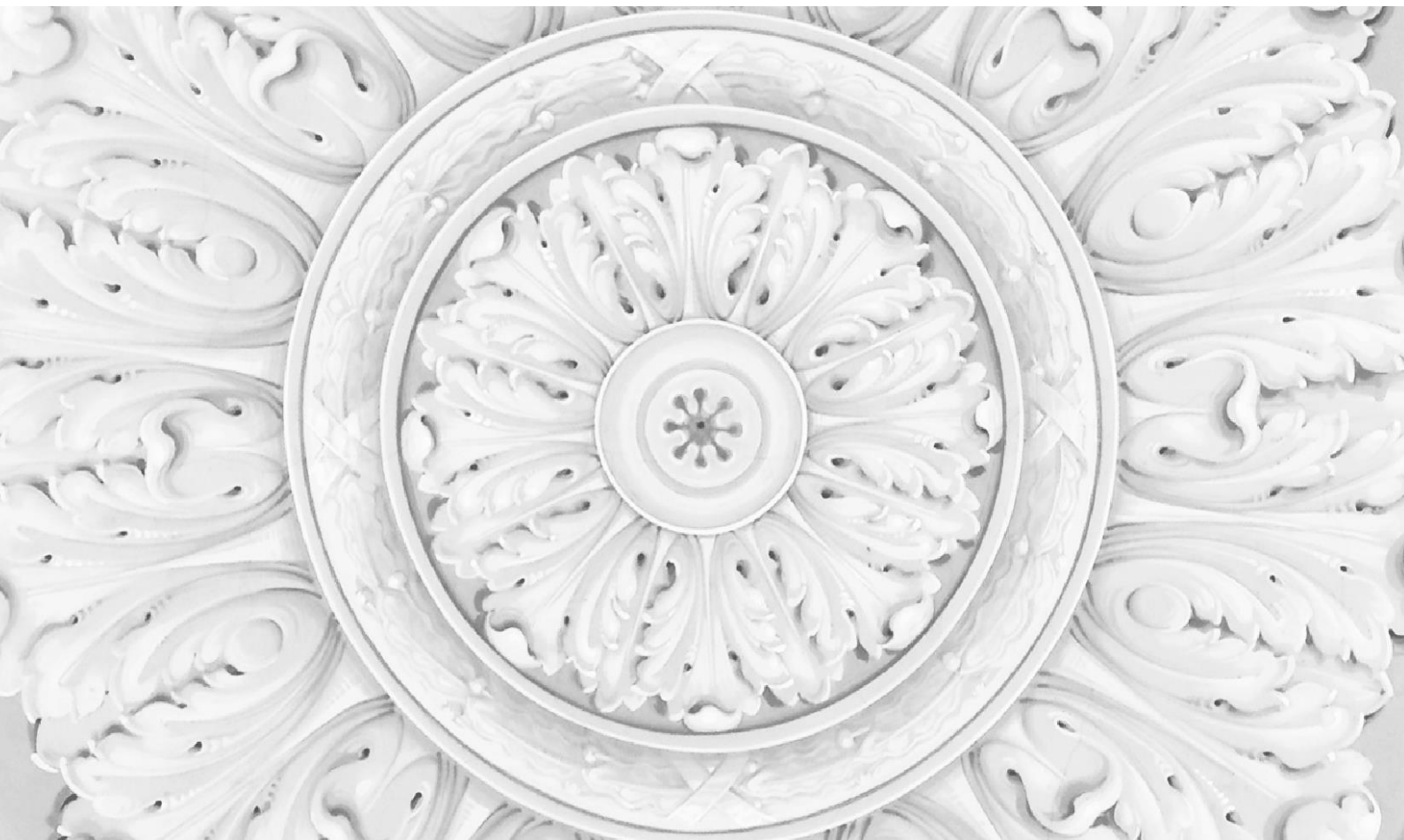




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Сентябрь 2017

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 6 (18)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 01.09.17.
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 в августе существенно замедлилась	4
1.1.2. Трендовая инфляция замедляется при сохранении среднесрочных рисков превышения целевого уровня	6
1.1.3. Консенсус-прогноз аналитиков опустился чуть ниже целевого уровня	7
1.2. Экономическая динамика	8
1.2.1. Рост ВВП ускорился до максимума с 2013 года	9
1.2.2. Промышленное производство в июле снизилось перед вероятным ростом в ближайшие месяцы	12
1.2.3. Композитный PMI: «нормализация» роста деловой активности	14
1.2.4. Реальные заработные платы на максимуме с 2014 года	17
1.2.5. Восстановление потребительской активности продолжается	18
1.2.6. Регионы с высокими доходами обеспечивают восстановление розничного товарооборота	21
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	24
1.3.1. Глобальная экономика	24
1.3.2. Всплеск волатильности в августе	29
1.3.3. Статистика США оказывает поддержку нефтяным ценам	32
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	36
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	36
2.1.1. Глобальные PMI: ускорение роста в развитых странах	36
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	37
2.2.1. Рост ВВП замедляется до потенциального уровня	37

Краткое содержание

1. Итоги

- Инфляция в июле-августе замедлилась ниже 4%. Это связано как с общим снижением инфляционного давления, так и с действием разовых факторов. Однако сохраняются риски превышения уровня цели в среднесрочной перспективе. Расширение экономической активности после сильных результатов II квартала стало постепенно сбавлять обороты, выходя на траекторию низкого, но устойчивого роста. Существующий баланс рисков говорит в пользу продолжения проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики при сохранении пространства для снижения ключевой ставки во втором полугодии 2017 года.
 - Замедление инфляции в июле-августе значительно повысило вероятность выхода на уровень, не превышающий 4% в декабре этого года, придав новый импульс снижению инфляционных ожиданий к уровню цели по инфляции. Вместе с тем, некоторые потери урожая плодоовощной продукции в этом году на фоне высоких показателей прошлого года, дальнейшее ускорение темпов роста реальных зарплат, опережающее рост производительности, а также отложенный характер переноса ослабления рубля в цены могут несколько повысить инфляционное давление в конце 2017 – 2018 годах. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к целевому значению.
 - Динамика краткосрочных показателей экономической активности и опросных показателей указывает на сохранение экономикой устойчивых темпов роста в III квартале. Растет как потребительский, так и инвестиционный спрос при улучшении потребительских настроений и постепенном снижении нормы сбережений населения до уровней, предшествующих последней рецессии.
 - Риски для стабильности финансовых рынков остаются умеренными и не являются значимым препятствием для достижения цели по инфляции. Российский рынок остается в целом устойчивым к кратковременным колебаниям внешних условий, динамике глобальных рынков и геополитическим рискам.

2. Взгляд в будущее

- Статистика по индексам PMI в августе указывает на дальнейшее ускорение роста экономической активности в крупнейших развитых странах.
- Индексная оценка ВВП свидетельствует о вероятном замедлении во втором полугодии темпов роста ВВП до уровня, близкого к потенциальному. Тем самым заканчивается фаза восстановительного экономического роста, начавшаяся в середине прошлого года после рецессии 2014-2016 годов.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Инфляция в июле-августе замедлилась вместе с поступлением на рынки запоздалого в этом году урожая плодоовощной продукции. В результате инфляция оказалась ниже целевого уровня впервые с начала инфляционного таргетирования. В свою очередь, это подстегнуло снижение инфляционных ожиданий населения. При отсутствии значительных негативных сюрпризов в декабре этого года инфляция не превысит 4%.

В то же время сохраняются риски превышения инфляцией уровня цели в среднесрочной перспективе. В данный момент риски роста инфляционного давления связаны с ускорением темпов роста потребительского спроса и пониженным уровнем переходящих на следующий год запасов плодоовощной продукции. Последнее может негативно сказаться на годовых темпах роста цен в первом полугодии 2018 года, ускорив рост инфляции до уровня несколько выше 4% в течение этого периода, а также привести к повышению инфляционных ожиданий, которые могут оказать вторичное влияние на инфляцию.

1.1.1. Инфляция в августе существенно замедлилась

- Цены в августе снизились на 0,5%, а годовая инфляция замедлилась до 3,3%, минимального исторического значения.
- Изменение потребительских цен в августе соответствует сезонно сглаженному росту цен на уровне 0,0% м/м, что ниже уровня, соответствующего целевому.
- Снижение цен на плодоовощную продукцию продолжает вносить значительный вклад в замедление инфляции, но более низкий урожай плодоовощной продукции в этом года по сравнению с 2016 годом может стать фактором ускорения инфляции в 2018 г.

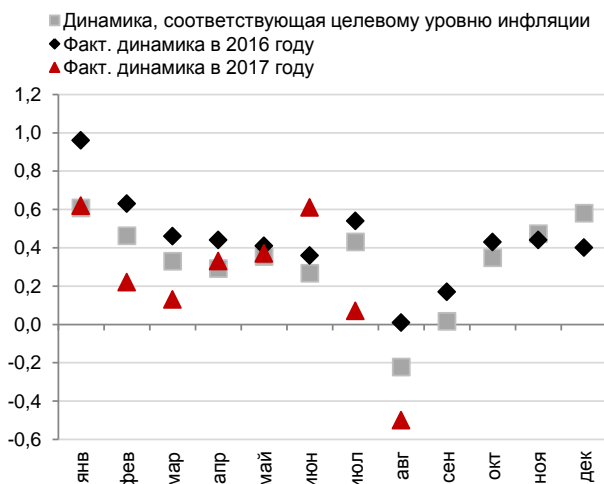
Согласно данным Росстата, цены в августе снизились на 0,5% м/м (Рисунок 1), что, по предварительным оценкам, с поправкой на сезонность соответствует около нулевому росту цен. При этом все четыре недели августа индекс потребительских цен снижался (Рисунок 2). Годовая инфляция опустилась до минимального за всю историю наблюдений уровня – 3,3%.

В августе значительный вклад в снижение индекса цен внесло сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию, которое составило 15,5% (8,9% в августе прошлого года, Рисунок 3). По состоянию на 30 августа¹ овощи были убраны с 26% посевных площадей, поэтому поступление нового урожая продолжится и цены на

¹ Информация о ходе сезонных полевых работ Минсельхоза России.

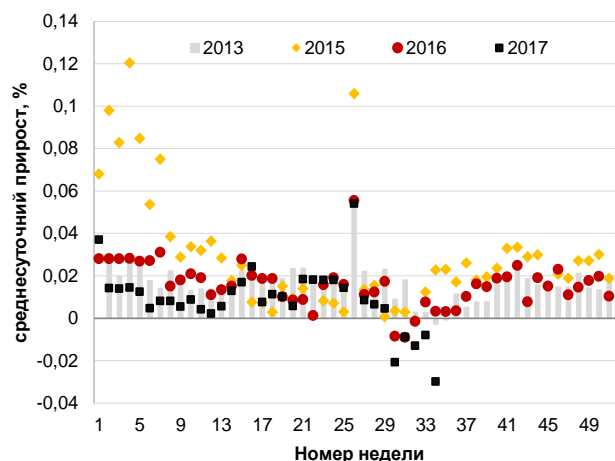
овощи будут снижаться в сентябре-начале октября. В этом году объем посевных площадей под овощи меньше, чем в прошлом на 4,5%, а оперативные данные Минсельхоза говорят о снижении урожайности на 3,6%².

Рисунок 1. Рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

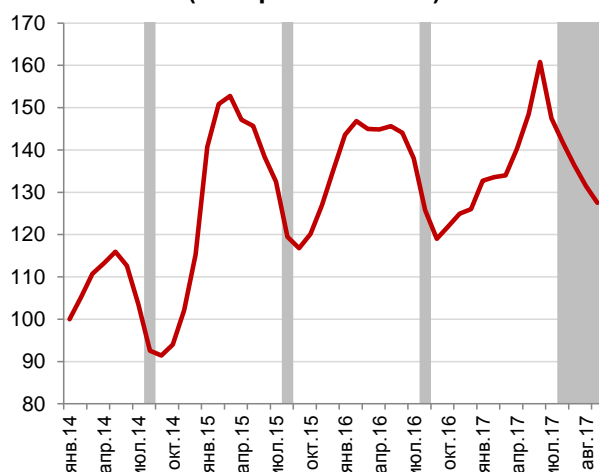
Рисунок 2. Среднесуточный рост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

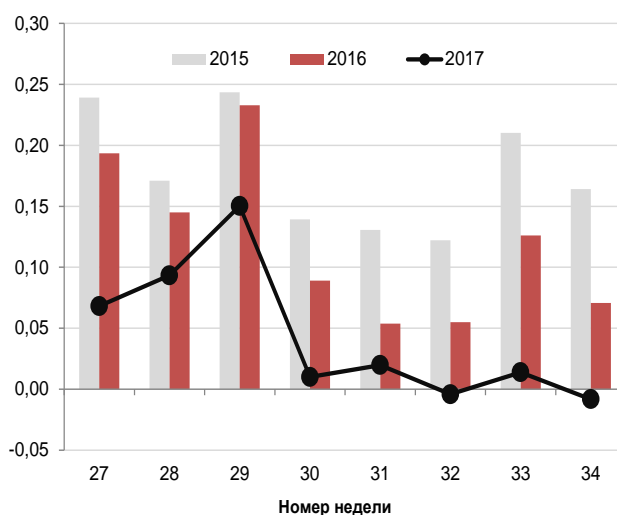
Меньший объем урожая по сравнению с прошлым годом, может привести к более значительному сезонному росту цен в конце этого – начале следующего года и ускорению годовой инфляции.

Рисунок 3. Динамика индекса цен на плодоовощную продукцию (январь 2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Рост цен недельной корзины товаров и услуг (за исключением плодоовощей), %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

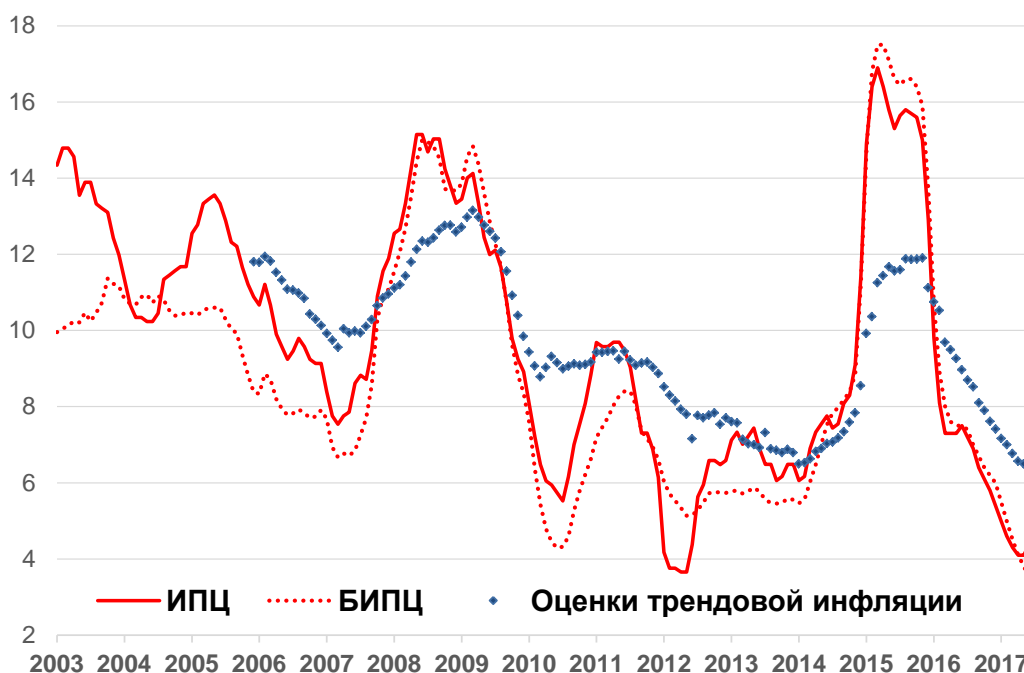
² По состоянию на 30 августа.

Низкие темпы роста цен в августе нельзя объяснить только снижением цен на плодоовощную продукцию. Пять недель подряд темпы роста корзины товаров и услуг, наблюдаемых на недельной основе³, держатся около нуля, что гораздо ниже динамики прошлых лет (Рисунок 4). Это – важный фактор, приведший к значительному замедлению годовой инфляции в августе.

1.1.2. Трендовая инфляция замедляется при сохранении среднесрочных рисков превышения целевого уровня

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в июле 2017 года снизилась до уровня 6,2% с 6,4% в июне (Рисунок 5).
- Трендовая инфляция достигла минимального значения за всю историю исследования.
- Среднесрочные риски, связанные с отклонением инфляции от целевого уровня, постепенно снижаются, но остаются смещенными вверх из-за превышения трендовой инфляцией 4%. Снижению этих рисков будет способствовать проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

Рисунок 5. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

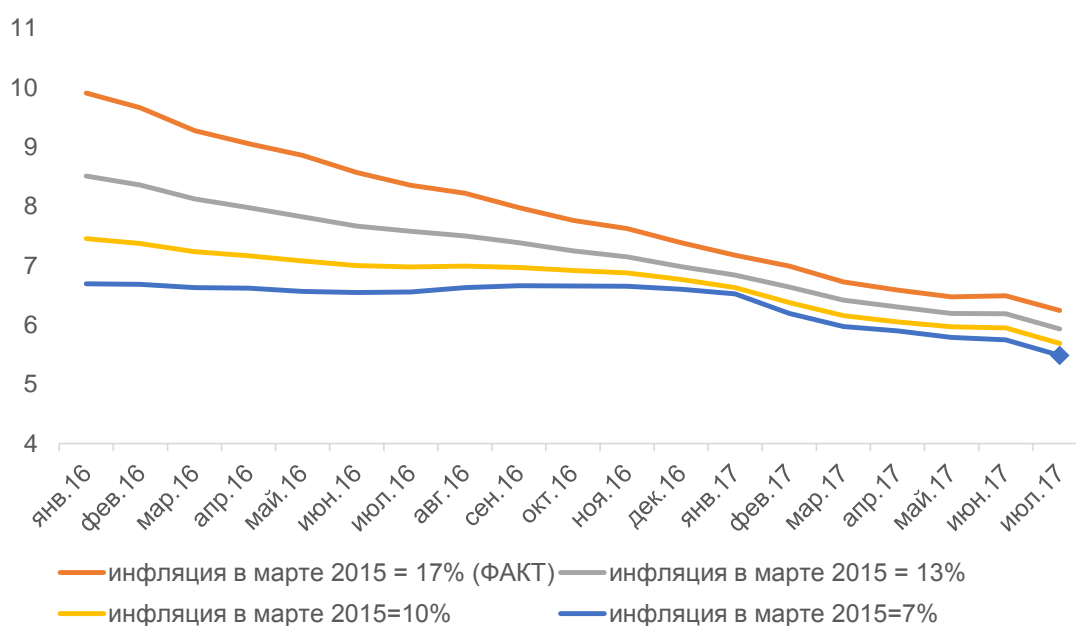
- Текущее замедление трендовой инфляции в значительной степени сдерживается инерционностью данного показателя. Для того, чтобы проиллюстрировать это, мы рассчитали оценки трендовой инфляции на текущий момент, если бы

³ Исключая плодоовощную продукцию.

проинфляционный шок конца 2014 – начала 2015 годов реализовался не полностью или не реализовался вовсе (Рисунок 6)⁴.

- Наши результаты показывают, что если бы потребительская инфляция в указанный период сохранялась на уровне 7% г/г, то к июлю 2017 года оценка трендовой инфляции снизилась бы до 5,5% (вместо текущих 6,2%).
- Таким образом, можно сделать вывод о некоторой завышенности текущих оценок трендовой инфляции. Несмотря на это, вывод о смещенности вверх среднесрочных рисков инфляции относительно уровня цели остается в силе.

Рисунок 6. Оценки трендовой инфляции при различных сценариях проинфляционного шока 2014-2015 годов, % г/г



Источник: расчеты ДИП.

1.1.3. Консенсус-прогноз аналитиков опустился чуть ниже целевого уровня

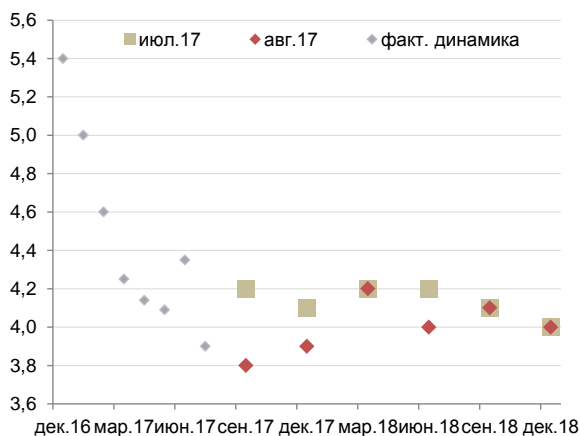
- Согласно консенсусам Bloomberg ожидания аналитиков по инфляции на конец 2017 года снизились до 3,9%. Инфляция по итогам 2018 года по-прежнему ожидается на уровне цели – 4%.
- По оценкам экспертов, сохранится умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России, без немедленной реакции на резкое замедление годовой инфляции в июле-августе.

⁴ В качестве альтернативных были выбраны сценарии с условно более низкими локальными пиками инфляции в марте 2015 года (на уровне 13 и 10% г/г соответственно), а также сценарий с постоянной инфляцией в годовом выражении (7% г/г, т.е. приблизительно на уровне первого полугодия 2014 года).

По результатам августовского опроса Bloomberg, аналитики снизили ожидания по инфляции на конец 2017 года до 3,9% (Рисунок 7), что немного ниже целевого уровня Банка России. Основной причиной пересмотра стало резкое замедление инфляции в июле-августе, что повлияло и на значения конца года. Прогноз на конец 2018 года остался на уровне 4%.

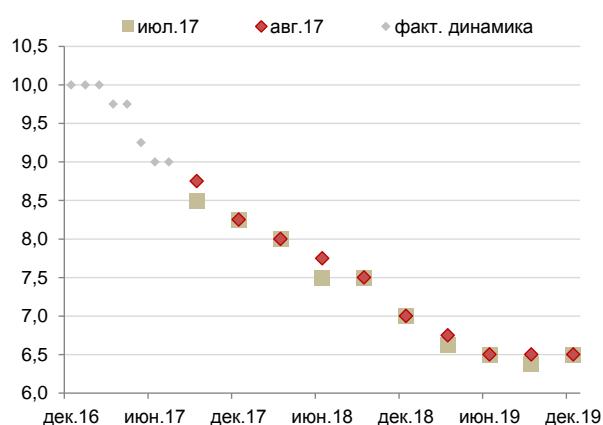
Ожидания по динамике ключевой ставки не претерпели больших изменений (Рисунок 8). Аналитики по-прежнему ожидают сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики и приближения ключевой ставки к уровню 6,5% только к середине 2019 года. Отсутствие значительных изменений в ожидаемой динамике ключевой ставки указывает на то, что аналитическое сообщество воспринимает текущее замедление инфляции до уровня ниже целевого значения как временное и не ждет какой-либо немедленной реакции на него от Банка России.

Рисунок 7. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 8. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых



Источник: Bloomberg Finance L.P.

1.2. Экономическая динамика

Динамика краткосрочных показателей экономической активности и опросных показателей указывает на сохранение устойчивого роста экономики в III квартале. Подъем производственной активности характеризуется все большей устойчивостью и наблюдается в отраслях как потребительского, так и инвестиционного спроса. При этом восстановление внутреннего спроса опережает темпы роста производства, позволяя говорить о позитивных краткосрочных перспективах для роста производственной активности.

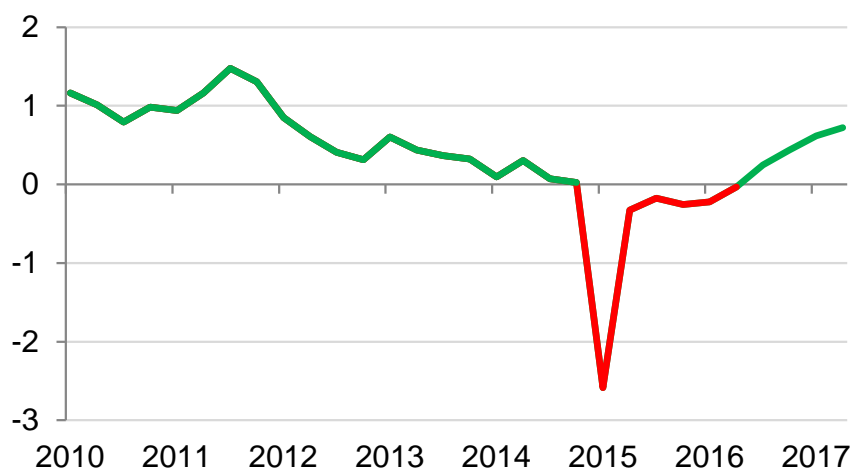
Текущая экономическая динамика свидетельствует о постепенном завершении процесса адаптации экономики к последствиям негативных внешних шоков и

завершении восстановительной фазы экономического цикла после рецессии. Потенциал для сохранения набранных темпов роста ограничен структурными факторами, в том числе на рынке труда.

1.2.1. Рост ВВП ускорился до максимума с 2013 года

- Предварительная оценка роста ВВП за II квартал составила 2,5% г/г. Это максимальный рост экономики в годовом выражении с 2013 года.
- По нашим оценкам, указанному темпу роста ВВП соответствует сезонно сглаженный квартальный темп роста в 0,7% во II квартале 2017 года (Рисунок 9).
- Этот результат несколько лучше нашей предыдущей оценки прироста ВВП с поправкой на сезонность (0,5–0,6% к/к SA).

Рисунок 9. Динамика ВВП в постоянных ценах
(сезонность устранена), % к/к



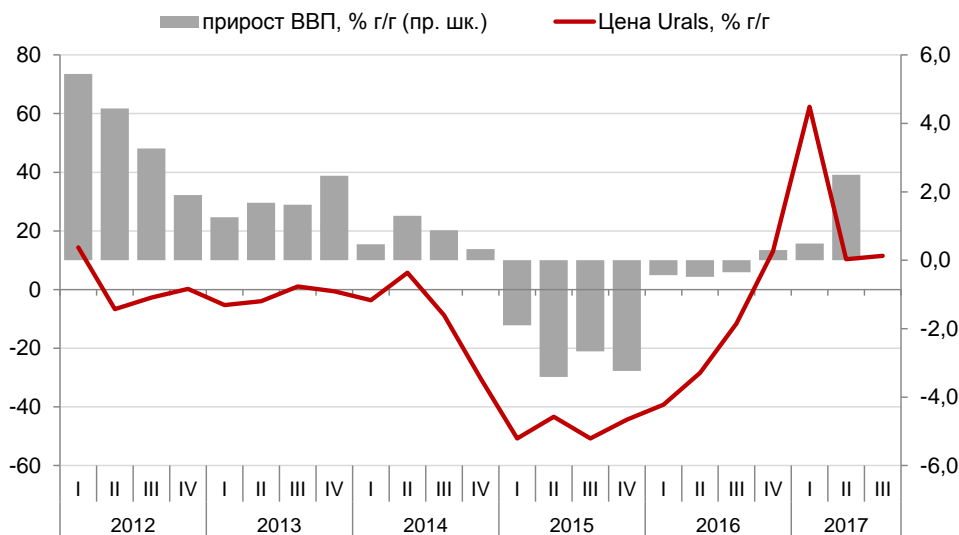
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

- Следует отметить, что оценки сезонно сглаженных темпов роста ВВП за прошлые периоды были пересмотрены за счет добавления новой точки. Так, мы повысили сезонно сглаженную оценку прироста ВВП за I квартал 2017 с 0,3 до 0,6% к/к⁵.
- При этом скорректированные оценки сезонно сглаженного роста ВВП остаются предварительными. В частности, они основаны на том, что Росстатом при формировании итоговой цифры за II квартал 2,5% г/г не производился пересмотр квартальной динамики ВВП на ретроспективе.

⁵ Пересмотры коснулись и II–IV кварталов 2016 года: за II квартал оценка сезонно сглаженного роста была уточнена с 0,1 до 0,0% к/к, за III квартал – с 0,1 до 0,2% к/к, за IV квартал – с 0,3 до 0,4% к/к. В результате возобновление квартального роста ВВП теперь датируется III кварталом 2016 года.

- Несмотря на то, что российская экономика вышла на траекторию медленного, но устойчивого роста в условиях «новой нормы», ускорение темпов роста ВВП в начале 2017 года может в значительной степени объясняться отложенным эффектом от роста нефтяных цен в конце 2016 – начале 2017 года (Рисунок 10).

Рисунок 10. Динамика цены на нефть и ВВП в постоянных ценах*



Источники: Bloomberg Finance L.P., Росстат, расчеты Банка России.

* Для III квартала 2017 года цена Urals – предварительная оценка с учетом текущей динамики.

- Если в течение второго полугодия 2017 года экономика сохранит аннуализированные темпы роста (с поправкой на сезонность) вблизи 1,5%⁶, то прирост ВВП в течение III–IV кварталов 2017 года не опустится ниже достигнутой на данный момент отметки в 2,5% г/г. Следует отметить, однако, что указанная оценка справедлива только в случае отсутствия пересмотров Росстатом вверх прироста ВВП в конце 2016 – начале 2017 года.
- В описанных выше условиях рост ВВП по итогам 2017 года должен оказаться на уровне около 2,0%⁷. Из них, по приблизительным оценкам, 1,5 п.п. придется на потенциальный рост, около 0,3 п.п. будет объясняться динамикой цен на нефть и оставшиеся 0,2 п.п. или чуть выше – закрытием отрицательного разрыва выпуска (подробнее см. бокс «Об отложенном влиянии цен на нефть на ВВП и оценке вклада различных факторов в ВВП в 2017 году»).

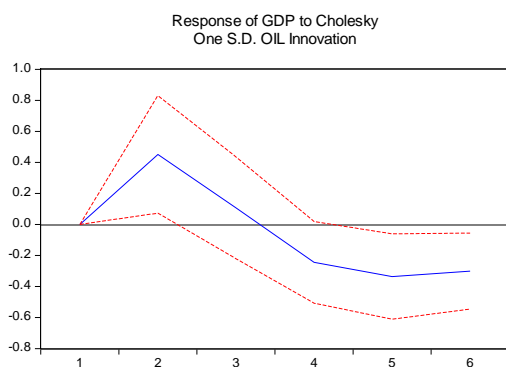
⁶ См. А. Сиянков, А. Ройтман, С. Селезнев. [Динамика потенциального ВВП России после нефтяного шока: роль сильного изменения относительных цен и структурных жесткостей](#).

⁷ В силу сделанных выше оговорок (связанных в том числе с особенностями сезонности в динамике ВВП, возможными ее пересмотрами на ретроспективе, неопределенностью будущих внешних условий) данное значение следует интерпретировать как ориентир для проводимой нами далее оценки вкладов различных факторов в экономический рост по итогам 2017 года, а не как прогноз.

Об отложенном влиянии цен на нефть на ВВП и оценке вклада различных факторов в ВВП в 2017 году

Если обратиться к простым эконометрическим оценкам, то тест причинности по Грэнджеру указывает на значимое отложенное влияние цен на нефть на ВВП России в среднем в течение одного – максимум двух кварталов. Результаты по VAR-модели также говорят о статистически значимом положительном отклике ВВП на цену Urals в пределах двух кварталов с момента шока (Рисунок 11). При этом простая парная регрессия темпов прироста ВВП на нефтяные цены с лагом один квартал дает достаточно устойчивую оценку линейного коэффициента в размере **0,01** (Рисунок 11, Рисунок 12). Это означает, например, что годовой темп прироста цен на нефть в предыдущем квартале на 10% при прочих равных условиях дает прибавку к годовому приросту ВВП в следующем квартале приблизительно на 0,1 процентного пункта.

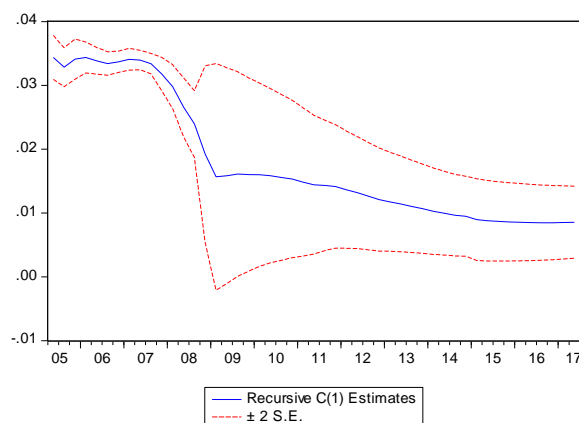
Рисунок 11. Отклик ВВП на шок цен на нефть в стандартной VAR-модели приведенной формы для России*



Источники: расчеты ДИП.

*Оценка модели проведена на выборке начинающей с I квартала 2005 года по II квартал 2017 года.

Рисунок 12. Рекурсивные оценки линейного коэффициента в регрессии темпов прироста ВВП на темпы прироста цен на нефть с лагом один квартал



Источник: расчеты ДИП.

Если цены на нефть до конца 2017 года останутся на текущем уровне, то годовые темпы прироста ВВП не должны опуститься в среднем ниже 2,5% г/г в течение III-IV кварталов 2017 года. Так, выше нами была приведена оценка прироста ВВП в III квартале 2016 года, составляющая +0,2% к/к SA, которая в аннуализированном выражении ниже приведенной оценки потенциального роста в годовом выражении (1,5%).

Таким образом, при сохранении потенциальных темпов роста и стабильной нефти прибавку к ВВП в III квартале 2017 года в терминах «год-к-году» даст эффект низкой базы 2016 года. Прирост ВВП в IV квартале 2016 года (0,4% к/к SA) в аннуализированном выражении близок к уровню в

1,5%, поэтому эффект базы при прочих равных условиях здесь будет незначительным. При этом риски, связанные с потерей урожая из-за холодной погоды, на фоне приведенных цифр, по нашим оценкам, выглядят достаточно умеренными – их реализация предположительно даст негативный эффект в размере не более 0,1–0,15 п.п., что сопоставимо с положительным влиянием на годовой рост эффекта низкой базы в III квартале 2016 года. Таким образом, в указанных условиях, а также при предположении об отсутствии последующих пересмотров Росстатом вверх динамики ВВП во втором полугодии 2016 года прирост ВВП за 2017 год в целом должен составить около **2,0%**:

$$2,0 = \frac{0,5+2,5+2,5+2,5}{4}$$

Итак, из предполагаемых более **2,0%** прироста ВВП в 2017 году **1,5 п.п.** придется на **потенциальный рост**. Приблизительная оценка **вклада цен на нефть** с учетом эластичности ВВП по нефти в размере **0,01** и отложенного влияния нефти на ВВП в среднем на горизонте одного квартала составит:

Оценка годовых темпов прироста
цен на нефть Urals
с IV квартала 2016 года
по III квартал 2017 года
включительно

$$\frac{0,01 \times (13 + 62 + 10 + 12)}{4} = \sim 0,3 \text{ процентного пункта.}$$

Соответственно, остаток (**0,2 п.п.** или чуть выше) можно отнести на закрытие незначительного отрицательного **разрыва выпуска**, образовавшегося после 2014 года.

1.2.2. Промышленное производство в июле снизилось перед вероятным ростом в ближайшие месяцы

- В июле промышленное производство сократилось на 1,1% м/м по оценке Росстата и на 0,6% м/м по оценке ДИП после устранения сезонности.
- Наибольшее снижение выпуска характерно для обрабатывающей промышленности, в которой годовые темпы роста также стали отрицательными...
- ..из-за продолжающегося падения производства строительных материалов и окончания государственных программ, поддержавших выпуск машин и оборудования.
- Индексы PMI обрабатывающих отраслей указывают на высокую вероятность возобновления роста промышленности в ближайшие месяцы.

По итогам июля было зафиксировано снижение промышленного производства, которое, вероятно, носит временный характер. По оценкам Росстата с поправкой на сезонный и календарный факторы объем выпуска промышленности сократился на 1,1% м/м. Годовые темпы роста при этом замедлились с 3,5 до 1,1% г/г.

Оценки ДИП указывают на более умеренное снижение: -0,6% м/м⁸. Отметим, что снижение выпуска было характерно для всех секторов промышленности, но в наибольшей степени затронуло обрабатывающую промышленность. Выпуск отрасли сократился на -0,7% м/м и -0,8% г/г. Помимо негативного эффекта от продолжающегося относительно прошлого года падения производства строительных материалов (кирпич, цемент, строительные блоки) на динамику обрабатывающей промышленности отрицательно повлияло прекращение госзакупок, которые оказывали поддержку отрасли во II квартале 2017 года, и общее снижение производства транспортных средств, компьютеров и электрического оборудования. Так выпуск автобусов в июле сократился на 39% г/г, грузовых автомобилей – на 10% г/г. Вместе с тем стоит отметить значительный рост производства подсолнечного масла (+43% г/г) и круп (+51% г/г). Несмотря на то, что к началу августа уборочная компания значительно отставала от прошлого года (по объему скошенных площадей), рост урожайности отчасти компенсировал этот разрыв. Для подсолнечника весомую роль сыграл и значительный рост посевных площадей, а его урожай в 2017 году может стать рекордным за весь постсоветский период. Ослабление курса рубля повысило экспортную конкурентоспособность сельхозпроизводителей.

Снижение в добыче оказалось менее значительным: -0,4% м/м. Замедление темпов роста добычи нефти (+2,9% г/г в мае, +2% г/г в июне и +1,6% г/г в июле) компенсируют сохраняющиеся высокими темпы роста добычи газа (+18,2% г/г) на фоне сильного внешнего спроса, а также угля (+7,8% г/г). Динамика добывающих отраслей в последние годы выглядит гораздо позитивнее динамики промышленности в целом (Рисунок 30).

Темпы роста в секторе обеспечения электроэнергией, газом и паром и секторе водоснабжения также снизились – на 0,3–0,4% м/м.

В целом июльская и отчасти июньская статистика промышленного производства выглядит ожидаемой коррекцией после «сильной» статистики апреля–мая, которая оказалась существенно лучше, чем предполагалось сложившимся восходящим трендом (Рисунок 30). Кроме того, июльское снижение выпуска в промышленности и переход обрабатывающей промышленности к отрицательным темпам роста не соответствовали динамике индексов PMI обрабатывающих отраслей (подробнее – см. подраздел 1.2.3. Композитный PMI: «нормализация» роста деловой активности). Сдержанное повышение объемов производства при сокращении запасов готовой продукции и увеличении объемов незавершенного производства создало запас для роста объемов производства среди компаний обрабатывающей промышленно-

⁸ Здесь и далее оценки %м/м – оценки ДИП с учетом сезонного и календарного факторов.

сти. Такая динамика сулит разворот к росту динамики обрабатывающей промышленности в ближайшие месяцы.

Таким образом, после июльской коррекции промышленность, скорее всего, вернется на траекторию медленного роста.

Рисунок 13. Динамика промышленности*, % (январь 2013 = 100%)



* С поправкой на сезонный и календарный факторы

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

1.2.3. Композитный PMI: «нормализация» роста деловой активности

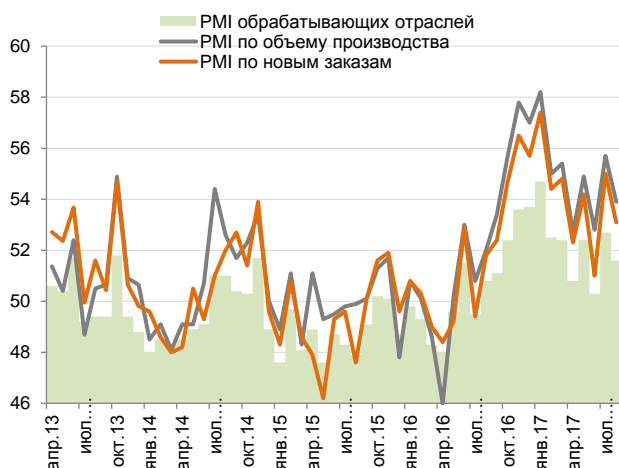
- Рост деловой активности в экономике в целом ожидаемо замедлился до уровня, который представляется «нормальным», устойчивым.
- PMI-индекс в обрабатывающем секторе в августе снизился до 51,6пп на фоне медленного восстановления потребительского спроса.
- Увеличение производственной активности на фоне продолжающегося снижения занятости свидетельствует о признаках роста производительности труда как минимум в отдельных сегментах обработки.
- Осторожные ожидания респондентов в отношении будущих объемов производства и спроса сдерживают динамику экономической активности, одновременно делая ее более устойчивой.
- Рост деловой активности в услугах замедлился до уровней середины 2016 года, оставаясь достаточно устойчивым.

В августе индекс PMI обрабатывающих отраслей снизился с 52,7 до 51,6 п.п., указывая на стабильное, но более медленное расширение деловой активности сектора (Рисунок 14). Отметим, что текущее значение головного индекса PMI соответ-

стует его среднему уровню за историю исследования. Большинство показателей деловой активности PMI также находятся вблизи своих долгосрочных средних значений (за исключением объемов незавершенного производства, запасов сырья и закупочной активности). Судя по всему, динамика сектора возвращается к «нормальным» темпам роста, которое в отсутствии новых шоков должно привести к сохранению устойчивого и умеренного роста обрабатывающей промышленности.

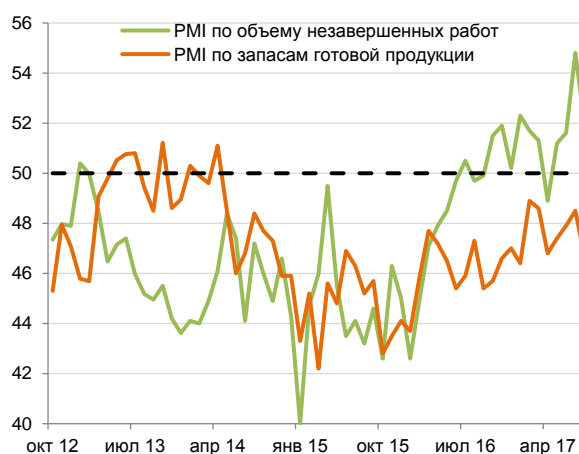
В течение последних месяцев улучшения деловой активности компании придерживались стратегии осторожного повышения объемов производства, опасаясь неустойчивости спроса на свою продукцию. В августе их оптимизм относительно перспектив роста объемов производства оказался минимальным с января 2016 года из-за медленного восстановления потребительского спроса. В последний раз более низкий уровень был зафиксирован в разгар кратковременного снижения цен Urals до уровня 30 долл. США / баррель. По всей видимости, предметом обеспокоенности компаний – участников опросов является неопределенность в отношении будущих объемов производства и спроса в связи с негативным фоном вокруг продления и ужесточения США антироссийских санкций. В своих релизах IHS Markit периодически подчеркивает, что политическая ситуация внутри страны, как и внешнеполитическая конъюнктура, рассматривается предприятиями-респондентами в качестве первоочередных факторов неопределенности.

Рисунок 14. Динамика различных индексов PMI обрабатывающих отраслей, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 15. Динамика различных индексов PMI обрабатывающих отраслей, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Сильнее снизив запасы готовой продукции (46,7 п.п. после 48,5 п.п.) и показав более медленный рост объемов производства (53,9 п.п. после 55,7 п.п.), компании обрабатывающей промышленности продолжили создавать себе запас для роста на будущее – объемы незавершенного производства продолжили расти (52 п.п. после 54,8 п.п.) (Рисунок 15). Темпы роста последнего оказались ниже июльских, но выше средних в текущей серии расширения деловой активности сектора. Таким образом, даже в случае ослабления спроса рост производственной активности сохранится в

течение некоторого времени. Это делает рост производственной активности более устойчивым.

Помимо замедления роста объемов производства, новых заказов и закупочной активности, компании отчитались о более значительном по сравнению с июлем сокращении занятости (48,9 п.п. после 49,3 п.п.). В сочетании с ростом выпуска это говорит о росте производительности труда, по крайней мере, на уровне краткосрочных данных в отдельных отраслях. Это может смягчить возможные инфляционные последствия, связанные с перспективами обострения конкуренции среди компаний за рабочую силу на фоне сохраняющейся жесткости на рынке труда.

Обращает на себя внимание стабилизация экспортных заказов: PMI-индекс вплотную приблизился к точке, отделяющей снижение от роста, составив 49,4 пп в августе и 49,7 пп в июле. Стабилизация экспорта может быть связана с ослаблением рубля за последние месяцы. Однако говорить о предпосылках для качественного перелома среднесрочного (с конца 2013 года) тренда на снижение новых экспортных заказов пока преждевременно.

Динамика обрабатывающей промышленности в июле⁹ не соответствовала динамике индекса PMI, который 13 месяцев подряд остается выше значения 50 пп, отделяющего рост деловой активности от падения. Возможно, негативная июльская динамика была временной, вызванной сокращением производства у ряда компаний, зависящих от программ гозакупок. Кроме того, в периметр обследования IHS Markit не попадают государственные компании. Тем не менее, динамика индекса PMI в июле-августе указывает на возвращение умеренных, «нормальных» темпов роста сектора в ближайшие месяцы. Более того, если восстановление спроса продолжится более уверенными темпами в перспективе можно ожидать улучшения динамики PMI и обрабатывающей промышленности.

Что касается сектора услуг, то темпы роста деловой активности в июле замедлились до 13-месячного минимума (композитный PMI снизился до 52,6 пункта в июле с 55,5 пункта в июне), однако по-прежнему остаются вблизи долгосрочной средней обследования. Занятость и новые заказы продолжили умеренный рост, однако деловая уверенность на фоне нестабильных ожиданий в отношении будущего спроса показала снижение до минимальных значений в 2017 году. Тем не менее, указанное замедление роста деловой активности в значительной степени следует рассматривать как корректирующее после достигнутых ранее локальных максимумов, и оно соответствует невысокому, но устойчивому подъему в услугах. В пользу этого вывода говорит и наблюдающийся в секторе рост незавершенного производства, указывающий на недостаточность текущего уровня производства услуг для удовлетворения спроса.

⁹ -0,7% м/м и -0,8%г/г в июле

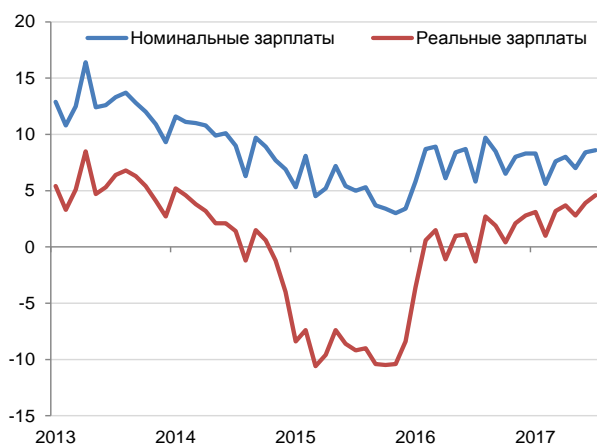
1.2.4. Реальные заработные платы на максимуме с 2014 года

- Ускорение темпов роста номинальных заработных плат в летние месяцы одновременно со снижением инфляции вывело годовой рост реальных зарплат на максимум с февраля 2014 года...
- ... это может быть сопряжено с инфляционными рисками, которые пока себя не проявили.
- Ускорение роста номинальных заработных плат наблюдается преимущественно в частном секторе, в то время как в бюджетном секторе заработные платы растут умеренными темпами.
- В июле уровень безработицы с поправкой на сезонность остался на уровне 5,3%, указывая на близость к равновесию ситуации на рынке труда.

В июле 2017 года номинальные начисленные заработные платы, по предварительным данным Росстата, выросли до 8,6 с 8,4% г/г в июне. Рост реальной заработной платы ускорился с 3,9 до 4,6% г/г, достигнув максимального значения с февраля 2014 года (Рисунок 16). Существенный рост реальных зарплат в июле объясняется преимущественно замедлением инфляции. Ускорение роста номинальных зарплат также оказало незначительное влияние на рост реальных зарплат.

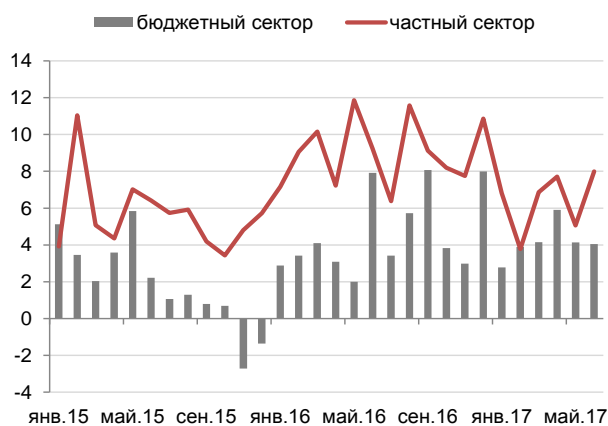
В июне рост номинальных зарплат определялся частным сектором. В частном секторе годовые темпы роста зарплат, по нашим оценкам, были в два раза выше, чем в бюджетном секторе: 8% против 4% (Рисунок 17). Такие темпы роста зарплат в частном секторе в условиях гораздо более скромного роста объемов выпуска товаров и услуг сигнализируют об увеличении инфляционных рисков.

Рисунок 16. Темп роста номинальной и реальной зарплат, %г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 17. Темп роста номинальной заработной платы в частном и бюджетном секторах, %г/г



В качестве весов были взяты замещенные рабочие места; с 2017 года расчет проводился с использованием новых весов (в связи с изменением классификации ВЭД), что могло несколько отразиться на представленных результатах.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

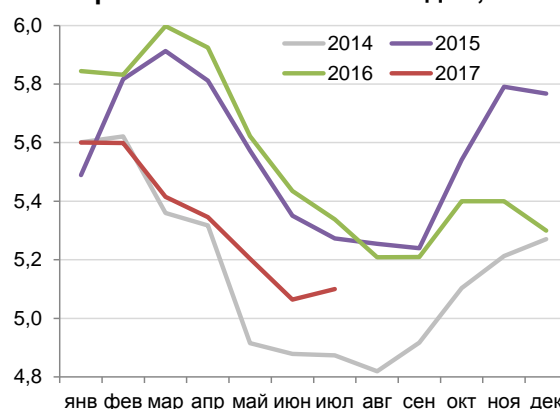
В июле 2017 года с учетом сезонной корректировки численность занятого населения увеличилась на 22 тыс человек, практически достигнув 72 млн человек. Кроме того, численность безработного населения выросла на 38 тыс человек. Уровень безработицы в июле сохранился на отметке 5,3% SA (Рисунок 18), указывая на близость к равновесию ситуации на рынке труда. С учетом благоприятной для сельского хозяйства погоды в августе можно ожидать снижения показателя безработицы.

Рисунок 18. Уровень безработицы, %.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Уровень безработицы NSA в разбивке по 2014-2017 годам, %



Источник: Росстат.

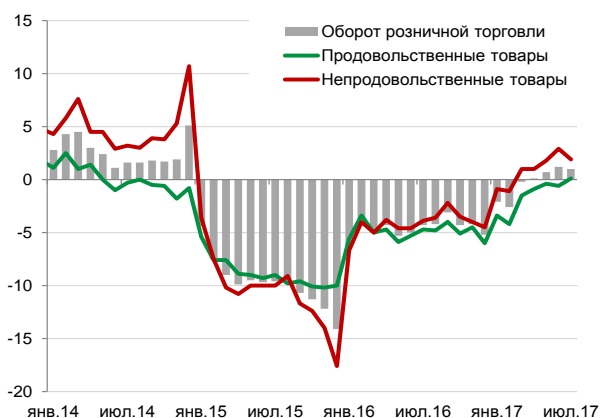
1.2.5. Восстановление потребительской активности продолжается

- Прирост розничного товарооборота в июле составил 1,0% г/г после 1,2% г/г в июне.
- С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в июле не изменился по сравнению с июнем.
- Опросные показатели указывают на продолжающееся восстановление потребительской активности на фоне роста реальных заработных плат.

Согласно данным Росстата, прирост оборота розничной торговли в июле составил 1,0% г/г, замедлившись с 1,2% г/г в июне (Рисунок 20). Прекратилось снижение розничных продаж продовольственных товаров, непрерывно продолжавшееся с июня 2014 года: прирост составил 0,1% г/г. В сегменте непродовольственных товаров пятый месяц подряд зафиксирован рост, однако его темп замедлился до 1,9% г/г (в июне – 2,9% г/г). Продолжающееся оживление товарооборота в годовом выражении сопровождалось ускорением роста реальных заработных плат – до 4,6 с 3,9% г/г в июне (с учетом пересмотра с 2,9% г/г) (Рисунок 22).

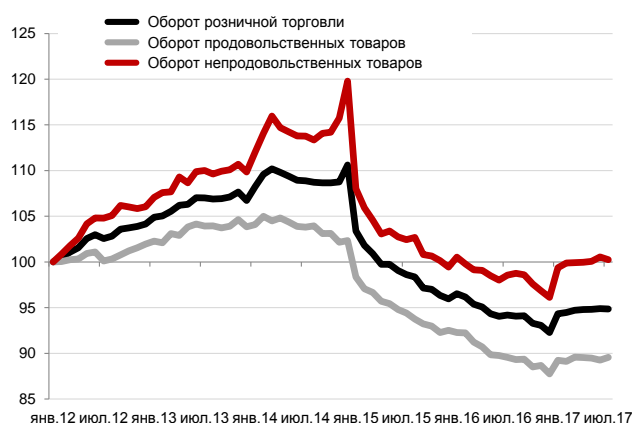
С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в июле, по нашим оценкам, остался на уровне предыдущего месяца (Рисунок 21). Рост продаж продовольственных товаров на 0,34% м/м был скомпенсирован снижением продаж непродовольственных товаров на 0,31% м/м.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Согласно результатам исследования холдинга «Ромир»¹⁰, величина реальных расходов населения на товары повседневного спроса в июле превысила значения двух предыдущих лет, но уступила значениям показателя в 2013 и 2014 годах. Годовой рост реальных расходов населения составил 4,2% (Рисунок 23).

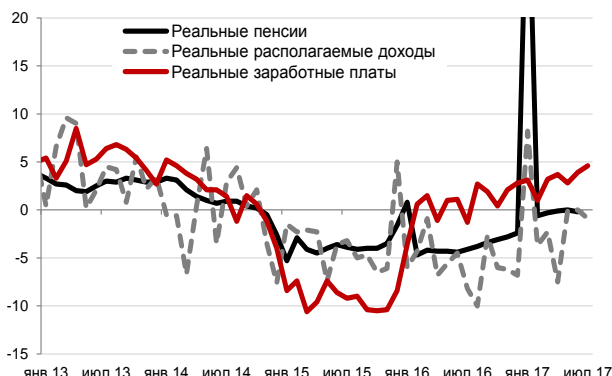
О восстановлении потребительского спроса также свидетельствует динамика индекса потребительского доверия Nielsen¹¹, который отражает настроения «онлайн-населения» и его ожидания от будущего. Во II квартале 2017 года значение индекса увеличилось на 7 п.п., продемонстрировав тенденцию к восстановлению после падения до минимального исторического значения в 2016 году (Рисунок 24). Во II квартале улучшение наблюдалось по всем трем индикаторам. Наиболее значительная положительная динамика среди трех показателей за последний год наблюдалась в отношении населения к тратам: доля респондентов, считающих текущее время благоприятным для совершения покупок, увеличилась на 7 п.п. по сравнению с IV кварталом 2016 года¹² (Рисунок 24).

¹⁰ Исследовательский холдинг «Ромир», [«Кошелек нараспашку» 08.08.2017.](#)

¹¹ Nielsen [«Первые признаки восстановления уверенности российских потребителей» 17.08.2017.](#) Индекс складывается из трех показателей: оценки потребителями перспектив на рынке труда в ближайшие 12 месяцев, уровня финансового благополучия в ближайшие 12 месяцев и готовности тратить деньги в данный момент.

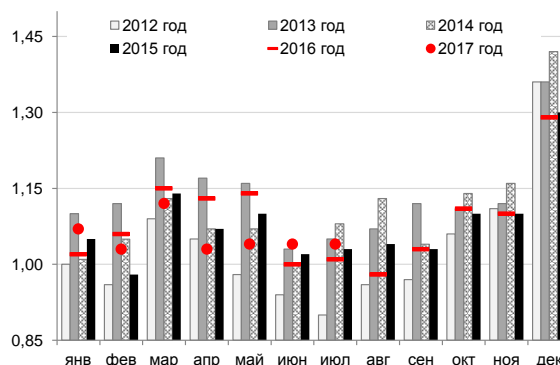
¹² Исследование не проводилось в I квартале 2017 года. Доля респондентов, имеющих позитивные ожидания от перспектив на рынке труда, выросла на 6 п.п., а тех, кто оценивает свое финансовое положение на ближайший год как «хорошее» или отличное, — на 4 процентных пункта.

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



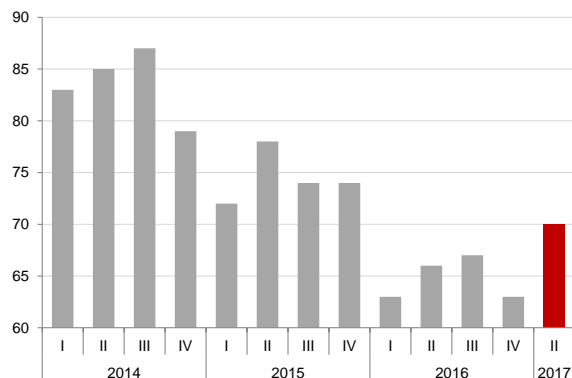
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источник: Romir Scan Panel.

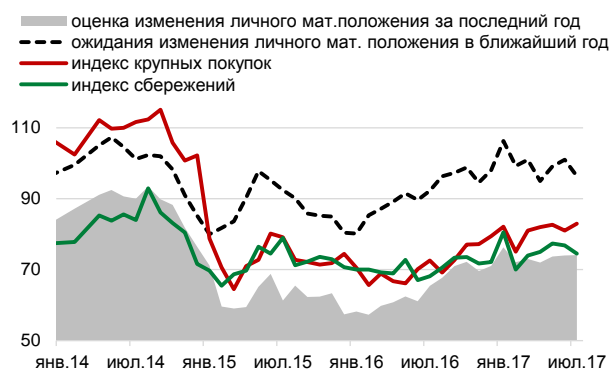
Рисунок 24. Индекс потребительского доверия*



Источник: Nielsen.

* Значение выше 100 п.п. говорит о преобладании в стране оптимистов, ниже 100 п.п. — пессимистов, а значение в 100 п.п. свидетельствует о равновесии между оптимистичными и пессимистичными ожиданиями от будущего.

Рисунок 25. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, пункты



Источник: ООО «ИНФОМ».

Потребительский спрос мог быть подкреплён продолжающимся улучшением оценок населения текущей экономической ситуации и потребительских ожиданий. Так, по данным Мониторинга социального самочувствия населения Института социального анализа и прогнозирования РАНХиГС, в июне численность тех, кто отметил улучшение экономического положения в стране, превысила 10% впервые за весь период наблюдений (с 2015 года)¹³. Эта доля выросла с 5,8% в мае до 10,7% в июне на фоне сокращения численности людей, отметивших незначительное ухудшение, и небольшого сокращения ответов о заметном ухудшении ситуации¹⁴.

¹³ РАНХиГС, [ежемесячный бюллетень «Мониторинг социально-экономического положения и самочувствия населения», август 2017 года.](#)

¹⁴ Число респондентов, ответивших, что экономическое положение в стране не изменилось выросло с 45,8% в мае до 46,7% в июне.

Согласно данным опроса о потребительских настроениях, проводимого ООО «инФОМ»¹⁵, отношение населения к крупным покупкам улучшилось на фоне некоторого ухудшения отношения к сбережениям (Рисунок 25). О восстановлении потребительской активности также свидетельствует увеличение доли тех, кто предпочел бы потратить свободные средства на приобретение дорогостоящих товаров при сокращении доли тех, кто предпочел бы их сберечь, однако число последних остается выше (34% против 54%). Это наблюдение согласуется с выводом о происходящем более быстром восстановлении розничного товарооборота в регионах с относительно более высокими доходами на душу населения (подробнее – см. подраздел 1.2.6. Регионы с высокими доходами обеспечивают восстановление розничного товарооборота).

Ускорение темпов роста реальной заработной платы позволяет ожидать дальнейшего роста потребительской активности населения в ближайшие месяцы.

1.2.6. Регионы с высокими доходами обеспечивают восстановление розничного товарооборота

- Около половины всех розничных продаж в стране приходится на 11 регионов, лидерами среди которых являются г. Москва, Московская область, г. Санкт-Петербург, Краснодарский край и Свердловская область.
- Данные регионы, как правило, имеют высокий уровень среднедушевых доходов и более развитую розничную инфраструктуру.
- Со второй половины 2016 года восстановление оборота розничной торговли в этих регионах происходит быстрее, чем в регионах с низкими доходами...
- ...в том числе из-за того, что в регионах с высокими доходами норма потребления более существенно «просела» в кризис и сейчас реализует образовавшийся потенциал к восстановлению.

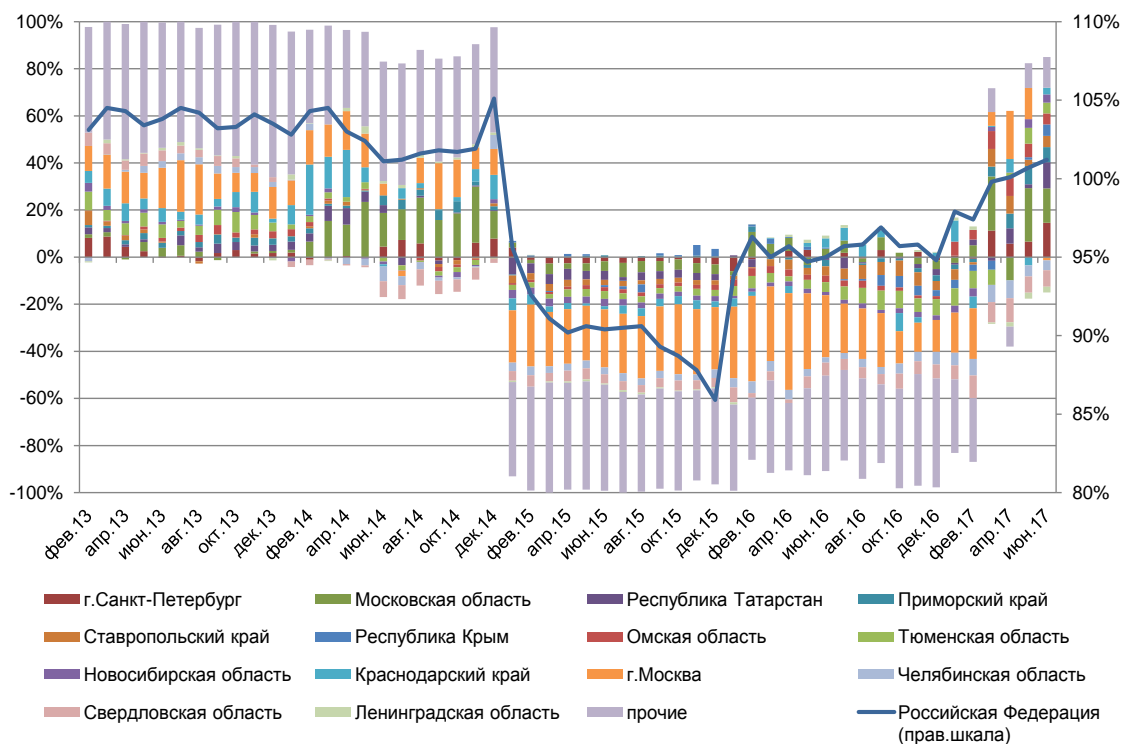
Около половины розничных продаж в стране приходится всего на 11 регионов¹⁶, лидерами среди которых являются г. Москва, Московская область, г. Санкт-Петербург, Краснодарский край и Свердловская область (Рисунок 26). Поэтому динамика розничного товарооборота в этих субъектах является определяющей для общероссийского показателя по розничной торговле. Данные регионы характеризуются высоким уровнем среднедушевых денежных доходов населения, превышающих медианное значение¹⁷ (Рисунок 27).

¹⁵ «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения», [№7, июль 2017 года](#).

¹⁶ К ним относятся г. Москва, Московская область, г. Санкт-Петербург, Краснодарский край, Свердловская область, Ростовская область, Республика Татарстан, Тюменская область, Республика Башкортостан, Нижегородская область, Самарская область.

¹⁷ Высокодоходные регионы – регионы со среднедушевым доходом выше медианного значения, низкодоходные – со среднедушевым доходом ниже медианного значения за период с 2013 по 2016 год.

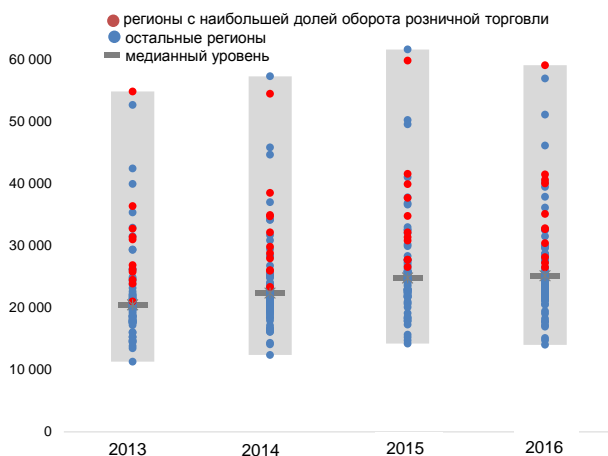
Рисунок 26. Вклад регионов в оборот розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В период спада оборота розничной торговли в 2015–2016 годах падение продаж в высокодоходных регионах было более значительным по сравнению с теми регионами, где розничная инфраструктура не столь развита (Рисунок 28). Можно предположить, что население первой группы регионов сокращало потребление за счет отказа от более дорогих товаров не первой необходимости. В то же время во второй группе, напротив, значительная часть денежных доходов стабильно шла на потребление товаров первой необходимости, которое в кризис сокращалось не так существенно. Сильнее всего на общий уровень продаж в период экономического спада повлияло их сокращение в г. Москве. Со второй половины 2016 года восстановление потребления в регионах с более высокими среднедушевыми доходами происходило быстрее.

Рисунок 27. Распределение регионов по уровню среднедушевого денежного дохода населения, рублей



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

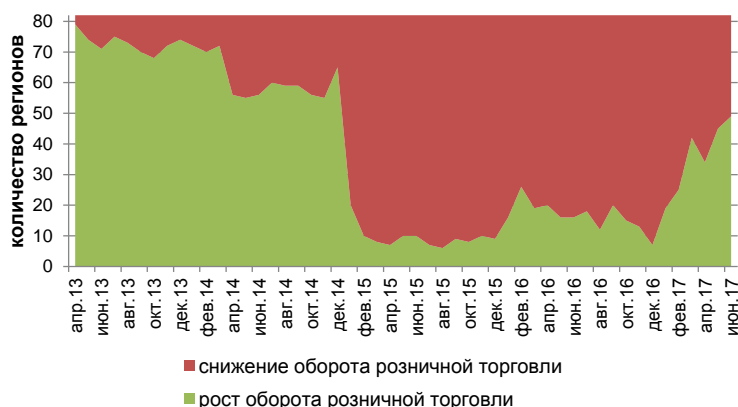
Рисунок 28. Динамика оборота розничной торговли в высокодоходных и низкодоходных регионах, %, декабрь 2011 = 100% (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Если в январе рост продаж отмечался в 19 регионах, то в июне их число выросло до 49 (Рисунок 29). Основной положительный вклад в динамику июня внесли растущие розничные продажи в г. Санкт-Петербурге, Московской области и Республике Татарстан (Рисунок 26). В Московской области наличие большого количества торговых площадей, включая гипермаркеты и рынки, обслуживающие в том числе жителей г. Москвы, позволяет региону занимать лидирующие позиции среди всех регионов. В г. Санкт-Петербурге росту продаж способствуют развитая портовая инфраструктура и растущий туристический поток. В Республике Татарстан, помимо восстановления потребительской активности в непродовольственном секторе, растет спрос на продукты питания (на 5,2% г/г). Кроме того, в июне на опережающие показатели по розничному товарообороту в этих регионах повлияло проведение в г. Казани матчей Кубка конфедераций по футболу.

Рисунок 29. Структура регионов со снижением или ростом оборота розничной торговли



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Глобальная экономика

- Второй квартал 2017 года был отмечен уверенными темпами роста экономик развитых стран. Опережающие индикаторы указывают на большую вероятность сохранения высоких темпов роста и во втором полугодии 2017 года.
- Инфляция ниже таргета ФРС США при уверенном улучшении рынка труда, вероятно, станет поводом для начала сворачивания баланса ФРС США, но в еще одно повышение ставки до конца 2017 года рынок не верит.
- Рост ВВП в странах еврозоны становится все более синхронным, что повышает вероятность запуска tapering уже осенью.
- В Китае статистика первого месяца квартала снова указывает на замедление экономического роста, но, как и в предыдущих кварталах, это может стать отчасти следствием временного ужесточения бюджетной политики.

США: уверенное улучшение ситуации на рынке труда при замедлении инфляции ставит под вопрос еще одно повышение ставки до конца 2017 года.

Рост американской экономики ускорился: с 1,2% в I квартале до 3%¹⁸ во II квартале 2017 года. Этому способствовал уверенный рост потребления, который, судя по динамике розничных продаж в июле (+0,6% м/м) и индикаторов потребительских настроений в июле-августе (вблизи максимума с 2001 года), поддержит рост ВВП на уровне чуть выше 2% г/г до конца 2017 года (Рисунок 30).

Умеренный рост экономики сопровождается уверенным улучшением ситуации на рынке труда. В июле в несельскохозяйственном секторе американской экономики было создано 209 тыс. новых рабочих мест, что оказалось заметно выше ожиданий рынка (+183 тыс.). В результате средний темп создания новых рабочих мест в последние три месяца составил 195 тыс., оказавшись выше среднего показателя 2016 года (187 тыс.). По оценкам ФРБ Сан-Франциско, текущие темпы создания новых рабочих мест вдвое превышают необходимые для абсорбирования «новых участников» рабочей силы. В результате уровень безработицы уже опустился до 4,3%, минимального показателя за последние 16 лет, и по большинству оценок находится ниже естественного уровня безработицы.

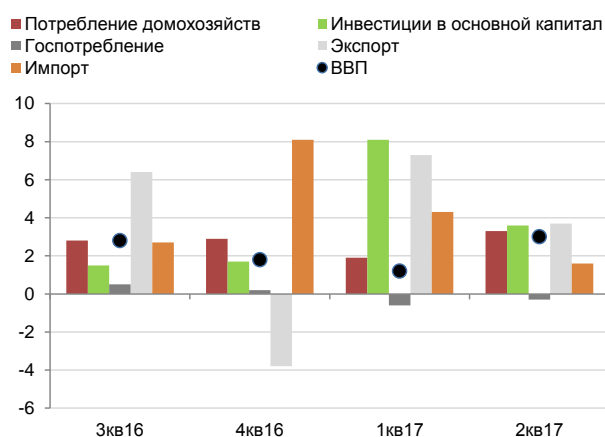
В июле замедление инфляции приостановилось: ИПЦ вырос на 0,1% м/м и 1,7% г/г; БИПЦ – на 0,1% м/м и 1,7% г/г (Рисунок 31). Кроме того, записи с июльского заседания ФРС США указали на то, что большинство членов Комитета по финансовым рынкам по-прежнему расценивали замедление инфляции как временное из-за действия ряда идиосинкратических факторов. К тому же следует помнить, что

¹⁸ SAAR – к/к в аннуализированном виде.

мандат ФРС США, помимо обеспечения ценовой стабильности, включает в себя и поддержку полной занятости, с чем сейчас нет никаких проблем. В результате от сентябрьского заседания ФРС США участники рынка ждут начала сокращения баланса ФРС США и обновления видения регулятора в отношении возможности еще одного повышения ставки до конца 2017 года. Вероятность этого участники рынка оценивают менее чем в 40%.

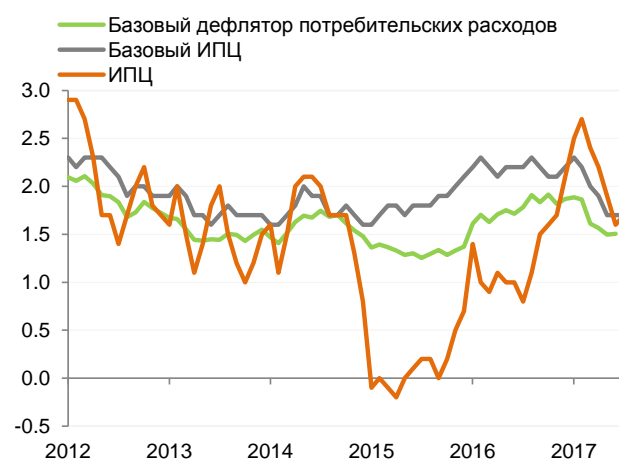
Американское правительство снова приближается к дате X – дате повышения потолка государственного долга. По текущим оценкам, министерство финансов останется без свободных денежных средств в первой половине октября. Но некоторые статьи расходов, финансируемые из федерального бюджета, могут столкнуться с отсутствием финансирования уже 1 октября. Поляризация мнений в Конгрессе и заявления Дональда Трампа о применении вето, если решение не будет предусматривать расходы на строительство стены на границе с Мексикой, вполне могут приостановить работу Правительства. Однако последний такой случай в 2013 году не оказал значимого влияния на экономику США.

Рисунок 30. Динамика ВВП и компонент по использованию, % saar



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 31. Динамика инфляции, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

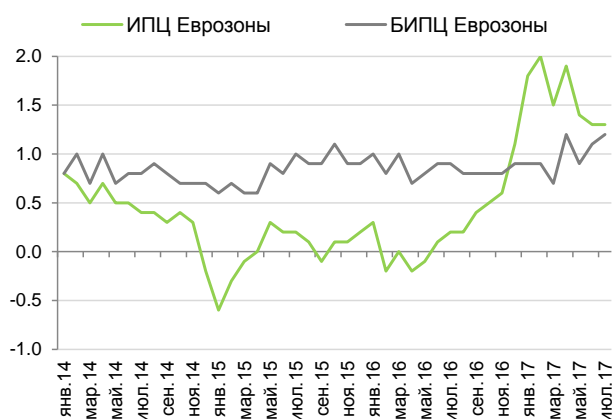
Еврозона: судьба QE решится осенью.

Совет управляющих ЕЦБ по итогам заседания 20 июля сохранил параметры проводимой денежно-кредитной политики неизменными. Однако в ходе пресс-конференции Марио Драги анонсировал переоценку проводимой денежно-кредитной политики осенью 2017 года, от которой большинство участников рынка ждут объявления о запуске tapering с начала 2018 года. Однако, вероятнее всего, оно произойдет на октябрьском заседании регулятора, а не на заседании в начале сентября, когда ЕЦБ обновит свои макроэкономические прогнозы. На это указывает ряд заявлений М. Драги в ходе пресс-конференции. Возможно, что, в отличие от ФРС США, ЕЦБ сразу огласит скорость сворачивания программы количественного смягчения.

Укрепление евро пока не оказывает негативного влияния на экономическую активность и динамику промышленности. Напротив, согласно данным PMI, новые экспортные заказы росли в августе максимальными за 6,5 лет темпами, что привело к максимальным с середины 2006 года темпам роста объема незавершенных работ. Эти тенденции поддержат восстановление рынка труда и рост промышленности. Еще одним важным свидетельством PMI стало нарастание инфляционного давления со стороны как закупочных, так и отпускных цен. Возможно, укрепление евро и здесь пока не создает дополнительных препятствий для монетарной политики регулятора.

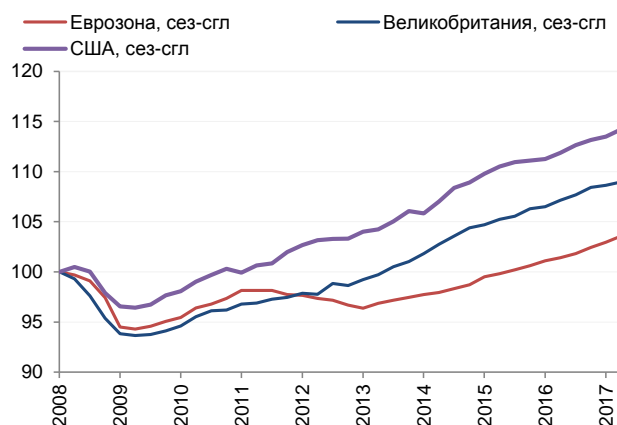
ВВП еврозоны во II квартале вырос на 0,6% к/к, сохранив высокие темпы роста I квартала. Динамика PMI в июле-августе говорит о высокой вероятности сохранения уверенного роста экономики еврозоны на уровне +0,5% к/к или выше. Хотя текущие темпы роста экономики еврозоны превышают потенциальные, ее общее посткризисное восстановление – самое медленное среди развитых стран (Рисунок 21).

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



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 33. Динамика ВВП (I кв. 2008 = 100%)



Источнику: Bloomberg Finance L.P.

Тем не менее, внутри самой еврозоны восстановление экономической активности становится все более однородным между странами «ядра» и периферии, что является важным условием нормализации денежно-кредитной политики (Рисунок 34, Рисунок 35).

Рисунок 34. Динамика безработицы и разброс ее уровней в странах еврозоны



Источник: Capital Economics.

Рисунок 35. Волатильность темпов роста ВВП в странах еврозоны



Волатильность – взвешенное стандартное отклонение годового роста ВДС среди 17 стран еврозоны (за исключением Мальты и Ирландии).

Источник: Capital Economics.

Китай: снова сильное окончание и слабое начало квартала

Как и в случае с I кварталом, Китай завершил на мажорной ноте II квартал, удержав темп роста экономики на уровне 6,9% г/г. Но снова начал последующий квартал с замедления, на что указывает статистика за июль. Рост экспорта в долларовом эквиваленте снизился до 7,2% г/г (в июне – 11,3% г/г) (Рисунок 36), что согласуется с падением темпа роста экспортных заказов в июльском PMI (Рисунок 37). Рост импорта оказался самым низким в 2017 году – 11,0% г/г (в июне – 17,2% г/г). Отчасти это следствие сезонной динамики, но с поправкой на сезонность Capital Economics также видит замедление роста внутреннего спроса. Заметно снизился рост розничных продаж и промышленного производства: до 10,4 и 6,4% г/г соответственно (в июне – 11,0 и 7,6% г/г соответственно) (Рисунок 38). Замедлился рост инвестиций в основной капитал, особенно частных (Рисунок 39).

Рисунок 36. Показатели внешней торговли Китая в эквиваленте долларов США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

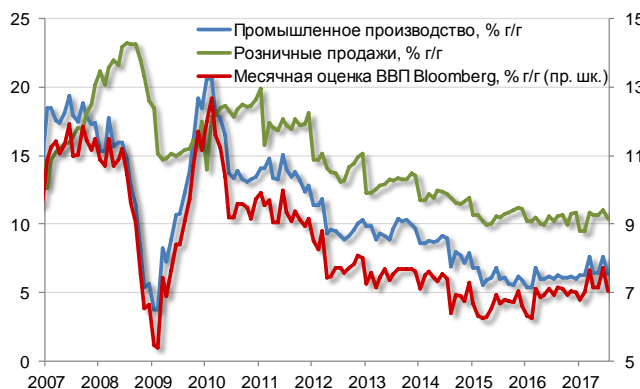
Рисунок 37. Показатели заказов в официальном PMI Китая, п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Отчасти замедление экономического роста может объясняться действием структурных факторов: аналитики ожидают, что проводимое китайскими властями ужесточение денежно-кредитной политики в рамках задачи сокращения налоговой нагрузки в экономике, а также ужесточение регулирования строительного сектора скажется на темпах роста экономики уже в текущем квартале.

Рисунок 38. Макроэкономическая динамика в Китае



Источник: Bloomberg Finance L.P.

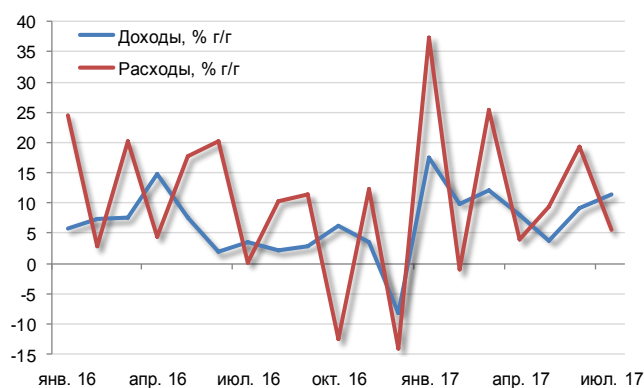
Рисунок 39. Инвестиции в основной капитал в Китае



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

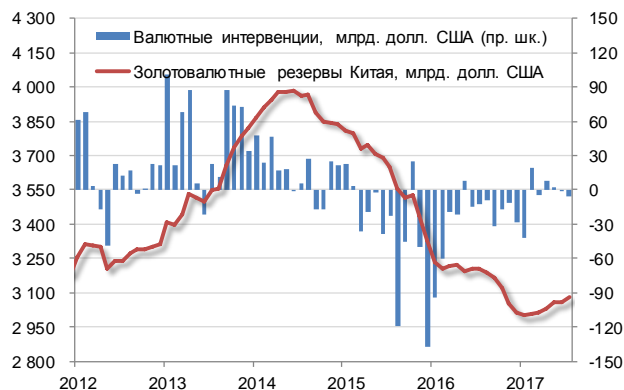
Однако отчасти замедление роста в июле можно связать с временным ужесточением бюджетной политики: рост расходов бюджетной системы упал до 5,7% г/г (в июне – 19,3% г/г), в то время как доходов увеличился до 11,4% г/г (в июне – 9,3% г/г), что сформировало заметный профицит (Рисунок 40). Подобная ситуация не редкость для начала кварталов в Китае: это оказывает давление на рост, но последующее смягчение бюджетной политики, особенно в последнем месяце квартала, скрашивает картину. Подобный циклический эффект возможен и в августе-сентябре.

Рисунок 40. Доходы и расходы бюджетной системы Китая



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Золотовалютные резервы и интервенции НБК



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

Давление со стороны оттока капитала сохраняется умеренным. По нашим оценкам, валютные интервенции Народного банка Китая (НБК) выросли в июле, но

остаются в околонулевой зоне (Рисунок 40). Рост интервенций НБК можно объяснить восстановлением интереса китайских экономических агентов к валютным активам (по данным Capital Economics), не смотря на ужесточение регулирования со стороны властей. Однако это компенсируется ростом притока иностранного капитала на фоне смягчения барьеров и улучшения экономической ситуации, а также положительным торговым сальдо. Рост обменного курса юаня как к доллару, так и корзине валют в августе мог привести к возобновлению покупки валюты НБК.

1.3.2. Всплеск волатильности в августе

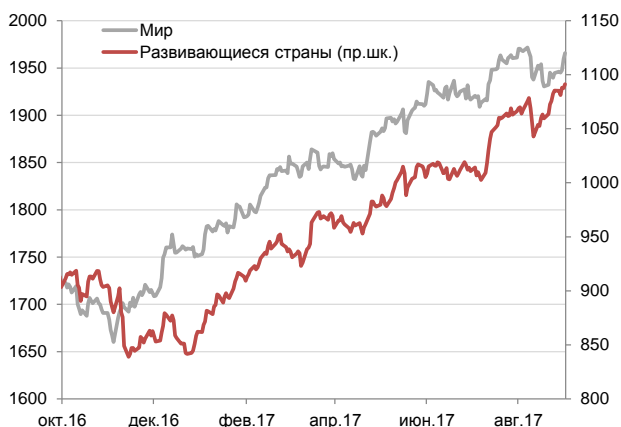
- Рост геополитической напряженности и возобновление разговоров о приближении к потолку госдолга США вызвали в августе всплеск волатильности на мировых рынках...
- ...что лишь на время остановило приток средств в активы развивающихся стран и рост рынков.
- Рубль стал лидером укрепления среди других валют развивающихся стран, а CDS-премия достигла уровней конца 2012-начала 2013 года.

Глобальные рынки

В августе на мировых финансовых рынках наблюдался всплеск волатильности и рост спроса на защитные активы из-за роста геополитической напряженности в азиатском регионе и возобновления разговоров о скором достижении потолка госдолга США и неопределенности относительно разрешения вопроса по его увеличению. Индекс VIX в середине месяца достиг максимального с ноября прошлого года значения, после чего постепенно снижался (Рисунок 44).

Снижение курса доллара (индекс DXY) к основным валютам развитых стран, начавшееся еще весной, в августе остановилось (Рисунок 43). Рост волатильности приостановил приток средств в фонды развивающихся стран, но ненадолго (Рисунок 45). Остающийся высоким спрос на активы этой группы стран привел к укреплению их валют по отношению к основным валютам развитых стран (Рисунок 43).

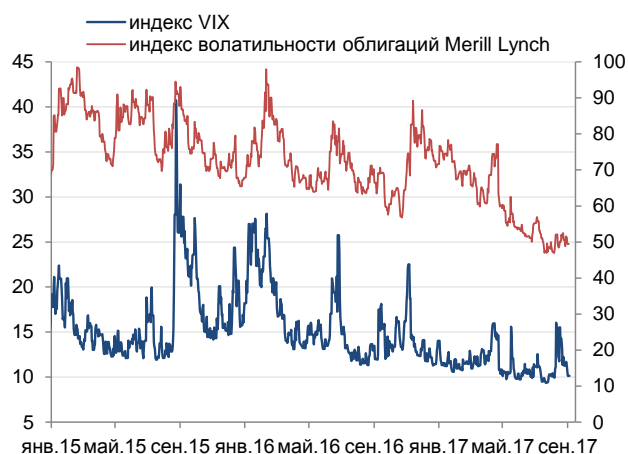
Мировой рынок акций (Рисунок 42) закончил август небольшим снижением относительно июля после девяти месяцев подряд роста. Главной причиной стало небольшое снижение индексов акций в развитых странах, при этом индексы стран развивающихся продолжили уверенный рост.

Рисунок 42. Динамика индексов акций MSCI

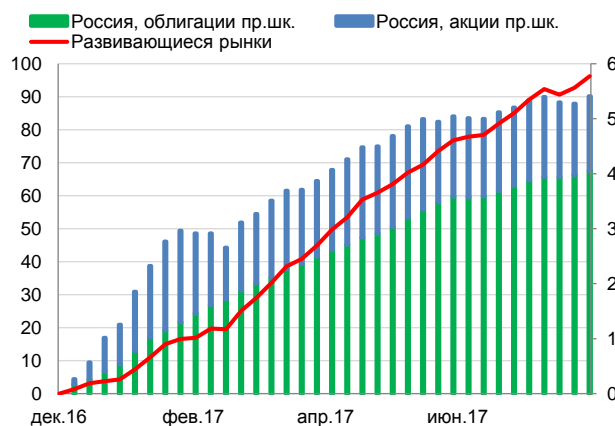
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 43. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 44. Динамика индекса волатильности VIX

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 45. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл., накопленным итогом с начала 2017 года

Источник: EPFR.

Российские рынки

Тенденции на российских рынках в целом повторяли динамику большинства развивающихся стран. По итогам августа российский рубль опередил все валюты крупных развивающихся стран и укрепился к евро и доллару на 4,5% и 5% соответственно.

Рост геополитической напряженности и рисков внешних новых финансовых ограничений пока никак не сказался на динамике российской риск-премии CDS. Она возобновила снижение после роста в первой половине лета и концу августа достигла минимального с конца 2012-начала 2013 года уровня. Это позволили доходностям по еврооблигациям, как корпоративным, так и суверенным, снизиться до минимального с июня уровня.

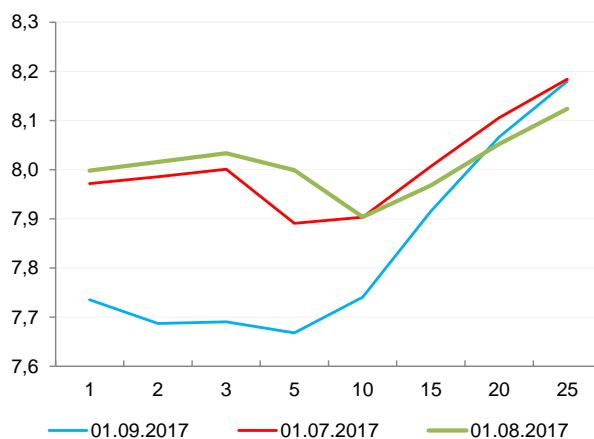
На локальном рынке облигаций также наблюдалось снижение доходностей. На кривой доходностей ОФЗ максимальное снижение произошло на коротком и среднем участках (1-5 лет), за счет чего форма кривой изменилась и на среднем и длинном участке приобрела «нормальный» положительный наклон (Рисунок 47). Главной причиной резкого снижения доходностей на коротком конце кривой, по всей видимости, стало продолжившееся замедление годовой инфляции в августе до 3,3%, что, по мнению участников рынка, повысило вероятность снижения ставок Банком России уже на ближайшем заседании в сентябре.

Рисунок 46. Динамика российский 5-летней CDS премии, б.п.



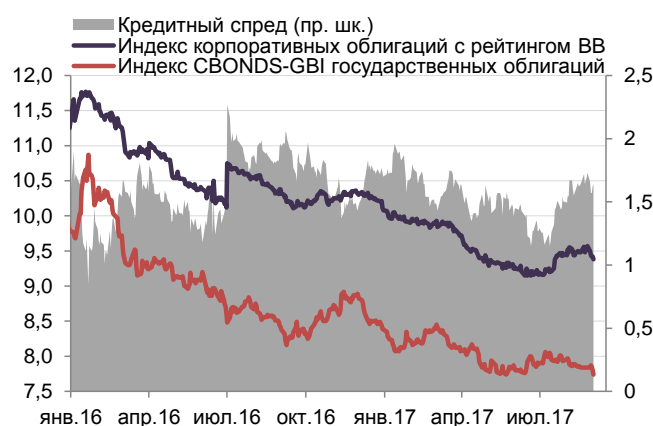
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 47. Кривая доходности ОФЗ, %



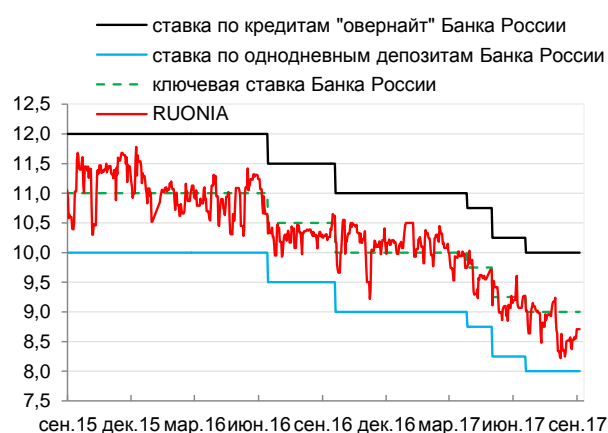
Источник: Bloomberg Finance L.P., Московская Биржа

Рисунок 48. Динамика доходностей на локальном рынке облигаций, %



Источник: Cbonds

Рисунок 49. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Статистика США оказывает поддержку нефтяным ценам

- В июле-августе поддержку нефтяным ценам оказала статистика США: активному снижению запасов способствовал высокий спрос...
- ... снижение объемов импорта, хотя и отчасти вызванное смещением поставок в другие страны...
- ... и появляющиеся признаки замедления роста добычи нефти: наблюдаемое снижение добычи на традиционных месторождениях к IV кварталу может перейти на сланцевые бассейны на фоне снижения буровой активности и эффективности добычи.
- Однако вероятность достижения цели Соглашения ОПЕК+ остается низкой, во многом из-за слабого следования стран установленным квотам: ОПЕК – 82% (с учетом Ливии и Нигерии – 21%), основных стран вне ОПЕК – около 70%.

За июль-август цены большинства товаров и металлов выросли (Рисунок 50 и Рисунок 51). Нефтяные цены повысились, но в зависимости от марки их рост сильно различался: нефть марки Brent прибавила 8%, Urals на фоне продолжающегося снижения премии к Brent в результате действия соглашения об ограничении добычи – 9%, а WTI на фоне роста дисконта к Brent в связи с продолжающимся расширением добычи – менее 1%. Индекс сырьевых товаров Bloomberg увеличился на 1%. Рост сырьевых цен в значительной мере вызван ослаблением курса доллара США: индекс DXY снизился на 3%.

**Рисунок 50. Цены на основные товары
(январь 2014 года = 100)**



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

**Рисунок 51. Цены на основные металлы
(январь 2014 года = 100)**



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

Поддержку нефтяным ценам оказывает статистика из США, имеющая в силу своей высокой частотности ключевое значение. За последние два месяца запасы нефти и нефтепродуктов активно снижаются, что превосходит ожидания Управления энергетической информации США (EIA) и прогнозы аналитиков (Рисунок 52). В значительной мере это объясняется существенной активизацией спроса со стороны

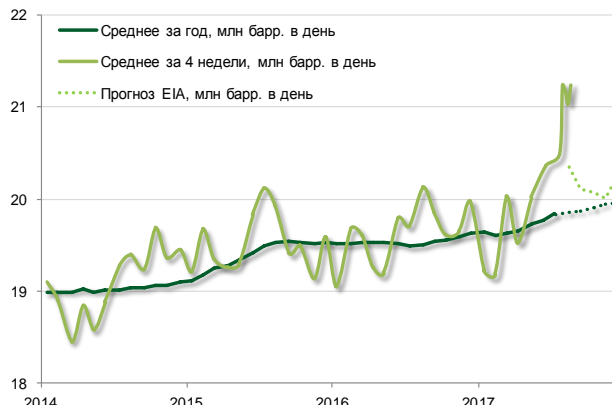
как конечных потребителей (Рисунок 53), так и нефтеперерабатывающих предприятий, загрузка мощностей которых держится возле пятилетних максимумов.

Рисунок 52. Показатели коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в США



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

Рисунок 53. Показатели потребления нефтепродуктов в США



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

Важную роль также играет сокращение объемов чистого импорта нефти. Однако данные EIA указывают на то, что отчасти это могло произойти за счет смещения поставок в другие страны ОЭСР, где наблюдается обратная динамика запасов относительно США. Кроме того, Саудовская Аравия представила планы по снижению с августа поставок нефти в США на 1 млн баррелей в день г/г, что, по всей видимости, произойдет за счет перераспределения поставок в страны, где статистика по запасам появляется менее оперативно или не публикуется вовсе. При этом Саудовская Аравия продолжает сокращать запасы нефти, тем самым смягчая последствия соглашения об ограничении добычи.

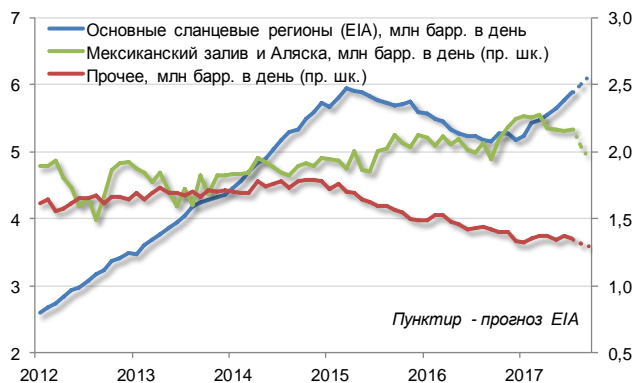
Наконец, проявляются признаки замедления роста добычи нефти в США. В последние месяцы это связано с динамикой добычи вне основных сланцевых регионов и должно получить развитие в статистике, по крайней мере за конец августа – начало сентября, из-за действия урагана Харви (Рисунок 55).

Рисунок 54. Добыча нефти и число действующих нефтяных буровых установок в США



Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA.

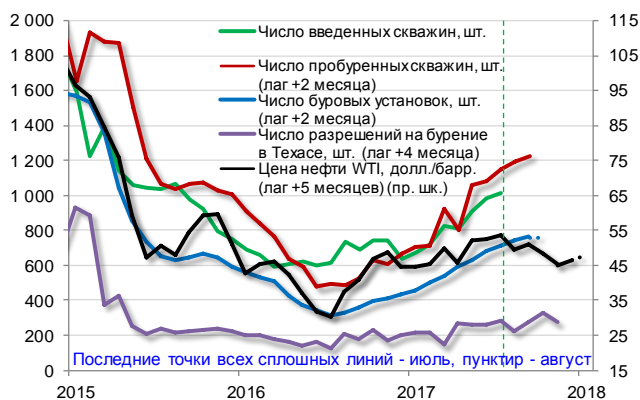
Рисунок 55. Добыча нефти в США в разбивке по основным регионам



Источники: EIA, расчеты ДИП.

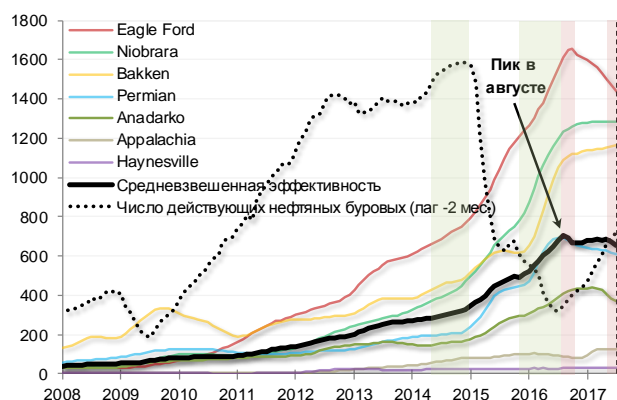
Сланцевая индустрия продолжает расширяться, и рост добычи сланцевой нефти предположительно продолжит оказывать давление на цены в ближайшие месяцы (Рисунок 55). Однако рост активности сланцевых компаний замедляется. Количество действующих буровых установок в августе начало снижаться, что, по всей видимости, превращается в тренд (Рисунок 54). Темп роста числа введенных скважин м/м сокращается во всех сланцевых бассейнах (Рисунок 56). При этом ускоряется темп снижения добычи сланцевой нефти (Рисунок 57). Можно предполагать, что в IV квартале добыча сланцевой нефти в США стабилизируется или даже несколько снизится. В дальнейшем уровень добычи также может оказаться ниже ожидаемых значений: захеджированные объемы добычи на 2018 год остаются относительно низкими. По оценкам Barclays, расходы на бурение в 2018 году в Северной Америке вырастут лишь на половину от ожидаемого по итогам 2017 года роста в 31%. В целом намечается перелом в прогнозах роста добычи нефти в США с повышательной на понижательную динамику.

Рисунок 56. Опережающие индикаторы добычи сланцевой нефти в США с оцененными лагами после шока цены нефти



Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA, Railroad Commission of Texas, расчеты ДИП.

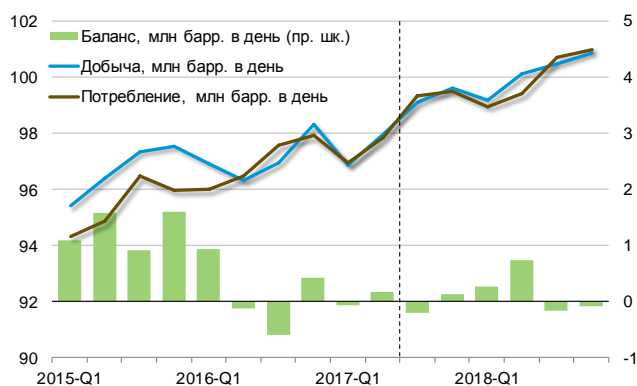
Рисунок 57. Число буровых установок и эффективность добычи нефти в бассейнах США (барр. на буровую установку)



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

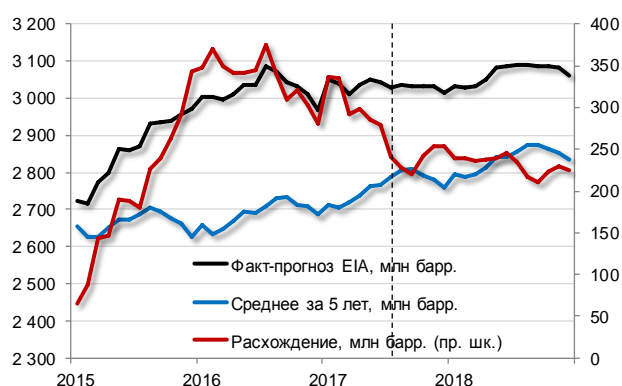
Позитивная статистика США, тем не менее, по-прежнему не позволяет ожидать достижения цели соглашения об ограничении добычи – приведения коммерческих нефтяных запасов стран ОЭСР к пятилетнему среднему уровню (Рисунок 58, Рисунок 59).

Рисунок 58. Прогноз EIA основных показателей рынка жидкого топлива



Источник: EIA.

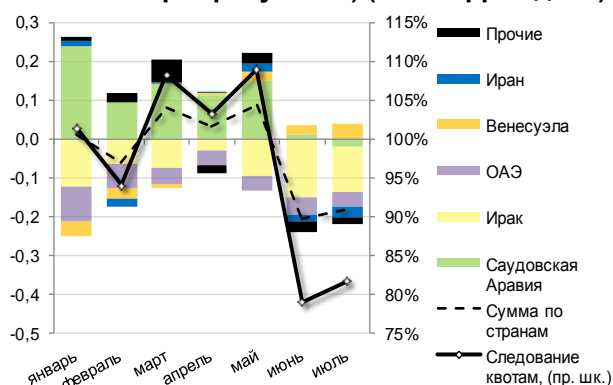
Рисунок 59. Оценки EIA динамики совокупных коммерческих запасов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

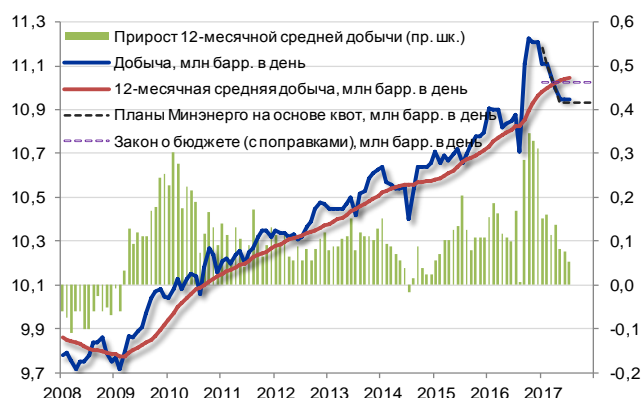
Во многом это связано с тем, что страны начинают меньше следовать установленным квотам, и также с продолжающимся восстановлением добычи в Ливии и Нигерии. По нашим расчетам на основе данных ОПЕК из вторичных источников, в июле степень следования квотам странами ОПЕК, на которые они распространены, составила 82% (Рисунок 60), а с учетом Ливии и Нигерии — лишь 21%. Следование своей квоте Россией остается близким к 100% (Рисунок 61), но участие Азербайджана, Казахстана, Мексики и Омана по-прежнему выводит на уровень около 70%, прежде всего из-за низкого следования квоте Казахстаном¹⁹. Негативное влияние на цены также оказало решение Эквадора о выходе из Соглашения ОПЕК+. Это не значительно изменит ситуацию на рынке²⁰, но создаст опасный прецедент, которому могут последовать другие страны, имеющие возможность нарастить добычу, особенно Ирак.

Рисунок 60. Отклонение добычи стран ОПЕК²¹ от своих квот ("+" показывает сокращение добычи сверх требуемого) (млн барр. в день)



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 61. Показатели добычи нефти в России



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

¹⁹ Данные Bloomberg Finance L.P. на последнюю имеющуюся дату по каждой стране.

²⁰ Эквадор в рамках квот должен сократить добычу на 0,026 млн баррелей в день относительно уровня октября 2016 года.

²¹ Учитываются страны, на которые распространены квоты (не включены Ливия и Нигерия).

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

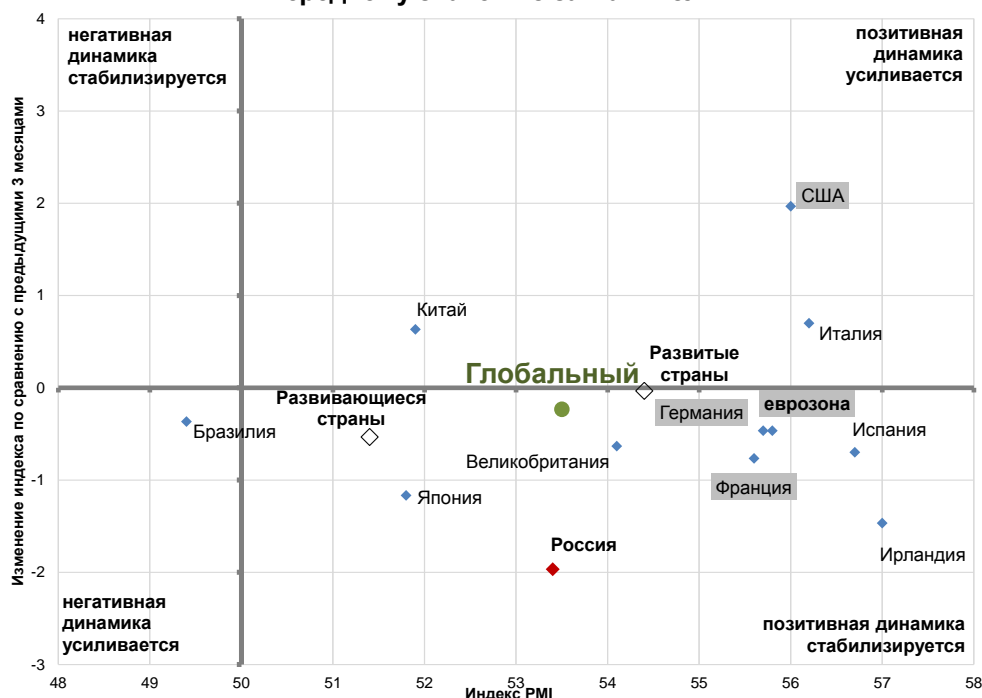
2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Глобальные PMI: ускорение роста в развитых странах

Статистика по индексам PMI в августе указывает на продолжение ускорения роста экономической активности в крупнейших развитых странах (Рисунок 62, выделены серым).

В августе сводный PMI США вырос с 54,6 до 56 п.п., максимума чуть более чем за два года. Улучшение обеспечил сектор услуг (с 54,7 до 56,9 п.п.), обрабатывающая промышленность продемонстрировала замедление роста (с 53,3 до 52,5 п.п.). Опросы также указали на нарастание инфляционного давления – отпускные цены выросли максимальными темпами за последние 3 года. Отметим продолжение уверенного роста рынка труда, темпы которого остались на достигнутом в июле максимуме за этот год.

Рисунок 62. Динамика композитного индекса PMI за август и изменение к среднему значению за май-июль



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Сводный PMI еврозоны в августе продемонстрировал предельный рост – с 55,7 до 55,8 процентного пункта. Но в отличие от США улучшение деловой активности было обеспечено обрабатывающей промышленностью (с 56,5 до 58,1 п.п.), где новые экспортные заказы выросли максимальными за 6,5 лет темпами, несмотря на текущее укрепление евро. Это, в свою очередь, привело к максимальным с се-

редине 2006 года темпам роста объема незавершенных работ, которые поддержит восстановление рынка труда. Данные по инфляционному давлению также оптимистичны и не должны стать препятствием для ожидаемого изменения монетарной политики еврозоны.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Рост ВВП замедляется до потенциального уровня

- Индексная оценка ВВП на III квартал 2017 года по состоянию на 17 августа была понижена до 0,4–0,5 с 0,6% к/к SA в июле.
- Основным источником пересмотра в сторону понижения стали последние данные Росстата по промышленному производству. При этом сильные данные по PMI-индексам в свою очередь продолжают вносить значимый позитивный вклад в индексную оценку ВВП.
- Оценка на IV квартал 2017 года также снизилась до +0,4% к/к SA, текущая оценка на I квартал 2018 года составляет +0,4% к/к SA. Данные значения в аннуализированной форме близки к нашей оценке темпа прироста потенциального ВВП (1,5% в год). Это косвенно указывает на выход российской экономики на траекторию невысокого, но устойчивого роста.
- Представленные выше оценки могут быть существенно скорректированы по мере выхода новых данных краткосрочной статистики Росстата.

	Август 2017 года	Июль 2017 года
	% к/к SA	% к/к SA
III квартал 2017 года	0,4-0,5	0,6
IV квартал 2017 года	0,4	0,6
I квартал 2018 года	0,4	–

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Ирина Богачева

Сергей Власов

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева