



Тринадцать тезисов об экономике: июль 2019

Выпуск 9

24.07.2019 г.

Самое главное

Во втором квартале 2019 г. в российской экономике доминирующей тенденцией стала стагнация. Существенно замедлилась динамика всех основных компонентов экономического роста, хотя причины такого замедления были разные. Остановился рост потребления населения (из-за стабилизации реальных доходов и ограниченности возможности перераспределения ресурсов из сбережений в потребление), экспорта (отчасти, но только отчасти, из-за загрязнения нефти в трубопроводе «Дружба»), инвестиций в основной капитал. Против роста последних работает целый комплекс факторов, важнейшим из которых стало влияние монетарной политики. Высокие ставки Банка России не просто демотивируют компании от рискованного инвестирования, но и наблюдается активный переток средств компаний с расчетных счетов (с минимальным процентом) на депозиты. Таким образом, даже те деньги, которые есть в частном секторе, перестают «работать на рост». Одновременно, бюджетный профицит на фоне повысившегося в начале года налога на добавленную стоимость, привел к «вымыванию» денег из экономического оборота на счета бюджета (в размере 2.31 трлн. руб. на 1 июля, что сопоставимо с частными инвестициями за первый квартал 2019 г.).

В то же время, есть признаки того, что экономика находится буквально «на пороге роста»: это и повышение потребительской активности в крупных городах (увеличение «среднего чека» по данным ИХ «Ромир»), и стабилизация инвестиционной активности в целом ряде производств, не связанных ранее с (завершившимися) «мегастройками». Поэтому, вероятно, даже не очень сильного импульса к росту (снижения ключевой ставки Банка России, активизации бюджетных расходов по нацпроектам и т.п.), будет достаточно, чтобы «перезапустить» рост.

Содержание

1. Экономический рост: вошли в стагнацию?	3
2. Ситуация в промышленности: пауза, вероятно, временная.....	5
3. Арифметика роста	8
4. Инвестиционная активность	9
5. Сфера труда и занятости.....	10
6. Реальные доходы и потребление населения.....	11
7. Потребительское кредитование: «пузырь» почти готов	15
8. Внешнеторговая сфера: переход к ухудшению?.....	16
9. Процентная политика: Банк России снижает ставку	18
10. Монетарная сфера: беспрецедентное денежное сжатие.....	21
11. Инфляция: на историческом минимуме.....	23
12. Федеральный бюджет	24
13. О средне- и долгосрочных аспектах инвестиционного процесса в секторах экономики	26
Приложение А. Основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации (темпы роста, %)......	29
Приложение Б. О ценах на нефть и валютном курсе».....	30
Приложение В. Динамика инвестиций в основной капитал по отраслям.....	31

1. Экономический рост: вошли в стагнацию?

Экономический рост в последние полгода существенно замедлился. Можно даже говорить, что российская экономика втягивается в стагнацию (см. рисунок 1). Так, прирост ВВП в первом квартале составил всего 0.5% (другой вопрос, что этот прирост, по-видимому, был больше, см. ниже). За второй квартал официальных данных нет, но, судя по информации о динамике выпуска в важнейших отраслях, поворота к лучшему пока не наблюдается.

Более того, есть основания говорить об «идеальной стагнации»: кризисные явления отмечаются по широкому кругу элементов конечного спроса. Одновременно становятся заметными изменения в поведении компаний в направлении «привыкания» к затяжному кризису. Происходит эта адаптация, в частности, за счет снижения спроса на труд.

По итогам 2019 г. прирост ВВП может составить 1.0-1.3% (см. Приложение А). При сохранении умеренно-благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры (цены на нефть Urals – порядка 56-60 долл. за баррель), успешной реализации Национальных проектов и перехода к активному стимулированию экономического роста, темп ВВП может увеличиться до 1.6-1.9% в 2020 г., 1.9-2.2% 2021 г. и 2.2-2.6% 2023 г.

О причинах замедления роста в первом квартале

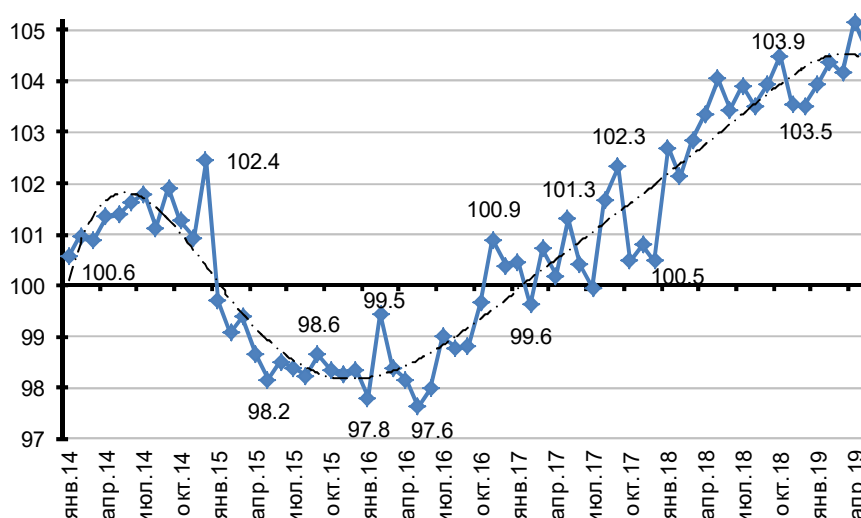
Замедление роста в первом квартале (до 0.5% к I кв. 2019 г.) обусловлено спадом всего в нескольких крупных отраслях: оптовой и розничной торговли (-3.0%, за счёт оптовой торговли), операций с недвижимым имуществом (-3.5%, результат кризиса реализации жилья), административной деятельности (-2.8%), «прочих» услуг (-3.7%), деятельности домохозяйств, как работодателей (-2.0%).

Без учета этих отраслей в первом квартале прирост произведенного ВВП составил 1.3% (см. таблицу 1).

Таблица 1. Добавленная стоимость по видам экономической деятельности в I кв. 2019 г. (к I кв. 2018 г.)

	темп прироста, %	вклад, проц. п.
ВВП	0.5	0.5
Виды экономической деятельности - аутсайдеры в I квартале 2019 г.	-3.2	-0.8
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	-3.0	-0.38
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	-3.5	-0.32
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	-2.8	-0.06
Предоставление прочих видов услуг	-5.7	-0.03
Деятельность домашних хозяйств как работодателей; недифференцированная деятельность частных домашних хозяйств по производству товаров и оказанию услуг для собственного потребления	-2.0	-0.01
Прочие виды экономической деятельности, чистые налоги	1.8	1.3

**Рисунок 1. Агрегат экономической активности (АЭА)¹
(среднемесячный уровень 2013 г. = 100)**



Как ожидается, инвестиции будут расти опережающим темпом по отношению к ВВП (2.4-2.8% в 2019 г., 3.9-4.3% в 2020 г., 5.4-5.8% в 2021 г., 5.9-6.3% в 2022 г.), отчасти из-за мультипликационного эффекта от государственных инвестиций в рамках Нацпроектов. В то же время, заработная плата и, соответственно, доходы населения (с учетом ограниченных возможностей наращивания потребительского кредитования) будут еле-еле поспевать за общеэкономической динамикой. Так, реальная заработная плата, увеличивающаяся примерно в меру прироста производительности труда, в 2019 г. может вырасти на 1.0-1.3%, в 2020 г. – на 1.5-1.8%, в 2021 г. – на 2.2-2.5%, в 2022 г. – на 2.4-2.8%). Соответственно, если не произойдет «схлопывания» пузыря на соответствующем рынке, оборот розничной торговли может увеличиться на 1.8-2.1% в текущем году, на 2.2-2.5% в следующем, на 2.8-3.1% в 2021 г. и на 3.0-3.4% в 2022 г. – хотя и несколько быстрее заработной платы, но, в общем, «без рывков».

Наконец, инфляция, вероятно, стабилизируется в диапазоне 3.5-4.0% в год (за исключением текущего года – 4.8-5.1%, из-за эффекта от повышения НДС и «налогового маневра» в нефтяной отрасли²).

¹ Агрегат экономической активности – показатель динамики выпуска товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению

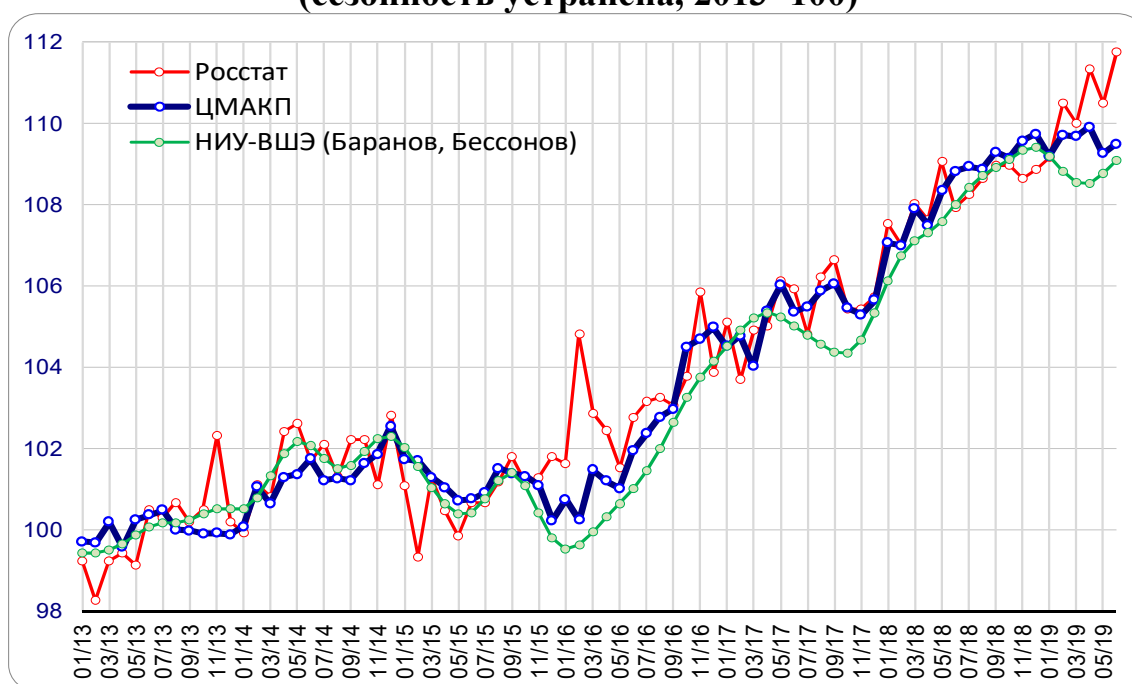
² Сопровождался «разменом снижавшихся экспортных пошлин на повышающийся НДС на нефть. Последний входит в издержки нефтедобывающих компаний.

2. Ситуация в промышленности: пауза, вероятно, временная

Несколько слов о статистике промышленности. В последние несколько месяцев, с известным июньским апогеем, опубликованная статистическая информация требует отдельного, развернутого комментария, что выходит за рамки настоящей публикации. Мы бы предложили читателям дождаться анонсированного проведения Росстатом Научно-методологического Совета, специально посвященного теме производственной статистики, где наша позиция, как представляется, будет учтена. В данной же публикации мы представляем выводы о ситуации с промышленным производством, опирающиеся на наши собственные оценки.³

По оценке ЦМАКП, в промышленности продолжается стагнация. В целом по итогам первых двух кварталов 2019 г. уровень выпуска не изменился (с устранением сезонного и календарного факторов). При этом в июне выпуск незначительно увеличился относительно предшествующего месяца (+0.2%), компенсируя локальное майское «проседание» (-0.6%). Вывод об отсутствии полноценного роста подтверждается и оценками НИУ-ВШЭ (Баранов, Бессонов), хотя внутригодовая динамика выпуска и отличается (коллеги фиксируют снижение выпуска в I квартале, а затем, во II квартале, восстановление его уровня, см. рисунок 2).

Рисунок 2. Динамика объемов промышленного производства (сезонность устранена, 2013=100)



³ Отметим, что они согласуются с оценками, полученными коллегами из НИУ-ВШЭ (Баранов, Бессонов).

Напомним, что методика ЦМАКП основана на исходных данных Росстата о производстве продукции в натуральном выражении и аналогична, в целом, методике Росстата. Основные отличия методики ЦМАКП: 1) исправление выбросов (случайных сильных колебаний выпуска) на уровне видов продукции, связанных, как правило, с ошибками отчётности по отдельным регионам; 2) использование весов (цен и добавленной стоимости) 2011 г.; 3) улучшенный в ЦМАКП алгоритм учёта календарного фактора; 4) снятие сезонности с рядов продуктов, а не видов деятельности.

Превышение объемов промышленного производства уровня прошлого года в I полугодии – это исключительно «эффект базы» (рост во второй половине 2018 г.). В условиях стагнации «эффект базы» естественным образом неуклонно ослабевает. Если в I квартале индекс к соответствующему периоду предшествующего года (СППГ) составлял 102.0%, то во II квартале – уже 101.1%. В условиях стагнации, превышение уровня прошлого года во втором полугодии вовсе сведется на нет.

Впрочем, основания для «нового раунда» оживления в промышленности имеются.

Во-первых, в самое ближайшее время оно должно быть связано с выходом из ремонтов повышенного числа НПЗ и окончательным решением проблем с «грязной нефтью» (что ранее несколько затормозило динамику выпуска, вклад данных факторов составил около 0.5-0.7 проц. пунктов общепромышленного производства).

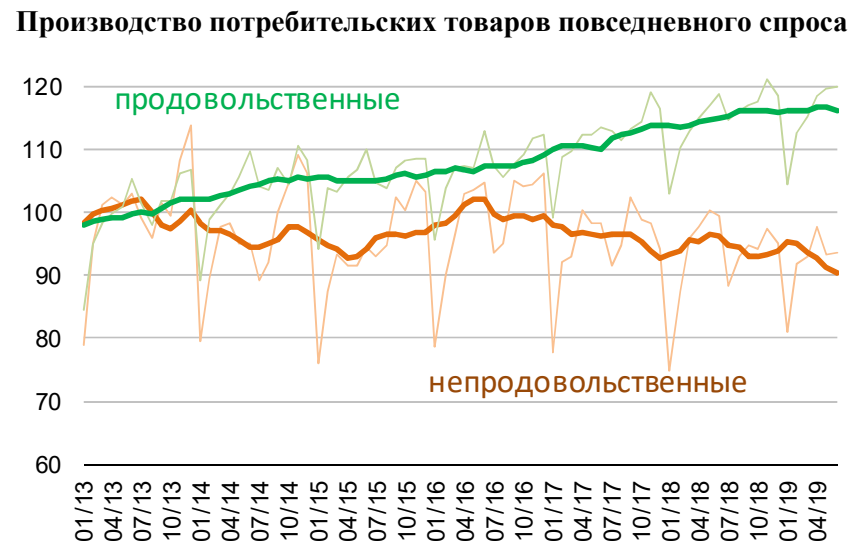
Во-вторых, следует ожидать нового цикла роста в отраслях, где продолжается расширение инвестиций (см. разделы 4 и 13 данной работы) и имеется потенциал импортозамещения и наращивания экспорта – это агропромышленный, а также химико-лесной комплексы.⁴

Наконец, в-третьих, не следует сбрасывать со счетов и ускорение реализации нацпроектов, что способно оживить внутренний спрос.

Таким образом, после некоторой паузы, к IV кварталу можно ожидать возврата промышленности росту на уровне 101.5-102.0% (СППГ).

⁴ Отметим, что в этих секторах активный рост наблюдался в 2016-2017 гг. и был связан с реализацией первичного потенциала импортозамещения и экспортной экспансии, возникших вследствие девальвации. В течение 2018 г. «первая волна» роста выпуска затихла, но инвестиции продолжили увеличиваться (см. раздел 13), что и дает основания рассчитывать на новый цикл роста в будущем.

Рисунок 3. Динамика производства по отдельным группам производств
 (оценки ЦМАКП, среднесуточное производство, среднегодовой уровень 2013 г.=100, последняя точка на графиках – июнь)

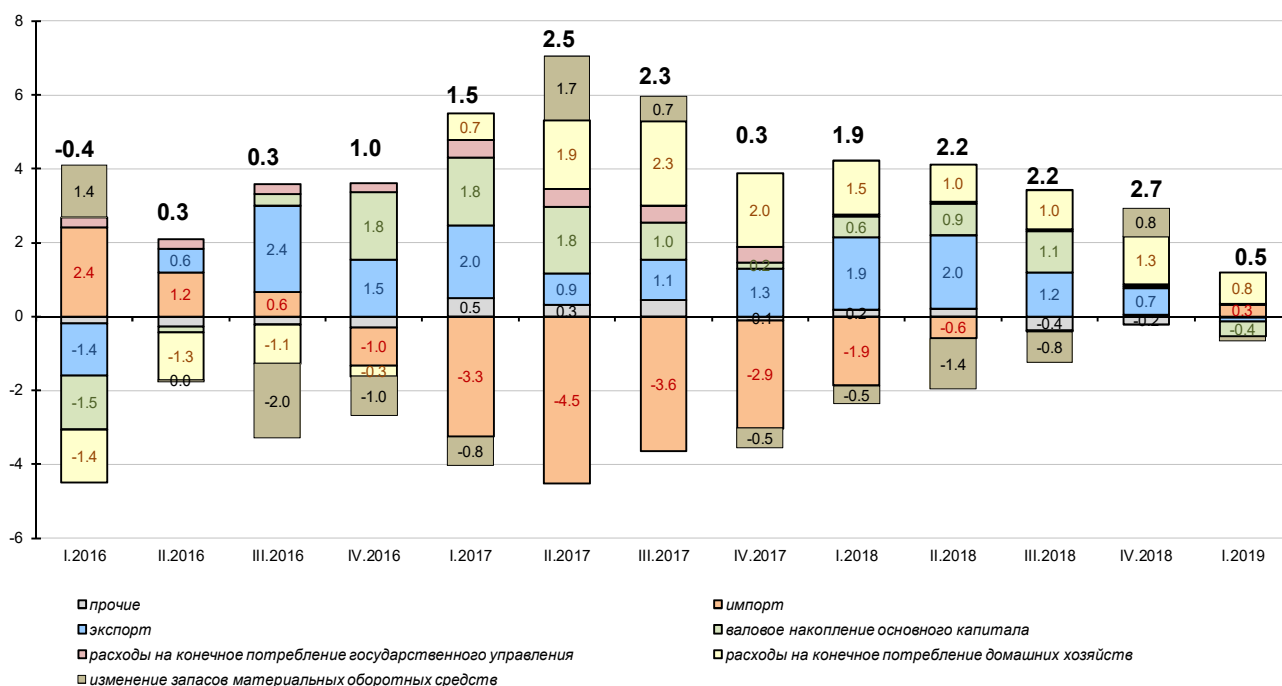


3. Арифметика роста

Структура факторов роста ухудшается вместе со втягиванием экономики в стагнацию.

Сегодня среди факторов роста основную роль играет расширение конечного потребления домохозяйств. Проблем две: во-первых, вклад этого фактора заметно снижается – с 2.3 проц. пункта роста ВВП в III квартале прошлого года до 0.8 проц. пункта в I квартале текущего года (см. рисунок 4). Во-вторых, в настоящее время рост доходов и потребления населения приостановился, так что указанный вклад отражает, скорее, результаты прошедшего периода. Зато «ушел в ноль» вклад ранее важнейшего фактора роста – экспорта товаров. Кроме того, стал отрицательным вклад накопления основного капитала, что, вообще говоря, может оказаться признаком начавшегося кризиса.

Рисунок 4. Вклады компонентов использованного ВВП⁵ в экономический рост (к соответствующему кварталу предшествующего года, % к ВВП)

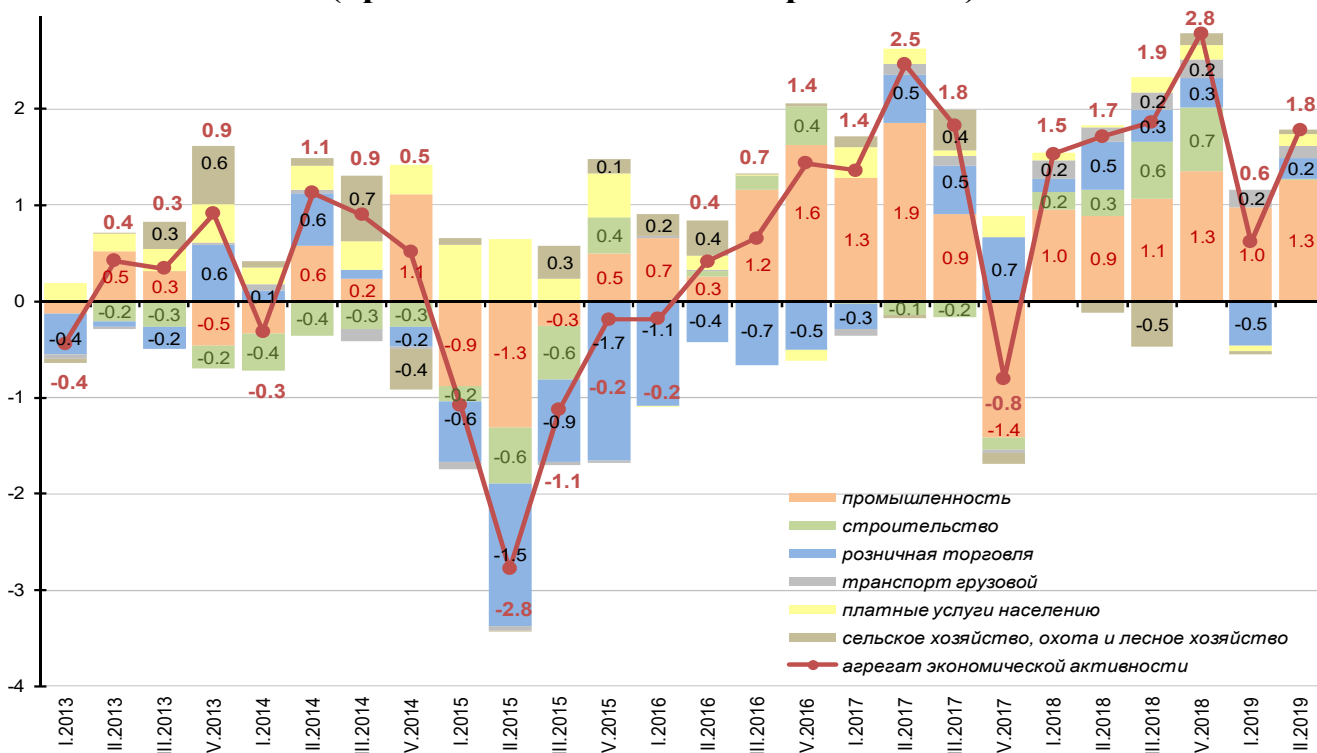


С точки зрения вкладов конкретных производств в экономический рост, то здесь обращает на себя внимание сохраняющийся «промышленный» характер. Вклад промышленности в произведенный ВВП имеет определяющий характер уже полтора года (устойчиво 0.9-1.3 проц. п прироста ВВП в годовом выражении, см. рисунок 5). Отметим, что снова стал значимым положительный вклад розничной торговли в прирост ВВП – не

⁵ Прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка

вполне ясно, насколько это устойчиво в условиях намечающейся стагнации потребительского спроса.

Рисунок 5. Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. п АЭА к соотв. кв. предш. года)⁶



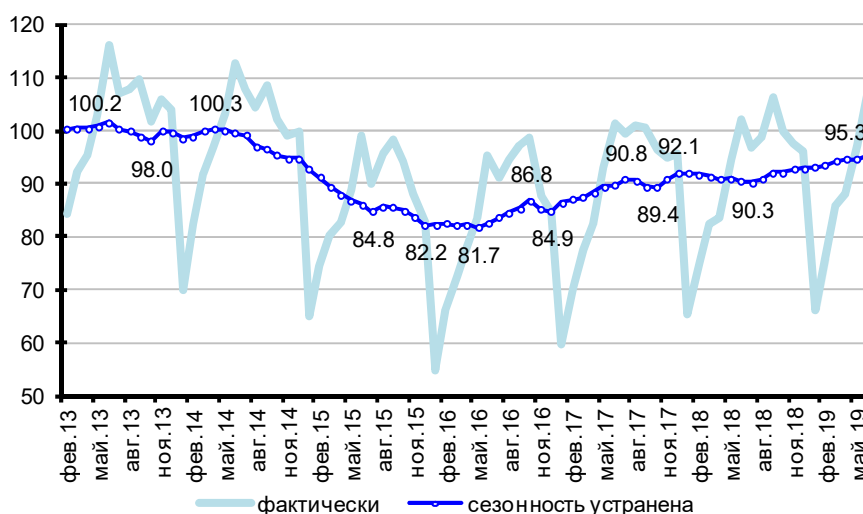
4. Инвестиционная активность

Во II квартале (по данным за апрель-май; о средне- и долгосрочных аспектах инвестиционного процесса см. раздел 13) рост инвестиционной активности в экономике резко замедлился. Если в I квартале темп прироста инвестиционного индекса⁷ составлял 0.4% в месяц (к предшествующему кварталу, сезонность устранена), то в апреле-мае – лишь 0.1%. (см. Рисунок). В основе едва заметного позитива – слабый рост производства стройматериалов, а также импорта машин и оборудования. При этом производство отечественных машин и оборудования снижается, хоть и незначительно.

⁶ Второй квартал 2019 г. – предварительная оценка ЦМАКП.

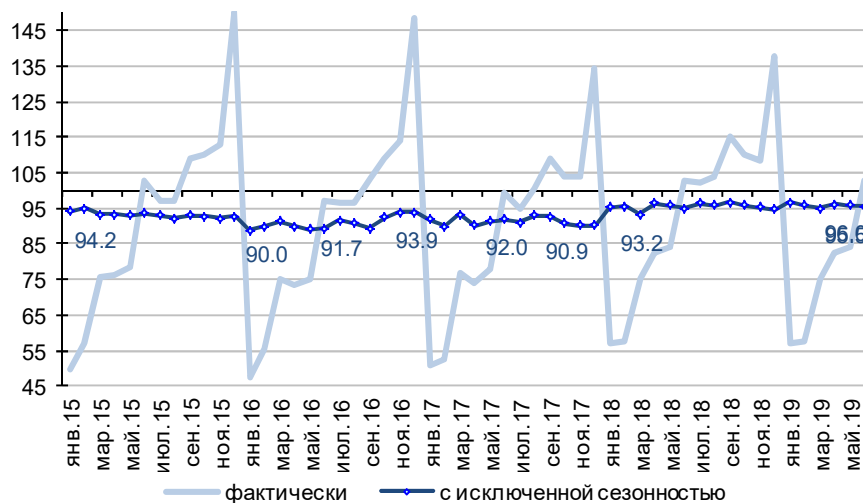
⁷ Рассчитывается ЦМАКП по объему предложения инвестиционных товаров на внутреннем рынке.

**Рисунок 6. Индекс инвестиционной активности (индекс ЦМАКП)
(предложение инвестиционных товаров, среднемесечное значение 2013 г. = 100)**



О замедлении динамики инвестиций свидетельствует и ситуация в строительстве, где закрепилась, хотя и крайне неустойчивая, тенденция стабилизации (февраль и март: -0.9%, апрель: +1.2%, май: -0.1%, июнь: -0.5%, сезонность устранена, см. рисунок 7).

**Рисунок 7. Динамика выпуска в строительстве
(% к среднемесечному значению 2012 г.)**

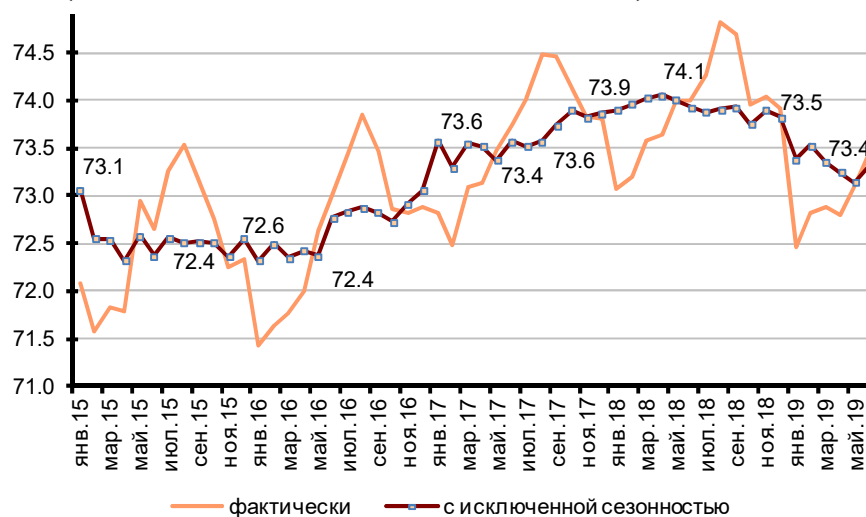


5. Сфера труда и занятости

Одним из наиболее значимых негативных трендов последнего времени стал перелом в динамике спроса компаний на труд. Если до недавнего времени на фоне околочрезвычайного состояния российской экономики компании наращивали (или, по крайней мере, поддерживали) спрос на труд, то в текущем году сформировалась ярко выраженная тенденция его снижения (см. рисунок 8).

Симптоматично, что перелом предыдущей тенденции совпал по времени с изменением оценок ситуации менеджерами компаний: с начала года эти оценки (индекс PMI) то резко взлетают, то (как в настоящее время) – падают в отрицательную область, вслед за изменением как внешней (цены на нефть, санкции), так и внутренней (ставки НДС) конъюнктуры.

Рисунок 8. Совокупный спрос на рабочие места в российской экономике (численность занятых + вакансии), млн. чел.



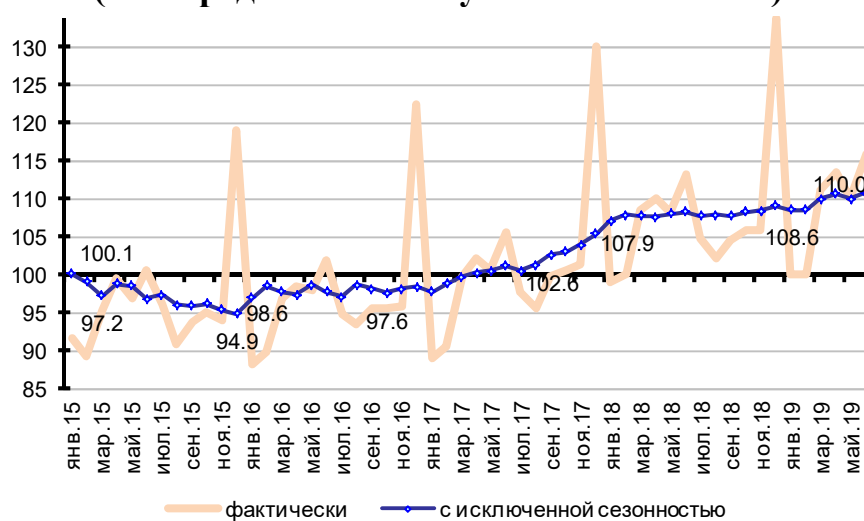
6. Реальные доходы и потребление населения

Второй квартал закрепил сформировавшиеся тенденции минимального, на грани остановки, расширения реальной заработной платы (см. рисунок 9) и, соответственно, стагнации реальных располагаемых доходов населения.

Такая ситуация вполне естественна в условиях, с одной стороны, вынужденного перехода компаний к самофинансированию развития (высокая стоимость кредита), что объективно осложняет для компаний маневр финансовыми ресурсами, с другой – очень осторожной финансовой политики государства, где еще не началось сколько-нибудь масштабное финансирование Национальных проектов.

Стагнация реальных доходов (подчеркнем, что о падении речь не идет!) стала основой постепенной стабилизации потребления населения и, соответственно, общеэкономического торможения.

Рисунок 9. Реальная начисленная заработная плата (% к среднемесячному значению 2012 г.)



Из-за постепенного снижения процентной ставки по депозитам стала уменьшаться норма организованных сбережений и, соответственно, стабилизировалась ранее возрастающая норма потребления населения⁸ (см. рисунок 10). Это соответствующим образом сказалось на продажах товаров, в первую очередь, непродовольственных, даже несмотря на расширение потребительского кредитования (см. раздел 8). Отметим также, что само наращивание потребительского кредитования подошло к границе возможностей и начинает тормозиться.

Рисунок 10. Норма потребления (% к располагаемым доходам, по кварталам)⁹



В итоге, во втором квартале рост потребления населения остановился. Практически перестал расширяться, с точностью до волатильности, как оборот

⁸ Соответственно, если ранее процесс переключения финансовых ресурсов населения со сбережения на потребление поддерживал товарооборот – то теперь этот канал, фактически, отключен.

⁹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2014 г. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе.

розничной торговли (апрель: 0.0%, май: -0.1%, июнь: 0.3%, сезонность устранена, см. рисунок 11), так и потребление платных услуг. При этом наблюдается достаточно четкая структурная закономерность: потребление продовольствия хоть и медленно, но растёт (возможно, из-за недооценки инфляции в данной сфере), потребление непродовольственных товаров и услуг (см. рисунок 12) – стабильно.

Хорошим индикатором состояния потребительского рынка (отражающим не только текущий уровень доходов населения, но и характер настроений) являются продажи легковых автомобилей. В настоящее время они снижаются (при устранении сезонного фактора) по всем основным компонентам – очень быстро по иномаркам высокого класса, медленнее – по машинам производства России и стран СНГ, совсем медленно – по иномаркам среднего класса.

Рисунок 11. Оборот розничной торговли (% к среднемесячному значению 2012 г.)

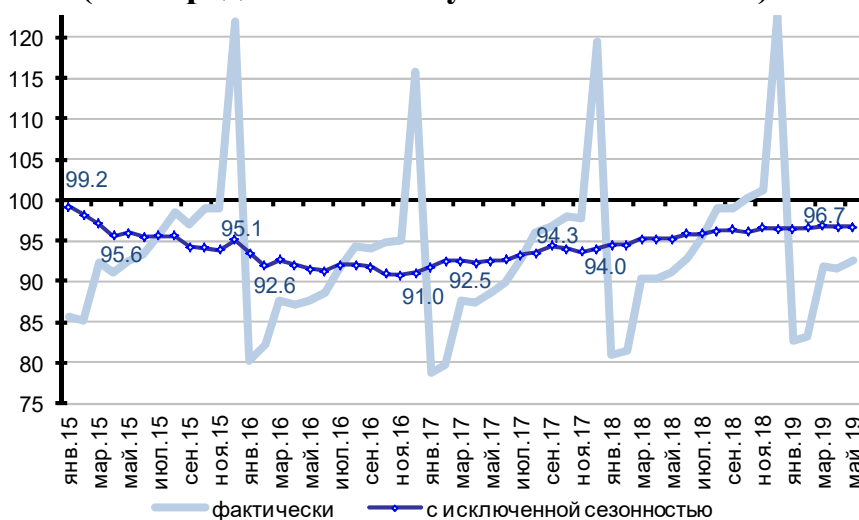
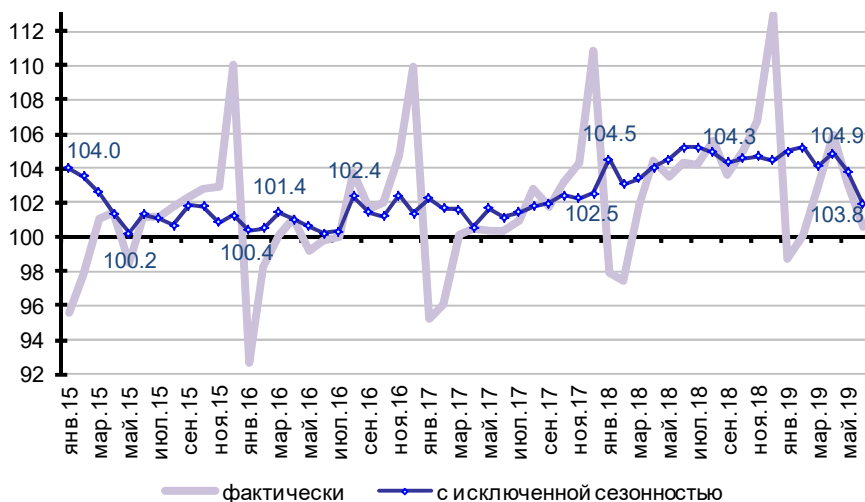


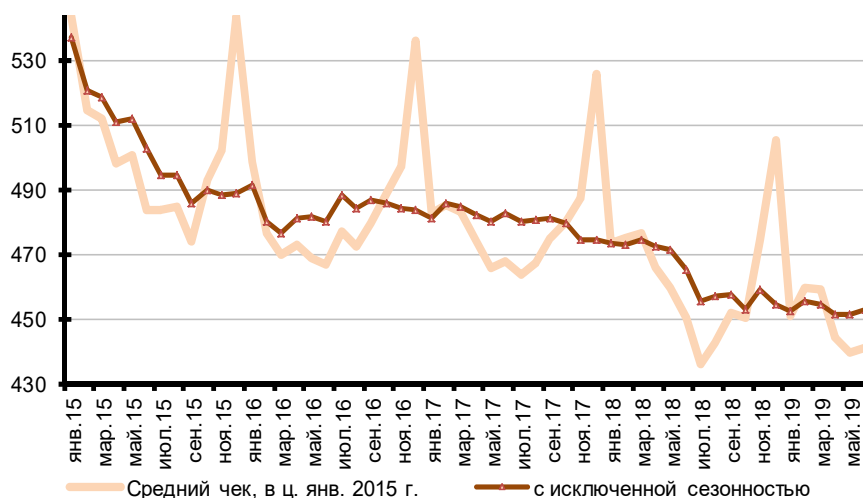
Рисунок 12. Платные услуги населению (% к среднемесячному значению 2012 г.)



В то же время, реальная ситуация видимо, несколько более сложная. Так, косвенные данные (информация ИХ Ромир¹⁰ о «среднем чеке») свидетельствуют, что, по крайней мере, в крупных городах, потребление населения начинает восстанавливаться (заметим – пока не наиболее «сложных» из ТДП, автомобилей). Так, размер этого чека в реальном выражении (с учетом уровня инфляции и с устранением сезонного фактора), длительное время устойчиво снижался, но в последние три месяца, наконец, стабилизировался (см. рисунок 13).

С учетом отмечаемого ИХ Ромир увеличения объема «свободных денег»¹¹ на руках у населения¹², существует возможность для восстановления роста потребления населения.

**Рисунок 13. Динамика «среднего чека»
(по данным ИХ «Ромир»)**



Следует отметить, что потребительские настроения и ожидания¹³, резко упавшие в середине прошлого года и прошедшие кризисный минимум на рубеже 2018-2019 гг. (старт крайне не популярной пенсионной реформы, ожидания скачка инфляции из-за повышения НДС и т.д.), в настоящее время медленно, но стабильно улучшаются, и уже вышли на границу положительной зоны – причем индекс ожиданий стабильно выше индекса текущего состояния.

¹⁰ Исследовательская скан-панель домохозяйств Romir Scan Panel основана на данных потребления 40 000 россиян, 15 000 домохозяйств в 220 городах с населением более 10 тысяч человек, репрезентирующих покупательское и потребительское поведение жителей городов России. Участники панели сканируют штрих-коды всех купленных товаров, приносимых домой. Данные сканирования в онлайн режиме поступают в базу данных скан-панели (<https://romir.ru/studies/sredniy-chek-pokazal-v-fevrale-rekordnyy-rost>).

¹¹ «Индекс «свободных денег» - показатель, который демонстрирует динамику возможности домохозяйств потреблять товары и услуги сверх необходимых потребностей. Это те деньги, которые остаются у домохозяйств после покупки продуктов, товаров повседневного спроса, оплаты ЖКХ, транспортных и других услуг. Показатель рассчитывается как разница доходов домохозяйств, которая определяется на основе расчетов «Ромира» и Росстата, и затрат на необходимые товары и услуги, которые рассчитываются на основе данных скан-панели холдинга: https://www.rbc.ru/finances/22/07/2019/5d35d1ca9a7947a4d504479c?from=from_main

¹² «Объем «свободных денег» в бюджете россиян в июне вырос на 11,4% по сравнению с маем и составил 33,1 тыс. руб., рассчитал исследовательский холдинг «Ромир». Годовой прирост составил 11,1%. При этом у жителей городов-миллионников оставалось около 42 тыс. руб. «свободных денег» (прирост 12%), полумиллионников — 34,5 тыс. руб. (прирост 11,7%), стотысячников — 23,8 тыс. руб. (прирост 10,2%)» https://www.rbc.ru/finances/22/07/2019/5d35d1ca9a7947a4d504479c?from=from_main

¹³ Соответствующая система индексов разрабатывается ООО «инФОМ» и ЦБ РФ

7. Потребительское кредитование: «пузырь» почти готов

Темпы расширения розничного кредитного портфеля оставались на высоком уровне – около 23% в годовом выражении. При этом динамика долга по ипотечным кредитам немного замедляется (объем их выдач сокращается), а по беззалоговым потребительским кредитам – остается устойчиво высокой. Причем это происходит, несмотря на ужесточение Банком России регулирования выдач беззалоговых потребительских кредитов.

При экстраполяции складывающихся тенденций к концу 2019 г. отношение долга по потребительскому кредиту к ВВП может достигнуть уровня, на котором оно было в период перегрева этого рынка в 2013-2014 гг. (см. Рисунок 14).

Рисунок 14. Отношение долга населения по кредитам различных типов к ВВП (по портфелям однородных ссуд, %)¹⁴



Заметим, что именно по беззалоговым потребительским ссудам платёжная дисциплина розничных заёмщиков является самой низкой, а скачки доли неплатежей в условиях стрессов – самыми масштабными (см. Рисунок 15).

При этом именно беззалоговые потребительские ссуды создают максимальную нагрузку на доходы населения – заметно более высокую, чем, например, ипотечные кредиты. Это происходит из-за существенно более высоких ставок, а также существенно более коротких сроков по потребительским кредитам.

Поэтому при продолжении складывающихся тенденций уже в текущем году долговая нагрузка на доходы населения может приблизиться к уровню своего исторического максимума (см. рисунок 16). Всё это повышает риск кризиса «плохих долгов» на рынке беззалогового потребительского кредита.

¹⁴ 2019 г. – прогноз по тенденции первого полугодия

Рисунок 15. Доля предоставленных физическим лицам ссуд, непогашенных в установленный договором срок в отчетном периоде в объеме предоставленных физическим лицам ссуд (%)

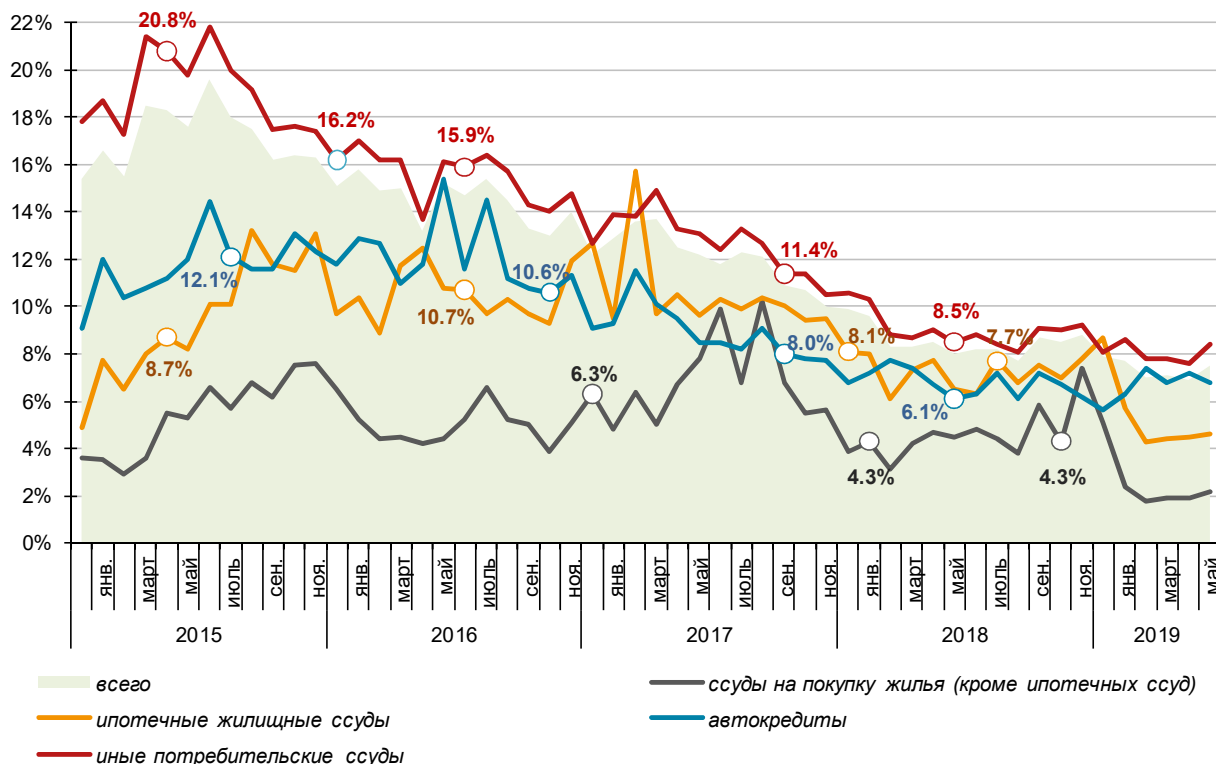
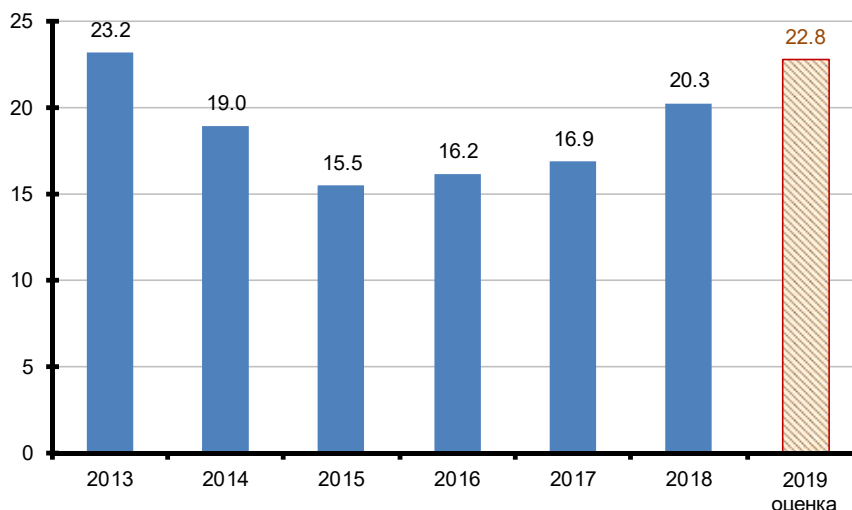


Рисунок 16. Долговая нагрузка на доходы домашних хозяйств (отношение платежей по основному долгу и процентам к денежным доходам, %) ¹⁵



8. Внешнеторговая сфера: переход к ухудшению?

В первом полугодии 2019 г. (по данным за январь-май) в сфере внешней торговли ситуация изменилась к худшему. Экспорт впервые за длительный период времени заметно снижается. Импорт, напротив, хотя и очень медленно, но растет.

¹⁵ 2019 г. – прогноз по тенденции первого полугодия

Ранее устойчивый рост экспорта (в сопоставимых ценах), который в прошлые годы был одним из основ экономического роста, во втором полугодии 2018 г. существенно замедлился, а в I квартале и, особенно, во II-ом квартале 2019 г. сменился спадом. По отношению к декабрю предшествующего года экспорт в мае оказался меньше на 3% (см. Рисунок 17, сезонность устранена). Сокращение экспорта в сопоставимых ценах в I полугодии 2019 г. было обеспечено, прежде всего, товарами добывающего комплекса – за счет его доминирования в структуре вывоза (см. Таблица 22). Основным фактором стало снижение вывоза нефти (из-за её загрязнения в системе трубопроводов «Дружба»). Ожидаемо после исчерпания отложенного эффекта высокого урожая 2017 г. снизился и экспорт агропромышленной продукции. Однако ситуация обусловлена, видимо, более глубокими причинами. Промышленный несырьевой неэнергетический экспорт (здесь и далее – промышленный ННЭ) остался на уровне второго полугодия 2018 г., то есть не растет три квартала подряд¹⁶. Такая стабилизация обеспечена ростом вывоза цветных металлов (результат урегулирования ситуации вокруг Русала). В то же время по широкой номенклатуре других товаров наблюдается более или менее устойчивое снижение. Прирост экспорта оказался непропорционально слабым и сконцентрировался в основном в двух секторах – химическом комплексе (продолжение устойчивого роста) и машиностроении (восстановление после «заминки» во втором полугодии 2018 г.).

Экспорт в текущих ценах, так и не достигнув предшокового уровня начала 2014 г., сокращается уже с конца предшествующего года – первоначально в основном за счет ценового фактора¹⁷, а затем и за счет снижения физического объема вывоза.

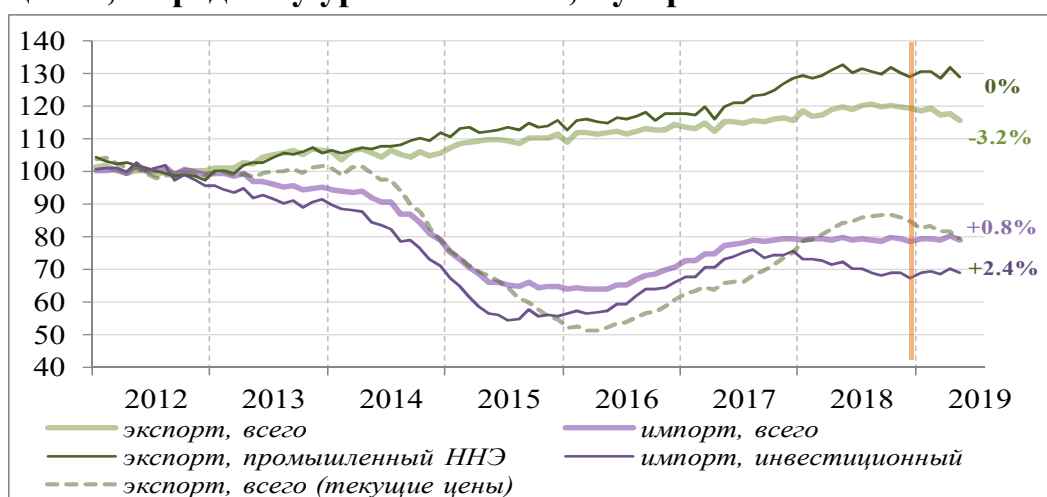
Импорт в сопоставимых ценах остается в целом стабильным на протяжении уже полутора лет.

В первом полугодии 2019 г. зафиксировано его слабое оживление (+0.8% к декабрю 2018 г.), прежде всего, за счет инвестиционной компоненты (импорт машин и оборудования за аналогичный период увеличился более чем на 2%). Однако говорить об уверенной тенденции восстановления активного ввоза товаров пока не приходится. Расширение инвестиционного импорта имеет компенсационный характер; несмотря на это оживление, так и не было «отыграно» затяжное падение предшествующего года. По остальным компонентам импорта – потребительского и промежуточного – в первом полугодии 2019 г. зафиксирован слабый рост. В потребительском секторе он оказался на уровне среднего за последние два года, а вот по промежуточным товарам – рост имел затухающий характер. При этом низкая динамика потребительского импорта, очевидно, имеет фундаментальный характер и сдерживается вялой динамикой реальных доходов населения.

¹⁶ Для сравнения: среднесрочный тренд – среднегодовой темп прироста в среднем за последние пять лет (с мая 2014 г.) – составил 1.8% для экспорта в целом и 3.9% для промышленного ННЭ

¹⁷ Падение мировых цен на нефть с ноября, а цен на алюминий и никель – с июля 2018 г.

Рисунок 17. Внешняя торговля товарами в 2012-2019 гг. (в сопоставимых ценах, к среднему уровню 2012 г., с устраненной сезонностью)



Источник: рассчитано ЦМАКП по данным ФТС России. Справа указаны темпы прироста торговли в мае 2019 г. по отношению к декабрю 2018 г.

Таблица 2. Вклад товарных группировок в прирост экспорта и импорта в 2019 г. (в сопоставимых ценах)

Товарная группировка	Вклад в изменение торговли, май 2019 г. к декабрю 2018 г.*		Доля в торговле в 2018 г. (%)
	(млн. долл.)	(%)**	
	Экспорт		
Добыча и нефтепереработка	-1 583	80.5	69.3
Металлургия	-142	7.2	10.0
Агропромышленный комплекс	-236	12.0	5.5
Химический комплекс	95	47.2	7.3
Машиностроение	76	37.4	4.5
Лесопромышленный комплекс	-5	0.3	2.4
Прочие отрасли	31	15.4	1.1
	Импорт		
Инвестиционные товары	109	67.2	22.8
Потребительские товары	32	19.7	30.6
Промежуточные товары	21	13.1	46.6

* Оценка с устранением сезонного фактора

** Раздельно указан вклад в прирост и сокращение экспорта

Источник: рассчитано ЦМАКП по данным ФТС России.

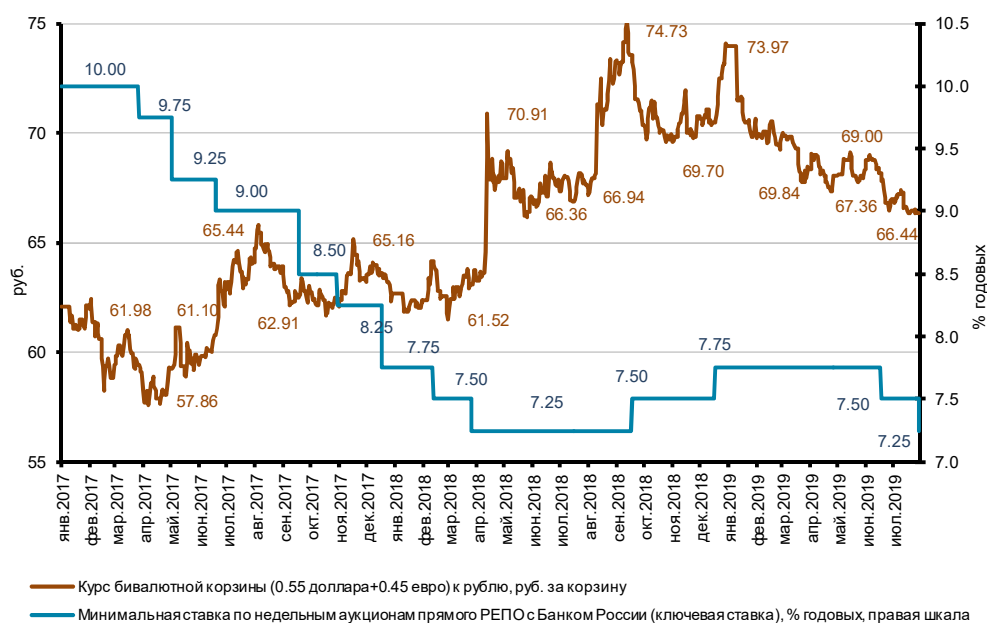
9. Процентная политика: Банк России снижает ставку

Банк России перешел к снижению ключевой ставки, реагируя на понижительную динамику инфляции и укрепление стабильности на валютном рынке.

На заседании Совета директоров Банка России 26.07.2019 было принято решение о снижении ключевой ставки на 0.25 проц. п. - до 7.25% годовых. Таким образом, ставка вернулась на уровень, на котором она была во II-III квартале 2018 г. (см. Рисунок 18).

В официальном комментарии Банка России к принятому решению было отмечено, что «*месячные темпы прироста потребительских цен с исключением сезонности находятся вблизи 4% в годовом выражении... При этом вклад в замедление роста потребительских цен внесли временные дезинфляционные факторы, включая укрепление рубля с начала текущего года...*».

Рисунок 18. Курс рубля и ключевая ставка Банка России



Стабильность, установившаяся на валютном рынке, создала благоприятные условия для снижения ключевой ставки без риска ослабления рубля.

В основе этой стабильности – прекращение чистого оттока капитала из российской экономики и даже более того – переход к его чистому притоку (см. Рисунок 19). Последнее, в свою очередь, произошло под влиянием снижения рисков введения новых американских санкций против России, а также тем, что были отложены на будущее планы повышения ключевой ставки ФРС США. В результате резко расширились портфельные инвестиции нерезидентов на российском рынке (причем, как в государственные, так и в негосударственные обязательства). К этому добавилось расширение репатриации российскими компаниями ранее накопленной на зарубежных счетах экспортной выручки.

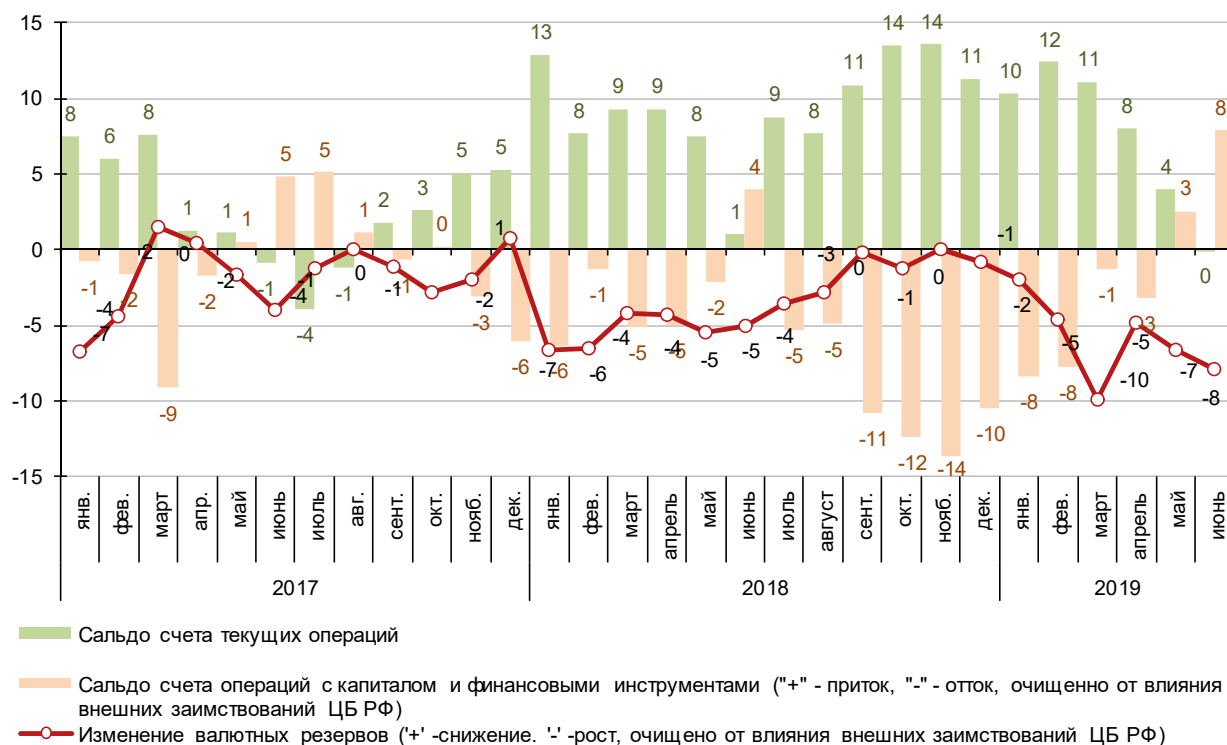
Разворот трансграничных капитальных потоков оказался столь масштабным, что этот фактор полностью предотвратил возможное негативное воздействие на рубль ухудшения ситуации с сальдо по текущим операциям. Так, если ещё в марте величина активного сальдо по текущим операциям составляла 10-11 млрд долл., то к июню из-за снижения стоимостного объёма российского экспорта и сезонного роста импорта величина этого сальдо упала до околонулевого уровня.

Несмотря на это, стоимость рубля к бивалютной корзине¹⁸ за апрель-июнь выросла на 2%. Причем это произошло на фоне расширения покупок Минфином валюты в официальные резервы в рамках бюджетного правила! Более того – курс рубля продемонстрировал завидную устойчивость к случившемуся в середине второго квартала «провалу» мировых цен на нефть.

Сейчас Банк России допускает возможность дальнейшего снижения ключевой ставки в ближайшее время и «переход к нейтральной денежно-кредитной политике» (ключевая ставка = прогнозируемая годовая инфляция + 2-3% годовых) до середины 2020 г. - при условии развития ситуации в соответствии с его базовым прогнозом. Последнее подразумевает стабилизацию инфляции возле целевого уровня (4% в год) и отсутствие значимых инфляционных рисков – прежде всего новых «волн» ослабления рубля.

Однако нет никаких гарантий, что эти условия будут выполнены поскольку сохраняется неопределённость, связанная с факторами геополитических рисков, возможностью дальнейшей эскалации международных торговых войн, наличием «пузырей» на ряде ключевых для мировой экономики финансовых рынков.

Рисунок 19. Основные позиции платёжного баланса России (млрд. долл., с исключением влияния внешних заимствований ЦБ РФ)¹⁹



¹⁸ Бивалютная корзина включает в себя 0.55 доллара США и 0.45 евро

¹⁹ Банк России периодически привлекает на зарубежных рынках валютную ликвидность под залог других иностранных активов (в рамках операций РЕПО), что приводит к формальному изменению величины резервов, но с точки зрения международной инвестиционной позиции по резервам является нейтральным. Эти операции Банк России, вероятно, проводит для целей повышения доходности портфеля

10. Монетарная сфера: беспрецедентное денежное сжатие

Затягивание процесса перехода к нейтральной процентной политике в сочетании со стерилизацией ликвидности на счетах бюджета привело к сжатию денежного предложения и средств на расчетных счетах предприятий. Это, в свою очередь, создает условия для снижения производственной и инвестиционной активности.

С середины прошлого года наблюдается тенденция медленного, но устойчивого сокращения денежного предложения (денежной базы в широком определении). В основном этот процесс связан с «перекрытием» активно действовавшего до этого основного канала денежной эмиссии - притока рублевой ликвидности в экономику со счетов бюджета.

Вначале (во второй половине 2018 г.) это произошло под влиянием временного отказа Минфина от покупок валюты в условиях повышенной турбулентности на валютном рынке. Затем (в первой половине 2019 г.) основной причиной стал рост бюджетного профицита, что привело к чистому оттоку ликвидности из экономики на счета бюджета – даже несмотря на возобновление Минфином покупок валюты. Определённое сдерживающее воздействие на рост денежного предложения оказала и дороговизна кредитов Банка России, ограничившая спрос банков на этот источник ликвидности.

В результате развития этой тенденции произошло сжатие денежного предложения по отношению к аналогичному периоду прошлого года. К началу июля годовые темпы сжатия денежной базы в широком определении составили 5.7%.

Следует заметить, что отрицательные годовые темпы прироста денежного предложения – достаточно редкое явление, возникновение которого в России ранее, как правило, предшествовало или сопутствовало кризисам. Так, например, было в 1998, 2008, 2015 гг.

Сжатие денежного предложения оказывает сильное влияние на динамику средств предприятий на рублёвых расчетных счетах, то есть именно на ту компоненту денежной массы, которая в наибольшей степени вовлечена в обслуживание производственного оборота (см. Рисунок 20). Остаток средств на этих счетах также начал сжиматься по отношению к аналогичному периоду предшествующего года (правда, пока несильно).

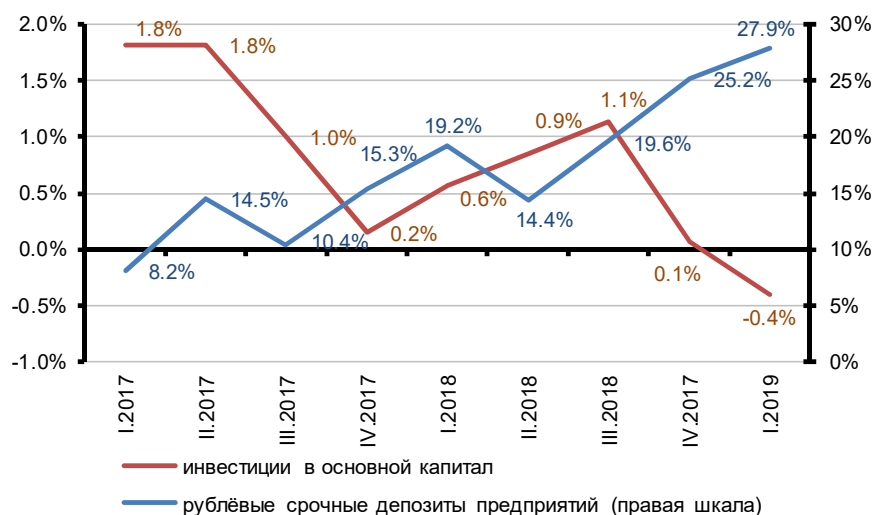
Рисунок 20. Взаимосвязь динамики (темпов прироста к аналогичному периоду прошлого года) средств на расчетных счетах предприятий



Дополнительное угнетающее воздействие на динамику этой компоненты денежной массы оказывает перераспределение средств предприятий с расчетных счетов на срочные банковские депозиты. Легко заметить, что на фоне локального минимума годовых темпов прироста средств на рублевых расчетных счетах, годовые темпы прироста средств на рублевых депозитах предприятий достигли локального максимума - более 30%. Это является прямым следствием высоких процентных ставок, стимулирующих такой переток.

Кроме того, отвлечение средств предприятий из производственного оборота в финансовые вложения, очевидно, является фактором снижения инвестиционной активности предприятий. На это, в частности, указывает обратная взаимосвязь между динамикой вложений предприятий в срочные депозиты и их инвестиций в основной капитал (см. Рисунок 21). В настоящее время величина годового прироста средств на рублевых депозитах предприятий равна 17-18% годовой суммы расходов на инвестиции в основной капитал.

Рисунок 21. Темп прироста средств на рублёвых срочных депозитах предприятий и физического объема инвестиций (к аналогичному периоду предшествующего года, %)

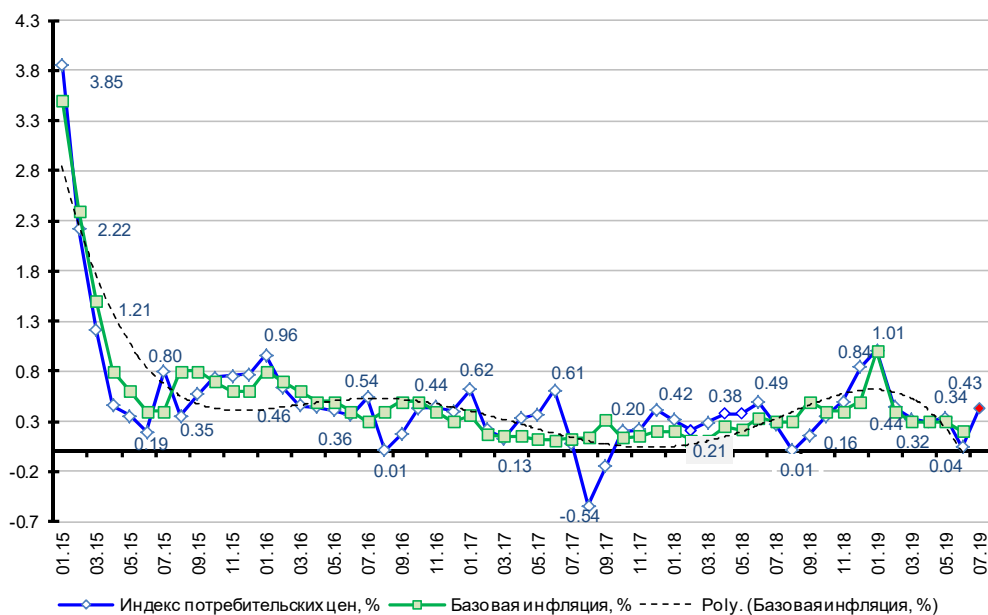


11. Инфляция: на историческом минимуме

Уровень инфляции продолжает медленно снижаться (см. рисунок 22). В марте в годовом выражении она составляла 5.3%, в апреле – 5.2%, в мае - 5.1%, в июне – 4.7%²⁰.

Низкий уровень инфляции – достаточно естественный результат жесткой денежной и кредитной политики и, одновременно – важный маркер наступившей в экономике стагнации.

Рисунок 22. Уровень инфляции (% к предшествующему месяцу)



²⁰ Июль, судя по оперативной информации на 22 июля, ознаменовался небольшим подъёмом инфляции (порядка 4.8-4.9% к июлю прошлого года).

Правда, обращает на себя внимание наличие в российской экономике значительного потенциала «инфляции издержек» на отдельных рынках: к примеру, на рынках мяса (закупочные цены на скот росли существенно быстрее, чем цены в мясной промышленности, что создает значительное пространство для повышения последних), бензина и, в некоторой степени – хлебобулочных изделий.

12. Федеральный бюджет

В условиях, когда ставки налогов уже повышены (НДС с начала 2019 г.), а расходы на Национальные проекты еще почти не финансируются (хотя недавно их финансирование все же началось), на фоне довольно высоких цен на нефть, федеральный бюджет, естественно, оказался профицитным. При этом данный профицит обеспечивался за счет наращивания остатков на счетах бюджета, что стало важнейшим фактором сжатия денежного предложения (и соответственно, торможения экономического роста) в текущем году.

В структуре доходной части федерального бюджета в первой половине текущего года сохранилась тенденция к снижению доли нефтегазовых доходов (прирост на 4.7% к показателям первой половины 2018 г.) при опережающем приросте ненафтегазовых доходов, составившем за этот же период 15.7%. Более того, принятые 18 июля 2019 г. поправки к закону о бюджете предполагают сохранение данной тенденции (О факторах – в приложении Б).

Нефтегазовые доходы в первом полугодии 2019 г. составили 4.12 трлн. руб., увеличившись на 4.7% по сравнению с соответствующим периодом 2018 г., чему способствовал более слабый, по сравнению с первой половиной 2018 г., рубль и растущие цены на газ. Обратный эффект на их поступление оказывали налоговый манёвр²¹, снижение объёмов экспорта (дополнительное сокращение доходов на 181.59 млрд. руб.) и снижение цены на нефть (с конца 2018 г.)²².

Ненефтегазовые доходы в первом полугодии 2019 г. составили 5.42 трлн. руб., увеличившись на 15.7% по сравнению с соответствующим периодом 2018г. Основной фактор роста - увеличение налоговых поступлений. Так, платежи по налогу на прибыль выросли на 28.0%²³, по НДС – на 17.5%.

²¹ Согласно поправкам в Закон о бюджете, утвержденным 18 июля 2019 г., введение компенсационной надбавки в демпфирующей компоненте снизит нефтегазовые доходы дополнительно на 111.74 млрд. руб., при изначально ожидаемом снижении в 106.39 млрд. руб.; а доходы от НДС принесут дополнительно 53.87 млрд. руб.

²² В структуре этих доходов, вследствие налогового маневра, происходит перераспределение с увеличением НДС и снижением поступлений от таможенных пошлин (доходы от НДС выросли на 17.3%, а доходы от таможенных пошлин на экспорт сырой нефти и нефтепродуктов сократились на 16.9% и 23.8%, соответственно).

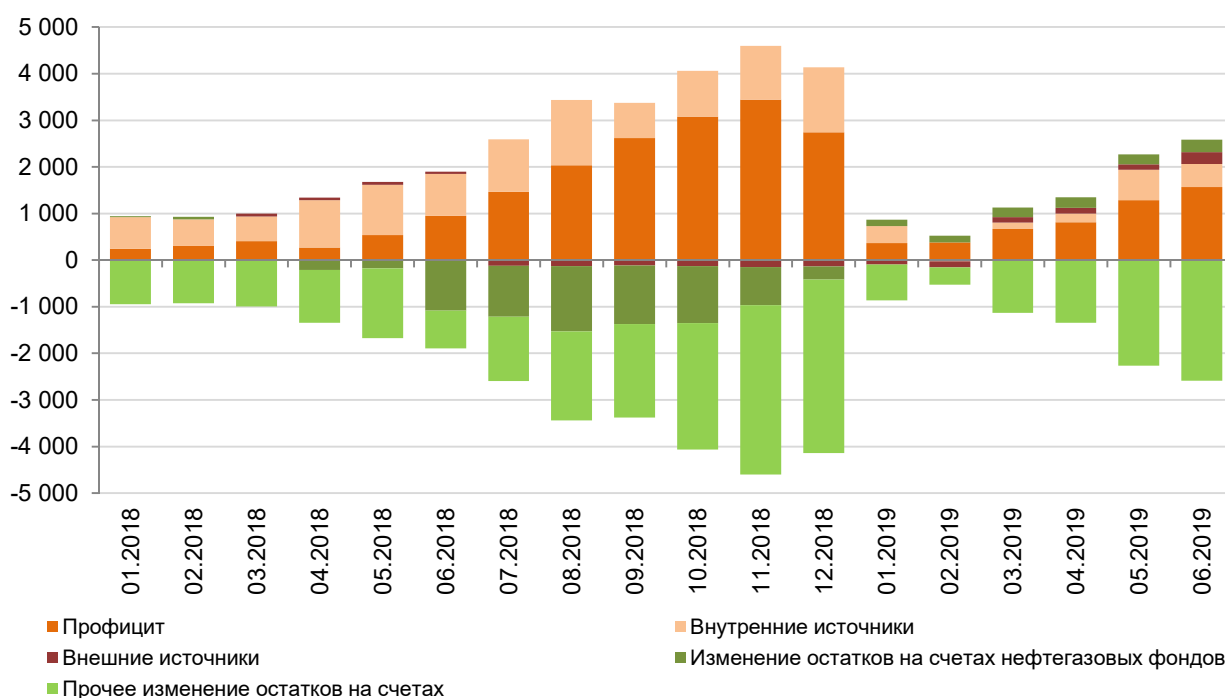
²³ В основном за счет роста прибыли в секторах нефтедобычи, нефтепереработки и металлургии во второй половине прошлого года, что привело к значительной сумме поступлений в бюджет текущего года налогов за 2018 г.

Что касается расходной части федерального бюджета, то необходимо отметить, что к концу мая 2019 г.²⁴ было выделено свыше 25% средств, предусмотренных на реализацию национальных проектов в 2019 г. (440.5 млрд. руб. из 1.71 трлн. руб.).

18 июля 2019 г. были утверждены поправки к Закону о бюджете 2019 года. Объем предполагаемых доходов был увеличен на 205,6 млрд. руб. (практически полностью за счет роста нефтягазовых доходов), расходов – на 256.5 млрд. руб., направленных в основном на решение социальных задач.

Расходы на Нацпроекты также планируется увеличить на 48.6 млрд. руб.: 47.4 млрд. руб. - по комплексному плану, а также по Нацпроектам: «Демография» - на 559.9 млн. руб., «Образование» - на 729.9 млн. руб., одновременно по нацпроекту «Экология» предусмотрено уменьшение на 103.6 млн. руб.

Рисунок 23. Финансирование дефицита (формирование профицита) федерального бюджета (млрд. руб.)



Несмотря на эффект укрепления рубля в первой половине 2019 г., отрицательный, с точки зрения влияния переоценки валютных активов на бюджет, баланс по источникам внутреннего финансирования профицита бюджета, сохранился положительным за счёт наращивания внутреннего госдолга на 0.95 трлн. руб. В итоге в первой половине 2019 г.

²⁴ Первые итоги исполнения национальных проектов за первое полугодие будут подведены Счётной Палатой в сентябре.

произошло накопление остатков на счетах бюджета до 2.59 трлн. руб.²⁵ (см. Рисунок 23). Такие значения соответствуют, например, инвестициям в основной капитал за I квартал. 2019 г. в размере 2.48 трлн. руб.

13. О средне- и долгосрочных аспектах инвестиционного процесса в секторах экономики

Для лучшего понимания ситуации с инвестиционной активностью особый интерес представляет рассмотрение динамики инвестиций в основной капитал по видам деятельности – в силу того, что нынешняя ситуация в этой части сильно дифференцирована. Такой анализ полезен и для понимания того, в каких сегментах можно ожидать формирования или сохранения позитивной динамики выпуска (так как динамика инвестиций является одним из важнейших опережающих индикаторов развития отрасли). При этом представляется целесообразным представить результаты анализа инвестиционной активности по секторам для «глубокой ретроспективы» – чтобы показать, на какой инвестиционной фазе находятся отрасли в настоящее время.

Для этой цели были построены временные ряды динамики инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах для периода 2004-2018 гг.²⁶ Результаты свидетельствуют о наличии четкой сегментации инвестиционной активности по секторам и явном выделении четырех групп (подробные графические материалы – см. Приложение В).

1. Группа лидеров (верхняя фаза инвестиционного цикла). Это весьма широкий спектр секторов, которые находятся в фазе очень активного инвестирования, их объем инвестиций в основной капитал в 2018 г. – на уровне исторического максимума или близком к нему. С высокой вероятностью развитие этих секторов продолжится, по крайней мере, в среднесрочной перспективе. В эту группу входят: *сельское хозяйство, добыча полезных ископаемых, химическое производство, лесопромышленный комплекс, производство электрооборудования, транспортных средств, строительство и управление недвижимым имуществом, розничная торговля, гостиницы и рестораны, связь и ИКТ, финансовая деятельность, сектор коммерческих услуг*. На эти сектора приходится 3/5 от объема инвестиций в основной капитал в экономике (61%, оценка по данным за 2018 г.).

2. Группа «отдыхающих» (нижняя фаза инвестиционного цикла). Это очень компактная группа – всего четыре сектора, но три из них – крупные, так что на сегмент

²⁵ Оно сопровождалось формированием отрицательной курсовой разницы на счетах нефтегазовых фондов в объеме 269 млрд. руб.

²⁶ Чисто технически выбор данного интервала был связан с тем, что именно с 2004 г. доступны данные об объемах и динамике инвестиций в основной капитал в новом классификаторе (ОКВЭД-1, для интервала 2017-2018 гг. была осуществлена оценка динамики инвестиций в ОКВЭД-1 по данным ОКВЭД-2). Одновременно, мы считаем 15-тилетний интервал, в целом, достаточным для выявления долгосрочной фазы инвестиционного цикла в отрасли.

приходится свыше четверти (27%) инвестиций в основной капитал. Для подавляющего большинства входящих в эту группу отраслей, «инвестиционная яма», если можно так выразиться, достаточно естественна – это следствие бума инвестиций в предшествующие годы (причины бума у каждой отрасли, разумеется, различаются – но часто имеют «неэкономический характер»):

- в *электроэнергетике* (уровень инвестиций в 2018 г. – лишь 2/3 от максимума 2012 г.) ситуация определяется прохождением фазы «сверхактивной» реализации проектов по модернизации, осуществлявшихся в 2010-2014 гг. новыми собственниками в рамках обязательств, принятых ими при реформе РАО ЕЭС;²⁷
- в *нефтепереработке* (где инвестиции составили также чуть более 2/3 от максимума) «инвестиционное расслабление» – следствие интенсивной модернизации НПЗ в период 2012-2015 гг., стимулированной ускоренным «заданным извне» переходом на повышенные евростандарты топлива;
- в *производстве стройматериалов* инвестиции в 2018 г. провалились наиболее сильно – их уровень почти вдвое ниже максимально достигнутого; и здесь ситуация вполне естественна: отрасль активно инвестировала восемь лет (!), с 2007 г. по 2014 г., что вначале, на излете «бума 2000-х», определялось возникшим серьезным дефицитом стройматериалов, а затем – с разворачиванием инфраструктурного строительства и, видимо, явно перегретыми ожиданиями в отношении дальнейшего быстрого роста спроса;
- схожая ситуация – на *транспорте*: здесь инвестиции более чем на четверть ниже пикового уровня (2011 г.), причем отрасль «сидит в яме» с 2015 г. Но столь простая интерпретация, как в случае других секторов (пауза после явно временной «фазы переинвестирования») была бы, пожалуй, неуместна. Здесь ситуация двойственная; с одной стороны, действительно был «наведённый» бум инвестиций, во многом связанный со строительством «геополитических», снижающих риски, ниток трубопроводов. С другой стороны, общим местом является справедливый тезис о хронически острой нехватке транспортной инфраструктуры, так что инвестиций в транспорт для нашей страны с огромной территорией вроде бы «много не бывает»; но следует отметить, что на пике (2011 г.) доля транспорта в общем объеме инвестиций в экономику составила 25% (каждый четвертый рубль!) – это в разы выше, чем в большинстве стран и даже сейчас (2018г.) она снизилась лишь до 17% (каждый шестой рубль). Отсюда, решение проблемы «нормальной обеспеченности» инфраструктурой видится не столько в наращивании их объема

²⁷ Модернизация велась в том числе под завышенные ожидания роста спроса, так что сейчас в отрасли наличествует явный избыток мощностей.

(здесь сильно ограничены возможности самой экономики), сколько в радикальном повышении эффективности инвестиций (и, в целом, транспортных решений).

3. Группа «средняков», где инвестиции несколько ниже былых значений, но отставание небольшое. Это «разношерстная» и скромная по масштабам группа (11% объема инвестиций, подробнее – см. Приложение В).

4. К числу явных и глубоких аутсайдеров следует отнести лишь один сектор – здравоохранение (1.4% от инвестиций по экономике в целом), где объем инвестиций вот уже 5 лет находится на очень низком уровне – почти вдвое ниже максимума (2012), причем заметим, что этот уровень кратно ниже, чем в среднем по странам ОЭСР.²⁸

В итоге, можно сделать достаточно парадоксальный вывод: инвестиционная активность не так уж и низка. В секторах, на которые приходится почти 2/3 инвестиций, масштабы инвестиционной активности находятся на исторических максимумах или близки к ним. Снижение же инвестиций в последние 5 лет по экономике в целом в значительной степени является следствием ограниченного числа разноплановых решений, в основе которых – окончание политически обусловленного (и частично вынужденного) «бума госинвестиций» первой половины 2010-х годов. Но финансовые ресурсы, «высвободившиеся» в результате снижения инвестиций, не находят «инвестиционных решений» в новых секторах, в том числе по причине очевидно «плохой работы» механизма перераспределения ресурсов от секторов, где они в избытке, к секторам, обладающим потенциалом роста.

²⁸ Данные ОЭСР по России дают оценку валового накопления основного капитала в 0,48% ВВП в среднем по ОЭСР против 0,14% для России. Прямой расчет для России соотношения инвестиций в основной капитал в отрасли и ВВП дает оценку в 0,24%. При этом в 2012 г. последний показатель составлял 0,38%, а максимума достигал в 2007-2008 гг. (0,50-0,51% ВВП).

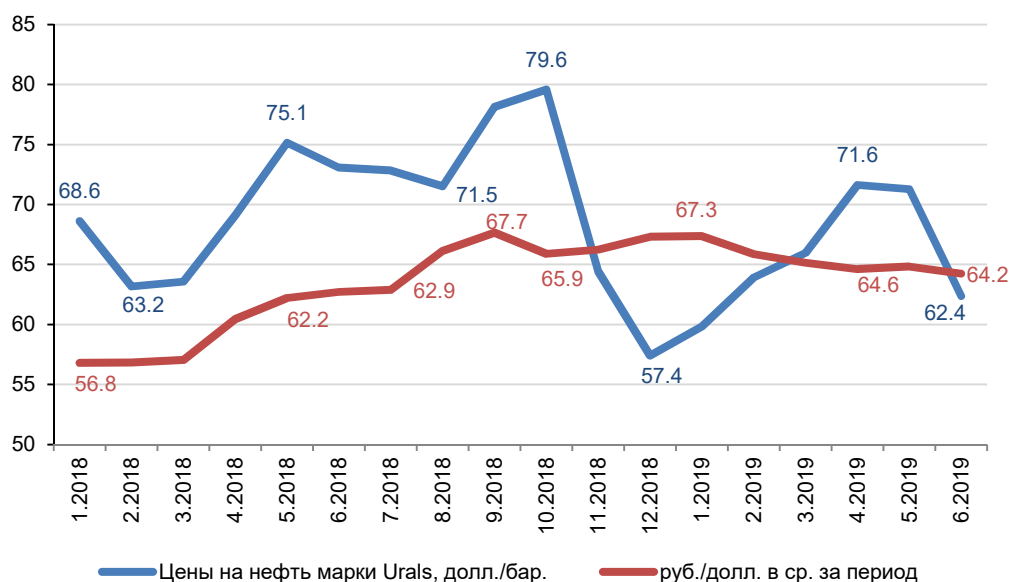
Приложение А. Основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации (темпы роста, %)

	2019 прогноз	2020	2021	2022
Индекс потребительских цен декабрь к декабрю в среднем за год	104.9 105.0	103.9 104.6	103.3 103.4	103.9 103.7
Среднегодовой курс долл. (руб. за долл.)	64.6	65.3	65.8	67.1
Валовой внутренний продукт	101.1	101.8	102.1	102.5
Продукция промышленности	101.8	102.1	102.4	102.6
Инвестиции в основной капитал	102.7	104.2	105.7	106.2
Оборот розничной торговли	102.0	102.4	103.0	103.3
Объем платных услуг населению	100.5	101.0	102.3	103.0
Среднемесячная заработная плата	101.1	101.6	102.3	102.5
Реальные располагаемые доходы населения	100.6	101.4	102.6	102.7
Экспорт товаров, млрд. долл.	424	413	412	410
Импорт товаров, млрд. долл.	267	285	305	325
Торговый баланс, млрд. долл.	157	127	107	85
Цена на нефть марки Urals, долл. за баррель	63	60	58	56

Приложение Б. О ценах на нефть и валютном курсе»

Поправки в бюджет объясняются в основном сложившейся динамикой сырьевого рынка и валютного курса. В январе-мае 2019 г. наблюдалась более благоприятная, чем предполагалось ранее, конъюнктура на мировых сырьевых рынках. Однако в июне цены на нефть упали, и сохраняются предпосылки к их снижению во втором полугодии.

Рисунок Б1. Мировые цены на нефть и валютный курс



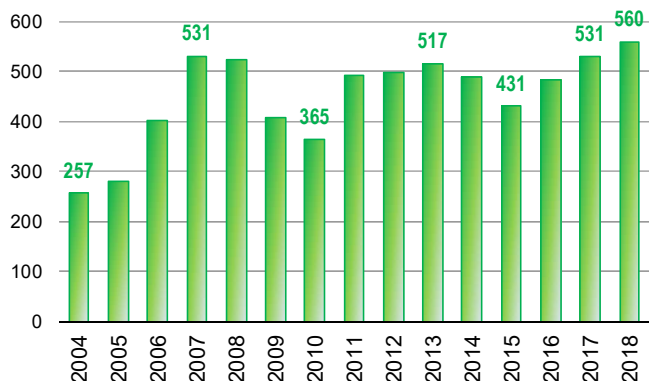
Текущие высокие цены на нефть обусловлены преимущественно сокращением добычи нефти странами ОПЕК+ в рамках соглашения о снижении добычи. При этом более динамичное, чем предполагает соглашение, снижение поставок из Саудовской Аравии в совокупности с перебоями предложения из ряда нефтедобывающих стран (Венесуэла и Иран) позволили компенсировать прирост добычи нефти в США. Тем не менее, наблюдаемые высокие цены на нефть имеют существенные предпосылки к снижению²⁹. Учитывая указанные тренды, Минфин России при подготовке поправок к Закону о Бюджете сохранил траекторию цены на нефть в 2019 г. без изменений на уровне 63.4 доллара за баррель.

²⁹ Хотя текущее соглашение ОПЕК+ продлено после встречи 1-2 июля, что будет продолжать поддерживать нефтяные цены, в США во второй половине года будут введены дополнительные трубопроводные мощности, что должно снять инфраструктурные ограничения по транспортировке нефти, которые ранее сдерживали рост добычи сланцевой нефти.

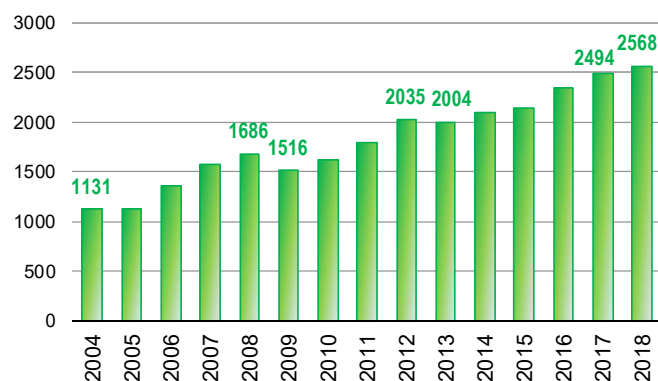
Приложение В. Динамика инвестиций в основной капитал по отраслям

Отрасли-лидеры по инвестиционной активности в 2017-2018 гг.

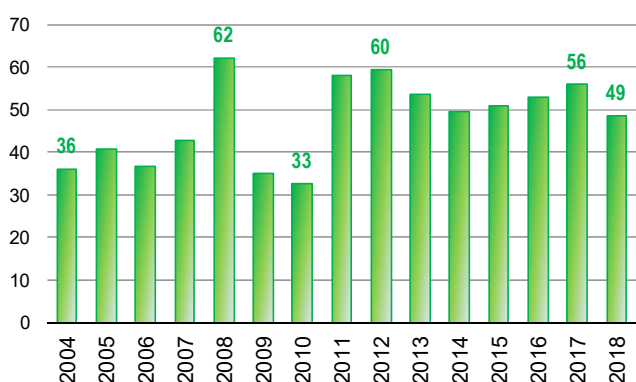
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство



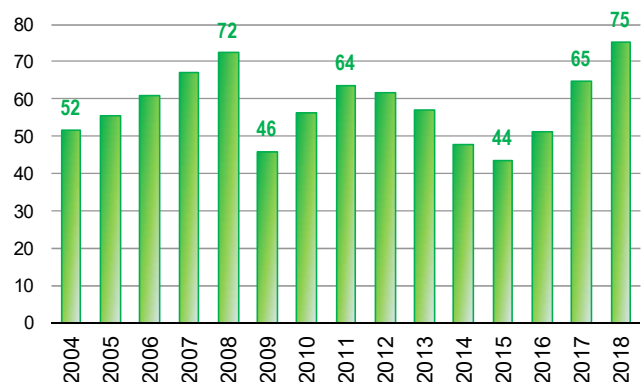
Добыча полезных ископаемых



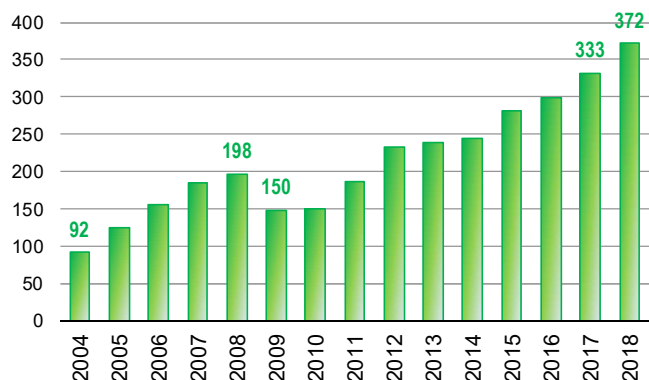
Обработка древесины и производство изделий из дерева



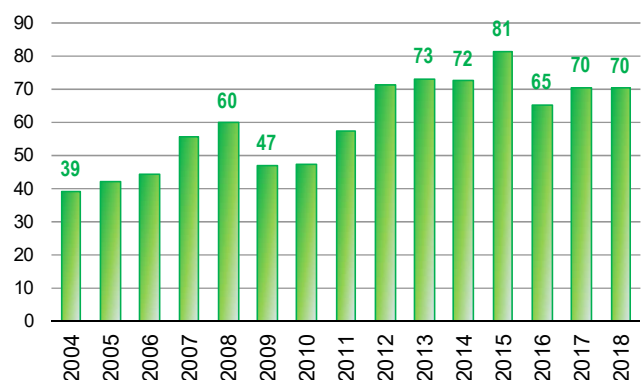
Целлюлозно-бумажное пр-во, полиграфия



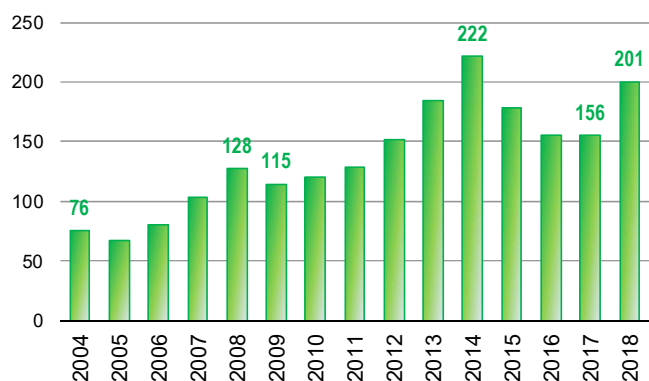
Химическое производство



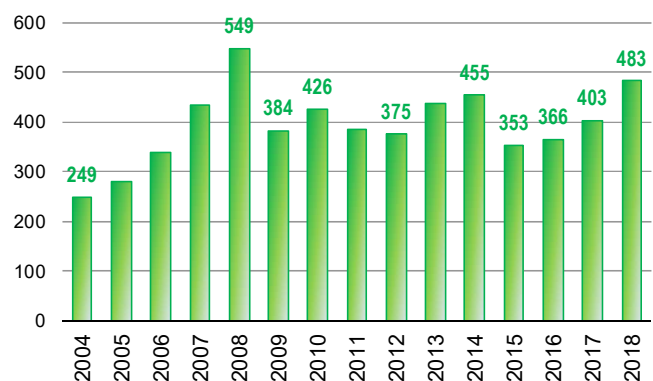
Производство электро- и оптического оборудования



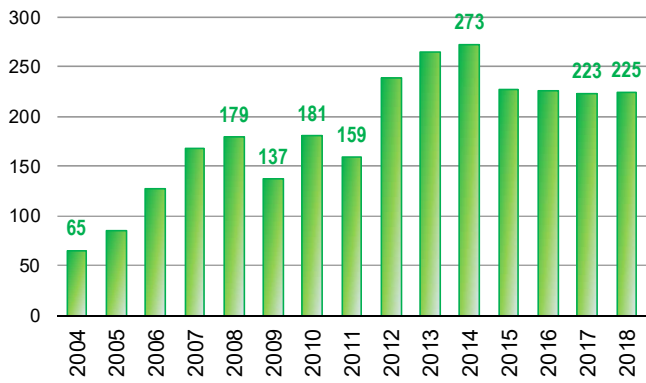
Производство транспортных средств и оборудования



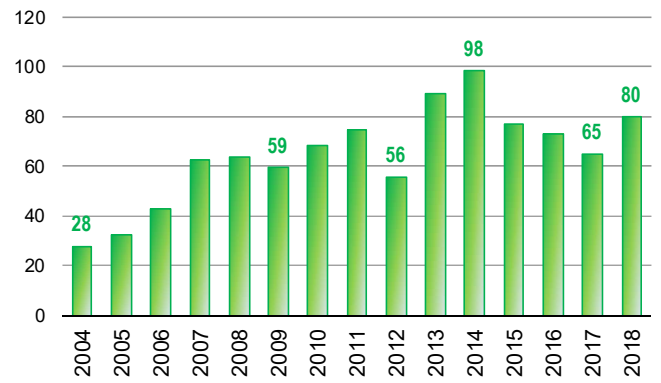
Строительство



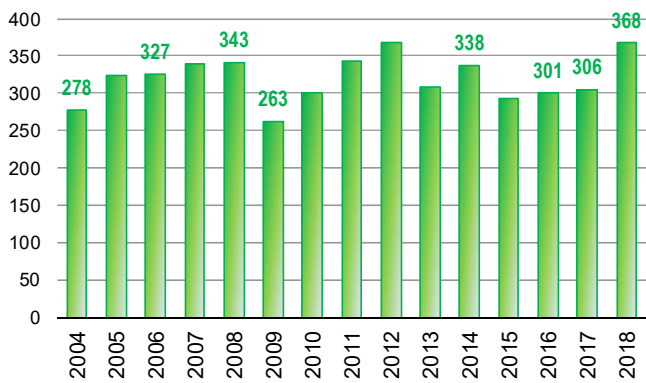
Розничная торговля



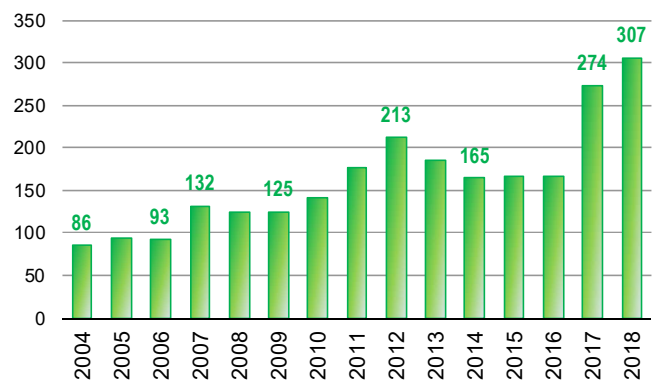
Гостиницы и рестораны



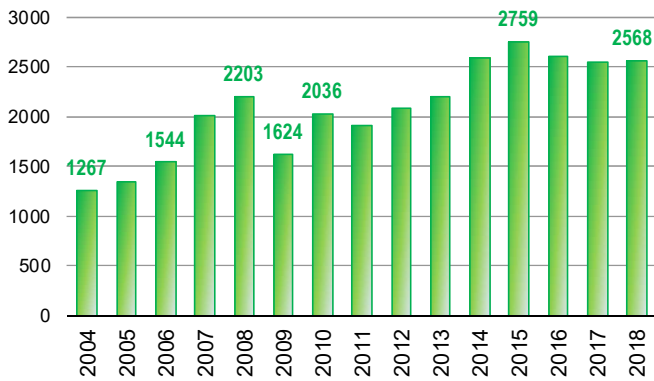
Связь и ИКТ



Финансовая деятельность

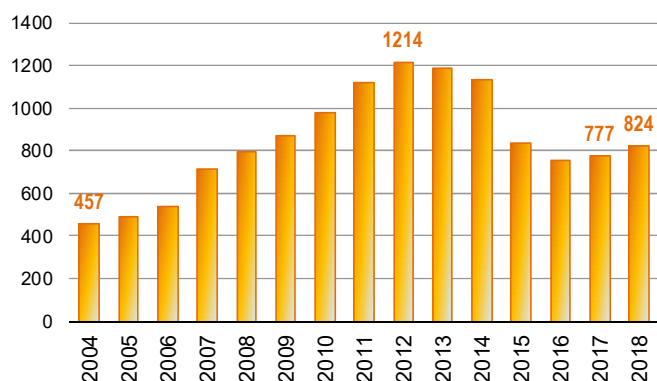


Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг

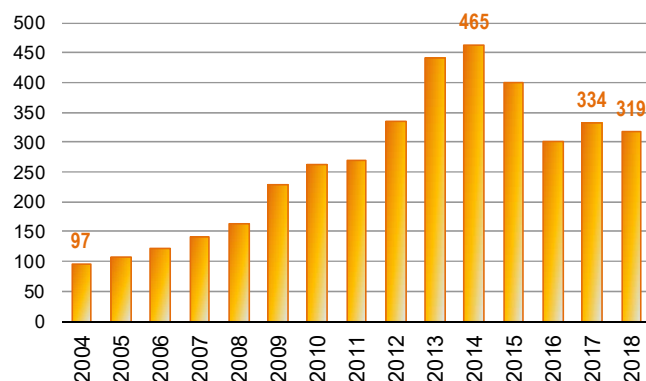


Отрасли на нижней фазе инвестиционной активности в 2017-2018 гг.

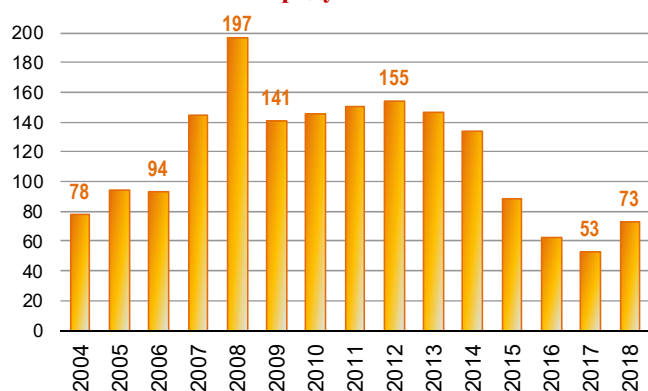
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды



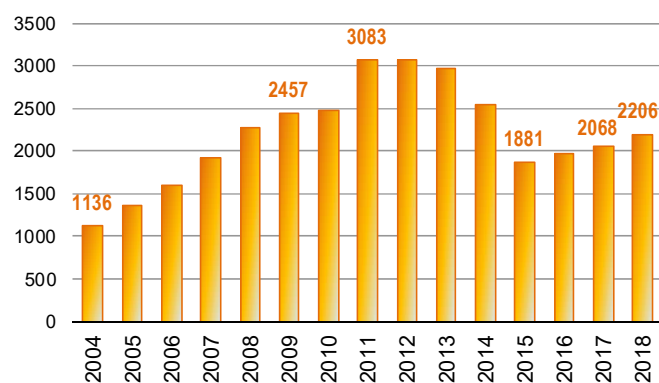
Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов



Производство прочих неметаллических минеральных продуктов

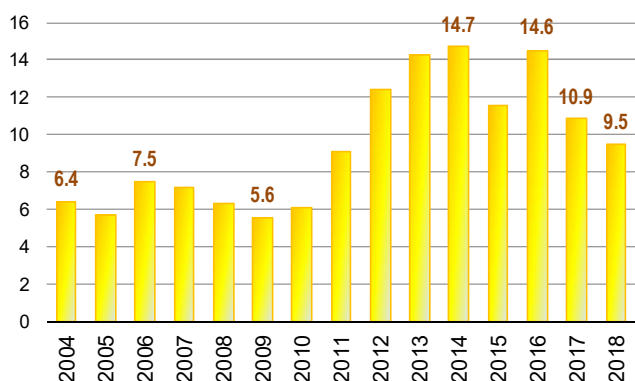


Транспорт

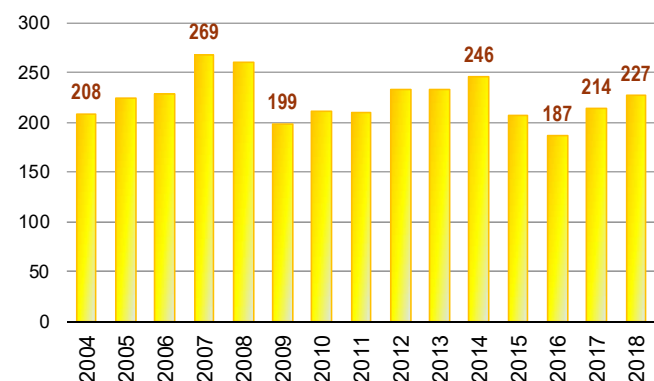


Отрасли-средняки

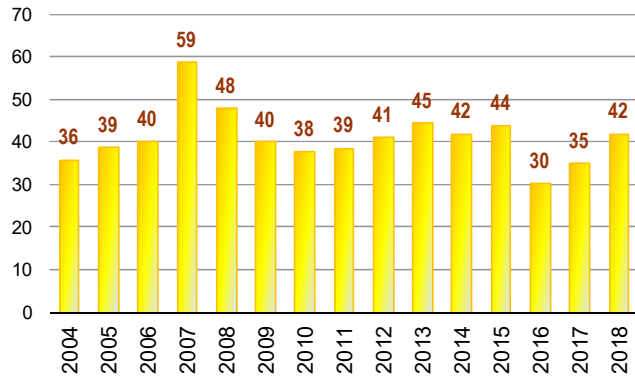
Рыболовство, рыбоводство



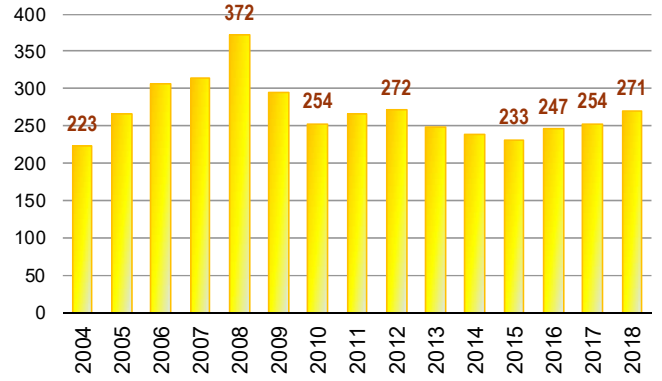
Производство пищевых продуктов, напитков, табака



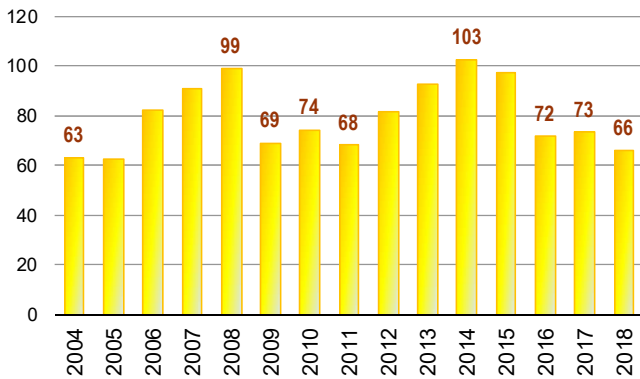
Производство резиновых и пластмассовых изделий



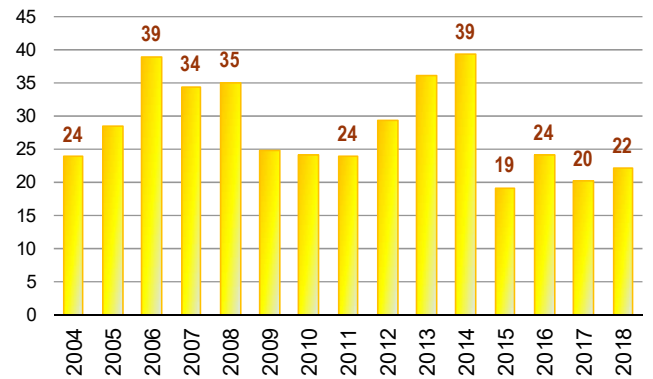
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий



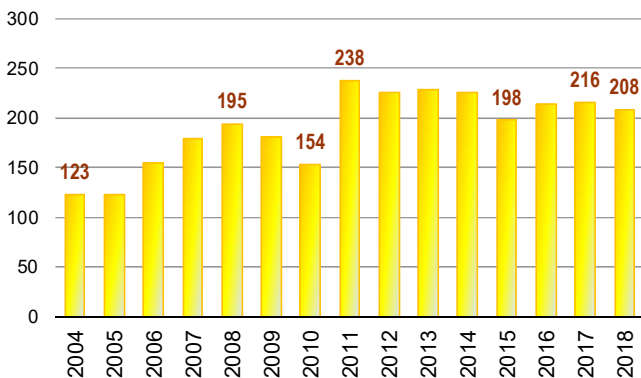
Производство машин и оборудования



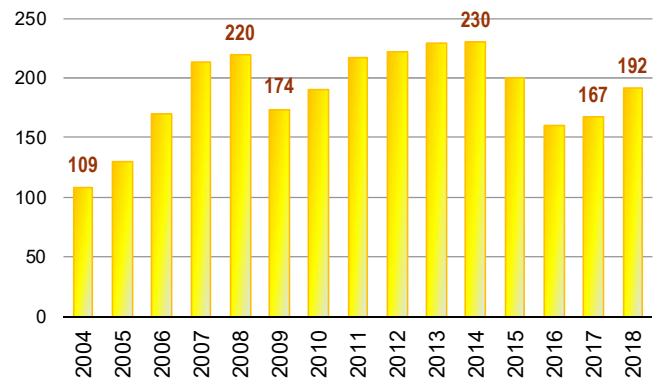
Прочие производства



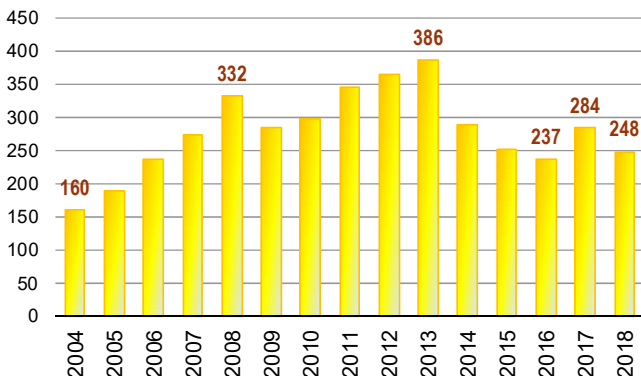
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение



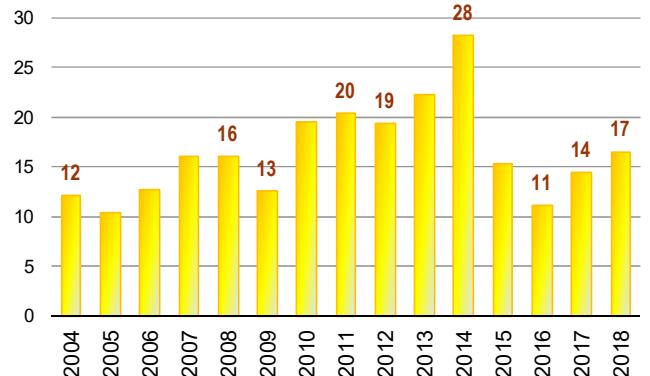
Образование



Предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг

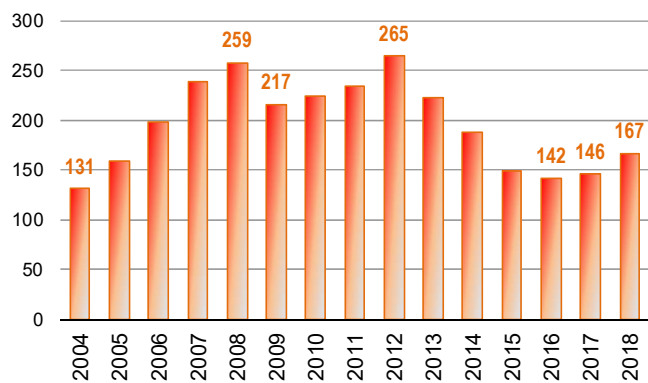


Производство одежды и обуви



Отрасли-аутсайдеры

Здравоохранение



Материал подготовили:

Руководитель направления Д. Белоусов

Руководитель направления В. Сальников

Руководитель направления О. Солнцев

Ведущий эксперт А. Гнидченко

Эксперт И. Медведев

При участии:

Ведущий эксперт Галимов Д.И.

Ведущий эксперт К. Михайленко

Ведущий эксперт Е. Сабельникова

Ведущий эксперт Р. Волков