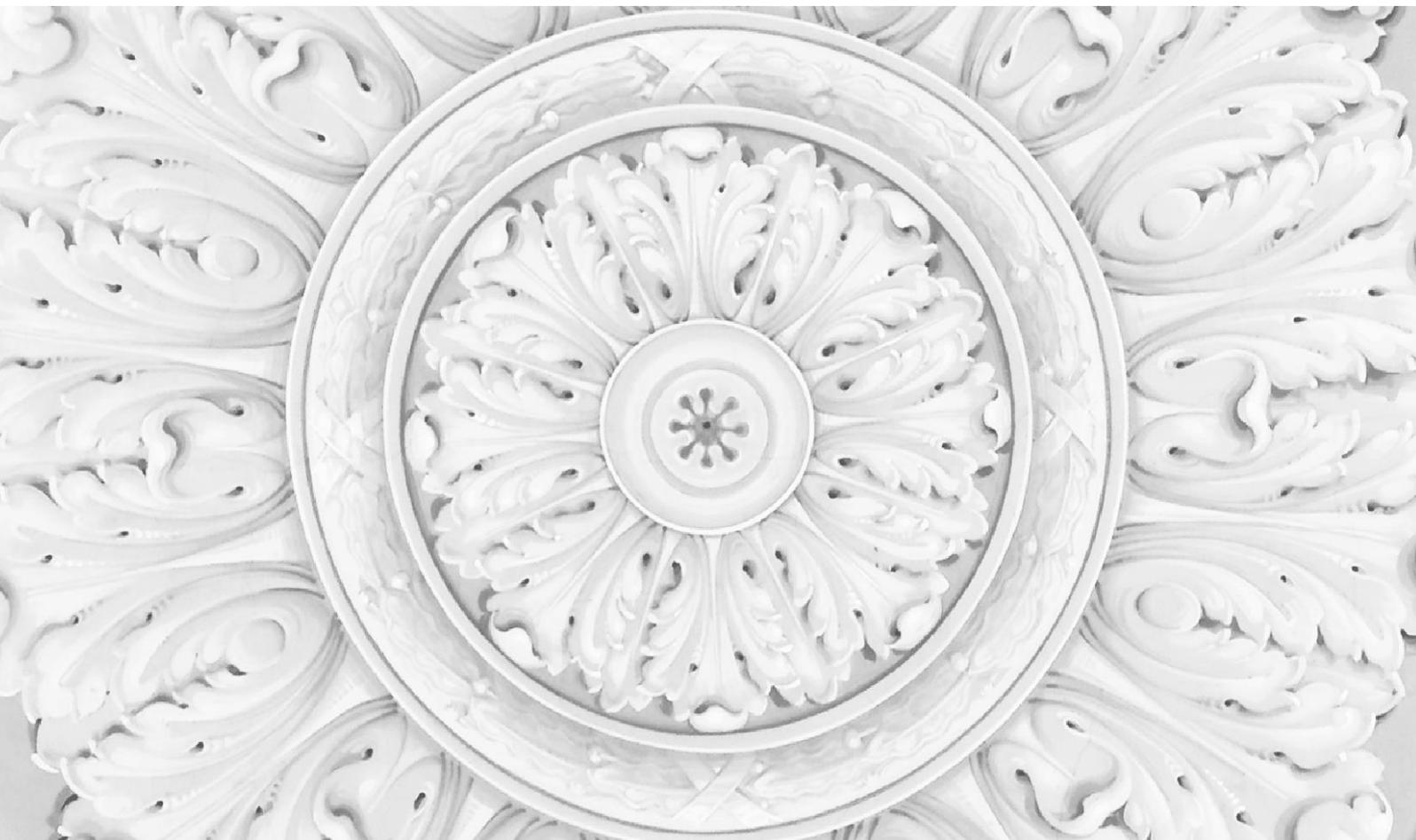




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Июнь 2017

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 5 (17)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 5.07.17.  
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](mailto:dip_bulletin@mail.cbr.ru)*

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Итоги</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1.1. Инфляция в июне временно ускорилась	4
1.1.2. Трендовая инфляция достигла минимума за всю историю оценок, все еще заметно превышая 4%	7
1.1.3. Ожидания аналитиков по инфляции остаются на уровне цели	7
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>8</b>
1.2.1. Рост розницы постепенно набирает обороты	9
1.2.2. ВВП: рост внутреннего спроса в I квартале превзошел ожидания	12
1.2.3. Промышленность в мае вновь приятно удивила	15
1.2.4. Индекс PMI в июне: рост деловой активности остался существенным, несмотря на замедление	16
1.2.5. Замедление темпов восстановления деловой активности в сфере услуг	18
1.2.6. Продолжение восходящего тренда на рынке новых автомобилей	20
1.2.7. Снижение уровня безработицы временно замедлилось из-за холодного мая	23
1.2.8. Недоиспользование рабочей силы снижается	25
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>28</b>
1.3.1. Оснований для пересмотра темпов нормализации политики ФРС и ЕЦБ пока нет	28
1.3.2. Июньское решение Банка России не оказало видимого влияния на динамику российских финансовых рынков	35
1.3.3. Перспективы балансировки нефтяного рынка ухудшились	38
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>45</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>45</b>
2.1.1. Глобальные PMI: перспективы дальнейшего снижения безработицы в США	45
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>46</b>
2.2.1. Индексная оценка ВВП снова улучшена	46

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- Инфляция в июне временно ускорилась на фоне смещения сезонности в динамике цен на плодоовощную продукцию. Рост экономики во II квартале, вероятно, усилился на фоне набирающей обороты потребительской и инвестиционной активности. Существующий баланс рисков говорит в пользу продолжения проведения умеренно-жесткой денежно-кредитной политики.
- По итогам июня инфляция ускорилась до 4,4% г/г под влиянием цен на плодоовощную продукцию. Несмотря на временное ускорение в июне, инфляция остается на траектории, способствующей достижению цели в 4% к концу 2017 года. Смещение сезонности в динамике цен на плодоовощную продукцию из-за холодной погоды создает предпосылки для сохранения немного повышенных темпов роста цен в течение большей части III квартала. Возможные потери урожая в этом году на фоне высоких показателей прошлого года могут поддержать инфляционное давление в конце 2017 – первом полугодии 2018 года. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и возвращению инфляции к целевому значению.
- Динамика краткосрочных показателей экономической активности и опросных показателей указывают на вероятное ускорение роста экономики во II квартале. Восстановление внутреннего спроса происходит опережающими производственными темпами, в пользу чего говорят статистика ВВП по использованию за I квартал 2017 года и данные опережающих индикаторов. Сохраняются позитивные перспективы динамики производства в ближайшие месяцы. При этом небольшое замедление темпов роста экономической активности на фоне падения нефтяных цен в июне, вероятно, не помешает экономике закрепиться на траектории устойчивого, но невысокого роста.
- Риски для стабильности финансовых рынков остаются умеренными и не являются значимым препятствием для достижения цели по инфляции. Российский рынок оказался в целом устойчив к кратковременным колебаниям внешних условий, динамике глобальных рынков, а также негативному новостному фону вокруг антироссийских санкций.

### 2. Взгляд в будущее

- Аналитики сохраняют уверенность в достижении Банком России цели по инфляции по итогам 2017 года и в поддержании Банком России инфляции вблизи 4% на среднесрочном горизонте. Снижение инфляционных ожиданий населения в июне приостановилось – оценка ожидаемой годовой инфляции все еще заметно превышает уровень в 4%.
- Индексная оценка ВВП России свидетельствует об ускорении темпов экономического роста с поправкой на сезонность во II квартале, а также вероятном росте ВВП не менее чем на 1,5% по итогам 2017 года при сохранении текущих внешних условий.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция

Инфляция в июне временно ускорилась под влиянием цен на плодоовощную продукцию. Холодная погода в мае-июне привела к смещению сезонности в динамике цен плодоовощной продукции и вызвала ускорение годовых темпов инфляции в середине года. Впрочем, пока это не создает угрозы для достижения цели по инфляции в 4% по итогам 2017 года. В данный момент риски роста инфляционного давления связаны с возможной частичной потерей урожая плодоовощной продукции в связи с холодной погодой и пониженным уровнем переходящих на следующий год запасов. Последнее может негативно сказаться на годовых темпах роста цен в первом полугодии 2018 года, удерживая инфляцию несколько выше 4%-ного уровня в течение этого периода, а также привести к повышению инфляционных ожиданий, которые могут оказать вторичное влияние на инфляцию.

#### **1.1.1. Инфляция в июне временно ускорилась**

- Годовая инфляция в июне ускорилась до 4,4% г/г, прежде всего, из-за нетипично высокого темпа роста цен на плодоовощную продукцию.
- Несмотря на временное ускорение в июне, инфляция остается на траектории, выводящей на цель 4% к концу 2017 года благодаря пониженным темпам роста цен в начале года.
- Возможное смещение сезонности в динамике плодоовощной продукции, вызванное холодной погодой, продолжит негативно отражаться на годовом уровне инфляции, как минимум, до сентября, удерживая ее выше 4% в годовом выражении.

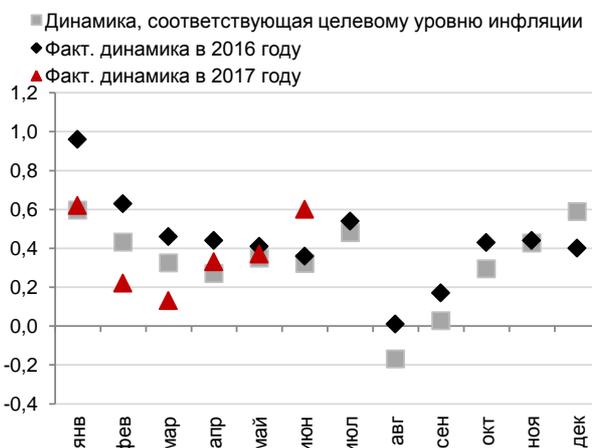
Согласно данным Росстата инфляция в июне составила 0,6% м/м. Это выше значения, соответствующего, по нашим оценкам, целевому уровню инфляции (Рисунок 1). Годовая инфляция, соответственно, ускорилась до 4,4% г/г с 4,1% в мае.

Темп роста цен на плодоовощную продукцию составил 8,3% (Рисунок 2). Наблюдаемый в июне значительный рост цен на плодоовощную продукцию является нетипично высоким для данного времени года. Это и стало основным фактором ускорения годовой инфляции.

Вследствие холодной весны время посадки картофеля, огурцов, помидоров, моркови, лука и свеклы сместилось на 3-4 недели, в результате чего урожай в этом году будет собран позже. Подтверждением этому служат данные Министерства

сельского хозяйства, согласно которым, в мае 2017 года картофель посажен в объеме 82% от прогнозируемого, а овощи – только 77%. В связи с этим, сезонный пик, соответствующий максимальному снижению цены на плодоовощную продукцию, может сместиться с августа на сентябрь (Рисунок 3).

**Рисунок 1. Рост цен, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

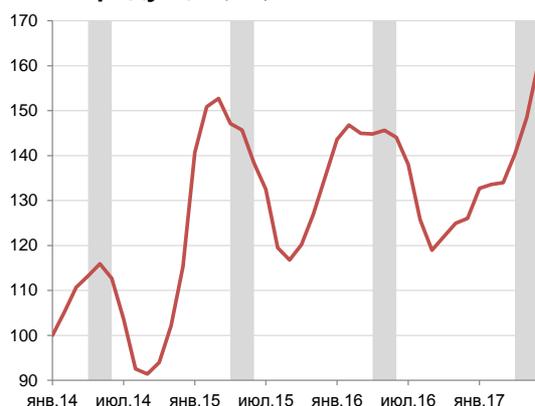
Учитывая низкие темпы роста в прошлом году, результатом возможного смещения сезонного пика будет более высокий годовой темп роста цен на плодоовощную продукцию в июне-сентябре текущего года, чем предполагается типичной сезонностью. Производство овощей в защищенном грунте сможет компенсировать рост цен только частично, поскольку основная доля тепличного производства (около 97% по данным на 2016 год) приходится на огурцы и томаты. Кроме того, такой вид производства связан со значительно более высокими издержками по сравнению с выращиванием овощей на открытом грунте, что также транслируется в потребительские цены. С учетом веса плодоовощной продукции в корзине ИПЦ (3,87%), ее вклад в динамику общего годового роста цен в случае смещении сезонного пика может оказаться довольно значительным.

Согласно нашим оценкам, даже при сохранении в ближайшие месяцы темпов роста остальных компонентов ИПЦ на «целевой» траектории, смещение в сезонности динамики цен плодоовощной продукции может привести к небольшому ускорению годовых темпов роста цен к середине III квартала. Оно может быть несколько скомпенсировано продолжающимся дезинфляционным эффектом на непродовольственные товары со стороны валютного курса (по нашим оценкам, сезонно сглаженный рост цен непродовольственных товаров с марта по май составлял около 0,2% м/м). Последующий компенсирующий эффект в результате смещения сезонности приведет к быстрому замедлению годовой инфляции в IV квартале, при прочих равных условиях. Поэтому серьезных рисков недостижения цели в 4% по итогам 2017 года мы пока не видим. Однако вероятные потери урожая плодоовощной продукции, чему способствует сохранение холодной погоды в европейской части

России, могут продлить негативное действие этого фактора до II квартала 2018 года включительно.

Несмотря на временное ускорение в июне, инфляция остается на траектории, выводящей на цель 4% к концу 2017 года благодаря пониженным темпам роста цен в начале года. Банк России при проведении денежно-кредитной политики не может влиять на инфляционные последствия погодного фактора, но должен будет принимать во внимание возможные вторичные эффекты на инфляцию от разовых ценовых шоков, сопровождающихся устойчивым повышением инфляционных ожиданий.

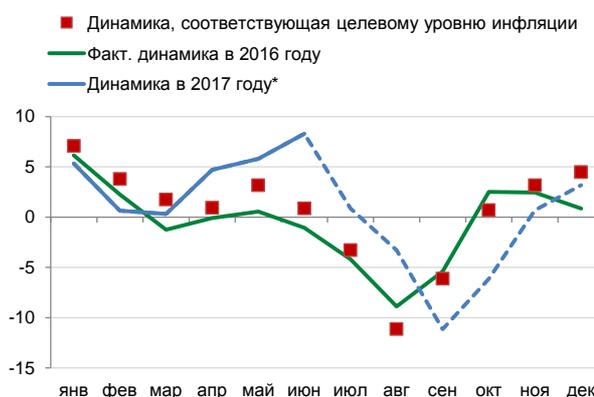
**Рисунок 2. Индекс цен плодоовощной продукции, %, янв. 2014 = 100%**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Серым выделен II квартал каждого года.

**Рисунок 3. Рост цен на плодоовощную продукцию, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* В январе-июне представлена фактическая динамика, в июле-декабре – динамика, соответствующая целевому уровню, смещенная на один месяц.

Эффект низкой базы января-марта 2017 года также может способствовать ускорению годовой инфляции на плодоовощную продукцию и небольшому росту ИПЦ в целом в I квартале 2018 года. Если к этому добавить дезинфляционный эффект от укрепления рубля в начале 2017 года, а также предположить, что умеренно жесткие денежно-кредитные условия дополнительно не замедлят рост цен на другие группы товаров и услуг, то при неизменном валютном курсе инфляция в I квартале 2018 может оказаться несколько выше отметки 4,0% г/г года за счет эффекта базы. Тем не менее, данное повышение будет носить временный характер и не будет препятствовать постепенному замедлению инфляции.

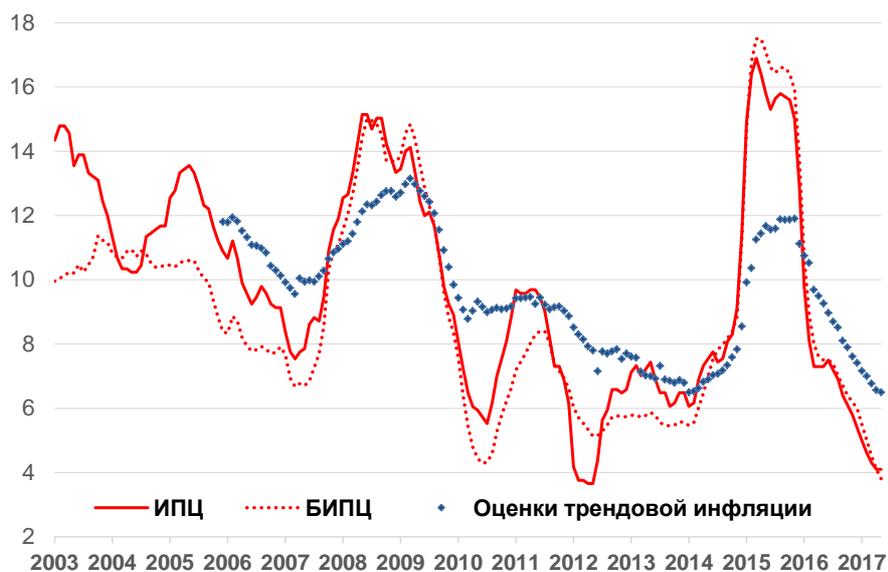
Согласно данным ООО «инФОМ», в июне снижение инфляционных ожиданий населения приостановилось, оценка ожидаемой годовой инфляции стабилизировалась на уровне 10,3%, продолжая оставаться значительно выше целевого уровня. При этом оценка наблюдаемой годовой инфляции немного выросла, составив 12,4% после 12,1% месяцем ранее. Это в первую очередь связано с временным повышением темпа роста цен на плодоовощную продукцию: в ответах на вопрос о категориях товаров и услуг, удорожание которых было в последние месяцы наибо-

лее заметно, значительно выросла частота упоминаний овощей и фруктов (с 30% в мае до 38% в июне).

### **1.1.2. Трендовая инфляция достигла минимума за всю историю оценок, все еще заметно превышая 4%**

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в мае 2017 года снизилась до уровня 6,5% с 6,6% в апреле (Рисунок 4).
- Трендовая инфляция повторила исторический минимум, зафиксированный в январе 2014 года.
- Повышенный уровень трендовой инфляции указывает на риски отклонения инфляции от целевого уровня на среднесрочном горизонте, снижению которых будет способствовать проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

**Рисунок 4. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, %, г/г**



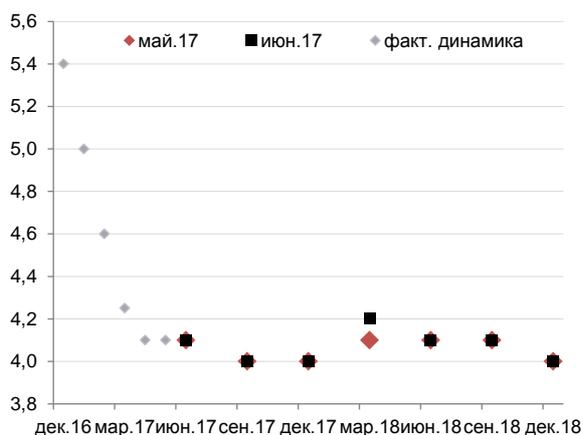
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### **1.1.3. Ожидания аналитиков по инфляции остаются на уровне цели**

- Согласно консенсусам Bloomberg по состоянию на конец июня, ожидания аналитиков по инфляции остаются «заякоренными» на целевом уровне Банка России, как на декабрь 2017, так и на декабрь 2018 года.
- Эксперты по-прежнему предполагают сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики, как минимум, до начала 2019 года.

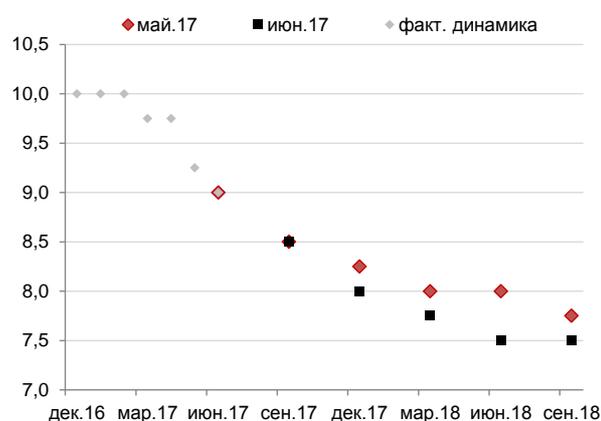
По результатам июньского опроса Bloomberg, аналитики сохранили медианный прогноз по инфляции на 2017 год. Эксперты ожидают, что цель по инфляции в 4,0% будет достигнута к концу III квартала и сохранится на таком уровне до конца текущего года (Рисунок 5). В I квартале 2018 года инфляция, по мнению аналитиков, временно ускорится – до 4,2%, что несколько ниже нашей оценки, данной в подразделе 1.1.1 «Инфляция в июне ускорилась». По мнению аналитиков, до конца 2018 года инфляция плавно снизится до отметки 4,0%.

**Рисунок 5. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 6. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Несмотря на то, что Банк России в июньском пресс-релизе по итогам заседания Совета директоров озвучил намерение сохранить умеренно жесткую денежно-кредитную политику, аналитики пересмотрели ожидания по ключевой ставке на конец 2017 года в сторону снижения – с 8,25% годовых в майском прогнозе до 8,00% годовых в июньском прогнозе (Рисунок 6). Консенсус-прогноз также предполагает снижение ключевой ставки до 7,50% к середине 2018 года и сохранение ее на данном уровне, как минимум, до конца III квартала 2018 года. Следует отметить, что данные оценки были сделаны в преддверии публикации Росстатом июньских данных по инфляции, и теперь они могут быть пересмотрены в сторону некоторого повышения. В целом эксперты ожидают, что фактическая реальная ставка будет постепенно сходить к нейтральному уровню (обозначенному Банком России в диапазоне 2,5-3,0%), но в 2018 году будет все еще выше него.

## 1.2. Экономическая динамика

Динамика краткосрочных показателей экономической активности и опросных показателей свидетельствует о том, что рост экономики во II квартале, вероятно, ускорился. Промышленность сохранила положительные темпы роста. Подъем производственной активности характеризуется все большей устойчивостью и наблю-

дается как в отраслях потребительского, так и инвестиционного спроса. При этом восстановление внутреннего спроса опережает темпы роста производства, позволяя говорить о позитивных перспективах для производственной активности в ближайшие месяцы. Возможный негативный эффект от кратковременного снижения нефтяных цен в июне, скорее всего, не помешал экономике закрепить устойчивые, хоть и невысокие темпы роста. Текущая экономическая динамика свидетельствует о постепенном завершении процесса адаптации экономики к последствиям негативных внешних шоков. Вместе с тем, потенциал для дальнейшего ускорения роста ограничен структурными факторами, в том числе, наличием жесткостей на рынке труда.

### **1.2.1. Рост розницы постепенно набирает обороты**

- Темп роста розничного товарооборота в мае ускорился до 0,7% г/г после 0,1% г/г в апреле.
- С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в мае не изменился по сравнению с апрелем.
- Динамика розничной торговли в I квартале 2017 года, рассчитанная через изменение объема продаж отдельных категорий товаров, оказалась более благоприятной по сравнению с оценкой Росстата.
- Отношение населения к крупным покупкам немного улучшилось на фоне продолжающегося роста реальных заработных плат.

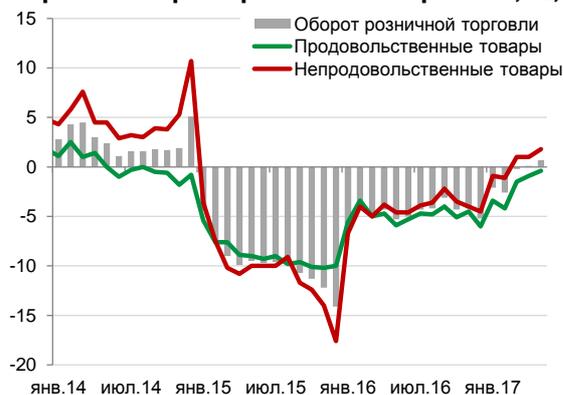
Согласно данным Росстата, оборот розничной торговли в мае 2017 составил 0,7% г/г. Значения показателя за январь-апрель текущего года были пересмотрены за счет уточнения респондентами ранее представленной информации. Так, в апреле рост оборота розничной торговли составил 0,1% г/г (ранее сообщалось о нулевом росте). Таким образом, розничный товарооборот в годовом выражении растет второй месяц подряд после 27 месяцев падения (Рисунок 7).

В сегменте непродовольственных товаров снова зафиксирован рост, который в мае составил 1,8% г/г (1,0% г/г в апреле). В то же время сокращение розничного оборота продовольственных товаров продолжается, однако темп снижения замедлился до 0,4% г/г после 0,9% г/г в апреле.

С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в мае остался, по нашим оценкам, на уровне апреля (Рисунок 8). Снижение продаж продовольственных товаров на 0,22% м/м было компенсировано ростом продаж непродовольственных товаров на 0,18% м/м.

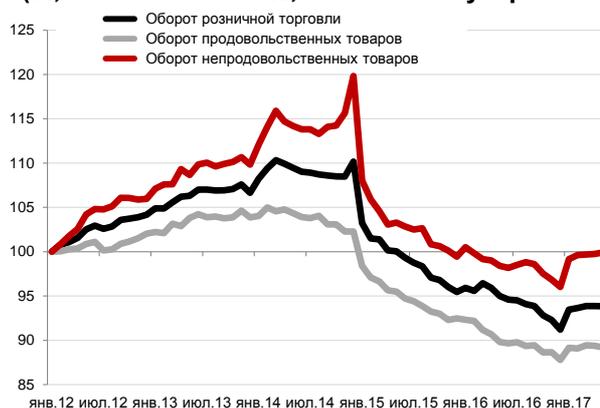
Увеличение розничного товарооборота сопровождалось продолжающимся ростом реальной заработной платы: по предварительным данным в мае темп роста реальной заработной платы остался на уровне апреля и составил 3,7% г/г (Рисунок 9).

**Рисунок 7. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, %, г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 8. Динамика оборота розничной торговли (% , январь 2012 = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Снижение объема розничных продаж в I квартале было пересмотрено Росстатом с 1,8% г/г до 1,6% г/г. При этом динамика оборота розничной торговли, рассчитанная через изменение объема продаж отдельных категорий товаров<sup>1</sup>, оказалась более благоприятной (Рисунок 10). Согласно этому расчету, в I квартале 2017 года оборот розничной торговли не изменился по сравнению с I кварталом прошлого года. Продажи продовольственных товаров снизились на 0,6% г/г, а непродовольственных – выросли на 0,5% г/г. По оценке Росстата продажи как продовольственных, так и непродовольственных товаров снизились соответственно на 3,0% г/г и на 0,3% г/г.

По данным исследовательского холдинга «Ромир»<sup>2</sup>, в мае сокращение реальных расходов населения составило почти 9% в годовом выражении (Рисунок 11). Однако эта оценка может быть несколько занижена, поскольку для расчета показателя «Ромир» использует данные только о товарах повседневного спроса. Соответственно, в расчет не включены крупные покупки, рост продаж которых вносит значительный вклад в улучшение динамики оборота розничной торговли в последние месяцы.

Положительная динамика продаж непродовольственных товаров согласуется с данными опроса о потребительских настроениях, проводимого ООО «инФОМ»<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Индекс представляет собой средневзвешенное из основных категорий продовольственных и непродовольственных товаров, суммарный вес которых составляет 71% в общем объеме оборота розничной торговли. При этом используется товарная структура года, предшествующего расчетному. Подробнее см. [Бюллетень «О чем говорят тренды». №1. Февраль 2017](#). Раздел 3. «В фокусе. Потребление: падение или рост?».

<sup>2</sup> Исследовательский холдинг «Ромир» [«Продуктовые расходы». 08.06.2017](#).

<sup>3</sup> «Инфляционные ожидания и потребительские настроения». [№5. Май 2017](#).

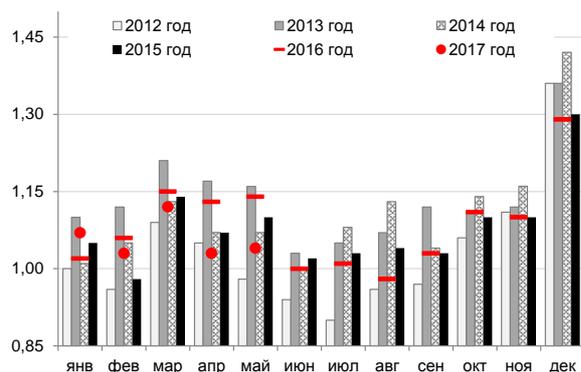
Согласно результатам опроса, в мае отношение населения к крупным покупкам немного улучшилось на фоне роста текущих и улучшения ожиданий относительно будущих доходов (Рисунок 12).

**Рисунок 9. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



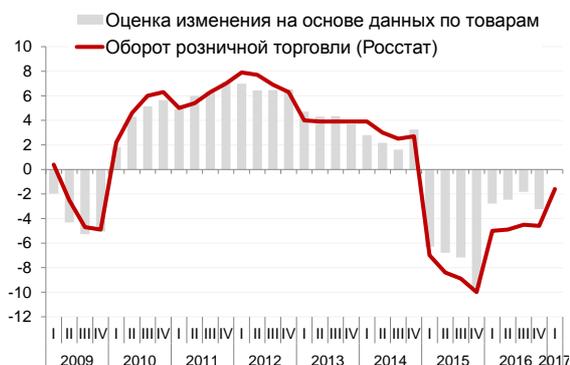
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 11. Динамика реальных повседневных расходов населения (% , янв. 2012 = 100%)**



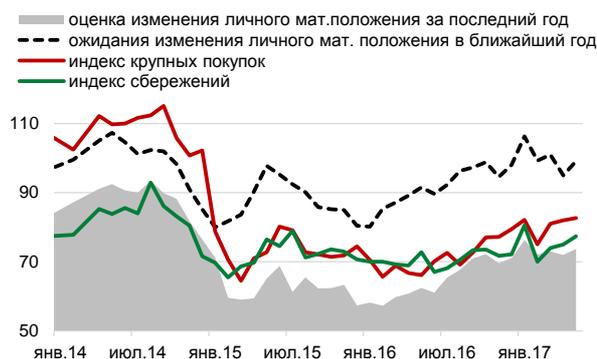
Источник: Romir Scan Panel.

**Рисунок 10. Динамика оборота розничной торговли, % с начала года к соответствующему периоду прошлого года**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 12. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, п.п.**

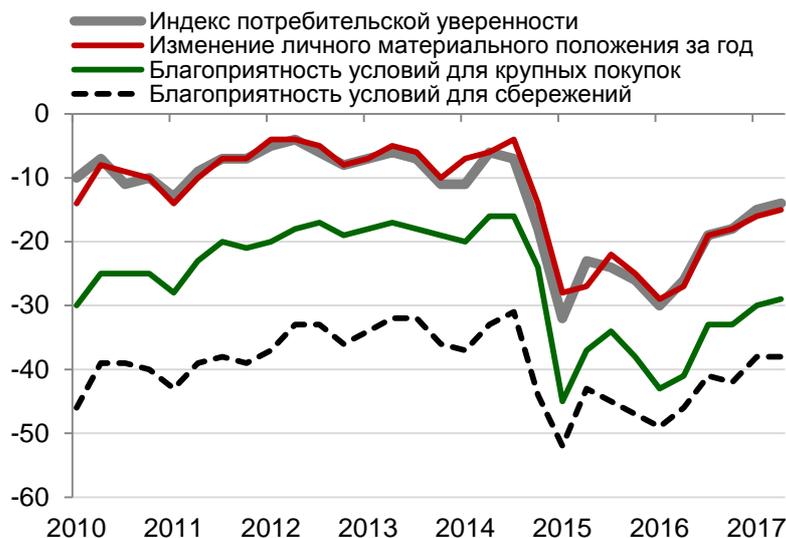


Источник: ООО «ИНФОМ».

Согласно итогам выборочного обследования, проводимого Росстатом, во II квартале 2017 года потребительские ожидания населения продолжили улучшаться (Рисунок 13). Индекс потребительской уверенности, отражающий совокупные потребительские ожидания населения, повысился на 1 процентный пункт. Повысились оценки изменений личного материального положения за прошедший год, а также ожидания относительно его будущего состояния, что благоприятно сказалось на отношении населения к крупным покупкам. Индекс благоприятности условий для сбережений не изменился по сравнению с I кварталом.

Учитывая улучшение потребительских настроений, а также продолжающийся годовой рост реальных заработных плат можно ожидать стабилизации годовых темпов розничного товарооборота в положительной области.

**Рисунок 13. Индекс потребительской уверенности и его компоненты**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

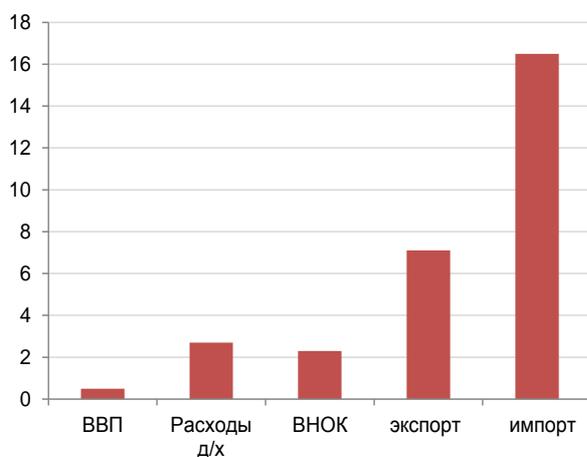
### **1.2.2. ВВП: рост внутреннего спроса в I квартале превзошел ожидания**

- В I квартале наблюдался уверенный рост конечного потребления домашних хозяйств (+2,7% г/г) и валового накопления основного капитала (+2,3% г/г).
- Рост внутреннего спроса был удовлетворен за счет наращивания импорта и более медленного накопления товарно-материальных запасов.
- Разница в динамике расходов домохозяйств на конечное потребление и обороте розничной торговли частично объясняется бурным ростом трат по банковским картам за рубежом на выездной туризм и покупок в зарубежных интернет-магазинах.

Росстат опубликовал первую оценку динамики ВВП в I квартале 2017 года по использованию. Оценка роста ВВП сохранилась на уровне 0,5% г/г (Рисунок 14). Неожиданным стал рост расходов на конечное потребление домашних хозяйств на 2,7% г/г при том, что оборот розничной торговли, по оценкам Росстата, в I квартале снизился на 1,6% г/г, а объем платных услуг населению увеличился на 0,2% г/г (Рисунок 15). Это еще раз подтверждает наше предположение о том, что Росстат в силу некоторых методологических особенностей может занижать динамику оборота розничной торговли в реальном выражении.

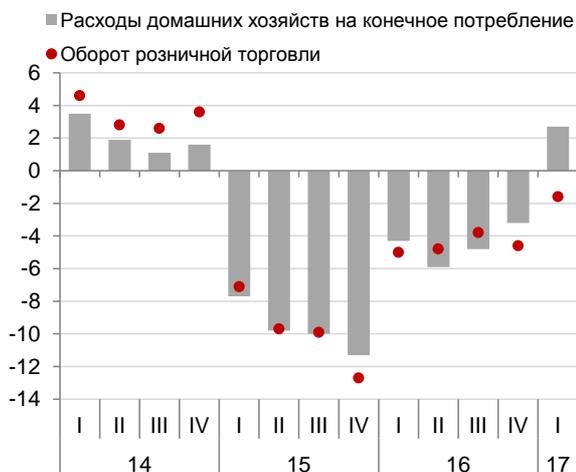
Частично разрыв в динамике объясняется доучетом в статистике по конечному потреблению домохозяйств динамики выездного туризма и трансграничной интернет-торговли, которая не учитывается в статистике по обороту розничной торговли.

**Рисунок 14. Динамика компонент ВВП по использованию в I квартале, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 15. Расходы д/х на конечное потребление и оборот розничной торговли, % г/г**



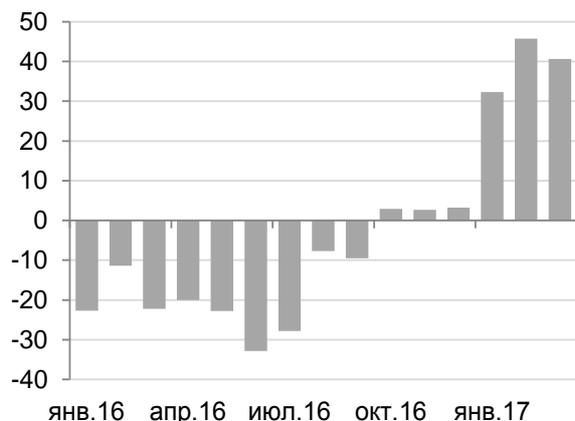
Источник: Росстат.

Индикатором динамики трат российских туристов на товары за рубежом могут служить данные крупнейшего оператора системы возврата НДС Global Blue. Согласно их оценке, траты российских туристов за границей возросли на 41% г/г в марте, на 46% г/г в феврале и на 32% г/г в январе (Рисунок 16). Очень сильный рост также наблюдается и в динамике объема ввозимых товаров, приобретенных в зарубежных онлайн-магазинах. Согласно данным Ассоциации компаний Интернет-торговли, за 2016 год номинальный объем трансграничной торговли увеличился на 37% (Рисунок 17). Вероятно, данная тенденция сохранилась и в 2017 году. Об увеличении объема трансграничной торговли также свидетельствуют данные ФГУП «Почта России». В 2016 году «Почта России» обработала в два раза больше отправок с товарными вложениями по сравнению с 2015 годом, а в I квартале 2017 года рост составил около 50% г/г по отношению к I кварталу 2016 года.

Статистика по использованию доходов населения говорит о том, что траты по банковским картам за рубежом в I квартале составили около 3,2% от всех расходов на покупку товаров и оплату услуг. По нашим оценкам траты на выездной туризм и трансграничную торговлю должны были вырасти примерно в 2 раза по отношению к I кварталу прошлого года, чтобы объяснить всю разницу в динамике расходов на конечное потребление в ВВП, обороте розничной торговли и объеме платных услуг. Однако последнее не находит отражения в данных платежного баланса и статистике платежных систем, поэтому рост трат по банковским картам за рубежом вряд ли может объяснить такое расхождение в динамике конечного потребления и розничного товарооборота.

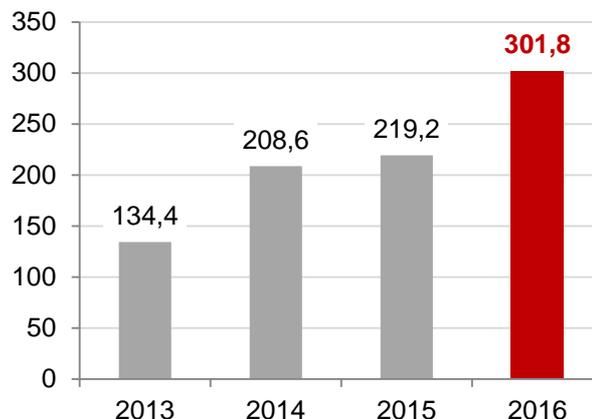
Прирост физического объема валового накопления основного капитала составил 2,3% г/г, совпав с оценками Росстата по динамике инвестиций в основной капитал, которые были даны ранее. При этом валовое накопление с учетом изменения запасов выросло всего на 0,1% г/г. В номинальном выражении изменение запасов составило +11,4 млрд руб. по сравнению с +73,9 млрд руб. годом ранее.

**Рисунок 16. Динамика расходов российских туристов за рубежом, % г/г**



Источник: Global Blue Intelligence.

**Рисунок 17. Объем трансграничной торговли в России (импорт), млрд руб.**



Источник: Ассоциация компаний Интернет-торговли.

Достаточно сильный прирост внутреннего спроса (Рисунок 18) был удовлетворен за счет импорта. Статистика ФТС за I квартал говорит о том, что прежде всего росли импорт машин и оборудования (+16,4% г/г), а также одежды и обуви (+34,9% г/г).

**Рисунок 18. Расходы д/х на конечное потребление и валовое накопление основного капитала, % к/к сезонно сглаженный**



Источник: Росстат.

Опросные индикаторы PMI уже в I квартале указывали на то, что выпуск компаний не успевает за ростом спроса (устойчивое пребывание PMI-индекса по запасам готовой продукции ниже отметки 50,0 с начала года), что и подтверждается разбивкой ВВП по использованию. Динамика индексов PMI во II квартале указывает на сохранение этих тенденций. Объем незавершенных работ в обрабатывающих отраслях в мае-июне вырос по причине опережающего роста спроса на продукцию секторов потребительских и инвестиционных товаров. При этом продолжают снижаться запасы готовой продукции и сырья.

### 1.2.3. Промышленность в мае вновь приятно удивила

- Согласно данным Росстата, в мае промышленность выросла на 5,6% г/г и на 0,6% м/м, согласно оценкам ДИП с поправкой на сезонный и календарный факторы.
- Драйвер роста промышленности – добыча и обработка, в которых выпуск, среди прочего, поддерживался холодной погодой и крепким рублем.
- Динамика PMI обрабатывающих отраслей указывает на значительную вероятность сохранения высоких темпов роста промышленности в ближайшие месяцы.

Согласно оценкам Росстата, промышленное производство в мае выросло на 1,6% м/м и 5,6% г/г. Даже после поправки темпов роста на дополнительный рабочий день по сравнению с маем 2016 года<sup>4</sup>, текущие темпы роста выглядят более чем оптимистично. По оценкам ДИП, с учетом сезонного и календарного факторов объем производства в мае вырос на 0,6% м/м (+0,8% м/м в апреле) (Рисунок 19). Однако крайне ограниченный ряд наблюдений по новой методологии заставляет с осторожностью относиться к текущим оценкам ДИП, прежде всего из-за проблемы «виляющего хвоста». При последующем добавлении данных эти оценки могут заметно измениться. Также в оценках не учтен эффект холодной погоды в мае.

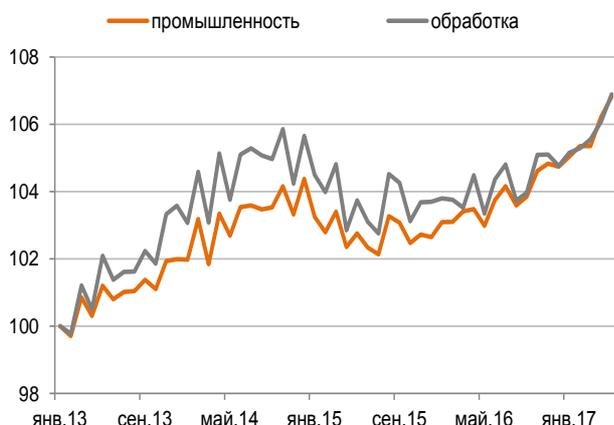
Посекторальная разбивка указывает на уверенные темпы роста как добывающей (+0,8% м/м<sup>5</sup>, +5,6% г/г), так и обрабатывающей (+0,8% м/м, +5,7% г/г) промышленности. Драйвером первой выступил стремительный рост добычи газа (+21,3% г/г), заметно ускорившийся по сравнению с динамикой января-апреля за счет активизации внутреннего и внешнего спроса. Большой отбор газа из подземных хранилищ зимой привел к активизации экспортного спроса в Центральной и Северной Европе, а более холодная весна в России – к активизации внутреннего спроса. Высокие темпы роста продемонстрировала также и добыча угля (+8,4% г/г).

В обрабатывающей промышленности потоварная разбивка выпуска указывает на ускорение роста производства машин и оборудования, в основном предназначенных для сельского хозяйства, и некоторых видов бытовой техники. Вероятно, рост их производства связан с более крепким рублем, который «облегчает» импорт комплектующих. Умеренный рост сохраняется и в производстве продуктов питания, химической промышленности, резиновых и пластмассовых изделий. Таким образом, признаки уверенного восстановления наблюдаются как в отраслях инвестиционного, так и потребительского спроса.

<sup>4</sup> Темпы роста ~4% г/г.

<sup>5</sup> Здесь и далее оценки %м/м – оценки ДИП с учетом сезонного и календарного факторов.

**Рисунок 19. Динамика промышленности\***  
(январь 2013 = 100)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

\* Оценки ДИП с учетом сезонного и календарного факторов.

**Рисунок 20. Динамика индексов PMI, пп.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Динамика промышленности в мае продемонстрировала уверенные темпы роста, оправдывая высокие значения индекса PMI (Рисунок 20). Июньское снижение индекса PMI обрабатывающих отраслей до 50,3пп также свидетельствует лишь о приостановке ускорения роста деловой активности, в том числе в связи со снижением цен на нефть. Причин ожидать в ближайшее время разворота позитивного тренда нет – при отсутствии негативных изменений внешних условий промышленность, вероятно, сохранит уверенные темпы роста.

#### **1.2.4. Индекс PMI в июне: рост деловой активности остался существенным, несмотря на замедление**

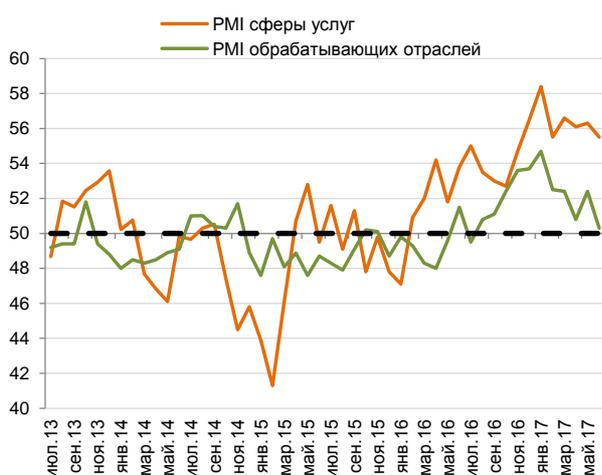
- Сводный индекс PMI в июне понизился, но остался выше долгосрочной средней исследования.
- Основное замедление роста деловой активности было характерно для обрабатывающих отраслей – соответствующий индекс PMI опустился до уровней 2011-12 гг., когда в секторе наблюдались умеренные темпы роста.
- Усиление спроса, ускорение роста незавершенного производства и улучшение ожиданий респондентов указывают на вероятное продолжение роста объемов производства в обработке в ближайшие месяцы.
- Замедление роста в сфере услуг не вызывает опасений – индекс PMI сохраняется выше долгосрочной средней исследования.

В июне сводный индекс PMI снизился с 56 до 54,8п.п., оставшись выше долгосрочной средней исследования. Таким образом, несмотря на некоторое замедление относительно мая, частный сектор российской экономики сохранил уверенные

темпы роста деловой активности. Замедление роста было характерно как для сферы услуг (снижение PMI с 56,3 до 55,5 п.п.), так и для обрабатывающей промышленности (снижение PMI с 52,4 до 50,3 п.п.) (Рисунок 21). Однако респонденты обоих секторов отмечают усиление спроса и фиксируют улучшение ожиданий увеличения выпуска продукции. Это говорит о вероятном продолжении улучшения рыночной конъюнктуры в ближайшие месяцы.

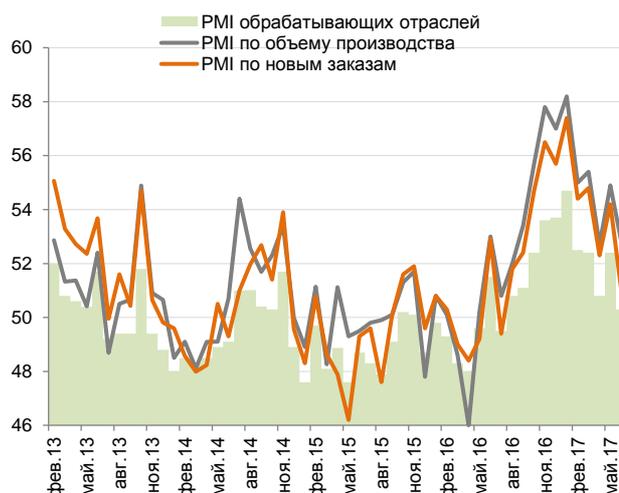
Оставшись в зоне экспансии, уровень экономической активности в обрабатывающих отраслях понизился в июне на фоне снижения нефтяных цен. Тем не менее, индекс PMI обрабатывающих отраслей в последние месяцы находится в области значений, характерных для периода 2011-2012 гг., когда в обработке наблюдались умеренные темпы роста. Отметим также, что в период конца 2016 – начала 2017 гг. промышленники очень осторожно увеличивают объемы производства, опасаясь неустойчивости спроса на свою продукцию. В особенности, такое поведение характерно для производителей инвестиционных товаров, которые к тому же сокращали запасы сырья и материалов, несмотря на увеличение спроса.

**Рисунок 21. Динамика индексов PMI обрабатывающих отраслей и сферы услуг, п.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 22. Динамика различных индексов PMI обрабатывающих отраслей, п.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Однако индекс PMI новых заказов и индекс PMI объемов производства превышают значение интегрированного индекса экономической активности PMI, указывая на более сильный потенциал роста выпуска продукции в обработке в ближайшее время, чем предполагает интегрированный индекс PMI (Рисунок 22). Более того ускорение темпов роста объемов незавершенного производства (подробнее см. подраздел 1.2.1. «ВВП: рост внутреннего спроса в I квартале превзошел ожидания») вместе с дальнейшим улучшением ожиданий увеличения выпуска продукции в будущем говорят о вероятном продолжении роста объемов производства в обрабатывающих отраслях в ближайшие месяцы даже при стабилизации спроса.

Снижение PMI в сфере услуг в июне свидетельствует лишь о небольшом замедлении роста деловой активности в секторе. Показатель остался заметно выше долгосрочной средней исследования, а среднее значение индекса PMI во II кварта-

ле оказалось лишь незначительно ниже итогов I квартала. Более того, сохранение уверенного роста новых заказов, продолжающийся найм новых сотрудников и улучшение ожиданий предприятий говорят о вероятности сохранения уверенных темпов роста в секторе в ближайшее время.

### **1.2.5. Замедление темпов восстановления деловой активности в сфере услуг**

- Согласно опросным данным Росстата, во II квартале 2017 года восстановление деловой активности в сфере услуг несколько замедлилось по сравнению с предыдущим кварталом.
- Более умеренное улучшение оценок респондентов в текущем периоде связано, в первую очередь, с ухудшением оценки объема оказанных услуг.
- На фоне оживления потребительского спроса возможен рост ценовых индексов в сфере услуг за счет того, что компании более активно начнут перекладывать рост издержек на потребителей.

Согласно опросам Росстата, во II квартале 2017 года сезонно скорректированный индекс предпринимательской уверенности (ИПУ)<sup>6</sup> в сфере услуг<sup>7</sup> показал незначительное улучшение делового климата в отрасли по сравнению с предыдущим кварталом, составив -4,21% (Рисунок 23). Несмотря на появление оптимистичных настроений среди респондентов, рост индекса в годовом выражении значительно замедлился по сравнению с предыдущим периодом (1,7 п.п. г/г против 4,3 п.п. г/г в I квартале 2017 года).

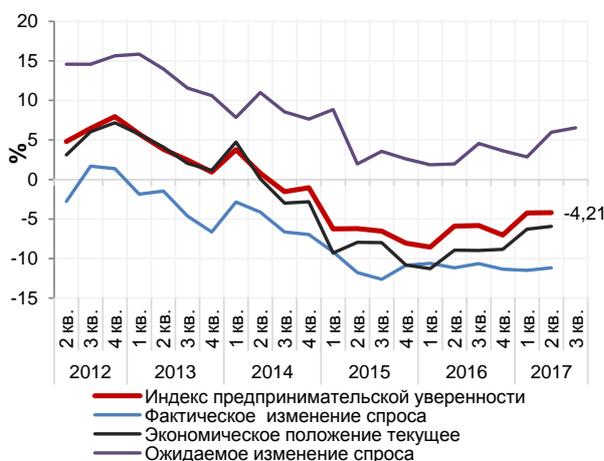
Рост индекса стал результатом незначительного улучшения оценок по всем его компонентам: сокращения негативных оценок текущего спроса (хотя и слабого) и экономического положения, а также роста оптимизма респондентов относительно будущего спроса (Рисунок 23). Вместе с тем, если динамика основных показателей в I квартале 2017 года позволяла говорить о возникновении первых признаков выхода сферы услуг из затянувшейся стагнации, то результаты обследования в текущем периоде говорят о замедлении положительных тенденций.

<sup>6</sup> Индекс предпринимательской уверенности рассчитывается как среднее арифметическое значение балансов оценок фактического изменения спроса на услуги, экономического положения организаций в текущем квартале по сравнению с предыдущим кварталом, а также ожидаемого изменения спроса на услуги в следующем квартале (в процентах).

<sup>7</sup> К сфере услуг в данном обследовании относятся: пассажирский транспорт; связь; деятельность гостиниц; страхование; деятельность ломбардов; техническое обслуживание и ремонт транспортных средств; ремонт бытовых изделий; персональные услуги; туристическая деятельность; деятельность санаторно-курортных учреждений; стоматологическая практика; организация отдыха и развлечений, культуры и спорта; рекламная деятельность; риэлторские услуги.

Во II квартале 2017 года, по оценке предприятий, объем оказанных услуг в стоимостном выражении снижался более интенсивно, чем в предыдущем периоде (Рисунок 24). Несмотря на незначительное сокращение оттока клиентов в текущем периоде, отмечается рост оптимизма предприятий относительно прогноза количества заключенных договоров на III квартал 2017 года. Это дает основания предположить, что наблюдаемое замедление темпов восстановления в секторе может быть временным.

**Рисунок 23. Динамика ИПУ и его компонент для организаций сферы услуг, сезонность устранена**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 24. Оценки изменения объема оказанных услуг, в количественном и стоимостном выражении, и цен на услуги, сезонность устранена<sup>8</sup>**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

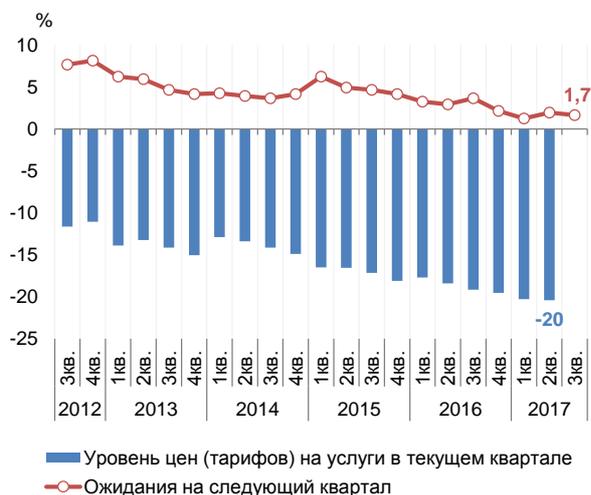
В текущем периоде большинство компаний оценивают уровень своих цен ниже нормального, причем доля таких респондентов осталась примерно на уровне предыдущего квартала (Рисунок 25). Тем не менее, предприятия более оптимистично смотрят в будущее и прогнозируют улучшение ценовой ситуации, хотя данные оценки являются более умеренными по сравнению с предыдущим кварталом. На фоне оживления потребительского спроса возможен рост ценовых индексов в сфере услуг за счет того, что компании более активно начнут перекладывать рост издержек на потребителей.

Отметим также, что о восстановлении потребительского спроса свидетельствует наблюдаемое с 2016 года ослабление ограничивающего деятельность предприятий сферы услуг фактора, связанного с недостаточным спросом (Рисунок 26). Что касается других факторов, то здесь можно обратить внимание на некоторое усиление давления существующего налогообложения для 35% предприятий (на 1 п.п. больше относительно II квартала 2016 года). Влияние остальных факторов (большая отчетная нагрузка, недобросовестная конкуренция, высокий процент

<sup>8</sup> С учетом корректировок данных в IV квартале 2015 года. Источник: Центр конъюнктурных исследований ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

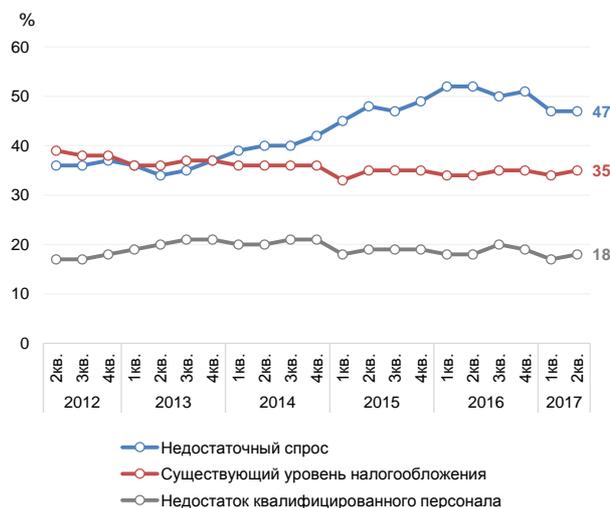
коммерческого кредита и т.д.) менее существенно<sup>9</sup>. В целом, оценки предприятий относительно основных ограничивающих факторов подтверждают замедление восстановления деловой активности в сфере услуг.

**Рисунок 25. Динамика оценок изменения цен (тарифов) на услуги, балансы ответов, сезонность устранена**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 26. Динамика основных факторов, ограничивающих деятельность организаций сферы услуг**



### 1.2.6. Продолжение восходящего тренда на рынке новых автомобилей

- В мае продажи новых легковых автомобилей выросли, продолжив динамику предыдущих двух месяцев (+0,3% м/м) и указывая на формирование восходящего тренда в текущем году.
- Рост потребительских цен на новые автомобили выше среднего уровня по РФ в Центральном и Приволжском федеральных округах может объясняться опережающим восстановлением потребительской активности в этих регионах.
- Оживление на данном рынке в настоящее время не несет существенных рисков повышения инфляции.

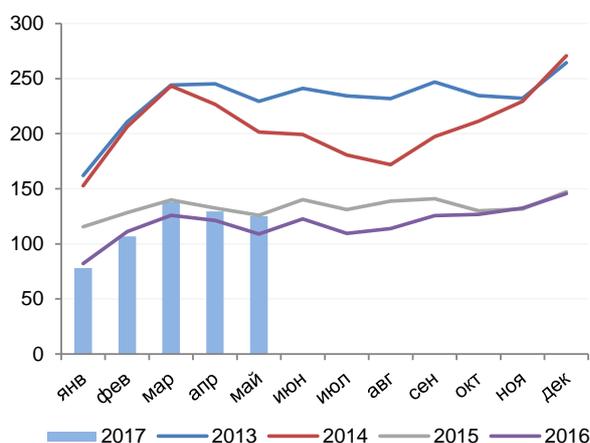
Согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), в мае 2017 года объем продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей вырос на 14,7% г/г (Рисунок 27). При этом с поправкой на сезонный и календарный фактор рост в мае 2017 года составил +0,3% м/м (Рисунок 28). Таким образом, после существен-

<sup>9</sup> Росстат публикует оценки только по 3 основным факторам, более подробную статистику можно найти в информационно-аналитическом материале Центра конъюнктурных исследований НИУ ВШЭ «Деловой климат в сфере услуг».

ного роста в феврале-марте в последующие месяцы продажи автомобилей закрепились на достигнутых позициях, следуя траектории 2015 года. Такая динамика свидетельствует о постепенном восстановлении потребительской активности в экономике. При сохранении умеренно благоприятных внешних условий в ближайшие месяцы она, скорее всего, будет близка к стабильной траектории двухлетней давности.

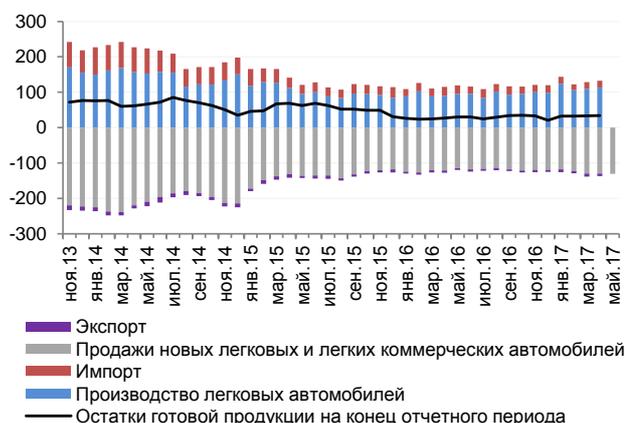
Рост спроса на новые автомобили в предыдущем месяце был обусловлен по большей части восстановлением продаж в массовом сегменте, который сильно просел в период кризиса. Скорее всего, рынок мог положительно отреагировать на решение Минпромторга РФ о пересмотре условий программ льготного кредитования в начале мая текущего года, который затрагивает бренды массового спроса.

**Рисунок 27. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. шт.**



Источник: АЕБ, расчеты ДИП.

**Рисунок 28. Составляющие спроса (-) и предложения (+) на рынке автомобилей в РФ, сезонность устранена, тыс. шт.**



Источники: АЕБ, Росстат, расчеты ДИП.

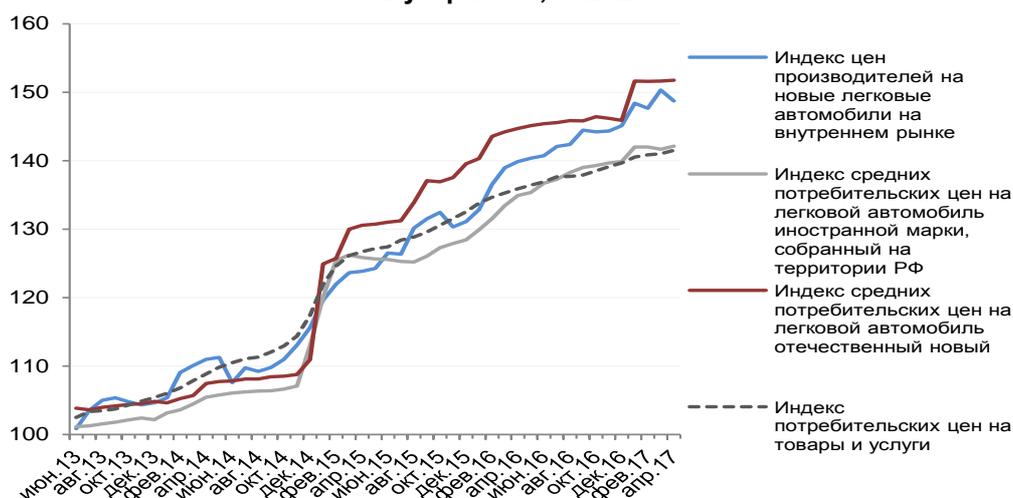
Минпромторг РФ также заявил, что с июля 2017 года начнут действие адресные меры поддержки, о которых мы говорили ранее: «Первый автомобиль», «Семейный автомобиль», «Русский тягач», «Русский фермер» и «Свое дело». До конца года на эти программы будет выделено порядка 7,5 млрд. рублей. Это будет играть важную роль в дальнейшем укреплении тренда, что особенно важно в летний период (июль-август), когда продажи легковых автомобилей традиционно сокращаются в силу других предпочтений потребителей.

По итогам января-апреля 2017 года импорт снизился (-19,3% г/г), что мы связываем с углублением локализации. Дальнейшие процессы в данном направлении, скорее всего, будут наблюдаться. В частности, Минпромторг высказал мнение о том, что в программы поддержки автопрома должны включаться модели, удовлетворяющие определенным уровням локализации. Объемы экспорта новых автомобилей продолжают расти: за первые четыре месяца 2017 года поставки за рубеж выросли на 21,5% г/г.

В начале 2017 года наблюдался рост цен производителей на новые автомобили в силу того, что они компенсировали издержки, связанные с ослаблением рубля

в 2016 году (Рисунок 29). Данный рост отразился и на уровне средних потребительских цен на новые автомобили, собранные на территории РФ. Наибольшее увеличение потребительских цен происходило в начале года. Однако, по данным Росстата, рост средних потребительских цен на новые автомобили в последний месяц замедлился. Таким образом, с начала текущего года рост потребительских цен на автомобили отечественных марок составил 4,0%, а на собранные в России иностранные марки – 1,6%.

**Рисунок 29. Динамика цен потребителей и производителей на новые легковые автомобили, сезонность устранена, янв. 2013 г.=100%**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В структуре потребительских расходов населения в 2017 году доли нового легкового отечественного автомобиля и легкового автомобиля иностранной марки, собранного на территории РФ, составляют 0,72% и 1,65% соответственно. В совокупности это сравнительно небольшой вклад в ИПЦ, поэтому незначительный рост потребительских цен в апреле 2017 года не должен создать риски повышения инфляции в целом по РФ в дальнейшем.

Тем не менее, в некоторых субъектах РФ (Центральный и Приволжский ФО) темпы роста цен на автомобили превышают среднероссийский показатель. Эти регионы отличаются наибольшими продажами автомобилей на душу населения. Здесь же в последние месяцы наблюдается увеличение продаж и в абсолютном выражении. Ускоренный рост цен может быть обусловлен восстановлением потребительской активности, что повышает риски роста инфляции для данных регионов.

### 1.2.7. Снижение уровня безработицы временно замедлилось из-за холодного мая

- Снижение уровня безработицы в мае временно замедлилось из-за неблагоприятных погодных условий, которые не позволили сезонным работникам приступить к работе в положенный срок.
- Годовые темпы роста реальных зарплат продолжили восстановление в связи с замедлением инфляции, однако в ближайшие месяцы он может прекратиться.
- Тем не менее, текущая динамика заработных плат должна способствовать постепенному повышению потребительской активности.

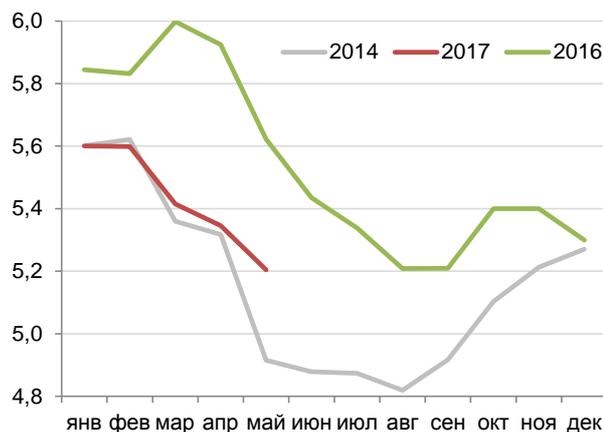
По данным Росстата в мае уровень безработицы снизился по сравнению с апрелем с 5,35% до 5,2%. Вместе с тем сезонно сглаженный уровень безработицы, наоборот, повысился до 5,27% с 5,14% в предыдущем месяце (Рисунок 30). Более медленное по сравнению с обычной сезонностью снижение уровня безработицы в мае (Рисунок 31) могло быть вызвано холодной погодой, которая привела к тому, что многие сезонные работники, преимущественно связанные с сельским хозяйством, не приступили к работе в положенный срок.

Рисунок 30. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Внутригодовая динамика уровня безработицы (без сезонного сглаживания)

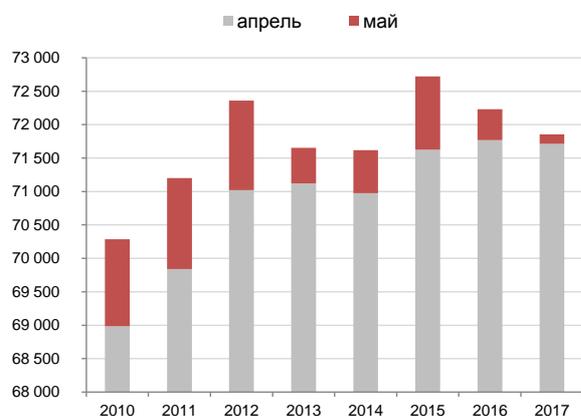


Источники: Росстат

То, что сезонные работники вовремя не приступили к работе, подтверждает динамика занятости прошлых лет. В мае по сравнению с апрелем, как правило, численность занятого населения существенно возрастает – в среднем на 1 млн. человек в связи с началом весенних работ (Рисунок 32). В текущем году прирост составил всего 142 тыс. человек, что существенно меньше значений предыдущих

периодов. Это может говорить о том, что в мае основная часть населения не приступила к сезонным работам.

**Рисунок 32. Численность занятого населения в апреле и мае, тыс. чел.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 33. Уровень занятости и безработицы (сезонность устранена), %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Из-за неблагоприятных погодных условий часть сезонных работников в мае была отнесена к безработным, а не к занятым. Это отразилось, в том числе, на уровне занятости, который опустился с 65,6% до 65,3% (Рисунок 33). В связи со смещением цикла сезонных работ, мы ожидаем, что по результатам следующего отчетного месяца ситуация нормализуется.

**Рисунок 34. Темп роста номинальных и реальных заработных плат в годовом выражении, % г/г**



Источники: Росстат

В апреле годовые оценки темпа роста номинальной и реальной зарплаты были улучшены, с 6,7% и 2,5% до 8,0% и 3,7%, соответственно. Предварительные оценки за май показывают, что номинальные и реальные зарплаты выросли на 7,9% и 3,7% г/г – такой темп роста в последний раз наблюдался в марте 2014 года

(Рисунок 31). Мы видим, что сформировался устойчивый тренд роста реальных зарплат, связанный с замедлением инфляции.

Номинальные зарплаты на протяжении последнего года растут в среднем на 8%. В связи с тем, что дальнейшее замедление роста цен маловероятно в связи с краткосрочными инфляционными рисками, а выраженного тренда к ускорению роста номинальных зарплат пока не наблюдается, мы не ожидаем ускорения роста заработных плат в реальном выражении на горизонте ближайших месяцев. Тем не менее, стоит подчеркнуть, что обозначенные выше текущие темпы роста заработных плат создают предпосылки для постепенного повышения потребительской активности.

### **1.2.8. Недоиспользование рабочей силы снижается**

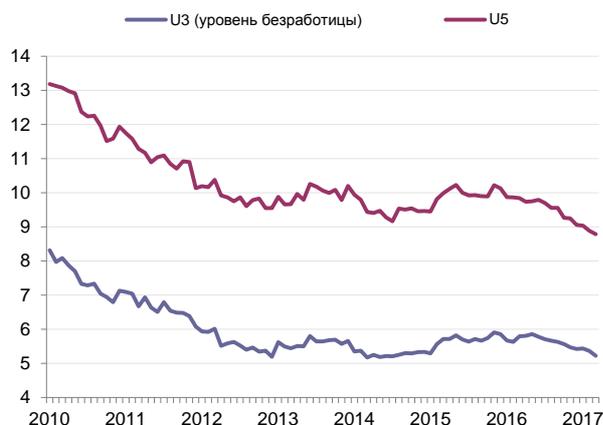
- Расширенные показатели безработицы в I квартале снижались быстрее, чем стандартный показатель уровня безработицы.
- Опережающее снижение показателей недоиспользования рабочей силы говорит о потенциале для ускорения роста заработных плат.
- Занятость по найму в формальном секторе продолжает расти за счет малых предприятий и микропредприятий.

Обследование рабочей силы за I квартал 2017 года еще раз подтвердило значительное улучшение ситуации на рынке труда. Расширенный показатель безработицы U5 продолжил снижение, причем опережающими темпами по отношению к стандартному показателю (Рисунок 35)<sup>10</sup>. Снижение произошло благодаря значительному сокращению численности экономически неактивного населения, которые не ищут работу, но могли бы к ней приступить. В целом, если стандартный показатель уровня безработицы идет «по графику» 2014 года, когда был достигнут его исторический минимум, то расширенный показатель безработицы находится даже ниже значений 2014 года (Рисунок 36)

Снижение показателей недоиспользования рабочей силы говорит о росте спроса на труд по мере восстановления экономической активности. Возможность увеличивать количество рабочих часов (используемого труда) без привлечения новых работников могла быть в определенной степени сдерживающим фактором роста заработных плат. Исчерпание этого ресурса может усилить конкуренцию за кадры на рынке труда и, как следствие, привести к ускорению роста заработных плат.

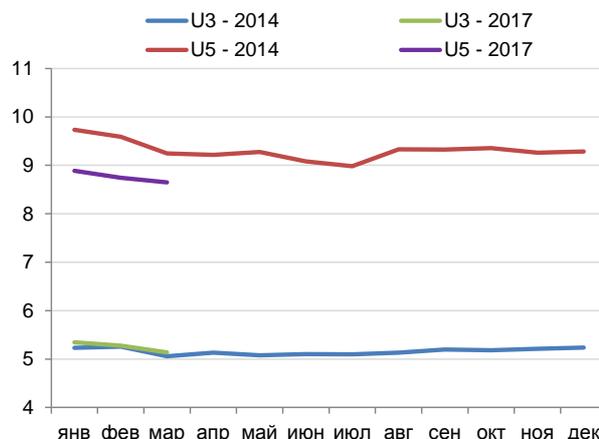
<sup>10</sup> Расчет показателей скорректирован из-за изменения методологии Росстата (см. подробнее врезку «Об изменении методологии расчета показателей занятости и безработицы»).

**Рисунок 35. Уровень безработицы (сезонность устранена), %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 36. Динамика уровней безработицы в 2014 и 2017 годах, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Следует отметить, что дальнейший анализ возможных структурных изменений в динамике численности экономически активного населения в России в данный момент осложняется изменениями в методологии Росстата (см. бокс «Об изменении методологии расчета показателей занятости и безработицы»).

#### **Об изменении методологии расчета показателей занятости и безработицы**

С 2017 года вступила в силу Официальная статистическая методология формирования системы показателей трудовой деятельности, занятости и недоиспользования рабочей силы, рекомендованная 19-ой Международной конференцией статистиков труда.

Согласно Резолюции I (пункт 22) из категории занятых была исключена группа лиц, занимающихся трудовой деятельностью по производству товаров и услуг для собственного использования, определяемая как все лица в обследуемом возрасте, которые в течение короткого учетного периода осуществляли любую деятельность, связанную с производством товаров или оказанием услуг для собственного конечного использования. Это коснулось, прежде всего, статистики занятых на собственном производстве в домашнем хозяйстве (Рисунок 37). Если до 2017 года в категорию занятых зачислялись все занятые в домашнем хозяйстве, то теперь в нее попадают только те, кто преимущественно производит товары и оказывают услуги за плату или прибыль. Те, кто производит продукцию преимущественно для собственного потребления или потребления членами семьи, стали относиться к категории экономически неактивного населения.

Еще одним нововведением стало изменение обследуемой Росстатом возрастной категории с 15-72 лет на «старше 15 лет» (Рисунок 38). Это привело к росту показателя рабочей силы всего на 0,2%, так как уровень участия в рабочей силе в возрасте старше 72 лет составляет всего 1-2%. Для стандартного показа-

теля безработицы Росстат продолжает рассчитывать ряд по возрастам 15-72 лет, а для всех остальных показателей в обследовании рабочей силы – нет.

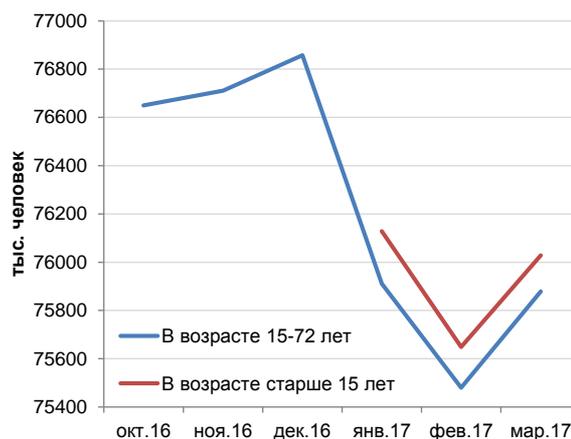
Изменение методологии в части учета занятости в домашнем хозяйстве не позволяет сравнивать напрямую часть статистики 2017 года с предыдущими периодами. Актуально это, прежде всего, для расширенного показателя безработицы U6, так как довольно большая часть населения, занятая в домашнем хозяйстве, попадает в категорию занятых менее 30 часов в неделю.

**Рисунок 37. Численность занятых по основному месту работы**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 38. Численность рабочей силы**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

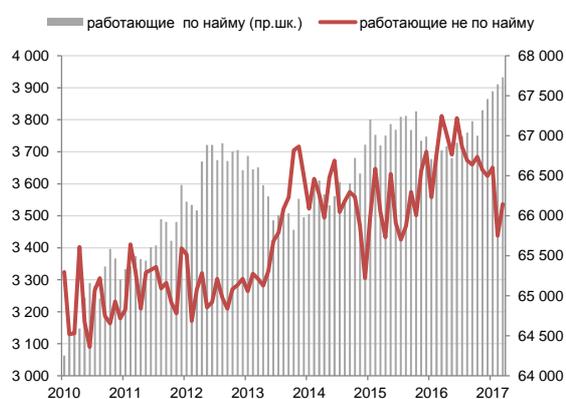
Последующие расчеты рассматриваемых нами показателей приведены с учетом поправки на численность занятых в домашних хозяйствах (были исключены из всего временного ряда). Сопоставление данных 2017 года с предыдущими периодами позволяет сделать вывод, что в I квартале текущего года по сравнению с IV кварталом 2016 года не произошло резкого падения уровня экономической активности населения. Сезонно сглаженный показатель сократился незначительно – всего на 0,1% и в среднем за квартал составил 67,8% (Рисунок 39).

**Рисунок 39. Уровень экономической активности населения, %.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

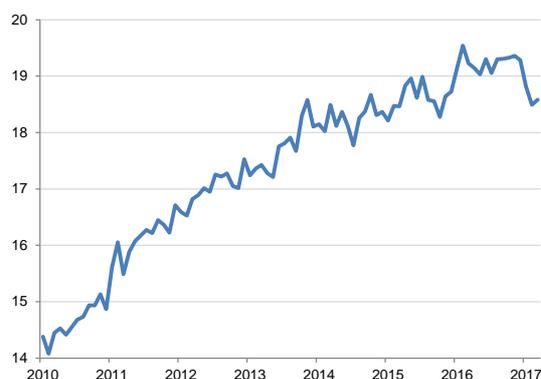
**Рисунок 40. Численность работающих по найму и не по найму, тыс. чел.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В I квартале 2017 года произошло небольшое сокращение численности занятого населения, что объясняется падением числа работающих не по найму. При этом достаточно сильно выросла численность работающих по найму (Рисунок 40). Одновременно с этим уровень неформальной занятости к марту опустился более чем на 0,5 п.п. по сравнению с концом прошлого года (Рисунок 41).

**Рисунок 41. Неформальная занятость (сезонность устранена), %**



*Источники: Росстат, расчеты ДИП.*

С учетом того, что в неформальном секторе преобладает наемный труд, то можно сделать вывод, что в первом квартале рост наемного труда пришелся в основном на формальный сектор. При этом, как свидетельствуют ежемесячные данные, происходит снижение среднесписочной численности занятых на крупных и средних предприятиях, поэтому рост числа наемных работников приходится в основном на малые и микропредприятия, индивидуальных предпринимателей.

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

#### **1.3.1. Оснований для пересмотра темпов нормализации политики ФРС и ЕЦБ пока нет**

- ФРС США повысила ставку федеральных фондов на 0,25пп на июньском заседании, но старт программы сворачивания QE и более слабая динамика инфляции пока не стали поводом для отказа от еще одного повышения ставки до конца 2017 года.
- Уверенный экономический рост еврозоны пока не приводит к устойчивому нарастанию инфляционного давления – ЕЦБ не ожидает достижения таргета по инфляции на протяжении ближайших трех лет

- Рекордно низкая норма сбережений перестала обеспечивать уверенный рост экономики Великобритании. В то же время инфляция превысила ожидания Банка Англии, увеличивая разногласия в комитете по монетарной политике.
- Ухудшение экономических показателей Китая в апреле не получает развития: поддержка со стороны внешнего спроса усиливается, а внутренний спрос выше ожиданий, в том числе благодаря возврату поддержки со стороны бюджета.

### **США: более слабая инфляция и вероятный старт сворачивания баланса ФРС США не изменили прогнозируемую траекторию повышения ставки**

На заседании 13-14 июня ФРС повысила ставку федеральных фондов на 0,25 пп. до 1,0-1,25% годовых, как и ожидалось. Обновленные прогнозы ФРС, по-прежнему, предполагают еще одно повышение ставки до конца текущего года и три повышения по 0,25пп в следующем году. Кроме того, ФРС подтвердила намерение начать сокращение баланса в текущем году. Первоначально сокращение баланса будет происходить темпами 10 млрд долл./мес.: на 6 млрд долл./мес. – сокращение объемов реинвестирования по портфелю казначейских госбумаг и на 4 млрд долл./мес. – по ипотечным бумагам. Предполагается, что каждый квартал эта величина будет повышаться на 10 млрд долл., пока не достигнет 50 млрд. долл./месяц. Отметим, что начальная скорость сворачивания QE оказалась ниже, чем прогнозировали многие аналитики. Это снижает вероятность негативного шока на рынках и необходимость в приостановке цикла повышения ставок. Возможно, именно поэтому медианный прогноз динамики ставки федеральных фондов в июне не претерпел изменений (Рисунок 42).

В мае потребительская инфляция продолжила замедляться. ИПЦ замедлился с 2,2% г/г до 1,9% г/г – минимума 2017 года, БИПЦ – с 1,9% г/г до 1,7%г/г – минимума с июня 2015 года, базовый дефлятор потребительских расходов – с 1,5% г/г до 1,4% г/г – 17-месячного минимума (Рисунок 43). Помимо негативного вклада энергетической компоненты, замедление роста цен отмечено по широкому кругу непродовольственных товаров и услуг, которое все сложнее интерпретировать как временное явление. Пока ФРС признала только рост рисков недостижения уровня инфляции, прогнозируемого в мартовском прогнозном раунде. По итогам июньского заседания ФРС США прогноз по инфляции на конец 2017 года был понижен с 1,9%г/г до 1,7%г/г при том, что уровень безработицы остался ниже равновесного уровня. Таким образом, последние слабые данные по инфляции пока не сказались на прогнозируемой траектории нормализации денежно-кредитной политики ФРС США. В то же время, исходя из динамики фьючерсов, вероятность еще одного повышения ставки к концу 2017 года практически не изменилась с периода до июньского заседания и немного превышает 50%.

**Рисунок 42. Макроэкономические прогнозы ФРС США, (медиана)**

	2017		2018		2019		LR	
	июнь	март	июнь	март	июнь	март	июнь	март
ВВП, % г/г	2.2	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	1.8	1.8
Безработица, %	4.3	4.5	4.2	4.5	4.2	4.5	4.6	4.7
Базовая инфляция, % г/г	1.7	1.9	2	2	2	2		
Ставка федеральных фондов, %	1.4	1.4	2.1	2.1	2.9	3	3	3

Источник: ФРС США

**Рисунок 43. Динамика инфляции, % г/г**

Источники: Bloomberg Finance L.P.

### **Еврозона: первые признаки нарастания инфляционного давления при понижении ЕЦБ траектории инфляции на ближайшую трехлетку.**

На заседании 8 июня Управляющий совет директоров ЕЦБ сохранил основные параметры проводимой денежно-кредитной политики неизменными. Единственное изменение – исключение из пресс-релиза слов о возможности дальнейшего снижения ключевой ставки как отражение улучшения самочувствия европейской экономики. М. Драги признал, что риски дефляции больше не угрожают экономике еврозоны, а риски для экономического роста стали более сбалансированными.

Однако главной проблемой ЕЦБ остается низкая инфляция, которая несмотря на ускорение экономической активности и рост оптимизма, неохотно демонстрирует признаки ускорения. Эта проблема нашла отражение и в пересмотре ЕЦБ макроэкономических прогнозов. Несмотря на повышение темпов роста ВВП на 0,2 пп в 2017 г. и на 0,1 пп в 2018-19 гг., прогноз по инфляции был пересмотрен вниз (Рисунок 44). Правда, понижение прогноза также отражает негативный вклад более низкой траектории цен на нефть и более крепкого курса евро.

Инфляция в июне, по предварительной оценке, замедлилась с 1,4% г/г до 1,3% г/г из-за замедления роста энергетической компоненты с 4,5% г/г до 1,9% г/г. В то же время базовый ИПЦ вырос с 0,9% г/г до 1,1% г/г (Рисунок 45). Однако, это стало отражением ускорения базовой инфляции в Германии (с 1,4 до 1,5% г/г). Возможно, именно его имел в виду М. Драги, говоря о появлении признаков нарастания инфляционного давления, которые рынок истолковал как сигнал о скором начале сворачивания QE. Тем не менее, для более решительных действий со стороны ЕЦБ, в соответствии с более ранними заявлениями М. Драги, необходимо чтобы инфляция достигла 2% г/г и устойчиво оставалась на этом уровне во всех странах еврозоны. В пользу отказа от спешки с началом сворачивания QE говорит и слабое восстановление рынка труда. По мнению М. Драги, текущий уровень безработицы

(9,3%) плохо отражает реальную ситуацию, так как обеспечен ростом частичной и временной занятости.

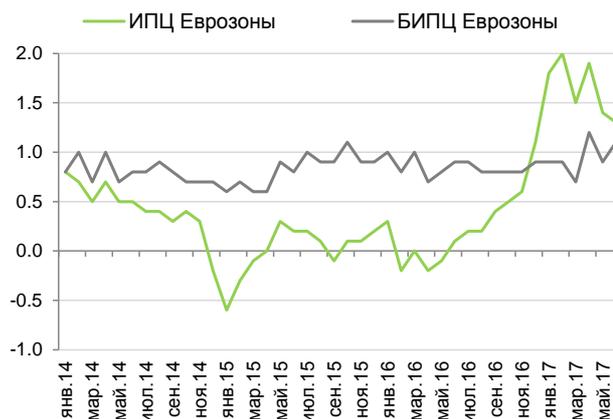
Рост ВВП в I квартале 2017 года был пересмотрен вверх до +0,6% к/к, что означает ускорение экономики относительно IV квартале 2016 года. Драйвер роста – внутренний спрос, и рост инвестиций. Опережающие индикаторы указывает на то, что рост ВВП во II квартале 2017 года может достигнуть 0,6-0,7%к/к.

**Рисунок 44. Макроэкономические прогнозы ЕЦБ**

	2017		2018		2019	
	июнь	март	июнь	март	июнь	март
Цены на нефть	51.6	56.4	51.4	56.5	51.5	55.9
USD/EUR	1.08	1.07	1.09	1.07	1.09	1.07
ВВП, %г/г	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
Инфляция, %г/г	1.5	1.7	1.3	1.6	1.6	1.7
Безработица, %	9.4	9.4	8.8	8.9	8.3	8.4

Источник: ЕСВ

**Рисунок 45. Динамика инфляции в еврозоне, % г/г**

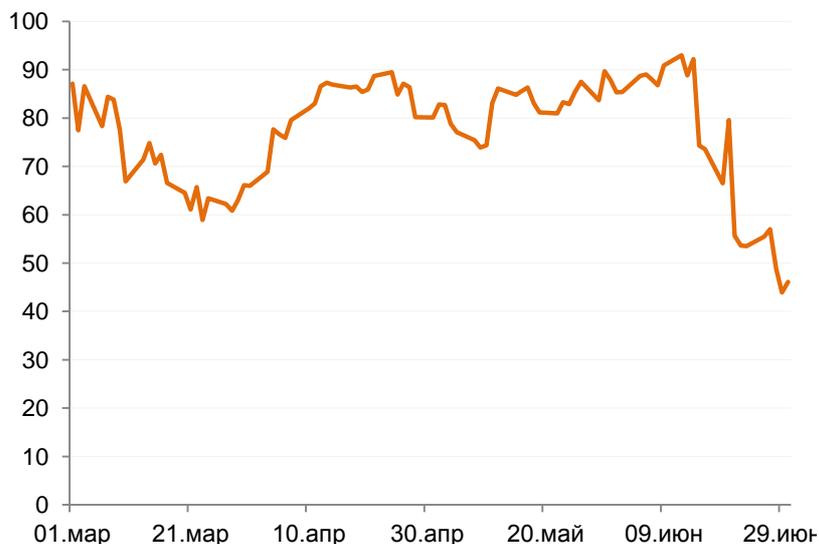


Источник: Bloomberg Finance L.P.

### Великобритания: разногласия о динамике ключевой ставки нарастают

Банк Англии сохранил параметры проводимой денежно-кредитной политики неизменными по итогам заседания 15 июня. Члены комитета признали, что ускорение инфляции оказалось большим, чем ожидалось. Напомним, инфляция в мае ускорилась до 2,9% г/г и, вполне вероятно, превысит 3% в ближайшие месяцы. Это приводит к нарастанию разногласий в комитете. На последнем заседании решение о сохранении ставки неизменной было достигнуто слабым большинством: 5 против 3 голосов. Рынок отреагировал на это переоценкой вероятности повышения ставки до 0,5% до конца 2017 года (Рисунок 46). К этому фактору добавилось выступление М. Карни в конце июня о возможности ужесточения монетарной политики до конца 2017 года в случае, если инвестиционная активность поможет компенсировать слабый потребительский спрос.

**Рисунок 46. Вероятность сохранения ключевой ставки на уровне 0,25% до конца 2017 года, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Ускорение инфляции целиком вызвано ослаблением фунта стерлингов, компенсировать который мерами монетарной политики Банк Англии считает нецелесообразным из-за высоких издержек для экономического роста и доходов. В майском отчете по инфляции Банк Англии говорил о том, что стабилизировать инфляцию позволит слабость экономического роста. Однако в июньском пресс-релизе по итогам заседания отмечено, что продолжившийся рост занятости говорит о том, что этот механизм сдерживания инфляции уходит из распоряжения регулятора, что может снизить его «терпение» к инфляции, превышающей цель.

Банк Англии повысил контрциклический буфер капитала с 0 до 0,5%. Марк Карни также заявил о намерении повысить норматив еще на 0,5 пп в ноябре, на следующей встрече Комитета по финансовой политике. В обзоре финансовой стабильности, опубликованном на неделе, также отмечаются риски необеспеченного роста розничного кредитования. В частности, автокредиты росли темпом 10,3% в среднем за прошлый год, а номинальные доходы – 1%. В результате, розничное кредитование станет объектом стресс-теста, по результатам которого могут быть введены дополнительные макропруденциальные меры.

Тереза Мэй обеспечила себе большинство в парламенте, сформировав, как и ожидалось коалицию с Юнионистской партией Северной Ирландии в обмен на ряд привилегий последней. Тем не менее, ситуация «подвешенного парламента» успела негативно повлиять на настроения. Потребительская уверенность в июне опустилась до уровней июля 2016 года – первых оценок после референдума по Brexit. Кроме того, статистические данные указывают на продолжение падения нормы сбережений домохозяйств (достигнут исторический минимум – 1,7%) при продолжении падения реальных располагаемых доходов третий квартал подряд. Между

тем, даже такое сокращение сбережений оказывается неспособным поддержать рост ВВП на прежних уровнях. ВВП, по окончательной оценке, вырос на 0,2%к/к в 1 кв. 2017 (+0,5% в 3 кв. 2016 и +0,7%к/к в IV квартале 2016 года), и по оценке NIESR, остался на этом уровне в марте-мае.

### Китай: экономический рост стабилен

Ухудшение экономических показателей Китая в апреле не получает развития. В июне официальный PMI в обработке и прочих секторах вернулся к мартовским уровням, Caixin PMI находится выше уровней апреля (Рисунок 47).

Рисунок 47. Показатели PMI Китая



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 48. Показатели внешней торговли Китая



Источник: Bloomberg Finance L.P.

На фоне улучшения внешнеэкономической конъюнктуры продолжает расти поддержка со стороны внешнего спроса. В мае рост экспорта усилился до 8,7% г/г (в апреле – 8,0% г/г), причем активизация произошла по всем географическим направлениям (Рисунок 48). Рост экспортных заказов продолжает опережать рост внутренних заказов.

Внутренний спрос также превосходит ожидания. Рост импорта усилился до 14,8% г/г (11,9% г/г в апреле) (Рисунок 48). Этому в том числе способствовал возврат поддержки со стороны бюджета: рост расходов в мае составил 9,2% г/г при бюджетном дефиците (в апреле рост расходов 3,8% г/г при профиците бюджета).

Темпы роста промышленного производства и розничных продаж сохранились на апрельских уровнях 6,5 и 10,7% г/г, что ниже значений марта, но выше наблюдавшихся большую часть 2015-2016 годов (Рисунок 49). Рост инвестиций замедлился, но умеренно, до 7,8% г/г (в апреле – 8,1% г/г): снижение государственных инвестиций в значительной мере компенсировалось активизацией частных (Рисунок 50). При этом отметим переход к замедлению роста инвестиций в строительстве. Падение темпов роста продаж недвижимости (-14,3% г/г за январь-май) и ужесточение доступа к финансированию оказывают дестимулирующий эффект на девелоперов.

**Рисунок 49. Темпы роста макро показателей Китая**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 50. Инвестиции в основной капитал в Китае**



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

В мае, по нашим оценкам, ускорился темп роста совокупного кредитования в Китае до 14,3% г/г (в апреле – 13,9% г/г): ускорился рост кредитования частного сектора, а темп роста теневого финансирования достиг темпа роста официального (Рисунок 51). Показатель не дает полную картину с динамикой кредитования в Китае, но позволяет предположить, что процесс делевереджинга происходит невысокими темпами.

Чистый отток капитала из Китая замедляется. Этому способствует улучшение ожиданий агентов относительно экономической ситуации в стране, а также меры по ужесточению контроля за оттоком капитала с одновременным ослаблением барьеров для притока в страну иностранных инвестиций. Золотовалютные резервы Китая прибавили относительно январского минимума более 50 млрд, составив на конец мая 3054 млрд долл. По нашим оценкам, основную роль в этом играет курсовая переоценка, но Народный банк Китая (НБК) также осуществляет небольшие покупки валюты (Рисунок 52), чему благоприятствует стабильный курс юаня относительно доллара США, который первостепенен для экономических агентов в Китае.

**Рисунок 51. Динамика кредитования в Китае**



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

**Рисунок 52. Золотовалютные резервы Китая и валютные интервенции НБК**



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

### **1.3.2. Июньское решение Банка России не оказало видимого влияния на динамику российских финансовых рынков**

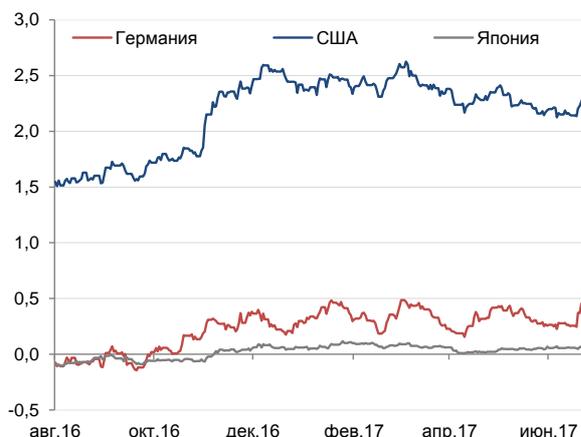
- Последняя неделя июня отметилась распродажей на рынке гособлигаций развитых стран, которая задела и активы развивающихся стран...
- ...однако спрос на последние остается высоким, о чем свидетельствуют успешность размещений длинных облигаций Аргентины и России.
- Доллар США снизился до минимального уровня с конца сентября 2016 года из-за изменения ожиданий (скорее всего преждевременного) относительно перехода ЕЦБ к нормализации политики и дальнейшего снижения вероятности запуска масштабной программы стимулирования экономики США
- Российский рынок негативно отреагировал на снижение нефтяных цен и рост вероятности ужесточения международных санкций. На этом фоне решение Банка России снизить ключевую ставку на 25 б.п. до 9.0% не оказало видимого влияния на динамику рынка.

### **Глобальные рынки**

Последняя неделя июня перевернула складывавшуюся до этого стабильную динамику доходностей гособлигаций развитых стран (Рисунок 53). Причиной резкого роста доходностей стали комментарии глав ЕЦБ, Банка Англии и Банка Канады относительно инфляции и дальнейших решений по ставкам, которые были восприняты инвесторами как «ястребиные». Фронтальное повышение доходностей в развитых странах сказалось и на динамике гособлигаций в странах с формирующимися рынками, как в местной, так и в иностранной валютах. При этом чистый приток средств в фонды облигаций развивающихся стран не прекращается уже 22 недели подряд (Рисунок 56) и спрос на активы развивающихся стран по-прежнему высок. Например, Аргентина смогла разместить 100-летние суверенные еврооблигации с доходностью 7,9% годовых. Успешное размещение ультрадлинных облигаций заемщика, который в недалеком прошлом не исполнял свои обязательства, говорит о продолжающейся «охоте» на высокие доходности облигаций развивающихся стран.

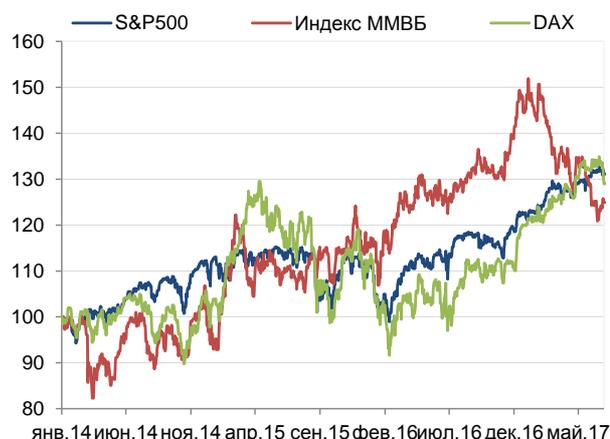
Еще одним последствием сделанных главой ЕЦБ заявлений стало резкое укрепление евро к доллару, которое привело к дальнейшему снижению индекса доллара США до уровня конца сентября прошлого года (Рисунок 55). При этом в середине месяца, после решения ФРС о повышении ставки на 25 б.п. и сохранении планов дальнейшей нормализации политики, доллар подрастал. Очередная неудачная попытка провести голосование по новому закону о здравоохранении также давила на доллар, уменьшая и без того сильно снизившиеся перспективы запуска Д. Трампом новых масштабных стимулирующих мер.

**Рисунок 53. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 54. Индексы акций в локальной валюте (1 января 2014 года=100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

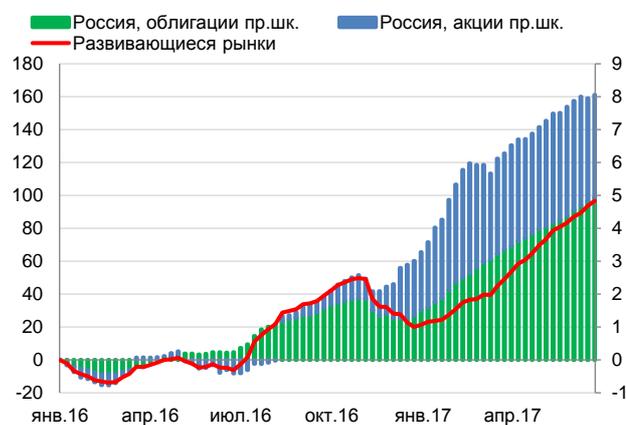
Многие инвесторы восприняли движение на рынке облигаций как знак окончания периода ультранизких ставок, что привело к небольшому снижению в последнюю неделю и на рынках акций. До этого большинство ключевых индексов акций как развитых, так и развивающихся стран находились близко к максимальным историческим уровням (Рисунок 54), а показатели волатильности (например, VIX) в середине июня достигали минимальных уровней двух десятилетий.

Скорее всего, реакция на заявления глав центробанков в конце июня, особенно М. Драги, была излишней и слишком резкой. В ближайшее время ЕЦБ вряд ли будет предпринимать какие-то действия по нормализации своей политики. Резкое укрепление евро может стать фактором, препятствующим ускорению инфляции. Следовательно, если динамика рынков, наблюдавшаяся в конце июня, сохранится, регуляторы будут пытаться откорректировать рыночные ожидания своими комментариями.

**Рисунок 55. Динамика курсов валют (январь 2016 г. = 100)**



**Рисунок 56. Притоки средств в инвестиционные фонды, накопленным итогом с начала 2016 года, млрд долл. США**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Источник: EPFR

\* Рост означает укрепление доллара США к другим валютам

## Российские рынки

В июне динамика российских рынков была неоднородной. По итогам месяца доходности ОФЗ на коротком конце кривой снизились, а на длинном немного выросли (Рисунок 57). При этом внутри месяца наблюдались достаточно сильные движения и вверх, и вниз (Рисунок 58), особенно на длинном конце кривой. В середине месяца доходности начали расти из-за повышения рисков ввода новых финансовых санкций со стороны США и резкого снижения цены нефти. На этом фоне решение Банка России о снижении ключевой ставки на 25 б.п. до 9,0% не оказало сильного влияния на рыночную динамику.

Спрос на российские активы остается высоким, о чем говорят результаты удачного размещения суверенных еврооблигаций РФ на 10 и 30 лет с купонами 4,25% и 5,25% годовых, спрос на которые более чем в два раза превысил объем выпусков. В целом по данным JP Morgan российские заемщики с начала года привлекли более 17 млрд. долл. через еврооблигации по сравнению с 15,2 млрд. за весь прошлый год. Удачная рыночная конъюнктура и большой спрос на активы развивающихся стран позволяют российским заемщикам подготовиться к предстоящему в ближайшие годы пику выплат по еврооблигациям.

Рисунок 57. Динамика процентных ставок, %

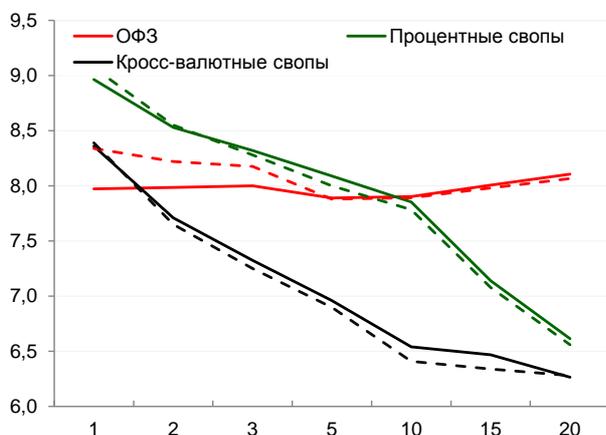


Рисунок 58. Динамика доходности рублевых облигаций, %



Источник: Московская Биржа, Bloomberg Finance L.P.

\* 30/06/17 – сплошная линия

31/05/17 – пунктирная линия

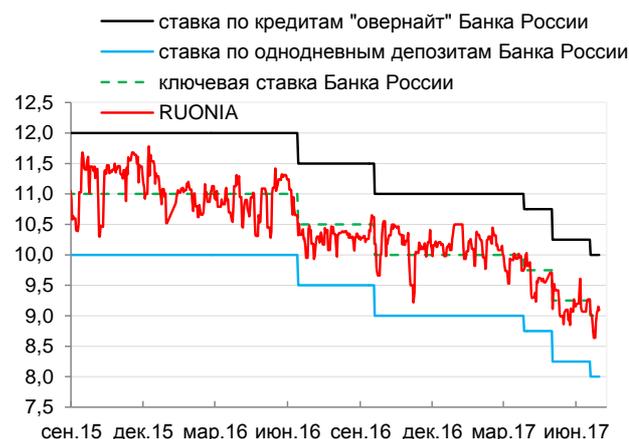
**Рисунок 59. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Источник: Cbonds.

**Рисунок 60. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

### 1.3.3. Перспективы балансировки нефтяного рынка ухудшились

- В июне продолжилось снижение нефтяных цен на фоне снижения веры инвесторов в возможность достижения цели соглашения ОПЕК+ по приведению нефтяных запасов ОЭСР к пятилетнему среднему.
- Если риски ухудшения прогноза роста спроса умеренные и, прежде всего, сосредоточены в Индии, где в I квартале рост потребления нефтепродуктов остановился на фоне мер властей по демонетизации экономики...
- ...то риски со стороны предложения высокие и растут: следование квотам соглашения ОПЕК+ снижается из-за уменьшения поддержки Саудовской Аравией и неспособности сократить добычу Казахстаном, существенно восстановилась добыча в Ливии и Нигерии и продолжается расширение активности в США...
- ...хотя и замедляющимися темпами на фоне циклического восстановления издержек и формирования тренда на снижение эффективности бурения.

За июнь цены товаров и металлов изменились разнонаправленно (Рисунок 61, Рисунок 62). Индекс сырьевых товаров Bloomberg незначительно снизился. Нефтяные цены продолжили снижение, потеряв еще 5%, а в третьей декаде месяца вре-

менно опускались до уровня периода, предшествующего соглашению ОПЕК об ограничении добычи нефти.

**Рисунок 61. Цены на основные товары (январь 2014 года = 100)**



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

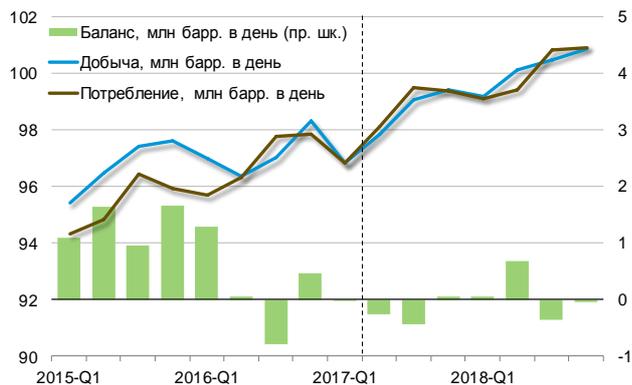
**Рисунок 62. Цены на основные металлы (январь 2014 года = 100)**



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

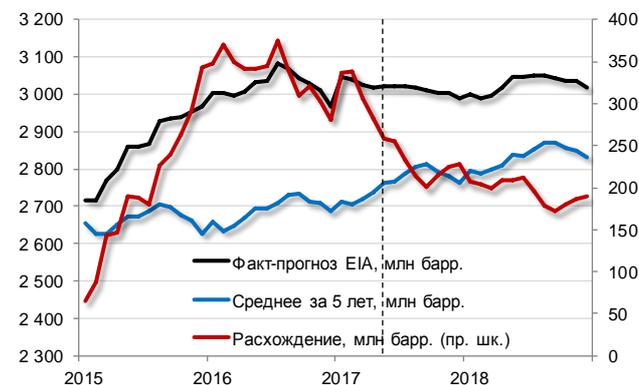
В основе слабой динамики нефтяных цен лежат возросшие риски не достижения цели соглашения ОПЕК+ по приведению коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР к пятилетнему среднему уровню. Так, Управление энергетической информации США (EIA) прогнозирует дефицит на рынке жидкого топлива в течение II-III кварталов 2017 года (Рисунок 63), что позволит сократить разрыв между фактическим уровнем запасов в странах ОЭСР и его пятилетней средней величиной до 200 млн баррелей<sup>11</sup> (Рисунок 64). Однако в дальнейшем рынок может вернуться к состоянию излишка, а во II квартале 2018 года излишек может оказаться даже большим чем перед началом действия соглашения ОПЕК+, не смотря на закладываемое EIA продление действия соглашения<sup>12</sup>.

**Рисунок 63. Прогноз EIA основных показателей рынка жидкого топлива**



Источник: EIA.

**Рисунок 64. Оценки EIA динамики совокупных коммерческих запасов в странах ОЭСР**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

<sup>11</sup> По оценкам EIA, в апреле нефтяные запасы ОЭСР снизились до 282 млн барр., по оценкам ОПЕК – до 251 млн барр., по оценкам Международного энергетического агентства, выросли до 292 млн баррелей.

<sup>12</sup> EIA закладывает новое продление действия соглашения за пределами I квартала 2018 года, но с ростом отклонения участников от квот с конца 2017 года.

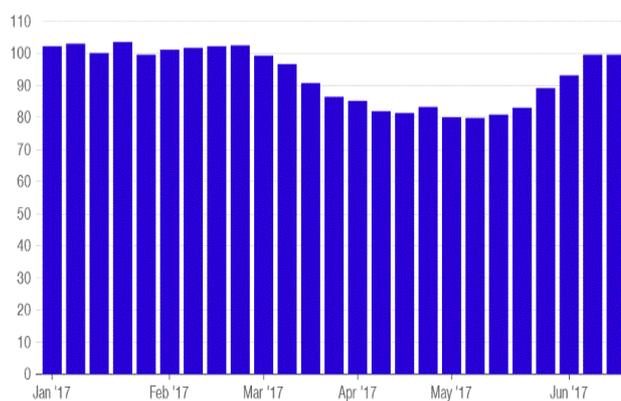
Текущая динамика запасов также оказывает давление на нефтяные цены. Высокочастотные данные по США указывают на рост коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в стране (Рисунок 65), во многом из-за сохраняющегося высоким чистого импорта нефти, а оценки Kpler – на возобновление роста мировых запасов нефти в плавучих танкерах с начала мая (Рисунок 66).

**Рисунок 65. Показатели коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в США**



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

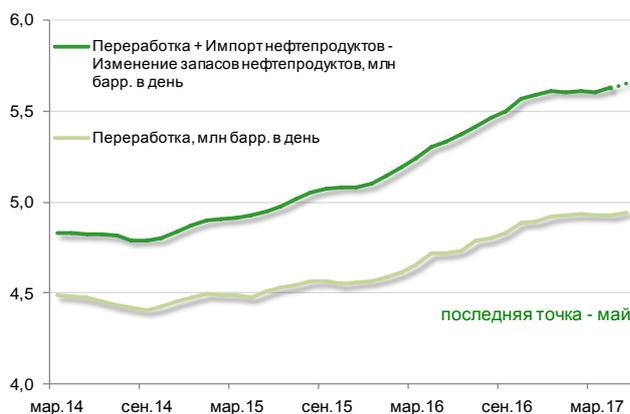
**Рисунок 66. Запасы нефти в танкерах на море (средние за 4 недели), млн барр.**



Источник: Bloomberg Finance L.P. (данные Kpler).

Со стороны спроса мы видим умеренные риски для дальнейшего пересмотра вниз прогноза его роста. Основные риски связаны с Индией. По нашим оценкам, в I квартале рост потребления нефти в этой стране остановился, что можно объяснить мерами властей по демонетизации экономики (Рисунок 67). Однако с апреля рост потребления возобновился на фоне рекордного, по крайней мере, с 2011 года сокращения запасов нефтепродуктов. Схожая динамика потребления наблюдалась и в России (Рисунок 68). Недостаточно сильный и устойчивый для начала сезона автомобильных поездок показатель потребления нефтепродуктов в США (Рисунок 69).

**Рисунок 67. 12-месячные средние показатели переработки и потребления нефти в Индии**



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

**Рисунок 68. 12-месячные средние показатели переработки и потребления нефти в России**



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

В то же время мы видим сильный рост потребления в Китае с конца 2016 года, причем не только конечного (Рисунок 70), но и накопления стратегических запасов

нефти, активизировавшегося, по нашим оценкам, до 0,85 млн барр. в день за январь-май 2017 года. Мы полагаем EIA может недооценивать рост спроса со стороны Китая в 2017 году, даже с учетом ожидаемого замедления роста экономики. Также, по нашим оценкам, в Японии с конца 2016 года замедлилось снижение потребления, и в 2017 году его сокращение может оказаться меньшим, чем прогнозирует EIA.

Основные риски для достижения цели соглашения ОПЕК+ по-прежнему сосредоточены на стороне предложения. Страны ОПЕК, на которые распространено действие соглашения, в целом продолжают ему следовать. По оценкам данных Bloomberg<sup>13</sup>, в июне степень следования стран квотам снизилась до 97% со 111% в мае из-за сокращения дополнительной поддержки со стороны Саудовской Аравии (Рисунок 71). В то же время существенно выросло давление со стороны Ливии и Нигерии, которые, по данным Bloomberg, могут продолжить расширять добычу (Рисунок 72). Включение динамики добычи в Ливии и Нигерии в расчет степени следования стран ОПЕК квотам снижает июньскую оценку до 53% (в мае – 80%). Однако нам представляется, что дальнейший существенный рост добычи в Ливии и Нигерии маловероятен. По мнению аналитиков, это потребует значительных капиталовложений, особенно в Ливии. Более того, анализ динамики их добычи за последние три квартала позволяет видеть неустойчивый характер ее восстановления: за ростом следует почти такое же по размеру падение, не смотря на оптимистичные заявления властей обеих стран на протяжении всего времени.

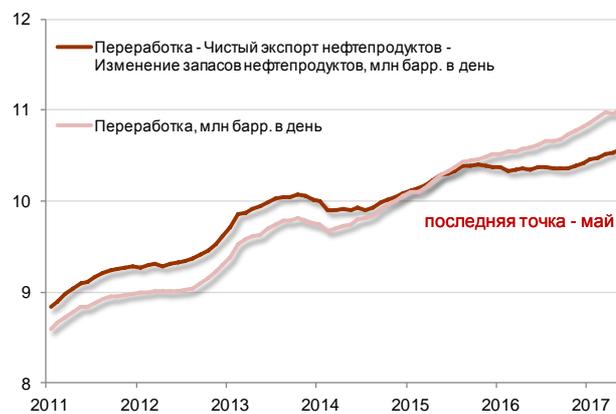
**Рисунок 69. Показатели потребления нефтепродуктов в США**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 71. Отклонение добычи стран ОПЕК<sup>14</sup> от своих квот (“+” показывает сокращение добычи сверх требуемого) (млн барр. в день)**

**Рисунок 70. 12-месячные средние показатели переработки и потребления нефти в Китае**

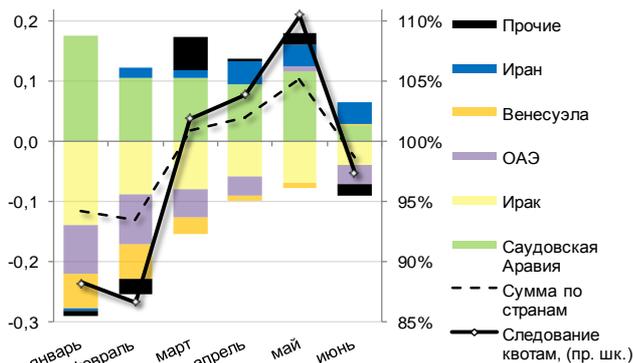


Источники: Bloomberg Finance L.P., Xinhua News Agency, МЭА, расчеты ДИП.

**Рисунок 72. Динамика добычи нефти в Ливии и Нигерии, млн барр. в день**

<sup>13</sup> Более точными считаются данные по добыче, основанные на вторичных источниках и публикуемые в ежемесячных бюллетенях ОПЕК. Здесь мы пользуемся оценками Bloomberg ввиду их большей оперативности.

<sup>14</sup> Учитываются страны, на которые распространены квоты (не включены Ливия и Нигерия).



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



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

Объем добычи нефти в России в июне остался на майском уровне, как и степень следования квоте близкая к 100% (Рисунок 73). Из прочих стран можно отметить высокую степень следования квотам Оманом, Мексикой и Азербайджаном, хотя последними двумя странами – во многом ввиду естественного снижения добычи. При этом растет добыча в Казахстане, из-за чего общая степень следования квотам по указанным странам вне ОПЕК составляет лишь 70%.

Основной угрозой для балансировки нефтяного рынка и значительного снижения запасов остается расширение активности в США: продолжается рост добычи и числа действующих буровых установок (Рисунок 74). Rystad Energy не исключает, что уже в конце 2017 года США превзойдет рекорд по добыче в 10 млн барр. в день 1970 года (EIA ожидает этого события к концу 2018 года).

Однако расширение активности сланцевых компаний США будет сдерживать циклическое восстановление издержек производителей. EIA существенно пересмотрело оценки динамики эффективности добычи, в еще большей степени привязав ее к динамике числа буровых. Рисунок 75 показывает, что взлет эффективности в предыдущие периоды (отмечены зеленым цветом), прежде всего, был связан с уменьшением числа буровых установок: остались наиболее эффективные компании, сместившие свою деятельность в наиболее продуктивные регионы. С августа 2016 года показатель эффективности добычи стабилизировался: эффект от действия циклических факторов (появление новых или возвращение старых игроков с более низкой эффективностью, в менее продуктивные регионы) компенсировался действием структурных факторов (продолжение снижения издержек, в том числе за счет совершенствования технологий<sup>15</sup>). Но с апреля 2017 года вырисовывается тренд на снижение эффективности добычи, прежде всего, в быстрорастущем бассейне Permian: негативные факторы циклического характера перевешивают позитивные структурные изменения. По оценкам Natixis, за 2017-2018 годы рост стоимости услуг сервисных компаний может составить в среднем 14%, что приведет к значительному снижению рентабельности сланцевых проектов (Рисунок 76).

<sup>15</sup> Например, началось использование так называемых супер буровых установок (super-spec rigs), позволяющих бурить скважину в пределах 10 дней, при этом более компактных и мобильных.

**Рисунок 73. Показатели добычи нефти в России**



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

**Рисунок 74. Добыча нефти и число действующих нефтяных буровых установок в США**

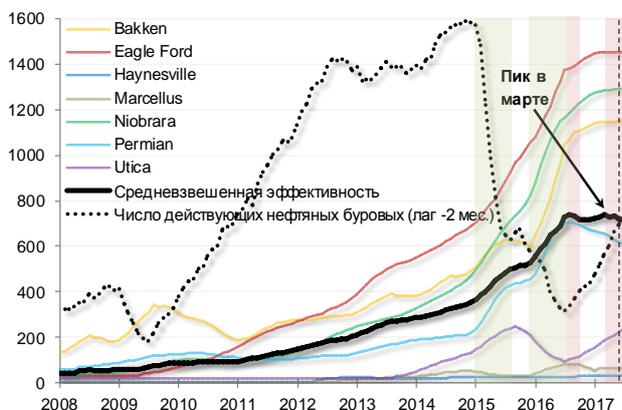


Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA.

Энергетический отчет ФРБ Далласа за II квартал показал начало замедления роста активности нефтегазовых компаний 11-го округа США, где расположены ключевые сланцевые регионы США (Рисунок 77)<sup>16</sup>. Значительно снизился рост капитальных расходов, замедлился рост добычи. Компании отмечают резкий рост неопределенности. При этом продолжается рост бизнес активности сервисных компаний, которые извлекают основную выгоду из восстановления нефтяных цен.

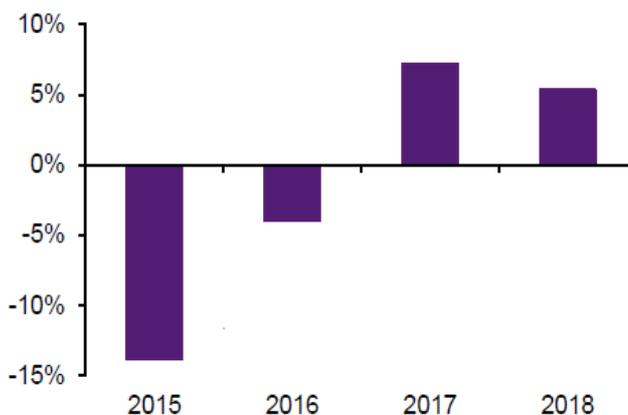
Учитывая указанные риски, инвесторы надеются на меры со стороны стран ОПЕК+ по расширению ограничения добычи. Bloomberg указывает, что в предыдущие периоды изменение квот ОПЕК всегда проходило в несколько этапов (Рисунок 78). Однако пока страны заявляют об отсутствии намерений дальнейшего расширения квот. Высокие риски перевели нефтяной рынок в «медвежью» фазу и будут сдерживать восстановление нефтяных цен в ближайшие кварталы.

**Рисунок 75. Число буровых установок и эффективность добычи нефти в бассейнах США (барр. на буровую установку)**



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

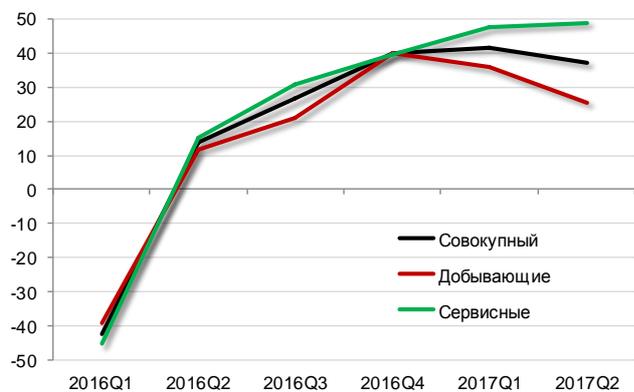
**Рисунок 76. Оценки Natixis изменения стоимости услуг сервисных компаний в США, г/г**



Источник: Natixis.

<sup>16</sup> Включает в себя Техас и прилегающие территории, в том числе бассейн Permian, с совокупной добычей нефти свыше 40% от общей по США и свыше 70% по основным сланцевым бассейнам США.

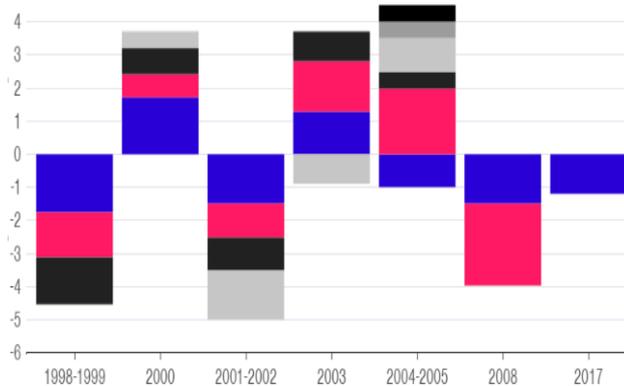
**Рисунок 77. Индекс бизнес активности нефтегазовых компаний 11-го округа США\*, п.п.**



\* Показывает на сколько п.п. доля компаний, указывающих на улучшение активности превышает долю компаний, отмечающих ее ухудшение, к/к.

Источник: ФРБ Далласа.

**Рисунок 78. Изменение квот ОПЕК всегда происходило в несколько этапов, млн барр. в день**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

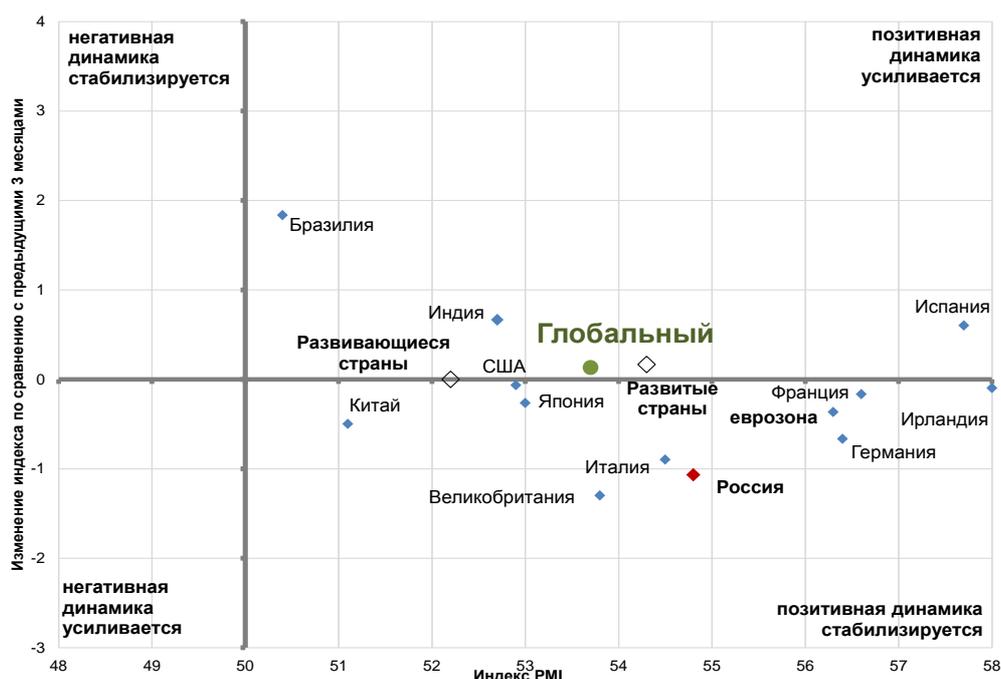
#### 2.1.1. Глобальные PMI: перспективы дальнейшего снижения безработицы в США

Июньские данные по индексам PMI указывают на замедление роста деловой активности в крупнейших развитых странах (Рисунок 79).

Сводный PMI США снизился с 53,6 до 53,0 п.п. в июне, отражая замедление роста деловой активности как в обрабатывающей промышленности (с 52,7 до 52 п.п.), так и в секторе услуг (с 53,6 до 53,0 п.п.). Однако дальнейшие перспективы секторов представляются различными. Рост новых заказов интенсифицировался в июне в секторе услуг, но ослаб в обработке. Более того, опрос компаний сферы услуг отразил рост инфляционного давления в секторе, в том числе из-за роста оплаты труда, но его ослабление в обработке. Однако найм новых сотрудников ускорился в обоих секторах, позволяя ожидать дальнейшего снижения безработицы к отметке 4%.

Сводный PMI еврозоны в июне несколько понизился, с 56,8 до 56,3 п.п., но средний PMI за II квартал 2017 года оказался максимальным за последние шесть лет. Снижение головного показателя исследования – результат замедления роста деловой активности в сфере услуг. В то же время, обрабатывающая промышленность продолжила ускорение в июне (с 57,0 до 57,4 п.п.). Падение цен на нефть понизило инфляционное давление со стороны закупочных цен, что в совокупности оправдывает отсутствие спешки ЕЦБ с tapering.

Рисунок 79. Динамика сводного PMI за июнь и изменение к среднему за март-май



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

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

### 2.2.1. Индексная оценка ВВП снова улучшена

- Индексная оценка ВВП на II квартал 2017 г. в июне составила 0,5–0,6% к/к (с исключением сезонного фактора) и была незначительно повышена по сравнению с майской оценкой.
- Улучшение нашей оценки во многом связано с текущей позитивной динамикой PMI-индексов, а также сильными данными по промышленному производству, которые по разным причинам могут изменять краткосрочные перспективы роста экономики.
- Тем не менее, вероятность ускорения роста ВВП в течение оставшейся части года, по нашему мнению, достаточно велика.
- Оценка на III квартал 2017 г. составляет +0,6% к/к, на IV квартал 2017 г. – +0,5–0,6% к/к (с устранением сезонности).
- Приведенные оценки предполагают среднюю цену Urals на уровне 49 – 50 долл./барр. до конца 2017 года.
- Исходя из полученных квартальных оценок, рост ВВП в 2017 г. может составить 1,5 – 1,6%.

	Июнь 2017 года	Май 2017 года
	% к/к SA	% к/к SA
II квартал 2017 года	0,5-0,6	0,5
III квартал 2017 года	0,6	0,5
IV квартал 2017 года	0,5-0,6	0,4-0,5

## 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