	26
1.2.8. Рост кредитования экономики в I квартале достиг максимума в текущей фазе экономического роста	27
1.2.9. Сальдированный финансовый результат организаций ухудшился при росте прибыли от продаж	29
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>33</b>
1.3.1. Макропрогнозы ФРС США ратуют за все более быструю нормализацию ДКП	33
1.3.2. Российские финансовые рынки под давлением в результате действия новых ограничений	38
1.3.3. Цена нефти, при которой прибыльна добыча сланцев, выросла	42
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>46</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>46</b>
2.1.1. Глобальный PMI снизился до минимума за 16 месяцев	46
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>47</b>
2.2.1. Аналитики вновь понизили ожидаемый уровень инфляции на конец 2018 года	47
2.2.2. Индексная оценка ВВП: колебания в краткосрочной статистике не помеха для устойчивого роста	47
<b>3. В фокусе. Развитие розничной торговли: основные тенденции и прогнозы</b>	<b>49</b>

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- Инфляция в марте – начале апреля осталась на пониженном уровне. Переход к тренду на ее возвращение к 4% ожидается только во второй половине года, несмотря на повышение краткосрочных инфляционных рисков. При этом экономическая активность продолжала расширяться. В целом можно говорить о закреплении экономики на траектории медленного, но устойчивого роста. Всплеск геополитической напряженности не создал угрозу для устойчивости финансовых рынков, хотя и привел к всплеску волатильности.
  - Ускорение инфляции в марте до 2,4% связано с действием временных факторов. Темпы роста наиболее устойчивых компонентов потребительских цен остались на пониженном уровне. Вместе с тем, краткосрочные риски для ускорения инфляции выше 4% несколько повысились из-за ускорения темпов роста заработных плат и ослабления рубля в апреле. Основные среднесрочные проинфляционные риски сохраняются. Среди них – возможные резкие изменения в потребительском поведении, ускоряющийся рост потребительского кредитования, неустойчивость и повышенность инфляционных ожиданий, ситуация на рынке труда, риски со стороны внешних факторов и неопределенность относительно параметров налоговой политики после 2018 года. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к 4%, на прогнозном горизонте.
  - Экономика в марте, как и ожидалось, несколько замедлила рост до уровня, соответствующего потенциалу (около 1,5% в год). Одновременно, повысилась неопределенность относительно краткосрочной экономической динамики. Этому способствовали разнонаправленные факторы: с одной стороны, рост геополитической напряженности, с другой – рост цен на нефть. Тем не менее, экономика продолжает расширяться темпами, близкими к потенциальным.
  - В начале апреля волатильность российских финансовых рынков значительно возросла из-за действия геополитических факторов. Однако она не представляет угрозы для макроэкономической стабильности.

### 2. Взгляд в будущее

- Снижение индексов PMI в большинстве крупных экономик с локальных максимумов указывает на возрастание рисков для роста мировой экономики и глобальных финансовых рынков в ближайшее время.
- Опережающий показатель роста ВВП по-прежнему указывает на позитивные краткосрочные перспективы российской экономики.

### 3. В Фокусе. Развитие розничной торговли: основные тенденции и прогнозы

- Сформировавшаяся привычка потребителей к покупкам товаров в рамках промоакций и товаров под собственными марками торговых сетей будет сдерживать рост цен на потребительском рынке.
- Возрастающая конкуренция со стороны быстро развивающейся интернет-торговли, особенно трансграничной, дополнительно сдерживает повышение цен на потребительские товары.
- Усиление процессов консолидации на рынке в перспективе может усилить рыночную силу отдельных игроков и привести к некоторому ускорению роста потребительских цен.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция

Инфляция в марте немного ускорилась, до 2,4%. Это ускорение было ожидаемым из-за более раннего по сравнению с прошлым годом сезонного исчерпания запасов овощей и картофеля. Вместе с тем, устойчивые компоненты инфляции остаются на пониженных уровнях относительно целевого ориентира Банка России. Краткосрочные проинфляционные риски возросли по сравнению с февралем из-за курсовой динамики и ускорения темпов роста зарплат в экономике, не подкрепленных ростом производительности.

В динамике потребительских цен, кредитов и депозитов, а также макроэкономических показателей по-прежнему еще не в полной мере нашли отражение принятые ранее решения по денежно-кредитной политике (ДКП). Этот фактор, постепенный переход к нейтральной ДКП, а также исчерпание действия временных факторов должны постепенно приблизить инфляцию к 4% в 2018 году и удержать ее на этом уровне в последующие годы.

Среднесрочные проинфляционные риски преобладают. Среди основных рисков – быстрый переход к потребительской модели поведения за счет снижения нормы сбережений и ускоряющегося роста потребительского кредитования, повышенность и неустойчивость инфляционных ожиданий, возможное возникновение дефицита кадров на рынке труда, неопределенность относительно налоговой политики в ближайшие годы. Рост волатильности валютного рынка вследствие действия геополитических факторов может создать дополнительные проинфляционные риски.

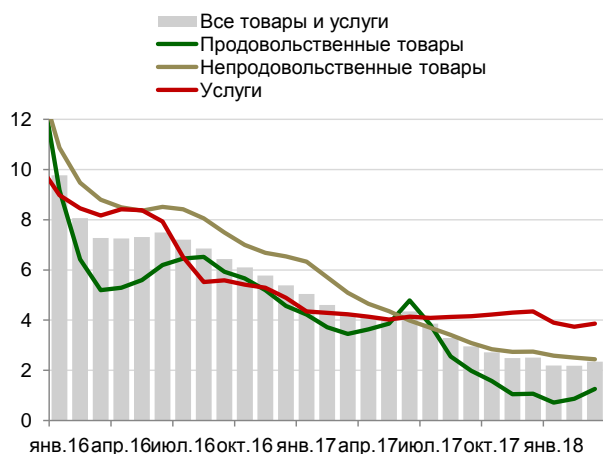
#### **1.1.1. Инфляция ускорилась, но остается на пониженных уровнях**

- Годовая инфляция выросла до 2,35% в марте после 2,18% в феврале на фоне ускорения роста цен на плодоовощную продукцию. Сезонно сглаженный рост потребительских цен по нашим оценкам составил 0,23% м/м (2,8% в аннуализированном выражении) после 0,07-0,10% м/м в январе-феврале.
- Динамика модифицированных базовых показателей инфляции указывает на сохранение инфляционного давления на пониженном уровне.
- Наметившийся разворот динамики мировых цен на продовольствие может привести к постепенному ускорению роста внутренних цен на продовольствие, которые четвертый месяц подряд демонстрируют околонулевую динамику<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Сезонно сглаженный рост, без учета плодоовощной продукции.

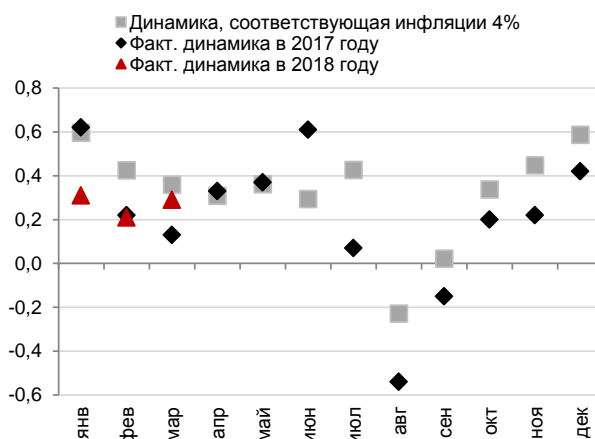
В марте годовая инфляция ускорилась до 2,35% г/г с 2,18% г/г в феврале (Рисунок 1).

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 2. Рост цен, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Инфляция на рынке продовольственных товаров составила 1,26% г/г, Второй месяц подряд наблюдается ее рост, который главным образом обеспечен динамикой цен на плодоовощную продукцию. Так, в марте цены на плодоовощную продукцию выросли на 6,39% г/г после 2,37% г/г в феврале. Основной причиной ускорения роста цен остается более раннее исчерпание запасов урожая, чем в прошлом году.

Годовые темпы роста цен на продовольственные товары без учета плодоовощной продукции продолжили снижение - 0,6% г/г в марте после 0,7% г/г в феврале. Вместе с тем, темп этого снижения уменьшается (за счет постепенного замедления снижения цен на куриные яйца и сахар), что указывает на возможный разворот динамики уже в ближайшие месяцы.

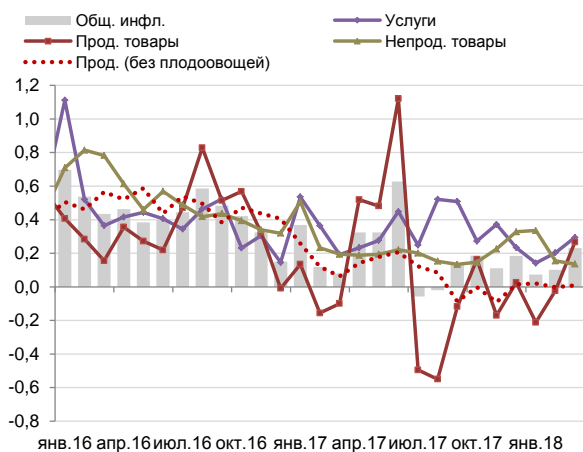
На рынке непродовольственных товаров инфляция снизилась до 2,44% г/г после 2,51% г/г в феврале. Как и в прошлом месяце, сильнее всего замедлились темпы роста цен на нефтепродукты (с 6,28% г/г до 5,73% г/г). Годовые темпы роста цен на остальные непродовольственные товары остаются достаточно стабильными.

Годовые темпы роста цен на услуги ускорились до 3,86% г/г после замедления в январе-феврале. Основным фактором послужило ожидаемое исчерпание разового эффекта со стороны тарифов на услуги железнодорожного транспорта, который был связан с методологическими особенностями регистрации цен Росстатом<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Снижение тарифов на услуги пассажирского железнодорожного (ЖД) транспорта на 7,82% г/г в феврале связано с методологией расчета ИПЦ. В Методологии организации статистического наблюдения за потребительскими ценами на товары и услуги указано, что регистрация цен и тарифов осуществляется ежемесячно с 21 по 25 число отчетного месяца. Согласно данным РЖД в феврале 2018 года, как и в феврале 2017 года, повышение тарифов на перевозки пассажиров производилось с 22 по 26 февраля. В феврале 2017 года повышение тарифов было зарегистрировано Росстатом, поскольку ИПЦ на пассажирские перевозки ЖД транспортом составил 108,9% м/м. В февра-

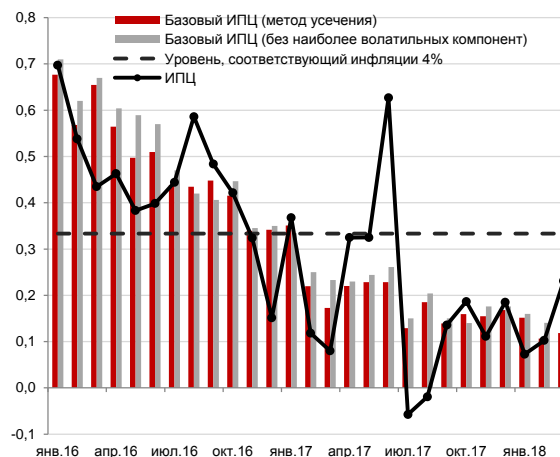
В марте рост потребительских цен составил 0,29% м/м, что выше уровня марта прошлого года (Рисунок 2). Разрыв с траекторией, обеспечивающей 4%-ную инфляцию в пересчете на год, значительно сократился, однако это было вызвано практически одним ростом цен на плодоовощную продукцию.

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Сезонно сглаженный рост потребительских цен ускорился до 0,23% м/м (2,8% в аннуализированном выражении) после 0,07-0,10% м/м в январе–феврале (Рисунок 3).

За месяц цены на продовольственные товары выросли на 0,27% м/м<sup>3</sup>, однако, без учета динамики цен на плодоовощную продукцию, рост остается нулевым. Темпы роста цен на непродовольственные товары остались стабильными и составили 0,14% м/м. Темпы роста цен на услуги ускорились до 0,29% м/м.

Инфляционное давление продолжает оставаться ниже уровня, соответствующего 4-процентной инфляции в пересчете на год. Об этом свидетельствуют модифицированные показатели базовой инфляции, которые в марте практически не изменились по сравнению с февралем (Рисунок 4). Необходимо отметить, что на их динамику все же оказывают влияние временные факторы, однако в меньшей степени, чем на общую инфляцию. В связи с этим текущие значения показателей базовой инфляции представляются немного заниженными.

Наметившийся рост мировых цен на продовольствие может подтолкнуть внутренние цены, так как их динамика достаточно тесно коррелирована (Рисунок 5). Согласно данным Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН

ле текущего года повышение, очевидно, не было зарегистрировано Росстатом, так как ИПЦ на пассажирские перевозки ЖД транспортом составил 100,6% м/м. Таким образом была обеспечена высокая база прошлого года, и годовое снижение тарифов на пассажирские перевозки ЖД транспортом в феврале оказалось переоценено.

<sup>3</sup> Здесь и далее приводятся данные с устраниением сезонности.

(FAO), индекс цен на продовольственные товары растет второй месяц подряд главным образом за счет удорожания зерновых и молочной продукции.

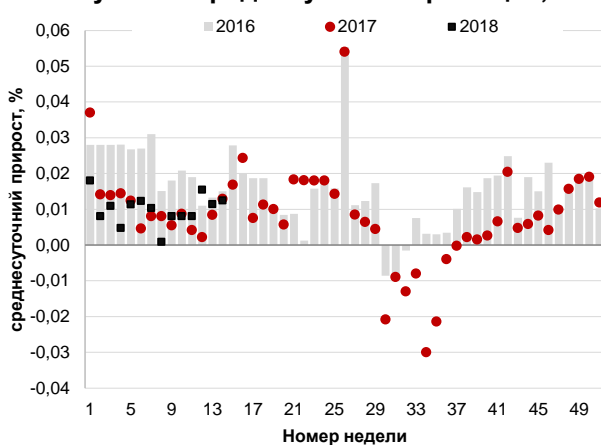
**Рисунок 5. Динамика мировых и отечественных цен на продовольственные товары, %, янв. 2010 г. = 100%**



Источники: Росстат, FAO, расчеты ДИП.

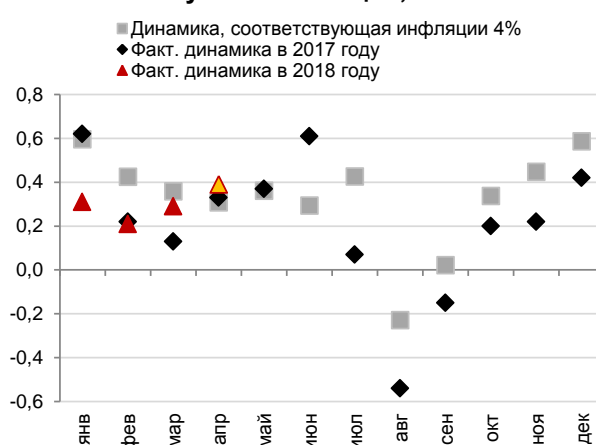
Согласно данным Росстата, за период с 3 по 9 апреля потребительские цены выросли на 0,09%. Среднесуточные темпы оказались на уровне соответствующей недели прошлого года (Рисунок 6). Текущая годовая инфляция оценивается на уровне 2,36% (2,35% в марте).

**Рисунок 6. Среднесуточный рост цен, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 7. Рост цен, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оценка за апрель является предварительной.

Предварительная оценка темпа роста потребительских цен в апреле, полученная на основе текущих недельных данных, составила 0,4% м/м, что близко к значению за апрель прошлого года (Рисунок 7). В апреле сезонный фактор оказы-



вает относительно небольшое влияние на динамику потребительских цен, поэтому и сезонно сглаженный рост оценивается также на уровне около 0,4% м/м.

Масштаб влияния расширения санкций на инфляцию будет зависеть от того, как долго продлится ослабление рубля, и на каком уровне впоследствии стабилизируется курс. По нашим оценкам ослабление рубля на 5-10% добавляет к инфляции 0,5–1,0 п.п. в течение полугода-года. При этом, если курс стабилизируется на новом, более слабом уровне, это быстрее окажет влияние на цены продовольственных товаров, чем непродовольственных, в особенности на цены плодоовощной продукции. Во-первых, это связано с тем, что период поздней весны-начала лета традиционно связан с ростом доли импортируемой плодоовощной продукции, а во-вторых, непродовольственные товары характеризуются большими лагами в закупках товаров.

### 1.1.2. Ценовые индексы PMI: рост постепенно ускоряется

- Ценовые индексы PMI в сфере услуг растут второй месяц подряд, указывая на небольшое повышение инфляционного давления.
- Улучшение динамики спроса позволило компаниям перенести рост зарплат и издержек на коммунальные услуги в отпускные цены.
- Индекс закупочных цен в обрабатывающей промышленности со II квартала 2017 года находится на восходящей траектории. Пока компании достаточно осторожно перекладывали рост издержек на потребителей, что сдерживает динамику отпускных цен.
- Однако если восходящая динамика индекса закупочных цен продолжится, это должно будет вылиться в ускорение роста отпускных цен.

Рисунок 8. Ценовые индексы PMI в обработке



Источники: IHS Markit

Рисунок 9. Ценовые индексы PMI в сфере услуг

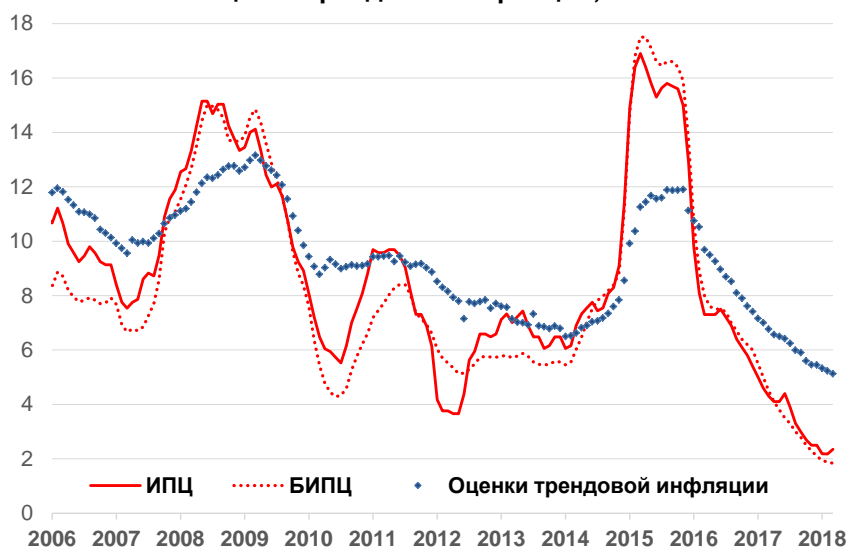


Источники: IHS Markit

### 1.1.3. Трендовая инфляция в марте

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в марте 2018 года снизилась до уровня 5,1% – с 5,2% в феврале.
- Замедление трендовой инфляции происходит достаточно устойчивыми темпами, вместе с тем ее текущее значение пока представляется повышенным из-за наблюдавшихся на ретроспективе сравнительно более высоких уровней инфляции, а также инерционности данного показателя по построению.
- На среднесрочном горизонте риски отклонения годовой инфляции вверх от 4% по-прежнему преобладают над рисками отклонения инфляции вниз.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 1.2. Экономическая динамика

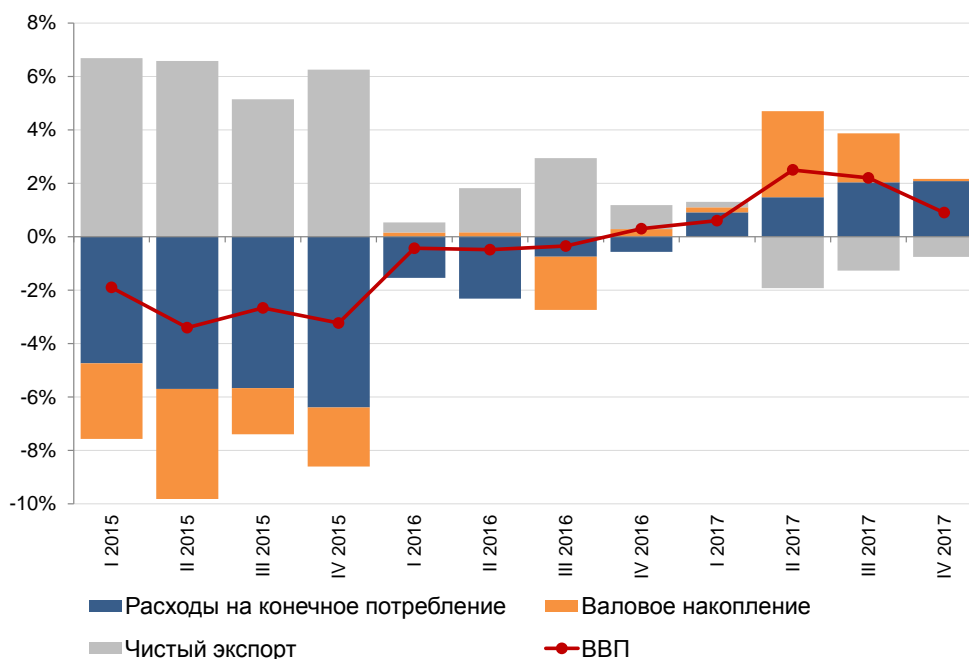
Российская экономика начала 2018 год ускорением роста, чему способствовали разовые благоприятные факторы, отчасти компенсировавшие замедление в конце прошлого года. Текущие макроэкономические индикаторы и результаты опросов указывают на продолжение роста экономики в первой половине 2018 года. Поддержку экономике в дальнейшем окажет рост внутреннего спроса на фоне увеличения реальных заработных плат, а также рост мировой экономики. Вместе с тем, повысилась неопределенность краткосрочной динамики ВВП из-за действия разнонаправленных внешних факторов.

### 1.2.1. Динамика ВВП в 2017 году: временное замедление роста во втором полугодии

- Первая оценка ВВП за IV квартал 2017 года говорит о заметном замедлении роста ВВП в годовом выражении, а также квартальном выражении с устранением сезонности ...
- ...однако это произошло из-за волатильного и трудно оцениваемого компонента товарно-материальных запасов.
- При этом внутренний спрос устойчиво растет в соответствии с ростом ВВП около 1,5% в 2018 году.

В апреле появились обновленные оценки Росстата по ВВП, включая актуализацию данных за 2015 и 2016 годы, а также первая оценка ВВП за IV квартал 2017 года. Наибольшего внимания заслуживают квартальные оценки.

Рисунок 11. Вклад основных компонентов в темпы роста ВВП в терминах «год к году», пп.



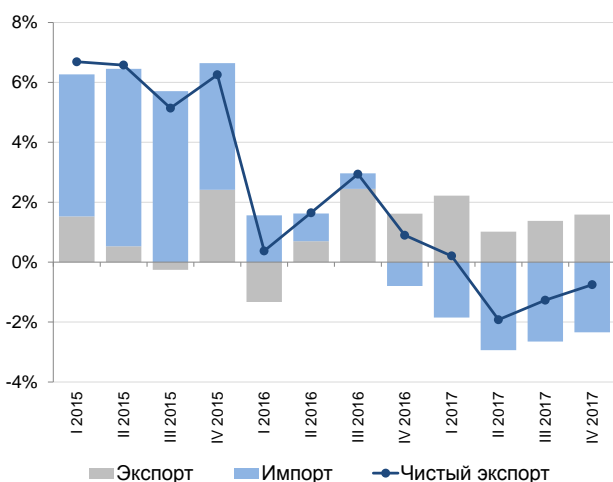
Источник: Росстат, расчеты ДИП

В IV квартале 2017 года рост экономики в годовом выражении существенно замедлился, составляя 0,9% г.г. после 2,2% г.г. в III квартале. При этом оценка за III квартал была заметно повышена (+0,4 п.п. к 1,8% г/г ранее), что делает «провал» IV квартала еще более выраженным. Можно было бы связать текущее замедление с предварительным характером оценки ВВП за IV квартал, но, следует признать, что и обновленные по новой статистике квартальные оценки ДИП с устранением сезонности на второе полугодие заметно снизились. Несмотря на это, интерпретировать

последние данные как качественное ухудшение динамики экономической активности, на наш взгляд, некорректно.

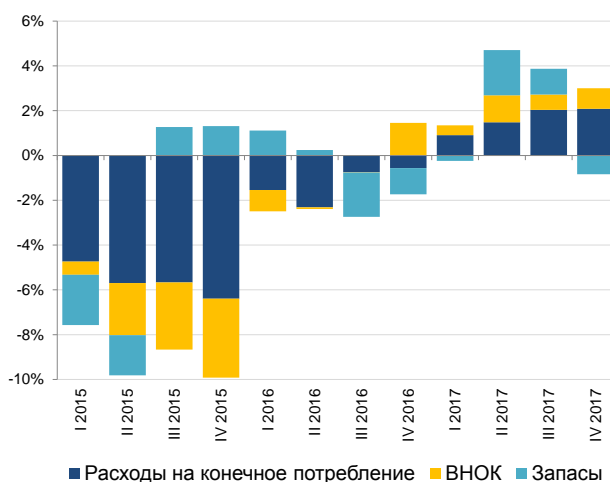
По текущим данным замедление роста ВВП в терминах «год к году» и «квартал к кварталу» в IV квартале произошло преимущественно из-за ухудшения динамики валового накопления основного капитала, а точнее, ввиду отрицательного вклада товарно-материальных запасов. Их снижение в конце 2017 года оказалось сильнее, чем подразумевала традиционная для IV квартала сезонность. Но, как известно, товарно-материальные запасы – это наиболее волатильная компонента ВВП, которая, обычно, существенно пересматривается при каждом обновлении общей оценки ВВП.

**Рисунок 12. Динамика составляющих чистого экспорта, вклад в годовые темпы роста, п.п.**



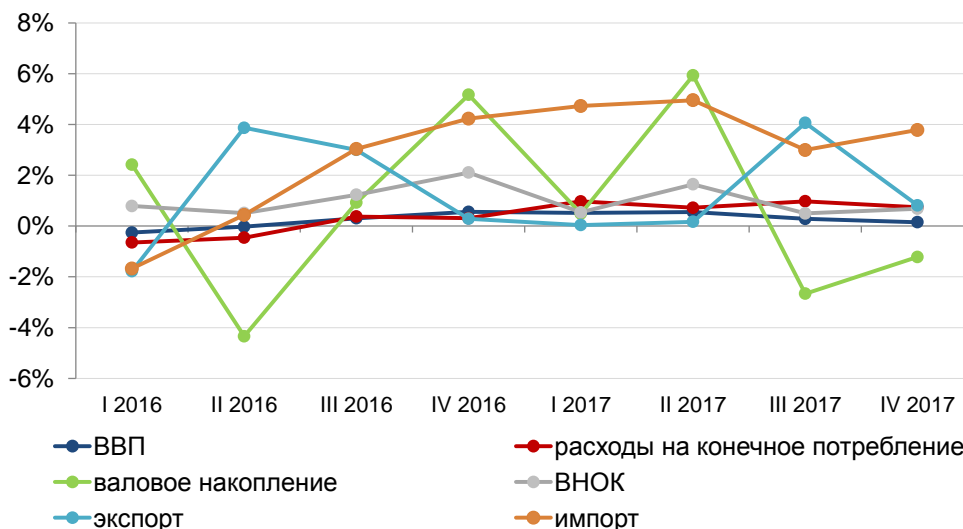
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 13. Динамика инвестиций и потребления, вклад в годовые темпы роста, п.п.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Между тем, динамика валового накопления основного капитала в IV квартале даже в годовом выражении ухудшилась несильно (замедление до 3,4% г/г против 4,0% к/к в III квартале), а рост квартал к кварталу с устранением сезонности вовсе немного ускорился (с 0,5% к/к до 0,7% к/к). То же самое касается и расходов на конечное потребление, темпы роста которого стабилизировались в годовом выражении (3,3% против 3,2% г/г в III квартале), а квартал к кварталу замедлились незначительно (0,7% против 1,2% к/к соответственно). Таким образом, можно сделать вывод о том, что внутренний спрос в этот период оставался достаточно сильным. Это закономерно сопровождалось некоторым ускорением импорта, тогда как физический объем экспорта продолжал демонстрировать благоприятную динамику на фоне позитивной траектории цен на основные экспортируемые товары.

**Рисунок 14. Динамика основных компонент ВВП, % к/к сезонно сглаженный**

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Что касается пересмотра данных по ВВП за весь 2017 год в сравнении с предварительной статистикой, опубликованной в феврале 2018 года, можно отметить следующие изменения. В структуре ВВП по использованию отмечается небольшая корректировка вверх темпов роста импорта, что логично на фоне одновременного повышения Росстатом вклада в годовой рост ВВП со стороны расходов на конечное потребление. При этом примечательно, что ранее публикуемые Росстатом отрицательный вклад со стороны государственных расходов в ходе корректировки теперь стал положительным, но снизился в сравнении с 2016 годом. Между тем, общий вклад накопления основного капитала в рост ВВП в 2017 году в новой версии Росстата даже немного снизился. Так, повышение оценки по росту валового накопления основного капитала было перекрыто ухудшением оценки по изменению запасов материальных оборотных средств.

Более детальное изучение последней макроэкономической статистики, предварительных оценок индексной оценки ВВП (подробнее см. подраздел 2.2.2. Индексная оценка ВВП: колебания в краткосрочной статистике не помеха для устойчивого роста), а также опережающих индикаторов, позволяет говорить об отсутствии какого-либо существенного ухудшения динамики ВВП. В то же время обновленная Росстатом структура ВВП свидетельствует в пользу стабилизации динамики внутреннего спроса.

### **1.2.2. Промышленное производство в феврале: незначительное снижение на фоне сохранения умеренно позитивного тренда**

- Колебания в динамике промышленного производства главным образом объясняются волатильностью, традиционно присущей краткосрочной статистике.

- Это дает основания говорить о продолжении медленного роста экономики вблизи потенциала.
- Рост промышленного производства в феврале замедлился до 1,5% г/г, в то время как рост в обрабатывающем секторе составил +1,9% г/г.
- Разные оценки указывают на то, что после очистки от различных статистических и временных факторов промышленное производство продолжило расти после временного снижения в конце 2017 года.

Оценки Росстата зафиксировали снижение индекса промышленного производства в феврале: -1,3% м/м. Темпы роста к февралю прошлого года положительны: +1,5% г/г. В частности, сохраняется позитивный импульс в добыче (+0,3% г/г) и обработке (+1,9% г/г), а также рост в ЭГП (+1,8% г/г) и водоснабжении (+1,4% г/г), особенно на фоне январского падения последних.

Оценки ДИП с поправкой на сезонность говорят о гораздо меньшем масштабе снижения промпроизводства – на 0,5% м/м. Сектор обработки, по нашим оценкам, показал снижение к январю также на 0,5% м/м SA. В то же время, добыча полезных ископаемых осталась на уровне января, а уровень обеспечения ЭГП и водоснабжение выросли на 1,5-2% м/м SA.

Мы не видим в снижении подобного масштаба причин для сколько-нибудь значимого разворота. Трендовые оценки роста индекса промпроизводства ДИП<sup>4</sup> положительны три месяца подряд (Рисунок 15), февральский рост составляет +0,2% м/м. Более того, в плюсе находятся трендовые темпы роста по всем подиндексам, причем положительный тренд в обрабатывающей промышленности сохраняется с середины 2015 года (Рисунок 16). Ранее респонденты февральского PMI в промышленности также отмечали небольшой рост производства (51,9), наиболее высокая оценка была зафиксирована в категории «новые заказы» (51,7).

Небольшой рост показывают и оперативные оценки промпроизводства ЦМАКП: они фиксируют прирост сезонно сглаженного показателя на уровне +0,2% м/м. В их оценке продуктовой разбивки выделяются газодобыча (+2,3% м/м), подерживаемая холодными погодными условиями, и автомобилестроение (+1,1% м/м), продолжающее постепенное восстановление после провала 2015 года.

В совокупности это говорит о том, что февральское снижение находится в рамках нормальных колебаний индекса промпроизводства. Следовательно, восходящий тренд, подкрепленный позитивными настроениями производителей и покупателей в начале 2018 года, вероятнее всего сохранится в ближайшие месяцы, а экономика по итогам 2018 года покажет рост в 1,5-2,0%, в соответствии с потенциалом.

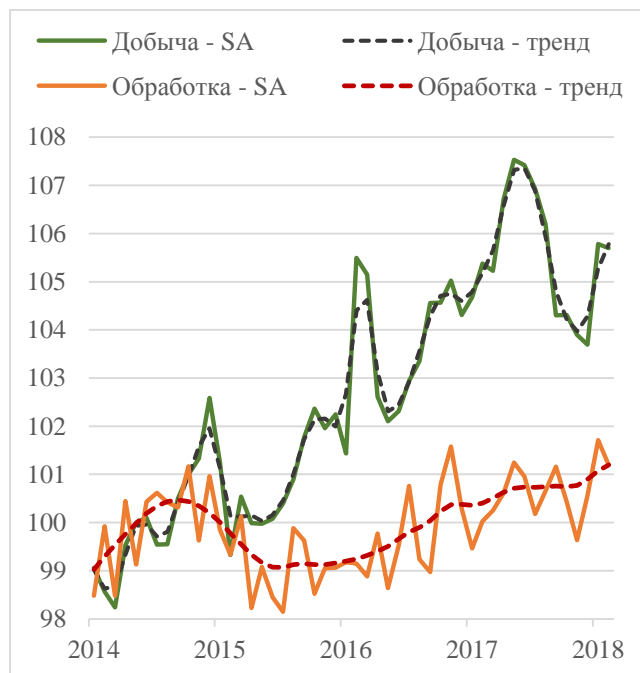
<sup>4</sup> Полученные в ходе процедуры сезонного сглаживания TRAMO/SEATS.

**Рисунок 15. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)**



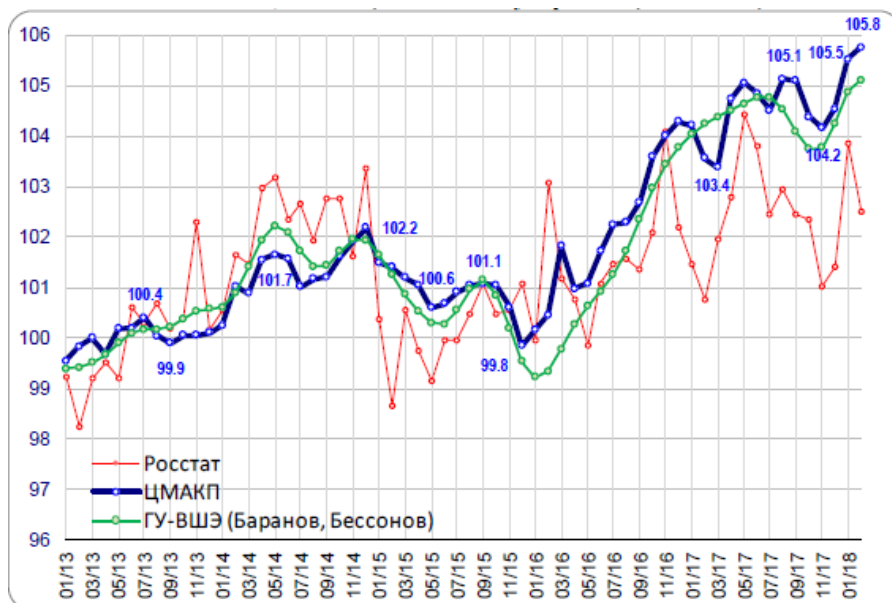
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 16. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 17. Динамика промышленного производства (сезонность устранена, 2013=100)**



Источники: ЦМАКП

### **1.2.3. Сводный индекс PMI: замедление экономического роста в России и в мире**

- Сводный индекс PMI снизился до 53,2 пункта. Замедление совпало с глобальными тенденциями.
- Торможение в сфере услуг произошло по всем подынкам, за исключением динамики цен. Сильнее всего снизился подындекс ожиданий, что вызвано ростом неопределенности.
- Индекс PMI в обрабатывающей промышленности немного вырос в марте до 50,6 пункта – с 50,2 пункта в феврале.
- Индекс производства после январского всплеска стабилизировался чуть ниже уровня 52 пунктов, указывая на более медленный рост обрабатывающего сектора по сравнению со средними значениями 2017 года.

Сводный индекс PMI IHS Markit по России оказался на уровне 53,2 пункта, точно предсказанном новостным индексом ДИП<sup>5</sup>. Индекс PMI в сфере услуг в марте (53,7 пункта) указывает на сохранение роста в секторе, хотя и медленнее, чем в январе-феврале (55,8 пункта – Рисунок 18). Снижение индексов PMI в России совпало с замедлением роста всей мировой экономики в марте.

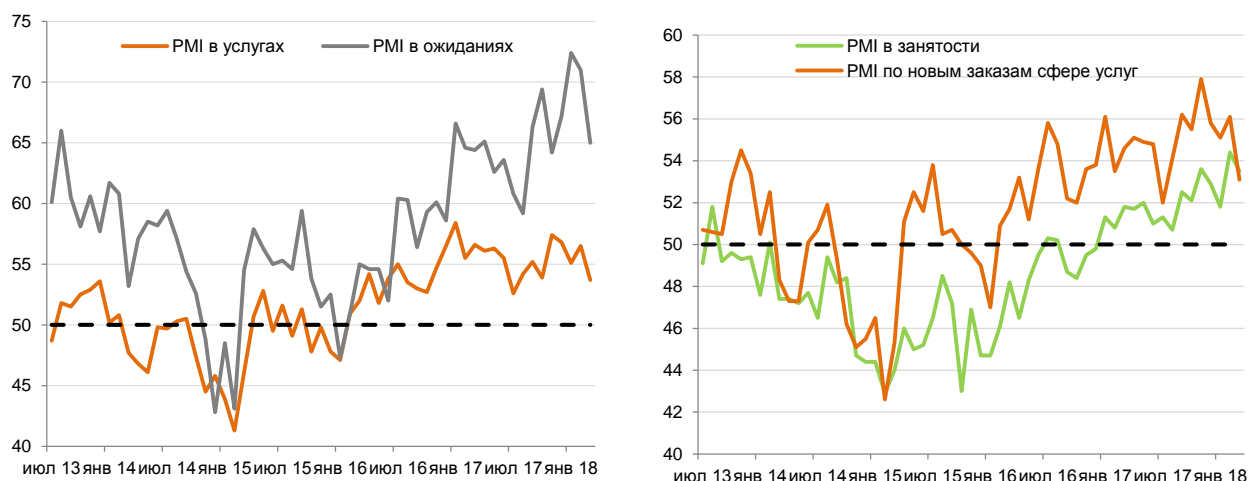
Детальная разбивка показывает, что практически все подыиндексы PMI в марте снизились. Динамика новых заказов и занятости осталась положительной, но оба индекса вернулись к отметке 53 с февральских 55 пунктов. Около 20% респондентов отмечают рост новых заказов, 15% – падение. Исходя из их ответов, среди драйверов роста занятости – растущее число заказов от новых и прежних клиентов.

Подындекс ожиданий на горизонте 12 месяцев снизился сильнее всех, вернувшись к уровню начала года. Некоторые респонденты стали сомневаться в устойчивости динамики спроса, что скорее всего вызвано общим ростом неопределенности как внутри страны, так и в мире. Тем не менее уровень ожиданий остается высоким, что указывает на высокую вероятность продолжения роста экономики на текущих уровнях.

Индекс PMI IHS Markit в обрабатывающей промышленности в марте вырос до 50,6 пунктов с февральских 50,2 пунктов. Рост был связан с улучшением ситуации в занятости (49,1 против 47,3) и объеме покупок промежуточных товаров (49,1 против 46,3): оба подыиндекса остаются ниже 50, но темпы снижения в марте существенно снизились. Главные компоненты совокупного PMI в обработке – «выпуск» и «новые заказы» – остаются в зоне роста (>50), хотя за прошедший месяц они немного снизились.

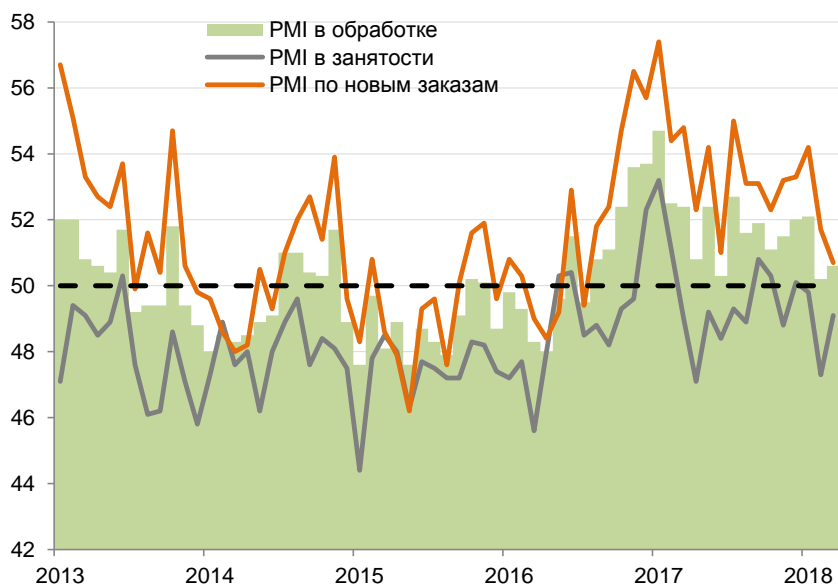
<sup>5</sup> [http://cbr.ru/Content/Document/File/27714/wp\\_25.pdf](http://cbr.ru/Content/Document/File/27714/wp_25.pdf)



**Рисунок 18. Динамика индекса PMI в секторе услуг**

Источник: IHS Markit.

Респонденты отмечают, что продолжение роста производства в марте происходило благодаря восстановлению потребительского спроса. Участники опроса IHS Markit также указывают на рост заказов со стороны новых клиентов, около 15% отмечают рост экспортных заказов. Прогноз на 12 месяцев слегка ухудшился: подындекс «будущий выпуск» весь первый квартал оставался около 69, чуть больше 40% компаний ожидают роста спроса на горизонте года. Отдельные респонденты указывают на хрупкую природу восстановления спроса как ограничитель дальнейшего роста производства товаров.

**Рисунок 19. Индекс PMI в обрабатывающей промышленности, пункты**

Источник: IHS Markit.

### 1.2.4. Замедление розничной торговли в феврале носит временный характер

- В феврале годовой рост розничного товарооборота замедлился до 1,8% г/г после 2,8% г/г в январе за счет динамики продаж непродовольственных товаров.
- С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в феврале сократился на 0,3% м/м.
- Ускорение роста реальных заработных плат, продолжающийся рост розничного кредитования и сохранение оптимистичных потребительских ожиданий ускорят динамику оборота розничной торговли в ближайшие месяцы.

Согласно данным Росстата, в феврале темп роста розничного товарооборота замедлился до 1,8% г/г после 2,8% г/г в январе за счет динамики продаж непродовольственных товаров: 1,0% г/г в феврале после 3,3% г/г в январе (Рисунок 20). Темп роста продаж продовольственных товаров в феврале немного ускорился до 2,7% г/г после 2,2% г/г в январе.

**Рисунок 20. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 21. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

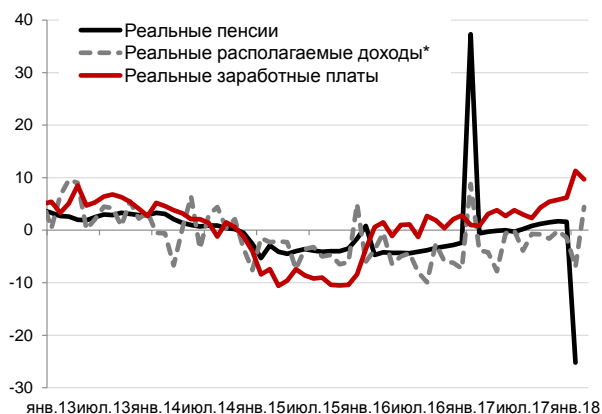
С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли, по нашим оценкам, сократился на 0,3% м/м после роста в январе на 0,7% м/м. (Рисунок 21). В феврале снова наблюдается сокращение продаж непродовольственных товаров, которое длилось последние три месяца 2017 года, причем в текущем месяце темп снижения ускорился до 1,0% м/м. Продажи продовольственных товаров продолжили расти третий месяц подряд стабильным темпом – 0,2-0,3% м/м.

В феврале наблюдалось небольшое замедление темпов роста реальных заработных плат до 9,7% г/г после ускорения до 11,3% г/г в январе<sup>6</sup>, вызванного ин-

<sup>6</sup> Значение показателя за январь было пересмотрено Росстатом с 6,2% до 11,3%.

дексацией зарплат бюджетников (Рисунок 22). При этом реальные располагаемые доходы населения также увеличились на 4,4% г/г. Рост доходов и зарплат способствовал увеличению рублевых депозитов (Рисунок 23). Таким образом, отток вкладов, наблюдаемый в январе, был компенсирован в текущем месяце.

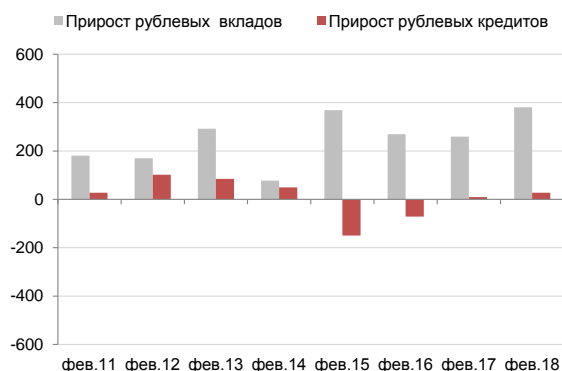
**Рисунок 22. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



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

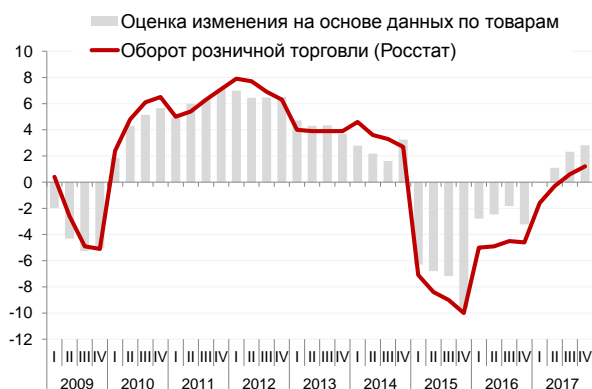
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 23. Прирост рублевых вкладов и кредитов (млрд руб.)**



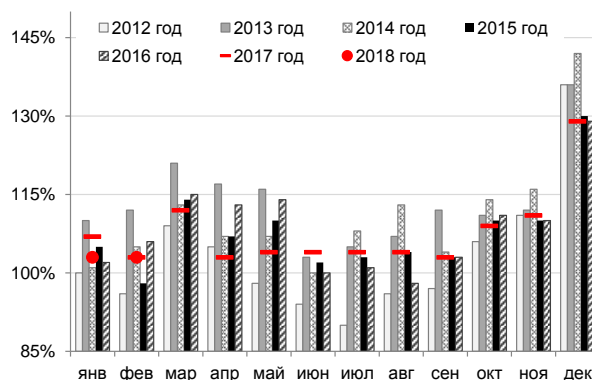
Источник: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 24. Динамика оборота розничной торговли, % с начала года к соответствующему периоду прошлого года**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 25. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (январь 2012 = 100%)**



Источник: Ромир.

Динамика оборота розничной торговли за 2017 год, рассчитанного через изменение объема продаж отдельных категорий товаров<sup>7</sup>, оказывается стабильно более благоприятной по сравнению с официальной оценкой Росстата. Согласно Росстату, оборот розничной торговли в 2017 году увеличился на 1,2%, однако, если ориенти-

<sup>7</sup> Индекс представляет собой средневзвешенное из основных категорий продовольственных и непродовольственных товаров, суммарный вес которых составляет 72% в общем объеме оборота розничной торговли. При этом используется товарная структура года, предшествующего расчетному. Подробнее см. [Бюллетень «О чем говорят тренды». №1. Февраль 2017](#). Раздел 3. «В фокусе. Потребление: падение или рост?».

роваться на данные по отдельным категориям товаров, прирост составил 2,8% г/г (Рисунок 24).

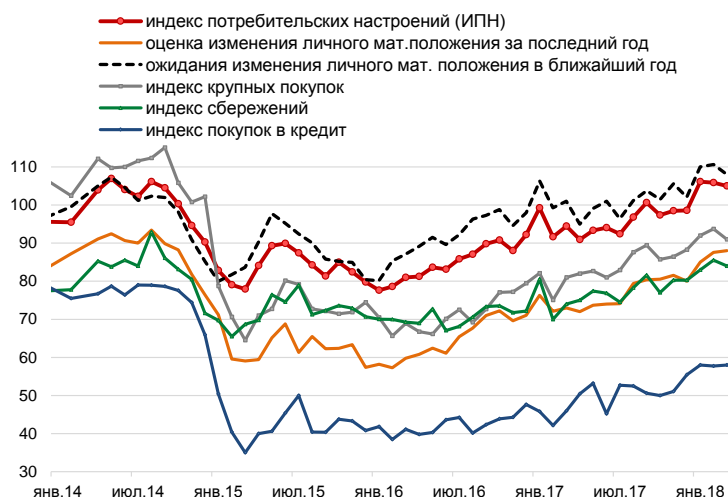
Данные исследовательского холдинга «Ромир»<sup>8</sup> (Рисунок 25) указывают на то, что после существенного спада реальных потребительских расходов в январе в течение месяца они практически не изменились и остались на уровне прошлого года.

С точки зрения потребительских расходов отдельных доходных групп стоит отметить, что потребители с низкими доходами за год увеличили свои расходы на 5,2%, группы потребителей со средними и высокими доходами за год, наоборот, сократили свои расходы на 1,8% и 1,3% соответственно. Это может косвенно указывать на более активный переход этих групп потребителей в интернет-магазины.

Потребительские настроения населения остаются позитивными (Рисунок 26). На это указывают результаты опроса, проводимого ООО «инФОМ»<sup>9</sup>. В марте сохранился положительный тренд в оценках текущего материального положения при неизменности ожиданий на следующий год за счет устойчивого снижения доли респондентов, материальное положение которых ухудшилось, либо, согласно ожиданиям, ухудшится в будущем. Оценки отношения населения к крупным покупкам и сбережениям незначительно ухудшились после улучшения в последние четыре месяца. При этом увеличилась доля респондентов, которые планируют совершить крупные покупки в ближайшие три месяца.

Учитывая устойчивый положительный тренд в настроениях потребителей, можно говорить о том, что сокращение текущего потребления носит временный характер, и оборот розничной торговли скорректируется.

**Рисунок 26. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов**



Источник: опрос «инФОМ».

<sup>8</sup> Исследовательский холдинг «Ромир» [«Потребительские расходы без сюрпризов»](#). 13.03.2018.

<sup>9</sup> По оперативным данным за март.

### 1.2.5. Инфляционные риски со стороны рынка труда возрастают

- В феврале уровень безработицы обновил минимальный исторический уровень, достигнув 4,8% после учета сезонности, указывая на рост давления на заработные платы в частном секторе.
- Годовой темп роста номинальных зарплат в январе был пересмотрен в сторону роста сразу на 5 п.п., преимущественно за счет бюджетного сектора и нефтеперерабатывающей отрасли.
- Рост номинальных зарплат может превысить 10% по итогам 2018 года, создавая предпосылки для ускорения инфляции.

Уровень безработицы в феврале составил 5,0% после 5,2% в январе. Оценки за первые два месяца текущего года уже примерно на 0,5 п.п. ниже, чем за аналогичные периоды прошлого года. С учетом сезонного сглаживания уровень безработицы опустился до исторически минимального значения – 4,8%, отражая общее снижение количества свободных рабочих рук на рынке труда (Рисунок 35).

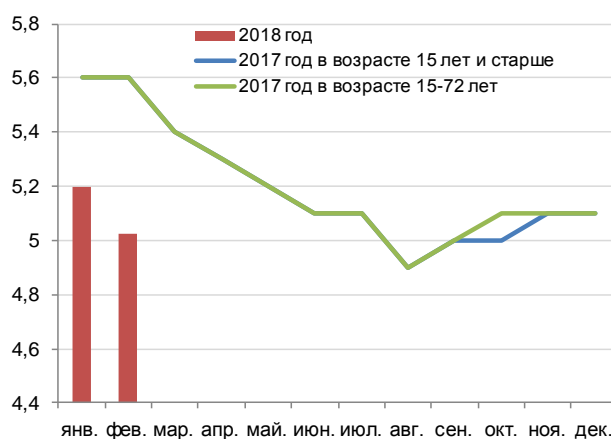
Росстат с 2018 года изменил методику расчета<sup>10</sup> показателя, но это не оказало значительного влияния на его динамику (Рисунок 34). Сопоставление методик 2017 и 2018 годов показало, что уровень безработицы практически не скорректировался. Это может говорить о том, что на снижение уровня безработицы повлияли не технические, а фундаментальные факторы.

**Рисунок 27. Уровень безработицы и уровень участия в рабочей силе, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 28. Уровень безработицы в 2017 и 2018 гг., %**



Источники: Росстат

Номинальная зарплата в январе, как и предполагалось, была пересмотрена в сторону повышения, причем сразу на 5 п.п. с 8,5% до 13,7% г/г (Рисунок 29). Рост реальной заработной платы после пересмотра составил 11,3% г/г. По предвари-

<sup>10</sup> С 2018 года Росстат в экономически-активное население включает лиц в возрасте 15 лет и старше, ранее – в возрасте 15-72 лет.

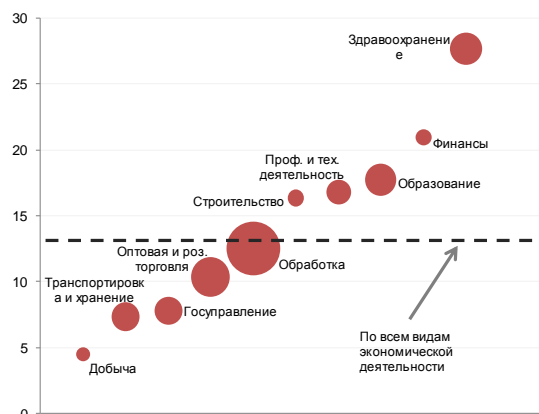
тельным февральским оценкам, рост зарплат, как номинальных, так и реальных, немного замедлился по сравнению с январем – до 12,1% и 9,7% г/г, соответственно.

**Рисунок 29. Темп роста номинальных и реальных зарплат, % г/г**



Источники: Росстат.

**Рисунок 30. Темп роста номинальных по видам деятельности за январь 2018 года, % г/г**

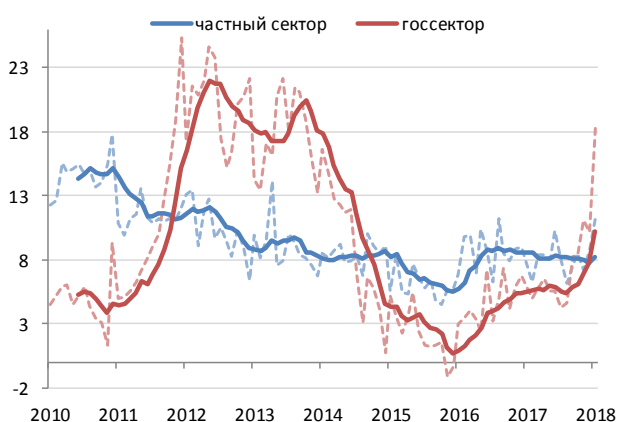


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\*площадь кружков соответствует доле вида деятельности в общем фонде оплаты труда

Резкий пересмотр темпа роста номинальных зарплат в сторону повышения связан, в первую очередь, с бюджетным сектором, в котором продолжилась индексация зарплат «указников», а также состоялась запланированная индексация зарплат других работников (Рисунок 30, Рисунок 31). Рост зарплат в госсекторе в среднем за 2018 год по нашим оценкам может составить около 13-15% г/г, а в 2019 году снизиться до уровня индексации по инфляции (4%), если не начнут реализовываться другие программы повышения оплаты труда.

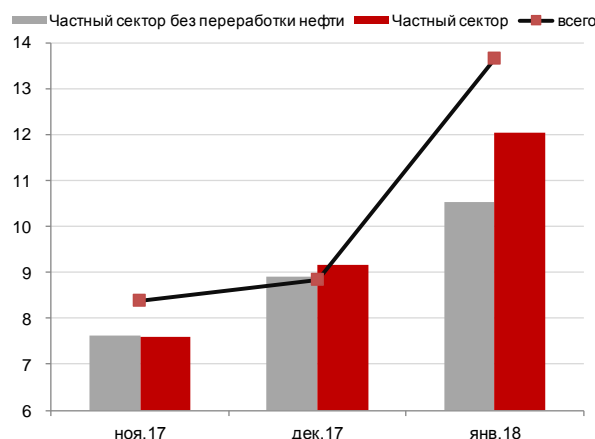
**Рисунок 31. Темп роста номинальных зарплат в частном и государственном секторе, %г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\*пунктирная линия – рост г/г за месяц, сплошная линия – скользящая средняя за 6 месяцев.

**Рисунок 32. Темп роста номинальных зарплат в частном секторе с переработкой и без переработки нефти, %г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Происходит ускорение роста зарплат и в частном секторе, причиной которого может быть снижение количества свободных рук на рынке труда и ужесточение конкуренции за квалифицированные кадры в отдельных отраслях (см. также подраздел 1.2.6. Безработица снижается из-за циклического роста спроса на труд). В январе рост номинальных зарплат в частном секторе ускорился до 12,0% – с 9,0% г/г в декабре 2017 года. Основной вклад в рост зарплат частного сектора внесла нефтеперерабатывающая отрасль, где заработные платы выросли в 2,2 раза по сравнению с январем 2017 года (Рисунок 33)<sup>11</sup>. Но и без учета нефтепереработки, рост зарплат в частном секторе стал двузначным (Рисунок 32). В самом большом секторе по численности работников – в обработке – номинальный темп роста заработных плат составил 12,5% г/г.

**Рисунок 33. Темп роста номинальных зарплат в обрабатывающих производствах, г/г %**

	Январь 18	4 кв 2017	Разница
<b>Обрабатывающие пр-ва</b>	<b>12,5</b>	<b>8,4</b>	<b>4,1</b>
<i>Производство кокса и нефтепродуктов</i>	120,0	11,0	109,0
Химическое производство	14,1	8,7	5,4
Производство напитков	8,8	4,7	4,1
Прочие производства	12,4	9,0	3,4
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	10,9	8,1	2,8
Производство одежды	14,5	12,2	2,3
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	8,4	6,1	2,3
Производство машин и оборудования	10,4	8,9	1,5
Металлургическое производство	7,9	6,8	1,1
Производство электрического оборудования	9,0	8,3	0,7
Производство кожи и изделий из кожи	9,2	9,0	0,2
Производство прочих ТС	7,3	7,1	0,2
Производство табачных изделий	3,5	3,3	0,2
Полиграфическая деят-ть	12,3	13,0	- 0,7
Производство пищевых продуктов	6,6	7,4	- 0,8
Производство готовых металлических изделий	7,5	8,4	- 0,9
Производство мебели	7,6	9,0	- 1,4
Производство автотранспортных средств, прицепов, полуприцеп	12,9	14,5	- 1,6
Производство резиновых и пластмассовых изделий	8,4	10,2	- 1,8
обработка древесины и производство изделий из дерева	2,6	5,5	- 2,9
Производство текстильных изделий	6,7	10,6	- 3,9
Производство лекарственных средств и материалов	3,7	8,3	- 4,6
Производство бумаги и бумажных изделий	-	0,2	8,4
		8,4	- 8,6

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Одним из факторов ускорения роста зарплат в начале года стало повышение уровня МРОТ<sup>12</sup> с 7,8 до 9,5 тыс. рублей. По нашим оценкам<sup>13</sup> прямой эффект от по-

<sup>11</sup> Впечатляющий рост зарплат в нефтеперерабатывающей отрасли вероятнее всего связан с переносом дополнительных выплат (премий) на начало года. В целом динамика зарплат по этому виду деятельности отличается повышенной волатильностью, что, скорее всего, связано с неравномерностью выплат нефиксированной части заработной платы внутри года.

<sup>12</sup> Минимального размера оплаты труда.

вышения МРОТ добавил 0,4-0,5 п.п. к росту зарплат в январе. Повышение всей сетки заработных плат, близких к МРОТ, могло добавить еще от 0,4 до 1,1 п.п. В итоге суммарный вклад повышения МРОТ в ускорение роста зарплат составил от 0,8 до 1,6 п.п. С 1 мая МРОТ будет повышен до 11,1 тыс. рублей, что добавит к росту зарплат еще 1,5-2,9 п.п. Значит, по итогам года повышение МРОТ, при прочих равных условиях, увеличит зарплаты на 2,3-4,5%.

Инфляционные риски со стороны рынка труда продолжают оставаться высокими, хотя пока и не реализуются. Резкое сокращение уровня безработицы может поддержать набранные темпы роста зарплат в частном секторе. В целом в этом году рост номинальных заработных плат может превысить 10%, способствуя росту реальных располагаемых доходов населения (+4,4% г/г в феврале).

### **1.2.6. Безработица снижается из-за циклического роста спроса на труд**

- Расширенные показатели безработицы снижались в 2017 году быстрее, чем стандартный показатель U3, указывая на продолжение смещения баланса на рынке труда в сторону нехватки рабочих рук.
- Большая часть снижения уровня безработицы происходит из-за роста спроса на труд, изменение возрастной структуры населения объясняет только 0,1 из 0,4 п.п. снижения уровня безработицы в 2017 году.

Расширенные показатели безработицы указывают на продолжающееся смещение баланса на рынке труда в сторону нехватки рабочих рук. Их снижение происходит еще более быстрыми темпами, чем снижение стандартного показателя уровня безработицы (U3), рассчитываемого Росстатом.

Показатель U6<sup>14</sup>, в котором учитываются работники с продолжительностью рабочего времени менее 30 часов в неделю, опустился в 2017 году до 12,9% с 13,4% в 2016 году (Рисунок 34). Следовательно, у компаний остается все меньше ресурсов для расширения производства без создания дополнительных рабочих мест. Еще одним показателем, свидетельствующим о сокращении недоиспользования рабочей силы, является потенциальная рабочая сила, которая входит в расчет расширенного уровня безработицы U5<sup>15</sup> (он снизился с 9,0 до 8,5%). Все три показателя достигли своих исторических минимумов.

Прямое влияние изменения возрастной структуры рабочей силы на снижение безработицы пока оказывается не очень большим. По нашим оценкам, оно объясняет только 0,1 из 0,4 п.п. снижения уровня безработицы в 2017 году по сравнению

<sup>13</sup> Предполагается, что после повышения МРОТ не произойдет уход в серые схемы оплаты труда

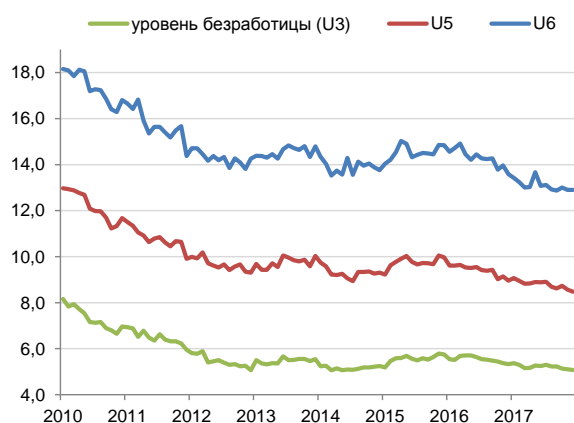
<sup>14</sup> Включает численность безработных, экономически неактивное население, которое не ищет работу, но могло бы к ней приступить и занятых менее 30 часов в неделю.

<sup>15</sup> Включает численность безработных и экономически неактивное население, которое не ищет работу, но могло бы к ней приступить.



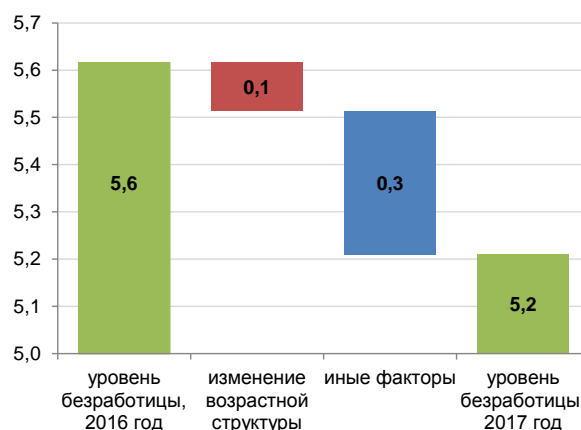
с 2016 годом (Рисунок 35). К остальным факторам, влияющим на снижение уровня безработицы, можно отнести циклический рост спроса на труд. Потребность работодателей в работниках, заявленная в органы службы занятости населения, быстро восстанавливается после резкого падения в конце 2014 – начале 2015 года (Рисунок 35). По данным HeadHunter также наблюдается быстрый рост потребности в рабочей силе: в январе–марте текущего года прирост вакансий составил 44,0% г/г<sup>16</sup>.

**Рисунок 34. Расширенные уровни безработицы (сезонность устранена), %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 35. Факторы, влияющие на снижение уровня безработицы\* в 2017 году по сравнению с 2016 годом, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

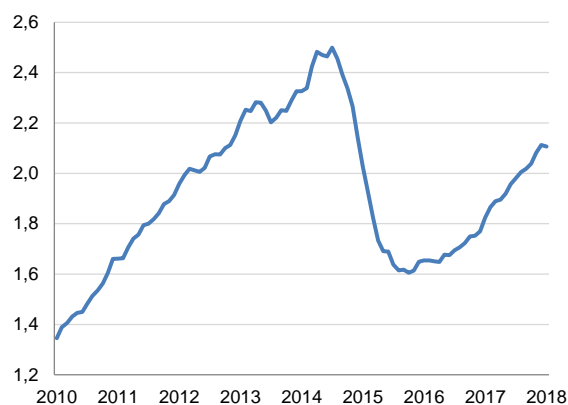
\* Данные по уровню безработицы рассчитаны в возрасте 15-59 лет в связи с изменением методологии расчета в более поздних возрастных группах.

Соотношение спроса на труд и уровня безработицы можно анализировать с помощью кривой Бевериджа<sup>17</sup> (Рисунок 37). Динамика уровня безработицы в 2015-2017 годах в целом может объясняться скорее циклическими факторами, то есть снижением или ростом спроса на труд. Тем не менее, стоит отметить, что в эти годы кривая значительно сместилась влево по сравнению с предыдущими годами, что свидетельствует о снижении естественного уровня безработицы.

<sup>16</sup> <https://stats.hh.ru>

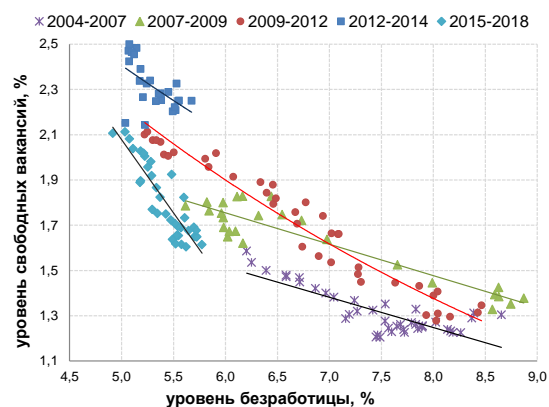
<sup>17</sup> Графическое изображение зависимости между уровнем безработицы и числом свободных рабочих мест. Кривая получила имя известного английского экономиста Уильяма Бевериджа (1879-1963). Деление по годам получено на основании статистических тестов на структурные разрывы в линейной регрессии и в целом достаточно неплохо, на наш взгляд, отражает важные изменения на рынке труда. Движение вдоль кривой обычно означает изменение уровня безработицы под воздействием циклических факторов, а сдвиг кривой – структурных. К последним относятся, в том числе демографические факторы, изменения в уровне фрикционной и структурной безработицы.

**Рисунок 36. Потребность работодателей в работниках, заявленная в органы службы занятости населения, тыс. человек**



Источники: Росстат.

**Рисунок 37. Кривая Бевеиджа**

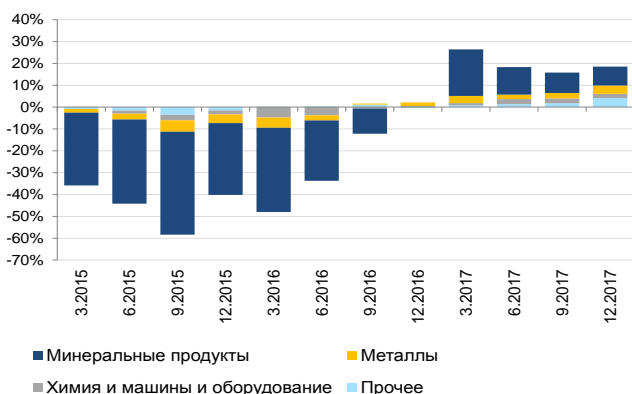


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### **1.2.7. Внешняя торговля: диверсификация экспорта и опережающий рост импорта инвестиционных и промежуточных товаров**

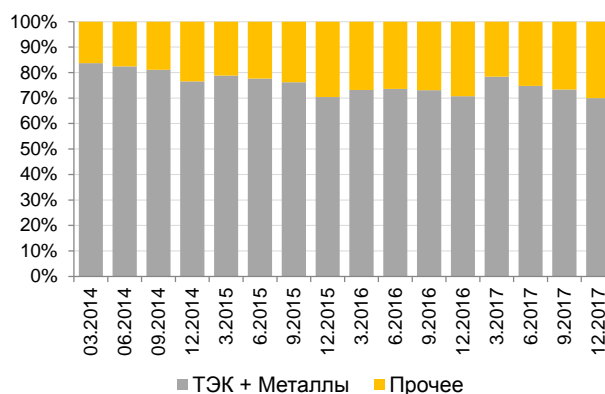
- В последние два года значительно выросла доля прочего экспорта, не включающего продукцию ТЭК и металлы. Вклад экспорта металлов, химической продукции, а также машин и оборудования в прирост общего экспорта увеличивался на протяжении всего 2017 года.
- С начала 2017 года годовые темпы роста совокупного экспорта товаров ТЭК и металлов опережали темпы роста прочего экспорта, но во втором полугодии 2017 года они практически сравнялись...
- ...что может быть сигналом дальнейшего роста доли прочего экспорта и повышению его диверсификации.
- Между тем, происходящая диверсификация экспорта пока не способна компенсировать возможные колебания сырьевых цен.
- Годовые темпы роста импорта остаются высокими. Наблюдается существенное превышение темпов роста импорта инвестиционных и промежуточных товаров над импортом потребительских товаров.
- Это указывает на важную роль инвестиционного спроса как фактора роста ВВП.

**Рисунок 38. Декомпозиция темпов роста экспорта год к году, п.п.**



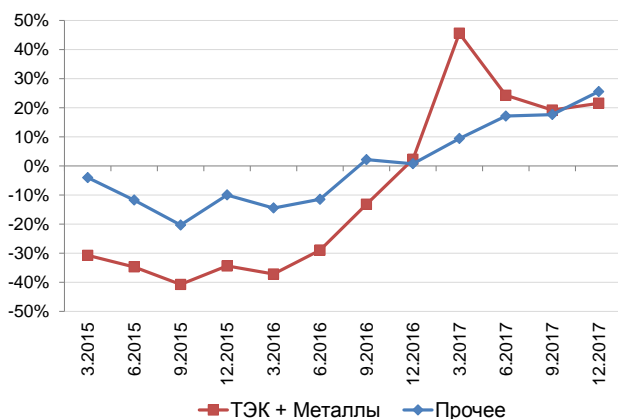
Источники: Банк России, ФТС, расчеты ДИП.

**Рисунок 39. Рост доли экспорта с исключением ТЭК и металлов, % от общего экспорта**



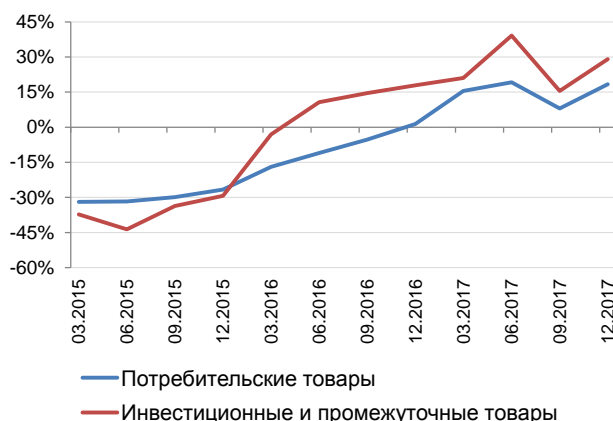
Источники: Банк России, ФТС, расчеты ДИП.

**Рисунок 40. Темпы роста экспорта год к году в стоимостном выражении, %**



Источники: Банк России, ФТС, расчеты ДИП.

**Рисунок 41. Темпы роста потребительского и инвестиционного импорта, год к году, в %**



Источники: Банк России, ФТС, Росстат, расчеты ДИП.

### 1.2.8. Рост кредитования экономики в I квартале достиг максимума в текущей фазе экономического роста

- В I квартале рост кредитования экономики достиг максимума в текущей фазе экономического восстановления.
- Наиболее быстрыми темпами росла ипотека, потребительское и корпоративное кредитование также демонстрировали устойчивый рост.
- В I квартале просроченная задолженность в корпоративном кредитном портфеле выросла до 6,9%, в розничном – снизилась до 6,7%.

По итогам I квартала 2018 года рост кредитования экономики оказался самым сильным в текущей фазе экономического роста. По нашим оценкам, аннуализированные трехмесячные темпы роста кредитования<sup>18</sup> экономики по итогам I квартала превысили 12%.

В марте рост корпоративного кредитного портфеля (с поправкой на сезонность и очистки от влияния валютной переоценки) замедлился по сравнению с предыдущими месяцами (Рисунок 42). Этому способствовали как продолжающееся сокращение портфеля корпоративных кредитов в иностранной валюте, так и более медленный рост<sup>19</sup> рублевого кредитования. Тем не менее, темпы роста остаются на достаточно высоких уровнях, превышающих средние показатели месячного роста в 2015-2017 годах. При этом оживление связано преимущественно с краткосрочным кредитованием (Рисунок 45).

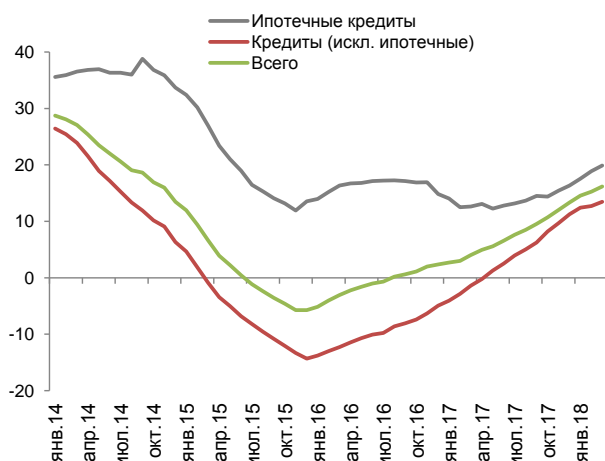
Рост розничного кредитования ускорился, достигнув максимума в текущей фазе восстановления (Рисунок 42). В розничном кредитном портфеле рост поддерживается ипотечным кредитованием, темпы расширения которого остаются высокими даже на фоне макропруденциальных мер Банка России по ограничению высокорискового ипотечного кредитования (Рисунок 43, Рисунок 44). Рост розничных кредитов кроме ипотеки стабилизировался и близок к темпам роста заработных плат.

**Рисунок 42. Динамика кредитования, % м/м (после очистки от сезонности и влияния валютной переоценки)**



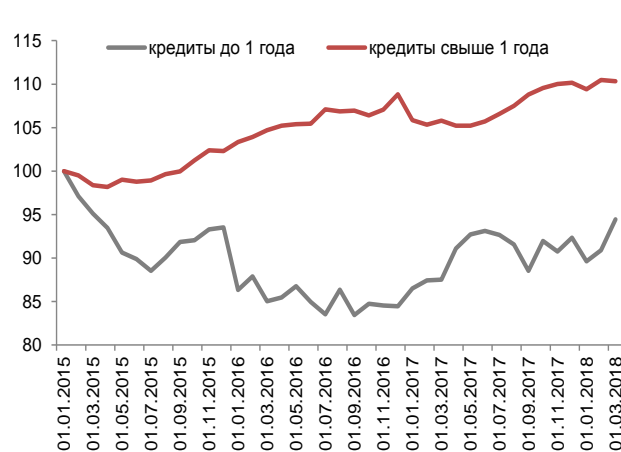
Отметим, что по итогам I квартала размер резервов на возможные потери по ссудам вырос на 2,2% к/к. При этом прибыль банковского сектора составила 352 млрд руб., превысив показатели прошлого года. Это указывает на увеличение источников роста банковского капитала.

**Рисунок 44. Динамика розничного кредитования, %г/г**



Источник: расчеты Банка России.

**Рисунок 45. Динамика рублевых кредитов нефинансовым организациям (январь 2015=100) %**



Источник: расчеты Банка России.

### 1.2.9. Сальдированный финансовый результат организаций ухудшился при росте прибыли от продаж

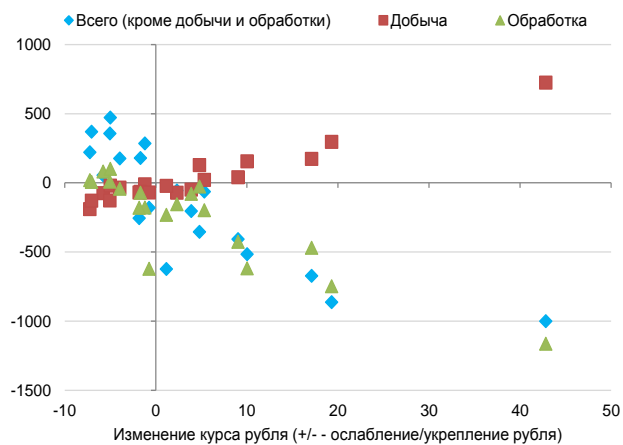
- Снижение размера сальдированного финансового результата на 8,5% г/г в значительной степени связано с убытками по внереализационным операциям.
- Прибыль от продаж выросла в 2017 году на 6,7% г/г, из-за чего снижение эффективности операционной деятельности было не столь значительным.
- Производители пищевой продукции подстраиваются под снижение выручки оптимизацией производственных затрат.
- Рентабельность сельхозпроизводителей остается высокой, несмотря на снижение цен, за счет повышения эффективности производителей. Этот структурный фактор может обеспечить дальнейшее нахождение продовольственной инфляции на пониженных уровнях.

Согласно данным Росстата сальдированный финансовый результат организаций<sup>20</sup> в 2017 году составил 10,3 трлн рублей, что ниже результатов соответствующего периода прошлого года на 8,5% г/г. Сразу же отметим, что пока более низкий

<sup>20</sup> Без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и бюджетных учреждений.

размер финансового результата не создавал ограничения для финансирования инвестиций. Инвестиции в основной капитал по итогам 2017 года выросли на 4,4% г/г.

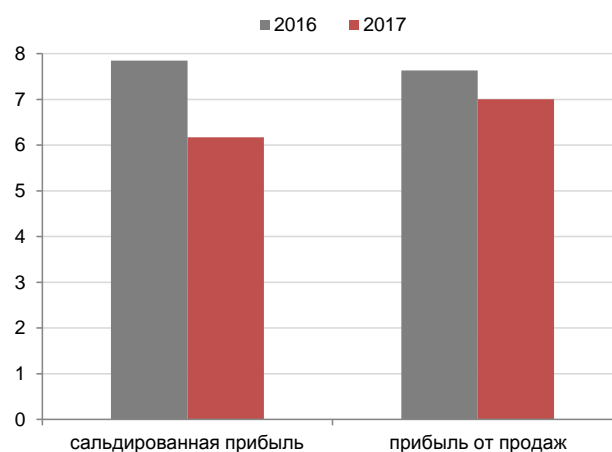
**Рисунок 46. Сальдо по внереализационным операциям\* (млрд. руб.) и изменение курса рубля к доллару (% к/к).**



\* Разбивка по ОКВЭД до 2016 г. включительно, с 2017 г. – данные по ОКВЭД-2. Квартальные данные с I квартала 2013 года.

Источник: Росстат, расчеты Банка России.

**Рисунок 47. Динамика показателей маржи\* в экономике, %**



\* Примечание: Маржа оценивалась как отношение сальдированной прибыли или прибыли от продаж к выручке.

Источник: Росстат, расчеты Банка России.

Главной причиной снижения стало сальдо прочих доходов и расходов. В 2017 году организации понесли по ним убытки, тогда как годом ранее имели дополнительную прибыль (Рисунок 48). Убытки по внереализационным операциям не были обусловлены фактом негативной курсовой переоценки в связи с укреплением рубля в 2017 году. Более того, они в значительной степени были сформированы в секторе обрабатывающих производств, убытки которого исторически скоррелированы, скорее, с ослаблением рубля (Рисунок 46). Учитывая снизившуюся волатильность курса рубля фактор курсовой переоценки, возможно, и в дальнейшем будет играть меньшую роль в формировании сальдированного финансового результата

Прибыль от продаж, не учитывающая влияние результатов деятельности по внереализационным операциям, по итогам года показала рост на 6,7% г/г. Наибольший вклад в рост внесли добыча полезных ископаемых (+2 пп) и обрабатывающие производства (+1,8 пп). В добыче полезных ископаемых наибольший вклад в улучшение динамики внес подсектор добычи угля (рост добычи на 6,4% г/г в 2017 году), и добыча нефти и газа, выигравшая от роста цен на нефть. Лидерами среди отраслей обрабатывающей промышленности стали производства автотранспортных средств и прочих транспортных средств.

Тем не менее, рост размера прибыли от продаж в 2017 году немного отстал от динамики себестоимости продукции, из-за чего эффективность деятельности по итогам 2017 года снизилась (Рисунок 47). Однако снижение маржи было преимущественно обусловлено убытками по внереализационной деятельности, а эффективность операционной деятельности снизилась менее значительно.

**Рисунок 48. Факторы формирования финансового результата организаций, млрд руб.**

	янв.-сент. 2016	янв. - дек. 2016	янв.-сент. 2017	янв. - дек. 2017	темп роста % г/г за 9 мес.	темп роста % г/г за 12 мес.
Выручка от продаж	98744	143797	117375	167253	18.9	16.3
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	80444	117820	98212	140178	22.1	19.0
Валовая прибыль (убыток)	18300	25977	19163	27075	4.7	4.2
Коммерческие и управленческие расходы	10680	15004	11260	15364	5.4	2.4
Прибыль от продаж	7619	10973	7903	11711	3.7	6.7
Сальдо прочих доходов и расходов	480	312	-517	-1391		
Сальдированная прибыль (прибыль до налогообложения)	8099	11285	7386	10321	-8.8	-8.5
Прибыль прибыльных организаций	9249	12919	8680	12276	-6.1	-5.0
Убыток убыточных организаций	1149	1634	1295	1956	12.7	19.7

Источник: Росстат, ЕМИСС, расчеты Банка России

**Рисунок 49. Основные показатели маржи\* в разбивке по ОКВЭД, %.**

	2016		2017	
	сальдированная прибыль	прибыль от продаж	сальдированная прибыль	прибыль от продаж
Всего	7.8	7.6	6.2	7.0
Сельское хозяйство	16.4	17.0	12.5	14.8
Добыча	19.1	21.8	19.5	20.5
Обработка	9.4	10.6	8.0	10.3
Обеспечение ЭГП	7.2	6.8	6.3	7.7
Водоснабжение	1.8	3.0	2.6	3.5
Строительство	2.6	4.5	2.7	6.7
Торговля	6.4	4.7	4.8	4.4
Транспортировка и хранение	10.2	8.7	9.1	8.9
Гостиницы и рестораны	3.7	4.9	4.2	6.5
Информация и связь	11.0	11.6	12.8	12.4
Финансы	1.1	0.9	0.4	0.4
Недвижимость	19.8	14.1	10.5	13.4
Научная и профес. деятельность	16.0	9.9	7.6	10.9
Административная деятельность	5.2	9.8	6.5	10.9
Государственное управление	54.6	7.9	40.2	1.6
Образование	5.4	5.6	5.6	4.8
Здравоохранение	6.6	9.6	7.1	9.4
Спорт и культура	13.4	-4.5	0.3	1.2
Прочие	3.1	5.2	4.1	4.6

\* Примечание: В данном случае маржа рассчитывалась как отношение сальдированной прибыли или прибыли от продаж к выручке.

Источник: Росстат, ЕМИСС, расчеты Банка России

Отдельно отметим финансовое положение производителей пищевых продуктов. Низкая инфляция продовольственных товаров отразилась в снижении их выручки, что было компенсировано повышением эффективности их деятельности. В результате маржа их операционной деятельности выросла в 2017 году с 7,5 до 7,8% (Рисунок 49).

Существенно снизилась рентабельность по прибыли от продаж в сельском хозяйстве (Рисунок 50), причем динамика внутри сектора была неоднородной. Значительно снизилась рентабельность в растениеводстве на фоне падения цен, однако стоит отметить, что в 2016 году показатель рентабельности оказался очень высоким по сравнению с предыдущими годами, а в 2017 году скорее вернулся к средним значениям.

Тем не менее, рентабельность в сельском хозяйстве в целом остается заметно выше средней по экономике, обеспечивая некоторый запас по темпам и масштабам переноса роста издержек в цену с/х продукции, несколько ограничивая инфляционные риски. Сохранение высокой маржи с/х производителей на фоне снижения цен на их продукцию (-8,1% г/г в феврале 2018 года) указывает на высокую роль структурного фактора повышения эффективности в поддержании низкой продовольственной инфляции. Скорее всего, этот фактор продолжит поддерживать низкие темпы роста цен продовольственных товаров, а степень жесткости (или мягкости) денежно-кредитной политики будет оказывать минимальное влияние на продовольственную инфляцию.

**Рисунок 50. Показатели рентабельности в сельском хозяйстве, %.**

	Сальдированная прибыль		Прибыль от продаж	
	2016	2017	2016	2017
Сельское хозяйство	16.4	12.5	17.0	14.8
Выращивание однолетних культур	22.7	12.6	24.3	15.8
Выращивание зерновых культур	21.6	12.7	24.3	16.0
Выращивание зернобобовых культур	20.7	13.0	26.8	20.1
Выращивание семян масличных культур	28.2	22.4	32.1	24.1
Выращивание овощей, бахчевых, корнеплодных и клубнеплодных культур	25.2	10.7	23.0	13.3
Выращивание овощей	15.9	11.3	12.9	14.7
Выращивание картофеля	14.0	4.9	-1.7	-11.9
Выращивание сахарной свеклы и семян сахарной свеклы	33.8	10.3	31.7	12.8
Выращивание многолетних культур	25.5	10.7	22.8	14.0
Выращивание рассады	7.0	-3.7	15.3	10.4
Животноводство	9.3	9.1	9.6	11.2
Разведение молочного крупного рогатого скота	13.3	12.2	8.9	9.6
Разведение свиней	12.0	16.4	16.4	21.0
Разведение сельскохозяйственной птицы	4.1	3.2	7.2	7.1
Охота, отлов и отстрел диких животных	-4.3	-33.9	-17.5	-86.8
Лесоводство и лесозаготовки	10.4	-0.4	7.3	5.1
Рыболовство и рыбоводство	35.5	33.1	37.3	33.3

*\*Примечание: В данном случае маржа рассчитывалась как отношение сальдированной прибыли или прибыли от продаж к выручке.*

*Источник: Росстат, расчеты Банка России*



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

#### 1.3.1. Макропрогнозы ФРС США ратуют за все более быструю нормализацию ДКП

- Обновленные прогнозы ФРС США предполагают превышение ставки по федеральным фондам своего нейтрального уровня в 2019-2020 годах благодаря сильному росту экономики и ускорению инфляции...
- Инфляция в США на краткосрочном горизонте может оказаться выше ожиданий, превысив 2% уже в этом году.
- Слабые экономические результаты и снижение основных опережающих индикаторов в течение первых месяцев 2018 года сулят замедление темпов роста экономики еврозоны.
- Мартовские PMI в Китае указывают на поддержание высокого темпа роста экономики, но быстрое замедление роста совокупного кредитования и возросшая угроза торговой войны с США несут риски торможения роста ВВП.

#### **США: инфляция может оказаться выше текущих прогнозов ФРС США и потребовать дополнительного повышения ставок**

По итогам заседания комитета по операциям на открытом рынке 20-21 марта ставка по федеральным фондам ожидаемо была повышена на 0,25пп до 1,5-1,75%. Медиана прогноза ФРС США относительно уровня ключевой ставки на конец 2018 года не изменилась и по-прежнему предполагает три повышения (суммарно) в текущем году. Однако число членов комитета, которые ожидают четыре повышения ставки, удвоилось и сравнялось с числом директоров, ожидающих три повышения. Таким образом, вариант четырех повышений ставки в 2018 году остался релевантным. Кроме того, ФРС теперь предполагает по одному дополнительному повышению ставки в 2019 и 2020 годах. Отметим также небольшое повышение медианы оценки нейтральной ставки с 2,8 до 2,9% (Рисунок 51).

В основе более «ястребиного» настроения ФРС США лежат несколько факторов. *Во-первых*, ожидания более высокого экономического роста вследствие действия налоговой реформы и дополнительного фискального стимулирования. Так оценки экономического роста в 2018 и 2019 годах были повышены на 0,2 и 0,3пп соответственно в текущем прогнозном раунде, а с момента инкорпорирования в прогнозы последствий налоговой реформы – на 0,6 и 0,4пп (с сентябрьского прогнозного раунда). Кроме того, уровень безработицы, по прогнозам, опустится до 3,6% в 2019 году – минимума с 1960-х годов и, по мнению всех членов совета, будет ниже естественного уровня на всем прогнозном горизонте. *Во-вторых*, теперь ФРС США ожидает небольшого перелета таргета по инфляции – впервые со времени

начала публикации прогнозов. По мнению членов комитета, это потребует заметно-го превышения ключевой ставкой нейтрального уровня.

Проведение жесткой монетарной политики США может создать краткосрочные негативные эффекты для России и развивающихся стран.

**Рисунок 51. Динамика макропрогнозов ФРС США  
(медиана прогнозов членов комитета)**

		ВВП, % г/г	Безработица, %	Базовая инфляция, % г/г	Ставка федеральных фондов, %
2018	март	2.7	3.8	1.9	2.1
	дек.	2.5	3.9	1.9	2.1
2019	март	2.4	3.6	2	2.9
	дек.	2.1	3.9	2	2.7
2020	март	2	3.6	2.1	3.4
	дек.	2	4	2	3.1
LR	март	1.8	4.5	2	2.9
	дек.	1.8	4.6	2	2.8

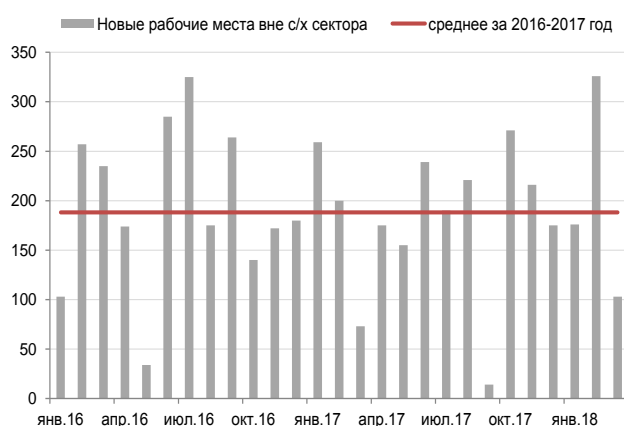
Источники: Bloomberg Finance L.P.

Последняя макроэкономическая статистика оправдывает оптимизм ФРС США, и, возможно, сулит даже более быстрое ускорение инфляции, чем предполагается в текущих прогнозах. Несмотря на то, что в несельскохозяйственном секторе экономики в марте было создано только 103 тыс. новых рабочих мест при ожиданиях в +193 тыс., темпы расширения занятости по итогам I квартала 2018 года ускорились и превысили средний показатель за 2016-2017 гг (Рисунок 52). Рост оплаты труда также постепенно ускоряется. Месячная динамика за январь-март соответствует 3,2% в аннуализированном выражении, что заметно превышает текущие 2,7% г/г. Мартовская инфляция ускорилась до 2,4% г/г, базовая инфляция – до 2,1% г/г (Рисунок 53). Источники ускорения ИПЦ и сохраняющийся высокий рост ИЦП говорят о высокой вероятности превышения базовым дефлятором потребительских расходов 2%г/г уже в текущем году. Кроме того, дополнительный небольшой вклад в инфляцию могут внести протекционистские меры администрации президента Д. Трампа. Уже обнародованные меры затрагивают 2% импорта США и 2,1% экспорта США. По оценкам Capital Economics, возможное удорожание товаров добавит около 0,1 п.п. к инфляции.

В случае реализации этого сценария показатель инфляции опередит мартовские прогнозы ФРС и, вероятно, потребует более быстрого повышения ключевой ставки. Рынок уже отреагировал на сильные данные по инфляции: вероятность<sup>21</sup> четырех повышений ставки в 2018 году достигла максимума за последний год – 30%.

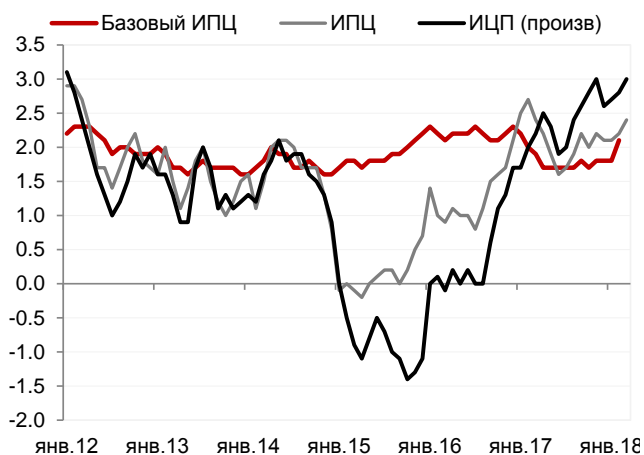
<sup>21</sup> Исходя из динамики фьючерсов на ставку ФРС США.

**Рисунок 52. Темпы создания новых рабочих мест в США, тыс мест**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 53. Динамика инфляции в США, % г/г**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

### **Еврозона: вероятно, темпы роста экономики достигли пика и замедлятся по итогам I квартала 2018 года.**

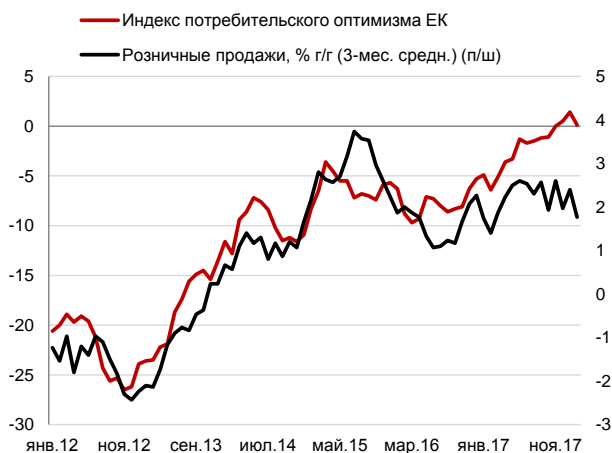
Ряд мартовских опережающих индикаторов указали на возможное начало разворота роста экономики еврозоны. Помимо заметного снижения сводного индекса PMI (до 55,2 п.п. – минимума с начала 2017 года) и ESI (до 112,6 п.п.), снижение продемонстрировали немецкие индексы Ifo (с 115,4 до 114,7 п.п. ниже консенсуса) и Zew (с 17,8 п.п. до 5,1 п.п. – минимума за последние 18 месяцев). Вероятно, все они оказались под сильным влиянием новостей о возможных тарифных ограничениях со стороны США, введение которых позднее было отсрочено Д. Трампом. Однако на динамику экономики еврозоны также начинает негативно сказываться и укрепление евро. Тем не менее, после рекордных показателей конца 2017 – начала 2018 года некоторое охлаждение представляется естественным переходом к более умеренным и устойчивым темпам роста.

Макроэкономические показатели также указывают на более медленный старт 2018 года. Так розничные продажи в феврале выросли только на 0,1% м/м при ожиданиях роста на 0,5% м/м и негативном пересмотре статистики за январь с -0,1 до -0,3% м/м (Рисунок 54). Сокращение промышленного производства в феврале составило 0,8% м/м после снижения на 0,6% м/м в январе. Рост ВВП по итогам I квартала 2018 года будет более умеренным по сравнению с IV кварталом 2017 года.

Согласно предварительной оценке, инфляция ускорилась в марте с 1,1% до 1,4% (Рисунок 55). Произошедший рост цен на нефть возможно приведет к дальнейшему ускорению роста ИПЦ, но оно вряд ли окажется устойчивым – влияние энергетической компоненты как минимум ослабнет к концу года. Базовая инфляция осталась на уровне 1% по итогам марта, а индекс отпускных цен PMI соответствует

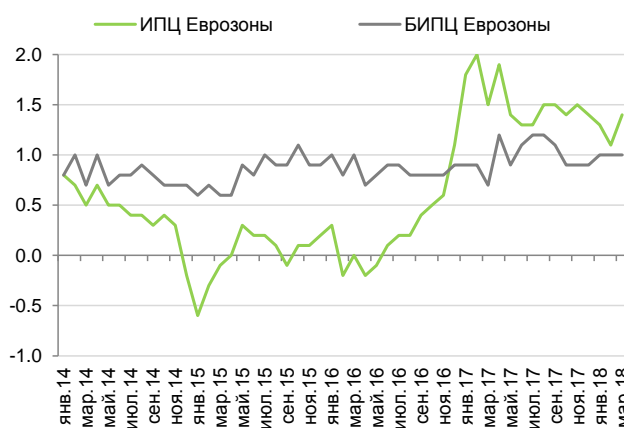
ее ускорению до уровня не выше 1,5% г/г на горизонте 1 – 1,5 года, что ниже таргета ЕЦБ. Таким образом, наиболее вероятным сейчас выглядит постепенное прекращение программы покупки активов ЕЦБ после сентября 2018 г. – снижение объема покупки активов до нуля к концу 2018 года.

**Рисунок 54. Динамика ВВП в развитых странах (1 кв. 2014=100)**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 55. Динамика инфляции в еврозоне, % г/г**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### Китай: рост экономики пока стабильно высокий, но активно замедляется рост кредитования и возросли риски торговой войны с США

Мартовские PMI в Китае изменились разнонаправленно, но в целом указывают на поддержание высокого роста экономики (Рисунок 56). Одним из факторов является ослабление начатой в IV квартале 2017 года кампании по снижению вредных выбросов в атмосферу, что оказало поддержку промышленности.

**Рисунок 56. Показатели PMI Китая, п.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 57. Показатели внешней торговли Китая**



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

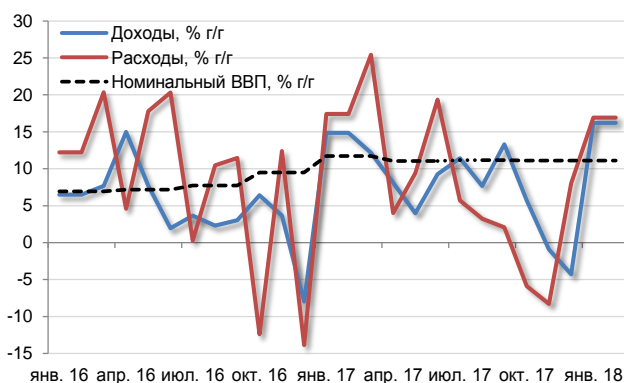
\* Данные за январь и февраль усреднены.

Статистика внешней торговли ухудшилась, но остается сильной. Рост экспорта и импорта в долларом выражении снизился в марте до -2,7 и 14,4% г/г соответ-

ственно (в среднем за январь-февраль 27,6 и 21,5% г/г) (Рисунок 57). При этом оценки Capital Economics показывают, что с очисткой от сезонности объемы экспорта и импорта снизились слабо и остаются возле своих пиков.

Небольшую поддержку росту ВВП в I квартале оказала бюджетная политика: в январе-феврале рост расходов превысил рост доходов (Рисунок 59). Также власти объявили о снижении с 1 мая ставки НДС на 1 п.п. (базовой – до 16%, пониженной – до 10%).

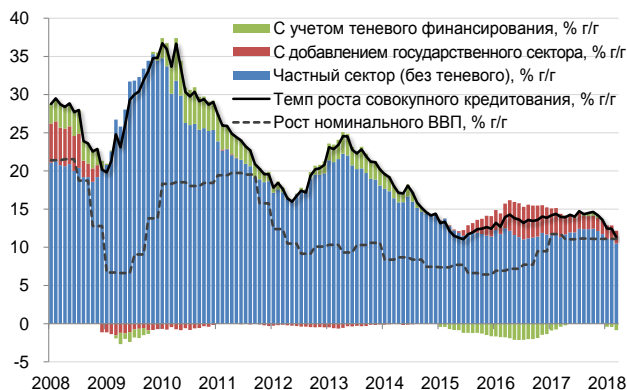
**Рисунок 58. Показатели бюджетной системы Китая**



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

\* Данные за январь и февраль усреднены.

**Рисунок 59. Темп роста кредитования в Китае**



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

Риски существенного замедления роста ВВП несет денежно-кредитная политика. По нашим оценкам, в марте темп роста совокупного кредитования китайской экономики упал до 11,3% г/г (в феврале 12,4% г/г), что предположительно лишь немногим выше роста номинального ВВП (Рисунок 58). Основной вклад внесло теневое финансирование, которое впервые за многие годы снизилось м/м по всем компонентам. Это показывает нацеленность властей на снижение долговой нагрузки в экономике и результативность мер. В то же время данный фактор должен существенно замедлить рост ВВП, особенно, учитывая, что, по оценкам Bloomberg, замедление роста кредитования сопровождается смещением к относительно менее эффективным заемщикам. Мы по-прежнему ожидаем, что с учетом лага замедление роста кредитования начнет заметно сдерживать рост ВВП со второй половины II квартала.

Негативно сказаться на росте китайской экономики может также потенциальная торговая война с США. В начале апреля власти Китая объявили о повышении торговых пошлин на 128 импортируемых из США наименований продуктов питания для компенсации негативного влияния от повышения торговых пошлин США. Принятые меры не должны оказать сильного влияния на экономики Китая и США: по разным оценкам, рост китайской экономики может дополнительно замедлиться на 0,1-0,2 п.п. Однако, обсуждаемые в настоящее время дополнительные двусторон-

ние торговые меры могут оказать значительный ущерб: по оценкам Capital Economics, негативный эффект на рост китайской экономики может составить 0,5 п.п.

### ***1.3.2. Российские финансовые рынки под давлением в результате действия новых ограничений***

- Российские финансовые рынки оказались под давлением из-за роста геополитической напряженности. При этом стоит отметить, что рынки эффективно справились с внешними шоками без дополнительных действий Банка России, что говорит об их зрелости.
- Российская риск-премия выросла за месяц почти на 50 базисных пунктов. Если это изменение окажется устойчивым, уровень ключевой ставки, соответствующий нейтральной денежно-кредитной политике, возрастет.
- Рост рисков для мировой экономики из-за повышения протекционизма сказывается на динамике мировых финансовых рынков.
- Долларовая ставка Libor росла в последнее время гораздо быстрее, чем другие рыночные ставки. Однако это явление, скорее всего, окажется временным и не говорит о росте кредитных рисков на международном межбанковском рынке.

### **Глобальные рынки**

Динамику мировых финансовых рынков за последний месяц определяли «обмен пошлинами» между США и Китаем, а также возросшие геополитические риски, связанные с событиями на Ближнем Востоке. В этих условиях рынки акций достигали минимумов февральской коррекции (Рисунок 60) и впервые с начала 2016 года закрыли квартал снижением котировок.

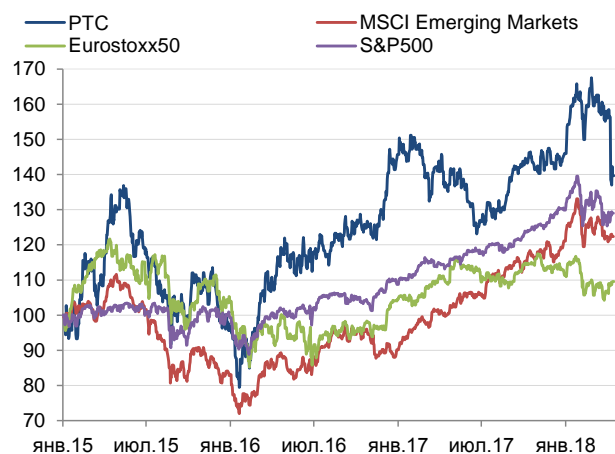
Валюты развивающихся стран в среднем ослабли за последний месяц (Рисунок 61), однако динамика среди стран оказалась разнонаправленной. Худшую динамику продемонстрировали валюты стран, где наблюдался рост внутренней политической неопределенности или произошел внешний шок.

Волатильность на глобальных рынках осталась на повышенном по сравнению с 2017 годом уровне (Рисунок 62), что поддерживало спрос на защитные активы. Учитывая общий рост неопределенности в мире, вряд ли показатели волатильности в ближайшее время возвратятся к рекордно низким уровням.

Дифференциал доходностей между гособлигациями США и стран еврозоны продолжает расти и обновлять максимальные уровни (Рисунок 63). На доходности в США вверх давят перспективы дальнейшей нормализации политики ФРС США при новом председателе и прогнозируемый рост выпуска облигаций из-за реализации налоговой реформы, увеличивающей бюджетный дефицит. ЕЦБ же по-

прежнему проводит политику количественного расширения, сворачивает выкуп бумаг постепенно, и он вряд ли будет спешить с повышением ставки.

**Рисунок 60. Динамика индексов акций  
(январь 2015 года = 100)**



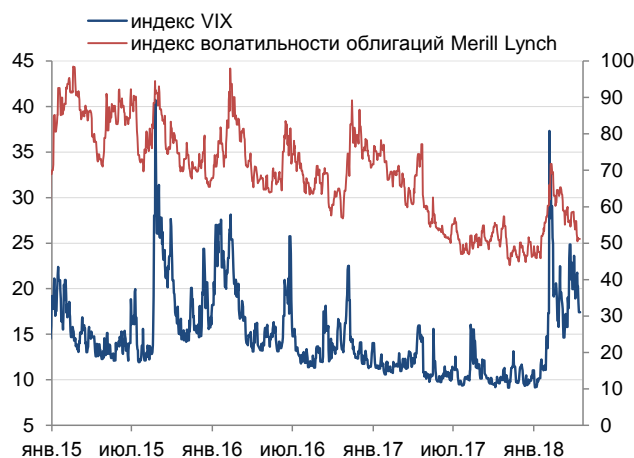
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 61. Динамика курсов валют  
развивающихся стран и доллара США**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 62. Динамика индексов волатильности**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 63. Динамика доходностей 10-летних  
облигаций, %**



Источник: EPFR.

### **О росте ставки Libor**

Трехмесячный Libor превысил уровень 2,25% (Рисунок 64), при этом его повышение в последнее время происходит опережающими темпами по сравнению с базовыми ставками. Спред Libor-OIS<sup>22</sup> приблизился к уровню 60 б.п., максимальному значению с 2009 года (Рисунок 65). Расширение спреда можно разложить на две составляющие:

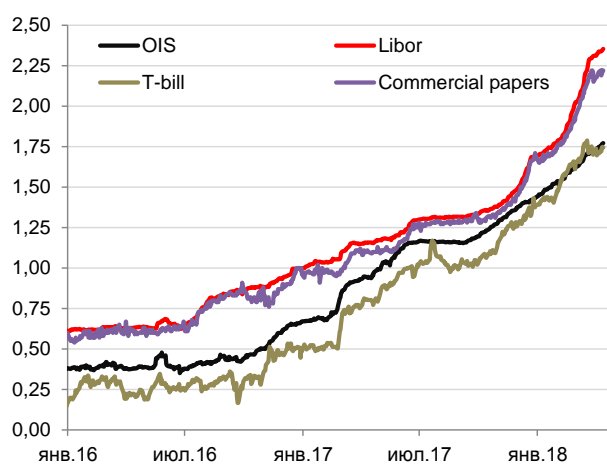
- Расширение спреда доходности казначейских гособлигаций США и OIS, которое происходит из-за роста выпуска госбумаг (Рисунок 65, T-bill – OIS).
- Увеличение кредитного спреда краткосрочных корпоративных облигаций

<sup>22</sup> Overnight Indexed Swap – ставка по фиксированной части процентного свопа, где плавающая ставка – эффективная ставка ФРС (effective federal funds rate).



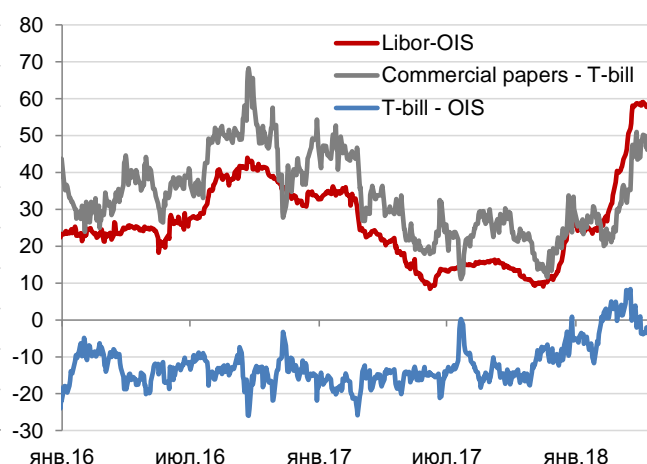
(Commercial papers – CP) к доходности казначейских гособлигаций США (Рисунок 65, Commercial papers – T-bill). Одной из причин стала репатриация корпоративных прибылей в США в рамках налоговой реформы. Деньги, державшиеся на счетах вне США, инвестировались, в том числе, и в рынок CP, тогда как головным компаниям приходилось брать дополнительные кредиты в банках или размещать долговые бумаги для финансирования операционной деятельности или корпоративных действий в виде buyback или сделок по слияниям и поглощениям. Сейчас из-за снижения остатков на счетах вне США спрос на CP снижается, при этом репатриированные средства могут направляться компаниями на погашение взятых ранее долгов и не возвращаться на рынок CP, временно поддерживая повышенный кредитный спред.

**Рисунок 64. Динамика 3-месячных долларовых ставок, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 65. Динамика спредов 3-месячных долларовых ставок, б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Вторая составляющая является основным драйвером расширения спреда Libor-OIS и не связана с фундаментальным ухудшением кредитного качества эмитентов commercial papers или ростом кредитных рисков на межбанковском рынке. Скорее всего, расширение спреда носит временный характер по аналогии с ситуацией 2016 года. Тогда реформа фондов денежного рынка США привела к снижению спроса на commercial papers и расширению их кредитного спреда до 65 б.п. Однако открывшейся арбитражной возможностью достаточно быстро воспользовались другие участники рынка и спред достаточно быстро вернулся к начальному уровню 20-30 б.п. к середине 2017 года (Рисунок 65).

## Российские рынки

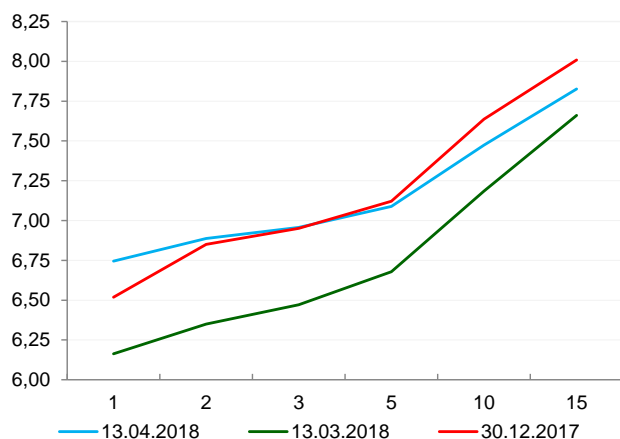
Российские финансовые рынки оказались под давлением из-за геополитической напряженности и введения нового пакета санкций. В результате за последний месяц курс рубля оказался аутсайдером среди всех валют развивающихся стран, повысилась российская риск-премия и доходности облигаций, снизились котировки российских акций.

Кривые доходности ОФЗ и других процентных инструментов в результате этого движения откатились на уровень конца 2017 года (Рисунок 66), отыграв эффект



смягчения денежно-кредитных условий первых трех месяцев этого года. Российская риск-премия CDS за месяц расширилась практически на 50 б.п. (Рисунок 67). Если это изменение окажется перманентным, то потенциал для дальнейшего снижения ключевой ставки Банка России для перехода к нейтральному уровню уменьшится.

**Рисунок 66. Кривая доходности ОФЗ, %**



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

**Рисунок 67. 5-летняя CDS-премия на Россию, б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

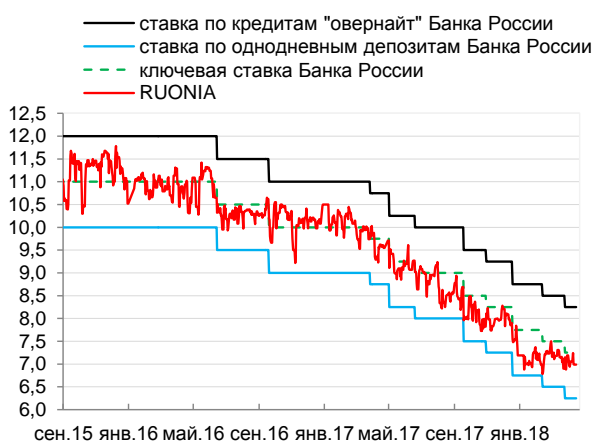
В условиях резкого ослабления курса рубля взлетели и показатели его волатильности, как реализованной, так и вмененной (Рисунок 68). Даже с учетом скачка, волатильность рубля остается гораздо ниже уровней начала 2015 года. Этому способствует как текущая макроэкономическая политика, так и стабильная ситуация на нефтяном рынке.

**Рисунок 68. Волатильность курса рубля и цены на нефть**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 69. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России за последний месяц практически не изменилось, составив в среднем 25 б.п. (Рисунок 69). Это об-

стоятельство учитывается Банком России при проведении ДКП и решениях по ключевой ставке.

### 1.3.3. Цена нефти, при которой прибыльна добыча сланцев, выросла

- За март – первую половину апреля цена нефти марки Urals взлетела на 11%.
- Это прежде всего обусловлено ростом геополитической напряженности...
- ... а также сокращением коммерческих нефтяных запасов (почти) до пятилетнего среднего уровня в условиях продолжающегося повышения степени следования стран ОПЕК+ своим квотам...
- Кроме того, это связано с улучшением ожиданий относительно перспектив рынка жидкого топлива.
- Рост цены нефти, при которой в среднем прибыльна добыча в основном нефтеносном регионе США, позволил нам пересмотреть в сторону повышения нижнюю границу диапазона цены нефти Urals – с 45 до 50 долл./барр. (с учетом консервативности).

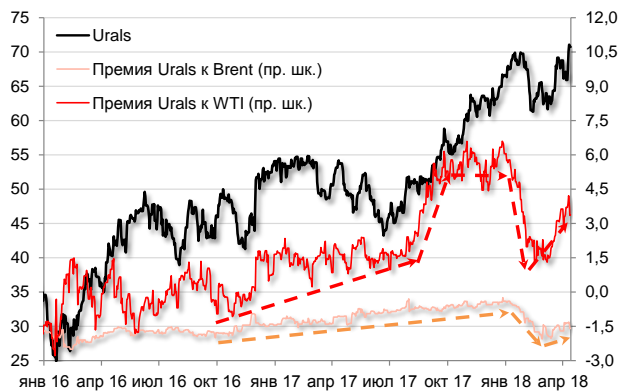
За март – первую половину апреля индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 1%: цены энергетических товаров выросли на 7%, драгоценных металлов – на 1% при снижении цен сельскохозяйственных товаров на 1% (Рисунок 70). Цена алюминия выросла на 10% из-за санкций США против российской компании «Русал». Нефтяные цены в зависимости от марки взлетели на 9–11%. Дисконт нефти марки Urals к Brent сократился, частично отыграв повышение начала года (Рисунок 71). Рост нефтяных котировок, прежде всего, обусловлен значительным повышением геополитических рисков.

**Рисунок 70. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)**



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

**Рисунок 71. Цена нефти марки Urals и премия к Brent и WTI, долл./барр.**

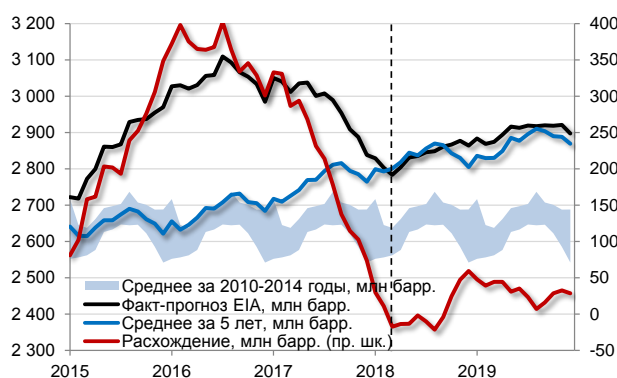


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Значительную поддержку нефтяным ценам оказали также фундаментальные факторы. Ведущие международные организации (Управление энергетической ин-

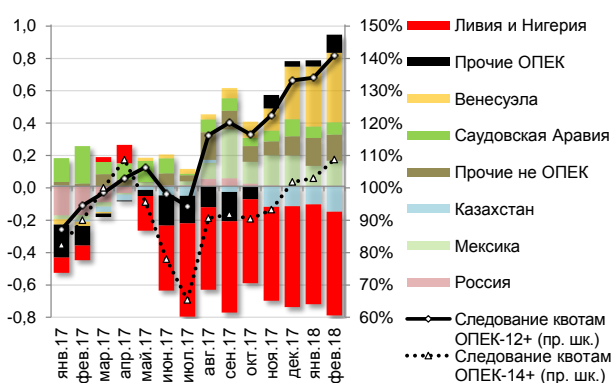
формации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА) и ОПЕК) в апрельских отчетах отметили продолжающееся снижение коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР, причем оценки EIA показывают, что запасы уже опустились ниже своего пятилетнего среднего уровня. Это означает формальное достижение цели Соглашения ОПЕК+ (Рисунок 72), чему способствует продолжающееся повышение степени следования квотам странами ОПЕК+, обусловленное прежде всего падением добычи в Венесуэле. По нашим оценкам, основанным на данных вторичных источников, в феврале степень следования квотам странами ОПЕК-12+ (без Ливии и Нигерии) составила 141%, странами ОПЕК-14+ – 108% (Рисунок 73). В марте степень следования квотам странами ОПЕК выросла еще на 10 процентных пунктов.

**Рисунок 72. Показатели коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР по оценкам EIA**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 73. Следование квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение квот), млн барр. в день и %**



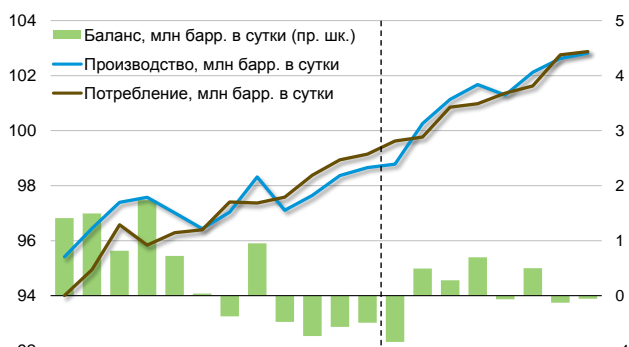
Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Ведущие международные организации также впервые за долгое время улучшили перспективы рынка жидкого топлива, пересмотрев в сторону повышения прогноз роста спроса в большей мере, чем прогноз роста предложения (Рисунок 74 – Рисунок 77).

Улучшению настроений инвесторов способствует также готовность стран ОПЕК+ продолжить сокращение коммерческих нефтяных запасов. По данным Bloomberg, представители стран ОПЕК+ обсуждают использование в качестве цели по запасам вместо пятилетней средней величины по странам ОЭСР либо семилетней средней величины, либо исключение из расчетов годов с относительно высокими запасами, либо включение в рассмотрение запасов в странах вне ОЭСР. По нашим оценкам, основанным на данных EIA, в первом случае потребуется дополнительно сократить запасы еще почти на 50 млн барр., во втором случае (если убрать из расчетов 2016 и 2017 годы) – еще почти на 150 млн. баррелей. В любом случае тот факт, что страны ОПЕК+ обсуждают не выход из Соглашения, а его ужесточение усиливает «бычий» настрой инвесторов. Мы полагаем, что дальнейшее ужесточение нефтяного рынка может способствовать закреплению нефтяных цен

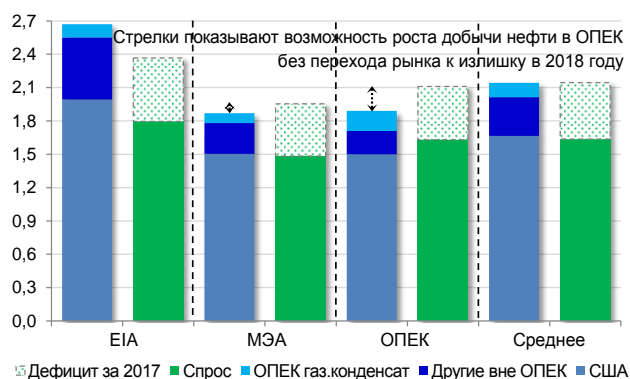
на уровне 70+ долл./барр., но на временной основе. В качестве верхней границы диапазона нефтяных цен мы по-прежнему видим 65 долл./баррель.<sup>23</sup>

**Рисунок 74. Основные показатели рынка жидкого топлива по оценкам EIA, млн барр. в день**



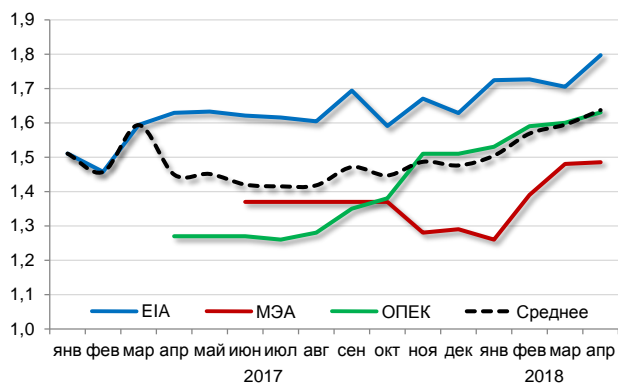
Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 75. Прогнозы ведущих агентств баланса на рынке жидкого топлива в 2018 году (без учета ОПЕК), млн барр. в день**



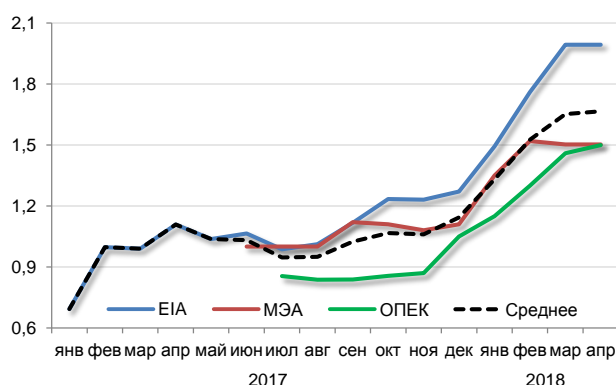
Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 76. Прогнозы роста мирового спроса в 2018 году в месячных прогнозах ведущих агентств, млн барр. в день**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 77. Прогнозы роста добычи жидкого топлива в США в 2018 году в месячных прогнозах ведущих агентств, млн барр. в день**



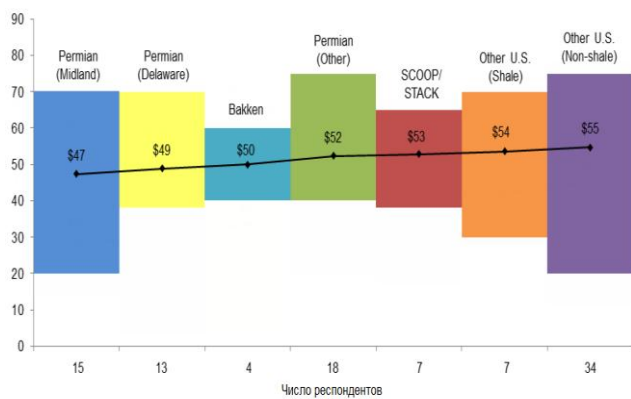
Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

При этом мы пересмотрели в сторону повышения нижнюю границу диапазона нефтяных цен. Опрос ФРБ Далласа показал, что цена нефти WTI, при которой в среднем прибыльна добыча в основном нефтеносной регионе США, выросла относительно I квартала 2017 года на 2 долл. до 52 долл./барр. (Рисунок 78). Это вызвано ростом операционных издержек, что в свою очередь можно объяснить такими факторами, как ускорение роста зарплат из-за ограниченных возможностей расширения занятости (она близка к полной по США в целом и по бассейну Permian в частности – Рисунок 79), повышение стоимости заимствований вследствие ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США, а также снижение концентрации бурения в наилучших районах (*sweet spots*). Учитывая премию Urals к WTI, это позволяет пересмотреть цену нефти Urals, которую мы видим в качестве ограничения

<sup>23</sup> См. подраздел 1.3.3. «Рост доли США на нефтяном рынке может ускориться» в [Бюллетене «О чем говорят тренды» за март 2018 года \(№2\)](#).

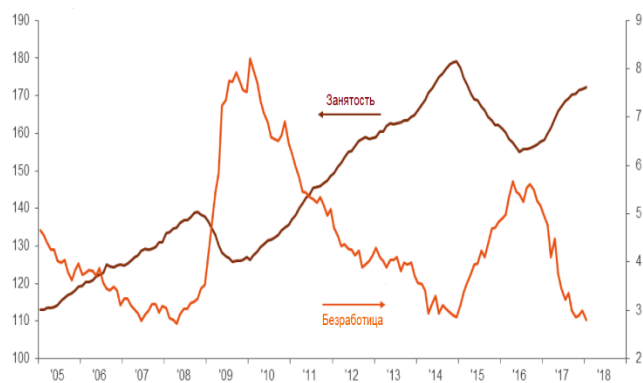
снизу, с 45-50 до 50-55 долл./барр. (с учетом консервативности оценок – с 45 до 50 долл./барр.).

**Рисунок 78** Цена нефти WTI, при которой прибыльна добыча нефти в основном нефтеносном регионе США, долл./барр.



Источник: ФРБ Далласа.

**Рисунок 79.** Занятость (тыс. чел.) и безработица (%) в регионе Permian



Источник: ФРБ Далласа.

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

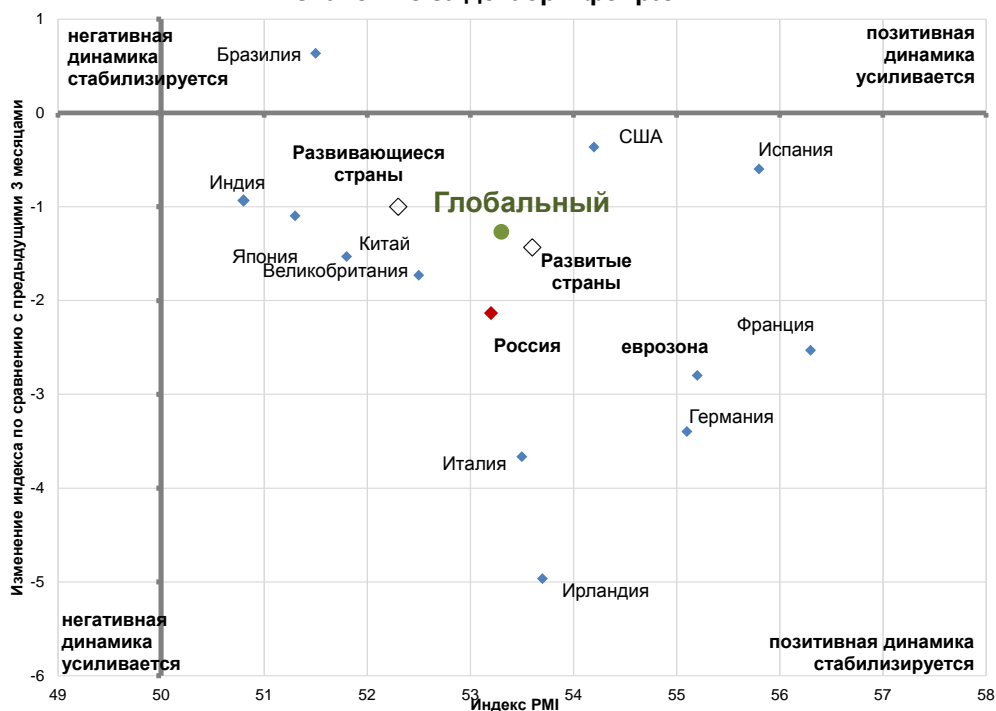
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Глобальный PMI снизился до минимума за 16 месяцев

Индексы PMI в марте 2018 года указывают на замедление темпов роста деловой активности в большинстве развитых и развивающихся стран (Рисунок 80). На этом фоне глобальный PMI в марте снизился до 16-месячного минимума, отражая замедление в обрабатывающих отраслях до 8-месячного минимума, а в отраслях сферы услуг – замедление до минимума за 1,5 года.

Хотя темпы роста мировой экономики остаются высокими, дальнейшее замедление их роста, в том числе, из-за внешнеторговых ограничений и угроз их введения, может иметь серьезные негативные последствия для глобальных финансовых рынков.

Рисунок 80. Динамика сводного индекса PMI за март и изменение к среднему значению за декабрь-февраль



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.



- Согласно модельным оценкам, рост ВВП во II–III кварталах также составит около 0,4% (квартал к кварталу с корректировкой на сезонность).
- Таким образом, несмотря на традиционно присущие месячным данным колебания, краткосрочная статистика продолжает указывать на рост экономики на уровне оцениваемого нами потенциала (1,5% в год).
- Наши модельные оценки ВВП на 2018 год не учитывают возможное негативное влияние бюджетных, геополитических и других факторов (например, соглашения ОПЕК+) на рост ВВП, что может послужить основанием для их последующего понижения по мере выхода новой статистической информации в течение года.

	<b>Март</b>	<b>Февраль</b>
	<b>% к/к SA</b>	<b>% к/к SA</b>
I квартал 2018 года	<b>0,4</b>	0,5
II квартал 2018 года	<b>0,4</b>	0,4 – 0,5
III квартал 2018 года	<b>0,4</b>	0,4



### 3. В фокусе. Развитие розничной торговли: основные тенденции и прогнозы

- Сформировавшаяся привычка потребителей к покупкам товаров в рамках промоакций и товаров под собственными марками торговых сетей будут сдерживать рост цен на потребительском рынке.
- Дополнительным фактором, ограничивающим повышение цен на потребительские товары, выступает возрастающая конкуренция со стороны быстро развивающейся интернет-торговли, особенно трансграничной.
- В настоящее время рост потребительских цен ограничен также усилением процессов консолидации на рынке и ужесточением конкуренции между крупнейшими розничными сетями...
- ...однако в перспективе консолидация рынка может усилить рыночную силу отдельных игроков, что может привести к ускорению роста потребительских цен.
- Высокая регуляторная нагрузка в сфере торговли также может создать проинфляционный эффект. Она увеличивает затраты торговых организаций, которые, вероятно, будут перекладываться в розничные цены по мере восстановления спроса.
- В условиях ограниченной покупательной способности, низкой инфляции и усиления конкуренции компании в ретейле сделали ставку на повышение эффективности и оптимизации затрат за счет развития собственного производства, прямого импорта, создания современной системы хранения, развития оптовой и онлайн торговли.

В марте текущего года Банк России провел круглый стол с участием представителей торговых сетей и ассоциаций компаний розничной торговли. На встрече обсуждались вопросы, посвященные динамике розничных продаж, влиянию замедления инфляции на финансовые показатели торговли, изменениям потребительского поведения, влиянию интернет-торговли, усилению конкуренции между сетями, а также направлениям оптимизации затрат в ретейле. По результатам обсуждения можно выделить следующие тенденции в розничной торговле и предсказать модель ее развития на 2018 год.

***Потребительский спрос остается высокочувствительным к изменению цен, несмотря на рост покупательской активности***

В 2015–2016 годах происходило снижение розничного товарооборота в физическом выражении. В конце 2017 года началось восстановление потребительского спроса как в продовольственном, так и непродовольственном сегменте. По ожиданиям аналитиков, восстановление будет идти темпом 2–3% в год на горизонте двух-трех лет. Однако дальнейшее развитие рынка будет отличаться от докризисного.

Это связано с изменением потребительского поведения и ужесточением конкуренции, вызывающими необходимость оптимизации затрат в ретейле и повышения эффективности бизнеса.

Среди драйверов восстановления потребительского спроса в 2017 году можно отметить снижение цен на отдельные социально значимые продовольственные товары, увеличение количества товаров, реализуемых при помощи промоакций торговыми сетями, и рост потребительского кредитования.

Исследование INFOLine показывает, что объем продаж со скидками по таким категориям товаров, как спиртное, кофе, бытовая химия и парфюмерия, превышает 50%. В целом доля продаж по промоакциям в розничных сетях составляет более 20%. При этом ожидается, что потребительское поведение, направленное на экономию расходов, сохранится и в 2018 году. Более 30% потребителей по-прежнему ориентированы на приобретение акционных товаров, покупку дешевых марок и менее дорогих продуктов.<sup>25</sup>

Нужно отметить, что товары, реализуемые в рамках промоакций длительно – до недели, не учитываются при расчете индекса потребительских цен. Поэтому, скорее всего, объем розничных продаж в реальном выражении в статистике несколько занижен, а уровень и динамика цен на такие товары – несколько завышена.

Сохранение у потребителей аппетита к промоакциям и предпочтений в отношении товаров под собственными марками торговых сетей (СТМ), обеспечивающих выгодное соотношение цена-качество, будут сдерживать рост потребительских цен.

### ***Консолидация рынка ускоряется***

В 2008 году рынок ретейла из фазы роста перешел в фазу насыщения и развития современных форматов розничной торговли. С 2014 года начался период консолидации рынка за счет финансового превосходства отдельных компаний. В 2018 году процессы консолидации в отрасли продолжатся и будут сопровождаться ужесточением конкуренции между крупнейшими сетями, объединением действующих торговых сетей и вытеснением менее эффективных региональных ретейлеров.

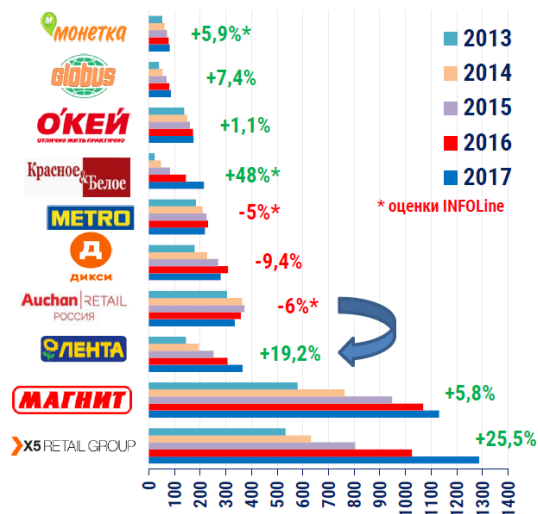
Если в 2015 году топ-700 продуктовых сетей занимали половину всего розничного рынка продовольственных товаров, то в 2017 году – уже 57%. На топ-10 крупнейших по выручке ретейлеров приходилось около 30% рынка.<sup>26</sup>

При этом дифференциация сетей по темпам роста усиливается – лидеры рынка укрепляют свои позиции (Рисунок 83). По итогам прошедшего года крупнейшим в стране продуктовым ретейлером впервые с 2013 года стала компания X5 Retail Group. Менее крупные сети растут медленнее, а некоторые из них по итогам года показали отрицательную динамику.

<sup>25</sup> По данным Агентства INFOLine.

<sup>26</sup> По данным Агентства INFOLine.

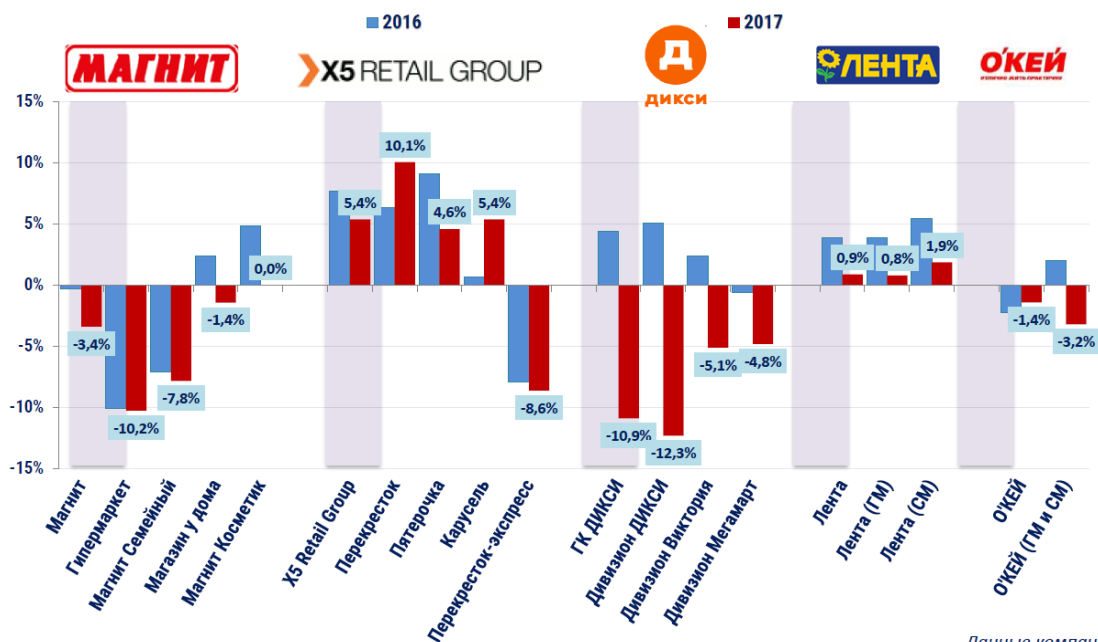
Рисунок 83. TOP-10 сетей FMCG по выручке, млрд. руб. без НДС



Источник: INFOLine.

Однако развитие торговых сетей носило экстенсивный характер и имело место в основном за счет открытия новых магазинов. Последние четыре года торговые площади продуктовых ретейлеров увеличивались ежегодно на 2-2,5 млн. кв.м в год. В то же время без учета новых магазинов сопоставимые продажи («Like For Like», LFL<sup>27</sup>) сетей по сравнению с 2016 годом показали слабый результат (Рисунок 84).

Рисунок 84. Прирост выручки в торговых сетях на основе сопоставимых продаж (LFL)



Данные компаний

Источник: INFOLine.

<sup>27</sup> LFL – анализ сопоставимых продаж (за исключением объектов, отсутствующих в одном из периодов).

### ***Торговые сети сдерживают рост розничных цен, однако консолидация рынка может со временем привести к ускорению их роста***

В условиях экономного поведения потребителей, низкой инфляции и обостряющейся конкуренции потенциал для роста потребительских цен в ближайшем будущем ограничен.

В то же время политика торговых сетей, направленная на сдерживание цен и увеличение продаж товаров по промоакциям, негативно влияет на маржинальность торговых сетей.

В перспективе ускоренная консолидация рынка, которая приведет к усилению рыночной силы отдельных игроков для формирования цен, на фоне восстановления спроса может привести к ускорению роста цен на потребительские товары, особенно в сегменте непродовольственного ретейла.

### ***Повышение эффективности бизнеса – на повестке дня***

В будущем следует ожидать нового этапа в развитии ретейла, когда дальнейшая консолидация рынка будет происходить за счет технологического превосходства компаний, и на первый план выйдут факторы интенсивного роста торговли. Преимущество получают крупные сети, которые контролируют всю цепочку поставок продукции (собственное производство, прямой импорт, наличие собственных торговых марок – СТМ), более эффективно организуют хранение, развивают другие каналы продаж (опт, онлайн), активно используют возможности IT-технологий в бизнесе и, в условиях усиления госрегулирования, имеют возможность напрямую взаимодействовать с органами государственной власти.

Производство под СТМ позволяет ретейлеру более гибко работать с маржой и ценообразованием. Ориентация спроса на экономное потребление привела к активному развитию этого направления в последние годы. Увеличение доли СТМ будет способствовать запуску и приобретению торговыми сетями собственных пищевых и агропромышленных предприятий.

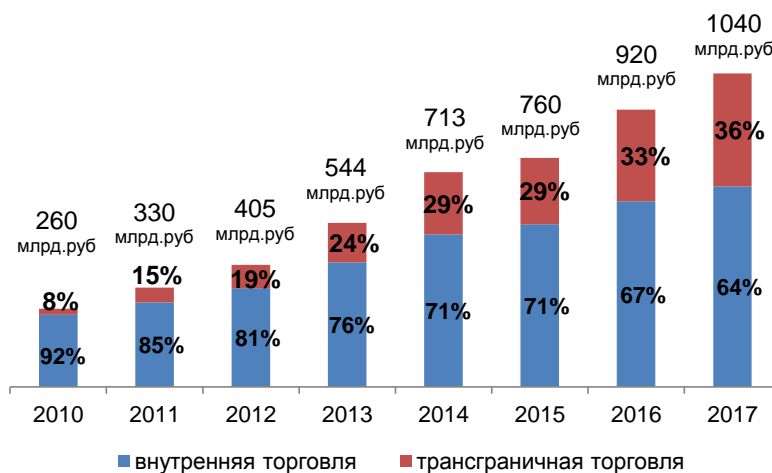
Наметился тренд на развитие оптовых направлений. Так, «Магнит» открывает оптовые магазины «Магнит-опт», «Метро» развивает франчайзинговую сеть «Фасоль», «Лента» запускает программы для сегмента B2B.

### ***Интернет-торговля продолжает динамично развиваться***

По данным АКИТ, российский рынок интернет-торговли вырос в 2017 году на 13%, что несколько ниже по сравнению с 2016 годом (21%). Однако в текущем году, по оценкам аналитиков, объем рынка электронной торговли вырастет еще на 20% и достигнет 1250 млрд рублей. Несмотря на высокие темпы роста, объем онлайн-торговли по-прежнему составляет лишь около 3% от общего оборота розничной торговли и поэтому влияет на него незначительно.

Большой вклад в развитие интернет-торговли вносит трансграничная торговля (+24% в 2017 году), в то время как онлайн-продажи на внутреннем рынке растут медленнее (+8% за тот же период) (Рисунок 85).

Рисунок 85. Динамика российского рынка интернет-торговли



Источник: АКИТ.

Таким образом, экспансия зарубежных интернет-магазинов и торговых площадок усиливается. В 2017 году на трансграничную торговлю пришлось 36% всех интернет-покупок. За счет существующих пробелов в регулировании иностранные компании по сравнению с российскими участниками рынка обременены меньшими издержками, связанными с ввозными НДС и таможенной пошлиной, необходимостью сертификации товаров и обеспечением защиты прав потребителей. В результате доходность такого бизнеса оказывается существенно выше. В связи с этим российские онлайн-ритейлеры начинают выводить свою торговую инфраструктуру за пределы нашей страны: строят логистические комплексы на приграничных территориях и осуществляют поставки из этих комплексов, что не требует таможенного оформления.

В этих условиях актуальным становится вопрос о выравнивании условий торговли для российских и зарубежных интернет-магазинов. Однако необходимо иметь в виду, что в результате регуляторного выравнивания цены в интернет-магазинах и в оффлайне скорее всего повысятся.

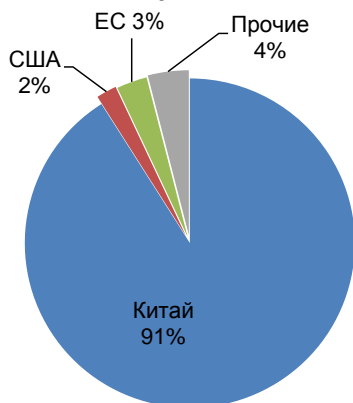
В структуре интернет-торговли по товарным категориям в 2017 году больше всего приходилось на продажи бытовой техники и электротоваров, а также одежды и обуви (35% и 27% – на локальном рынке, 33% и 38% – на трансграничном рынке, соответственно).

Рост продаж продуктов питания через интернет – один из очевидных трендов 2018 года. Все больше продуктовых сетей дополняют свою розницу онлайн-продажами. Онлайн-ритейлеры, которые работают в сегменте non-food, также планируют развивать продажи продуктов питания. Кроме того, перспективным направлением развития онлайн-торговли могут стать онлайн-продажи лекарственных средств и алкогольной продукции (в случае снятия регуляторных ограничений). В настоящее время ведется разработка соответствующих правовых норм.

Основной объем посылок (91%), заказанных в зарубежных интернет-магазинах, поступает из Китая (Рисунок 86). При этом в распределении затрат россиян по странам 53% приходится на Китай приходится, 22% – на ЕС и 12% – на США (Рисунок

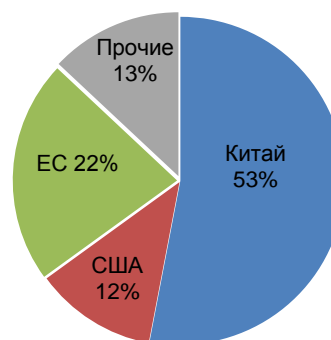
87). Стоимость покупок, как правило, не превышает 22 евро (61,4% всех зарубежных транзакций) или находится в пределах от 22 до 50 евро (22,2% транзакций).

**Рисунок 86. Распределение посылок по странам**



Источник: АКИТ.

**Рисунок 87. Затраты россиян в зарубежных интернет-магазинах по странам**



Источник: АКИТ.

Несмотря на низкую долю интернет-торговли в розничных продажах, ее развитие уже создало конкурентную среду для традиционных форм торговли, сдерживая рост потребительских цен (прежде всего, на непродовольственные товары). Рост спроса со стороны российских потребителей легко абсорбируется иностранными и российскими интернет-магазинами. Это не приводит к росту цен в них, поскольку емкость российского рынка небольшая относительно объема предложения товаров. За онлайн-торговлей вынуждена следовать и оффлайн-торговля. Поэтому и в будущем можно ожидать продолжения сдерживающего действия данного эффекта на потребительские цены в России.

Статистические данные Росстата по объемам розничной торговли не учитывают продажи товаров с поставкой в Россию зарубежными интернет-магазинами. В результате это приводит к некоторому занижению в статистике динамики розничного товарооборота.

### **Высокая регуляторная нагрузка оказывает давление на рентабельность торговых сетей**

Участники рынка отмечают, что к существенному падению рентабельности приводит высокая регуляторная нагрузка в торговой отрасли (введение онлайн-касс, системы ЕГАИС, системы «Меркурий», изменения в сфере технического регулирования и т.п.).

Одной из важных проблем является высокая стоимость эквайринга, достигающая 3% от стоимости покупки и зачастую «съедающая» всю прибыль от данной операции для торгового предприятия. Доля оплаты платежными картами на потребительском рынке в последние три года растет на 5% ежегодно и приближается к 30-40% от общего объема платежей в зависимости от специализации торговой сети. Соответствующий этому рост объема платежей за эквайринг снижает общую рентабельность предприятий торговли.

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталия Карлова

Алексей Киселев

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева