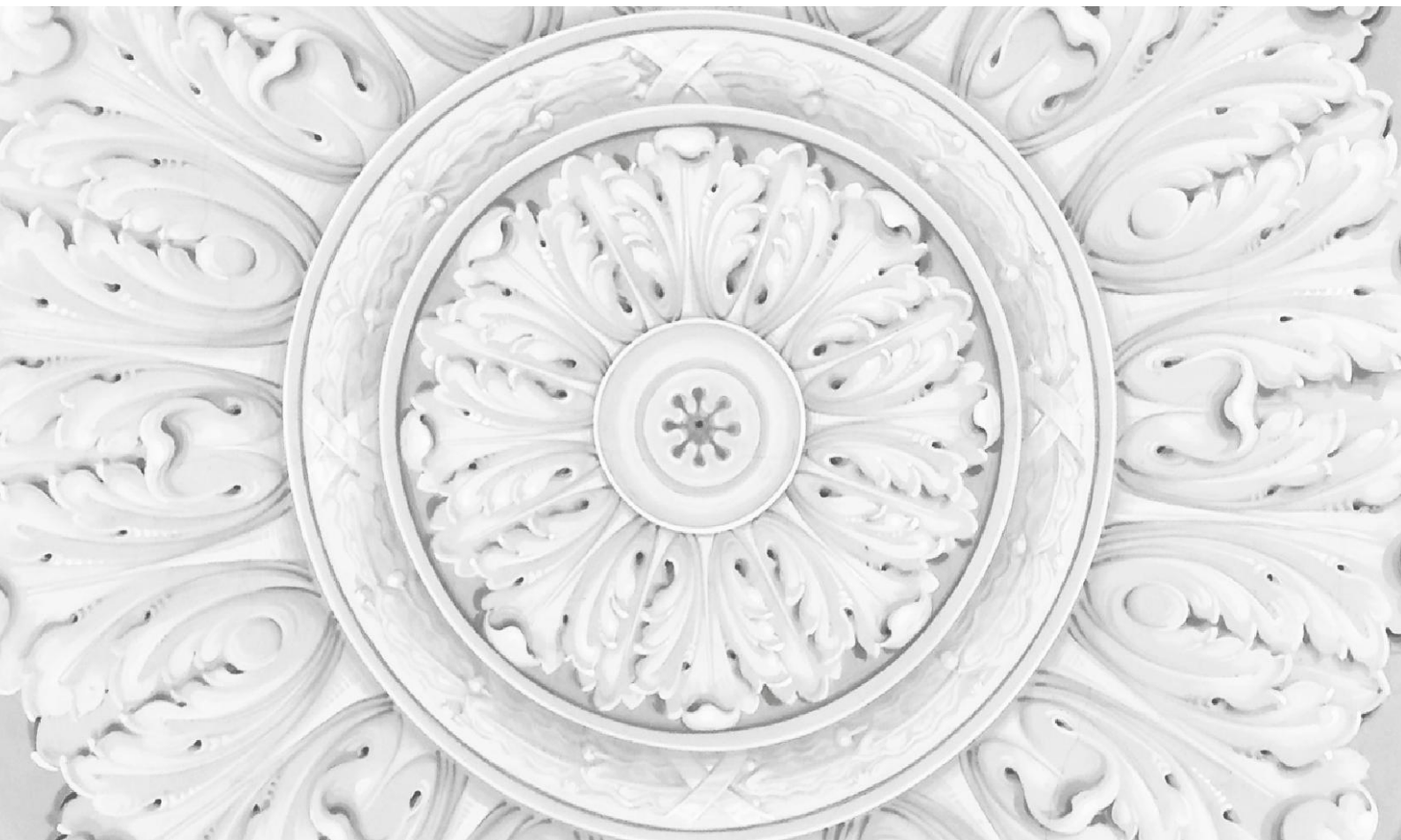




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Июнь 2018

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 4 (24)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 25.05.2018.  
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

Краткое содержание _____	3
<b>1. Итоги _____</b>	<b>5</b>
<b>1.1. Инфляция _____</b>	<b>5</b>
1.1.1. Показатели базовой инфляции указывают на повышение инфляционного давления _____	5
1.1.2. Ценовые индексы PMI: ослабление рубля нашло отражение в росте цен _____	10
1.1.3. Трендовая инфляция в апреле: среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от цели по-прежнему преобладают _____	11
1.1.4. Рост цен производителей ускорился в апреле _____	11
<b>1.2. Экономическая динамика _____</b>	<b>12</b>
1.2.1. Темп роста ВВП в I квартале ускорился _____	13
1.2.2. Промпроизводство в апреле: торможение на фоне внешнего негатива _____	14
1.2.3. Уверенный рост потребительского спроса в апреле _____	15
1.2.4. Рынок новых легковых автомобилей продолжает быстро расти _____	17
1.2.5. Ускоренный рост розничного кредитования продолжается _____	19
1.2.6. Уровень безработицы обновил очередной минимум _____	21
1.2.7. Профицит бюджетной системы наибольший с 2012 года _____	23
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки _____</b>	<b>25</b>
1.3.1. Дивергенция в росте ведущих зарубежных экономик _____	25
1.3.2. Российский финансовый рынок слабо отреагировал на ухудшение глобальной конъюнктуры _____	32
1.3.3. Цена нефти после достижения уровня 80 долл./барр. снизилась в ожидании июньской встречи стран ОПЕК+ _____	35
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы _____</b>	<b>39</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы _____</b>	<b>39</b>
2.1.1. Глобальные PMI в мае: рост в США ускоряется _____	39
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России? _____</b>	<b>40</b>
2.2.1. Индексная оценка ВВП повышена _____	40
2.2.2. Прогнозы аналитиков Bloomberg: инфляционные ожидания по-прежнему заякорены на уровне 4% _____	41
<b>3. В Фокусе. Насыщение аграрных рынков: рост объемов необходимо подкрепить повышением эффективности _____</b>	<b>43</b>

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- Инфляция в апреле–мае оставалась на пониженном уровне в годовом выражении. Однако инфляционное давление повысилось преимущественно за счет временных факторов. Экономический рост закрепился на уровне близком к потенциальному. Российский финансовый рынок продемонстрировал высокую устойчивость на фоне значительного ухудшения конъюнктуры на рынках стран с формирующимися рынками.
  - Инфляция в апреле стабилизировалась на уровне 2,4%, а в мае, вероятно, немного ускорится на фоне действия временных факторов: ослабления рубля и повышения цен на бензин. Устойчивые компоненты инфляции остаются пониженными относительно целевого уровня Банка России, однако за последнее время разрыв между ними несколько сократился. При этом на текущую динамику цен также оказывают влияние уже принятые ранее решения по денежно-кредитной политике. Среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают. Они связаны с геополитическими факторами и всплесками волатильности на мировых финансовых рынках, переходом к потребительской модели поведения за счет снижения нормы сбережений и ускоряющегося роста потребительского кредитования, повышенностью и неустойчивостью инфляционных ожиданий, ситуацией на рынке труда, неопределенностью относительно параметров налогово-бюджетных решений. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к 4%, на прогнозном горизонте.
  - Рост экономики в I квартале вернулся к уровню, соответствующему ее потенциалу. Апрельский всплеск волатильности на финансовых рынках и рост неопределенности пока не оказали значимого эффекта на экономическую динамику. Потребительский спрос по-прежнему растет, получая поддержку от продолжающегося расширения потребкредитования и сохранения высоких темпов роста реальной заработной платы на фоне роста дефицита кадров на рынке труда. Текущая статистика и опережающие индикаторы указывают на вероятность небольшого ускорения роста ВВП во втором полугодии, но в рамках оценок потенциальных темпов роста экономики.
  - Волатильность на российских финансовых рынках после апрельского всплеска вернулась к нормальным уровням. Российские рынки справились с повышенным давлением из-за роста геополитической напряженности и общего ухудшения конъюнктуры в странах с формирующимися рынками в конце апреля – начале мая. Важными предпосылками для этого стал также рост нефтяных цен.

## 2. Взгляд в будущее

- Риски для роста мировой экономики остаются значимыми. Расхождение в темпах роста США и еврозоны увеличивается, а всплеск волатильности на рынках стран с формирующимися рынками может вызвать замедление набранных в 2017 году темпов роста.
- Опережающий показатель российского ВВП указывает на небольшое ускорение роста российской экономики до конца года, который будет оставаться вблизи оценок своего потенциального уровня. При этом во II квартале возможно временное замедление годовых темпов роста из-за эффекта высокой базы прошлого года.

## 3. В Фокусе. Насыщение аграрных рынков: рост объемов необходимо подкрепить ростом эффективности

- В последние годы снижение цен на продовольствие, произошедшее в основном за счет накопленного ранее запаса доходности производителей, способствовало повышению глобальной конкурентоспособности по отдельным категориям товаров.
- Это стало основным фактором поддержания низкой продовольственной инфляции, однако в дальнейшем уровень рентабельности в сельском хозяйстве может иметь ограниченные возможности с точки зрения удержания цен и ограничения инфляционных рисков.
- Для получения устойчивых конкурентных преимуществ, которые будут способствовать развитию агропродовольственного экспорта, необходимо продолжать уделять особое внимание технологической модернизации и повышению эффективности производства.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция

Инфляция в апреле составила 2,4% г/г. Вместе с тем с поправкой на сезонность месячный рост цен ускорился до уровня, немного превышающего инфляцию 4% в расчете на год. Это произошло в основном за счет реакции цен на ослабление рубля. Устойчивые компоненты инфляции остаются на пониженных уровнях относительно целевого уровня Банка России, однако в апреле–мае разрыв между ними несколько сократился. При этом на текущую динамику цен также оказывают влияние уже принятые ранее решения по денежно-кредитной политике. Краткосрочные проинфляционные риски выросли по сравнению с началом года из-за продолжающегося повышения реальной заработной платы, которое превосходит темпы роста производительности труда, и роста цен на моторное топливо на фоне повышения мировых цен на нефть. Эти факторы позволят приблизить инфляцию к 4% быстрее, чем ожидалось ранее.

Инфляционные ожидания населения ожидаемо отреагировали повышением на ослабление рубля и рост цен на моторное топливо. Финансовые аналитики немного пересмотрели траекторию инфляции в пользу более быстрого возвращения к 4%.

Среднесрочные проинфляционные риски по-прежнему преобладают над дезинфляционными. Среди основных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, переход к потребительской модели поведения за счет снижения нормы сбережений и ускоряющегося роста потребительского кредитования, повышенность и неустойчивость инфляционных ожиданий, ситуация на рынке труда, неопределенность относительно параметров налогово-бюджетных решений.

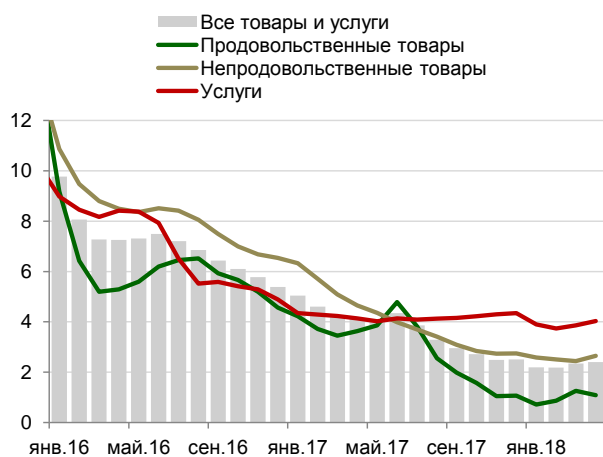
#### ***1.1.1. Показатели базовой инфляции указывают на повышение инфляционного давления***

- Годовая инфляция в апреле осталась на уровне 2,4%. Сезонно сглаженный рост потребительских цен, по нашим оценкам, ускорился до 0,36% м/м (4,4% в аннуализированном выражении) с 0,25% м/м в марте.
- Предварительная оценка роста цен за май составляет 0,4% м/м, или с учетом сезонного фактора – порядка 4,4% в аннуализированном выражении.
- Рост модифицированных показателей базовой инфляции указывает на общее повышение инфляционного давления.

- Эффект от ослабления рубля пока максимально проявился в ценах на зарубежные поездки. По остальным категориям его можно будет в полной мере оценить только через несколько месяцев.
- Снижение продовольственной инфляции обусловлено замедлением годового роста цен на плодоовощную продукцию, которое, вероятно, продолжится в мае.
- Наблюдаемая и ожидаемая населением инфляция скорректировались вверх, что было ожидаемо вследствие ослабления рубля и роста цен на бензин.

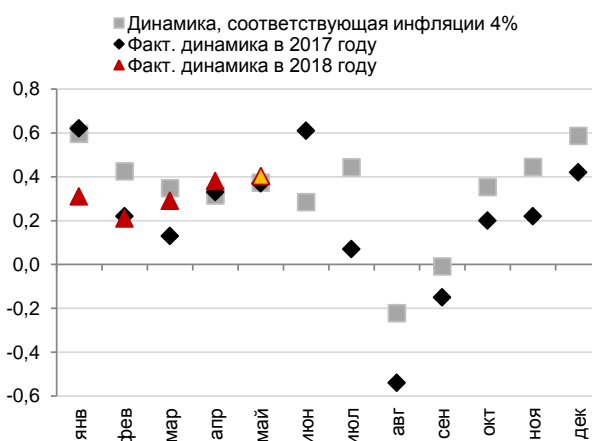
В апреле годовая инфляция составила 2,40% г/г после 2,35% г/г в марте и 2,18% г/г в феврале (Рисунок 1). Таким образом, разрыв с 4%-ным целевым уровнем продолжил сокращаться второй месяц подряд.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 2. Рост цен, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Оценка за май является предварительной.

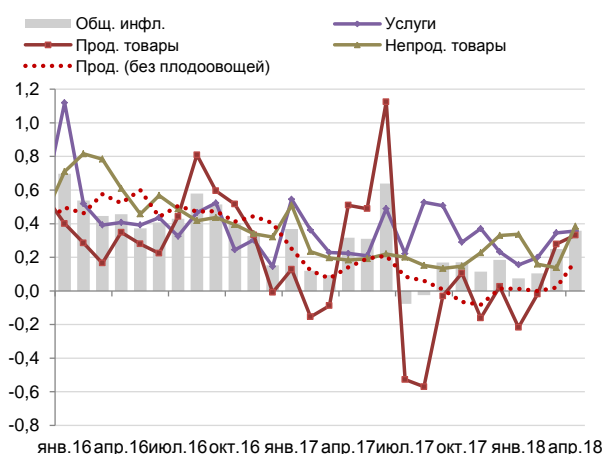
На рынке продовольственных товаров инфляция замедлилась до 1,09% г/г после 1,26% г/г в марте. Основным фактором послужила динамика цен на плодоовощную продукцию. Замедление годовых темпов роста цен на плодоовощную продукцию связано с прекращением влияния сезонного фактора, обусловленного исчерпанием запасов. В прошлом году сезонный пик цен был смещен на более поздний период из-за запаздывания поступления на рынок овощей открытого грунта в связи с неблагоприятными погодными условиями.

На рынке непродовольственных товаров инфляция ускорилась до 2,65% г/г после 2,44% в марте. До этого, за исключением символического ускорения на 0,01 п.п. в декабре 2017 года, непродовольственная инфляция непрерывно замедлялась с середины 2016 года. Что касается эффекта переноса от произошедшего ослабления рубля, то его окончательную оценку можно будет дать только через несколько месяцев, поскольку непродовольственные товары характеризуются доста-

точно большими лагами в закупках товаров. Вместе с тем в апреле сообщалось о планируемом повышении цен в связи с ослаблением рубля некоторыми автопроизводителями, а также производителями бытовой техники. Эта информация находит отражение в статистике цен за месяц: цены на легковые автомобили выросли на 0,5% м/м (после 0,2% м/м в марте), на электротовары – на 0,4% м/м (после нулевого роста в марте). При этом стоит учитывать, что такая динамика может быть обусловлена не только ослаблением рубля, но и постепенным восстановлением потребительского спроса, которое подтверждается статистикой по розничной торговле, а также рядом опросных показателей.

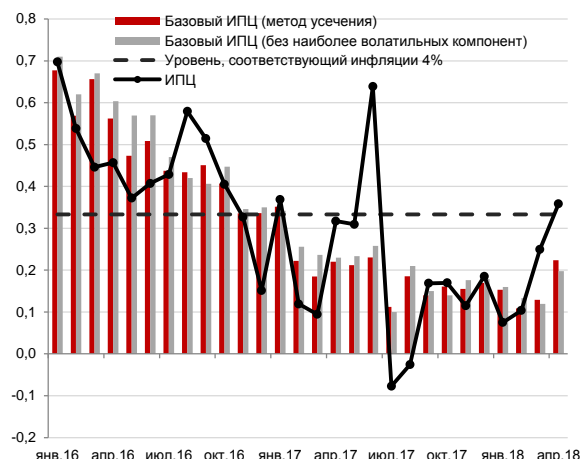
Годовые темпы роста цен на услуги в апреле ускорились до 4,03% г/г после 3,86% г/г в марте. Основным драйвером роста послужила динамика цен на услуги в сфере зарубежного туризма. Также ускорились годовые темпы роста цен на нерегулируемые виды услуг пассажирского транспорта (воздушный транспорт и проезд в междугородном автобусе). Годовые темпы роста цен на остальные категории услуг изменились незначительно.

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

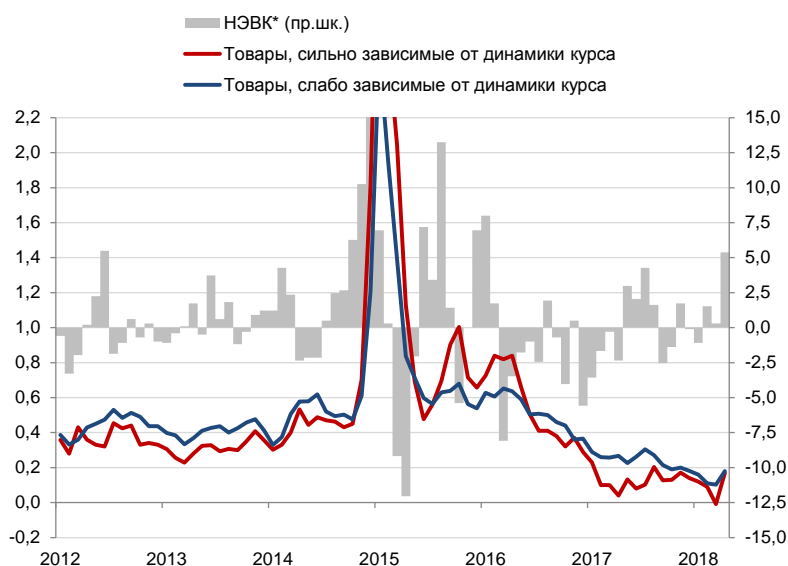


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В апреле рост потребительских цен составил 0,38% м/м, что после сезонной корректировки соответствует росту на 0,36% м/м или 4,4% в аннуализированном выражении (Рисунок 3). Сезонно сглаженный рост ускоряется второй месяц подряд. Если в марте это было обусловлено в основном ростом цен на плодоовощную продукцию, то в апреле отмечается повышение общего инфляционного давления. Это подтверждается динамикой модифицированных показателей базовой инфляции. В апреле они возросли до 0,2% м/м после 0,1% м/м в феврале–марте (Рисунок 4). Этот уровень пока все еще ниже соответствующего инфляции 4%, но апрельский всплеск может стать точкой перехода к повышательному инфляционному тренду.

На общий рост инфляционного давления, вызванный не только ослаблением рубля, указывает и ускорение роста цен товаров, слабо зависимых от динамики курса<sup>1</sup> (Рисунок 5).

**Рисунок 5. Динамика медианных значений ИПЦ и курса рубля\*, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

Инфляционные ожидания населения на год вперед и наблюдаемая инфляция в мае скорректировались вверх до уровня марта, что ожидаемо ввиду возросшей курсовой волатильности (Рисунок 6). Кроме того, значительное влияние на оценки оказал рост цен на бензин: именно его респонденты отмечали как максимально ощутимый за прошедший месяц. Большинство респондентов по-прежнему ожидают сохранения инфляции на текущем уровне в будущем. Разрыв между наблюдаемой и ожидаемой инфляцией сохраняется на минимальном околонулевом уровне. Это указывает на то, что респонденты не ожидают дальнейшего замедления инфляции.

Согласно данным Росстата, за период с 22 по 28 мая потребительские цены выросли на 0,09% после роста на 0,12% за предыдущие семь дней. Предварительная оценка роста цен за май составляет 0,4% м/м (Рисунок 2) или с учетом сезонного фактора – порядка 4,4% в аннуализированном выражении.

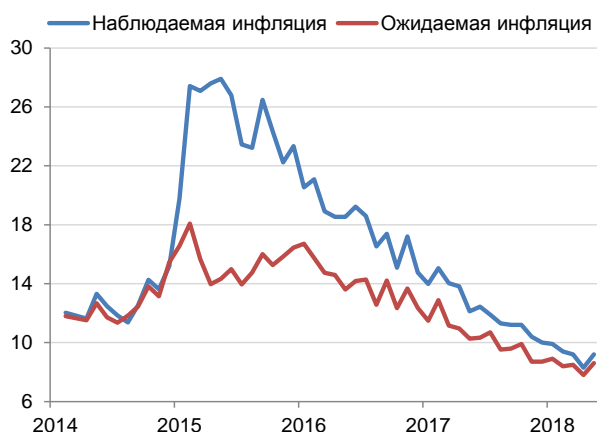
Цены на плодоовощную продукцию в среднем практически не изменились после снижения в течение двух предыдущих недель (Рисунок 7). Такая динамика обусловлена удешевлением огурцов и помидоров и низким ростом цен на овощи «борщевого набора»<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Рассматривались подкомпоненты ИПЦ соответствующего уровня дезагрегации, за исключением плодоовощной продукции и регулируемых тарифов.

<sup>2</sup> В данном случае к овощам «борщевого набора» относятся картофель, капуста, лук и морковь.

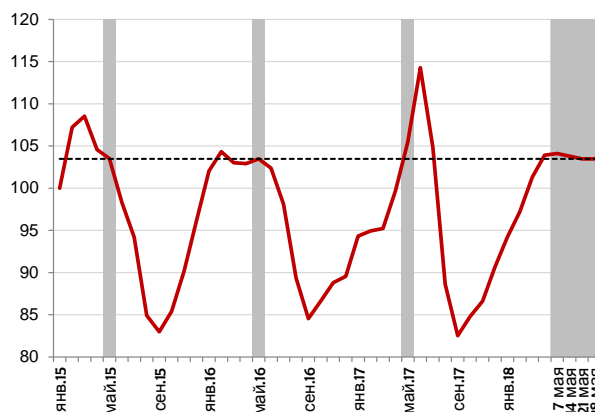


**Рисунок 6. Динамика инфляционных ожиданий населения, %**



Источник: инфОМ.

**Рисунок 7. Динамика индекса цен на плодоовощную продукцию**

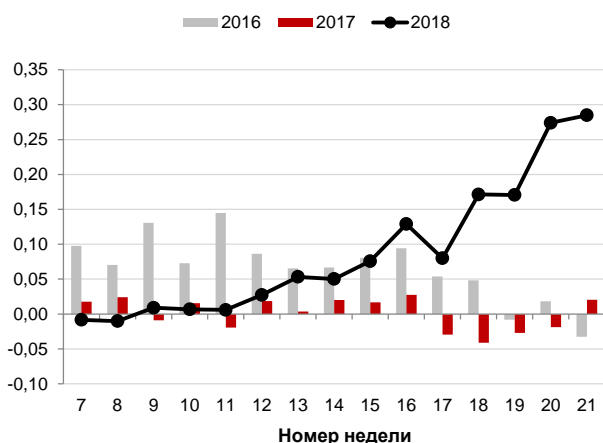


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

100 – январь 2015 года. До мая 2018 года – месячные данные, далее – недельные.

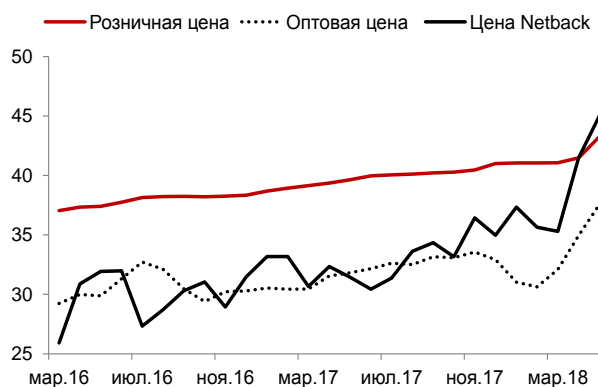
Темп роста цены корзины, наблюдаемой на недельной основе, без учета плодоовощной продукции ускорился (Рисунок 8). Значительный вклад вносит динамика цен на бензин и дизельное топливо. Розничные цены догоняют оптовые, которые сильно выросли под влиянием ослабления рубля и роста мировых цен на нефть. Текущая розничная цена на нефтепродукты сейчас ниже уровня экспортного нетбэка<sup>3</sup> (Рисунок 9). Такая тенденция увеличивает привлекательность экспорта и создает значительное давление на потребительские цены.

**Рисунок 8. Рост цен недельной корзины товаров и услуг (исключая плодоовощи), %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 9. Цена на бензин марки АИ-95, руб./литр**



Источники: СПбМТСБ, Росстат, расчеты ДИП.

<sup>3</sup> Уровень цены, обеспечивающий для производителя равную доходность поставок на внешний и внутренний рынки с учетом экспортной пошлины и транспортных расходов.

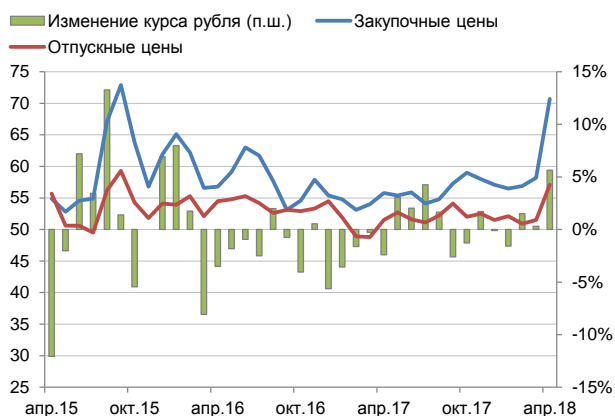
Для снижения давления на внутренние цены правительство приняло решение о снижении акцизов с 1 июня 2018 г. на 3000 руб. за тонну на бензин и на 2000 руб. за тонну – на дизельное топливо, а также об отмене утвержденного в прошлом году повышения акцизов в июле 2018 г. на 700 рублей. Эти меры будут способствовать замедлению роста розничных цен на топливо.

Действие бюджетного правила, с одной стороны, уменьшает волатильность инфляции, так как сглаживает изменения курса рубля. С другой стороны, эффект частично нивелируется ростом волатильности внутренних рублевых цен на нефть: изменение мировых нефтяных цен в меньшей степени компенсируется курсовой динамикой.

### 1.1.2. Ценовые индексы PMI: ослабление рубля нашло отражение в росте цен

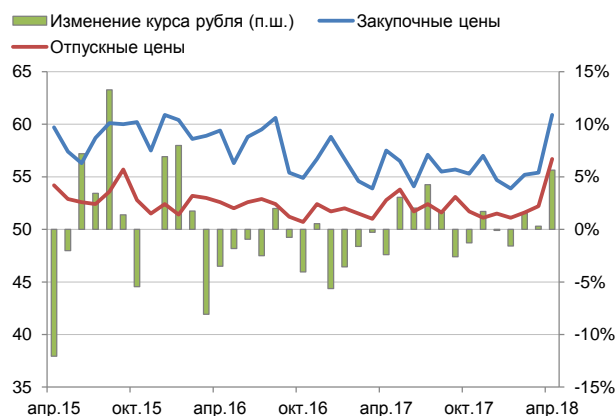
- Ослабление рубля в апреле привело к росту стоимости импортного сырья и, соответственно, индексов закупочных цен PMI до локальных максимумов.
- Компании предпочли сразу перенести рост издержек в отпускные цены. Однако после стабилизации курса ценовые индексы в мае вряд ли останутся на повышенных уровнях.
- Проинфляционные риски со стороны рынка труда сохраняются. Ослабление рубля было не единственным фактором роста издержек компаний. Респонденты отмечают рост заработной платы на фоне продолжающегося роста занятости в сфере услуг.

**Рисунок 10. Ценовые индексы PMI в обработке, пункты**



Источник: IHS Markit.

**Рисунок 11. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пункты**

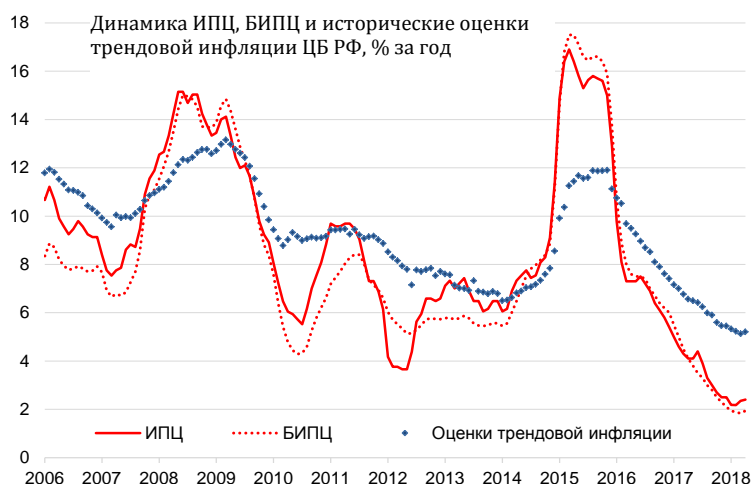


Источник: IHS Markit.

### 1.1.3. Трендовая инфляция в апреле: среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от цели по-прежнему преобладают

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в апреле 2018 года вернулась к уровню февраля и составила 5,2% после 5,1% в марте. Это первое повышение оценки с ноября 2015 года.
- Рост трендовой инфляции, вероятно, носит временный характер, поскольку связан главным образом с относительно высокой чувствительностью показателя к изменению цен товаров, зависящих от цен на нефть и валютного курса.
- Текущее значение трендовой инфляции представляется повышенным из-за наблюдавшихся на ретроспективе сравнительно более высоких уровней инфляции, а также инерционности данного показателя по построению.
- Повышенные уровни трендовой инфляции свидетельствуют о том, что на среднесрочном горизонте риски отклонения годовой инфляции вверх от 4% по-прежнему преобладают над рисками отклонения инфляции вниз.

**Рисунок 12. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % г/г**



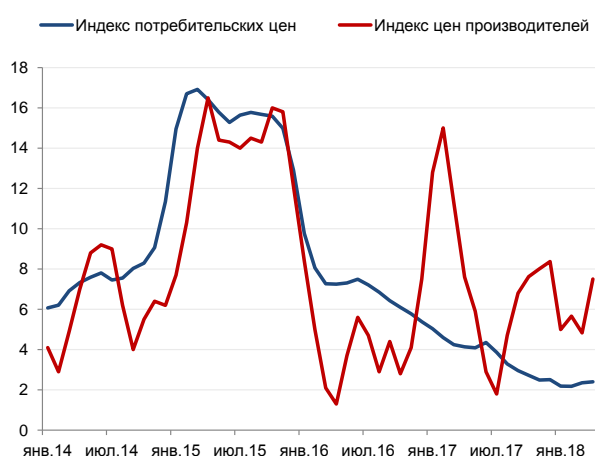
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.1.4. Рост цен производителей ускорился в апреле

- По данным Росстата, в апреле годовые темпы роста цен производителей составили 7,5% г/г после 4,8% г/г в марте (Рисунок 13).
- Значительное ускорение годовых темпов роста цен производителей наблюдалось в отраслях, связанных с энергоресурсами (добыча нефти и природного газа, производство нефтепродуктов, металлургическое производство), что обусловлено ростом мировых цен на нефть на фоне ослабления рубля. Темпы роста цен производителей в остальных отраслях изменились незначительно.

- Сдерживающее влияние на рост цен производителей нефтепродуктов должно оказать снижение акцизов на бензин и дизельное топливо.
- Темпы роста цен производителей многих потребительских товаров продолжают оставаться ниже темпов роста потребительских цен, хотя разрыв в их динамике постепенно сокращается (Рисунок 14).

**Рисунок 13. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 14. Изменение цен на некоторые товары<sup>4</sup> в апреле, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 1.2. Экономическая динамика

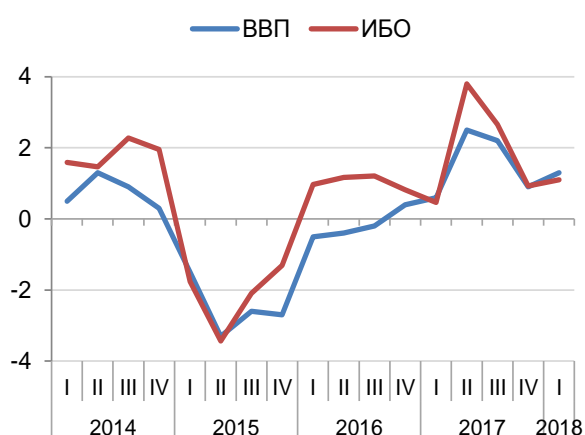
Рост российской экономики вернулся в начале года к уровню, близкому к потенциальному. Текущие макроэкономические индикаторы указывают на небольшое ускорение роста экономики во II-III кварталах 2018 года. Вместе с тем, во II квартале ожидается временное замедление годового темпа роста ВВП из-за эффекта высокой базы прошлого года. Потребительский спрос остается одним из основных факторов на фоне продолжающегося снижения уровня безработицы и увеличения реальной заработной платы. Апрельское ослабление рубля и рост неопределенности не оказали значимого эффекта на динамику экономической активности.

<sup>4</sup> В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясoproductы, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, трикотажные изделия, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 32% от потребительской корзины.

### 1.2.1. Темп роста ВВП в I квартале ускорился

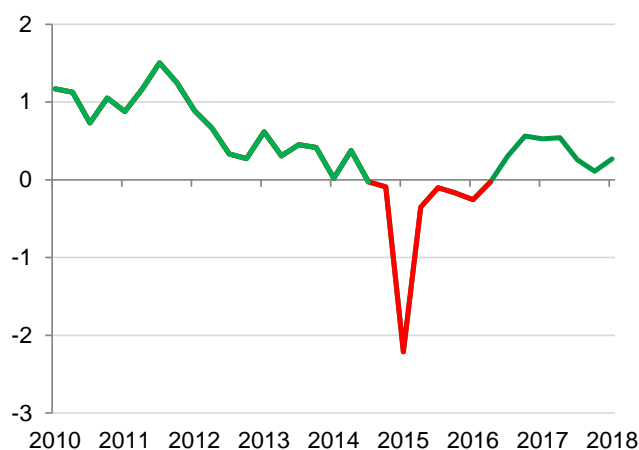
- По предварительной оценке Росстата, рост ВВП в I квартале составил 1,3% г/г (после 0,9% г/г в IV квартале 2017 года<sup>5</sup>), что лишь немногим меньше оценки Департамента исследований и прогнозирования (ДИП) за аналогичный период.
- Данный рост согласуется с динамикой индекса выпуска продукции базовых отраслей (Рисунок 15).
- Улучшение произошло и на уровне сезонно сглаженных темпов роста к/к: по нашим оценкам, ускорение роста ВВП до 0,3% к/к в I квартале после 0,1% к/к в IV квартале 2017 года (Рисунок 16). Этот результат достаточно близок к данной нами ранее индексной оценке прироста ВВП с поправкой на сезонность (0,35% к/к SA).
- Оценка сезонно сглаженного роста ВВП пока является предварительной. В частности, она исходит из того, что Росстатом не производился пересмотр динамики ВВП на ретроспективе при формировании оценки за I квартал.
- В пользу ускорения роста ВВП говорят и текущие основные макроиндикаторы: улучшению могло способствовать снижение отрицательного вклада чистого экспорта при стабилизации инвестиционной динамики.
- Различные предварительные оценки указывают на сохранение высоких темпов роста как инвестиционного, так и потребительского импорта в I квартале – начале II квартала, что свидетельствует о благоприятной динамике внутреннего спроса.

Рисунок 15. Динамика индекса физического объема ВВП и ИБО, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Динамика ВВП в постоянных ценах (сезонность устранена), % к/к



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>5</sup> По оценке на 2 апреля.

### 1.2.2. Промпроизводство в апреле: торможение на фоне внешнего негатива

- По оценкам Росстата, промышленное производство в апреле выросло на 0,5% м/м (с сезонной корректировкой), или на 1,3% г/г. В то же время оценки ДИП показывают маргинальное снижение на 0,1% м/м.
- Наши оценки говорят об ослаблении в динамике трендовой компоненты роста промышленного производства (до 0,1% м/м), возможно, из-за негативного влияния курсовой волатильности и общего негативного внешнего фона апреля.
- Замедление наблюдается как в добыче, так и в обрабатывающем секторе.

Росстат зафиксировал рост индекса промышленного производства по итогам апреля: на 0,5% м/м (с сезонной корректировкой), или на 1,3% г/г. Годовые темпы роста оказались ниже, чем в январе–марте (+1,9% г/г), а динамика за первые четыре месяца вышла на уровень +1,8% г/г.

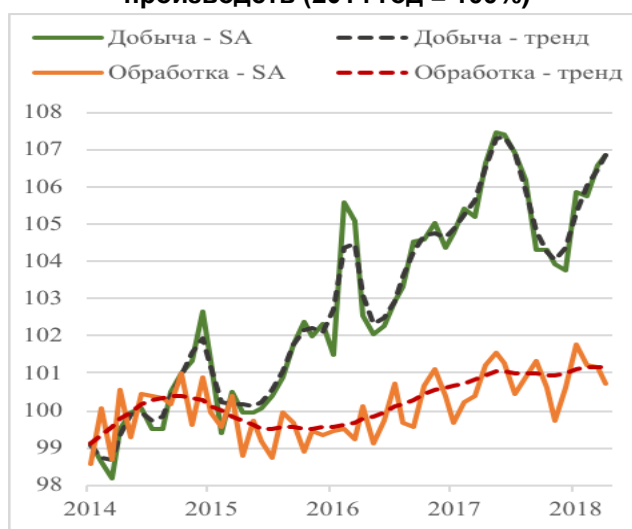
Оценки ДИП оказались менее позитивными: мы фиксируем маргинальное снижение на 0,1% м/м (также с сезонной корректировкой, Рисунок 17). Главным драйвером снижения стал обрабатывающий сектор: индекс физических объемов сократился здесь на 0,4% м/м (оценка ДИП). В то же время добыча полезных ископаемых выросла на 0,3% м/м, несмотря на негативный новостной фон апреля. Тревожным сигналом является торможение темпов роста трендовой компоненты в двух главных подотраслях промышленного производства (Рисунок 18).

Рисунок 17. Динамика индекса промышленного производства (2014 год = 100%)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2014 год = 100%)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Пока мы не видим спада в этих отраслях, но их рост определенно стал менее уверенным. Негативный вклад в динамику промышленного производства могли внести новые ограничения со стороны США и последовавшее за этим ослабление рубля. Тем не менее значительной реакции на уровне всей промышленности пока не наблюдается, а достаточно быстрая стабилизация ситуации на финансовых рынках и снижение показателей волатильности говорят в пользу ограниченного воздействия текущего пакета ограничений на экономическую динамику.

Ослабление растущего тренда в обработке связано с тем, что в отраслях, являющихся драйверами роста (пищевой промышленности, химической промышленности, автомобилестроении, производстве резиновых и пластмассовых изделий), в последние месяцы положительная динамика выпуска приобретает все менее устойчивый характер. Кроме того, сдерживающее влияние на показатели обрабатывающего сектора в целом по-прежнему оказывают негативный тренд в металлургии и стагнация в нефтепереработке.

В мае и июне годовые темпы роста промышленного производства и, следовательно, темпы роста ВВП за II квартал могут снизиться на фоне высокой базы прошлого года. Рост промышленного производства ускорился до 5,6% в мае 2017 года, поэтому за счет статистического эффекта годовая динамика может временно ухудшиться в мае-июне этого года.

### ***1.2.3. Уверенный рост потребительского спроса в апреле***

- Рост розничного товарооборота в апреле ускорился до 2,4% г/г после 2,0% г/г в марте на фоне ускорения роста продаж непродовольственных товаров. С поправкой на сезонный и календарный факторы темп роста оборота розничной торговли в апреле составил 0,3% м/м, не изменившись по сравнению с мартом.
- Розничный товарооборот поддерживается ростом реальных располагаемых доходов населения и ускорением роста необеспеченного потребительского кредитования.
- Текущие темпы роста потребительского спроса уже не оказывают сдерживающего влияния на инфляцию, а их дальнейшее ускорение является одним из основных инфляционных рисков.

В апреле, по данным Росстата, темп роста розничного товарооборота ускорился до 2,4% г/г после 2,0% г/г в марте. Темп роста продаж продовольственных товаров стабилизировался на уровне 2,0% г/г, а непродовольственных товаров ускорился до 2,7% г/г после 1,8% г/г в прошлом месяце (Рисунок 19). С поправкой на сезонный и календарный факторы темп роста оборота розничной торговли, по нашим оценкам, остался на мартовском уровне 0,3% м/м, или 3,6% в аннуализиро-

ванном выражении (Рисунок 20). Рост потребительских расходов в марте–апреле ускорился по сравнению с концом 2017 года.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 20. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 года = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Динамика розницы поддерживается ростом реальных располагаемых доходов населения, которые увеличились на 5,7% г/г после 4,1% г/г в прошлом месяце (Рисунок 21). Также росту продаж способствует продолжающееся наращивание объемов потребительского кредитования (Рисунок 22).

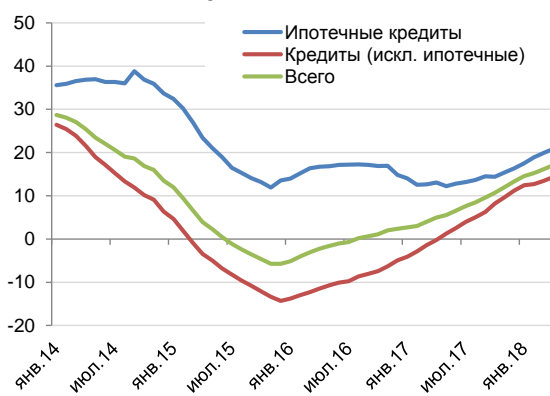
**Рисунок 21. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

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

**Рисунок 22. Динамика рублевых кредитов физлицам, % г/г**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

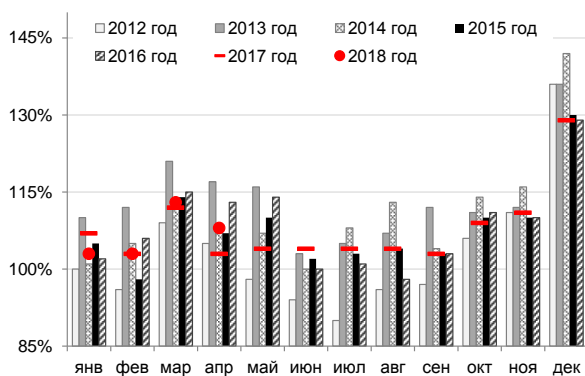
Рост повседневных расходов подтверждается и данными исследовательского холдинга «Ромир»<sup>6</sup>. Реальные расходы населения в апреле 2018 года оказались выше апрельских уровней предыдущих трех лет (Рисунок 23).

<sup>6</sup> Исследовательский холдинг «Ромир». [«Традиционная апрельская экономия»](#). 10.05.2018.



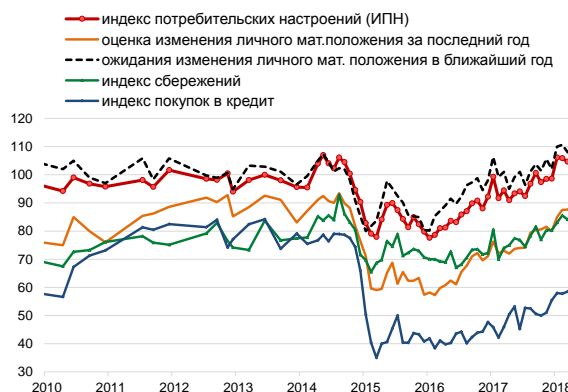
В мае потребительские настроения населения, согласно результатам ежемесячного опроса ООО «инФОМ»<sup>7</sup>, в целом изменились несущественно по сравнению с апрелем (Рисунок 24). Ожидания относительно будущих доходов продолжили немного улучшаться: соответствующий индекс обновил максимальное значение с начала ведения опроса (с 2010 года). Вместе с тем ухудшились оценки текущего материального положения, как и оценка благоприятности текущего времени для крупных покупок. Сохранение позитивных настроений потребителей в целом, увеличение реальных доходов и продолжающийся рост розничного кредитования будут поддерживать расширение потребительского спроса в следующие месяцы. Текущая динамика потребительского спроса не является ограничивающим фактором.

**Рисунок 23. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (январь 2012 года = 100%)**



Источник: Ромир.

**Рисунок 24. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов**



Источник: опрос «инФОМ».

#### 1.2.4. Рынок новых легковых автомобилей продолжает быстро расти

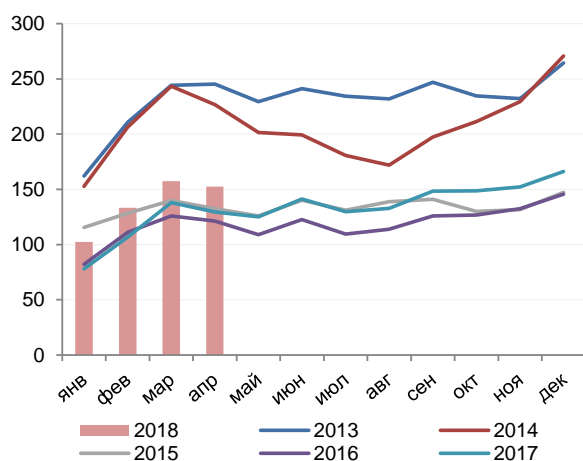
- В апреле 2018 года продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей незначительно выросли (+0,1% м/м).
- Объем производства новых легковых автомобилей по итогам I квартала 2018 года увеличился практически на 20% г/г.
- Импортные поставки за январь–март 2018 года выросли в 1,5 раза по сравнению с прошлым годом, тогда как экспорт за этот же период упал на 16% г/г.
- На фоне роста курса доллара США в апреле потребительские цены на новые автомобили иностранных марок выросли.

<sup>7</sup> По оперативным данным за май.

Согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ) в апреле 2018 года продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей выросли на 17,7% г/г (Рисунок 25). Таким образом, на рынке сохраняется устойчивый тренд на восстановление. По итогам первых четырех месяцев объем реализации новых автомобилей увеличился на 20,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

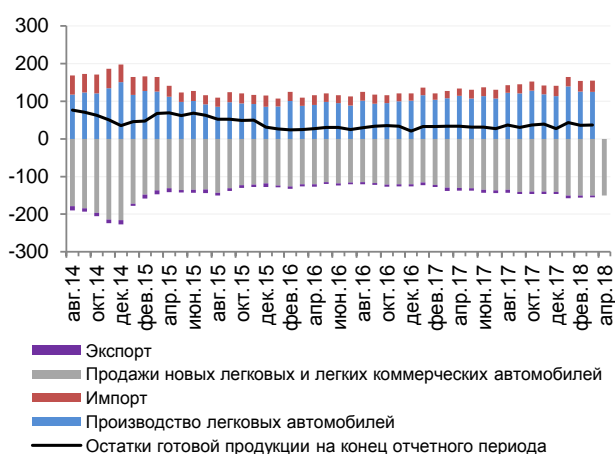
По сравнению с мартом спрос на рынке увеличился незначительно: после устранения сезонного и календарного эффекта рост составил 0,1% м/м<sup>8</sup> (Рисунок 26). Участники рынка отмечают повышение интереса покупателей на фоне апрельского ослабления рубля. Однако это существенно не сказалось на росте объемов продаж.

**Рисунок 25. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс штук**



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

**Рисунок 26. Составляющие спроса (-) и предложения (+) на рынке автомобилей в РФ, сезонность устранена, тыс штук**



Источники: АЕБ, расчеты ДИП, Росстат.

Согласно данным Росстата объем производства легковых автомобилей по итогам I квартала 2018 года вырос на 19,9% г/г, продолжая быть одним из драйверов роста обрабатывающей промышленности. Импортные поставки, по данным Федеральной таможенной службы (ФТС) за I квартал 2018 года, также продолжают значительно увеличиваться: за этот же период объемы импорта выросли практически на 50% г/г. В то же время объемы экспорта новых автомобилей снизились на 16,2% г/г.

По данным Росстата темпы роста потребительских цен на новые легковые отечественные автомобили и на легковые автомобили иностранных марок в апреле снова превысили уровень инфляции в годовом выражении (3,31% и 3,77% против 2,4% соответственно). Заметный рост потребительских цен на легковые автомобили иностранных марок связан с колебаниями курса в апреле текущего года.

<sup>8</sup> Приведенная оценка сезонности, вероятно, в недостаточной степени учитывает изменение характера сезонности после 2013 года. В результате получаемые оценки скорее всего несколько занижены.

На фоне апрельского роста курса доллара ряд автопроизводителей планирует в мае скорректировать цены на свою продукцию в силу присутствия в структуре затрат импортной составляющей, однако этот рост, по оценкам представителей производителей не будет значительным (1–2% по данным ПАО «АВТОВАЗ»).

Ослабление рубля в конце 2014 года сопровождалось быстрым ростом цен на новые автомобили. Данная динамика помимо корректировки цен из-за роста валютной себестоимости, отчасти объяснялась повышением стоимости автомобилей в силу быстро растущего спроса на фоне колебаний курса и потребительской неопределенности. Эффект от колебаний курса доллара на динамику цен производителей в текущей ситуации, по нашему мнению, в целом будет умеренным.

### **1.2.5. Ускоренный рост розничного кредитования продолжается**

- Ускорение роста розничного кредитования продолжается. Прирост рублевых кредитов физическим лицам установил очередной локальный максимум – 1,7% м/м за счет ускорения как ипотечного, так и потребительского кредитования.
- Рублевое кредитование нефинансовых организаций выросло на 1,2% м/м при заметном сокращении валютного кредитования, что указывает на его замещение рублевыми кредитами.

В апреле продолжился бум розничного кредитования. По нашим оценкам, рублевый кредитный портфель вырос на 1,7% м/м<sup>9</sup>, установив очередной локальный максимум в текущей фазе экономического роста (Рисунок 29). Рост несколько ускорился во всех сегментах кредитования физических лиц (Рисунок 28). Ипотечный портфель растет темпами 2% м/м, потребительское кредитование – 1,4% м/м, что несколько превышает текущие темпы роста заработной платы (12,1% г/г за январь–апрель). В то же время с учетом снижения реальных процентных ставок ускорение роста кредитования может происходить при неизменной или даже снижающейся долговой нагрузке (Рисунок 29).

Рублевые кредиты нефинансовым организациям в апреле продолжили уверенный рост (+1,2% м/м). Однако валютная составляющая значительно сократилась (с поправкой на динамику валютного курса), что может свидетельствовать о продолжении замещения корпоративных валютных кредитов рублевыми, в том числе благодаря пруденциальным мерам Банка России по ограничению валютного кредитования. Долларизация кредитов нефинансовым организациям в апреле продолжила снижаться (с поправкой на курс) (Рисунок 30).

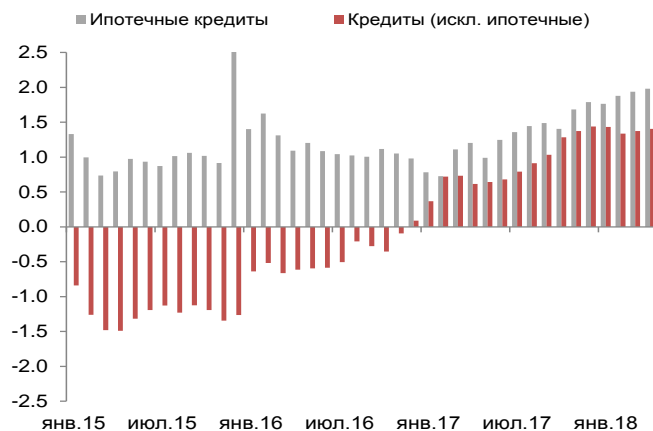
<sup>9</sup> Здесь и далее – после поправки на сезонность, если не сказано иное.

**Рисунок 27. Динамика роста рублевого кредитного портфеля, % м/м (с устранением сезонности)**



Источники: расчеты Банка России.

**Рисунок 28. Динамика роста сегментов кредитного портфеля, % м/м (с устранением сезонности)**



Источники: расчеты Банка России.

Доля просроченной задолженности по итогам апреля сократилась с 6,7 до 6,4% в розничном портфеле и осталась на уровне 6,9% в корпоративном кредитном портфеле в значительной степени из-за динамики показателей крупных банков, проходящих процедуру финансового оздоровления. Похожая динамика наблюдалась после кризиса 2009 года – тогда просроченная задолженность в розничном кредитовании также снижалась быстрее и опустилась ниже уровня просроченной задолженности в корпоративном кредитном портфеле.

**Рисунок 29. Динамика РТИ при средних параметрах кредита и размера доходов (на март каждого года)**

	фиксированный на начало 2014 г. размер зарплаты	средний размер зарплаты в РФ по данным Росстата
2014	14.8	14.1
2015	16.1	14.1
2016	14.8	12.5
2017	14.2	11.2
2018	13.5	9.8

Примечание: срок кредитования – 3,5 года (медиана потребительских кредитов по данным Синяков, Мамед-ли «Потребительское кредитование в России: перспективы и риски на основе обследования домашних хозяйств»), размер кредита – 130 тыс. руб. – средний размер кредита в 2015 году (по данным НБКИ).

Источники: расчеты Банка России.

**Рисунок 30. Динамика долларизации кредитов нефинансовым организациям, %**



Источники: расчеты Банка России.

### 1.2.6. Уровень безработицы обновил очередной минимум

- Уровень безработицы продолжает обновлять минимальные значения, опустившись в апреле до 4,75% (с учетом сезонной корректировки) на фоне роста спроса на труд.
- Рост номинальной заработной платы в марте замедлился, как в частном, так и в государственном секторе, но держится на повышенном уровне.
- В марте номинальная заработная плата «указников» перешла к снижению (-0,6% м/м), что, вероятно, указывает на то, что значительный рост заработной платы в январе–феврале отчасти был следствием единоразовых выплат.

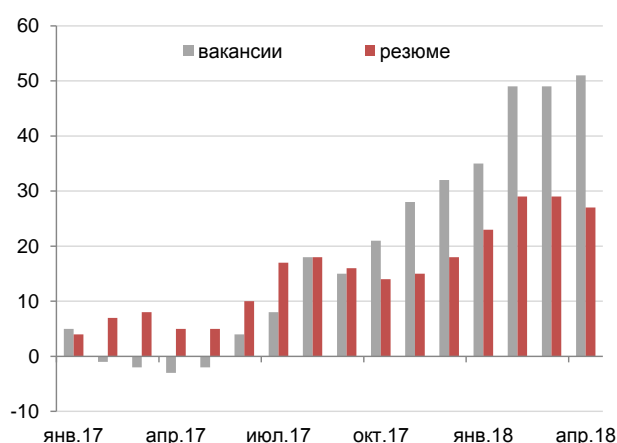
В апреле уровень безработицы составил 4,9% против 5,0% месяцем ранее. С исключением сезонной компоненты показатель опустился с 4,80 до 4,75% (Рисунок 70). С высокой вероятностью уровень безработицы сохранится на низком уровне, чему будут способствовать демографическая ситуация<sup>10</sup> и растущий вместе с экономикой спрос на труд. По данным компании HeadHunter, количество вакансий растет практически в два раза быстрее, чем количество резюме: 51% г/г против 27% г/г (Рисунок 32). Соответственно соотношение количества резюме к количеству вакансий<sup>11</sup> на сайте hh.ru снизилось до 6,2 в апреле 2018 г. с 7,4 в апреле 2017 г., причем снижение произошло практически по всем профессиональным областям. Прирост вакансий наблюдался во всех профессиональных областях без исключения, что служит сигналом общего роста спроса на рабочую силу.

**Рисунок 31. Уровень безработицы и ее естественный уровень, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 32. Прирост вакансий за текущий месяц (май), %г/г**



Источники: hh.ru.

<sup>10</sup> По оценкам ДИП, в ближайшие пять лет численность экономически активного населения в среднем будет сокращаться на 0,5 п.п. ежегодно.

<sup>11</sup> hh.индекс - показывает дефицитность специалистов через отношение количества активных резюме к вакансиям.

На фоне снижения уровня безработицы заработная плата продолжает расти высокими темпами. По предварительной оценке Росстата, номинальная заработная плата в апреле выросла на 10,4% г/г, реальная – на 7,8% г/г, замедлившись по сравнению с мартом (Рисунок 33). Оценки роста номинальной и реальной заработной платы за март были пересмотрены с 9,0 до 11,3% г/г и с 6,5 до 8,7% г/г соответственно. Последние четыре месяца Росстат неизменно пересматривал вверх свои предварительные оценки, поэтому существует высокая вероятность того, что рост заработной платы в апреле окажется наравне или даже выше мартовского.

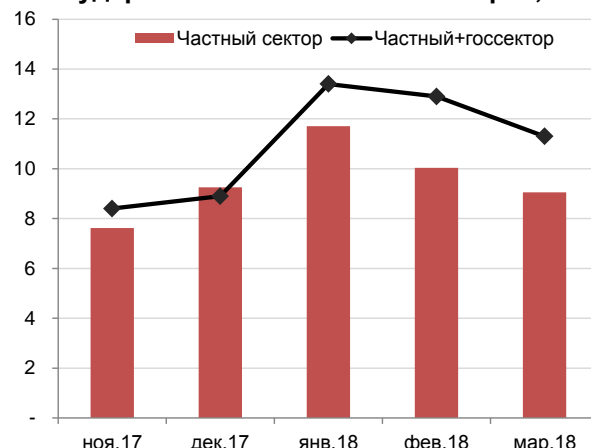
Несмотря на текущее замедление, рост зарплат в госсекторе по-прежнему остается на высоком уровне (Рисунок 34). Всплеск роста в начале года частично был вызван различными единоразовыми перечислениями, но выполнение «майских указов» 2012 года и индексация заработной платы остальным бюджетникам будут, по нашим оценкам, поддерживать рост заработной платы в госсекторе выше среднего по стране.

**Рисунок 33. Номинальные и реальные зарплаты, %г/г**



Источники: Росстат

**Рисунок 34. Номинальные зарплаты в государственном и частном секторах, %г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

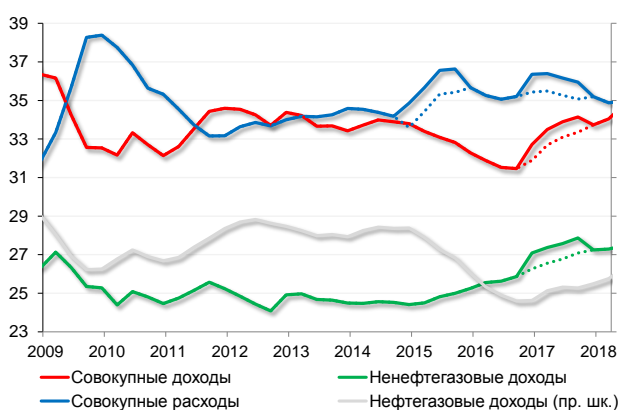
Учитывая растущий спрос на труд и снижающуюся безработицу, мы приходим к выводу о том, что рост заработной платы в частном секторе будет оставаться высоким, выступая одним из факторов ускорения инфляции на данный момент. Рост номинальной заработной платы в частном секторе после ускорения почти до 12% в январе постепенно снижается, но остается близким к 10% (Рисунок 34). В мае рост заработной платы может ускориться, поскольку 1 мая 2018 года осуществился второй этап повышения минимального размера оплаты труда (МРОТ), который, согласно оценкам ДИП, может добавить еще от 1,5 до 3,0 п.п. к годовой динамике заработной платы.

### 1.2.7. Профицит бюджетной системы наибольший с 2012 года

- В I квартале 2018 года доходы выросли на 1,3 п.п. ВВП, в том числе нефтегазовые – на 1,1 п.п. в результате повышения цены нефти и нефтегазовые – на 0,2 п.п. из-за роста поступлений по налогам на труд.
- Расходы в I квартале снизились на 1,3 п.п. ВВП, в том числе на 1,1 п.п. из-за эффекта высокой базы (единоразовая выплата пенсии в январе 2017 года) и на 0,3 п.п. вследствие снижения объема капитальных вложений.
- Профицит в размере 3,2% ВВП в I квартале 2018 года вызвал сокращение государственного долга до 13,9% ВВП и рост Фонда национального благосостояния (ФНБ) до 5,7% ВВП. Действие бюджетного правила оказало сдерживающее влияние на внутренний спрос, не допуская перегрева экономики в результате роста цен на нефть. Сдерживающее влияние оказал также эффект базы.
- Изменения в закон о бюджете на 2018 год предполагают пересмотр вверх нефтегазовых доходов и расходов на 0,06 трлн руб.; нефтегазовых доходов и поступлений в ФНБ – на 1,76 и 2,21 трлн руб. соответственно с финансированием разницы в 0,45 трлн руб. дополнительными займами и остатками средств.

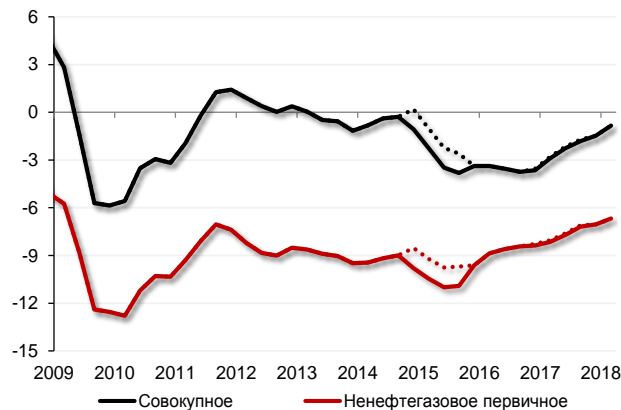
**Пересмотр данных за 2017 год.** В мае, как и ожидалось, доходы (страховые взносы и прочие поступления во внебюджетные фонды) и расходы (социальные) бюджетной системы за 2017 год были существенно пересмотрены вверх (на 0,45 п.п. ВВП) без изменения величины дефицита (-1,5% ВВП)<sup>12</sup> (Рисунок 35, Рисунок 36). Также мы пересмотрели вверх вклад улучшения собираемости налогов в рост доходов в 2017 году до 0,5 п.п. ВВП (1,3 п.п. за 2014–2017 годы).

**Рисунок 35. Основные показатели бюджетной системы (% ВВП, скользящие за 4 квартала)**



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

**Рисунок 36. Сальдо бюджетной системы (% ВВП, скользящее за 4 квартала)**



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

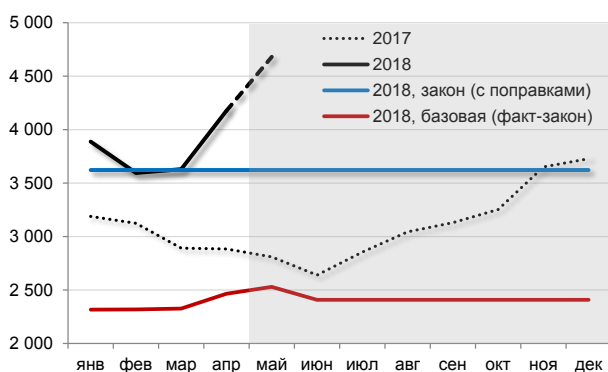
\* Пунктиром обозначены оценки без учета крупных однократных факторов: докапитализации банков в IV квартале 2014 года и расходов на досрочное погашение кредитов ОПК и приватизации Роснефти в IV квартале 2016 года.

<sup>12</sup> См. подраздел 1.2.6. «Бюджет может стать профицитным в 2018 году» в бюллетене «О чем говорят тренды» за март 2018 года (№22).

**I квартал 2018 года. Доходы.** Доходы бюджетной системы в январе–марте 2018 года выросли на 1,3 п.п. ВВП г/г<sup>13</sup>. Из них 1,1 п.п. пришлось на нефтегазовые поступления благодаря росту цены нефти Urals на 25% г/г в долларовом эквиваленте и на 21% г/г – в рублевом (Рисунок 37) при снижении на 1% объемов нефтяных добычи и экспорта. Еще 0,2 п.п. ВВП роста доходов обеспечило увеличение нефтегазовых доходов вследствие опережающего роста поступлений по налогам на труд (+0,6 п.п. ВВП) в условиях сопоставимо заметного роста оплаты труда (+13% г/г).

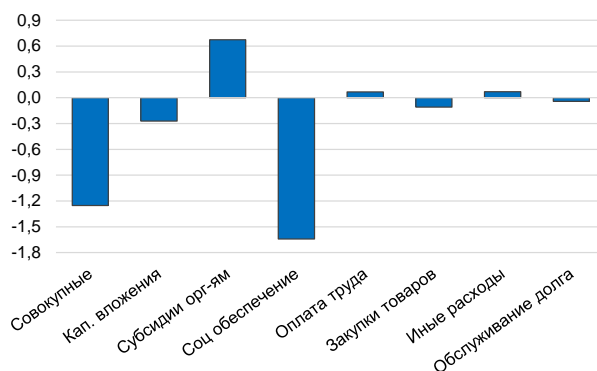
**Расходы.** Расходы в I квартале 2018 года снизились на 1,3 п.п. ВВП г/г, но с поправкой на единоразовую выплату пенсии в январе 2017 года – на 0,2 п.п. По экономической классификации расходов помимо социальных выплат населению заметно снизился объем капитальных вложений (-0,3 п.п. ВВП) (Рисунок 38). Также снизились расходы на обслуживание долга регионов (-0,05 п.п. ВВП).

**Рисунок 37. Месячная рублевая цена барреля нефти Urals в 2017-2018 годах**



Источники: Банк России, Минфин России, расчеты ДИП.

**Рисунок 38. Изменение расходов бюджетной системы по экономической классификации в I квартале 2018 года, п.п. ВВП г/г**



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

**Сальдо бюджетной системы.** Рост доходов и снижение расходов позволили закончить I квартал 2018 года с профицитом 3,2% ВВП, что на 2,5 п.п. выше, чем в I квартале 2017 года, и является наибольшей величиной с 2012 года. Это позволило сократить государственный долг и продолжить накопление средств в Фонде национального благосостояния (ФНБ).

**Влияние на рост ВВП.** Действие бюджетного правила оказало сдерживающее влияние на внутренний спрос, не допуская перегрева экономики в результате роста цен на нефть. Дополнительное влияние оказал также эффект базы (единоразовая выплата пенсии в январе 2017 года).

**Изменения в закон о федеральном бюджете на 2018 год.** Правительство 22 мая одобрило изменения в закон о бюджете на 2018 год. В сценарном прогнозе цена на нефти Urals повышена с 44 до 62 долл./барр., среднегодовой курс доллара сни-

<sup>13</sup> Здесь и далее использованы оценки Минфина России номинального ВВП за I квартал 2018 года.



жен с 65 до 59 долл./барр., инфляция – с 4,0 до 2,8% при неизменном росте экономики – 2,1%.

Доходы пересмотрены вверх на 1,82 трлн рублей. Ненфтегазовые доходы и расходы повышены на 0,06 трлн. руб. Нфтегазовые доходы повышены на 1,76 трлн. руб., а дополнительные нефтегазовые доходы, зачисляемые в ФНБ, – на 2,21 трлн. руб. (бюджетное правило предусматривает опережающий рост дополнительных нефтегазовых доходов при росте цены нефти, финансируемый за счет дополнительного привлечения источников финансирования). Разница будет компенсирована дополнительными чистыми внутренними займами объемом 0,22 трлн. руб. (всего – 1,04 трлн руб.), использованием остатков средств бюджета (вероятно, прошлых периодов) объемом 0,18 трлн руб. и незначительными внешними займами.

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

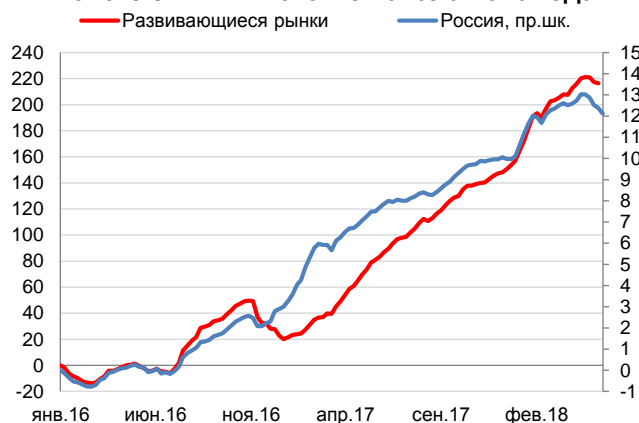
#### ***1.3.1. Дивергенция в росте ведущих зарубежных экономик***

- Ожидания более быстрой нормализации политики ФРС США уже заставляют центральные банки ряда развивающихся стран занимать более «ястребиные» позиции, чем раньше.
- Макроэкономическая статистика США за апрель указывает на высокую вероятность ускорения роста ВВП до 3% (в годовом выражении) в II квартале. ФРС США в последние недели несколько смягчила официальную риторику, сигнализируя об определенной допустимости временного превышения инфляцией цели, но консенсус относительно количества дополнительных повышений ключевой ставки до конца текущего года еще не достигнут.
- Еврозона, Великобритания и Япония столкнулись с замедлением и экономического роста, и инфляции, которое осложняет задачу ЕЦБ и Банка Японии по достижению целевых показателей роста цен, а для Банка Англии ставит под сомнение необходимость повышения ключевой ставки, от которого регулятор уже отказался на майском заседании.
- В Китае большинство апрельских макроэкономических показателей продемонстрировало негативную динамику, но поддержку экономике оказал высокий рост промышленного производства. Вероятно, он окажется временным, и в ближайшие месяцы все же стоит ждать замедления роста экономики.

## Нормализация политики ФРС США начинает сказываться на ДКП в развивающихся странах

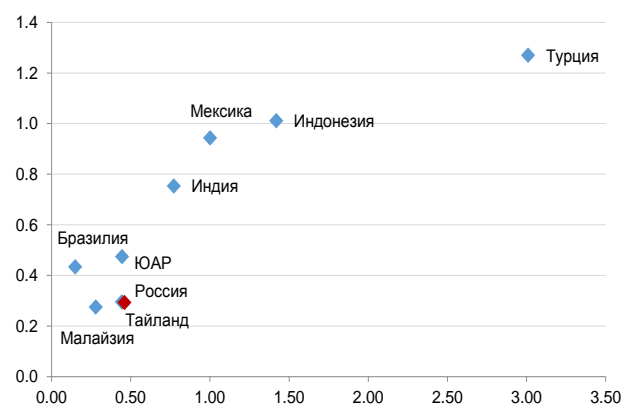
Ожидания более быстрой нормализации политики ФРС США оказали влияние и на развивающиеся рынки. На фоне роста номинальных и реальных доходностей в США инвесторы стали выводить капитал с рынков развивающихся стран (Рисунок 39), способствуя ослаблению их валют и росту доходностей их гособлигаций. Так индекс валют развивающихся стран JP Morgan достиг минимума с начала 2017 года. Доходности по гособлигациям развивающихся стран с начала апреля повысились в среднем на 0,6 процентного пункта. На этом фоне ряд центральных банков был вынужден изменить траекторию ДКП, повысив ключевые ставки (Турция, Индонезия) или воздержавшись от ожидаемого смягчения монетарной политики (Бразилия). Консенсус-прогнозы по уровню ключевой ставки на конец 2018 года также начали движение вверх.

**Рисунок 39. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл., накопленным итогом с начала 2016 года**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 40. Рост доходностей по 10-летним (ось Y) и 2-летним (ось X) гос. облигациям, п.п.**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Среди развивающихся стран большим рискам сейчас подвергаются те, в экономиках которых накоплены большие дисбалансы, особенно в части внешнего финансирования. Период ультранизких ставок привел к значительному росту долга развивающихся стран, в том числе в иностранной валюте. Для таких стран растут риски рефинансирования по мере роста стоимости внешнего фондирования, особенно если большая часть долга является краткосрочной. Страны с меньшими накопленными дисбалансами, в число которых входит и Россия, в меньшей степени ощущают эффекты от текущего этапа нормализации политики в развитых странах. Апрельский рост доходностей ОФЗ и ослабление рубля были прежде всего связаны с новым раундом ограничений со стороны США, и лишь во вторую очередь определялись общей динамикой на рынках развивающихся стран.

## США: рост экономики может вернуться к 3% в аннуализированном выражении уже в текущем квартале

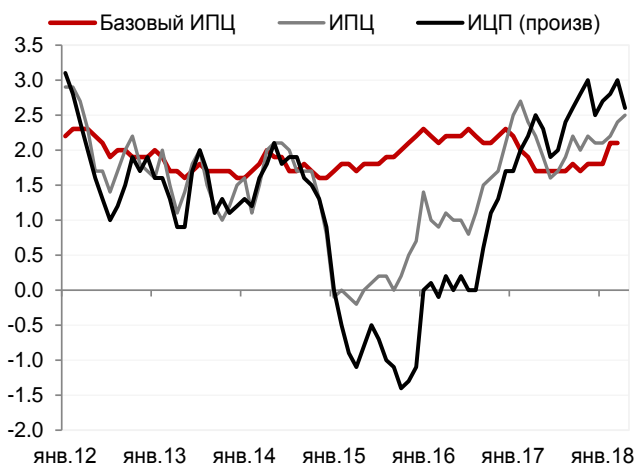
Макроэкономическая статистика за апрель указывает на вероятное возвращение роста экономики США к уровню 3% в аннуализированном выражении уже в текущем квартале. Промышленное производство прибавило в апреле 0,7% м/м, обрабатывающая промышленность – 0,5% м/м. При этом уверенный рост в добыче (+1,1% м/м), вероятно, продолжится на фоне сохранения высоких цен на нефть.

Главной причиной замедления роста в I квартале 2018 года стало потребление. Однако в апреле розничные продажи выросли на 0,4% м/м, и индикаторы потребительской уверенности вкупе с поддержкой доходов от налоговой реформы указывают на сохранение уверенного роста розничных продаж в ближайшее время.

В апреле рост ИПЦ ускорился с 2,4 до 2,5% г/г, БИПЦ остался на уровне 2,1% г/г (Рисунок 41). При этом аннуализированная трехмесячная средняя инфляция по итогам апреля упала с десятилетнего максимума 3,1% г/г, достигнутого в феврале, до 1,8% г/г. Падение отражает текущее снижение цен на автомобили, которое, по мнению ряда аналитиков, является временным. Вероятнее всего, в ближайшие месяцы мы увидим дальнейший рост инфляционного давления.

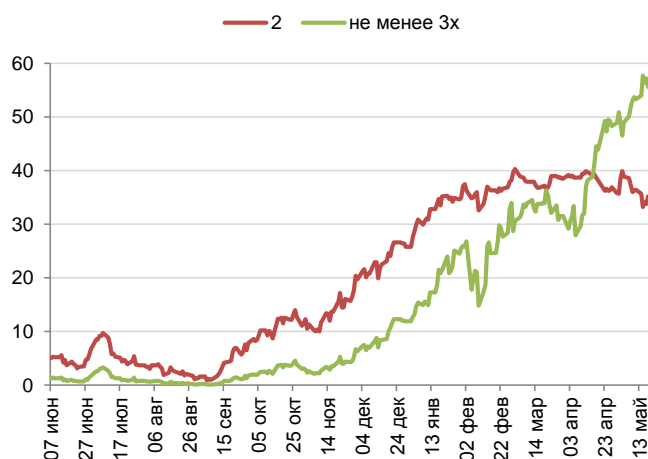
Апрельский отчет о занятости также показал смешанные тенденции. С одной стороны, было создано 164 тыс. рабочих мест, что вместе с положительным пересмотром мартовской статистики (+32 тыс. рабочих мест) указывает на расширение занятости примерно на уровне ожиданий (консенсус-прогноз составляет +198 тыс. рабочих мест). Уровень безработицы упал с 4,1 до 3,9% – минимума с 2000 года. Расширенный показатель безработицы U6 снизился с 8,0 до 7,8% – также минимума за 17 лет. С другой стороны, рост оплаты труда вырос только на 0,1% м/м и 2,6% г/г.

Рисунок 41. Динамика инфляции в США, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 42. Динамика вероятности количеств повышений ставки по федеральным фондам до конца 2018 года, %



Источники: Bloomberg Finance L.P.

ФРС США сохранила параметры проводимой ДКП неизменными по итогам майского заседания. При этом стенограмма заседания, хотя и добавила с точки зрения многих аналитиков к риторике монетарных властей немного «голубиных» ноток, сигнализирует о готовности регулятора к июньскому повышению ставки. Дискуссия на заседании в основном была сосредоточена на ускорении инфляции, которое в целом не вызвало озабоченности. Так несколько членов комитета считают, что оно временное, а трендовая инфляция не изменилась. Более того, кратковременный перелет инфляцией цели поможет восстановлению инфляционных ожиданий к 2%-ной цели. В результате консенсус в комитете разделился между двумя и тремя дополнительными повышениями ключевой ставки в текущем году. Учитывая крайне высокую вероятность июньского повышения ставки, ФРС США оставляет доступной скорость повышения +0,25 пп. за квартал. В то же время уверенность рынка в трех повышениях ставки до конца года снизилась (Рисунок 42).

Также часть дискуссии была посвящена техническим моментам. ФРС США формально устанавливает таргетируемый диапазон ключевой ставки (текущий – 1,5–1,75%). Однако в последние недели спред между эффективной ставкой по федеральным фондам и верхним потолком диапазона значительно сузился. Это происходит потому, что более интенсивный выпуск казначейских облигаций привел к повышению ставок РЕПО и эффекту вытеснения для рынка федеральных фондов. Комитет обсудил возможность более медленного повышения ставки по избыточным резервам (на 20 б.п.) при повышении на 25 б.п. целевого диапазона по федеральным фондам, чтобы эффективная ставка более соответствовала середине объявленного интервала.

Палата представителей одобрила законопроект о дерегулировании банков. Теперь законопроект для получения статуса закона нуждается лишь в подписи Д. Трампа, у которого банковское дерегулирование было одним из предвыборных обещаний. Основные пункты законопроекта ослабляют регулирование «местных» и других мелких банков. Так, законопроект повышает потолок размера активов банка с 50 до 250 млрд долл. США для отнесения банка к системно значимым кредитным организациям и начала применений более строгих регулятивных требований. В результате для банков с размером активов менее 250 млрд долл. США будет отменен ряд более высоких нормативов по капиталу и ликвидности, они также будут исключены из периметра стресс-теста. Для банков с активами менее 10 млрд долл. США будут ослаблены требования по необходимой кредитной документации, наличию рисковому комитету и так далее. Для них также будет отменено «правило Волкера» (участие на финансовых рынках только от имени клиента). Сторонники законопроекта оправдывают его необходимость тем, что законодательный акт Додда – Франка был нацелен на решение проблемы банков «too big to fail», а на самом деле создал новую – «too small to succeed». Ожидается, что законопроект прежде всего вызовет волну консолидации среди малых и средних банков (которые ранее не решались превышать «порог» в 50 млрд долл. США).

### **Еврозона: рост экономики и инфляции замедлился**

Рост ВВП еврозоны, согласно оценке Евростата, замедлился с 0,7 до 0,4% к/к. Покомпонентная разбивка будет опубликована позднее, но в основе замедления, скорее всего, находятся потребление и внешний сектор. Рост потребления, судя по динамике индексов потребительского оптимизма, должен восстановиться в ближайшие кварталы. Но более крепкий евро не позволяет ожидать восстановления значимого положительного вклада внешнего сектора.

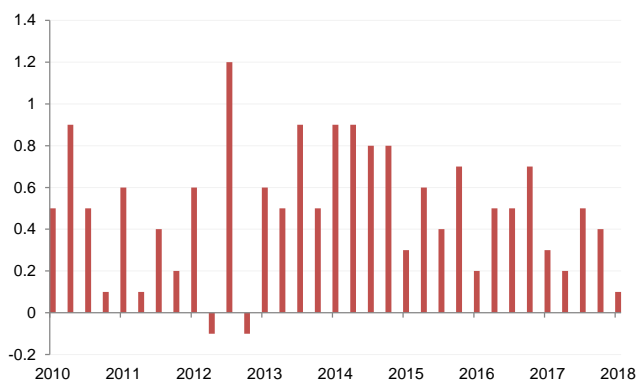
По итогам апреля инфляция замедлилась с 1,3 до 1,2% г/г, что на фоне поддержки со стороны роста цен энергетической компоненты означает замедление в базовых категориях товаров и услуг. Так, БИПЦ замедлился в апреле с 1,0 до 0,7% г/г – минимума за последние 13 месяцев. По оценкам Capital Economics, около 2/3 замедления связано с эффектом более раннего празднования Пасхи в 2018 году. Таким образом, инфляционное давление остается слабым, что, вероятно, обусловит выбор ЕЦБ в пользу постепенного сворачивания программы покупки активов до нуля в течение IV квартала 2018 года.

### **Великобритания: слабый рост экономики способствует замедлению инфляции**

Вторая оценка роста ВВП в I квартале 2018 г. подтвердила рост экономики только на 0,1% к/к после роста на 0,4% к/к в IV квартале 2017 года (Рисунок 43). Плохая погода ответственна только за часть замедления, по мнению статистического офиса Великобритании. В остальном замедление экономики связано со слабым внутренним спросом: потребление в I квартале 2018 года прибавило 0,2% к/к, инвестиции сократились на 0,2% к/к. То есть рост оплаты труда работников (+1,6% к/к в I квартале) пока привел к повышению нормы сбережений, номинальные расходы увеличились только на 0,7% к/к. В своей оценке статистический офис расходится с оценкой Банка Англии, который замедление роста целиком списал на плохую погоду и рассчитывает на его временный характер. Так, обновленные на майском заседании прогнозы регулятора предполагают более медленный рост экономики в 2018 году (1,4 вместо 1,7% г/г ранее) при сохранении роста на уровне потенциала (1,7% г/г в 2019–2021 годах).

Инфляция в апреле замедлилась с 2,5 до 2,4% г/г вопреки ожиданиям консенсуса о неизменности ее уровня и растущим ценам на нефтепродукты. Столь быстрое замедление инфляции ставит вопрос о перспективах повышения ключевой ставки Банком Англии в текущем году. Вероятность этого опустилась до минимума с начала текущего года (Рисунок 44).

**Рисунок 43. Темпы роста ВВП Великобритании, % к/к**



Источник: Capital Economics

**Рисунок 44. Вероятность повышения ставки до конца текущего года, %**



Источник: Capital Economics

### **Япония: экономика начала 2018 год с падения роста ВВП – вероятно, временного**

ВВП Японии в I квартале 2018 г. сократился на 0,6% в аннуализированном выражении, прервав самую длительную серию роста экономики с 1985 года. В дополнение оценки роста за III и IV кварталы 2017 г. были пересмотрены вниз: с 2,4 до 2,0% и с 1,6 до 0,6% соответственно. Однако большинство аналитиков не видят признаков грядущей рецессии: безработица на рынке труда – на многолетних минимумах, а рост зарплат по итогам марта ускорился до 1,3% г/г – максимума с 1997 года. Причины падения ВВП – снижение инвестиций в жилищное строительство из-за введения пруденциальных мер для соответствующих кредитов и сокращение товарно-материальных запасов компаний. В то же время надо признать отсутствие роста потребления домохозяйств – у экономики пока не получается сместить драйвер роста с экспортного спроса на потребление.

Инфляционное давление продолжает оставаться слабым, в апреле рост ИПЦ снизился с 1,1 до 0,6% г/г, БИПЦ (без свежих фруктов и энергетики) – с 0,5 до 0,4% г/г. Однако вряд ли это повлияет на политику Банка Японии, который на прошедшем заседании отказался от временных ориентиров достижения инфляцией цели 2%.

### **Китай: рост экономики остается высоким, но с признаками замедления**

В апреле основные макроэкономические показатели продемонстрировали разнонаправленную динамику. Темпы роста розничных продаж и инвестиций в основной капитал упали до 9,4 и 6,1% г/г с 10,1 и 7,2% г/г соответственно в марте, что указывает на ослабление внутреннего спроса (Рисунок 45). Данную динамику можно объяснить как замедлением роста кредитования экономики (в апреле темп роста продолжил снижаться из-за компоненты теневого финансирования – Рисунок 47), так и ослаблением поддержки со стороны государственного бюджета (в марте–апреле рост расходов в терминах «год к году» был слабым, уступая росту доходов – Рисунок

48). Также признаки ослабления роста демонстрирует экспорт: по оценкам Capital Economics, с очисткой от сезонности объем экспорта в апреле заметно снизился по сравнению с мартом. Риски торговой войны с США снизились, но сохраняются.

**Рисунок 45. Макропоказатели экономики Китая**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 46. Показатели внешней торговли Китая**

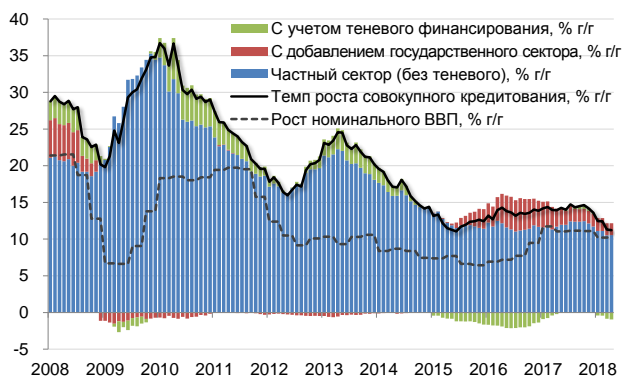


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

\* Данные за январь и февраль усреднены.

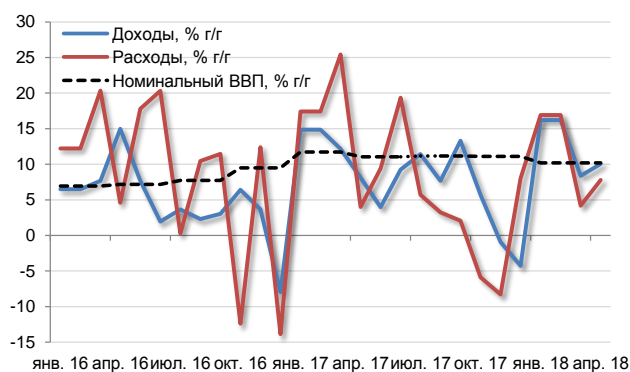
Поддержку китайской экономике в апреле оказало промышленное производство, темп роста которого ускорился до 7,0% г/г (в марте – 6,0% г/г) (Рисунок 45). Однако данная динамика скорее вызвана ослаблением контроля за загрязнением окружающей среды, которое должно стать временным. Мы по-прежнему ожидаем замедления роста китайской экономики в ближайшие несколько месяцев.

**Рисунок 47. Темп роста кредитования в Китае**



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

**Рисунок 48. Показатели бюджетной системы Китая**



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

\* Данные за январь и февраль усреднены.

### 1.3.2. Российский финансовый рынок слабо отреагировал на ухудшение глобальной конъюнктуры

- Доходности гособлигаций США в середине мая достигли максимумов за последние 7 лет. Растут как номинальные, так и реальные доходности (TIPS), отражая ожидания более быстрой нормализации политики ФРС США.
- Это привело к ухудшению конъюнктуры на рынках развивающихся стран. Доходности гособлигаций большинства развивающихся стран как в национальной, так и иностранной валюте выросли, а валюты ослабли.
- В конце мая обострился политический кризис в Италии. Кандидатуры «евроскептиков» на ключевые министерские посты и провал попыток сформировать правительство привели к распродаже на рынке итальянских госбумаг, которая перекинулась на рынки других периферийных стран еврозоны.
- Ситуация на российских финансовых рынках стабилизировалась после апрельского всплеска волатильности и роста неопределенности. Распродажи на рынках развивающихся стран не имели значительного эффекта на фоне высоких цен на нефть.

#### Глобальные рынки

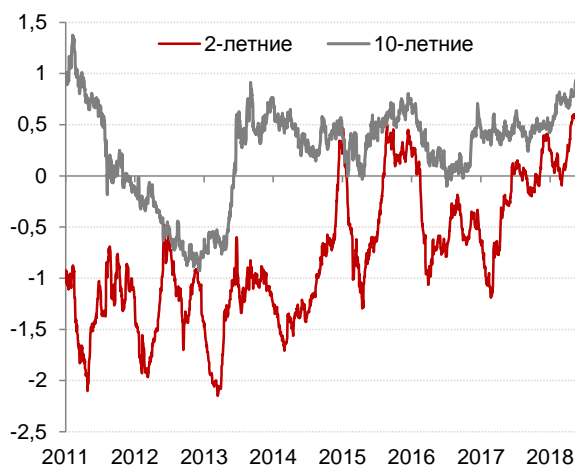
Апрель и май оказались сложным периодом для рынков стран с формирующимися рынками. Номинальные и реальные доходности длинных гособлигаций достигли максимальных значений с 2013 года, а коротких – с 2010–2011 годов (Рисунок 49, Рисунок 50). Ускорение роста экономики и инфляции в США привело к пересмотру вверх инфляционных ожиданий и ожиданий по темпам нормализации политики ФРС США. От этого в первую очередь пострадали рынки развивающихся стран. Отток капитала вызвал рост доходностей гособлигаций и значительное ослабление валют (Рисунок 52).

Рисунок 49. Номинальные доходности гособлигаций США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 50. Реальные доходности (TIPS) гособлигаций США

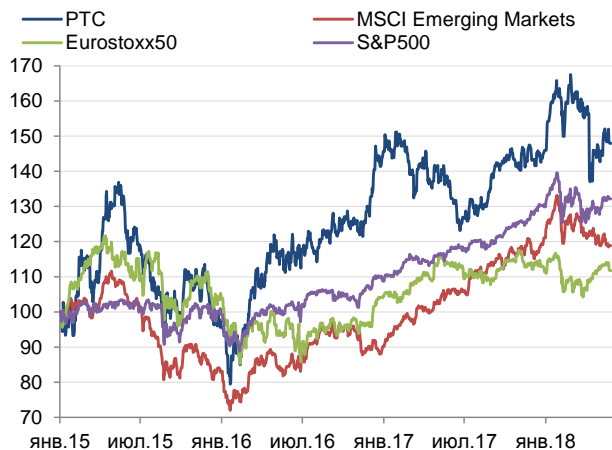


Источник: Bloomberg Finance L.P.



Несмотря на ухудшение конъюнктуры рынков развивающихся стран, показатели глобальной волатильности устойчиво снижались (Рисунок 53), что поддерживало спрос на рискованные активы (Рисунок 51).

**Рисунок 51. Динамика индексов акций (январь 2015 года = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

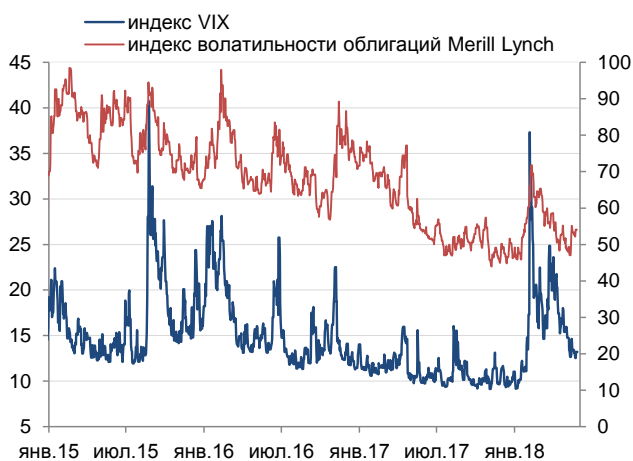
**Рисунок 52. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Доходности гособлигаций развитых стран достигли локальных максимумов в середине мая (Рисунок 54), после чего скорректировались вниз на фоне роста спроса на защитные активы из-за очередного витка геополитической напряженности (отмена саммита США – КНДР). Дополнительным фактором спроса на защитные активы стало обострение политического кризиса в Италии в конце мая. Президент Италии Серджио Маттарелла заблокировал создание нового правительства, что может привести к новым выборам уже в сентябре. По итогам этих выборов евроскептики могут укрепить свои позиции. Все это привело к сильной распродаже на итальянском рынке гособлигаций, которая перекинулась и на другие периферийные страны еврозоны (Испании, Греции и Португалии).

**Рисунок 53. Динамика индексов волатильности**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 54. Динамика доходностей 10-летних облигаций, %**



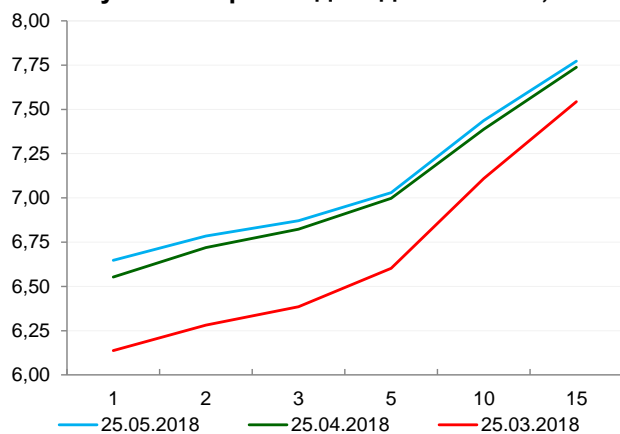
Источник: EPFR.

## Российские рынки

Введенные в начале апреля ограничения против некоторых российских компаний имели достаточно краткосрочный эффект. За резким всплеском волатильности, ростом премии за риск и ослаблением курса рубля последовали плавный откат и стабилизация показателей на новых уровнях (немного повышенных по сравнению с мартом).

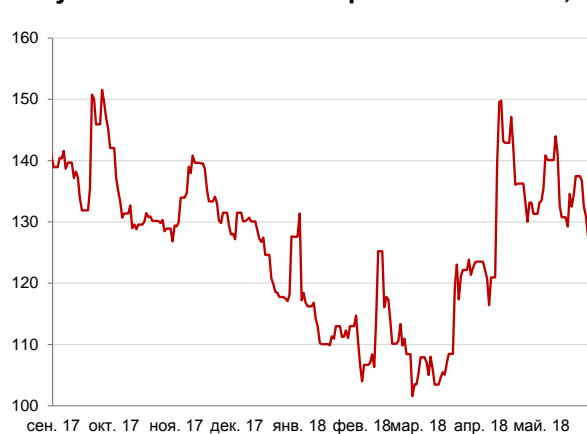
За прошедший месяц кривая доходности ОФЗ несколько сместилась вверх (Рисунок 55), однако масштаб движения был небольшим на фоне распродаж на рынках развивающихся стран. Более сильный рост доходностей на коротком конце кривой может говорить о небольшом пересмотре ожиданий по скорости схождения ключевой ставки Банка России к своему нейтральному уровню.

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



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

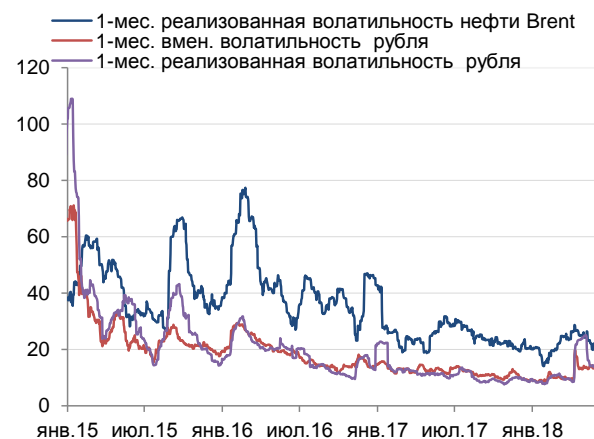
**Рисунок 56. 5-летняя CDS-премия на Россию, б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

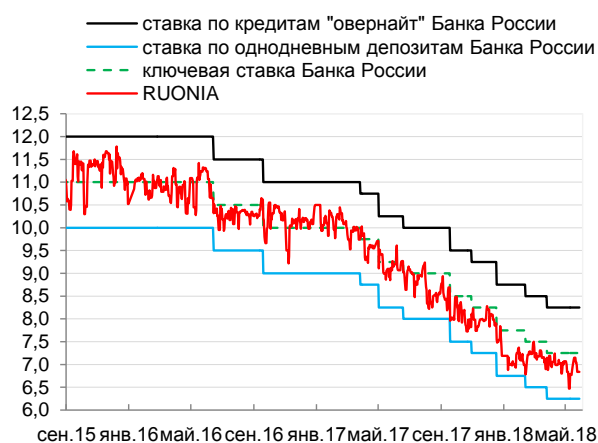
Российская риск-премия CDS стабилизировалась на уровне 130–140 б.п., что сопоставимо с уровнями конца 2017 года (Рисунок 56).

**Рисунок 57. Волатильность курса рубля и цены на нефть**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 58. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Показатели волатильности курса рубля, как реализованной, так и вмененной, после резкого взлета в начале апреля стабилизировались (Рисунок 57). Российские финансовые рынки слабо отреагировали на ухудшение конъюнктуры на рынках развивающихся стран благодаря высоким ценам на нефть и проводимой макроэкономической политике.

Отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России за последний месяц немного выросло (Рисунок 58). С начала мая в среднем отклонение составило 35 б.п. после 23 б.п. в апреле. Это обстоятельство учитывается Банком России при проведении ДКП и принятии решений по ключевой ставке.

### ***1.3.3. Цена нефти после достижения уровня 80 долл./барр. снизилась в ожидании июньской встречи стран ОПЕК+***

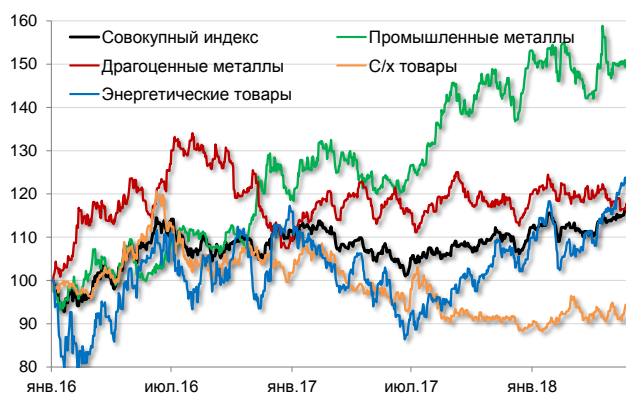
- За вторую половину апреля – май цена нефти марки Urals выросла на 8%.
- Основным фактором роста цены нефти стало усиление геополитических рисков и временных факторов: возобновление санкций США в отношении Ирана и новые трудности Венесуэлы несут риски существенного падения поставок нефти на мировой рынок, а инфраструктурные проблемы в США будут сдерживать рост сланцевой добычи до начала 2019 года.
- Поддержку нефтяным ценам оказали также фундаментальные факторы: спрос превосходит ожидания, а степень следования квотам странами ОПЕК+ растет. Эффект во многом компенсируется ускорением роста добычи в США.
- Наблюдавшийся в последние месяцы рост нефтяных цен негативно отразился на ожиданиях. Прогнозы роста предложения пересмотрены вверх и впервые за многие месяцы ухудшен прогноз роста спроса.
- На июньской встрече ОПЕК+ будет обсуждаться повышение добычи на 1 млн барр. в день, что может вернуть степень следования квотам к 100% (в апреле 152%) и уже провоцирует корректировку вниз нефтяных цен.

За вторую половину апреля – май индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 2%: цены энергетических и сельскохозяйственных товаров выросли на 7 и 2% соответственно, драгоценных и промышленных металлов – менее чем на 1% (Рисунок 59). Цена нефти марки Urals продолжила активно расти, прибавив еще 8% (Рисунок 60). Более высокий рост цен сдержало укрепление курса доллара США: индекс DXY вырос на 5%.

Основным фактором роста нефтяных котировок стало усиление геополитических рисков и временных факторов.

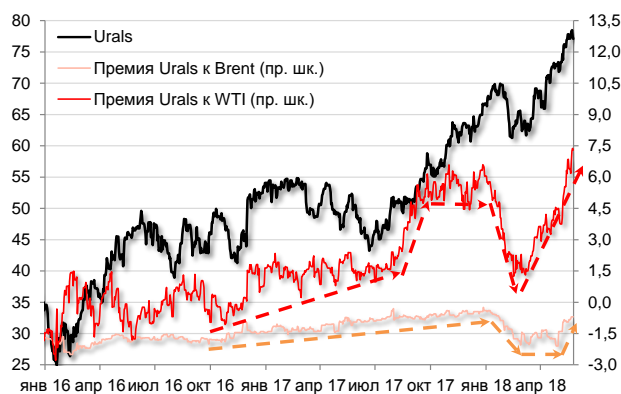
Во-первых, США объявили о выходе из ядерной сделки с Ираном и о возвращении экономических санкций. Заключение сделки позволило Ирану в 2016 году нарастить добычу на 1 млн барр. в день. То, что европейские страны не планируют выходить из сделки, должно сдерживать падение иранского экспорта, однако оно все равно может оказаться значительным. Так, нефтяная компания Total, являющаяся ключевым партнером Ирана в Европе, объявила о приостановке участия в проектах на его территории, а также рассматривает возможность отказа от поставок иранской нефти из опасений попасть под санкции США. Риски падения поставок из Ирана привели к сокращению дисконта нефти Urals к Brent: российская нефть считается близким субститутом иранской, и отказ от иранской нефти должен повысить спрос на Urals (Рисунок 60).

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



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

**Рисунок 60. Цена нефти марки Urals и премия к Brent и WTI, долл./барр.**



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

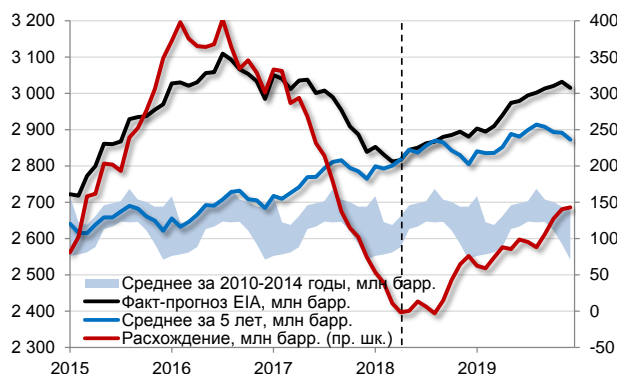
Во-вторых, с новыми трудностями столкнулась Венесуэла. В соответствии с решением суда по делу о национализации властями Венесуэлы в 2007 году активов американской нефтяной компании ConocoPhillips последняя приступила к аресту активов государственной нефтяной компании Венесуэлы PDVSA. Это может еще больше затруднить экспорт и усилить падение добычи нефти в Венесуэле.

В-третьих, в США выросли риски скорого достижения полной загрузки нефтепроводов, осуществляющих поставки из основного нефтеносного региона Permian (около 2/3 роста добычи в США за последний год), что уже вызвало сильное повышение дисконта WTI Midland к другим сортам нефти и может существенно затруднить рост добычи до введения новых трубопроводов в начале 2019 года. Это будет снижать степень реакции сланцевых производителей на рост нефтяных цен и способствовать отклонению цен вверх от среднесрочного равновесия.

Фундаментальные факторы также способствовали росту нефтяных котировок. В отчетном периоде продолжилось снижение запасов в странах ОЭСР (Рисунок 61-Рисунок 62). Мировой спрос на жидкое топливо превосходит ожидания. Степень следования квотам странами ОПЕК+ по-прежнему растет из-за падения добычи в Венесуэле и ряде других стран при высоком следовании квотам остальными стра-

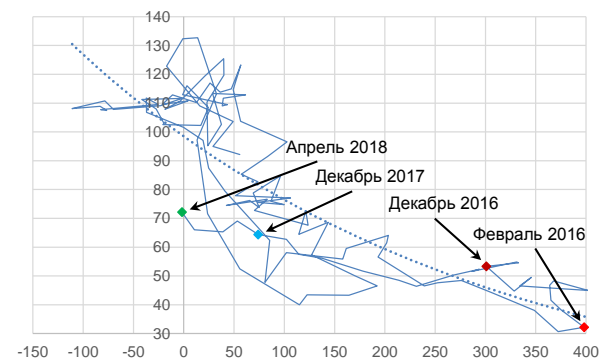
нами. По данным ОПЕК, степень следования квотам странами ОПЕК+ в апреле выросла до 152% (в марте – 150%) (Рисунок 63).

**Рисунок 61. Показатели коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР по оценкам EIA**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

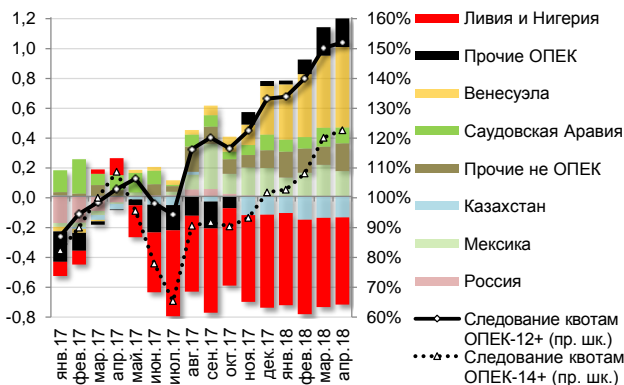
**Рисунок 62. Соотношение цены нефти Brent ((ось Y, долл./барр.) и избыточных нефтяных запасов ОЭСР (ось X, млн барр.) в 2008–2018 годах**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Дефицит жидкого топлива во многом компенсируется ускорением роста добычи в США. С начала года производство нефти выросло уже почти на 1 млн барр. в день (Рисунок 64) при активном повышении эффективности добычи (Рисунок 65).

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



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 64. Добыча нефти и число действующих буровых установок в США**

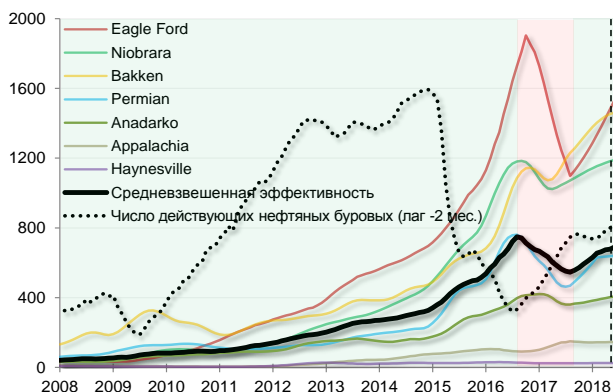


Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA, расчеты ДИП.

Произошедший в последние месяцы рост нефтяных цен негативно отразился на ожиданиях. В майских отчетах ведущие международные организации (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА) и ОПЕК) ухудшили прогнозы состояния рынка жидкого топлива. Прогноз роста добычи в США был уже привычно пересмотрен вверх (Рисунок 66). При этом произошел перелом в динамике изменения прогноза роста спроса: сразу две организации скорректировали его вниз как эффект роста нефтяных цен (Рисунок 67). EIA ожидает существенного роста запасов в странах ОЭСР во второй

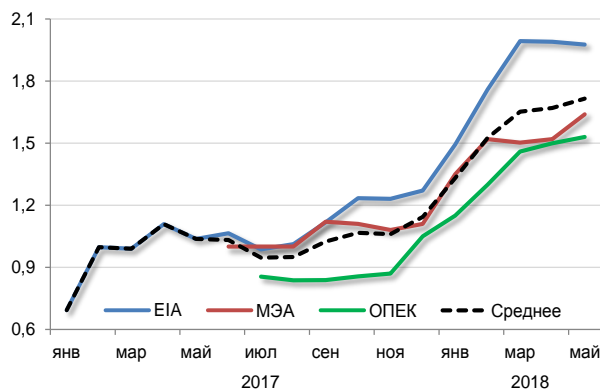
половине 2018 – 2019 году (Рисунок 61). Взгляды организаций по-прежнему сильно различаются: наиболее позитивный прогноз у ОПЕК, наиболее негативный – у EIA (Рисунок 68).

**Рисунок 65. Число буровых установок и эффективность добычи нефти в сланцевых бассейнах США (барр. на буровую установку)**



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

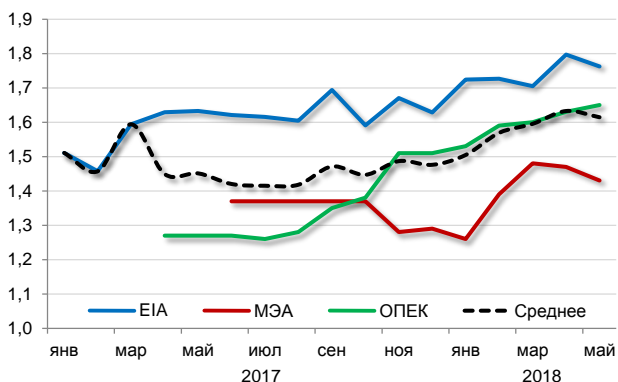
**Рисунок 66. Прогнозы роста добычи жидкого топлива в США в 2018 году в месячных прогнозах ведущих организаций, млн барр. в день**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

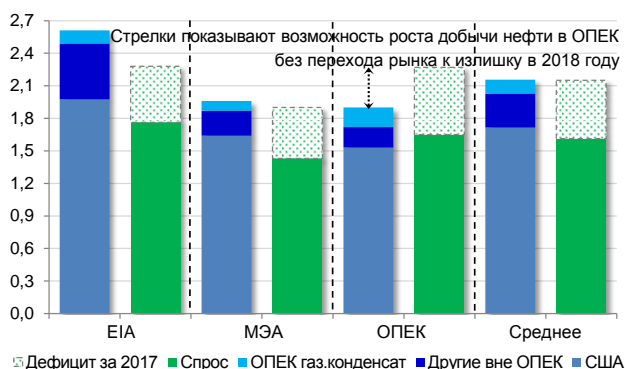
Участники рынка по-прежнему ожидают следования странами ОПЕК+ квотам до конца 2018 года и не закладывают резкого отказа от ограничений добычи после 2018 года. Вместе с тем скорость выхода из Соглашения ОПЕК+ может оказаться быстрее ожидаемой. Министры энергетики России и Саудовской Аравии подтвердили, что на июньской встрече будет рассматриваться вопрос о повышении объема добычи, по данным Reuters, на 1 млн барр. в день. В этом случае степень следования квотам странами ОПЕК+ вновь станет немного более 100% (Рисунок 64). Начало ослабления квот и скорость выхода из Соглашения ОПЕК+ будут иметь ключевое влияние на нефтяные цены. При этом мы по-прежнему ожидаем, что роль маржинального производителя сохранят за собой производители сланцевой нефти.

**Рисунок 67. Прогнозы роста мирового спроса в 2018 году в месячных прогнозах ведущих организаций, млн барр. в день**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 68. Прогнозы ведущих организаций баланса на рынке жидкого топлива в 2018 году (без учета ОПЕК), млн барр. в день**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

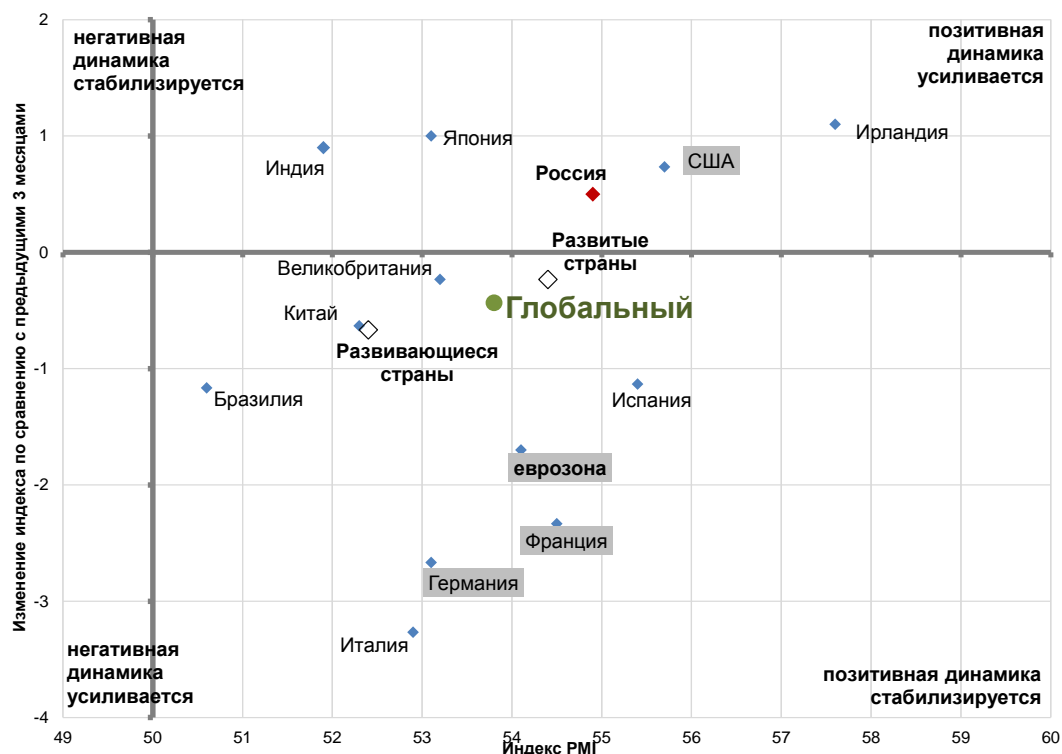
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Глобальные PMI в мае: рост в США ускоряется

Предварительные данные по индексам PMI в мае 2018 года указывают на возвращение высокого темпа роста экономики США при замедлении роста экономики и инфляции в еврозоне (Рисунок 69, выделены серым).

В мае сводный индекс PMI США вырос с 54,9 до 55,7 пп. Пока среднее значение индекса за II квартал превышает показатель I квартала, указывая на вероятное ускорение роста экономики до 2,5-3,0% г/г в аннуализированном выражении. Темпы расширения занятости также остаются солидными и соответствуют росту на уровне +200 тыс. новых рабочих мест. Введение тарифов на сталь и алюминий и рост цен на нефть обусловили максимальное за 5 лет ускорение роста закупочных цен, которое сильный внутренний спрос позволяет транслировать в отпускные цены. Учитывая, что деловой оптимизм компаний остается на максимуме за 3,5 года, вероятны дальнейший рост индексов PMI и более значительное ускорение роста ВВП.

Рисунок 69. Динамика композитного индекса PMI за май и изменение к среднему значению за март-апрель



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Сводный индекс PMI еврозоны снизился с 55,1 до 54,1пп, минимума за 1,5 года. Это еще раз подтверждает тот факт, что пик роста экономики был пройден в конце 2017 – начале 2018 года. В основе замедления роста – более медленное поступление новых заказов, в том числе экспортных. Оно обусловило замедление расширения занятости и закупочной активности, а также снижение делового оптимизма компаний. Компаниям стало сложнее переносить на отпускные цены усиление инфляционного давления со стороны закупочных цен из-за слабого конечного спроса. Таким образом, еврозона и ЕЦБ столкнулись с непростой ситуацией одновременного замедления экономического роста и ускорения инфляции.

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

### 2.2.1. Индексная оценка ВВП повышена

- Индексная оценка роста ВВП на II квартал 2018 года по состоянию на конец мая составила +0,4% к/к SA, что выше, чем оценка за апрель (+0,35% к/к SA).
- Опубликованная Росстатом краткосрочная статистика за апрель соответствовала ожиданиям, заложенным в индексную оценку ВВП на II квартал 2018 года в предыдущие месяцы.
- Модельные оценки показывают, что рост ВВП в III квартале также будет находиться на уровне 0,4 к/к SA, а в IV квартале может вплотную приблизиться к отметке 0,5% к/к SA.
- Повышение оценок на текущий и последующие кварталы в значительной степени объясняется майским ростом нефтяных цен, влияние которого на рост ВВП во втором полугодии может быть несколько завышено.

	<b>Май</b>	<b>Апрель</b>
	<b>% к/к SA</b>	<b>% к/к SA</b>
II квартал 2018 года	<b>0,4</b>	0,4
III квартал 2018 года	<b>0,4</b>	0,3 – 0,4
IV квартал 2018 года	<b>0,4 – 0,5</b>	–



### **2.2.2. Прогнозы аналитиков Bloomberg: инфляционные ожидания по-прежнему заякорены на уровне 4%**

- Пересмотр вверх аналитиками ожиданий по ключевой ставке на 2018 год вследствие геополитических рисков не ставит под сомнение переход Банка России к нейтральной денежно-кредитной политике в 2018 году.
- Консенсус-прогноз по инфляции в апреле–мае изменился слабо: рост ИПЦ окажется в интервале 3–4% по итогам 2018 года и будет находиться вблизи 4% в 2019 году.
- Ставшее вероятным вследствие ослабления рубля и роста мировых цен на нефть более быстрое приближение темпов роста цен к 4% не создает рисков превышения цели по инфляции в 2018 году.

Прогноз аналитиков по инфляции на конец 2018 года не изменился по сравнению с мартом, составив 3,6% г/г (Рисунок 70). Важно отметить, что эксперты ожидают выхода роста потребительских цен на тренд, ведущий к 4%-ной годовой инфляции не ранее второго полугодия текущего года. В силу выраженного проявления эффекта высокой и низкой базы вследствие вызванных временными факторами квартальных колебаний цен в течение 2017 года инфляция в консенсус-прогнозах на II квартал 2018 года ожидаемо сохраняется пониженной и не превышает 2,5% г/г. В III–IV кварталах 2018 года она уже должна последовательно превысить отметки в 3,0 и 3,5 % г/г.

Согласно нашим оценкам с поправкой на сезонность, такая траектория инфляции на 2018 год предполагает краткосрочный (помесячный и поквартальный) аннуализированный рост ИПЦ на уровне 4,0% или даже чуть выше. Тем не менее указанные цифры едва ли отражают предположения экспертов о реализации в самом ближайшем будущем рисков отклонения роста цен вверх от темпов, обеспечивающих годовую инфляцию 4%:

*Во-первых*, среднесрочный консенсус-прогноз по инфляции не превышает 4%, и под влиянием тенденций последних месяцев даже опустился чуть ниже «целевой» отметки (по состоянию на конец апреля – 3,9% г/г). При этом возможный проинфляционный эффект от ослабления рубля (хотя бы с учетом символического изменения консенсусов по сравнению с мартом) еще не был заложен в краткосрочные прогнозы респондентов. Пока консенсусы не видят и возможного более быстрого, по сравнению с ожидавшимся ранее приближения темпов роста ИПЦ к 4%.

*Во-вторых*, при анализе консенсус-прогнозов попросту нельзя недооценивать и очевидные факторы сугубо технического характера, такие как невысокая частота пересмотра прогнозов отдельными аналитиками, неполноценный учет некоторыми экспертами оперативных недельных данных по ИПЦ, неопределенность в оценке инфляции г/г за отдельно взятый квартал в связи с колебаниями сезонной компоненты цен и так далее.



### 3. В Фокусе. Насыщение аграрных рынков: рост объемов необходимо подкрепить повышением эффективности

- Снижение цен на продовольствие в последние годы, произошедшее в основном за счет накопленного ранее запаса доходности производителей, способствовало повышению конкурентоспособности отдельных видов российской продукции на мировом рынке.
- Это стало основным фактором поддержания низкой продовольственной инфляции, однако в дальнейшем уровень рентабельности в сельском хозяйстве может иметь ограниченные возможности с точки зрения удержания цен и ограничения инфляционных рисков, что станет одним из факторов возврата общей инфляции к 4%.
- Многие российские рынки продовольствия приблизились к насыщению, а на некоторых из них уже возник избыток предложения, в то время как на глобальном рынке конкурентоспособность отечественной продукции (за исключением традиционных товаров агропродовольственного экспорта) остается низкой или недостаточно устойчивой.
- Для получения устойчивых конкурентных преимуществ, которые будут способствовать развитию агропродовольственного экспорта, необходимо продолжать уделять особое внимание технологической модернизации и повышению эффективности производства.
- На рынках мяса птицы, свинины и сахара, где возник риск перенасыщения, а внутренние цены приблизились к мировым, развитие экспорта представляет собой основу для роста внутреннего производства.
- Стратегия на достижение самообеспеченности по молокопродуктам, говядине и тепличным овощам все еще связана с повышенными расходами населения на ее потребление по сравнению с аналогичной импортной продукцией. В этих отраслях росту эффективности нужно уделять особое внимание.

К 2018 году многие российские рынки продовольствия, которые ранее были импортозависимыми, достигли (или почти достигли) уровня самообеспеченности, а на некоторых из них (мяса птицы, свинины, сахара) даже возник риск затоваривания. Этому способствовали политика ускоренного импортозамещения на продовольственных рынках и благоприятное влияние погодного фактора, которые привели к высоким темпам роста производства в сельском хозяйстве.

В условиях ограничительных мер по защите рынка от импорта рост цен на отечественную сельхозпродукцию в 2014–2015 годы опережал повышение затрат. Относительно высокие внутренние цены, таким образом, обеспечили рост прибыли

сельскохозяйственных предприятий. Если в 2012–2014 годы уровень рентабельности без учета субсидий в целом по сельскому хозяйству был в пределах от -5,2 до 6,3%, то в 2015 году этот показатель достиг 11,8%, а с учетом выделяемых государством субсидий доходность в секторе увеличилась до 20,3%<sup>14</sup>.

Однако в 2017 году исчерпание возможностей импортозамещения и сохранение высоких темпов роста производства в сельском хозяйстве в условиях ограниченного экспорта привели к высокой насыщенности внутреннего рынка по отдельным видам агропродовольственной продукции. Это оказало давление на цены и вызвало заметное снижение доходности сельхозпроизводителей (Рисунок 72). Данный фактор сыграл основную роль в поддержании низкого уровня продовольственной инфляции в этот период.

Дальнейшее насыщение рынков и образование излишков для экспорта продолжит оказывать ценовое давление и будет создавать новые ценовые ориентиры в аграрном секторе – неизбежно сокращение внутренних цен ниже уровня мирового рынка (до экспортного нетбэка). Если в отдельных секторах еще есть потенциал для снижения цен за счет имеющегося запаса доходности, то в других (птицеводстве, свиноводстве, сахарной отрасли) накопленная в 2014–2015 годы «подушка безопасности» была израсходована (Рисунок 72).

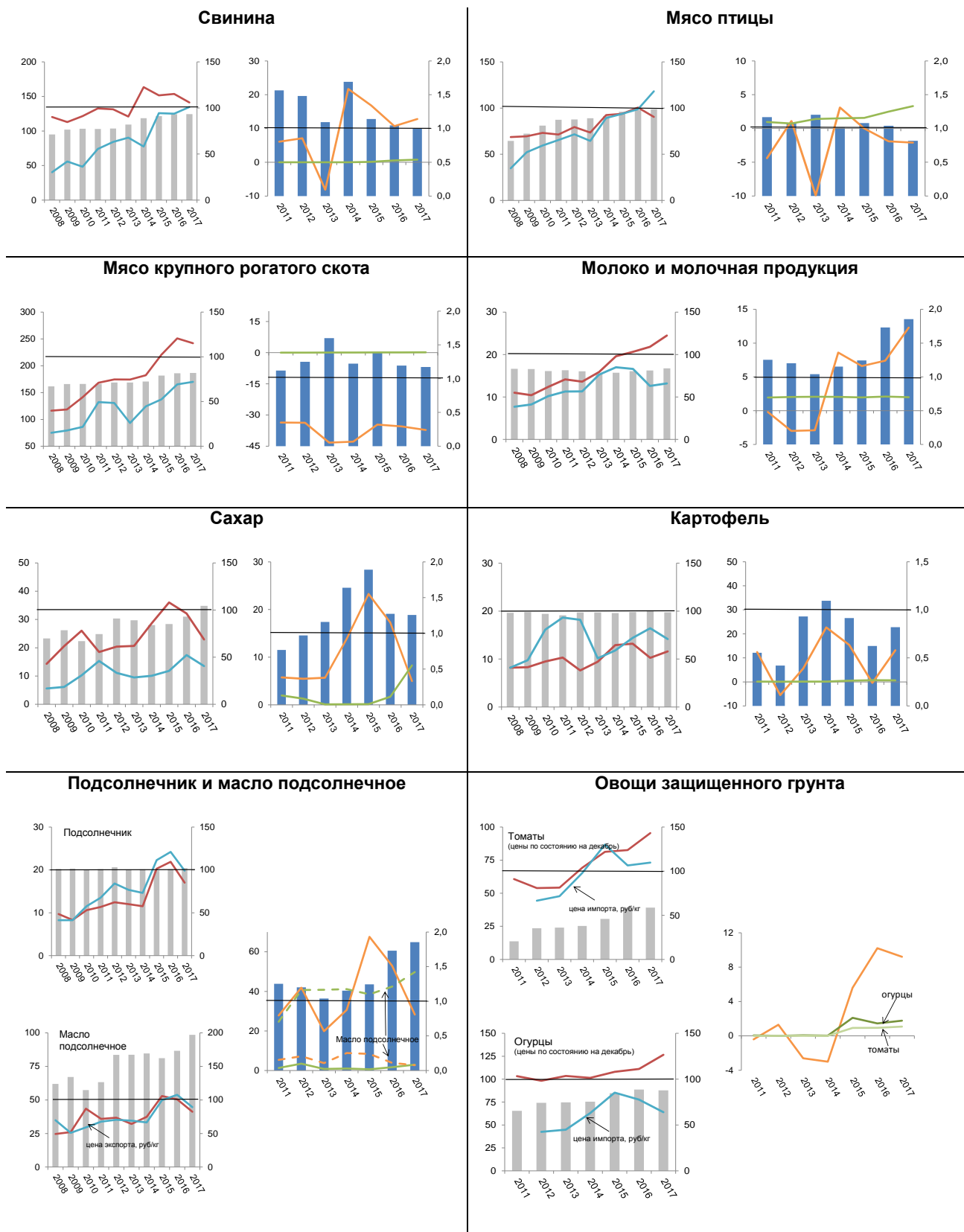
В этих условиях стимулы к расширению производства у хозяйств ослабевают. На насыщенных рынках производители могут сдерживать рост производства, чтобы сбалансировать спрос и предложение для поддержания более комфортного уровня рыночных цен и своей доходности.

Ужесточение конкуренции приведет к усилению тенденции укрупнения лидеров (преимущественно вертикально интегрированных компаний) путем консолидации рынков и поглощения слабых игроков. Ускоренная консолидация рынка в перспективе может привести к усилению рыночной силы отдельных игроков для формирования цен, что на фоне восстановления спроса будет способствовать ускоренному росту цен на продовольствие.

В то же время существует риск того, что в ближайшие годы давление растущих объемов отечественной продукции на рынок, скорее всего, не будет компенсировано экспортными поставкам. Отчасти это связано с наличием фитосанитарных, административных и логистических ограничений, но не менее важное значение имеют недостаточные ценовые конкурентные преимущества российской продукции на мировых рынках. Такая ситуация характерна для продукции с насыщенными рынками, за исключением товаров, которые уже имеют устойчивые позиции по экспорту (зерна, подсолнечника, подсолнечного масла).

<sup>14</sup> По данным Минсельхоза России.

**Рисунок 72. Динамика уровня самообеспеченности и показателей, характеризующих конкурентоспособность основных видов агропродукции**





Источники: Росстат, Минсельхоз России, ФТС, ОЭСР, расчеты ДИП.

Для оценки конкурентоспособности российского сельского хозяйства используется методология ОЭСР, основанная на сравнении внутренних и мировых (справочных) цен и расчете номинального коэффициента защиты производителей (NPC).<sup>15</sup> До 2017 года практически по всем видам основной продукции данный показатель был выше единицы, то есть в условиях открытого внутреннего рынка цены на российское продовольствие были выше мировых цен на аналогичные товары (Рисунок 72). А для конкурентоспособности с импортом это также означает, что замещение импорта потреблением более дорогой отечественной продукции приводит к росту расходов населения на продовольствие.

Расходы потребителей на поддержку сельхозпроизводителей ОЭСР рассчитывает с помощью показателя поддержки рыночных цен (MPS), который характеризует годовую стоимость совокупных трансфертов потребителей и налогоплательщиков сельхозтоваропроизводителям, являющихся следствием государственной политики, приводящих к разрыву между внутренними и мировыми (справочными) ценами. По этим расчетам, расходы потребителей на поддержку производителей сельхозпродукции выросли с 278,2 млрд рублей в 2014 году до 603,7 млрд руб. в 2016 году в текущих ценах. Таким образом, если раньше каждый россиянин переплачивал за потребление более дорогой отечественной продукции порядка 1935 рублей в год, то к 2016 году эта сумма выросла до 4120,7 рубля с человека.

По мере насыщения отдельных продовольственных рынков снижение в 2017-2018 годы внутренних цен способствовало некоторому повышению ценовых конкурентных преимуществ российской продукции. Впервые за последнее десятилетие

<sup>15</sup> Номинальный коэффициент защиты производителей товара (NPC, nominal protection coefficient) равен соотношению внутренних цен на продовольственную продукцию и мировых (справочных) цен. Если NPC < 1, то сельхозтоваропроизводители производят продукцию по цене ниже, чем на мировом рынке, тем самым имея конкурентные преимущества относительно других стран, если NPC > 1, то цены на мировом рынке на продукцию ниже внутренних, то есть российская продукция на мировом рынке слабоконкурентна.

В качестве мировой (справочной) цены принимается цена на границе (border price) с исключением расходов на доставку, переработку и маркетинг, то есть на маржу к рынку. Если страна является экспортером товара, то в качестве мировой цены берется цена экспорта на границе, если импортером — цена импорта на границе. За основу внутренней цены берется средняя цена реализации сельхозпродукции.

цены отечественных производителей на мясо птицы оказались ниже цен импортной продукции, цены на российскую свинину лишь приблизились к мировым (Рисунок 72). В то же время по-прежнему не могут конкурировать с импортом по цене тепличные овощи, сахар, молокопродукты и говядина.

Однако рост глобальной конкурентоспособности российского агропродовольственного сектора выглядит весьма неустойчивым, так как снижение цен в большинстве случаев произошло за счет достижения предела возможностей по сокращению доходности хозяйств. Кроме того, существуют также факторы, которые ограничивают конкурентоспособность агропродовольственного сектора в среднесрочной и долгосрочной перспективе. По результатам исследования Всемирного банка<sup>16</sup>, основным преимуществом российских хозяйств по сравнению с западными фермами-конкурентами является низкая стоимость земли (низкая плата за аренду земли) и труда (низкая заработная плата). При этом уровень трудозатрат на единицу продукции выше, чем в других странах, что свидетельствует о низкой производительности в российском сельском хозяйстве. По мере развития экономики, соответственно, будет повышаться и заработная плата. С ростом цен на землю и рабочую силу конкурентоспособность сельхозпроизводителей в России будет падать, возникнет необходимость повышения производительности физического труда. Дополнительным фактором роста доходности животноводческих хозяйств в последние годы были также относительно низкие цены на корма, доля которых в себестоимости продукции животноводства доходит почти до 70%. Однако на стоимость кормов существенно влияют погодные условия.

Для получения устойчивых конкурентных преимуществ, которые будут способствовать развитию агропродовольственного экспорта, необходима смена приоритетов в аграрном секторе от ориентации на самообеспеченность по всем продуктам к технологической модернизации и повышению эффективности производства. В исследовании Всемирного банка выделяют три направления для реализации мер государственной политики: распространение инноваций и технологий для более масштабного роста производительности в приоритетных секторах, укрепление цепочек создания стоимости и поддержку человеческого капитала на сельских территориях путем развития институционального потенциала в сфере сельскохозяйственных наук. Инвестиции, которые ранее направлялись в основном на создание производственных мощностей, теперь должны быть ориентированы на развитие системы хранения, логистики и транспортной инфраструктуры.

Ситуация на агропродовольственных рынках достаточно неоднородна и дальнейший вектор их развития будет зависеть от ценовой конкурентоспособности отечественной продукции, перспектив развития экспорта, возможностей производителей для снижения издержек. В этом контексте можно выделить три следующие группы продуктов.

<sup>16</sup> Russia: Policies for Agri-food Sector Competitiveness and Investment. World Bank, 2017.

- Высококонкурентные продукты традиционного экспорта: зерно, масличные и подсолнечное масло. Продукция имеет потенциал роста внутреннего производства в контексте ожидаемого повышения спроса на эти продукты на мировом рынке и выхода из периода низких цен на них. В последние годы, когда наблюдались высокие урожаи зерна и масличных, основным вызовом для производителей стал дефицит элеваторных мощностей и неподготовленность транспортной логистики к большим объемам экспорта.
- Продукты с насыщенными или близкими к насыщению рынками с неочевидной экспортной перспективой: свинина, мясо птицы, сахар, картофель. Конкурентоспособность этой продукции приблизилась к мировым аналогам. Ситуация в данных отраслях будет зависеть от эффективности снижения издержек и от возможностей освоения экспортных рынков. Решение проблем с экспортом представляет собой основные резервы для роста внутреннего производства.
- Продукты с низким на настоящий момент потенциалом конкурентоспособности с импортом в условиях открытых рынков - молокопродукты, говядина, тепличные овощи. Внутренние цены на данную продукцию существенно превышают мировые. В условиях сохранения политики, направленной на достижение самообеспеченности, население продолжит нести повышенные расходы на потребление такой отечественной продукции, которая является более дорогой по сравнению с импортной. Поэтому в этих отраслях необходимо сконцентрироваться на росте эффективности.



## 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