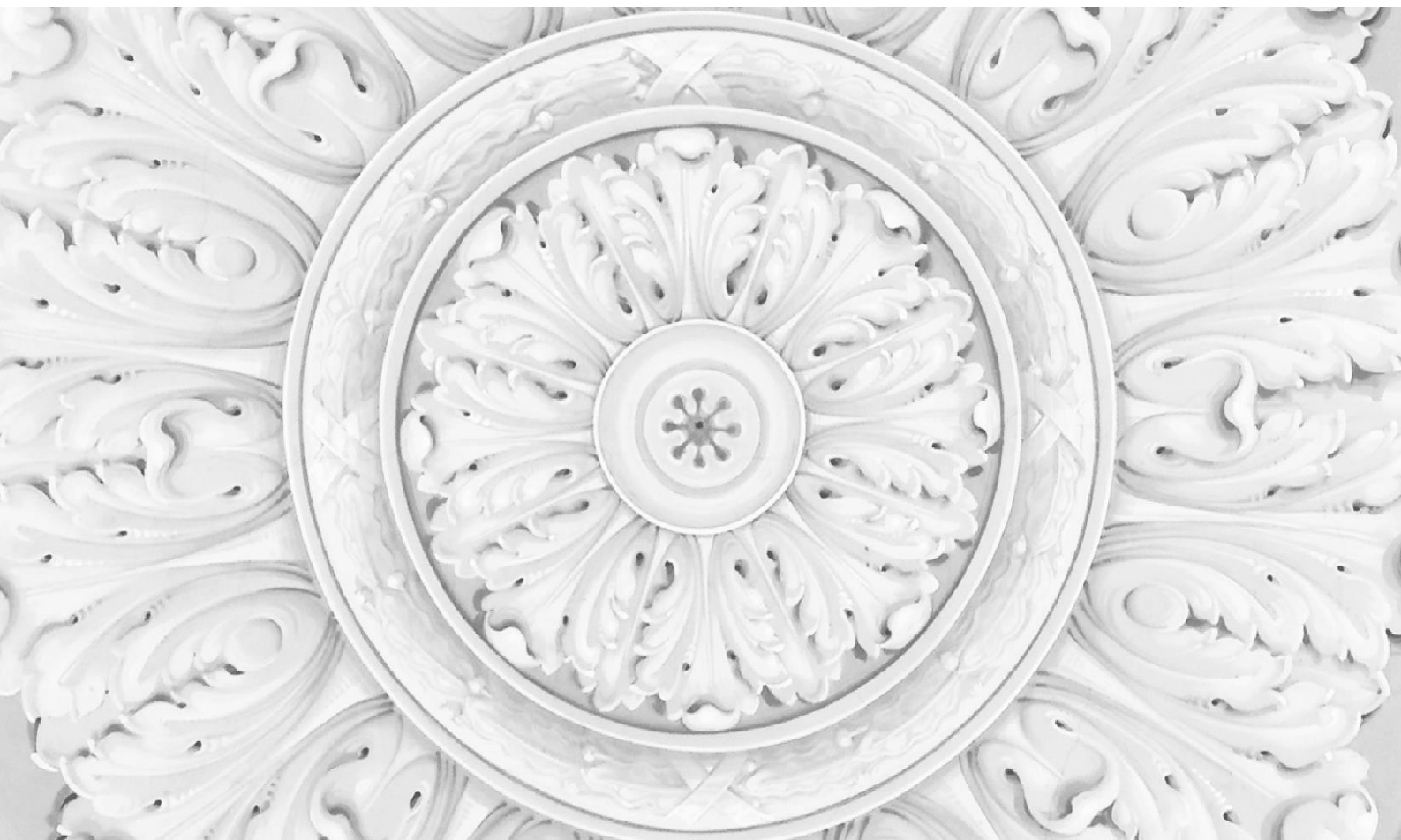




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Март 2018

Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 2 (22)

*Бюллетень подготовлен по данным на 07.03.2018.
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*

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	4
1.1. Инфляция	4
1.1.1. Инфляция остается на пониженном относительно целевого ориентира уровне	4
1.1.2. Рост цен производителей замедлился	7
1.1.3. Ценовые индексы PMI: инфляционное давление остается пониженным	8
1.2. Экономическая динамика	9
1.2.1. Промышленное производство в январе: резкое ускорение роста	9
1.2.2. PMI в феврале: улучшение краткосрочных перспектив экономики	10
1.2.3. Дальнейшее расширение потребительского спроса в январе	12
1.2.4. Усиление инфляционных рисков со стороны рынка труда	16
1.2.5. Ускорение роста кредитования в розничном и корпоративном сегментах	18
1.2.6. Бюджет может стать профицитным в 2018 году	20
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	24
1.3.1. Слабые макроэкономические данные в США за январь – не помеха для дальнейшей нормализации ДКП	24
1.3.2. Волатильность на мировых рынках остается повышенной	32
1.3.3. Рост доли США на нефтяном рынке может ускориться	36
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	40
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	40
2.1.1. Глобальные PMI: рост в США и еврозоне оправдывает ожидания оптимистов	40
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	41
2.2.1. Аналитики ждут перехода к нейтральной ДКП к концу года	41
2.2.2. Индексная оценка ВВП повышена под влиянием сильных макроданных за январь	42

Краткое содержание

1. Итоги

- Инфляция в феврале – начале марта стабилизировалась на пониженном уровне, чему в том числе способствуют временные факторы. Краткосрочные инфляционные риски снизились. Годовая инфляция ожидается ниже 4% в 2018 году и будет находиться вблизи этого уровня в 2019 году. Расширение экономической активности продолжается. Замедление роста в конце 2017 года сменилось ускорением в начале 2018 года. В целом можно говорить о закреплении экономики на траектории медленного, но устойчивого роста. Существующий баланс рисков говорит о возможности более быстрого перехода от умеренно жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике, который может быть завершен в этом году.
 - Инфляция в феврале 2018 года осталась на уровне 2,2%. Темпы роста наиболее устойчивых компонентов потребительских цен остались на пониженном уровне, указывая на уменьшение краткосрочных рисков ускорения инфляции выше 4%. Основные среднесрочные проинфляционные риски сохраняются. Среди них – возможные резкие изменения в потребительском поведении, ускоряющийся рост потребительского кредитования, неустойчивость и повышенность инфляционных ожиданий, ситуация на рынке труда. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к 4%, на прогнозном горизонте.
 - Экономика в январе резко ускорила свой рост, в том числе, из-за положительного действия разовых факторов в промышленности, которое, вероятно, ослабнет в последующие месяцы. Это должно несколько замедлить темпы экономического роста до уровня, соответствующего потенциалу (около 1,5% в год).
 - Краткосрочные риски для стабильности российских финансовых рынков остались невысокими, несмотря на возросшую волатильность. Пониженному уровню рисков способствует уверенный рост мировой экономики, сохраняющийся аппетит к риску на финансовых рынках и уровень нефтяных цен. Однако, торговые войны несут угрозу для экономического роста и стабильности финансовых рынков во всем мире.

2. Взгляд в будущее

- Высокие значения индексов PMI в большинстве крупных экономик указывают на хорошие перспективы продолжения уверенного роста мировой экономики в ближайшее время.
- Наш опережающий показатель роста ВВП в феврале повысился, что говорит о позитивных краткосрочных перспективах российской экономики.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Инфляция в феврале стабилизировалась на уровне 2,2%. Этому способствовали, в том числе, временные факторы. Краткосрочные проинфляционные риски уменьшились по сравнению с январем. Инфляция и ее устойчивые компоненты остаются пониженными относительно целевого ориентира Банка России.

Вместе с тем, в динамике потребительских цен, кредитов и депозитов, а также макроэкономических показателей еще не в полной мере нашли отражение принятые ранее решения по денежно-кредитной политике. Этот фактор, завершение процесса перехода к нейтральной ДКП, а также исчерпание действия временных факторов должны постепенно приблизить инфляцию к 4% в 2019 году.

Среднесрочные риски инфляции сохраняются. Среди основных рисков – быстрый переход к потребительской модели поведения за счет сбережений и ускоряющегося роста потребительского кредитования, повышенность и неустойчивость инфляционных ожиданий бизнеса и населения, возможное возникновение дефицита кадров на рынке труда.

1.1.1. Инфляция остается на пониженном относительно целевого ориентира уровне

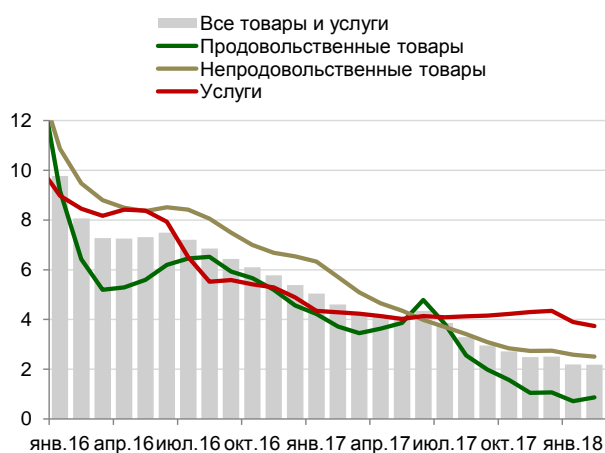
- В феврале инфляция достигла 2,18%, обновив исторический минимум. Рост потребительских цен в феврале составил 0,21% м/м, что по нашей оценке соответствует сезонно сглаженному темпу роста 0,08% м/м (1,0% в аннуализированном выражении, т.е. кумулятивному росту цен за отчетный и 11 ближайших месяцев при сохранении февральских месячных темпов роста цен).
- Инфляция на рынке продовольственных товаров ускорилась за счет динамики цен на плодоовощную продукцию, при этом годовые темпы роста цен на услуги и непродовольственные товары продолжили снижаться.
- Темпы роста модифицированных показателей базовой инфляции возобновили снижение, что свидетельствует о сохранении инфляционного давления на уровне ниже 4%.

Согласно данным Росстата, в феврале годовая инфляция составила 2,18%, практически не изменившись по сравнению с январем (Рисунок 1). Таким образом, хотя инфляция продолжает оставаться ниже целевого уровня 4%, разрыв прекратил увеличиваться.

Ускорение роста цен на продовольствие компенсировалось замедлением роста цен на непродовольственные товары и услуги. В их динамике большую роль сыграли разовые факторы, носящие разнонаправленный характер.

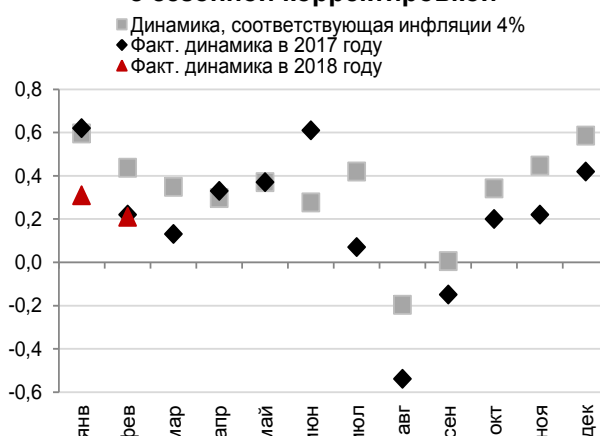
Инфляция на рынке продовольственных товаров ускорилась до 0,87% г/г (после 0,72% г/г в январе) за счет динамики цен на плодоовощную продукцию, которые выросли на 2,37% г/г в феврале после снижения на 0,11% г/г в январе. Годовые темпы роста цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции продолжили снижаться и составили 0,67% г/г после 0,79% г/г в январе.

Рисунок 1. Инфляция и ее компоненты, %/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Рост цен, % м/м с сезонной корректировкой



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Разворот динамики цен на плодоовощную продукцию связан с эффектом низкой базы прошлого года: в феврале прошлого года цены на овощи и фрукты росли гораздо меньшими темпами, чем в феврале текущего года (0,6% м/м против 3,1% м/м, соответственно) отчасти под влиянием динамики курса. Кроме того, например, в случае с картофелем, сказывается и меньший объем урожая. Так, по данным Росстата валовой сбор картофеля уменьшился в 2017 году на 4,9% за счет сокращения убранных площадей, при этом валовой сбор овощей немного превысил уровень предыдущего года (прирост составил 0,3%).

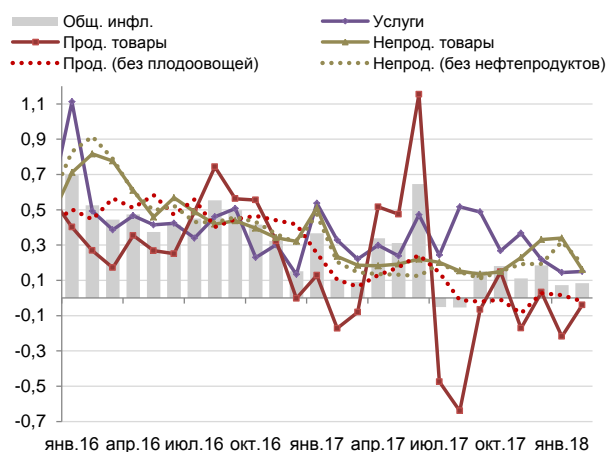
На рынке непродовольственных товаров инфляция снизилась до 2,51% г/г после 2,58% г/г. Сильнее всего замедлились темпы роста цен на нефтепродукты (с 6,86% г/г до 6,28% г/г), что обусловлено динамикой цены на нефть.

Снижение годовых темпов роста цен на услуги продолжилось второй месяц подряд. Основной причиной, как и в январе, послужила динамика цен на услуги пассажирского транспорта, однако если в январе снижение объяснялось меньшим размером индексации регулируемых тарифов, то в феврале оно связано с динамикой тарифов на услуги железнодорожного (ЖД) транспорта. Вероятно, снижение тарифов на услуги пассажирского ЖД транспорта на 7,82% г/г связано с методологией расчета ИПЦ. В Методологии организации статистического наблюдения за по-

требительскими ценами на товары и услуги¹ указано, что регистрация цен и тарифов осуществляется ежемесячно с 21 по 25 число отчетного месяца. Согласно данным РЖД², в феврале 2018 года, как и в феврале 2017 года, повышение тарифов на перевозки пассажиров производилось с 22 по 26 февраля. В феврале 2017 года повышение тарифов было зарегистрировано Росстатом, поскольку ИПЦ на пассажирские перевозки ЖД транспортом составил 108,9% м/м. В феврале текущего года повышение, очевидно, не было зарегистрировано Росстатом, так как ИПЦ на пассажирские перевозки ЖД транспортом составил 100,6% м/м. Таким образом была обеспечена высокая база прошлого года, и годовое снижение тарифов на пассажирские перевозки ЖД транспортом оказалось переоценено.

В феврале рост потребительских цен составил 0,21% м/м, что соответствует уровню февраля прошлого года и по-прежнему остается ниже уровня, обеспечивающего 4-процентную инфляцию в пересчете на год (Рисунок 2). С устранением влияния сезонного фактора рост потребительских цен по нашим оценкам остался на уровне января и составил 0,08% м/м (1,0% в аннуализированном выражении) (Рисунок 3).

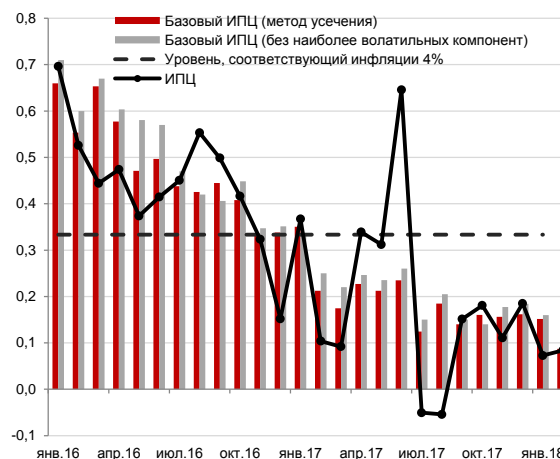
Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оценка за февраль является предварительной.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

За месяц цены на продовольственные товары практически не изменились, однако их динамика продолжает отличаться повышенной волатильностью³. Темпы роста цен на непродовольственные товары замедлились до 0,16% м/м, что связано не только с динамикой цен на нефтепродукты. Аннуализированные темпы роста цен на непродовольственные товары без нефтепродуктов также замедлились после 4%, достигнутых в январе. Темпы роста цен на услуги остались стабильными и составили 0,15% м/м.

¹ Утверждена приказом Росстата [№734 от 30 декабря 2014 г.](#)

² ОАО «РЖД» [Сезонные изменения тарифов.](#)

³ Здесь и далее с учетом влияния сезонного фактора.

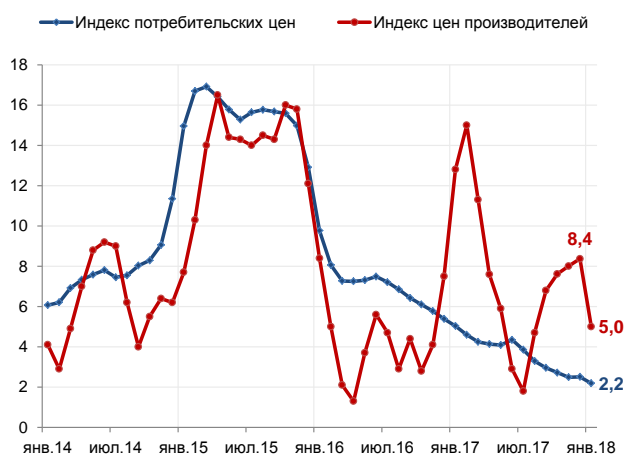
Инфляционное давление продолжает оставаться ниже уровня, соответствующего 4-процентной инфляции в пересчете на год. Об этом свидетельствуют модифицированные показатели базовой инфляции⁴, которые в феврале снизились после периода медленного роста (Рисунок 4). Необходимо отметить, что на их динамику все же оказывают влияние временные факторы, однако в меньшей степени, чем на общую инфляцию. В этой связи, текущие значения показателей базовой инфляции представляются немного заниженными.

1.1.2. Рост цен производителей замедлился

- По данным Росстата в январе годовые темпы роста цен производителей резко замедлились и составили 5,0% г/г (Рисунок 5).
- Замедление оказалось характерно для большинства отраслей, однако наибольшее снижение наблюдалось в отрасли добычи сырой нефти и природного газа, а также производства кокса и нефтепродуктов, прежде всего из-за эффекта высокой базы начала прошлого года.
- Инфляция цен производителей продолжает держаться выше потребительской инфляции, вместе с тем, темпы роста цен производителей большинства потребительских товаров продолжают оставаться ниже темпов роста потребительских цен (Рисунок 6).
- Это служит сигналом того, что восстановление торговой наценки, наметившееся в 2017 году, продолжается после ее сокращения в период 2015-2016 годов. По нашим оценкам, ее уровень пока не достиг докризисного, в связи с чем можно полагать, что по мере восстановления потребительского спроса рост торговой наценки продолжится.

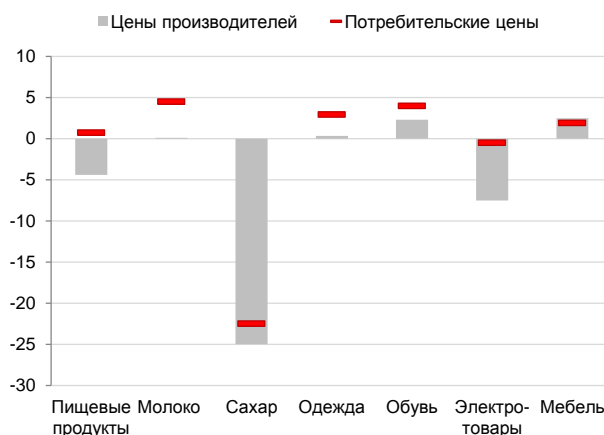
⁴ Подробнее см.: [Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России. 2015. № 4.](#) Март.

Рисунок 5. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Темпы роста цен на некоторые товары в январе, % г/г

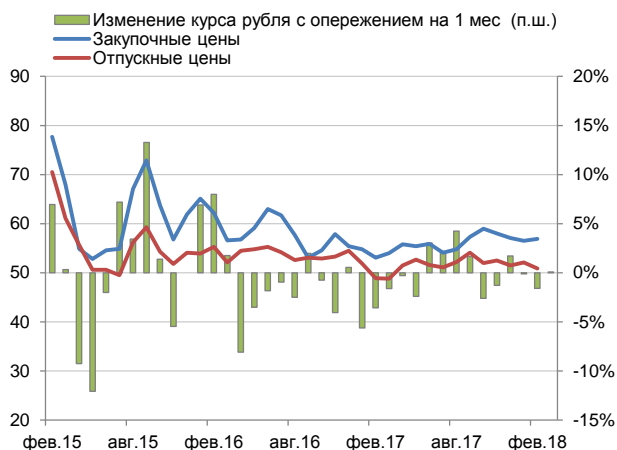


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.3. Ценовые индексы PMI: инфляционное давление остается пониженным

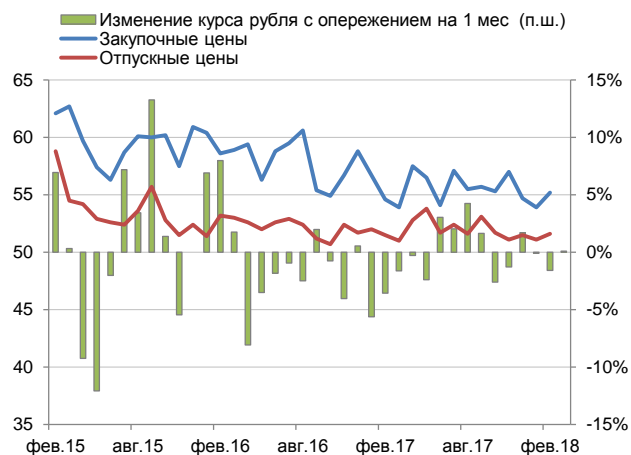
- Инфляционное давление в экономике остается пониженным. Индекс отпускных цен в обрабатывающем секторе в феврале снизился, а в сфере услуг, вырос, оставаясь на пониженных уровнях. (Рисунок 7, Рисунок 8).
- Индексы закупочных цен немного выросли в основном за счет повышения мировых цен на сырье, однако компании не могут в полной мере переложить рост издержек на потребителей в связи с ростом конкуренции и недостаточностью спроса в некоторых секторах.

Рисунок 7. Ценовые индексы PMI в обрабатывающем секторе, пункты



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пункты



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2. Экономическая динамика

Российская экономика начала 2018 год ускорением роста, чему способствовали разовые благоприятные факторы, отчасти компенсировавшие замедление в конце прошлого года. Текущие макроэкономические индикаторы и результаты опросов указывают на продолжение роста экономики в первой половине 2018 года. Поддержку экономике в дальнейшем окажет рост внутреннего спроса на фоне увеличения реальных заработных плат, а также уверенный рост мировой экономики.

1.2.1. Промышленное производство в январе: резкое ускорение роста

- В январе динамика промышленности вернулась в положительную зону: +2,4% м/м – с устранением сезонности и 2,9% г/г – по оценкам Росстата.
- Сдерживающее влияние сделки ОПЕК+ на нефтяной сектор ослабевает, вернулся рост обрабатывающей промышленности.
- Это указывает на временный характер проседания промышленности в конце прошлого года и вероятный частичный «компенсационный» характер январских темпов роста, в том числе связанный с особенностями отражения выпуска продукции отдельных отраслей в статистической отчетности.

Промышленность начала год с уверенного роста. По оценкам Росстата, показатель вырос на 2,4% м/м⁵ и 2,9% г/г, вернувшись к динамичным темпам роста первого полугодия 2017 года. При этом как календарный, так и погодный факторы обеспечили нейтральный фон для годового сопоставления. А рост промышленности стал соответствовать оптимистичным значениям индекса PMI обрабатывающих отраслей начала года (Рисунок 9).

Оценки ДИП указывают на рост на 1,4% м/м после 1,2% м/м в декабре, что свидетельствует не только о переломе негативной тенденции второго полугодия 2017 года, но и об ускорении роста промышленного производства. При этом улучшение динамики было характерно для всех секторов промышленности (Рисунок 9).

Добыча полезных ископаемых выросла на 2% м/м и 1,1% г/г, поддерживаемая ростом добычи угля (+1,2% г/г). Отметим, что показатель среднесуточной добычи нефти стабилизировался на уровне около 10,95 млн. барр. в день. Это все еще ниже уровня соответствующего месяца предыдущего года, когда Россия только начала снижать добычу в рамках соглашения ОПЕК+. Однако негативное влияние этого фактора уже начинает уменьшаться. Добыча нефти в январе сократилась на 1% г/г после -2,3% г/г в декабре 2017 года. По мере исчезновения эффекта более высокой

⁵ Здесь и далее после очистки от влияния сезонности, если не сказано иное.

базы сравнения фактор соглашения ОПЕК+ перестанет оказывать значимое негативное влияние на динамику добычи и промышленности весной текущего года.

Рост обрабатывающей промышленности составил 0,7% м/м, 4,7% г/г. Продуктовая разбивка индекса показывает, что высокие темпы роста продемонстрировали химическая и легкая промышленность, а также производство автотранспортных средств (автомобили – +32% г/г, автобусы – +10% г/г).

Учитывая достаточно высокие значения индексов PMI и ИПУ, рост промышленности в ближайшее время, вероятно, продолжится. Кроме того, на годовую динамику промышленности положительное влияние окажет дополнительный рабочий день в феврале.

Рисунок 9. Динамика отраслей

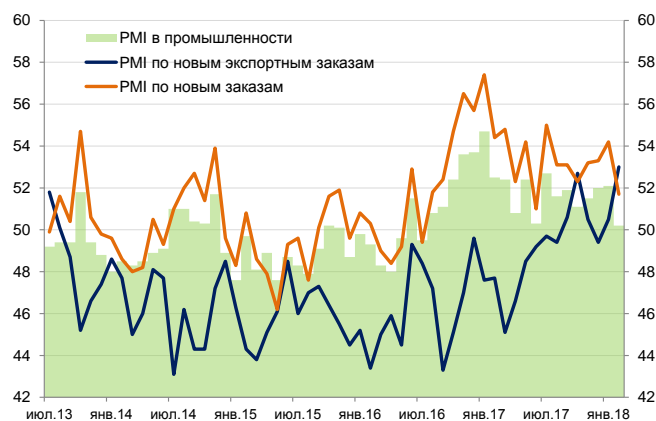
промышленности (индекс, янв. 2013 = 100)



Источник: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 10. Динамика индексов PMI

в промышленности



Источник: IHS Markit

1.2.2. PMI в феврале: улучшение краткосрочных перспектив экономики

- Композитный индекс PMI в феврале вырос до 55,2 пунктов, отметив 25-й месяц в зоне роста.
- Индекс PMI обрабатывающего сектора немного снизился, но остался в зоне роста. Замедление произошло из-за ослабления динамики внутренних заказов, частично связанного с нарушениями в сезонности этого показателя.
- Несмотря на замедление роста выпуска, ожидания на ближайшие 12 месяцев продолжили улучшаться, что говорит о высокой вероятности возвращения темпов роста обрабатывающего сектора на более высокие уровни в ближайшие месяцы.
- Экономика продолжает переходить на «экспортные рельсы» при растущем экспортном спросе и замедлении темпов роста внутреннего спроса.

- Индекс PMI в секторе услуг в феврале вырос до 56,5 пунктов, указывая на оживление экономической активности. Рост наблюдался по всем категориям, кроме ожиданий, которые тем не менее находятся на максимуме с 2012 года

В результатах февральского опроса PMI обрабатывающего сектора как в зеркале можно увидеть российскую экономику в целом. Во-первых, экономический рост замедлился после январского скачка. Тем не менее, рост продолжается более низкими, но вместе с тем более устойчивыми темпами при значительном и увеличивающемся оптимизме в ожиданиях. Во-вторых, экономика продолжает переходить на «экспортные рельсы» при растущем экспортном спросе и замедлении темпов роста внутреннего спроса. Примечательно, что наиболее быстро растет спрос со стороны стран Азии и Ближнего Востока. В-третьих, компании сектора в условиях возрастания конкуренции и ограниченности спроса вынуждены сдерживать рост отпускных цен, несмотря на повышенные темпы роста затрат. Это согласуется с пониженными темпами роста цен производителей в обрабатывающей промышленности, фиксируемыми Росстатом. В свою очередь, растущие издержки и снижение объемов незавершенного производства заставляют компании повышать эффективность: сокращать издержки и оптимизировать занятость. Высвобождаемые работники находят работу в других отраслях экономики, либо покидают рынок труда.

Индекс PMI IHS Markit в промышленности в феврале снизился до 50,2 пунктов против январских 52,1. Снижение совокупного индекса в основном было связано с падением подиндексов «выпуск» и «новые заказы»: за месяц оба снизились примерно с 54 до 52 пунктов, оставаясь в зоне роста (>50). Респонденты отмечают, что динамика промышленности в феврале поддерживалась за счет новых заказов, в особенности – экспортных. Подиндекс «новые экспортные заказы» достиг 53 пунктов – наибольшего значения с ноября 2011 года, отражая улучшение ситуации в мировой экономике и влияние этого на динамику российской промышленности.

В ближайшие месяцы индекс PMI может вернуться к более высоким значениям, учитывая позитивные настроения респондентов. Подиндекс «будущего выпуска», характеризующий ожидания на 12 месяцев вперед, продолжил рост. Значение индекса второй месяц подряд держится выше 69 пунктов, что значительно выше среднего значения за прошлый год (63,8 пункта). Респонденты связывают свои высокие ожидания с уверенным ростом мировой экономики и собственной экспансией на новые рынки.

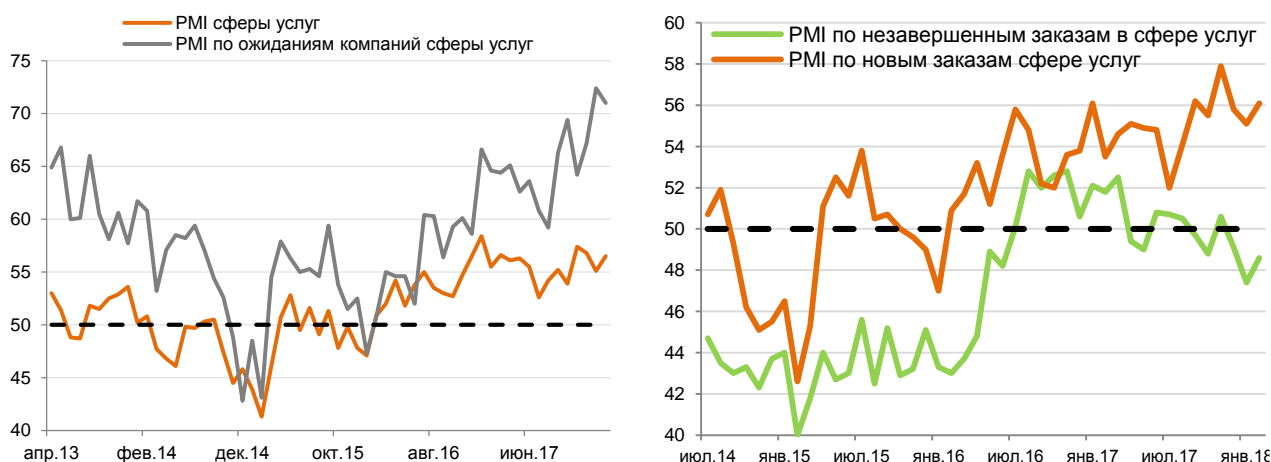
Заметное снижение PMI-индекса в обрабатывающем секторе в феврале по сравнению с январем может быть в значительной степени вызвано техническим фактором, связанным с нарушением типовой сезонности, повлиявшей на результаты сезонной корректировки. Так, при позитивном фактическом балансе ответов респондентов на вопросы о росте спроса и объемов выпуска продукции в феврале,

возможное завышение сезонно сглаженной оценки в январе⁶ могло спровоцировать возникновение эффекта «высокой базы» по итогам февраля.

Индекс PMI IHS Markit в сфере услуг в феврале уверенно вырос до 56,5 пунктов с январских 55,1. Рост наблюдался практически во всех подкатегориях: динамика новых заказов и занятости положительная, оба индекса устойчиво держатся около отметки 55 пунктов. Респонденты отмечают, что главным фактором роста настроений стал возросший клиентский спрос. Более того, рост заказов был отмечен и среди новых, и среди прежних клиентов: 33% респондентов отметили возросшее число заказов именно среди новых клиентов.

Подиндекс ожиданий на горизонте 12 месяцев немного снизился, но уже второй месяц подряд остается выше 70 пунктов. Эта отметка была достигнута впервые с 2012 года, и мы трактуем это как очень хороший сигнал для роста экономики в этом году. Единственная категория, в которой PMI остается ниже 50 пунктов, – это незавершенные работы. Впрочем, и здесь наметился некоторый рост: за месяц индекс вырос на 1,2 пункта до 48,6 пункта.

Рисунок 11. Динамика индекса PMI в секторе услуг



Источник: IHS Markit

1.2.3. Дальнейшее расширение потребительского спроса в январе

- Высокий рост реальных заработных плат и продолжающееся ускорение темпов роста потребительского кредитования поддерживают повышение потребительского спроса.
- В январе годовой рост оборота розничной торговли немного замедлился, однако месячный темп роста с поправкой на сезонный и календарный факторы ускорился до 0,7% м/м главным образом за счет динамики продаж непродовольственных товаров.

⁶ Значения подиндексов спроса и объемов выпуска, вместе составляющих 55% вклада в индекс PMI обрабатывающих отраслей, в январе достигли локальных максимумов.

- Согласно опросным показателям потребители расценивают текущее время как более благоприятное для совершения крупных покупок, чем прошлые годы, в связи с чем можно ожидать, что спрос продолжит расти в 2018 году.

Восстановление потребительского спроса, наметившееся в 2017 году, продолжилось и в 2018 году на фоне продолжающегося роста заработных плат и объемов потребительского кредитования.

В январе оборот розничной торговли вырос на 2,8% г/г после 3,1% г/г в декабре (Рисунок 12). Темп роста продаж продовольственных товаров в январе замедлился, а в непродовольственном сегменте, напротив, ускорился. Последнее согласуется с опубликованной статистикой по другим показателям, например, с ускорением роста выпуска легковых автомобилей.

Рисунок 12. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

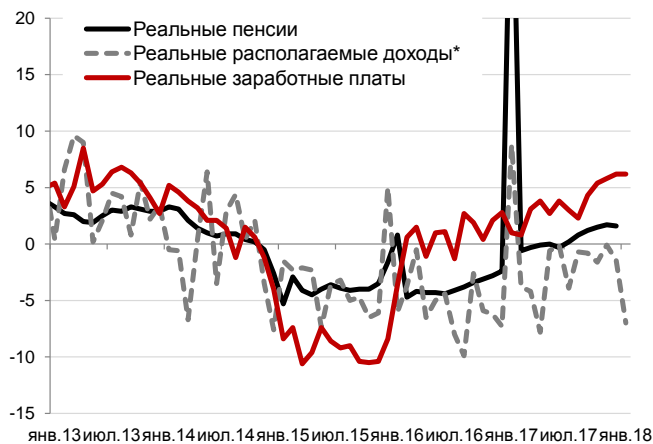
Рисунок 13. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

С поправкой на сезонный и календарный факторы месячный темп роста оборота розничной торговли в январе, по нашим оценкам, ускорился до 0,7% м/м (Рисунок 13). Ускорение главным образом произошло за счет перелома динамики продаж непродовольственных товаров. Так, сокращение продаж непродовольственных товаров, длившееся на протяжении трех последних месяцев 2017 года, в январе прекратилось, прирост составил 1,9% м/м. Продажи продовольственных товаров продолжили расти второй месяц подряд достаточно стабильным темпом — 0,2–0,3% м/м.

Рисунок 14. Динамика реальных доходов населения, % г/г



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

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

Рисунок 15. Динамика рублевых кредитов физическим лицам, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Восстановление потребительского спроса происходит на фоне роста реальных заработных плат. Так, в январе темпы роста реальных заработных плат не изменились по сравнению с декабрем и составили 6,2% г/г (Рисунок 14). Еще одним драйвером роста продаж, особенно непродовольственных товаров, является наращивание объемов потребительского кредитования (Рисунок 15).

Реальные располагаемые доходы населения снизились на 7% г/г в январе из-за эффекта базы, вызванной единовременной выплатой пенсионерам, которая была сделана в январе прошлого года. По мнению ДИП, действующая методика расчета этого показателя сталкивается с объективными сложностями в учете некоторых компонентов сбережений и расходов населения. В результате динамика реальных располагаемых доходов населения несколько занижается. Это частично объясняет наблюдающееся растущее расхождение между динамикой реальных зарплат и реальных располагаемых доходов (Рисунок 16).

Рисунок 16. Динамика реальной начисленной заработной платы и реальных располагаемых доходов*, % (январь 2013 = 100%, сезонность устранена)



В расчете учитывалась единовременная денежная выплата пенсионерам в январе 2017года в размере 5 тыс.рублей.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост спроса сопровождается улучшением потребительских настроений населения. Об этом свидетельствуют опросные показатели, в частности результаты опроса ВЦИОМ⁷, посвященного теме потребительских возможностей населения, согласно которым каждый десятый опрошенный респондент планирует приобрести в 2018 году автомобиль или квартиру (Рисунок 17). При этом чаще всего предполагаемые траты связывают с ремонтом (17%). Это говорит о том, что население ощущает улучшение экономической ситуации по сравнению с периодом рецессии и расценивает текущее время как более благоприятное для совершения крупных трат, чем прошлые годы.

Рисунок 17. Потребительские планы населения



Источник: ВЦИОМ.

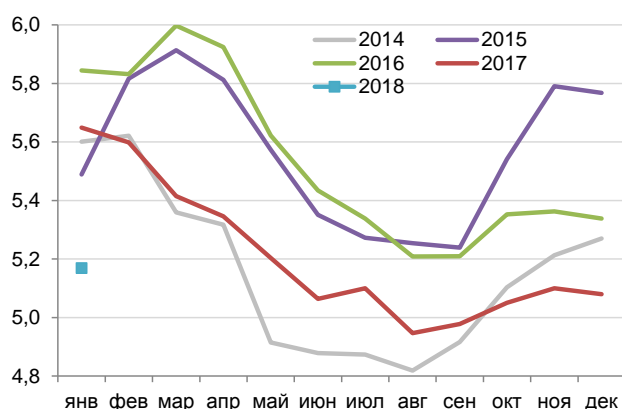
⁷ ВЦИОМ Пресс-выпуск №3583 [«Потребительские планы 2018»](#). 16.02.2018.

1.2.4. Усиление инфляционных рисков со стороны рынка труда

- Уровень безработицы стал несколько ниже нашей оценки «естественного» уровня, указывая на небольшой рост напряжения на рынке труда.
- Рост номинальных заработных плат в частном секторе может немного замедлиться по мере снижения объемов индексации в связи с адаптацией компаний к низкой инфляции.
- Этому будет способствовать увязка размеров индексации в рамках коллективных договоров работодателей и работников с инфляцией предыдущего года, а также медленные темпы роста спроса на продукцию, ограничивающие финансовые возможности для индексации.
- Однако снижение количества «свободных рук», напротив, может привести к ускорению роста заработных плат и рискам увеличения инфляционного давления по мере снижения уровня безработицы до новых минимумов. Компенсировать этот эффект может рост производительности труда, для чего требуется рост инвестиций в основной капитал.

Динамика уровня безработицы говорит о некотором росте рисков повышения инфляционного давления. Показатель в январе составил 5,2% (Рисунок 18). С учетом очищения от сезонных колебаний уровень безработицы опустился до исторического минимума – 4,95%⁸, что несколько ниже оцениваемого ДИП «естественного» уровня безработицы (Рисунок 19). Снижение количества «свободных рук»⁹ на рынке труда создает риски ускорения роста номинальных заработных плат и, как следствие, повышения инфляционного давления.

Рисунок 18. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Уровень безработицы и его естественный уровень, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

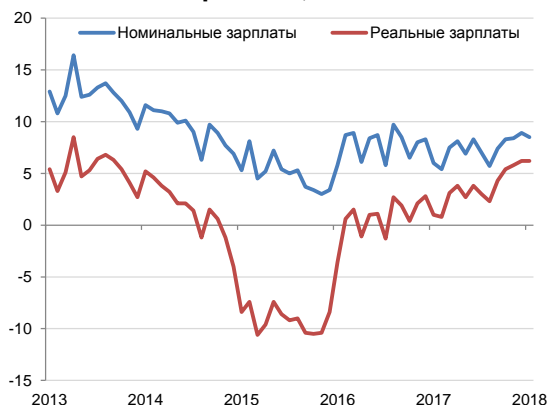
⁸ Одним из технических факторов, повлиявших на снижение показателя, стало небольшое изменение методологии расчета: с 2018 года Росстат начал публиковать динамику численности безработных в возрасте 15 лет и старше, что отразилось, в том числе на росте численности рабочей силы. Ранее Росстат публиковал данные по безработному населению в возрасте 15–72 лет.

⁹ количество безработных в январе сократилось на 8,7% г/г.

Текущий рост номинальных заработных плат остается довольно высоким. По предварительной оценке в январе он составил 8,5% г/г, а в реальном выражении – 6,2% г/г. Росстат повысил декабрьскую оценку роста номинальных и реальных зарплат до 8,9 и 6,2% г/г соответственно (первоначальные оценки составляли 7,2 и 4,6% г/г, Рисунок 20). По мере адаптации компаний к низкой инфляции и умеренным темпам расширения спроса на продукцию рост заработных плат в частном секторе, скорее всего, замедлится, если только продолжающееся снижение безработицы и рост дефицита рабочей силы не заставят компании увеличить удельные издержки на труд за счет прибыли¹⁰.

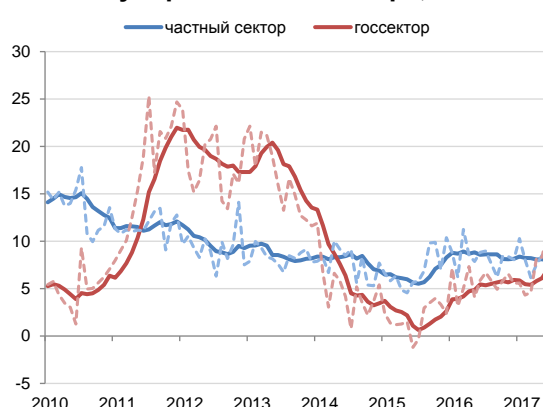
В целом за весь 2017 год рост реальной зарплаты опередил рост производительности труда. Среднемесячная номинальная заработная плата выросла на 7,3% г/г, а реальная зарплата – на 3,5% г/г. При этом в частном секторе номинальные заработные платы выросли на 7,9% г/г, а в госсекторе – на 6,4% г/г¹¹. Во второй половине прошлого года рост зарплат в госсекторе «подтянулся» к показателям частного сектора на фоне выполнения «майских указов» (Рисунок 21). В 2018 году рост зарплат в госсекторе окажется выше, чем в частном на фоне индексации зарплат госслужащих-«неуказников» и продолжения выполнения «майских указов».

Рисунок 20. Номинальные и реальные зарплаты, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Зарплата в частном и государственном секторе, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹⁰ Вероятно, в России, как и во многих других странах, снизилась эластичность зарплат и цен по изменению уровня безработицы (кривая Филлипса стала более полой). Причины этого носят как глобальный, так и локальный характер. Их анализ выходит за рамки этого отчета. Тем не менее, важно понимать, что дальнейшее отклонение безработицы вниз от естественного уровня повышает вероятность ускорения роста зарплат и ценового всплеска.

¹¹ В качестве весов были использованы замещенные рабочие места.

1.2.5. Ускорение роста кредитования в розничном и корпоративном сегментах

- В 2017 г. улучшилось финансовое состояние и качество кредитного портфеля банковского сектора (без банков, проходящих процедуру финансового оздоровления).
- В последние месяцы корпоративное и розничное кредитование показало динамичный рост. Ускорение роста корпоративных кредитов демонстрируют, прежде всего, банки из первой тридцатки.
- Восстановление банковского кредитования – здоровый процесс, развивающийся вслед за макроэкономической стабилизацией и нормализацией ДКП...
- ...однако, значительное ускорение темпов роста необеспеченного и высокорискованного кредитования потребовало принятия макропруденциальных мер в целях предотвращения возникновения рисков для финансовой стабильности этих сегментов рынка, а также снижения инфляционных рисков в среднесрочной перспективе.

В начале 2018 года рост кредитования продолжился. Темпы его роста с устранением влияния валютной переоценки и сезонности продолжились ускоряться как в сегменте розничного, так и корпоративного кредитования (Рисунок 22). При этом аннуализированные темпы роста розничного кредитования достигли 18%. Восходящая фаза кредитного цикла, которую мы наблюдаем, – здоровый процесс, развивающийся вслед за макроэкономической стабилизацией и нормализацией ДКП.

Однако этот процесс сопряжен с рисками. В настоящее время активный рост розничного кредитования не трансформируется в рост инфляционного давления в потребительском сегменте рынка. Однако, это может произойти в будущем, особенно если темпы роста розничного кредитования еще больше ускорятся. Кроме того, значительное ускорение темпов роста необеспеченного и высокорискованного кредитования может нести риски для финансовой стабильности этих сегментов рынка (Рисунок 24). В целях купирования этих рисков, в 2018 г. Банк России принял ряд мер макропруденциального регулирования в отношении ипотечных кредитов с низким уровнем обеспечения и необеспеченных потребительских кредитов.

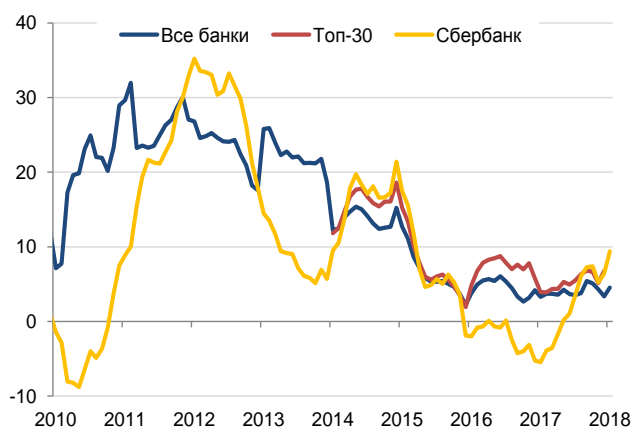
Ускорение корпоративного кредитования происходит за счет банков из первой тридцатки (Рисунок 23). Отметим, что ускорение годовых темпов роста корпоративного кредитования связано не только с низкой базой прошлого года – месячные темпы роста в декабре прошлого года и в январе 2018 г. в этой группе банков также заметно превысили общие по банковскому сектору.

Рисунок 22. Динамика кредитования (после очистки от сезонности и валютной переоценки), % м/м



Источник: расчеты ДИП

Рисунок 23. Годовые темпы роста рублевого корпоративного кредитного портфеля, %г/г



Источник: Банк России

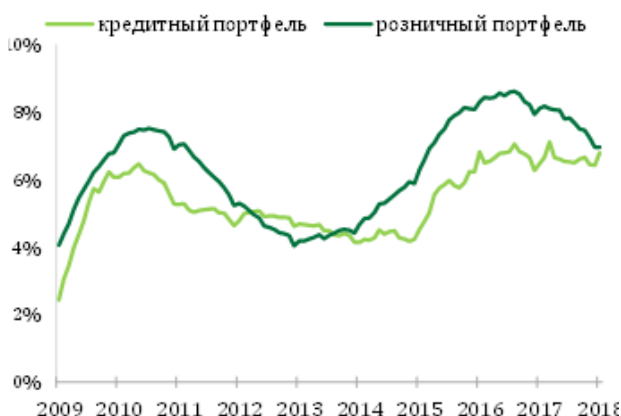
В 2017 году улучшилось качество кредитного портфеля банков. Доля просроченной задолженности по кредитному портфелю физических лиц снизилась с 7,9 до 7,0% (Рисунок 25). В корпоративном кредитном портфеле банковской системы доля просроченной задолженности незначительно выросла, с 6,3 до 6,4%. Однако, без учета банков, проходящих процедуру финансового оздоровления (как с использованием нового механизма с помощью ФКБС, так и по старому механизму с привлечением средств АСВ и кредитов Банка России), доля просроченной задолженности по кредитам нефинансовым организациям в 2017 году снизилась с 5,4 до 4,6%.

Рисунок 24. Динамика рублевого ипотечного и потребительского кредитования, % м/м (после очистки от сезонности)



Источник: расчеты ДИП

Рисунок 25. Динамика доли просроченной задолженности, %



Источник: расчеты Банка России

Более низкие показатели прибыли по итогам 2017 года, чем в 2016 году, стали результатом разового доформирования резервов на возможные потери по про-

блемным активам банками, проходящими процедуру финансового оздоровления. В результате, рентабельность активов и капитала в целом по банковскому сектору осталась ниже уровней 2012-2013 годов. В среднесрочной перспективе доформирование резервов может стать одним из вызовов для банков с высоким уровнем проблемных активов.

Еще одним вызовом для банков стало снижение чистой процентной маржи, которая сократилась по итогам 2017 года до 3,9%. Вероятно, чистая процентная маржа останется под давлением и в ближайшие годы и из-за действия следующих факторов:

Достижение и поддержание устойчиво низкой инфляции предполагает более низкие показатели процентной маржи, из-за ухода из показателей маржи «премии» за высокую инфляцию. Такая «премия» раньше была необходима для компенсации инфляционного роста банковских издержек. Сокращение процентной маржи из-за данного фактора «компенсируется» стабилизацией издержек и не влияет на финансовую устойчивость банков

С приближением процентных ставок по депозитам к цели по инфляции эластичность депозитов (прежде всего, населения) по процентной ставке, вероятно, возрастет из-за уменьшения склонности к сбережениям в целом и переориентацией населения на инвестиции в более рискованные финансовые активы. В этих условиях завершение процесса нормализации ДКП будет сильнее влиять на процентные ставки по кредитам, чем по депозитам, сокращая чистую процентную маржу.

Успешный ответ на данный вызов потребует от банков увеличения непроцентных доходов и сокращения расходов.

1.2.6. Бюджет может стать профицитным в 2018 году

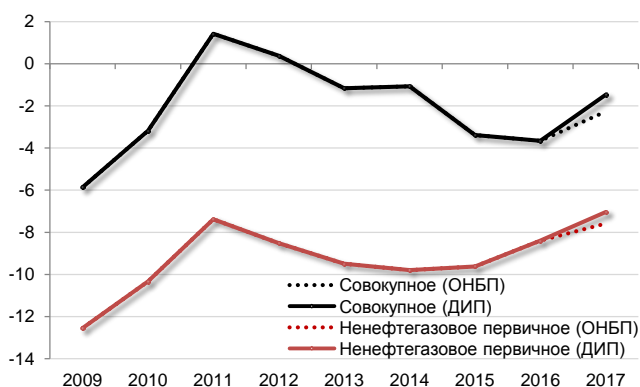
- В 2017 году дефицит бюджетной системы снизился на 2,2 п.п. до 1,5% ВВП, указывая на значительную бюджетную консолидацию и повышение устойчивости госфинансов.
- Доходы (с поправкой на однократное поступление от приватизации Роснефти в 2016 году) выросли на 1,3 п.п. ВВП. В том числе на 0,8 п.п. увеличились нефтегазовые доходы и на 0,5 п.п. – ненефтегазовые, из которых 0,2 п.п. дало улучшение собираемости.
- Расходы (с поправкой на однократные платежи по досрочному погашению кредитов ОПК в 2016 году) снизились на 0,8 п.п. ВВП со смещением структуры в сторону расходов на экономический блок по функциональной классификации и субсидий организациям и капиталовложения – по экономической классификации.
- Улучшение структуры расходов, повышение собираемости налогов, действие бюджетного правила и косвенный эффект от повышения уверенности в долгосрочной стабильности государственных финансов смягчили сдерживающее

влияние на рост ВВП в 2017 году от произошедшей консолидации бюджета. Наибольший по величине сдерживающий эффект пришелся на IV квартал из-за смещения сезонности расходов.

- В 2018 году мы ожидаем перехода бюджета к профициту, а также возобновления роста Фонда национального благосостояния и совокупного госдолга относительно ВВП.
- Начиная с 2019 года, после завершения консолидации, бюджет, по оценкам, перестанет сдерживать рост ВВП. При этом, структурные изменения и повышение эффективности бюджетных расходов будут способны ускорить экономический рост.

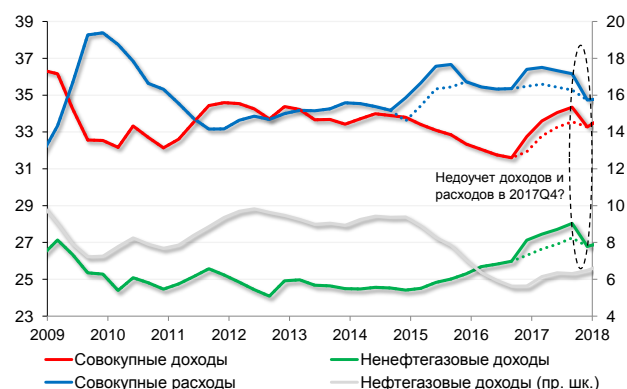
Сальдо. По итогам 2017 года дефицит бюджетной системы России составил 1,5% ВВП, что ниже на 2,2 п.п., чем за 2016 год и на 0,8 п.п., чем было заложено в Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018–2020 годы (далее – ОНБП). В результате дефицит оказался на уровне наших ожиданий¹². (Рисунок 26). Произошла значительная бюджетная консолидация и повышение устойчивости госфинансов.

Рисунок 26. Совокупное и нефтегазовое первичное сальдо бюджетной системы, % ВВП



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

Рисунок 27. Основные показатели бюджетной системы (% ВВП, скользящие за четыре квартала)



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

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

Доходы. Сокращение дефицита было достигнуто благодаря как доходной, так и расходной части. Доходы относительно 2016 года выросли на 0,5 п.п. ВВП, а с поправкой на однократное зачисление поступлений от приватизации Роснефти в IV

¹² См. раздел 1.2.8. «Бюджетная консолидация идет с заметным опережением графика» в [бюллетене «О чем говорят тренды» за декабрь 2017 года \(№8\)](#).

квартале 2016 года – на 1,3 п.п. ВВП (Рисунок 27). Из них 0,8 п.п. ВВП пришлось на нефтегазовые поступления благодаря росту цены нефти Urals на 27% г/г в долларовом эквиваленте и на 12% г/г – в рублевом. Еще 0,5 п.п. обеспечило повышение ненефтегазовых доходов, в том числе, по нашим оценкам, 0,2 п.п. – улучшение собираемости (за 2014-2017 годы – 0,8 п.п. ВВП).

Расходы. Расходы относительно 2016 года снизились на 1,7 п.п. ВВП, а с поправкой на однократные платежи по досрочному погашению кредитов ОПК в IV квартале 2016 года – на 0,8 п.п. ВВП (Рисунок 27). В структуре расходов по функциональной классификации произошел рост расходов на экономический блок (на 0,4 п.п. ВВП) при сокращении расходов на силовой блок (на 0,5 п.п. ВВП с поправкой на однократные платежи в 2016 году) и социальный блок (на 0,6 п.п. ВВП) из-за расходов на здравоохранение. В структуре расходов по экономической классификации существенный рост показали субсидии организациям (+13% г/г) и капиталовложения (+7% г/г), а консолидация прошла за счет сокращения закупок товаров и услуг (-13% г/г).

Уточнение показателей в мае. Сокращение расходов на здравоохранение в 2017 году (-10% г/г) стало неожиданностью. Как и низкий рост поступлений по страховым взносам в доходную часть бюджета: на 3% г/г при росте оплаты труда на 7% г/г и НДФЛ на 8%. Мы полагаем, что эти цифры будут пересмотрены в сторону увеличения (примерно на 0,6 п.п. ВВП) в мае, когда выйдет уточненная оценка исполнения бюджета по мере поступления полных отчетных данных. Подобная практика в последние годы стала традиционной: в 2015 и 2016 годах пересмотр составил 0,5 п.п. ВВП, без изменения величины дефицита бюджета.

Суверенные фонды и государственный долг. За 2017 год на финансирование дефицита в рамках бюджетной консолидации из суверенных фондов было направлено 1,62 трлн рублей. Резервный фонд прекратил существование, а ликвидная часть Фонда национального благосостояния (ФНБ) в старом формате составила на конец года 2,4% ВВП (Рисунок 28). Объем валютных интервенций Минфина России по действующему бюджетному правилу составил 0,9% ВВП (0,83 трлн рублей). Финансирование инвестиционных проектов из средств ФНБ продолжилось в небольшом объеме, и на конец года неликвидная часть ФНБ составила 1,7% ВВП.

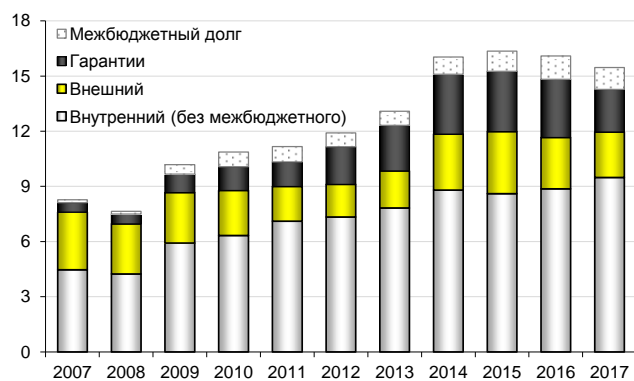
Совокупный государственный долг за 2017 год снизился на 0,55 п.п. ВВП до 14,3% ВВП (Рисунок 29). Его динамика объясняется сокращением государственных гарантий на 0,85 п.п. ВВП. В структуре задолженности без учета гарантий займы в иностранной валюте снизились из-за чистого погашения задолженности и валютной переоценки (по 0,15 п.п. ВВП соответственно), а задолженность в национальной валюте выросла на 0,55 п.п. ВВП за счет роста займов на федеральном уровне. Это указывает на улучшение состояния региональных бюджетов и развитие национального долгового рынка.

Рисунок 28. Структура средств суверенных фондов, % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Структура совокупного долга бюджетной системы, % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Влияние на рост ВВП. Сокращение расходов относительно ВВП могло оказать сдерживающее влияние на рост ВВП, при этом изменение структуры расходов в пользу расходов на экономику, имеющих относительно большой фискальный мультипликатор, а также сокращение расходов на общегосударственные вопросы, которые, по оценкам Н. Ивановой и М. Каменских¹³, имеют отрицательный мультипликатор, оказало стимулирующее влияние на экономический рост. Рост доходов в 2017 году и лаговый эффект предыдущих лет также, вероятно, оказали негативное влияние на рост ВВП. При этом он предположительно был сильно смягчен действием бюджетного правила и эффектом улучшения собираемости, которая способствует повышению конкурентоспособности и эффективности в экономике. Кроме того, позитивную роль должен сыграть положительный косвенный эффект от произошедшей бюджетной консолидации через повышение уверенности субъектов экономики в долгосрочной стабильности государственных финансов.

Внутри года наибольший сдерживающий эффект на рост, вероятно, пришелся на IV квартал, а наименьший – на I квартал, что, прежде всего, объясняется смещением сезонности расходования бюджетных средств: опережающее исполнение в I квартале компенсировалось меньшими расходами в IV квартале при нейтральной динамике г/г во II и III кварталах. Это в целом соотносится с динамикой роста ВВП.

Оценка на 2018-2020 годы. По нашим оценкам, сальдо бюджетной системы выйдет в небольшой плюс в 2018 году, но может вернуться в отрицательную область в 2019-2020 годах из-за ожидаемого снижения нефтегазовых доходов (вследствие закладываемого Банком России в базовом сценарии снижения нефтяных цен) опережающим относительно расходов (в рамках бюджетной консолидации) темпом.

Средства ФНБ вернулись к росту с 2018 года вследствие интервенций Минфина России в рамках бюджетного правила, модифицированного в этом году (Рисунок 28). При этом объем ФНБ в старом формате (без интервенций) сократится в 2018 году в связи с финансированием дефицита бюджета в рамках продолжающейся

¹³ Иванова Н., Каменских М. Эффективность государственных расходов в России // Экономическая политика, 2011. №1, С. 176–192.

бюджетной консолидации. Совокупный государственный долг в 2018-2020 годах будет расти из-за прямого эффекта бюджетного правила (расходы формируются в том числе из процентных расходов, которые финансируются за счет новых займов), его косвенного эффекта (по мере роста нефтяных цен происходит опережающий рост сбережений в суверенных фондах за счет опережающего роста заимствований) и ожидаемого возврата к росту региональной задолженности.

Вероятно, бюджет окажет незначительное сдерживающее влияние на рост ВВП в 2018 году из-за эффекта продолжающейся бюджетной консолидации и запаздывающего влияния уже произошедшей консолидации предыдущих лет.

Начиная с 2019 года, после завершения консолидации, бюджет, по оценкам, перестанет сдерживать рост ВВП. При этом, структурные изменения и повышение эффективности бюджетных расходов будут способны ускорить экономический рост.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

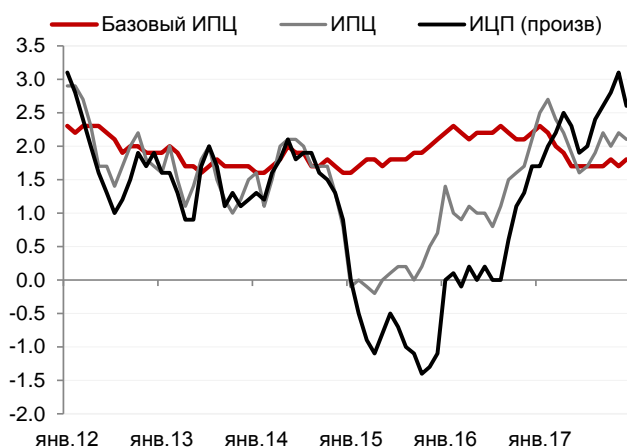
1.3.1. Слабые макроэкономические данные в США за январь – не помеха для дальнейшей нормализации ДКП

- Январская инфляция в США оказалась выше прогнозов, указывая на нарастание инфляционного давления даже с поправкой на рост энергетической компоненты. Негативная январская динамика в промышленности и рознице не стала поводом для пересмотра ожиданий по повышению ключевой ставки в марте.
- Вероятность четырех повышений ставки ФРС в этом году значительно выросла за последние недели.
- В еврозоне сохраняется низкое инфляционное давление. Слабые экономические результаты четвертого квартала 2017 года, вероятно, носят временный характер, что подтверждают высокие значения опережающих индикаторов.
- Оценка вероятности повышения ставки на майском заседании Банка Англии превысила 50%.
- Банк Норвегии снизил цель по инфляции с 2,5 до 2%.
- Вопрос о сворачивании QE в Японии может стать актуальным в 2019 фискальном году, который заканчивается в марте 2020 года.
- Власти Китая в 2018 году намерены ужесточить как денежно-кредитную, так и бюджетную политику. С учетом других факторов это повышает риски недостижения цели по росту экономики на уровне около 6,5%.

США: инфляционное давление продолжает нарастать

В январе инфляция выросла на 0,5% м/м за счет существенного удорожания энергетической компоненты. В годовом выражении рост цен остался на уровне 2,1% (Рисунок 30). Базовая инфляция в январе составила 0,3% м/м, превысив консенсус-прогноз в 0,2% м/м и просигнализовав о нарастании инфляционного давления. Несмотря на то, что часть эффекта могла быть обусловлена холодной погодой на северо-востоке страны, поддержавшей рост цен на одежду и медицинские услуги, аннуализированная трехмесячная инфляция по итогам января выросла до 2,9% – максимума с августа 2011 года. Дополнительным индикатором нарастания инфляционного давления является динамика ИЦП, годовой рост которого остается вблизи шестилетнего максимума.

Рисунок 30. Динамика инфляции в США, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 31. Динамика отраслей промышленности в США, % м/м



Источники: Bloomberg Finance L.P.

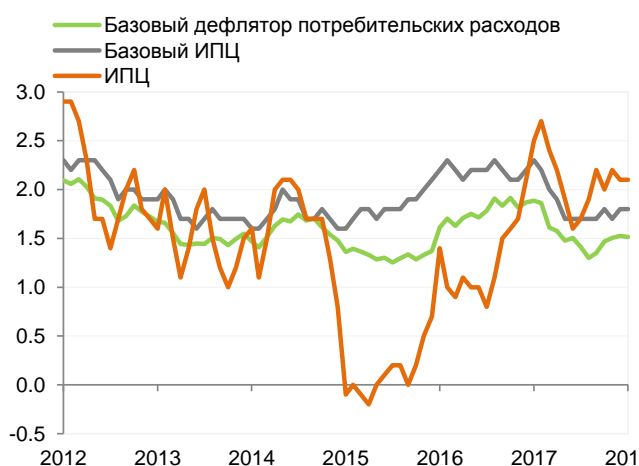
Негативная январская динамика розничных продаж (-0,3% м/м) и промышленности (-0,1% м/м) не поколебала уверенности рынка в мартовском повышении ставки. Аналитики, судя по всему, уже привыкли к тенденции последних нескольких лет – более низким показателям статистики за I квартал. К тому же январское снижение последовало за динамичным ростом в IV квартале, а опережающие индикаторы указывают на отсутствие признаков дальнейшего торможения роста. Тем не менее, обращает на себя внимание снижение в добыче, зафиксированное второй месяц подряд (-1% м/м после -0,4% м/м) (Рисунок 31). Во многом оно было обусловлено холодной погодой, которая привела к снижению добычи нефти, газа и буровой активности. Данные EIA по росту добычи в феврале до 10,2 млн. баррелей в день позволяют ожидать роста сектора в февральской статистике.

В январе базовый дефлятор потребительских расходов составил 1,5%, не изменившись относительно уровней ноября-декабря 2017 года (Рисунок 30). Однако показатели рынка труда продолжают уверенно улучшаться. Так число первичных заявок на пособие по безработице в январе снизилось до минимума за 48 лет

(Рисунок 31). Кроме того, увеличение занятости в несельскохозяйственном секторе экономики в феврале достигло максимума за последние 18 месяцев (+313 тыс. человек при положительном пересмотре статистики предыдущих месяцев на + 54 тыс. человек). Таким образом, рост инфляционного давления должен начаться.

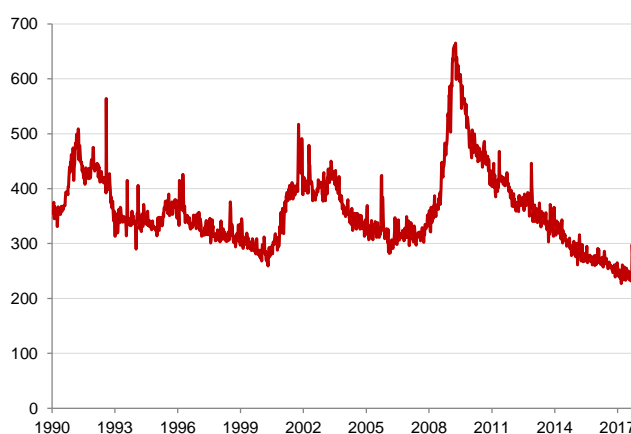
Многие участники Комитета по открытым рынкам (FOMC) ФРС указывали на то, что они повысили свои прогнозы по росту экономики США на фоне ускорения роста мировой экономики, благоприятной ситуации на финансовых рынках (последнее заседание проводилось в конце января, до февральской распродажи) и переоценки потенциального эффекта от бюджетного стимула. Это в свою очередь означает большую вероятность продолжения нормализации монетарной политики в США и, возможно, ее ускорения. Так, у участников рынка уже не осталось никаких сомнений в как минимум трех повышениях ключевой ставки ФРС до конца этого года. Более того, оцениваемая рынками вероятность четырех повышений (по разу на каждом опорном заседании, начиная с мартовского) значительно выросла за последнее время.

Рисунок 32. Динамика инфляции в США, % г/г



Источники: Bank of England

Рисунок 33. Динамика первичных заявок по безработице, тыс. человек

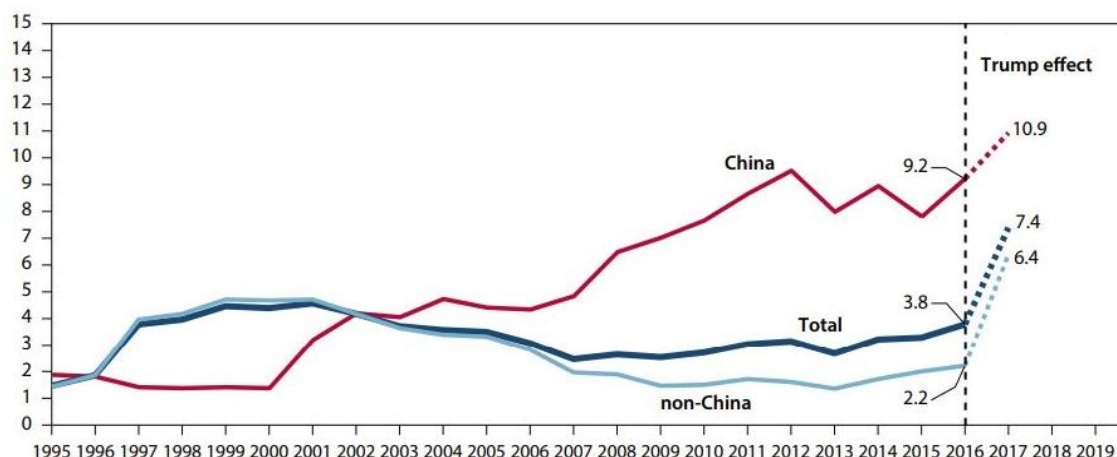


Источники: Bloomberg Finance L.P.

Президент США Д. Трамп ввел импортные тарифы на сталь (25%) и алюминий (10%). Из действия соглашения на время переговоров в рамках NAFTA пока исключены Мексика и Канада. По оценкам, доля американского импорта, которая подпадала под разного рода торговые ограничения США до этого решения составляла 3,8%. После введения этих тарифов и тарифов на солнечные батареи и некоторые бытовые товары, она может удвоиться.

В результате, не исключен новый виток торговых войн. Так представитель ЕС сообщил, что ЕС будет вынужден последовать за США, так как сталь и алюминий, которые не найдут сбыта в Америке, наводнят европейский рынок. Таким образом, существует риск снижения цен и обострения проблемы сбыта основных нефтегазовых товаров российского экспорта.

Рисунок 34. Динамика доли импорта, подпадающего под торговые ограничения, %



Источнику: Peterson Institute for international economics

Введение тарифов не поддерживается экономистами и отраслями-потребителями стали и алюминия. По оценкам, в таких отраслях трудится 6,5 млн. человек, тогда как в их производстве – значительно меньше. В результате эта и подобные новые инициативы могут негативно сказаться на динамике занятости и экономического роста в США и мире в целом. Кроме того, замещение импортных товаров более дорогими отечественными, подстегнет рост цен. А сочетание замедляющегося экономического роста и ускоряющейся инфляции – худший сценарий для финансовых рынков.

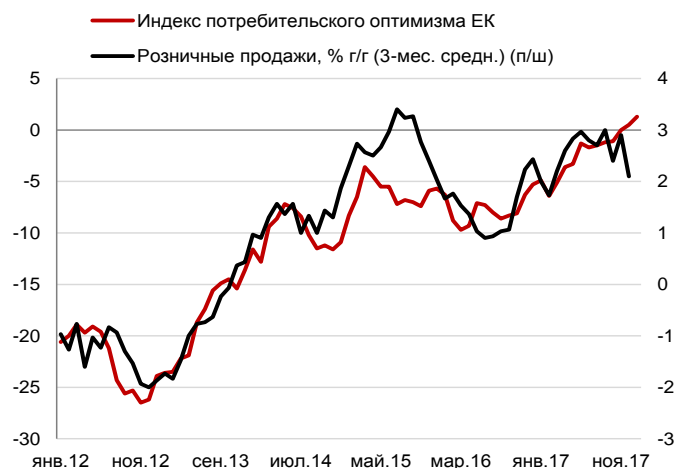
Еврозона: в основе замедления экономики в IV квартале лежала временная слабость потребительского спроса

В декабре розничные продажи сократились на 1,1% м/м из-за значительного снижения продаж одежды, обусловленного мягким началом зимы. Такая динамика указывает на то, что основой замедления роста экономики еврозоны в IV квартале с 0,7% к/к до 0,6% к/к стал более медленный рост потребления. Тем не менее, опережающие индикаторы указывают на временный характер замедления этих показателей. Потребительская уверенность остается на многолетних максимумах, а окончательная оценка сводного PMI еврозоны в январе повысилась до 58,8 пп – максимума за более, чем 11 лет. Такое значение индекса соответствует росту ВВП еврозоны на уровне 0,8% к/к в I квартале (Рисунок 35).

Предварительная оценка инфляции в феврале указывает на сохранение низкого инфляционного давления. Из-за замедления роста цен на продовольствие (эффект высокой базы прошлого года) показатель инфляции замедлился с 1,3 до 1,2%. Базовый ИПЦ остался на январском уровне 1% (Рисунок 36). Аналитики рынка считают, что эта статистика не помешает регулятору на следующем заседании несколько ужесточить тон пресс-релиза, убрав из forward guidance возможность увеличения размера программы QE. Для того, чтобы ограничить влияние этого ша-

га на курс евро и доходности, регулятор должен еще раз подтвердить, что до повышения ставок пока далеко.

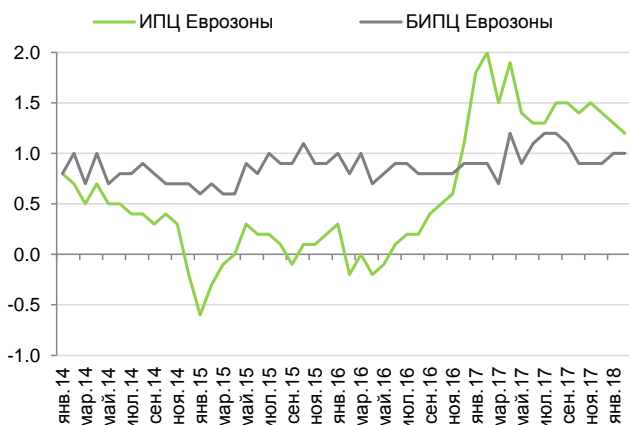
Рисунок 35. Динамика розничных продаж и индикатора потребительской уверенности



Источники: Bloomberg Finance L.P.

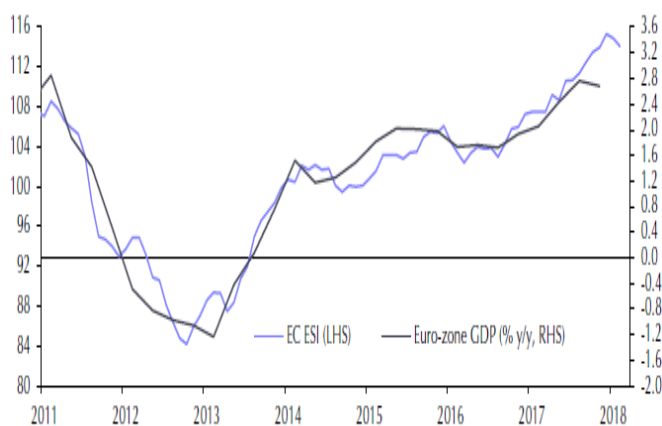
Индекс потребительской и бизнес-уверенности еврозоны в феврале по аналогии с динамикой индекса PMI снизился с высоких январских уровней, указывая на то, что текущий рост экономики, возможно, близок к достижению своего пика (Рисунок 37).

Рисунок 36. Динамика инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 37. Динамика индекса ESI и ВВП



Источник: Capital Economics.

Великобритания: ужесточение риторики с указанием на более быстрое и сильное повышение ключевой ставки

Банк Англии решил сохранить ключевую ставку на уровне 0,5% и объемы программы QE по итогам заседания 7 февраля. Однако в отчете по инфляции и пресс-релизе регулятор выразил обеспокоенность продолжительным отклонением ин-

фляции от цели и прямо указал на желание повысить ключевую ставку быстрее и сильнее, чем это предполагалось ранее. По мнению М. Карни, только такая политика обеспечит возвращение инфляции к цели в течение прогнозного горизонта (Рисунок 38).

Необходимость ужесточения политики обусловлена низким ростом производительности и жестким рынком труда, создающим проинфляционные последствия. По расчетам Банка Англии, даже после того, как из динамики инфляции из-за эффекта базы уйдет влияние ослабления фунта стерлингов и более дорогой нефти, на сохранение повышенной инфляции будут работать опережающий производительность рост заработных плат и сильный внешний спрос, который поддерживает рост экономики выше потенциала¹⁴. Именно более оптимистичные предположения по динамике глобальной экономики стали главной причиной ужесточения риторики регулятора и его готовности повышать ключевую ставку.

Реакция рынков оказалась мгновенной: курс фунта укрепился на 1% к доллару и евро, FTSE100 потерял около 1,6%, а вероятность повышения ставки на майском заседании превысила 50%. Похожее ужесточение риторики Банк Англии продемонстрировал на сентябрьском заседании, после которого в ноябре 2017 года ключевая ставка была повышена на 0,25пп до 0,5% (Рисунок 39).

Рисунок 38. Прогноз Банка Англии (на I квартал каждого года)

	ВВП, % г/г	Инфляция, % г/г	Безработица, %	
2018	фев. 18	1.7	2.9	4.3
	ноя. 17	1.5	2.6	4.2
2019	фев. 18	1.8	2.3	4.2
	ноя. 17	1.7	2.3	4.2
2020	фев. 18	1.7	2.2	4.1
	ноя. 17	1.7	2.2	4.2
2021	фев. 18	1.7	2.1	4.1

Источник: Bank of England..

Рисунок 39. Вероятность того, что ключевая ставка по итогам майского заседания составит 0,75%



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Норвегия: прекращение роста притока нефтедолларов обусловило снижение цели по инфляции с 2,5 до 2%

Банк Норвегии совместно с Министерством финансов приняли решение снизить цель по инфляции с 2,5 до 2%. Такое решение объясняется изменением внешнеэкономических условий. Согласно пресс-релизу регулятора, инфляционное таргетирование вводилось в Норвегии во время бума цен на нефть и значительного

¹⁴ Сейчас оценивается Банком Англии около 1,5%.

притока нефтедолларов в страну. Это должно было приводить к реальному укреплению кроны, которое частично предпочли обеспечивать при помощи более высокой инфляции (дифференциала цен и издержек) – 2,5%. Сейчас, по мнению Центрального банка Норвегии, период растущих нефтегазовых поступлений в страну закончился и потому можно снизить цель по инфляции до уровней сопоставимых стран и основных торговых партнеров страны.

Япония: первый временной ориентир по сворачиванию программы QE

Во время выступления в парламенте в рамках своего переизбрания на второй срок председатель Банка Японии впервые дал оценку срокам сворачивания программы QE. По его мнению, этот вопрос встанет в 2019 фискальном году, который заканчивается в марте 2020 года. Такое заявление в очередной раз всколыхнуло рынки. Тем не менее необходимо понимать, что Х. Курода дал такую оценку исходя из прогнозов Банка Японии, согласно которым инфляция приблизится к таргету к 2020 году. Однако даже внутри управляющего совета регулятора нет единогласия. Так, один из директоров, господин Катаока, последовательно высказывается в пользу большего монетарного стимулирования, так как считает инфляционные ожидания 2% в 2019 фискальном году слишком оптимистичными.

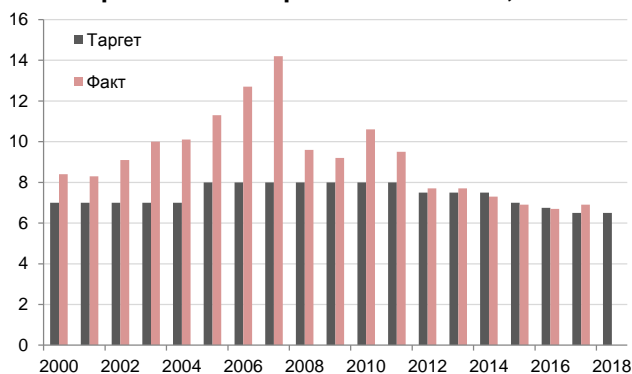
Китай: насколько цель по росту на 2018 год соотносится с другими задачами?

В Китае в марте проходит Национальный народный конгресс, на котором ежегодно утверждаются основные цели политики на текущий год. На 2018 год цель по росту экономики ожидаемо осталась на уровне предыдущего года – «около 6,5%» (Рисунок 40). Она ниже фактического роста по итогам 2017 года (6,9%) и должна способствовать достижению цели удвоения ВВП к 2020 году (в оставшиеся годы требуется средний рост 6,3%), но, возможно, излишне оптимистична, учитывая прочие цели, озвученные властями.

В области денежно-кредитной политики без сюрпризов: власти продолжают ограничивать рост кредитования (изымая ликвидность, повышая ставки, ужесточая макропруденциальное регулирование), ставя цель перейти к снижению совокупного долга в экономике. Оценки Bloomberg показывают, что в 2017 году рост долга замедлился до 5 п.п. ВВП с 19 п.п. ВВП за 2016 год. В последние месяцы рост совокупного кредитования остается выше темпа роста номинального ВВП, но активно замедляется: 12,5% г/г в январе, что на 1,1 п.п. ниже декабрьской величины (Рисунок 41). Нисходящую динамику показывают все три сектора: частный, государственный и особенно теневой. По оценкам Mizuho, замедление роста или сокращение демонстрируют все формы теневого финансирования за исключением взаимных кредитов нефинансовых организаций (*trusted loans*), но темп их роста также должен замедлиться в 2018 году. Вышесказанное дает основания предполагать, что темп роста кредитования в Китае продолжит замедляться, а совокупный долг

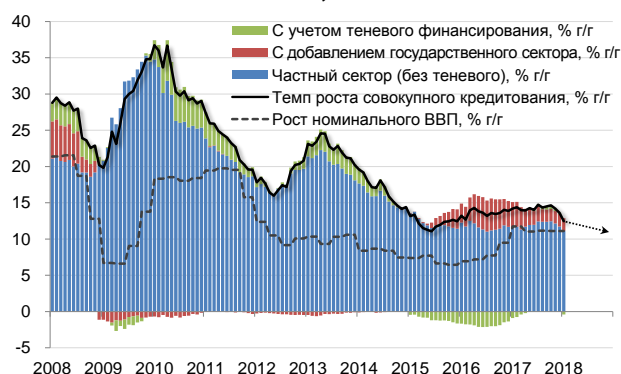
может стабилизироваться в 2018 году. Мы ожидаем, что с учетом лага около полу-года влияние замедления роста кредитования на рост ВВП проявится во II квартале.

Рисунок 40. Соотношение таргетов и фактического роста ВВП Китая, %



Источник: Mizuho.

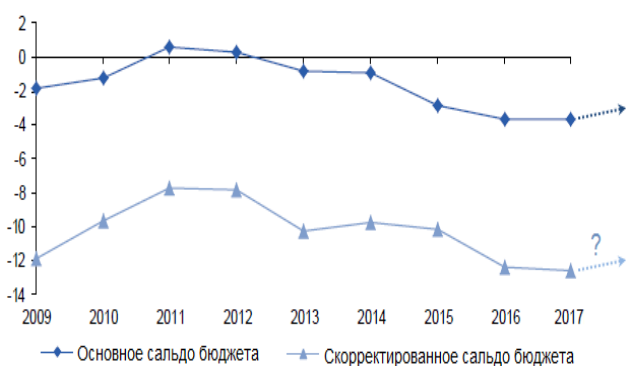
Рисунок 41. Рост совокупного кредитования в Китае, % г/г



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

Сюрпризом стало запланированное ужесточение бюджетной политики: цель по дефициту на 2018 год снижена с 3,0 до 2,6% ВВП. При этом властями обещано существенное снижение налоговой нагрузки, что позволяет ожидать еще большего сокращения расходов. Официальная величина бюджетного дефицита в Китае достаточно условная величина, которая корректируется на внебюджетную активность, в результате чего скорректированный дефицит, как правило, в несколько раз превышает официальный (Рисунок 42). Однако удорожание заемных средств и ужесточение регулирования активности региональных властей со стороны центральной власти действительно дают основания ожидать снижения скорректированного бюджетного дефицита по итогам 2018 года. Эффект сокращения бюджетного дефицита, особенно за счет расходной части, как правило быстро транслируется в замедление экономического роста.

Рисунок 42. Основное и скорректированное сальдо бюджетной системы Китая, % ВВП



Источник: Mizuho.

Рисунок 43. Показатели официального и Caixin PMI в Китае, п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Возможное ужесточение денежно-кредитной и бюджетной политики следует дополнить также ожидаемым замедлением роста промышленного производства

вследствие закрытия части предприятий и введения ограничений на вредные выбросы в зимнее время, ужесточением регулирования рынка недвижимости и повышением рисков торговой войны с США, которые расширяют импортные пошлины, нацеленные, прежде всего, на китайские товары. Таким образом, власти Китая могут столкнуться с потребностью смягчения задач, стоящих перед денежно-кредитной и/или бюджетной политикой для достижения цели по экономическому росту или замедлением роста ВВП больше цели.

Статистика за январь-февраль в Китае как правило сильно искажается смещением времени китайского нового года (в 2018 году он пришелся на февраль, в 2017 году – на январь) и мало показательна. Январские и февральские PMI, которые (отчасти) корректируются на сезонный фактор, дают разные сигналы, но в целом по-прежнему указывают на поддержание стабильного роста экономики (Рисунок 43).

1.3.2. Волатильность на мировых рынках остается повышенной

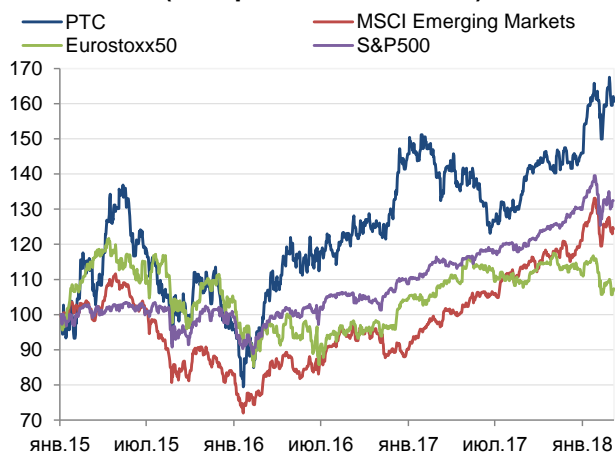
- Рынки рискованных активов достаточно быстро восстановились после провала начала февраля, однако показатели волатильности продолжили оставаться на повышенных уровнях.
- Выступление нового главы ФРС США Дж. Пауэлла и объявление о введении тарифов на импорт стали и алюминия в США привели к резкому падению аппетита к риску на глобальных финансовых рынках в конце февраля-начале марта.
- Рынок ОФЗ по-прежнему остается в стороне от во многом неблагоприятной конъюнктуры внешних долговых рынков. Доходности на коротком конце кривой продолжили снижение. Дополнительную поддержку оказало повышение российского суверенного рейтинга агентством S&P. Агентство вернуло российский рейтинг по обязательствам в иностранной валюте на инвестиционный уровень. Несмотря на то, что цены на российские финансовые активы во многом уже были сформированы исходя из оценки их качества как инвестиционных, решение S&P может вызвать дополнительный приток средств на российские рынки, в том числе, из-за возврата российских еврооблигаций в международные облигационные индексы вслед за повышением рейтинга.

Глобальные рынки

Коррекция на рынках акций, наблюдавшаяся в начале февраля, оказалась недолгой (Рисунок 44). Часть позиций была восстановлена достаточно быстро, при этом волатильность оставалась на повышенном уровне по сравнению со средними показателями за 2017 год (Рисунок 46). Однако выступление Джерома Пауэлла, нового главы ФРС США, и введение тарифов на импорт стали и алюминия в США, а

также разговоры о дальнейших действиях США и ответной реакции других стран привели к резкому снижению аппетита к риску на глобальных финансовых рынках.

Рисунок 44. Динамика индексов акций (январь 2015 года = 100)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

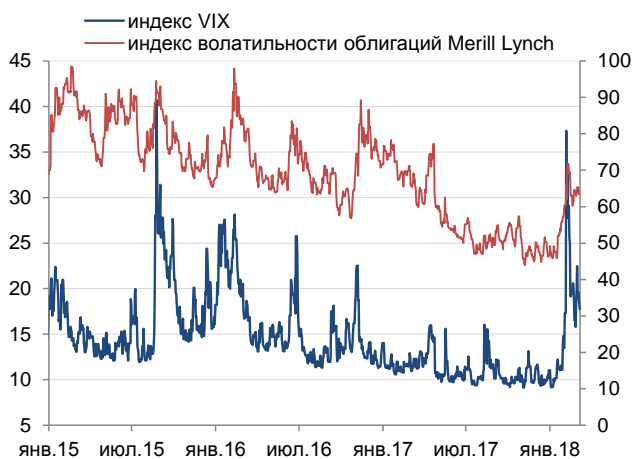
Рисунок 45. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

За прошедший месяц доходности гособлигаций выросли вдоль всей кривой, в особенности на коротком участке. Есть несколько факторов, которые поддерживают эту тенденцию. Во-первых, ускорение роста экономики США и первые признаки роста инфляционного давления предполагают более быстрый, чем ранее предполагалось, темп нормализации монетарной политики. Этот фактор повышает, доходность, прежде всего, на коротком отрезке кривой доходности. Во-вторых, расширение бюджетного дефицита на поздней фазе экономического цикла может разогнать рост экономики и, соответственно, инфляцию еще сильнее. В-третьих, расширение бюджетного дефицита на фоне высокого госдолга и роста стоимости его обслуживания, при прочих равных, должно увеличивать риск-премию. Этот фактор в основном играет на повышение доходностей на среднем и длинном отрезках кривой доходности гособлигаций США.

Рисунок 46. Динамика индексов волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 47. Динамика доходностей 10-летних облигаций, %



Источник: EPFR.

Российские рынки

Агентство S&P 23 февраля повысило суверенный рейтинг РФ по обязательствам в иностранной валюте с BB+ до BBB- с прогнозом «стабильный». Учитывая подтверждение рейтинга агентством Fitch на уровне BBB- с позитивным прогнозом, российский рейтинг формально перешел в инвестиционную категорию (для этого нужно иметь рейтинг инвестиционной категории минимум двух из трех крупнейших кредитных агентств).

Переход в инвестиционную категорию в целом является позитивным событием для российских финансовых рынков, несмотря на то, что был во многом уже учтен в ценах российских финансовых активов. Это открыло возможность для повышения рейтингов корпоративных бумаг, в первую очередь квази-суверенных. Некоторые из рейтингов уже были повышены.

Открываются возможности для включения российских бумаг в международные индексы облигаций инвестиционного рейтинга и портфели фондов, чья декларация ограничена вложениями только в инструменты с инвестиционным рейтингом. В большей степени это должно коснуться российских активов в иностранной валюте, потому что суверенный рейтинг в национальной валюте все время оставался в инвестиционной категории. Например, российские суверенные долларové еврооблигации уже были включены в индекс Bloomberg-Barclays Global Aggregate bond index, который является одним из самых популярных бенчмарков для инвестиционных фондов, включая ETF. Также можно ожидать роста притока средств инвесторов и на локальный рынок (как облигаций, так и акций) за счет общего улучшения отношения к российскому риску.

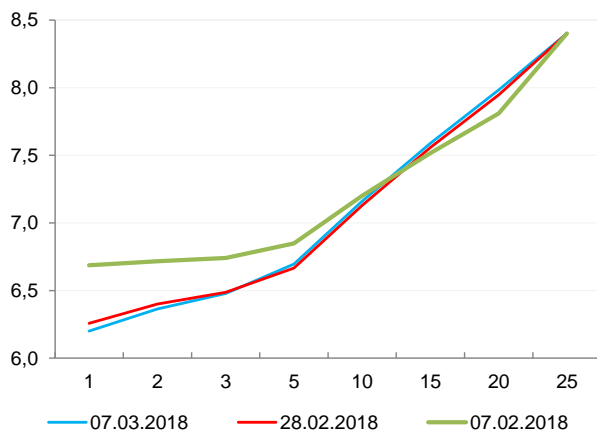
За месяц кривая ОФЗ стала более крутой: доходности в ближнем конце кривой значительно понизились, в дальней конце – не изменились, в средней части кривой – понизились незначительно (Рисунок 49). По-видимому, это отражает возросшие ожидания инвесторов относительно более быстрого перехода к нейтральной ДКП в России, чем считалось ранее.

При несколько возросшей волатильности курса рубля, она остается пониженной и значительно меньшей, чем волатильность нефтяных цен, с которыми волатильность курса рубля была традиционно связана (Рисунок 51). Это свидетельствует о сохраняющейся устойчивости рубля к изменениям условий внешней торговли, чему способствует действие бюджетного правила, плавающий валютный курс и низкая инфляция.

Отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России уменьшилось за последний месяц (Рисунок 52). Тем не менее, данное отклонение приобретает устойчивый характер в условиях возросшего структурного профицита ликвидности. Таким образом, ставки денежного рынка, влияющие через трансмиссионные механизмы на остальные процентные ставки в экономике, формируют менее жесткие денежно-кредитные условия, чем те, которые бы соответствовали денежным став-

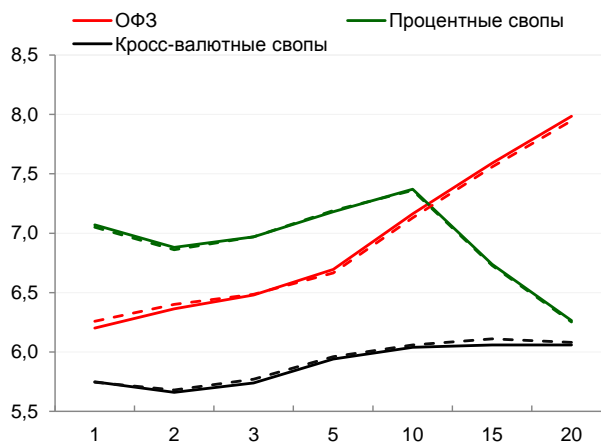
кам на уровне ключевой. Это обстоятельство учитывается Банком России при проведении ДКП.

Рисунок 48. Кривая доходности ОФЗ, %



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

Рисунок 49. Динамика ставок по разным инструментам на 07.03.2018, %



Примечание. Сплошная линия – текущее значение; пунктирная линия – показатель недельной давности.

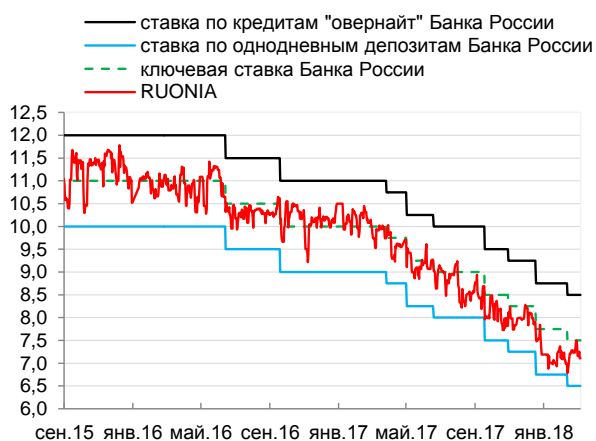
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 50. Волатильность курса рубля и цены на нефть



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 51. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



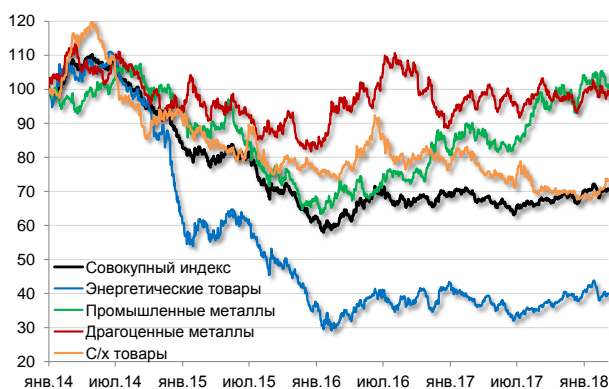
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Рост доли США на нефтяном рынке может ускориться

- Ведущие международные организации отметили сильное снижение избыточных нефтяных запасов в странах ОЭСР, но ухудшили перспективы балансировки рынка в 2018 году из-за ожидаемого сильного роста добычи в США.
- Текущие данные позволяют предполагать дальнейший пересмотр вверх прогноза роста добычи в США.
- Поддержку нефтяным ценам оказывает сохраняющийся относительно высокий спрос и заявления представителей ОПЕК+ о готовности следовать страновым квотам, даже если это вызовет излишнее ужесточение нефтяного рынка. В условиях продолжающегося падения добычи в Венесуэле это может повысить степень следования квотам странами ОПЕК+ до 160-170% к концу года и поддержать цену Urals на относительно высоком уровне 60-65 долл./барр., но существенно снизит долю стран ОПЕК+ на рынке.

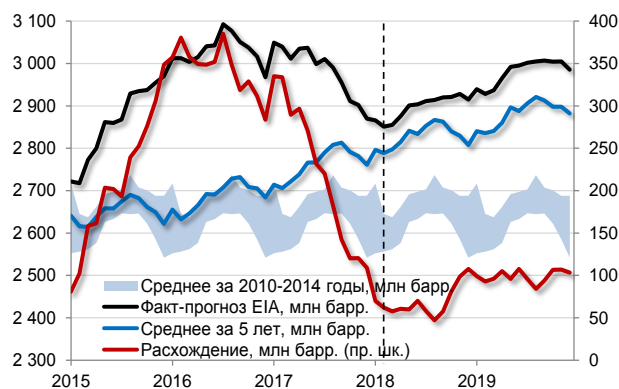
За февраль индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 2%, что можно объяснить сопоставимым укреплением курса доллара США. Цены энергетических товаров снизились на 7%, драгоценных и промышленных металлов на 3 и 2% соответственно при росте цен сельскохозяйственных товаров на 5% вследствие ухудшения ФАО прогноза урожая (Рисунок 52). Нефтяные цены уменьшились на 5–6%.

Рисунок 52. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)



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

Рисунок 53. Показатели коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



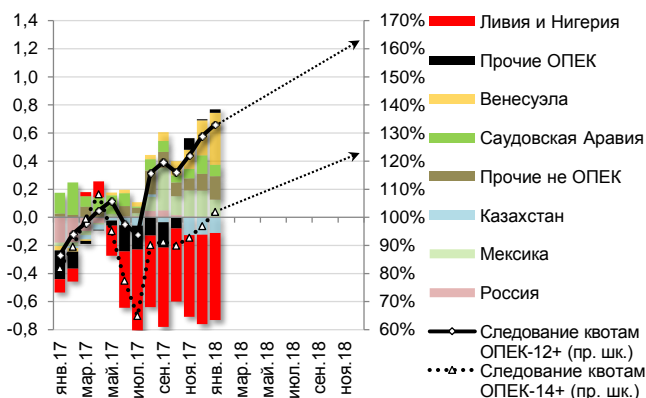
Источники: EIA, расчеты ДИП.

В февральских отчетах ведущие международные организации (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК) отметили устойчивое сокращение избыточных нефтяных запасов в странах ОЭСР (Рисунок 53). В основе этого сохраняющийся рост степени следования квотам странами ОПЕК+: в январе до 133% по странам ОПЕК+-12 и до 102% по странам ОПЕК+-14¹⁵ (Рисунок 54).

¹⁵ ОПЕК-12+ без учета Ливии и Нигерии, ОПЕК-14+ с учетом Ливии и Нигерии.

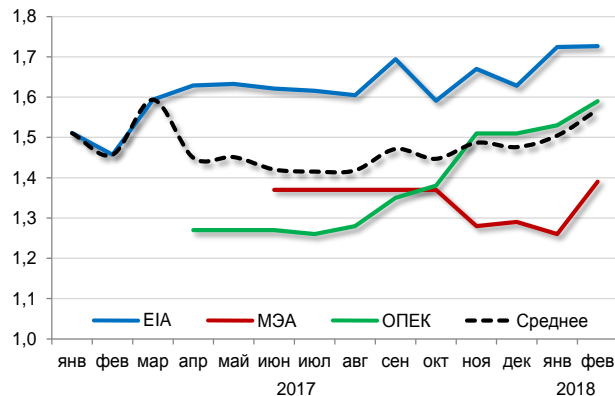
Кроме того, организации повысили прогнозы роста мирового спроса (Рисунок 55). Спрос остается относительно высоким в первые месяцы года, на что указывает повышенная степень загрузки нефтеперерабатывающих мощностей (Рисунок 56).

Рисунок 54. Степень следования квотам странами ОПЕК («+» показывает сокращение добычи больше квоты), млн барр. в день



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 55. Прогнозы ведущих организаций роста мирового спроса на жидкое топливо в 2018 году, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

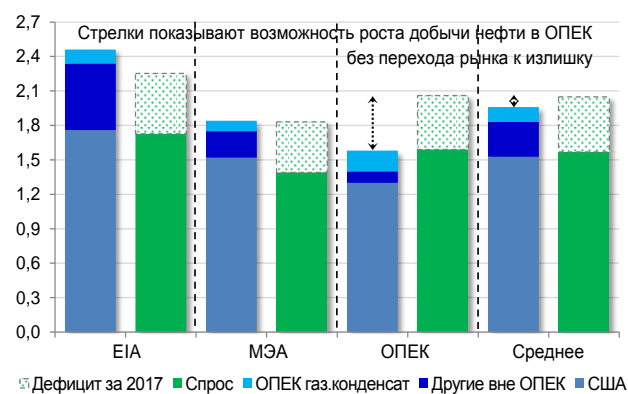
В то же время ведущие международные организации ухудшили перспективы балансировки рынка жидкого топлива в 2018 году, в основе чего рост добычи в США, который должен компенсировать рост мирового спроса (Рисунок 57-Рисунок 58).

Рисунок 56. Показатели загрузки нефтеперерабатывающих мощностей США, %



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

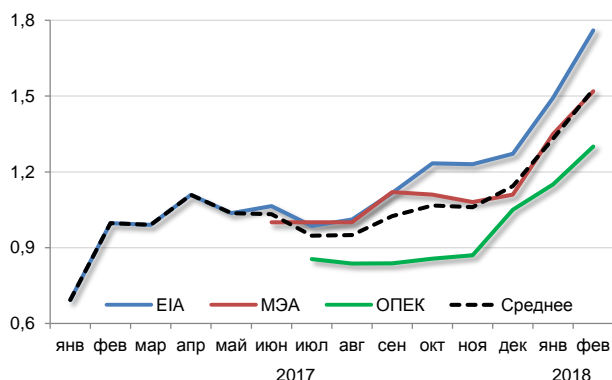
Рисунок 57. Прогнозы ведущих организаций состояния рынка жидкого топлива в 2018 году, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

Оценки роста добычи в США могут продолжить повышаться. Недельные данные по добыче превышают оценку EIA на февраль (Рисунок 59). С учетом роста числа буровых установок и продолжающегося пересмотра в сторону увеличения эффективности добычи это может стать причиной дальнейшего повышения прогноза роста добычи в США: как со стороны EIA, так и МЭА с ОПЕК, которые пока менее оптимистичны относительно перспектив сланцев.

Рисунок 58. Прогнозы ведущих организаций роста предложения жидкого топлива в США в 2018 году, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 59. Добыча нефти и число действующих нефтяных буровых установок в США



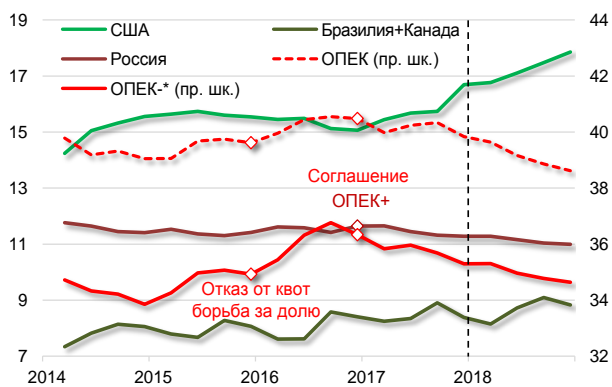
Источники: Bloomberg Finance L.P. EIA, расчеты ДИП.

Поддержанию нефтяных цен на относительно высоком уровне способствуют воодушевляющие инвесторов высказывания представителей стран ОПЕК+ о готовности следовать страновым квотам до конца 2018 года, даже если это вызовет излишнее ужесточение нефтяного рынка. Исходя из этого, можно ожидать дальнейшего роста совокупной степени следования квотам, так как естественное сокращение добычи в Венесуэле и Мексике не будет компенсироваться другими странами (что происходит сейчас). По нашим оценкам, к концу года степень следования квотам странами ОПЕК+ может повыситься до 160-170% (Рисунок 54). Однако в этом случае Россия и страны ОПЕК продолжают относительно быстрыми темпами терять долю на рынке, отдавая ее странам, не участвующим в ограничении добычи, особенно США (Рисунок 60). По нашему мнению, реализация этого сценария позволит поддерживать цену Urals на относительно высоком уровне 60-65 долл./барр. Ограничением цены нефти сверху предположительно выступит цена, при которой можно ожидать существенного роста бурения и как следствие добычи сланцевой нефти. По опросам сланцевых производителей США, это немногим ниже 65 долл./барр. нефти WTI, что соответствует примерно 65 долл./барр. нефти Urals (Рисунок 61¹⁶). В случае решения о существенном наращивании добычи странами ОПЕК+ ограничением цены нефти снизу предположительно выступит цена, при которой в среднем прибыльна добыча сланцевой нефти. По оценкам, это 45-50 долл./баррель. Мы ожидаем, что страны ОПЕК+ не откажутся от квот после 2018 года и будут их последовательно ослаблять пока нефтяной рынок не перейдет в состояние дефицита без ограничения добычи (в результате недоинвестирования в последние годы в добычу традиционной нефти).

Рисунок 60. Доли в мировом предложении жидкого топлива, %

Рисунок 61. Распределение ответов представителей нефтяных компаний о цене нефти WTI, требуемой для существенного повыше-

¹⁶ На рисунке представлены данные опроса в крупнейшем нефтеносном регионе США. [Опросы ФРБ Канзас Сити](#) для другого богатого нефтью региона США дают незначительно более низкие оценки.

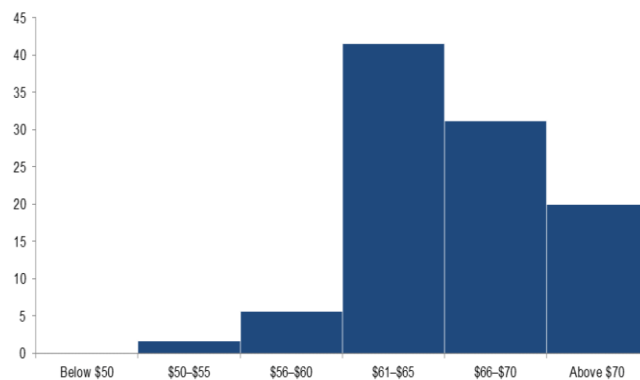


* ОПЕК без Ливии, Нигерии и Венесуэлы.

Источники: EIA, расчеты ДИП.

Примечание: оценки EIA скорректированы, исходя из предположения о продолжении снижения добычи в Венесуэле и поддержании добычи в др. странах на уровне января (и небольшом росте добычи в Ливии и Нигерии).

ния бурения в США, % респондентов



Источник: [ФРБ Далласа](#).

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

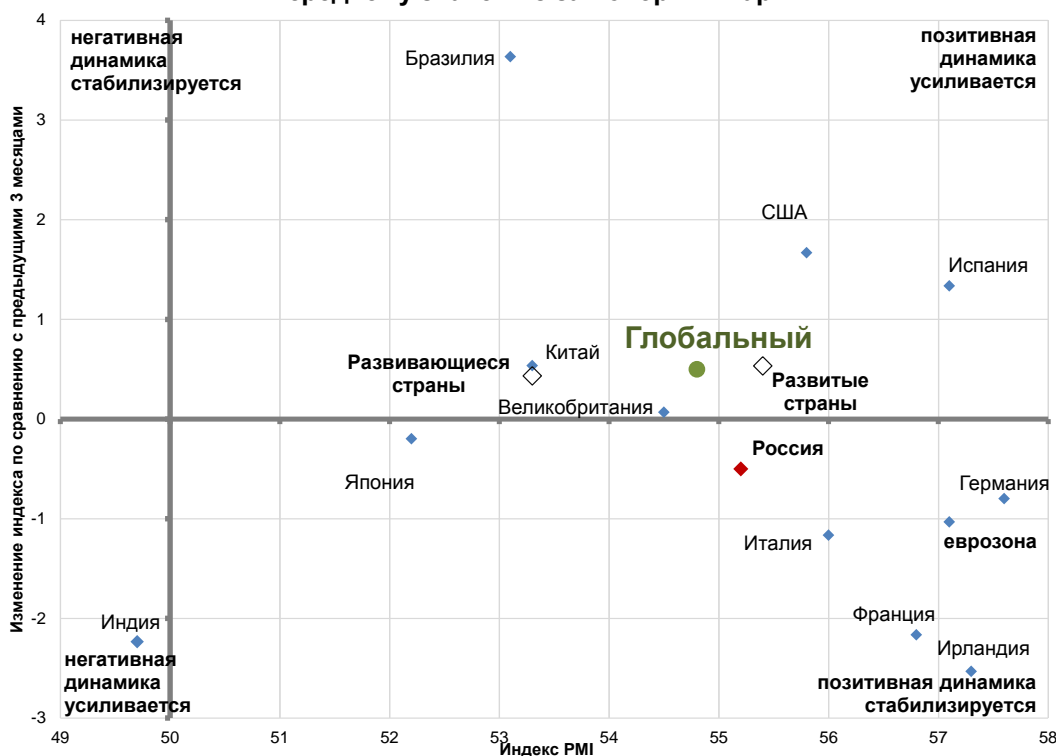
2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Глобальные PMI: рост в США и еврозоне оправдывает ожидания оптимистов

Данные по индексам PMI в феврале 2018 года указывают на продолжающийся солидный рост деловой активности в крупнейших развитых странах (Рисунок 62).

В феврале сводный индекс PMI США вырос с 53,8 до 55,8 п.п. – максимума за более чем два года. Ускорение роста было обеспечено значительным улучшением в динамике сектора услуг (с 53,3 до 55,9 п.п. при сохранении динамичного роста обрабатывающих отраслей (с 55,5 до 55,3 п.п.). Оптимизм позволяет американским компаниям уверенно наращивать заказы и занятость. Текущие значения сводного индекса PMI указывают на рост на уровне 3% в аннуализированном выражении. При этом усиливается инфляционное давление. Рост закупочных цен в феврале оказался самым сильным с июля 2013 года, а отпускные цены выросли максимальными темпами за 3,5 года.

Рисунок 62. Динамика композитного индекса PMI за февраль и изменение к среднему значению за ноябрь-январь



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Сводный индекс PMI еврозоны снизился с многолетнего максимума 58,8 до 57,1 п.п., продолжая соответствовать солидным темпам экономического роста на

уровне 0,7% к/к. Небольшое замедление роста деловой активности и поступления новых заказов не помешало компаниям сохранить весьма высокие темпы расширения занятости – вблизи максимумов за 17 лет. Кроме того, несмотря на небольшое ослабление, рост отпускных и закупочных цен также остается довольно высоким. Все указывает на сильный старт года в еврозоне.

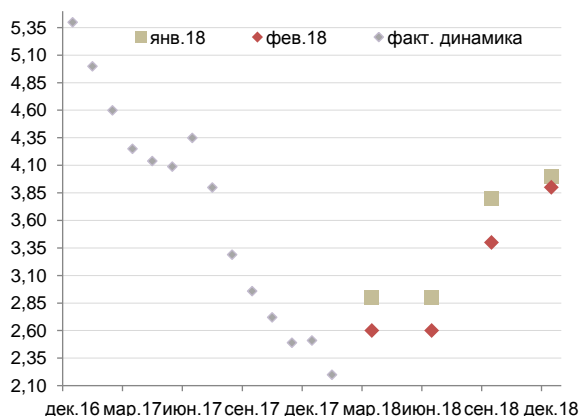
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Аналитики ждут перехода к нейтральной ДКП к концу года

- К концу года, по мнению аналитиков, ключевая ставка достигнет 6,5%, что соответствует их представлениям о нейтральном уровне ставки.
- Низкие темпы роста цен в первые два месяца года привели к пересмотру в сторону снижения прогнозной траектории инфляции 2018 года. Впрочем, пока ожидания на конец года остаются максимально близкими к 4% (3,9%).

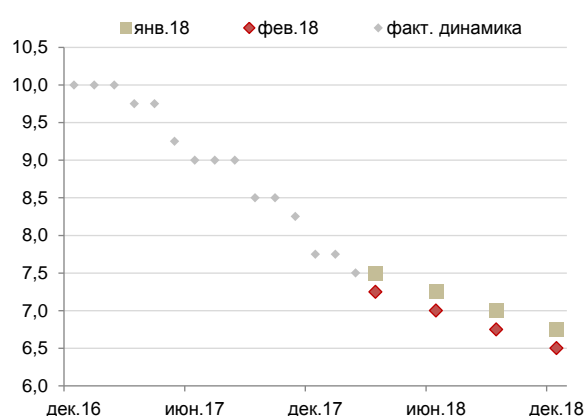
Февральский опрос Bloomberg показал, что аналитики ожидают, что уже к концу этого года ключевая ставка Банка России опустится до отметки 6,5%, которая многими аналитиками сейчас воспринимается как нейтральный уровень. Это, по всей видимости, отражает сигнал, поданный в пресс-релизе к решению о вероятности перехода к нейтральной политике уже в этом году. Траектория инфляции в 2018 году была пересмотрена в сторону снижения, отражая динамику первых двух месяцев, которая оказывается ниже предыдущих ожиданий. Впрочем, пока ожидания аналитиков по инфляции на конец года остаются максимально близкими к 4% (3,9%).

Рисунок 63. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 64. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, %



Источники: Bloomberg Finance L.P.

2.2.2. Индексная оценка ВВП повышена под влиянием сильных макроданных за январь

- Сделанные краткосрочные оценки по ВВП до середины 2018 года указывают на стабилизацию темпов экономического роста вблизи потенциала или чуть выше при предположении о сохранении нефтяных цен около текущих уровней.
- Индексная оценка роста ВВП на IV квартал 2017 года по состоянию на 19 февраля была повышена до +0,5% к/к SA после +0,4 к/к SA в январе.
- Во II квартале мы ожидаем рост в диапазоне 0,4-0,5% к/к SA. Наша первая оценка на III квартал 2018 года составляет +0,4 % к/к SA, что в годовом выражении чуть выше оценок темпов потенциального роста.
- Представленные выше результаты расчетов по ДФМ-модели исходят из цен Urals на уровне 62 – 65 долл./барр. в течение первых девяти месяцев 2018 года.
- Модельные оценки ВВП на 2018 год также не учитывают возможное негативное влияние бюджетных и других факторов (например, соглашения ОПЕК+) на рост ВВП, что может послужить основанием для их последующего понижения по мере выхода новой статистической информации в течение года.

	Февраль	Январь
	% к/к SA	% к/к SA
I квартал 2018 года	0,5	0,4
II квартал 2018 года	0,4 – 0,5	0,5
III квартал 2018 года	0,4	–

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Александра Живайкина

Алексей Киселев

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Поршаков

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева