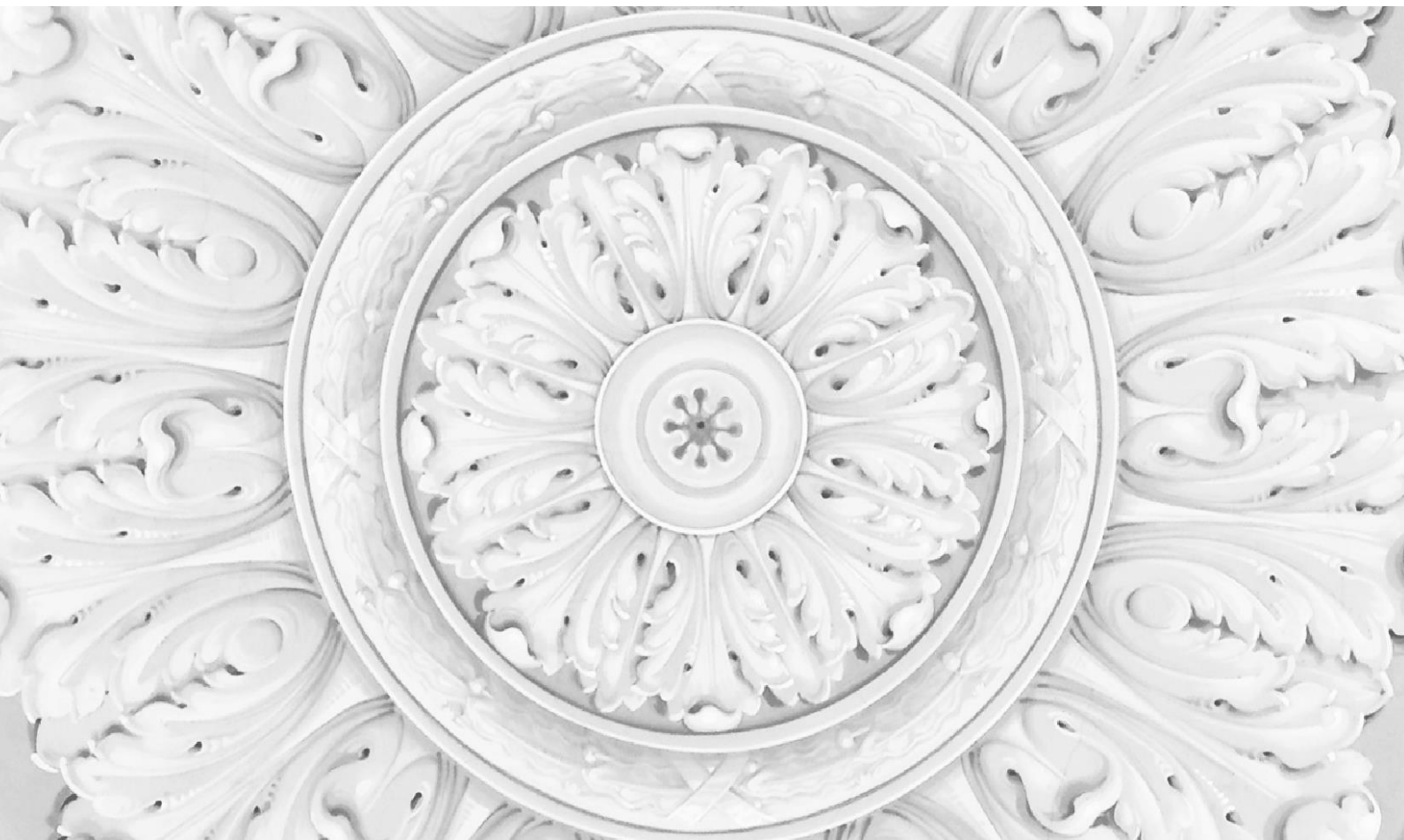




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Сентябрь 2018

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 6 (26)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 31.08.2018
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

*Замечания и предложения по содержанию бюллетеня просим отправлять по адресу
dip_bulletin@mail.cbr.ru*

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	4
1.1. Инфляция	4
1.1.1. Инфляция в августе ускорилась сильнее ожиданий	4
1.1.2. Трендовая инфляция стабилизируется	10
1.1.3. Рост цен производителей ускоряется	11
1.1.4. Ценовые индексы PMI: инфляционное давление остается повышенным	11
1.2. Экономическая динамика	12
1.2.1. Рост промышленности в июле ускорился	12
1.2.2. Опросы предприятий указывают на возможное замедление роста	15
1.2.3. Индекс выпуска базовых отраслей вырос в июле	18
1.2.4. Рост розничной торговли вернулся к устойчивому уровню	20
1.2.5. Рынок новых автомобилей в июле: ожидаемое замедление роста	22
1.2.6. Уровень безработицы держится на минимальных значениях.	25
1.2.7. Кредитование населения продолжает уверенный рост	28
1.2.8. Бюджетная развилка 2018 года: как использовать дополнительные нефтегазовые доходы?	29
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	33
1.3.1. Рост китайской экономики замедляется	33
1.3.2. Август оказался неблагоприятным для стран с формирующимися рынками	39
1.3.3. Активный рост добычи в странах ОПЕК+ оказывает давление на цену нефти	43
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	48
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	48
2.1.1. Рост мировой экономики в III квартале замедлится	48
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	49
2.2.1. Индексная оценка ВВП в августе: рост вблизи потенциала	49
2.2.2. Инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными на уровне 4%	50

Краткое содержание

1. Итоги

- Годовая инфляция в июле-августе начала возвращаться к целевому уровню Банка России. Месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность ускорился по сравнению с пониженным уровнем начала года. При этом, после коррекции на действие разовых факторов рост цен остался пониженным. Экономический рост продолжился на уровне, близком к потенциальному, при сохранении отдельных признаков замедления роста. Динамика российских финансовых рынков ухудшилась на фоне общего оттока капитала из стран с формирующимися рынками и роста рисков ужесточения финансовых ограничений со стороны США.
 - Инфляция в августе повысилась до 3,1%, закрепив восходящий тренд. К концу года ожидается приближение инфляции к целевому уровню 4% под действием ряда факторов устойчивого и неустойчивого (временного) характера. Среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают. Так, из-за действия временных факторов инфляция временно превысит 4% в 2019 г., прежде чем вернется обратно к этому уровню в 2020 г. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к целевому, на горизонте нескольких лет.
 - Рост экономики в последние месяцы оставался на уровне, соответствующем ее потенциалу. Однако результаты конъюнктурных опросов по-прежнему указывают на возникновение отдельных признаков замедления роста. При этом потребительский спрос по-прежнему растет, получая поддержку от продолжающегося расширения потребительского кредитования и сохранения высоких темпов роста реальной заработной платы на фоне роста дефицита кадров на рынке труда.
 - Волатильность на российских финансовых рынках возросла и стала сравнимой с волатильностью в других странах с формирующимися рынками. На нее негативно повлиял «эффект заражения» от финансовых рынков Турции и Аргентины, а также планы по введению новых санкций со стороны США. Динамика ставок на российском денежном рынке указывает на ожидаемое рынками повышение ключевой ставки Банка России в ответ на рост инфляционных рисков.

2. Взгляд в будущее

- Риски для роста мировой экономики усилились на фоне продолжающихся трений во внешней торговле между крупными странами. По-прежнему обращает на себя внимание замедление роста группы развивающихся экономик, в частности, Китая.
- Опережающий показатель российского ВВП указывает на рост российской экономики в соответствии с потенциалом. Это должно привести к увеличению ВВП на 1,5–2,0% в 2018 году.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Годовая инфляция в августе достигла 3,1%, закрепляя тренд на возврат к 4% к концу года. Краткосрочные проинфляционные риски усилились из-за укрепления доллара США к большинству валют других стран, включая рубль.

К концу года ожидается приближение инфляции к 4% под действием ряда факторов устойчивого и неустойчивого (разового) характера. К первым относится некоторое повышение относительно прошлого года темпов роста наиболее устойчивых компонент индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов. Ко вторым можно отнести нормализацию динамики цен на продовольствие (переход от дефляции – к умеренной инфляции), влияние на цены ослабления рубля и опережающее повышение цен некоторыми производителями в преддверии увеличения базовой ставки НДС до 20%.

Среднесрочные проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Среди основных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, переход к потребительской модели поведения за счет снижения нормы сбережений и ускоряющегося роста потребительского кредитования, повышенные и неустойчивые инфляционные ожидания, ситуация на рынке труда.

1.1.1. Инфляция в августе ускорилась сильнее ожиданий

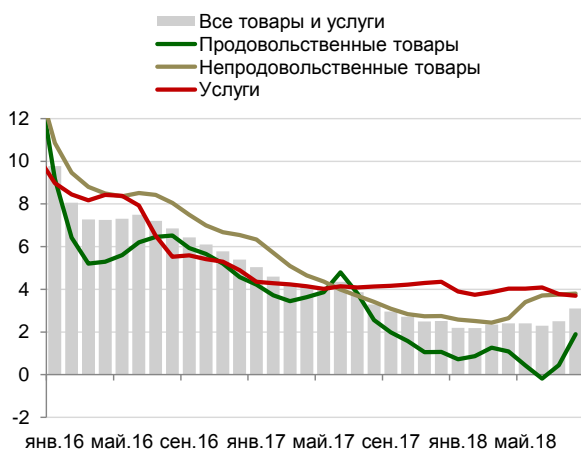
- После ожидаемого ускорения в июле до 2,5% г/г инфляция в августе продолжила расти и достигла 3,1% г/г, оказавшись выше ожиданий. Сезонно сглаженный рост потребительских цен в августе ускорился до 0,5% м/м после временного замедления до 0,16% в июле.
- Месячное изменение цен в августе значительно превысило значение, соответствующее инфляции 4%. В результате трехмесячный скользящий сезонно сглаженный рост цен вырос до 4,8% в годовом выражении.
- Основной вклад в повышение месячного темпа роста цен с сезонной корректировкой вносит нормализация динамики цен на продовольствие. Резкий рост цен на мясо и мясопродукты является временным, после подстройки к новому равновесию темпы станут более умеренными.
- Инфляционные ожидания населения на один и три года вперед стабилизировались в августе, но риск их дальнейшего повышения по-прежнему высок.

В июле годовая инфляция выросла до 2,50% (в июне 2,29% г/г) (Рисунок 1). Ускорение инфляции в июле было ожидаемым и произошло в основном за счет цен

на продовольственные товары, которые вернулись к росту после первого за всю историю наблюдений снижения цен в годовом выражении в июне. На рынке услуг инфляция замедлилась до 3,8% г/г (в июне - 4,1% г/г).

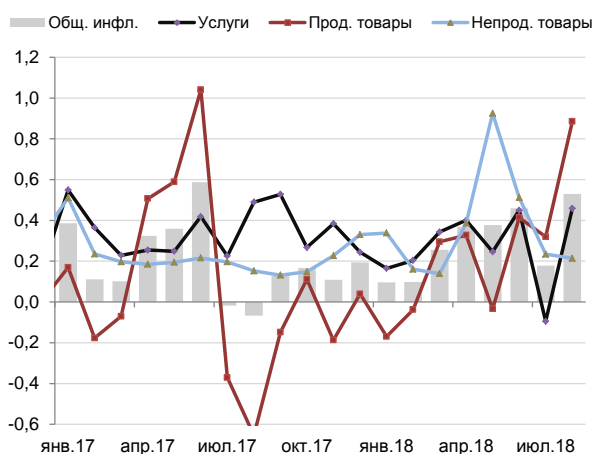
Сезонно сглаженный рост потребительских цен в июле замедлился до 0,16% м/м (в июне - 0,5% м/м) (Рисунок 2). Снижение темпов роста произошло по всем трем основным компонентам индекса потребительских цен и связано с завершением действия некоторых временных факторов и некоторыми особенностями сезонного сглаживания динамики регулируемых услуг. Трехмесячный скользящий средний темп роста в годовом выражении снизился в июле до 4,1 с 4,9% в июне (в I квартале – 1,6%).

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



Источники: Росстат.

Рисунок 2. Сезонно сглаженный рост цен, %, м/м



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Данные за август – предварительные.

Рост цен на продовольствие замедлился до 0,3 с 0,5% м/м на фоне снижения темпов роста цен на куриные яйца, сахар и плодоовощную продукцию. Несмотря на замедление, сезонно сглаженный рост цен на продовольственные товары все равно оказывается выше уровней прошлого года, что будет способствовать постепенному росту продовольственной инфляции к концу года. Риски роста внутренних цен на зерновые остаются повышенными, прежде всего из-за динамики мировых цен на зерновые и наблюдающегося ослабления рубля.

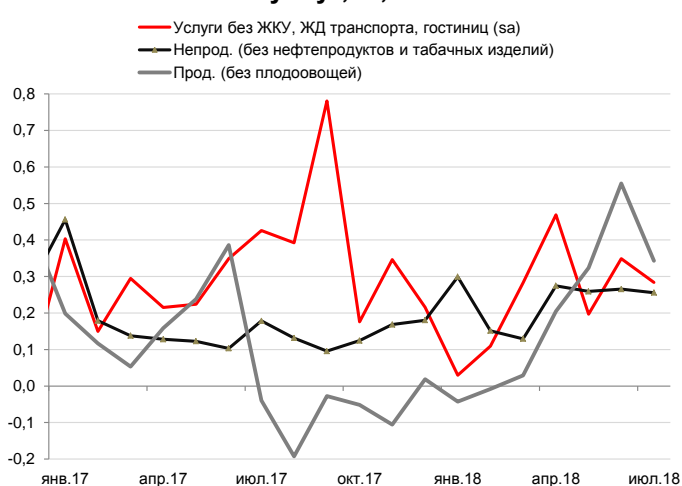
Рост цен на непродовольственные товары в июле замедлился до 0,2% м/м (в июне – 0,5% м/м). Основной причиной стало небольшое снижение цен на нефтепродукты (-0,1% м/м) после сильного роста в апреле-июне. Снижение акцизов и достигнутые договоренности Правительства Российской Федерации и нефтяных компаний об увеличении продаж нефтепродуктов на бирже привели к стабилизации внутренних цен на нефтепродукты. Рост цен на непродовольственные товары без учета нефтепродуктов и табачных изделий четвертый месяц подряд держался на уровне 0,26-0,27% м/м (около 3,2% в годовом выражении).

Цены на услуги в июле снизились на 0,16% м/м. Частично это было связано с возвращением цен на некоторые услуги по окончании чемпионата мира по футболу к нормальным уровням. Например, услуги проживания в гостиницах в регионах, где проводился чемпионат, подешевели на 14%.

Но основным фактором снижения цен на услуги (с учетом сезонной корректировки) стала динамика цен на жилищно-коммунальные услуги (ЖКУ). Так как этот сектор является регулируемым, к нему применяется специфический метод сезонного сглаживания¹. Индексация тарифов на коммунальные услуги составила 3,95% в рамках ожиданий. Но динамика тарифов на жилищные услуги не так жестко регламентирована. Например, в июле они были проиндексированы всего на 1,3%, вследствие чего применяемый метод сезонного сглаживания² указал на снижение цен на ЖКУ на 0,63% м/м в июле после роста на 0,38% м/м в июне. Дальнейшая динамика этой компоненты зависит от темпов индексации тарифов на жилищные услуги. Без учета динамики регулируемых тарифов, а также цен на услуги, изменившихся из-за чемпионата мира по футболу³, сезонно сглаженный рост цен на услуги остается близким к 0,3% м/м.

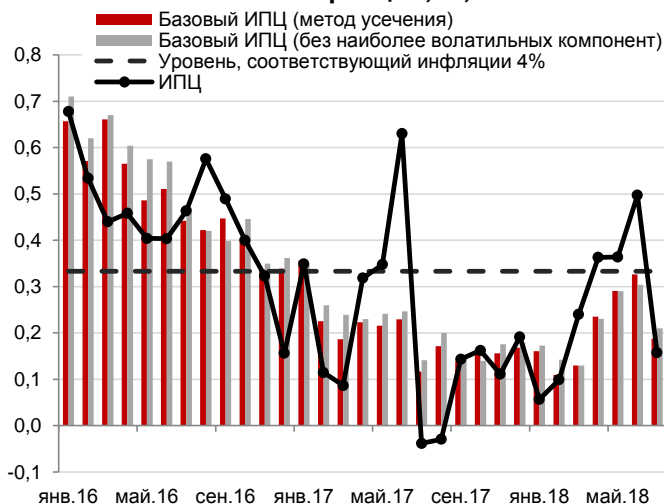
Замедление сезонно сглаженного роста цен по основным категориям привело и к снижению оценок модифицированных показателей базовой инфляции примерно до уровня 0,2% м/м (Рисунок 4). На динамику модифицированных показателей базовой инфляции все же влияют временные факторы, которые привели к снижению показателя. Хотя масштаб этого влияния существенно меньше по сравнению с влиянием на общую инфляцию.

Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен товаров и услуг, %, м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹ См. работу Саповой и др. (2018). [Обзор методологических особенностей сезонной корректировки индекса потребительских цен в Банке России](#) // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России, №33, июнь 2018 года.

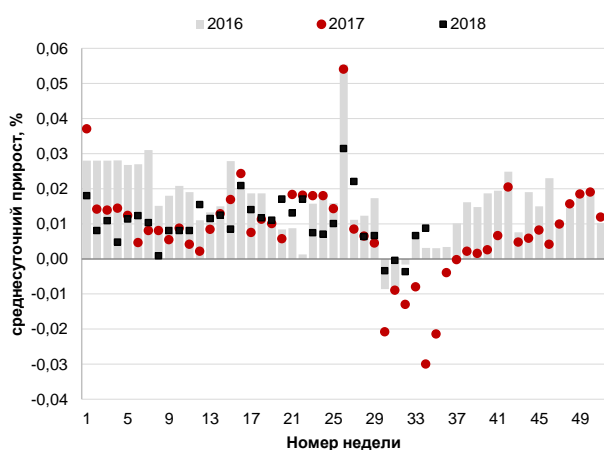
² Расчеты сезонно сглаженного роста исходят из индексации цен на ЖКУ на 4% по итогам года.

³ Услуги гостиниц, такси, внутренний туризм, общественное питание.

Медианные показатели роста цен товаров и услуг (Рисунок 7), которые не чувствительны к сильным изменениям динамики отдельных компонент, указывают на сохранение инфляционного давления в июле на уровне мая-июня. Это соответствует инфляции около 3% в расчете на год. Неожиданно ускорился медианный рост цен товаров, чувствительных к динамике курса (хотя, по нашим оценкам, вклад апрельского ослабления рубля в инфляцию постепенно уменьшается). Новый эпизод ослабления рубля в августе, если окажется устойчивым, может дополнительно ускорить рост цен на эту группу товаров и общую инфляцию к концу года.

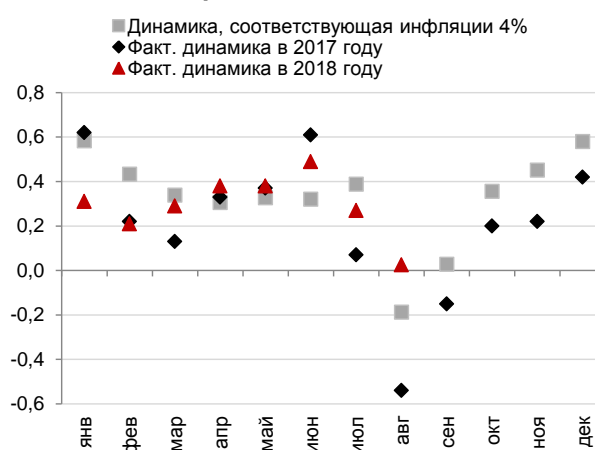
Среднесуточные темпы роста цен продолжают держаться выше уровня 2017 г. (Рисунок 5) и к концу августа стали превышать темпы роста 2016 года. В начале августа цены начали снижаться, однако в последние две недели месяца случился разворот динамики цен, несмотря на продолжающееся сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию. В итоге цены в августе не изменились. Это выше августовского значения $-0,2\%$, соответствующего инфляции 4% (Рисунок 6). Годовая инфляция составила $3,1\%$ г/г, а сезонно сглаженный рост ускорился до $0,5\%$ м/м.

Рисунок 5. Среднесуточный рост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Ускорение сезонно сглаженного роста цен в августе связано в основном с подстройкой продовольственных цен, а именно мяса и мясопродуктов. После снижения цен на мясо на протяжении всего 2017 года и в начале 2018 года сейчас наблюдается их заметное повышение, главным образом связанное с постепенным сокращением избыточного предложения. Это происходит на фоне роста себестоимости производства, связанного с ослаблением курса рубля. Определенное влияние оказывает и запрет импорта из Бразилии – в прошлом одного из крупнейших поставщиков мясной продукции на российский рынок. В случае со свининой рост оптовых цен в июле–августе также связан с вспышками заболеваний, приводящими к снижению поголовья. Поскольку все эти факторы носят временный характер, в будущем можно ожидать замедления темпов роста цен до умеренных значений.

Тем не менее, годовая инфляция продолжит ускоряться в ближайшие месяцы из-за действия эффекта переноса в цены ослабления рубля и базовых эффектов: в прошлом году рост цен во втором полугодии держался значительно ниже траектории, соответствующей 4% (Рисунок 6)

Если в оставшиеся четыре месяца динамика цен будет лежать на траектории, соответствующей инфляции 4%, то рост цен по итогам года не превысит 4%. Тем не менее, риски незначительного превышения инфляцией 4% к концу года немного возросли на фоне ослабления рубля в августе.

Рисунок 7. Медианные значения роста цен товаров с разной чувствительностью к изменениям курса, % м/м сезонно сглаженные



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

100 – январь 2015 года. Месячные данные до июля 2018 года, далее – недельные.

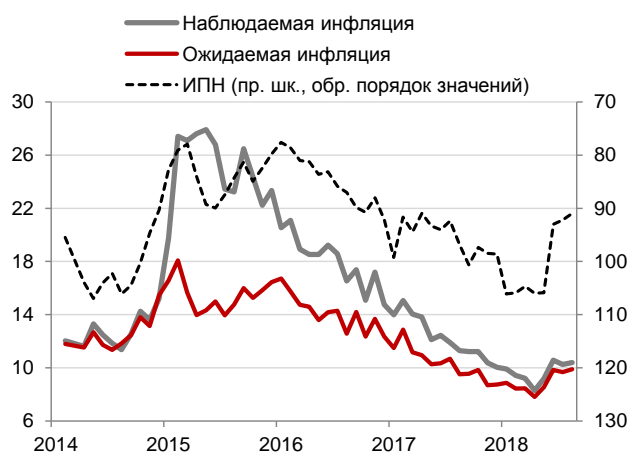
Инфляционные ожидания населения и оценки наблюдаемой инфляции в августе практически не изменились по сравнению с предыдущим месяцем. Они стабилизировались на уровне около 10% на фоне продолжающегося снижения числа респондентов, отмечающих сильный рост цен на бензин (Рисунок 8). Разрыв между наблюдаемой и ожидаемой инфляцией по-прежнему небольшой.

В августе респонденты отметили существенный рост цен на мясо и птицу. Удорожание этих часто потребляемых товаров в дальнейшем может повлиять на рост инфляционных ожиданий. В августе продолжила увеличиваться доля тех, кто считает, что через год рубль снизится по отношению к доллару – до 50 с 44% в июле (Рисунок 9). Однако ослабление курса пока не в полной мере отразилось на инфляционных ожиданиях в связи с тем, что опрос проходил 6–13 августа (часть респондентов опрашивалась до движения курса, начавшегося 8 августа).

Стоит также отметить, что повышение НДС не является основным новостным событием для респондентов. При этом инфляционные ожидания могут повыситься,

если доля обращающих внимание на этот фактор начнет расти. В августе доля ожидающих сильный рост цен среди респондентов, отметивших повышение НДС, составила 23% против 16% по выборке в целом.

Рисунок 8. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции



Источник: инфОМ.

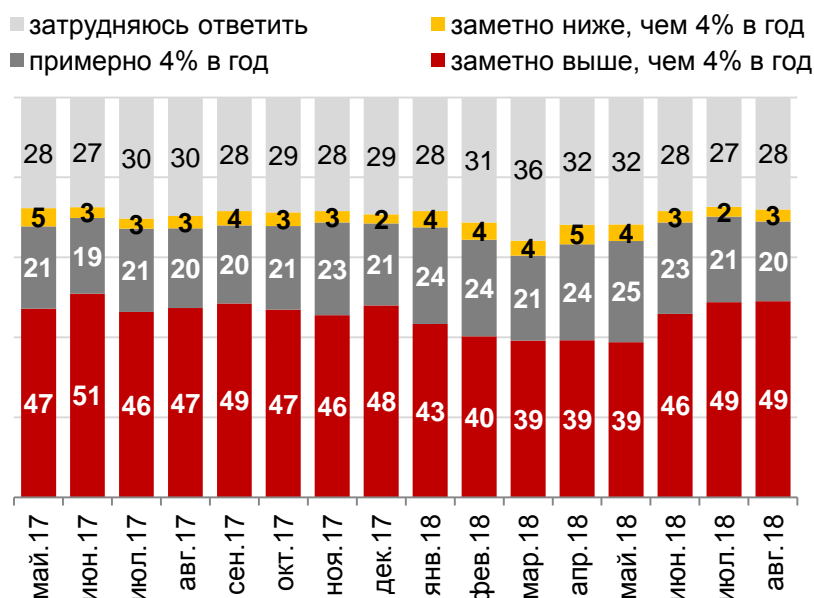
Рисунок 9. Ожидания населения относительно динамики курса рубля



Источник: инфОМ, Банк России, расчеты ДИП.

Долгосрочные ожидания населения стабилизировались в августе на уровне значений прошлого года вслед за краткосрочными ожиданиями. Так, практически половина опрошенных (49%) продолжает считать, что инфляция через три года будет заметно выше 4% (Рисунок 10).

Рисунок 10. Ожидания относительно уровня инфляции через три года⁷



Источники: инфОМ.

⁷ Распределение ответов на вопрос «Как вы считаете, а через три года рост цен будет выше или ниже, чем 4% в год? Или он будет составлять примерно 4% в год?»

1.1.2. Трендовая инфляция стабилизируется

- В июле значения трендовой инфляции были пересчитаны в связи с переходом на новую методологию сезонной корректировки исходных рядов индекса цен⁸ (Рисунок 12). Оценка годовых темпов трендовой инфляции в июле 2018 года снизилась до 4,85% (в июне – с 4,90%) (Рисунок 11).
- Прекращение значимого снижения оценок трендовой инфляции с марта 2018 года может говорить о стабилизации инфляционного давления среди наиболее устойчивых компонент ИПЦ на уровне, несколько превышающем 4%.
- На среднесрочном горизонте риски отклонения годовой инфляции вверх от 4% по-прежнему преобладают над рисками отклонения инфляции вниз.

Рисунок 11

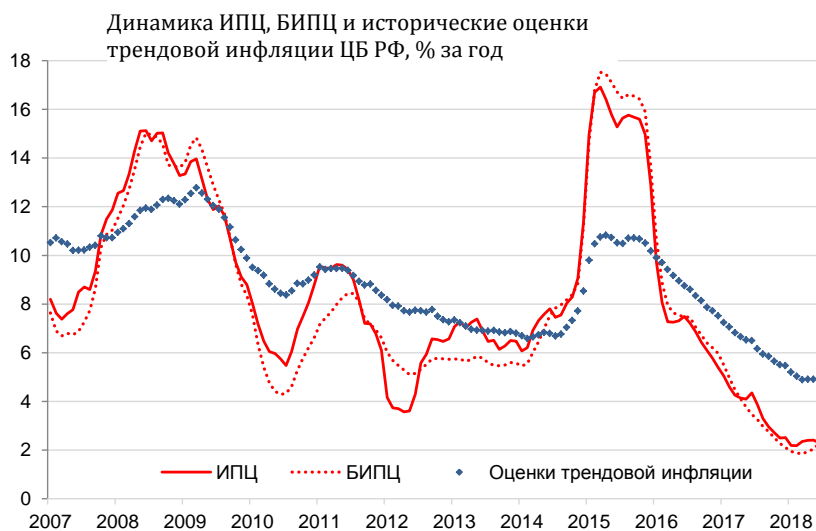


Рисунок 12. Динамика оценок трендовой инфляции до и после пересмотра



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁸ Подробнее вопрос сезонной корректировки ИПЦ и его подкомпонент рассматривается в работе А. Саповой, А. Поршакова, А. Андреева, Е. Шатило [Обзор методологических особенностей сезонной корректировки индекса потребительских цен в Банке России](#) // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России, № 33, июнь 2018 года.

1.1.3. Рост цен производителей ускоряется

- По данным Росстата, в июле годовые темпы роста цен производителей продолжили ускоряться, достигнув 16,6% г/г (в июне – 16,1% г/г) (Рисунок 13). Большая часть ускорения вновь пришлась на динамику цен на нефть и нефтепродукты, однако и в других категориях наблюдается повышение инфляционного давления.
- Разрыв темпов роста цен производителей и потребительских цен по корзине репрезентативных товаров⁹ немного увеличился (Рисунок 14) из-за стабилизации темпа роста первых при ускорении последних. Постепенное усиление инфляционного давления на потребительском рынке будет продолжаться в ближайшие месяцы.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Изменение цен на некоторые товары¹⁰, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.4. Ценовые индексы PMI: инфляционное давление остается повышенным

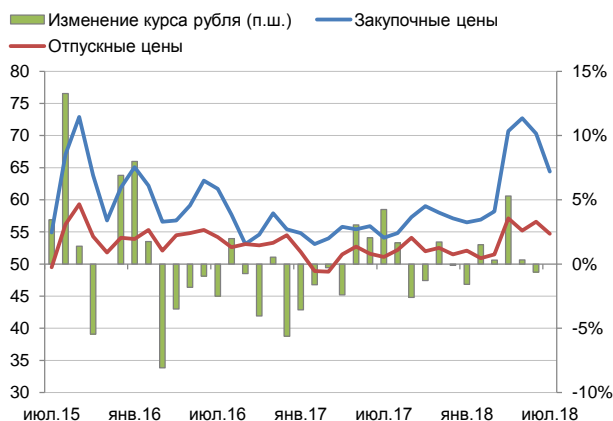
- Индексы закупочных цен PMI в обработке и сфере услуг в июле немного снизились, но продолжают держаться на повышенных уровнях из-за ослабления рубля и роста заработной платы.
- Компании продолжают частично переносить выросшие издержки в отпускные цены. В результате индексы отпускных цен также держатся на повышенных уровнях по сравнению с 2017 годом.

⁹ Товары, которые входят в расчет и ИЦП, и ИПЦ.

¹⁰ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, трикотажные изделия, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 32% от потребительской корзины.

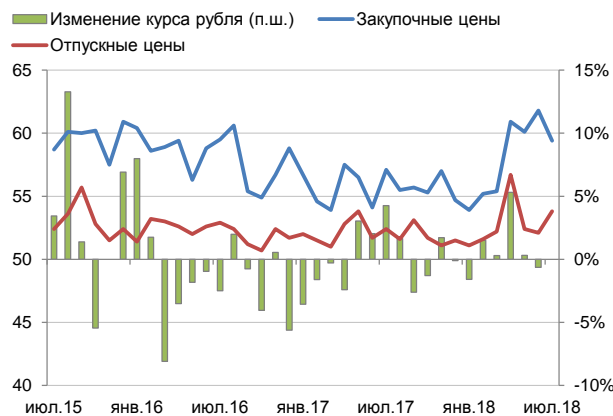
- Восстановление активности в сфере услуг привело к ускорению роста *отпускных* цен. Рост заработной платы опять стал фигурировать в опросах как один из факторов повышения давления на отпускные цены.

Рисунок 15. Ценовые индексы PMI в обработке, пункты



Источник: IHS Markit.

Рисунок 16. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пункты



Источник: IHS Markit.

1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики сохраняется на уровне, близком к потенциальному. Потребительский спрос остается одним из основных факторов роста на фоне стабилизации уровня безработицы на низком уровне, увеличения реальной заработной платы и продолжающегося быстрого роста потребительского кредитования. Сохраняющиеся отдельные признаки замедления роста экономической активности, содержащиеся в данных опросов, пока не оформились в тенденцию. Однако замедление роста европейских стран, Китая и Турции может негативно повлиять и на экономический рост в России.

1.2.1. Рост промышленности в июле ускорился

- Ухудшение динамики опережающих индикаторов в июле не нашло отражения в динамике промышленного производства. По оценкам Росстата и Департамента исследований и прогнозирования Банка России (ДИП), промышленное производство в июле 2018 г. выросло на 0,3% м/м с поправкой на сезонность.
- Выпуск в обрабатывающей промышленности вырос на 0,1% м/м после снижения на 0,7% м/м в июне с поправкой на сезонность.
- Рост в добыче полезных ископаемых продолжился за счет повышения объема добычи нефти в рамках выполнения июньского решения ОПЕК+.

Рост промышленного производства в июле ускорился до 3,9% г/г (в июне – 2,2% г/г). Ускорению роста способствовал календарный эффект – в июле 2018 г. было на один рабочий день больше, чем в июле 2018 года. Оценки Росстата зафиксировали небольшой рост индекса промышленного производства в июле: +0,3% м/м с учетом сезонного и календарного эффектов¹¹, что совпало с оценками ДИП. Ухудшение динамики опережающих индикаторов (в частности, PMI IHS Markit) пока не отразилось в динамике промпроизводства (см. 1.2.2. Опросы предприятий указывают на возможное замедление роста).

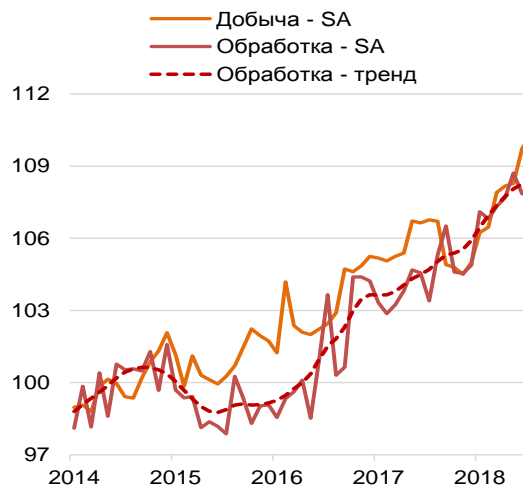
Обрабатывающая промышленность сохраняет высокие годовые темпы роста (выше +4% г/г). Июньское снижение объемов производства сразу на 0,7% м/м в июле отыграно не было (+0,1% м/м). Поддержку обрабатывающей промышленности оказало восстановление цветной металлургии после провального июня (+11,5% м/м). Положительный вклад также внесла нефтепереработка (+0,5% м/м) за счет выпуска автомобильного бензина, что, скорее всего, явилось результатом мер правительства для приостановки резкого роста цен на бензин и увеличения продаж топлива на внутреннем рынке.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

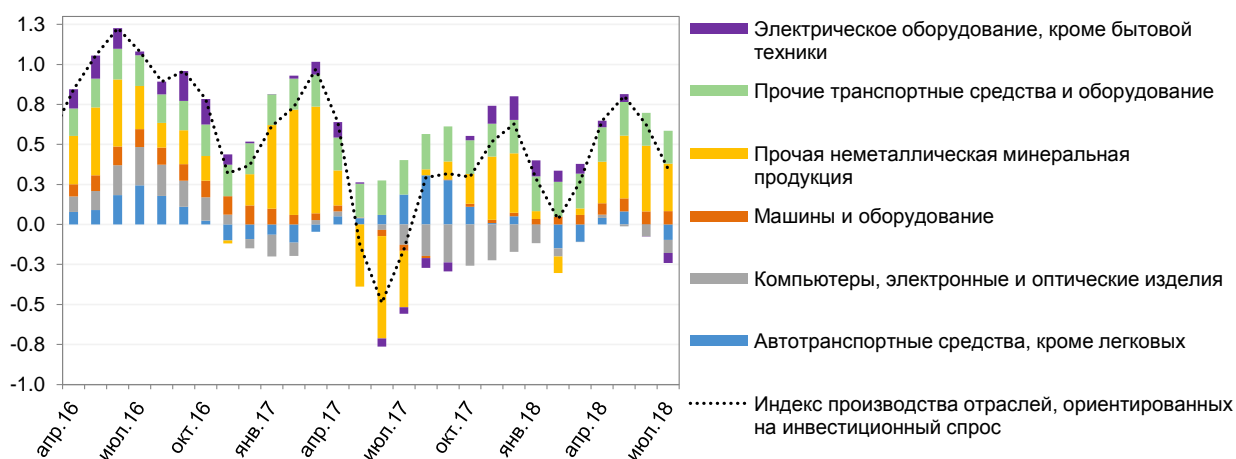
Сдерживающий эффект на обработку оказало практическое отсутствие роста в пищевой промышленности (+0,1% м/м). На фоне весеннего ослабления рубля упал выпуск ряда пищевых продуктов, зависимых от импорта сырья (какао, шоколад, чай, кофе, пряности). Кроме того, сохраняется негативный тренд в производстве растительных и животных масел в связи с накопившимися на рынке избыточными запасами данной продукции. Негативным фактором стало снижение производства автотранспортных средств (-3,7% м/м) на фоне замедляющегося спроса (продажи легковых автомобилей уменьшились на 1% м/м в июне-июле) и корпора-

¹¹ Здесь и далее м/м – сезонно скорректированная оценка.

тивных каникул на предприятиях автопрома, а также сокращение выпуска прочих транспортных средств (-13,7% м/м) преимущественно за счет производства летательных аппаратов. По предварительным оценкам, часть торможения июня-июля может быть связана с проведением чемпионата мира по футболу, в частности с сопутствующими ему изменениями в потребительском поведении.

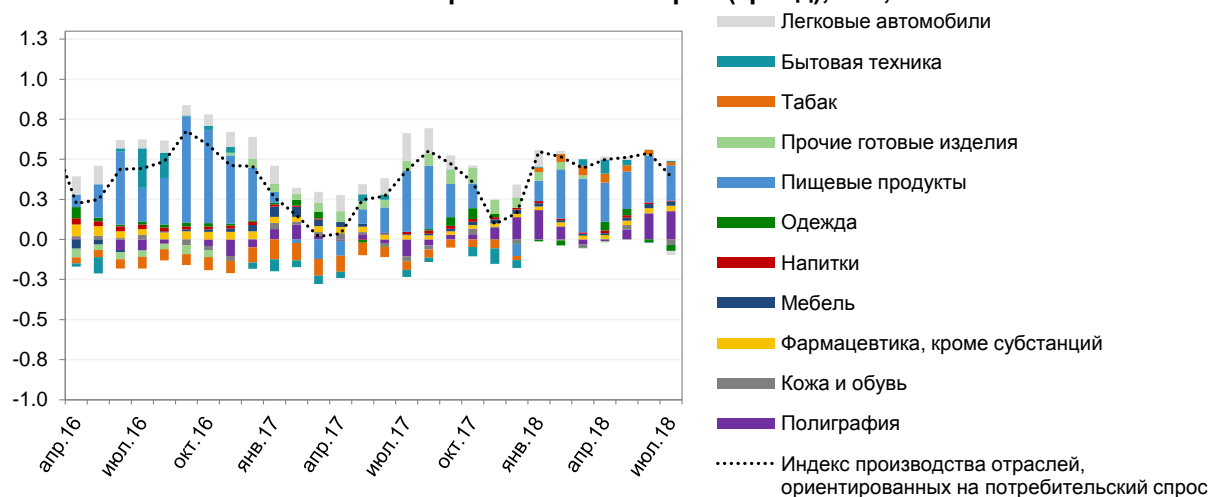
Выпуск в добыче полезных ископаемых возрос на 0,5% м/м (в июне – 1,4% м/м)¹². В частности, увеличилась добыча сырой нефти: в июне были достигнуты договоренности в рамках ОПЕК+, подразумевающие суммарное наращивание добычи на 1 млн барр. в день к уровню мая этого года.

Рисунок 19. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (тренд), м/м, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос (тренд), м/м, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹² Оценка ДИП (сезонно сглаженная).

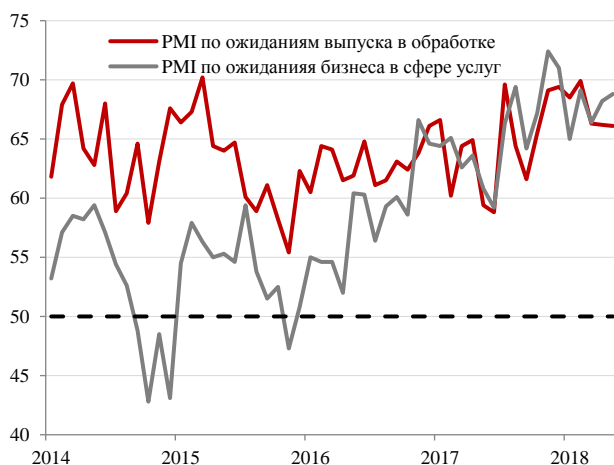
1.2.2. Опросы предприятий указывают на возможное замедление роста

- Июльские индексы PMI указывают на небольшое ускорение роста в сфере услуг и снижение выпуска в обрабатывающем секторе, вероятно, временное.
- Опросные данные Росстата за август фиксируют ухудшение деловой активности в обрабатывающей и добывающей промышленности. В обоих секторах отмечается снижение влияния фактора высокого процента по кредитам, однако усиливается влияние налогообложения.
- Согласно конъюнктурному опросу промышленности ИЭП, несмотря на сокращение спроса, предприятия удовлетворены текущими продажами.

Индекс IHS Markit PMI в обработке в июле снизился до 48,1 пункта (в июне – 49,5 пункта). Июльское ухудшение динамики носило фронтальный характер. Все подындексы, кроме подындексов цен и деловых ожиданий, ушли ниже отметки 50 пунктов. Индекс объемов производства впервые с апреля 2016 г. ушел ниже 50 пунктов, сигнализируя о снижении объемов выпуска в июле.

Снижение объемов промышленного производства происходило на фоне дальнейшего ухудшения динамики новых заказов, которые снижались второй месяц подряд. Индекс экспортных заказов оказался ниже 50 пунктов впервые в 2018 г., отражая ухудшение динамики мировой экономики: во многих странах¹³ индекс экспортных заказов, как и в России, оказался ниже 50 пунктов. По всей видимости, волна торговых ограничений и перспективы их расширения уже начали негативно сказываться на динамике мировой торговли.

Рисунок 21. Динамика индексов PMI по ожиданиям, пункты



Источник: IHS Markit.

Рисунок 22. Динамика индексов PMI IHS Markit, пункты



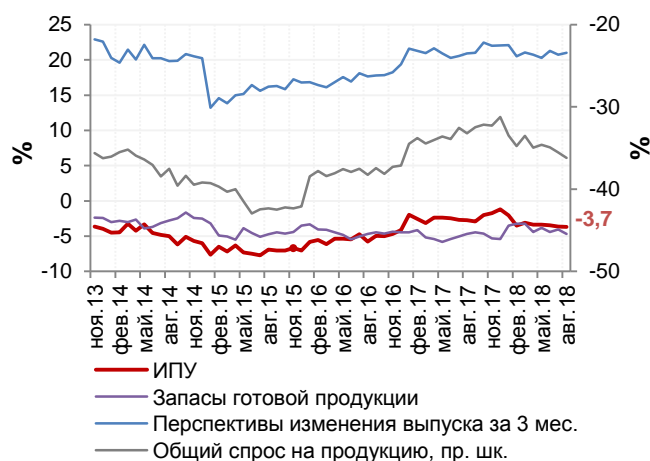
Источник: IHS Markit.

¹³ США, Китай, Франция, Индонезия, Бразилия, Австрия.

В секторе услуг рост немного ускорился после июньского торможения. Индекс PMI IHS Markit в услугах в июле вырос с 52,3 до 52,8 пункта, но его рост оказался недостаточным, чтобы предотвратить снижение сводного индекса PMI до 51,7пп (Рисунок 22).

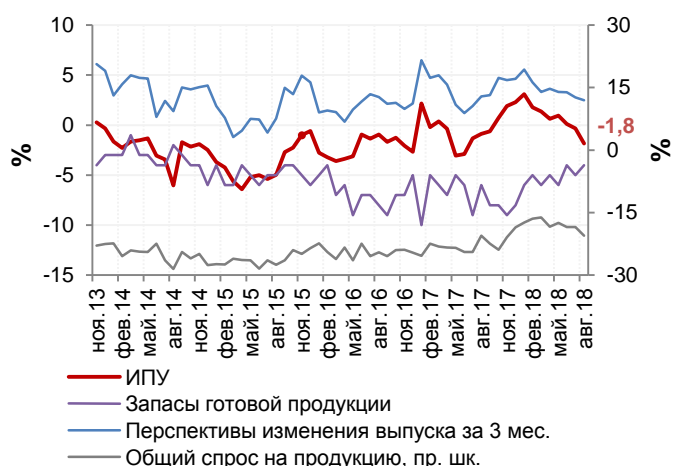
Согласно обследованиям Росстата в августе, предприятия обрабатывающей промышленности в августе снизили оценки спроса, оставив практически неизменными оценки выпуска и запасов. Как следствие индекс предпринимательской уверенности в обработке продемонстрировал незначительное снижение (Рисунок 23). Высокий процент коммерческого кредита стал единственным фактором в обрабатывающей промышленности, чье негативное влияние на рост выпуска снизилось за последний год (Рисунок 25). Усиление влияния остальных ограничивающих факторов может свидетельствовать о закреплении тенденции к снижению предпринимательской уверенности в обработке, в том числе из-за ухудшения внешней конъюнктуры.

Рисунок 23. Динамика ИПУ и компонент для компаний обрабатывающей промышленности (без малых предприятий), сезонность устранена¹⁶



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика ИПУ и компонент для компаний добывающей промышленности (без малых предприятий), сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В добывающей промышленности все основные компоненты индекса предпринимательской уверенности (ИПУ) сохранили неблагоприятную динамику, несмотря на наблюдавшийся в июне–июле рост объемов выпуска (Рисунок 24). Предприятия и обрабатывающей, и добывающей промышленности отмечают недостаточный спрос, в том числе внешний, и неопределенность экономической ситуации в каче-

¹⁶ ИПУ рассчитывается Росстатом по данным опросов предприятий обрабатывающей и добывающей промышленности о деловой активности. Основные компоненты индекса: общий спрос на продукцию, перспективы изменения выпуска за три месяца и запасы готовой продукции. Перспективы изменения выпуска за три месяца рассчитаны как разность долей респондентов, отметивших «увеличение» и «уменьшение» показателя в следующие три месяца (в %). Запасы готовой продукции рассчитаны как разность долей респондентов, отметивших «более чем достаточный» и «недостаточный» показатели в текущем месяце (в %). Общий спрос на продукцию рассчитан как разность долей респондентов, отметивших «более чем достаточный» и «недостаточный» показатели в текущем месяце (в %).

стве главных препятствий для расширения производства. Для обоих секторов характерно усиление негативного влияния высокого налогообложения и дефицита кадров (Рисунок 26). Последнее согласуется с тем, что уровень безработицы находится на минимальных значениях и является косвенным свидетельством нахождения экономики вблизи ее потенциального уровня.

Рисунок 25. Факторы, ограничивающие рост производства обрабатывающей промышленности в июне 2018 г. по сравнению с июнем 2017 г.



Рисунок 26. Факторы, ограничивающие рост производства добывающей промышленности в июне 2018 г. по сравнению с июнем 2017 г.



Факторы, ограничивающие спрос: 1 - недостаточный спрос на внутреннем рынке; 5 - недостаточный спрос на продукцию предприятия: на внешнем рынке; 6 - конкурирующий импорт. **Факторы, ограничивающие финансовые ресурсы:** 2 - высокий уровень налогообложения; 7 - высокий процент коммерческого кредита; 8 - недостаток финансовых средств. **Факторы, ограничивающие трудовые ресурсы:** 4 - недостаток квалифицированных рабочих. **Факторы, ограничивающие производственные возможности:** 9 - изношенность и отсутствие оборудования; 11 - недостаток оборудования; 12 - недостаток сырья и материалов. **Прочие факторы:** 3 - неопределенность экономической ситуации; 10 - отсутствие или несовершенство нормативно-правовой базы; 13 - нет ограничений.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В августе индекс промышленного оптимизма Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара (ИЭП) немного вырос после двухмесячного снижения (Рисунок 27). На растущую динамику Индекса повлияло некоторое улучшение динамики продаж после падения в июне-июле. Сейчас спрос по оценкам компаний продолжает сокращаться, но не так интенсивно (Рисунок 28).

При этом число предприятий, которые оценивают уровень своих продаж выше нормы, выросло до максимальных значений для последних лет (64%). Видимо, в предыдущем месяце прогнозы предприятий по ожидаемому спросу оказались заниженными относительно фактического положения дел. К тому же, это может говорить об адаптации предприятий к нестабильной динамике объемов спроса на их продукцию.

Индекс прогнозов промышленности в августе показал небольшое снижение, но остается в пределах колебаний показателя в период 2011-2016 годов (Рисунок 29). После ослабления инвестиционных планов предприятий наблюдался их небольшой рост в текущем месяце (Рисунок 30). В то же время доля предприятий, которые

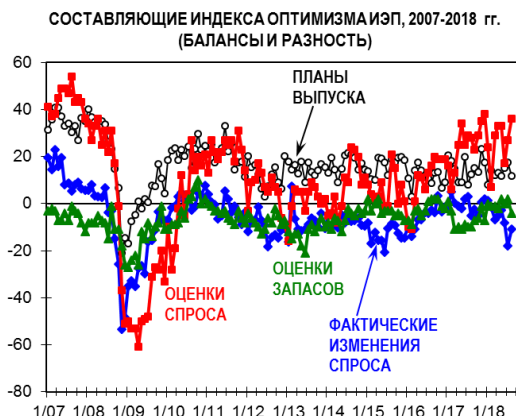
удовлетворены фактическими объемами капитальных вложений в условиях текущего слабого спроса, выросла практически до максимальных показателей с 2011 года (65%). Поэтому в ближайшей перспективе значимого роста инвестиций в промышленность, скорее всего, не произойдет.

Рисунок 27.



Источник: ИЭП.

Рисунок 28.



Источник: ИЭП.

Рисунок 29.



Источник: ИЭП.

Рисунок 30.



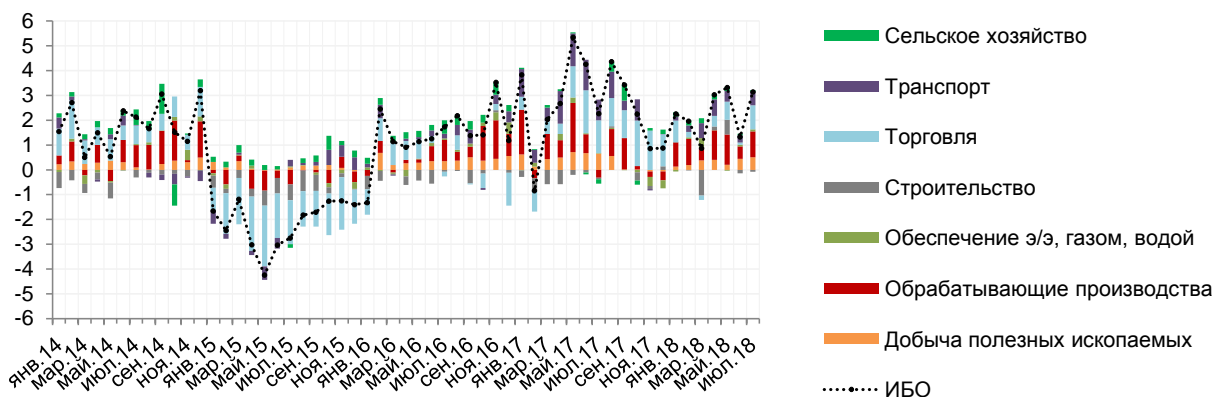
Источник: ИЭП.

1.2.3. Индекс выпуска базовых отраслей вырос в июле

- В июле 2018 г. индекс выпуска продукции базовых отраслей (ИБО) в годовом выражении заметно вырос (+3,1% г/г против +1,3% г/г месяцем ранее) (Рисунок 31).
- Растущая динамика стала следствием улучшения показателей практически по всем отраслям, а также на фоне низкой базы прошлого года.
- Наибольший вклад в ИБО внесла обрабатывающая промышленность (+4,6% г/г) и торговая деятельность как в оптовом (+4,7% г/г), так и в розничном звене (+2,4% г/г).

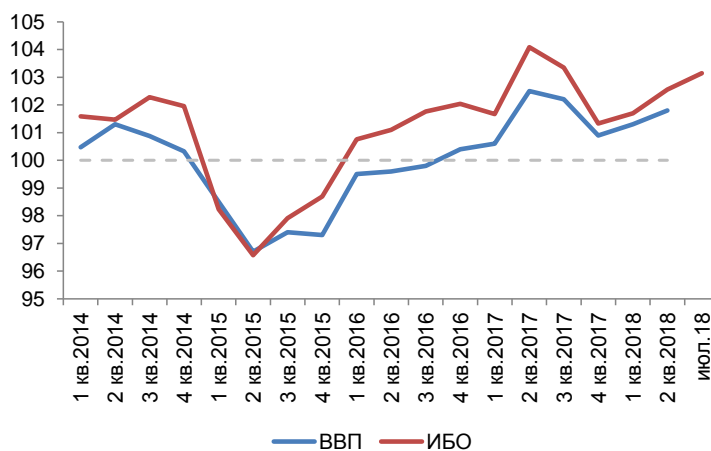
- Также рост темпов выпуска наблюдался в добыче полезных ископаемых (+3,2% г/г) и транспортных услугах (+4,0% г/г).
- Строительство третий месяц подряд продолжает показывать отрицательные значения (-0,7% г/г). В основном это связано с сокращением ввода в действие жилых домов (в июле на 8,1% г/г).
- В августе–сентябре годовая динамика ИБО, скорее всего, будет носить более сдержанный характер на фоне высоких значений ИБО в августе–сентябре 2017 года. По итогам III квартала ИБО может снизиться по сравнению с II кварталом. Учитывая высокую корреляцию ИБО и ВВП, можно предположить, что рост ВВП по итогам III квартала тоже окажется чуть ниже, чем 1,8% г/г¹⁷ (Рисунок 32).

Рисунок 31. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2014-2018 годах, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹⁷ Предварительная оценка роста ВВП за II квартал

1.2.4. Рост розничной торговли вернулся к устойчивому уровню

- В июле годовой темп роста розничного товарооборота замедлился до 2,5% г/г после временного ускорения до 3,0% г/г в июне. С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в июле не изменился после роста на 0,4% м/м в июне.
- На динамику розничных продаж в июне-июле в значительной степени мог повлиять проводившийся чемпионат мира по футболу.
- Ускорение роста продаж непродовольственных товаров указывает на сохраняющийся рост потребительского спроса на фоне повышения заработной платы и расширения потребительского кредитования.

Согласно данным Росстата, темп роста оборота розничной торговли в июле замедлился до 2,5% г/г (в июне – 3,0% г/г) (Рисунок 33). На замедление роста естественным образом повлияло завершение чемпионата мира по футболу и постепенное уменьшение числа туристов в первой половине июля по сравнению со второй половиной июня¹⁸.

Этот фактор отразился на сокращении продаж продовольственных товаров: 1,5% г/г после 3,2% г/г в июне. Рост продаж продовольственных товаров с начала 2018 г. был достаточно стабильным и не превышал 2,0% г/г, поэтому июньское ускорение роста было временным. Темп роста товарооборота в непродовольственном сегменте ускорился до 3,3% г/г (в июне – 2,9% г/г).

Рисунок 33. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 года = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹⁸ На июнь пришлось групповые матчи чемпионата мира по футболу, где были представлены все 32 команды-участницы. В июле проходил раунд плей-офф – в этот период количество участников и, соответственно, туристов уменьшилось.

Месячный темп роста розничного товарооборота с поправкой на сезонный и календарный факторы, по нашим оценкам, снизился до 0,0% м/м с 0,4% м/м в июне (Рисунок 34). В июле продажи продовольственных товаров снизились на -0,4% м/м после роста на 0,5% м/м в июне. Темп роста товарооборота непродовольственных товаров замедлился до 0,3% м/м с 0,5% м/м в июне.

Расширение потребительского спроса продолжает поддерживать рост реальных заработных плат (Рисунок 35). Положительный вклад также вносит продолжающийся рост розничного кредитования. Важно отметить, что банки кредитуют все большее число надежных заемщиков. Этот факт подтверждает статистика Национального бюро кредитных историй¹⁹, свидетельствующая о существенном росте среднего размера выданных потребительских кредитов (Рисунок 36). Все это должно оказать поддержку росту продаж непродовольственных товаров.

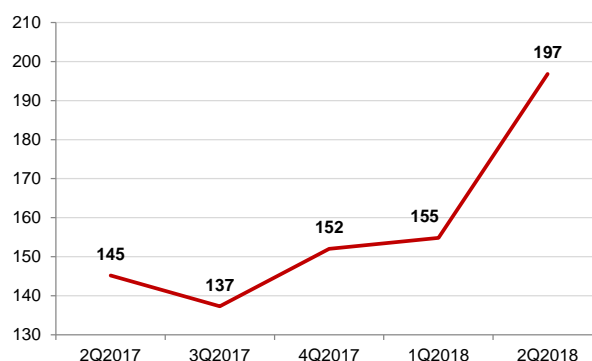
Рисунок 35. Динамика реальных доходов населения, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

Рисунок 36. Средний размер выданных потребительских кредитов, тыс. руб.



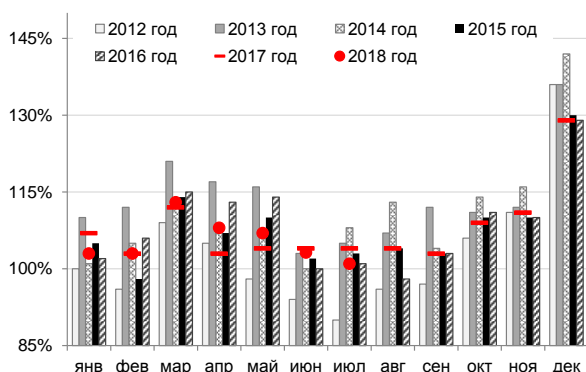
Источник: Национальное бюро кредитных историй.

Данные исследовательского холдинга «Ромир»²⁰ за июль подтверждают некоторое сокращение повседневных расходов населения на продукты и увеличение затрат на непродовольственные товары по сравнению с июнем. Показатель реальных потребительских расходов находится на уровне 2016 г. – немного ниже значений соответствующих периодов ранее 2018 г. (Рисунок 37). С точки зрения потребительского поведения отдельных доходных групп в июле стоит отметить, что население со средними доходами сократило затраты наиболее сильно (на 2,6%), с высокими доходами – несколько меньше (на 1,3%), а группа с низкими доходами, наоборот, увеличила расходы на 3,9%.

¹⁹ НБКИ. [«Во 2 квартале 2018 года средний размер выданных потребительских кредитов приблизился к 200 тыс. рублей»](#). 15.08.2018.

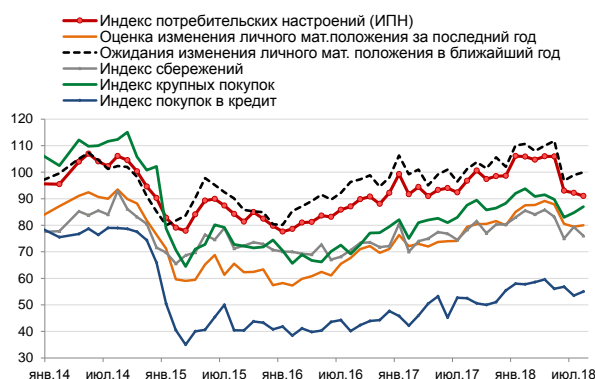
²⁰ Исследовательский холдинг «Ромир». [«Россияне в июле заметно сократили расходы на продукты»](#). 21.08.2018.

Рисунок 37. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (январь 2012 года = 100%)



Источник: Исследовательский холдинг «Ромир».

Рисунок 38. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов



Источник: опрос «инФОМ».

Согласно результатам ежемесячного опроса ООО «инФОМ»²¹, потребительские настроения населения в августе изменились несущественно по сравнению с июлем (Рисунок 38). Сам индекс продолжил постепенно сокращаться. Вместе с тем в текущем месяце несколько улучшились оценки по всем компонентам индекса, кроме отношения населения к накоплению сбережений. Это может свидетельствовать о некоторой стабилизации потребительских ожиданий в следующие месяцы.

1.2.5. Рынок новых автомобилей в июле: ожидаемое замедление роста

- В июле 2018 г. продолжилось замедление годовых темпов роста продаж новых автомобилей (10,6% г/г) на фоне высокой базы прошлого года.
- По сравнению с предыдущим месяцем с учетом сезонной корректировки продажи показали небольшое снижение (-1% м/м).
- Объем производства легковых автомобилей по итогам первого полугодия 2018 года вырос на 19,1% г/г, значительная часть прироста пришлась на автомобили иностранных марок.
- Не полностью реализованный потенциал отложенного спроса прошлых лет, ожидания дальнейшего роста цен в связи с повышением НДС и ослаблением рубля, а также продление программ льготного кредитования могут ускорить рост рынка к концу года.

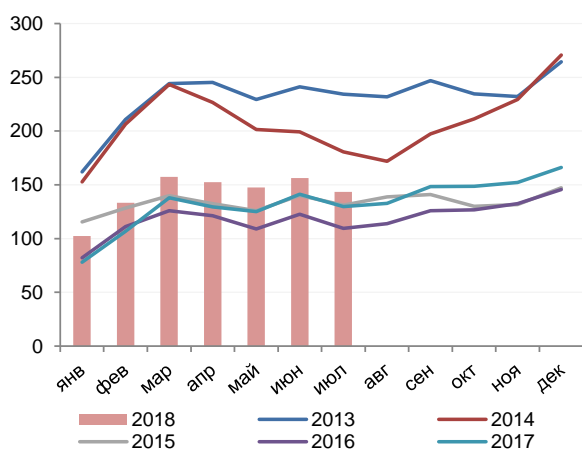
По данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), в июле 2018 года продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей увеличились на 10,6% г/г (Рисунок 39). Замедление темпов роста во втором полугодии 2018 года связано с высокой базой прошлого года, как раз на июль 2017 года пришелся самый большой

²¹ По оперативным данным за август.

прирост рынка. В целом за январь-июль текущего года объем продаж новых легковых автомобилей вырос на 17,1% относительно соответствующего периода прошлого года.

После устранения сезонного и календарного эффектов динамика спроса с начала 2018 г. выглядит неустойчивой (Рисунок 40), незначительно прибавляя в одни месяцы и теряя полученный прирост в следующие месяцы. В июле объем продаж сократился на 1% м/м (в июне также наблюдалось снижение на 1,1% м/м).

Рисунок 39. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. шт.



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Составляющие спроса (-) и предложения (+) на рынке автомобилей в Российской Федерации, сезонность устранена, тыс. шт.

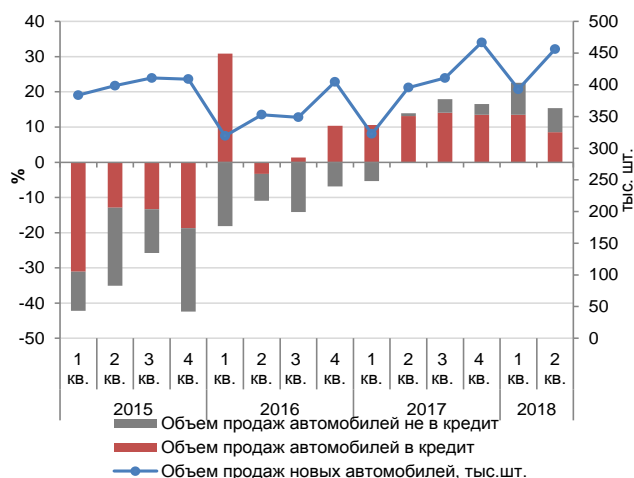


Источники: АЕБ, расчеты ДИП, Росстат.

Замедление роста спроса транслируется в динамику производства автомобилей. Согласно данным Росстата, выпуск легковых автомобилей за январь-июнь 2018 г. вырос на 19,1% г/г. Драйвером роста остаются автомобили иностранных марок. По данным аналитической компании АСМ-Холдинг, прирост производства за первое полугодие по этой категории составил 18,8% г/г, в то время как их доля в общем объеме выпуска – 74%. В июле сотрудники некоторых предприятий автопрома ушли в летние корпоративные отпуска, что повлияло на показатели производства в этом месяце.

Возможность покупки автомобиля в кредит по-прежнему остается важной компонентой спроса. По данным НБКИ, доля кредитных автомобилей (с господдержкой и без нее) в структуре продаж продолжает расти. В II квартале 2018 г. она составила 49,1%, за соответствующий период прошлого года – 48,1%. Также необходимо отметить, что в прошедшем квартале количество автокредитов превысило аналогичный показатель «докризисного» 2014 г. (208 тыс. автокредитов против 205 тыс. автокредитов). Однако декомпозиция динамики темпов роста продаж показывает, что некредитные покупки автомобилей, наряду с продажами в кредит, вносят примерно равный вклад в рост, что разительно отличается от ситуации на рынке в прошлом году (Рисунок 41).

Рисунок 41. Декомпозиция динамики темпов роста объема продаж новых легковых автомобилей, % г/г²²



Источники: Банк России, АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 42. Динамика инфляции и темпы роста потребительских цен на новые автомобили, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В июле, по данным Росстата, темпы роста цен на новые отечественные и новые автомобили иностранной марки снова ускорились, значительно опережая темп роста общего уровня цен в годовом выражении (5,18% и 5,01% против 2,5%, соответственно) (Рисунок 42). Повышение базовой ставки НДС с 18 до 20% несет риски дальнейшего роста цен на автомобили, который, вероятно, реализуется в 2019 году.

Несмотря на наблюдаемое замедление, присутствуют факторы, способные поддержать рынок в ближайшие месяцы. Во-первых, эксперты отмечают, что отложенный спрос прошлых лет еще не исчерпал себя как мотив замены автомобиля (о чем свидетельствует рост продаж некредитных автомобилей). Во-вторых, в июле правительство заявило о решении продлить программы льготного автокредитования («Первый автомобиль» и «Семейный автомобиль») на 2018-2020 гг.²³ В-третьих, повышение НДС может привести к опережающему спросу к концу года, когда потребители захотят приобрести автомобиль по старым ценам. В-четвертых, августовское ослабление рубля может подстегнуть спрос покупателей, как это произошло, например, во второй половине 2014 г.

²² Доля кредитов, выданных на новые автомобили несколько меньше, так как отсутствует разбивка данных по выдачам кредитов на новые автомобили и автомобили с пробегом.

²³ <http://government.ru/docs/33417/>. Потребители будут иметь возможность получить 10% скидку на уплату первоначального взноса по автокредиту, а для повышения доступности и привлекательности автомобилей российского производства для жителей Дальнего Востока размер скидки увеличивается до 25%.

1.2.6. Уровень безработицы держится на минимальных значениях.

- Сезонно-сглаженный уровень безработицы немного вырос в июле на фоне резкого замедления роста численности занятых в годовом выражении. Это может быть связано с уменьшением спроса на временных рабочих в сельском хозяйстве.
- В июле, несмотря на ускорение инфляции, темп роста реальной заработной платы, по предварительной оценке вырос до 8,0% г/г с 7,2% г/г.
- Во II квартале оплата труда «указников» выросла на 13% к/к. Однако это существенно ниже привычной сезонности и подкрепляет мнение, что рост оплаты труда в начале года частично был вызван единовременными выплатами.

В июле уровень безработицы по данным Росстата составил 4,7%. С исключением сезонного фактора показатель немного вырос до 4,86 с 4,83% месяцем ранее (Рисунок 43). Небольшое повышение сезонно сглаженного уровня безработицы произошло за счет роста безработного населения на 17,5 тыс. человек (+0,5% м/м SA) и снижения занятого населения на 192,5 тыс. человек (-0,3% м/м SA). Это может быть связано с уменьшением спроса на временных рабочих в сельском хозяйстве и строительстве.

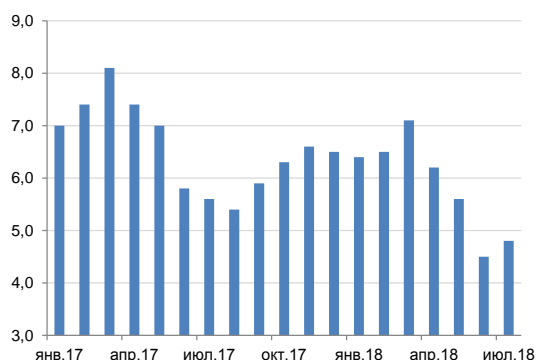
Несмотря на небольшое повышение уровня безработицы, ситуация на рынке труда значительно не изменилась, что подтверждается в том числе данными HeadHunter. hh.индекс, который показывает степень напряжения на рынке труда через отношение количества активных резюме к вакансиям, остается на рекордно низких уровнях (Рисунок 44).

Рисунок 43. Уровень безработицы и ее естественный уровень, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 44. hh.индекс



Источники: HeadHunter

В июле рост заработной платы в номинальном выражении ускорился до 10,7% (в июне – с 9,7% г/г). Рост реальной заработной платы также ускорился – до 8,0% (в июне - 7,2% г/г) (Рисунок 45) несмотря на повышение в июле годовой инфляции.

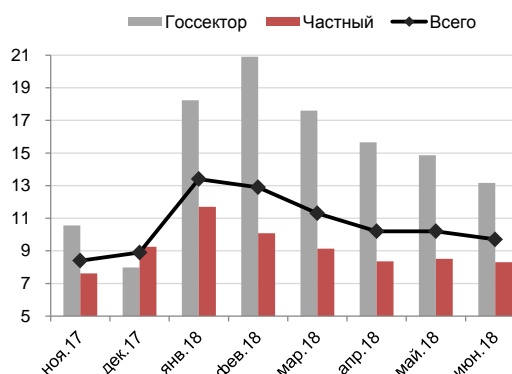
Номинальная заработная плата в государственном секторе продолжает расти двузначными темпами (13,2% г/г в июне), однако темп ее роста замедляется. Заработная плата в частном секторе третий месяц подряд показывает устойчивый рост на уровне 8,0% г/г. Замедление темпов роста заработной платы в госсекторе при их стабилизации в частном секторе сигнализирует о меньшем уровне инфляционных рисков со стороны рынка труда, чем предполагалось ранее. Тем не менее, рынок труда является одним из источников среднесрочных инфляционных рисков в связи с опережающим рост производительности труда повышением заработной платы.

Рисунок 45. Темп роста заработной платы, % г/г



Источники: Росстат

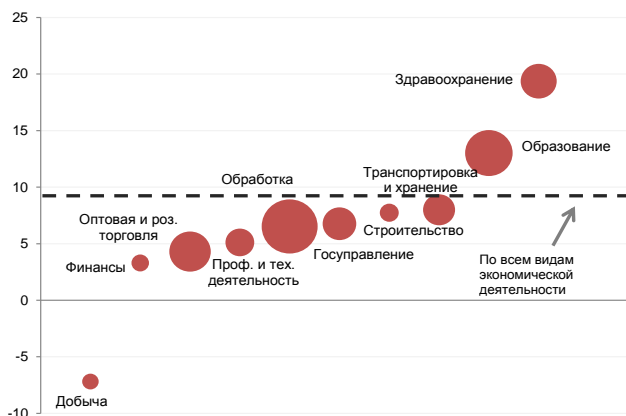
Рисунок 46. Темп роста номинальной заработной платы в частном секторе и госсекторе, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Лидерами по темпу роста заработной платы продолжают оставаться отрасли госсектора: здравоохранение (19,4% г/г) и образование (13,0% г/г) (Рисунок 47).

Рисунок 47. Темп роста номинальной заработной платы по отраслям в июне 2018 года, % г/г

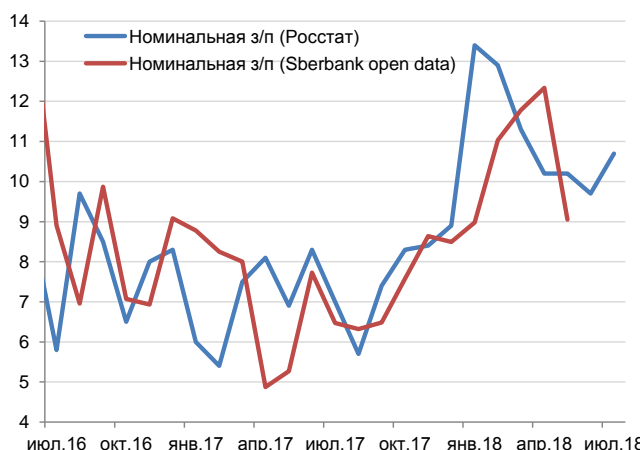


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Примечание. Размер круга соответствует доле вида экономической деятельности в фонде оплаты труда

Открытые данные Сбербанка (Sberbank Open Data) по динамике фактически зачисленной на счета его клиентов заработной платы подтверждают тенденцию ускорения роста реальной заработной платы в 2018 году. Они хорошо коррелируют с официальным показателем среднемесячной начисленной заработной платы в организациях, рассчитываемым Росстатом (Рисунок 48). Динамика поступлений в бюджет от налога на доходы физических лиц, большая часть которого собирается с трудовых доходов, также говорит о произошедшем ускорении роста заработной платы (Рисунок 49).

Рисунок 48. Рост заработной плат, % г/г²⁴



Источники: Росстат, Sberbank Open Data

Рисунок 49. Рост заработной плат и НДФЛ, % г/г



Источники: Росстат, Минфин России

Хотя динамика показателей заработной платы схожа, уровень рассчитываемого Сбербанком показателя оказывается ниже (Рисунок 50). Это может быть связано с охватом расчета. Показатель Росстата основывается на отчетности крупных и средних предприятий с досчетом до полного круга организаций. Показатель Сбербанка учитывает всех получателей заработной платы вне зависимости от формы собственности. Это и может объяснять разницу в уровне заработной платы. Косвенно эту гипотезу подтверждает и динамика расширенного показателя среднемесячной начисленной зарплаты наемных работников в организациях, у ИП и физических лиц. Он также рассчитывается Росстатом. Его уровень оказывается ниже как среднемесячной начисленной заработной платы только в организациях, так и заработной платы, рассчитываемой на данных Sberbank Open Data.

²⁴ Рост заработной платы по данным Sberbank open data рассчитан как рост г/г среднего за два месяца значения. Многие компании выплачивают основную часть заработной платы в начале месяца, следующего за отчетным. Соответственно часть начисленной, например, в мае заработной платы попадает в статистику фактически выплаченной заработной платы только в июне.

Рисунок 50. Динамика номинальных заработных плат

Источники: Росстат, Sberbank Open Data

Оба показателя заработной платы могут немного завышать реальную динамику оплаты труда из-за происходящего процесса «обеления» бизнеса. Переход к выплате заработной платы «в белую» вместо конверта статистически будет увеличивать показатель среднемесячной начисленной заработной платы, а также приводить к росту поступлений по НДФЛ. При этом фактическая сумма, получаемая работником на руки, может не изменяться.

1.2.7. Кредитование населения продолжает уверенный рост

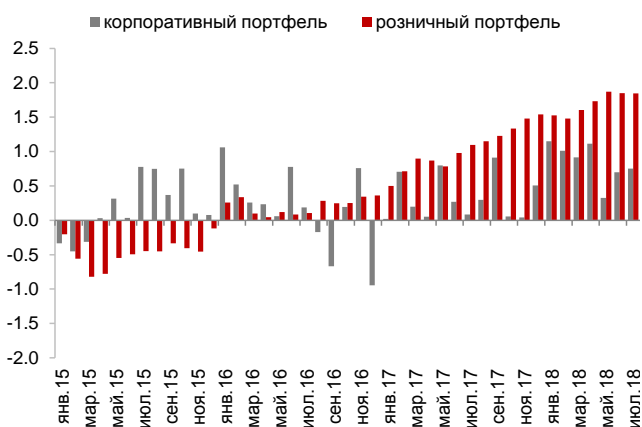
- Кредитование населения по-прежнему является основным драйвером роста кредитного портфеля банков.
- К концу года сезонно сглаженный рост розничного кредитования может замедлиться на фоне повышения коэффициентов риска по потребительским кредитам с 1 сентября. При этом годовые темпы роста необеспеченных потребительских кредитов продолжают расти из-за низких темпов роста в прошлом году (эффекта базы).
- Прибыль банковского сектора ниже прошлого года из-за досоздания резервов банками, проходящими процедуру финансового оздоровления. Без учета этих банков прибыль выросла по сравнению с прошлым годом.

Кредитование населения по-прежнему является основным драйвером роста рублевого кредитного портфеля банков. Темпы роста рублевого розничного кредитования в последние месяцы стабилизировались на уровне 1,8% м/м (Рисунок 51). При этом в сегментах розничного кредитования в июле было отмечено небольшое замедление роста ипотечного портфеля до 1,9% м/м (сезонно сглаженный рост,

25% в годовом выражении) и стабилизация темпов роста необеспеченных потребительских кредитов на уровне 1,8% м/м (24% в годовом выражении).

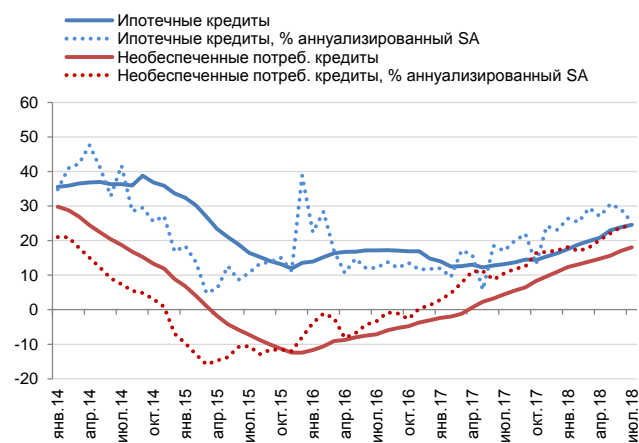
Повышение коэффициентов риска по потребительским кредитам с 1 сентября 2018 г. вместе с уже действующими мерами по ограничению риска в ипотечном сегменте, вероятно, приведет к небольшому охлаждению сезонно сглаженного роста розничного кредитования во втором полугодии 2018 года. В свою очередь это может незначительно сказаться на темпах роста потребительского спроса. Тем не менее годовые темпы роста кредитного портфеля продолжают расти по мере ухода из базы расчета показателей прошлого года: месячные темпы роста тогда были значительно ниже.

Рисунок 51. Динамика роста рублевого кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источники: расчеты Банка России

Рисунок 52. Динамика кредитования физлиц, % г/г



Источники: расчеты Банка России

Прибыль банковского сектора по итогам января–июля составила 775,7 млрд. рублей. Без учета банков, проходящих процедуру финансового оздоровления, прибыль сектора достигла 1 трлн. руб. и была примерно на 18% выше, чем в январе–июле прошлого года. Главным фактором убытка у банков, проходящих процедуру финансового оздоровления, является досоздание резервов, масштабы которого в последние месяцы опережают темпы создания резервов в остальных кредитных организациях.

1.2.8. Бюджетная развилка 2018 года: как использовать дополнительные нефтегазовые доходы?

- Во II квартале 2018 г. отношение доходов бюджетной системы к ВВП выросло на 3,0 п.п. ВВП по сравнению с аналогичным периодом 2017 г., в том числе нефтегазовых – на 2,3 п.п. Рост нефтегазовых доходов отчасти объясняется продолжающимся ростом собираемости.

- Отношение расходов к ВВП во II квартале снизилось на 0,7 п.п. ВВП по сравнению с аналогичным периодом 2017 г. Основное снижение пришлось на экономический блок по функциональной классификации расходов (0,5 п.п. ВВП) и на капитальные вложения (0,4 п.п. ВВП) – по экономической. Эффект бюджетной консолидации смягчило улучшение равномерности расходования.
- Профицит 3,3% ВВП позволил активизировать накопление средств в Фонде национального благосостояния (ФНБ). Действие бюджетного правила оказало сдерживающее влияние на внутренний спрос, не допуская перегрева экономики в результате роста цен на нефть.
- До конца года рост ФНБ продолжится замедляющимся темпом, а динамика прочих показателей будет зависеть от решений федеральных и региональных властей относительно дополнительных нефтегазовых доходов: их использование для сокращения заимствований смягчит давление на рынок ОФЗ и снизит потенциальный эффект вытеснения частных заимствований, а расходование может вызвать ускорение роста экономики выше потенциального уровня и усиление инфляционного давления.

Доходы. Отношение доходов бюджетной системы к ВВП в первом полугодии 2018 года выросли на 2,0 п.п. ВВП по сравнению с аналогичным периодом 2017 года, а за II квартал – на 3,0 п.п. ВВП²⁸. В II квартале рост нефтегазовых поступлений отношению к ВВП составил 2,3 п.п. ВВП благодаря росту цены нефти Urals на 49% г/г в долларовом выражении и на 61% г/г – в рублевом. Рост нефтегазовых доходов по отношению к ВВП составил 0,7 п.п. ВВП, что примерно в равной степени объясняется увеличением налогов на импорт и на внутреннее производство. Вероятно, позитивный эффект на доходы также продолжает оказывать улучшение собираемости налогов: рост поступлений по отдельным налогам опережает рост их налоговых баз.

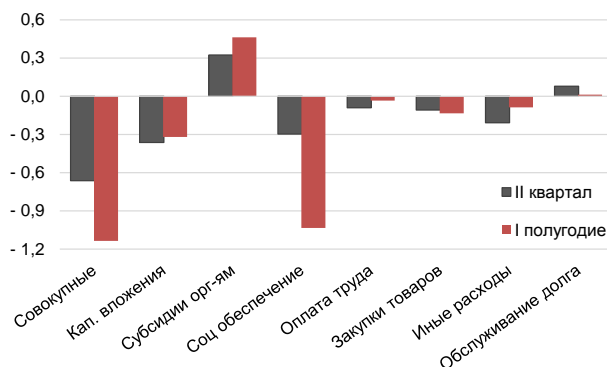
Расходы. Отношение расходов к ВВП в первом полугодии 2018 года снизилось на 1,1 п.п. ВВП по сравнению с тем же периодом 2017 года, а за II квартал – на 0,7 п.п. ВВП (в I квартале имел место эффект высокой базы из-за единовременной выплаты пенсии в январе 2017 года). Причиной снижения расходов является продолжающаяся бюджетная консолидация. При этом улучшение равномерности расходования средств внутри года смягчило снижение: за первое полугодие доля исполнения непроцентных расходов бюджетной системы составила 46,9% против 43,8% за соответствующий период 2017 г.²⁹ (25,2 и 23,4% соответственно за II квартал). Основное снижение расходов во II квартале пришлось на экономический блок по функциональной классификации расходов (0,5 п.п. ВВП) и на капитальные вложения по экономической классификации (0,4 п.п. ВВП) (Рисунок 53). Расходы на об-

²⁸ Здесь и далее использованы оценки Минфина России номинального ВВП за I полугодие 2018 года.

²⁹ Без учета единовременной пенсионной выплаты в январе 2017 г, учетом – 44,5%.

служивание долга на федеральном уровне выросли на 0,1 п.п. ВВП при снижении данного показателя на уровне регионов на 0,05 п.п. ВВП.

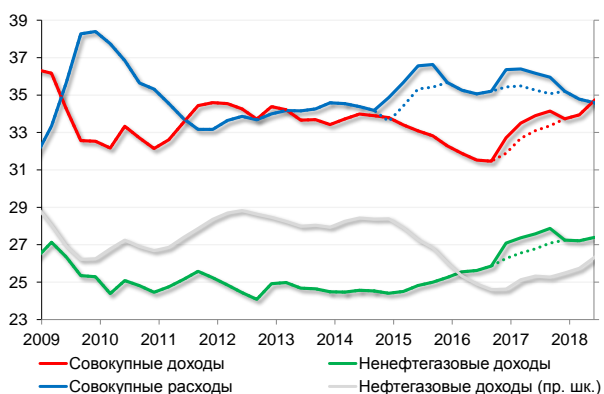
Рисунок 53. Изменение расходов бюджетной системы по экономической классификации в I квартале 2018 г., п.п. ВВП г/г



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

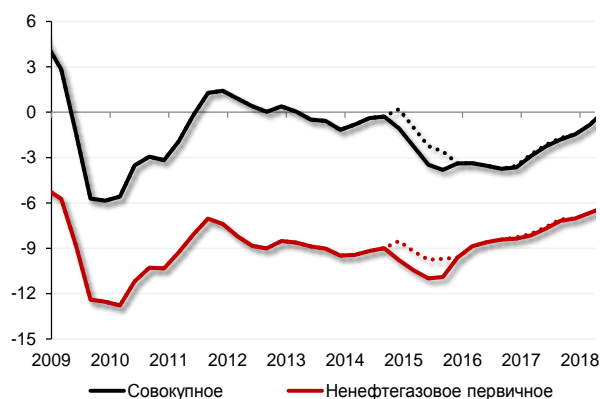
Сальдо бюджетной системы. Рост доходов и снижение расходов позволили закончить первое полугодие и II квартал 2018 г. с профицитом 3,3% ВВП. Кроме того, впервые с 2013 г. в положительную область вышло бюджетное сальдо, накопленное за 4 квартала (Рисунок 55).

Рисунок 54. Основные показатели бюджетной системы (% ВВП, скользящие за четыре квартала)



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

Рисунок 55. Сальдо бюджетной системы (% ВВП, скользящее за четыре квартала)



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

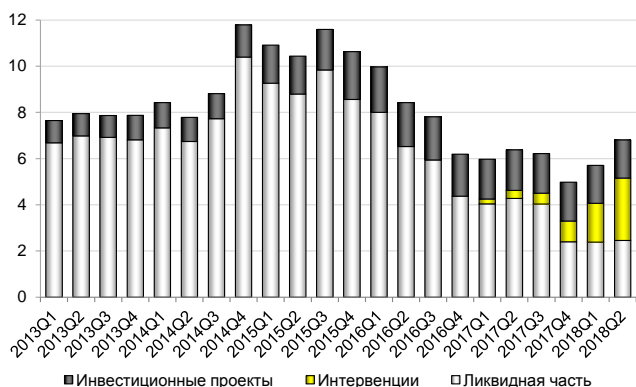
* Пунктиром обозначены оценки без учета крупных однократных факторов: докапитализации банков в 2014Q4 и расходов на досрочное погашение кредитов ОПК и приватизации Роснефти в 2016Q4.

ФНБ и государственный долг. Ускорение роста нефтегазовых поступлений позволило активизировать накопление средств в ФНБ. Объем валютных интервенций по бюджетному правилу в II квартале составил 0,95 трлн руб. (в первом полугодии – 1,7 трлн руб.), что должно было привести к росту ФНБ до 6,8% ВВП на

1.07.2018, из которых 1,6 п.п. – инвестиционные проекты, 2,5 п.п. – ликвидная часть, накопленная до 2017 г., и 2,7 п.п. – ликвидная часть, накопленная по новому бюджетному правилу (в июне в фонд зачислена часть за 2017 г.) (Рисунок 56).

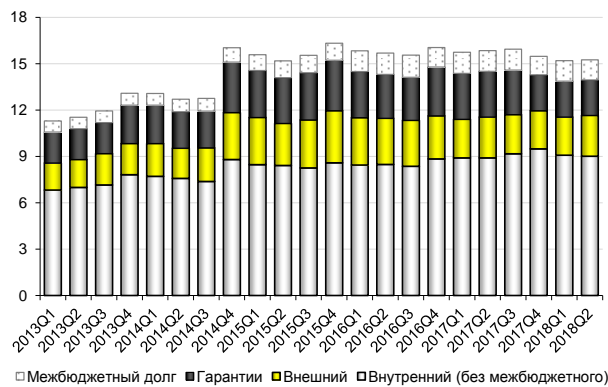
Совокупный государственный долг за II квартал 2018 года незначительно вырос из-за переоценки задолженности в иностранной валюте (Рисунок 57).

Рисунок 56. Структура средств суверенных фондов (с 2018 года – ФНБ), % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 57. Структура совокупного долга бюджетной системы, % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Влияние на рост ВВП. Существенный рост доходной части бюджета и значительное сокращение расходов в основном экономического блока с относительно высоким фискальным мультипликатором могли оказать негативное влияние на годовой рост ВВП в II квартале 2018 года. Однако во многом это объясняется эффектом действия бюджетного правила, сглаживающего циклические колебания в динамике экономической активности. Без бюджетного правила рост нефтяных цен вызвал бы перегрев экономики выше потенциального уровня. Это создало бы дополнительное инфляционное давление и могло потребовать реакции денежно-кредитной политики.

Прогноз на 2018 год. Во втором полугодии 2018 г. рост ФНБ продолжится, но замедляющимся темпом: часть, обеспеченная валютными интервенциями, может продолжить расти темпом примерно 1 п.п. ВВП за квартал, но оставшаяся ликвидная часть будет частично потрачена на финансирование сезонно высоких расходов.

Динамика прочих основных показателей будет зависеть от решений относительно использования дополнительных нефтегазовых доходов, которые ожидаются как на федеральном, так и на региональном уровне. Если будет принято решение направить эти поступления на сокращение заимствований и увеличение профицита бюджета, то совокупный государственный долг останется примерно на текущем уровне относительно ВВП. Если дополнительные доходы будут потрачены, государственный долг вырастет. Первый сценарий позволяет смягчить давление на рынок ОФЗ на фоне неблагоприятной глобальной рыночной конъюнктуры и рисков расширения финансовых ограничений со стороны США. Это также может снизить эффект вытеснения частных заимствований, который может усилиться в

текущей ситуации, если Минфин России решит реализовать программу заимствований на 2018 г. в полном объеме. Во втором сценарии наращивание расходов может вызвать превышение ВВП его потенциального уровня и дополнительное усиление инфляционного давления, что повысит риски превышения инфляцией 4% по итогам 2018 года.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Рост китайской экономики замедляется

- В Китае в июне–июле продолжилось замедление роста основных макропоказателей. Это вынудило Народный банк Китая (НБК) смягчить денежно-кредитную политику (ДКП). Кроме того, учитывая лаг влияния ДКП на рост ВВП, вероятно, будут приняты также меры бюджетной политики.
- ФРС США сохранила ключевую ставку в начале августа неизменной. Оценка экономической динамики, тон пресс-релиза и динамика рынков говорят в пользу практически 100%-ной вероятности повышения ставки в сентябре.
- Рост европейской экономики стабилизировался на уровне 0,4% к/к во II квартале.

Китай: ослабление политики для поддержки замедляющегося роста

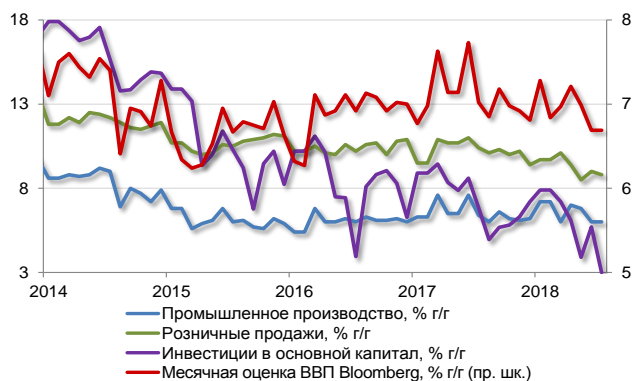
Основные макроэкономические показатели за июнь-июль оказались хуже ожиданий и указали на продолжающееся замедление роста китайской экономики.³⁰ Основной вклад в замедление остается со стороны инвестиций в основной капитал, рост которых в июле обновил многолетний минимум – 3,0% г/г (в июне – 5,7% г/г) (Рисунок 58). Рост розничных продаж в июле замедлился до 8,8% г/г (в июне 9,0% г/г), рост промышленного производства остался на относительно низком для 2018 г. уровне – 6,0% г/г.

Замедление роста экономики по-прежнему объясняется эффектами проводимой властями бюджетной и денежно-кредитной политики. Продолжается ужесточение бюджетной политики, которое наблюдается с середины прошлого года: рост расходов бюджетной системы отстает от роста изъятий в бюджет (Рисунок 59). Темп роста совокупного кредитования продолжает обновлять многолетний минимум, опустившись, по нашим оценкам, в июле до 9,4% г/г (что ниже роста номинального ВВП и позволяет говорить о переходе к делевереджингу) (Рисунок 60). Замедление роста кредитования наблюдается во всех секторах: частном, государственном и особенно тенево. По источникам финансирования имеет место паде-

³⁰ Во II квартале рост экономики замедлился до 6,7% после 6,8-6,9% в предыдущих шести кварталах.

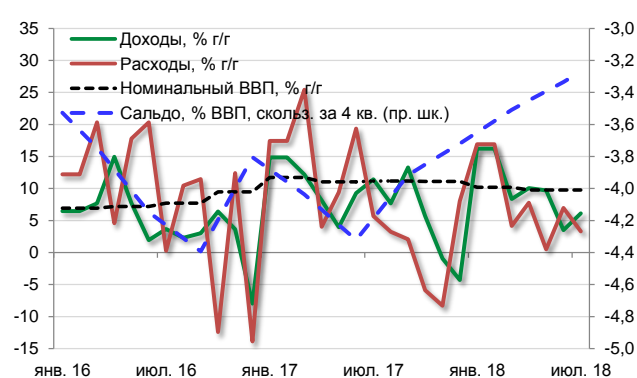
ние прежде всего облигационного финансирования, в то время как рост банковского кредитования, регулируемого властями, в течение многих лет достаточно устойчив – около 13% г/г.

Рисунок 58. Макро показатели китайской экономики



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

Рисунок 59. Показатели бюджетной системы и номинальный рост ВВП Китая

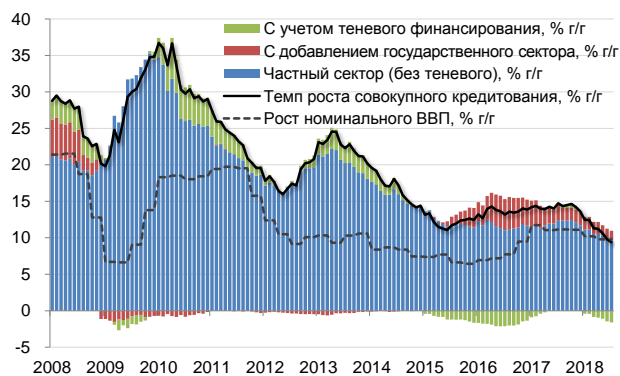


Источники: CEIC, расчеты ДИП.

* Данные за январь и февраль усреднены.

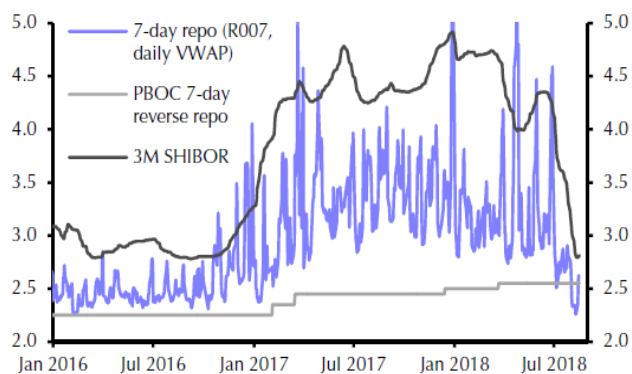
Перспективы дальнейшего замедления экономики, в том числе в условиях роста торгового противостояния с США (пока не отразилось на динамике экспорта), вынуждают власти начать ослабление проводимой политики. НБК с июля активно ослабляет денежно-кредитные условия, наращивая объем ликвидности в экономике, что привело к падению процентных ставок: значительно снизилась основная ставка денежного рынка – 3-месячная SHIBOR, а рыночная ставка репо временно опускалась ниже ключевой ставки (Рисунок 61). Это позволяет уже в скором времени ожидать изменения тренда на снижение ключевой ставки НБК. Стабильно невысокая инфляция (около 2% при цели НБК в пределах 3%) не будет являться сдерживающим фактором для смягчения денежно-кредитной политики.

Рисунок 60. Темп роста кредитования и номинальный рост ВВП Китая



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

Рисунок 61. Процентные ставки в Китае, п.п.



Источник: Capital Economics.

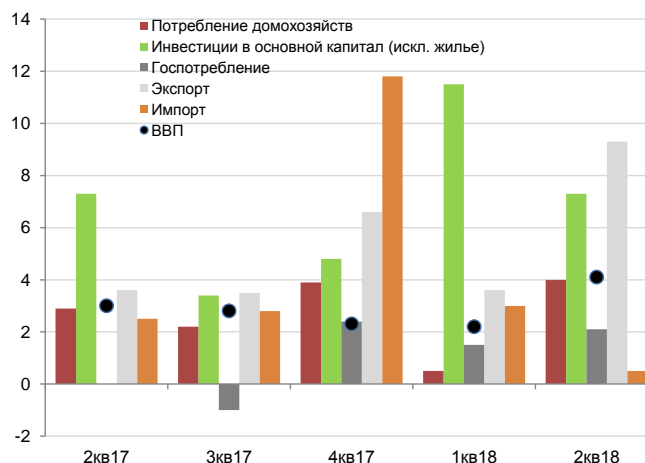
Однако учитывая значительный лаг, с которым денежно-кредитная политика влияет на экономическую активность (несколько месяцев, чтобы ослабление политики отразилось на темпах роста кредитования и еще около полугода для переноса в рост ВВП), смягчение денежно-кредитной политики будет иметь эффект лишь примерно в конце I квартала 2019 года. До этого момента, вероятно, можно ждать ослабления бюджетной политики, лаг влияния которой на рост ВВП гораздо меньше. Хотя Минфин Китая переадресовал вопрос поддержки экономического роста НБК, Государственный Совет Китая (State Council) отметил потребность принятия стимулирующих мер бюджетной политики.

США: Рост ВВП достиг максимума с III квартала 2014 года.

Рост ВВП в II квартале 2018 г. ускорился до 4,1% к/к в аннуализированном выражении (Рисунок 62). В его основе лежит несколько факторов. Во-первых, это действие фискального стимула, который поддержал ускорение роста потребления домохозяйств (4% к/к после 0,5% к/к в I квартале 2018 г.) и сохранение высоких темпов роста инвестиций (7,3% к/к после 11,5% к/к в I квартале 2018 г.). Во-вторых, это торговая война с Китаем. На таком фоне рост экспорта в II квартале 2018 г. ускорился до 9,3% к/к. Введение торговых пошлин привело к резкому росту экспорта сои и кукурузы в преддверии даты их ввода. Без такого скачка рост экспорта составил бы только 5,3% к/к. Рост импорта, напротив, замедлился до 0,5% к/к.

Оба фактора способствовали временной активизации спроса в экономике, уже находящейся в состоянии полной занятости. Напротив, по оценкам, Capital Economics, рост производительности в несельскохозяйственном секторе экономики в II квартале 2018 г. составил только 2% к/к, за последний год – только 1,5%. В результате в дальнейшем вероятно замедление роста. Этому будут способствовать произошедшее укрепление доллара, ожидаемое ужесточение ДКП и исчерпание поддержки от фискального стимула и других разовых факторов.

Рисунок 62. Рост ВВП США и его компонент, % SA к/к аннуализированный

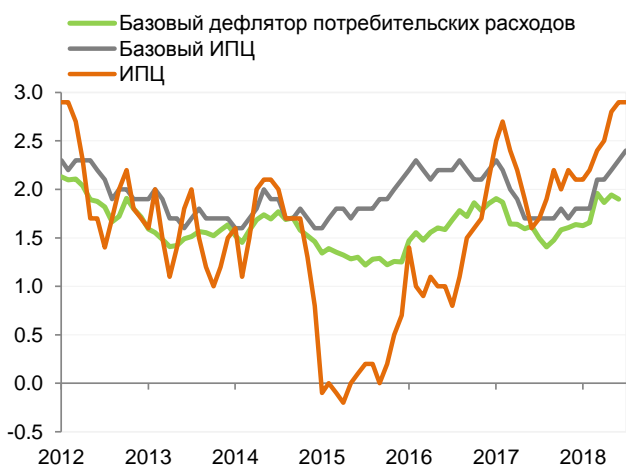


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Инфляция в июле составила 0,2% м/м и осталась на уровне июля – 2,9% г/г. Ускорение приостановилось из-за негативного вклада в рост цен удешевления бензина и газа (Рисунок 63). Базовая инфляция продолжила ускоряться, достигнув 10-летнего максимума – 2,4% г/г.

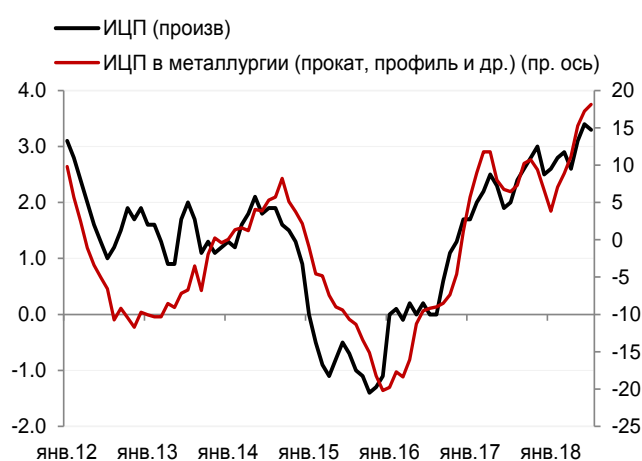
Динамика ИЦП сигнализирует о сохраняющемся инфляционном давлении. В июле рост ИЦП составил 3,3% г/г, а в отраслях, непосредственно связанных с введенными торговыми пошлинами, наблюдается значительное ускорение роста цен. Так, инфляция на продукцию металлургических и сталелитейных заводов достигла двузначных значений (Рисунок 64). Таким образом, сценарий, предполагающий еще около двух повышений ставки до конца 2018 г., представляется высоковероятным.

Рисунок 63. Динамика потребительской инфляции, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 64. Динамика индекса цен производителей, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Комитет по операциям на открытом рынке сохранил процентные ставки неизменными и в пресс-релизе по итогам заседания, состоявшегося 31 июля – 1 августа, улучшил свою оценку экономического роста США (с «solid» на «strong»), отразив выход сильных данных по ВВП. Как и ранее, ФРС США не дала комментариев относительно последствий торговой политики и оценила риски текущего роста как «в целом сбалансированные». Умеренная оценка была дана и динамике инфляции, и инфляционных ожиданий, которые находятся вблизи цели ФРС. Вышедшая статистика по дефлятору потребительских расходов, который и таргетирует ФРС, указала на ускорение его роста до 2,0% в июле с 1,9% г/г в июне.

Протокол заседания комитета ФРС по денежной политике, указывает на то, что в сентябре ставка, как и ожидалось, будет повышена. Ранее президент Трамп призывал повременить с повышением, но опубликованная стенограмма говорит о том, что замедлить процесс может разве что негативный эффект от торговых войн, инициированных Белым домом. Действительно, многие члены комитета указывали на возросшие в связи с этим риски снижения инвестиционной активности, занятости, а также покупательской способности американских домохозяйств.

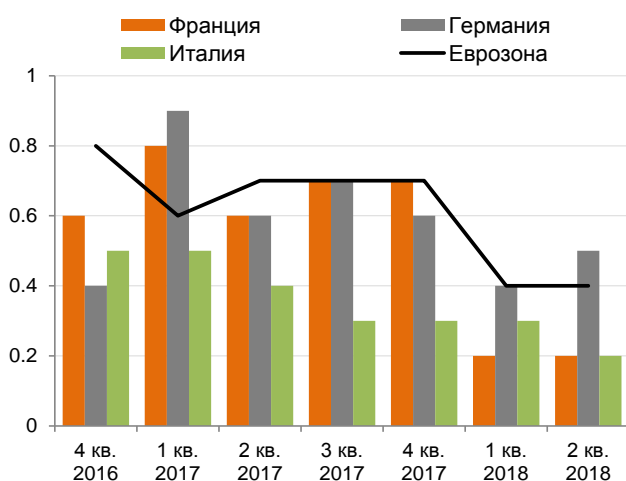
В выступлении на конференции в Джексон Холл Дж. Пауэлл подтвердил намерение ФРС постепенно повышать процентные ставки, учитывая риски с двух сторон: охлаждения экономики от слишком быстрого ужесточения и излишнего перегрева - от слишком медленного.

Еврозона: экономика избежала дальнейшего замедления в II квартале 2018 года

Оценка роста ВВП еврозоны во II кв. 2018 г. была повышена вверх с предварительных 0,3% до 0,4% к/к. В страновой разбивке ускорение роста продемонстрировали Германия (+0,5%к/к) и Нидерланды (+0,7% к/к). Высоким остается рост в Испании (+0,6%к/к). Слабые данные отмечены во Франции (+0,2% к/к) и Италии (+0,2% к/к) (Рисунок 65).

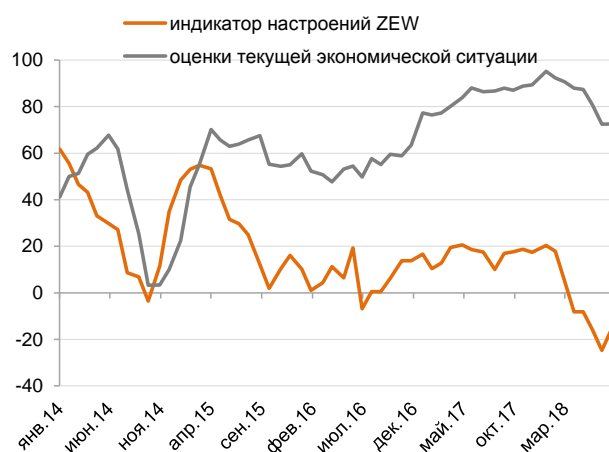
Таким образом, экономика еврозоны избежала дальнейшего замедления, а рост на уровне 0,4% к/к по-прежнему означает рост чуть выше потенциала. Более того, вышедшие данные по индексу ZEW в августе (рост с -24,7 до -13,7 п.п.) указывают на восстановление оптимизма, связанное, судя по всему, с достигнутым перемирием в торговом противостоянии США и Евросоюза (Рисунок 66). Таким образом, у ЕЦБ прибавилось уверенности в правильности решения об окончательном сворачивании стимулов в конце 2018 года.

Рисунок 65. Динамика роста ВВП, % к/к



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 66. Динамика индикатора ZEW в Германии



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Япония: Банк Японии переходит на более гибкую QE.

Банк Японии остается единственным из глобальных центробанков, который не предвидит переход к нормализации ДКП (сворачиванию стимулов) в ближайшее время. На своем заседании регулятор сохранил основные параметры проводимой

ДКП неизменными, впервые просигнализировав о готовности скорректировать таргетируемую доходность государственных облигаций как вверх, так и вниз в зависимости от динамики экономической активности и инфляции. Такое решение призвано ослабить обеспокоенность участников рынка, связанную с нарушением функционирования рынка облигаций из-за жесткого контроля ставок и вызванного этим снижения объема торгов.

Комментарии председателя Банка Японии на пресс-конференции и проведенное тестирование рынка позволяют сделать вывод, что если ранее регулятор не проводил скупку гособлигаций в диапазоне доходности $\pm 0,1$ п.п., то теперь – $\pm 0,2$ процентного пункта. Учитывая, что отрицательная доходность по бумагам крайне маловероятна, фактически это может означать переход к таргетируемому *диапазону* доходности 10-летних гособлигаций. Это решение также призвано ослабить негативное давление нулевых процентных ставок на прибыль финансовых институтов.

Регулятор подтвердил свою приверженность продолжению программы покупки активов до тех пор, пока инфляция устойчиво не достигнет 2%. Регулятор не будет повышать ставки, несмотря их повышение в других развитых странах. Судя по всему, в ближайшее время иена станет основной валютой для керри-трейд.

Также регулятор обновил свои макроэкономические прогнозы, в очередной раз понизив ожидания по инфляции (Рисунок 67).

Рисунок 67. Макроэкономический прогноз Банка Японии

	фискальный 2018 год		фискальный 2019 год		фискальный 2020 год	
	авг. 18	апр. 18	авг. 18	апр. 18	авг. 18	апр. 18
ВВП	1.5	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8
Инфляция	1.1	1.3	1.5	1.8	1.6	1.8

Источники: Bloomberg Finance L.P.

Великобритания: Банк Англии повысил ставку на 0,25 п.п., до 0,75%

Банк Англии повысил ключевую ставку на 0,25 п.п., до 0,75%. По его оценкам, рост экономики (низкий рост экономики в I квартале 2018 г. был временным, статистика II квартала 2018 г. указывает на восстановление роста) будет превосходить потенциальный рост вплоть до 2021 года. В результате экономика перейдет к положительному разрыву выпуска к концу 2019 г., что без повышения ставки приведет к невозможности устойчивого замедления инфляции до 2%. Это решение вызвало критику некоторых участников рынка, учитывая увеличивающуюся вероятность выхода Великобритании из ЕС без сделки. Кроме того, участников рынка беспокоит отсутствие ускорения роста оплаты труда.

Регулятор обновил макроэкономические прогнозы (Рисунок 68). Важной новостью стала публикация оценки равновесной процентной ставки, которую Банк Англии оценивает сейчас в диапазоне 2–3%. С 1990 г. ее значение опустилось на 2 п.п. под влиянием демографических факторов, снижения производительности труда и изменения стоимости финансового посредничества.

Рисунок 68. Макроэкономический прогноз Банка Англии

		ВВП, % г/г	Инфляция, % г/г	Безработица, %
2018	авг. 18	1.5	2.5	4.0
	май. 18	1.4	2.4	4.1
2019	авг. 18	1.8	2.2	3.9
	май. 18	1.7	2.1	4.0
2020	авг. 18	1.7	2.1	3.9
	май. 18	1.7	2.0	4.0
2021	авг. 18	1.7	2.0	3.9
	май. 18	1.7	2.0	4.0

Источники: Bloomberg Finance L.P.

1.3.2. Август оказался неблагоприятным для стран с формирующимися рынками

- Август стал крайне неблагоприятным месяцем для стран с формирующимися рынками. Проблемы в некоторых странах (Турция и Аргентина) затронули рынки большинства других стран с формирующимися рынками.
- Снижение цен российских финансовых активов происходило на фоне роста опасений относительно ужесточения ограничений со стороны США, в том числе на покупку нового долга, которое усугубилось общим оттоком капитала с рынков развивающихся стран и традиционно низкой ликвидностью в летний период. Тем не менее, негативные последствия для российских финансовых рынков оказались менее выраженными или сравнимыми с другими странами на фоне проводимой макроэкономической политики и отсутствия существенных внутренних и внешних дисбалансов.
- Динамика ставок денежного рынка сроком на 1-3 месяца указывает на ожидаемое финансовыми рынками повышение ключевой ставки Банка России для предотвращения роста инфляционных рисков.

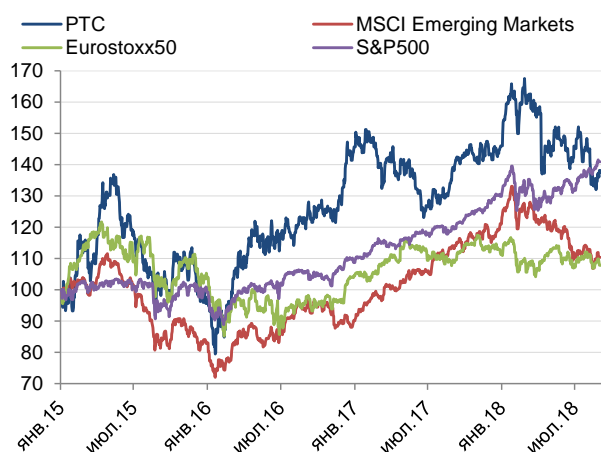
Глобальные рынки

Давление на рынки развивающихся стран в июле–августе усилилось, в результате чего ослабление валют ускорилось (Рисунок 70). Аутсайдерам среди ва-

люот стран с формирующимися рынками стали турецкая лира на фоне ухудшения отношений с США и аргентинский песо. За август лира упала на 20%, а с начала года на 40%. Учитывая высокий уровень внешнего долга, такое ослабление валюты вызывает значительные риски для финансовой стабильности, и не только в Турции (по расчетам БМР активы банков, связанные с Турцией, превышают 220 млрд долл. США). В конце месяца резко ухудшилась ситуация в Аргентине, где песо опять стало резко падать в связи с опасениями дефолта по государственному долгу. На этом фоне Центральный банк Аргентины поднял ставку с 45 до 60% (до этого в начале августа ставка была повышена с 40 до 45%).

Столь сильное падение валют значимых стран с формирующимися рынками вызвало эффект заражения среди других стран этой группы. Во многих случаях эффект заражения оказывается временным. Центральные банки многих стран (Индия, Аргентина, Индонезия, Филиппины и Чехия) в августе повысили ставки.

**Рисунок 69. Динамика индексов акций
(январь 2015 года = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 70. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США**

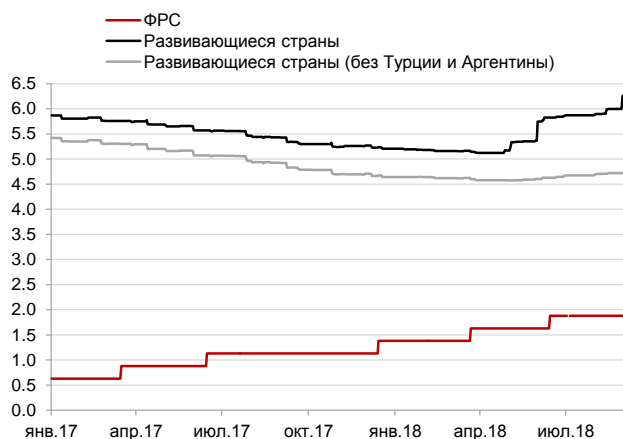


Источник: Bloomberg Finance L.P.

По итогам августа доходности гособлигаций развитых стран снизились на фоне роста спроса на защитные активы и ухода инвесторов от рискованных активов развивающихся стран (Рисунок 72). Это, впрочем, не помешало американским фондовым индексам обновить максимальные значения и установить рекорд по длительности «бычьего» цикла в истории рынка. Все это стало возможным благодаря позитивной экономической динамике в США и хорошей отчетности компаний за II квартал.

Доходности гособлигаций Италии превысили 3% на фоне роста бюджетных рисков. Это движение остается изолированным и пока оказало негативное влияние только на доходности гособлигаций Португалии и Греции.

Рисунок 71. Динамика ключевых ставок центральных банков, %



Источник: BIS, расчеты ДИП.

Рисунок 72. Динамика доходностей 10-летних облигаций, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

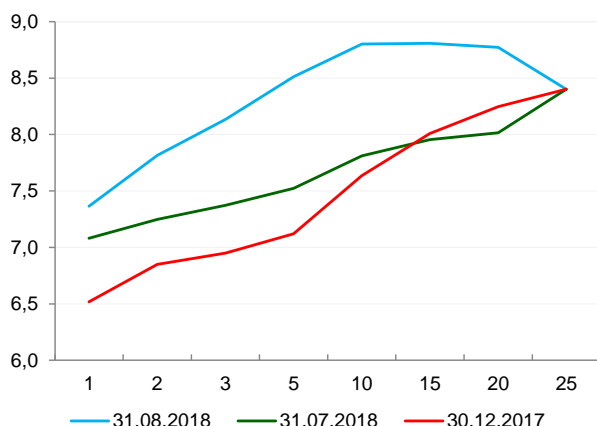
Российские рынки

Реакция российских финансовых рынков на ухудшение ситуации в отдельных странах оказалась схожей с реакцией рынков других стран с формирующимися рынками. Тем не менее масштаб снижения на российских рынках оказался меньше или сопоставим с другими странами на фоне проводимой макроэкономической политики и отсутствия внешних и внутренних дисбалансов.

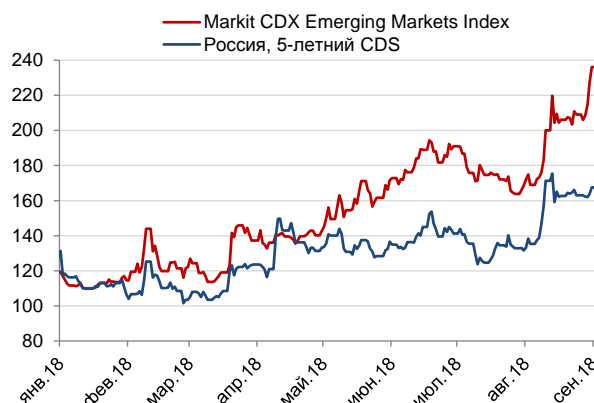
Рост опасений введения ограничений на покупку новых выпусков российских гособлигаций со стороны США после внесения соответствующего законопроекта на фоне оттока капитала с рынков стран с формирующимися с рынками привели к оттоку нерезидентов с рынка ОФЗ. При этом российские игроки не торопились скупать подешевевшие облигации. В итоге доходности ОФЗ в августе резко выросли. Доходности длинных бумаг достигли максимального с конца 2016 – начала 2017 года уровня (Рисунок 71). Увеличение доходностей гособлигаций и других рыночных ставок может привести к повышению банковских ставок по кредитам и депозитам.

Рубль в августе ослаб на фоне общего снижения валют развивающихся стран и общего повышения неопределенности относительно возможных финансовых ограничений со стороны США. При этом нефтяные цены оставались высокими, что должно было обеспечить достаточно высокий профицит счета текущих операций в летний период.

Российская риск-премия CDS в августе резко выросла примерно на 30 б.п. и стабилизировалась на уровне чуть выше 160 б.п. (Рисунок 74). В целом ее динамика повторила динамику риск-премий других развивающихся стран, что в очередной раз говорит о значительном влиянии общей динамики глобальных рынков на ситуацию на российских площадках.

Рисунок 73. Кривая доходности ОФЗ, %

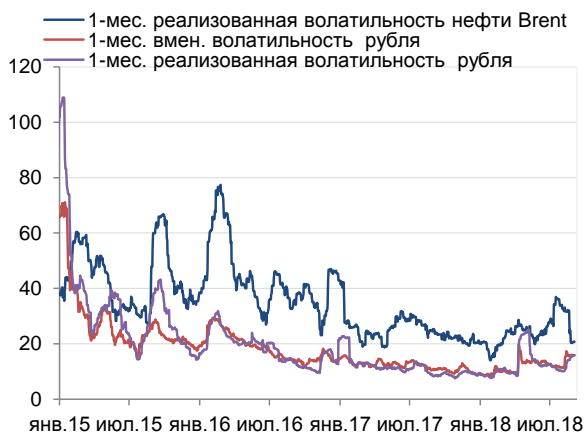
Источники: Bloomberg Finance L.P., Московская Биржа.

Рисунок 74. Динамика риск-премий развивающихся стран

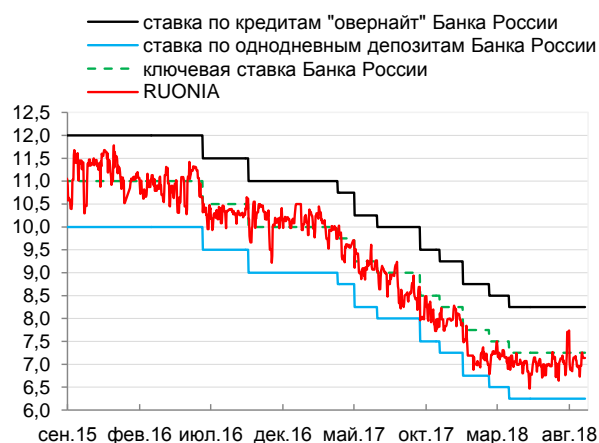
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Показатели волатильности курса рубля, как реализованной, так и вмененной, выросли в августе (Рисунок 75). Такие же тенденции наблюдались и на рынках валют других развивающихся стран. Ситуация усугублялась традиционной для августа невысокой ликвидностью рынков. На этом фоне временная остановка покупок валюты Банком России в рамках бюджетного правила должна предотвратить возникновение излишней волатильности на рынке.

Отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России в августе в среднем составило около 23 б.п., оставаясь более или менее постоянным с конца прошлого года (Рисунок 76). Резкий всплеск ставок денежного рынка в конце июля выше ключевой ставки оказался временным и к началу августа они вернулись к уровню около 7%. В конце августа во время налогового периода и окончания периода усреднения ставки денежного рынка подтянулись к уровню ключевой. Возможно сохранение небольшого отрицательного спреда ставки RUONIA к ключевой ставке Банка России.

Рисунок 75. Волатильность курса рубля и цены на нефть

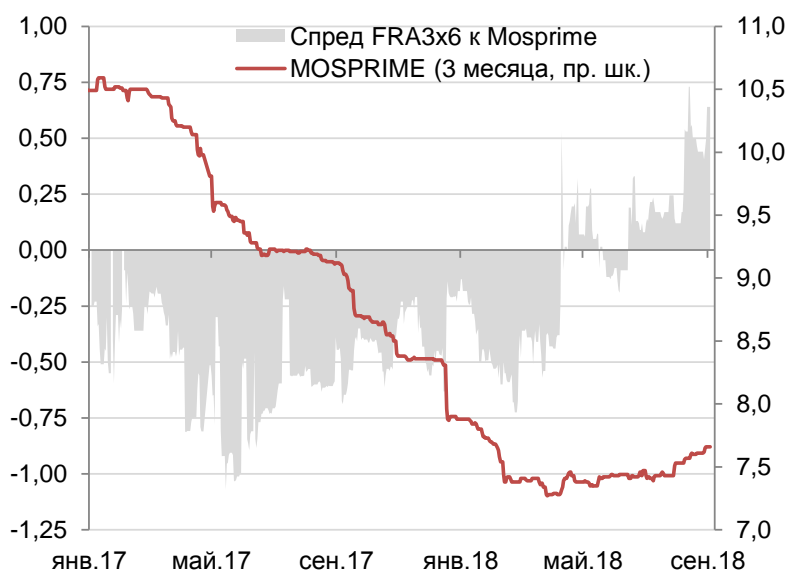
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 76. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых

Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Ставки денежного рынка на срок от 1 до 3 месяцев выросли в августе, что может отражать изменение рыночных ожиданий в пользу возможного повышения ключевой ставки Банка России. Так, ставка Mosprime на 3 месяца выросла с уровня 7,40–7,45% в конце июля до 7,65% в конце августа. При этом спред FRA3х6³² к ставке Mosprime на 3 месяца вырос за это время на 25 б.п., то есть в ожидания рынка заложен дальнейший рост ставок денежного рынка. Центральные банки некоторых развивающихся стран уже сделали шаги в сторону ужесточения политик на фоне летнего ослабления курсов валют и оттока капитала (Рисунок 71).

Рисунок 77. Спред FRA3х6 к ставке Mosprime на 3 месяца



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Активный рост добычи в странах ОПЕК+ оказывает давление на цену нефти

- За июль–август цены большинства товаров и металлов существенно снизились в результате усиления рисков со стороны спроса и укрепления доллара США.
- На нефтяные цены также оказал давление превзошедший ожидания рост добычи в странах ОПЕК+.
- Поддержку нефтяным ценам оказали рост перебоев поставок, продолжающееся падение добычи в Венесуэле и переход к снижению добычи в Иране.
- Рост добычи нефти в США продолжается, однако прогноз роста показателя пересмотрен вниз, а эффективность добычи начала снижаться.

³² Форвард (по сути ожидаемый уровень) 3 месячной ставки через 3 месяца.

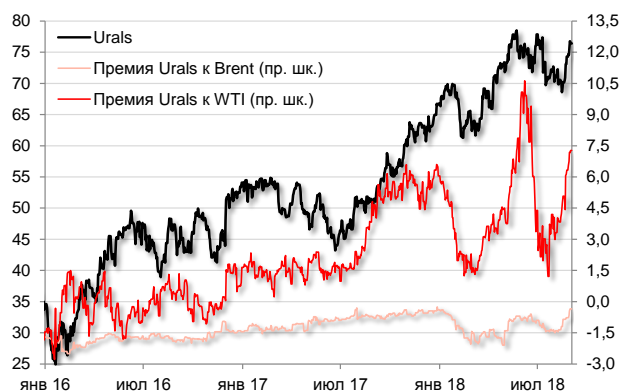
За июль-август индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 4%, что можно объяснить прежде всего замедлением роста китайской экономики (см. подраздел 1.3.1), усилением торгового противостояния США с другими странами, а также укреплением обменного курса доллара США (индекс DXY вырос на 1%). Цены промышленных и драгоценных металлов снизились на 9 и 6%, сельскохозяйственных и энергетических товаров – на 4 и 1% соответственно (Рисунок 78). Цена нефти Urals с локального пика 78 долл. США/барр. в конце июня упала к середине августа до 69 долл./барр., после чего повысилась до 76 долл. США/барр. к концу августа (Рисунок 79).

Рисунок 78. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)



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

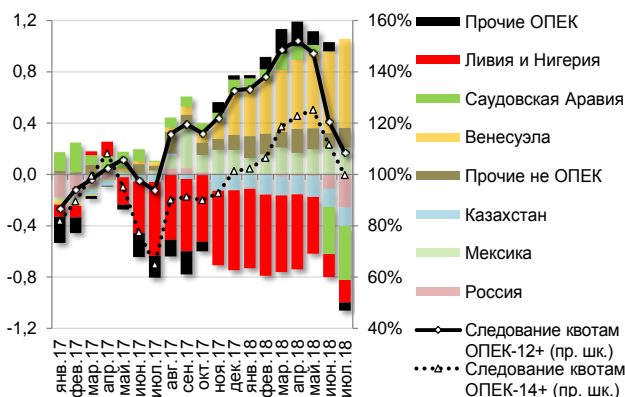
Рисунок 79. Цена нефти марки Urals и премия к Brent и WTI, долл./барр.



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

Со стороны предложения давление на цены оказали данные об активном наращивании добычи нефти Саудовской Аравией и Россией уже в июне (Рисунок 80, Рисунок 81), что вызвало переоценку скорости выхода из Соглашения ОПЕК+. В июле рост поставок нефти на мировой рынок продолжился, хотя и более медленным темпом из-за приостановки в конце месяца поставок нефти Саудовской Аравией через Баб-эль-Мандебский пролив в связи с нападением на танкеры. Степень следования квотам странами ОПЕК-12 (без Ливии и Нигерии) и ОПЕК-12+ снизилась с 152 и 147% в мае до 115 и 109% в июле соответственно и, вероятно, продолжила снижаться в августе. Рост поставок нефти из стран ОПЕК+ (Рисунок 82) отразился на росте коммерческих запасов нефти в США (Рисунок 83).

Рисунок 80. Степень следования квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение квот), млн барр. в день и %



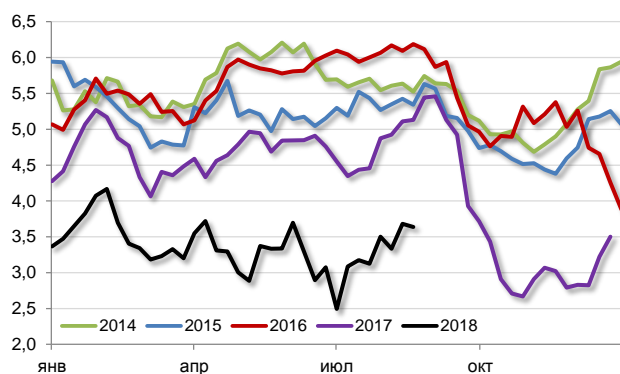
Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 81. Показатели добычи нефти и газового конденсата в России



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

Рисунок 82. Скользящий средний за четыре недели чистый импорт нефти и нефтепродуктов в США, млн барр. в день



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

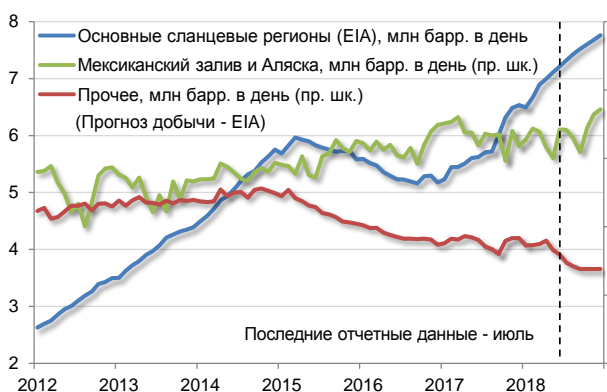
Рисунок 83. Показатели коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в США



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

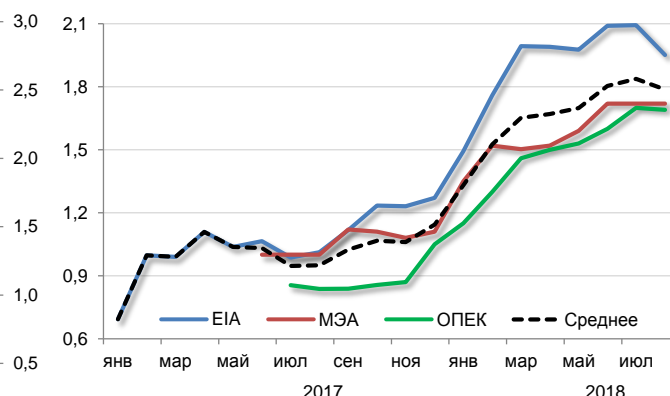
Сдерживает повышение нефтяных цен также добыча нефти в США. Она продолжает активно расти, прежде всего на сланцевых месторождениях (Рисунок 84). Вместе с тем рост активности сланцевых компаний замедляется. Прогноз роста добычи в США в июле пересмотрен вниз (Рисунок 85). Эффективность бурения в бассейне Permian и в среднем по США с июля перешла к снижению (Рисунок 86). Инфраструктурные ограничения в Permian могут существенно замедлить рост добычи в США.

Рисунок 84. Добыча нефти в США по видам месторождений



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 85. Прогнозы роста добычи жидкого топлива в США, млн барр. в день

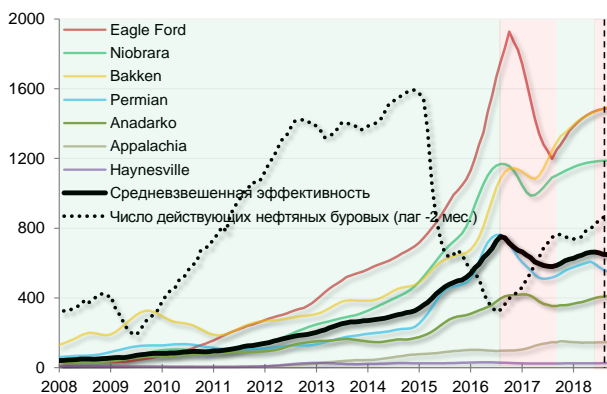


Источники: EIA, ОПЕК, МЭА, расчеты ДИП.

Повышению нефтяных цен способствует динамика добычи в Венесуэле. С конца 2017 г. она ежемесячно стабильно снижается на 0,05 млн барр. в день, и неясно, где она может стабилизироваться (Рисунок 80). С июня также начала активно снижаться добыча нефти в Иране на фоне информации о сокращении закупок европейскими и некоторыми азиатскими компаниями. Новые оценки показывают, что поставки нефти из Ирана могут сократиться сильнее и быстрее, чем ожидалось ранее и чем имело место в 2012 году.

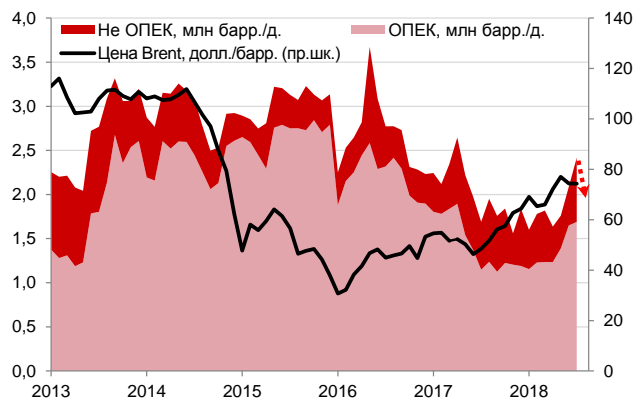
Кроме того, за последние месяцы существенно выросла поддержка нефтяным ценам со стороны временных факторов. В июле объем вынужденно простаивающих мощностей оказался максимальным с начала 2017 года, и вероятно несильно снизится в августе (Рисунок 87). Так, эскалация внутреннего конфликта в Ливии вызвала сильное сокращение добычи и поставок нефти на мировой рынок в июне-июле, и восстановление оказалось медленным и неустойчивым.

Рисунок 86. Эффективность добычи нефти в бассейнах США (барр. на буровую установку)



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

Рисунок 87. Оценки EIA объема вынужденно незагруженных мощностей по добыче нефти



Источники: EIA, расчеты ДИП.

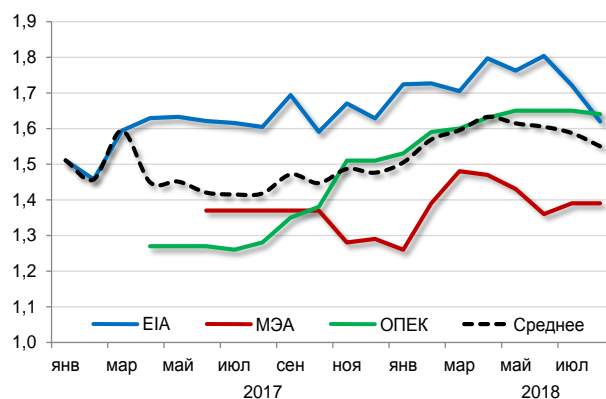
Со стороны спроса сохраняется высокая поддержка нефтяным ценам, в том числе из-за сезонно высокого потребления (Рисунок 88). Вместе с тем прогноз ведущих международных организаций (ОПЕК, Международное энергетическое агентство (МЭА), Управление энергетической информации США (EIA)) роста мирового спроса на жидкое топливо сохраняет тенденцию к пересмотру вниз (Рисунок 89). Давление оказывает выросшая цена нефти, а также существенное ослабление относительно доллара США целого ряда валют развивающихся стран. Все это вызвало существенный рост цен нефтепродуктов. К этому добавляются риски торговых войн и более быстрого, чем ожидалось ранее, замедления роста экономики Китая.

Рисунок 88. Показатели загрузки нефтеперерабатывающих мощностей США



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

Рисунок 89. Прогнозы роста мирового спроса на жидкое топливо в 2018 г. в месячных прогнозах ведущих организаций, млн барр. в день



Источники: EIA, ОПЕК, МЭА, расчеты ДИП.

В целом в настоящее время в цену нефти заложен эффект временных факторов и в целом высокая неопределенность со стороны предложения. Ослабление их действия будет способствовать снижению нефтяных цен.

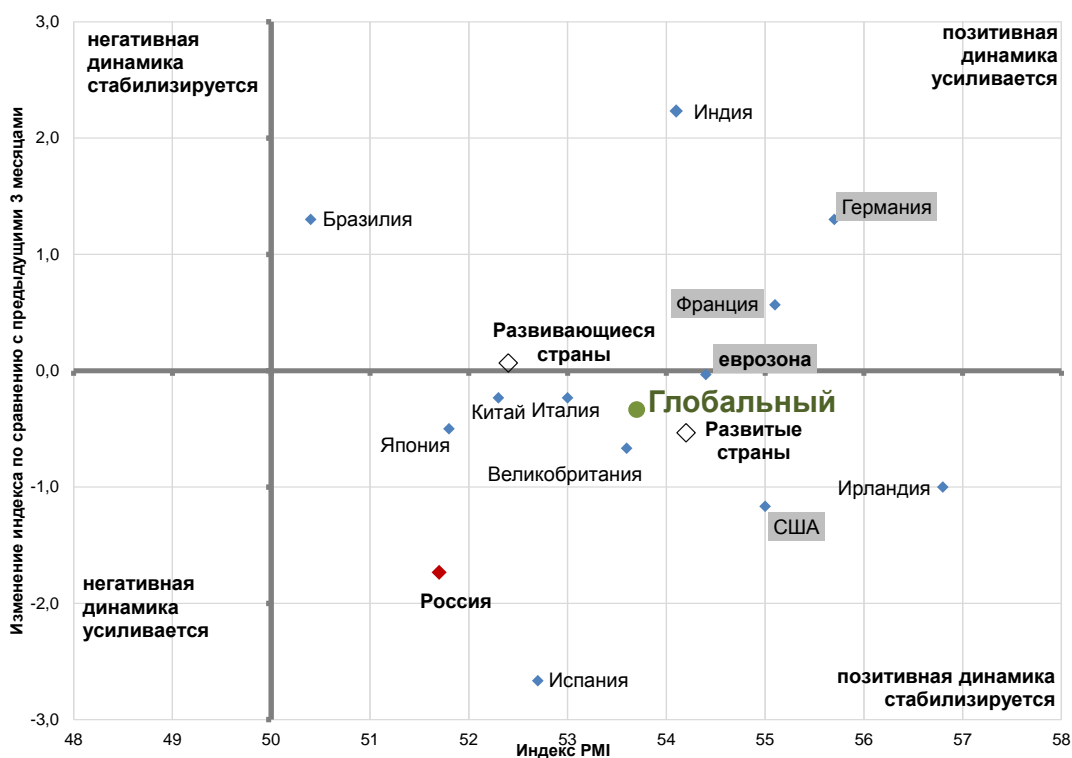
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Рост мировой экономики в III квартале замедлится

Динамика сводных индексов PMI указывает на небольшое снижение темпов роста мировой экономики в начале III квартала по отношению ко II кварталу, причем в основном за счет развитых стран (Рисунок 90).

Рисунок 90. Динамика композитного индекса PMI за июль* и изменение к среднему значению за II квартал



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

*серым выделены предварительные оценки за август и их изменение к среднему уровню за май-июль

По предварительной оценке, сводный индекс IHS Markit США в августе снизился до 55,0 (в июле – 55,7 п.п, в среднем за II квартал – 55,9 п.п.). По оценке IHS Markit августовское значение индекса соответствует росту экономики США на 2,5% в год. Рост американской экономики ожидаемо замедляется после ускорения во II квартале до 4,1% в годовом выражении на фоне постепенного снижения действия бюджетного стимула, укрепления доллара США и постепенного ужесточения денежно-кредитной политики. Первое за год падение индикатора незавершенных за-

казов, который является опережающим индикатором роста выпуска, указывает на возможное дальнейшее торможение роста экономики США.

По предварительной оценке, сводный индекс PMI еврозоны символически вырос до 54,4 с 54,3 п.п. в июле, но оказался ниже среднего за II квартал значения – 54,7 процентного пункта. В целом можно говорить о стабилизации темпов роста экономики еврозоны в III квартале на уровне 0,4% к/к после довольно резкого торможения, произошедшего в начале года. Негативно на динамику европейской экономики действует замедление роста глобальной экономики и внешней торговли: индекс новых экспортных заказов в обрабатывающем секторе оказался минимальным за последние два года. На риски дальнейшего замедления роста указывает и снижение индекса ожиданий, который опустился до минимума за последние 23 месяца, особенно в обрабатывающем секторе (там зафиксирован минимальный индекс ожиданий почти за три года).

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Индексная оценка ВВП в августе: рост вблизи потенциала

- Текущая оценка и краткосрочные прогнозы по ВВП указывают на стабилизацию роста российской экономики вблизи потенциала.
- Индексная оценка роста ВВП на III квартал 2018 г. в августе составила +0,4% к/к SA, незначительно снизившись по сравнению с оценкой месячной давности.
- Краткосрочные прогнозы на конец 2018 и начало 2019 годов в последние месяцы также остаются стабильными. Их небольшое снижение объясняется ухудшением в динамике ряда опросных показателей (прежде всего, PMI-индексов) и не сигнализирует о появлении выраженного тренда на замедление роста экономики.
- Согласно нашим дополнительным расчетам, представленная оценка и краткосрочные прогнозы указывают на вероятный рост ВВП по итогам 2018 г. на уровне около 1,7 – 1,8%³³.

³³ Индексная оценка ориентирована на уточненные оценки ВВП 2018 г. Росстата, которые будут выходить в 2020 г. и позднее.

	Август % к/к SA	Июль % к/к SA
III квартал 2018 г.	0,4	0,4 – 0,5
IV квартал 2018 г.	0,35	0,4
I квартал 2019 г.	0,35	–

2.2.2. Инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными на уровне 4%

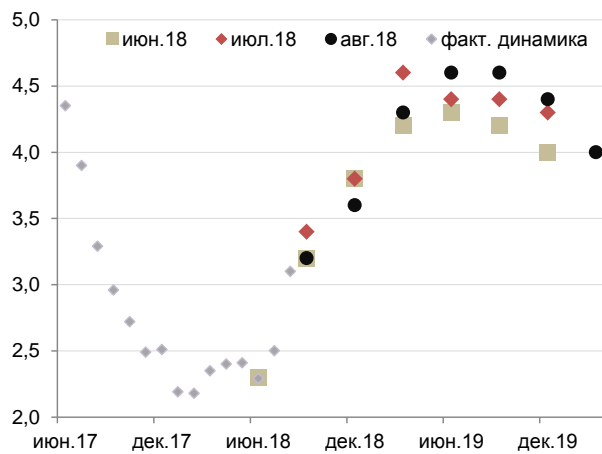
- Аналитики немного понизили прогноз по инфляции на конец 2018 года, по-прежнему ожидая ее ускорения выше 4% в 2019 году. Тем не менее, уже в начале 2020 года прогнозируется возврат инфляции к 4%.
- Консенсус-прогноз по ключевой ставке в июле-августе не изменился после повышения по итогам июньского заседания Совета Директоров. Медианный прогноз – сохранение ставки на текущем уровне до конца 2018 года. При этом некоторые аналитики стали ждать повышение ставки.

В июле и августе консенсус-прогнозы Bloomberg по инфляции, рассчитываемые на основе опросов финансовых аналитиков, претерпели значительные изменения по сравнению с июнем (Рисунок 91). Несмотря на некоторое ускорение роста цен в августе ожидания инфляции на конец года понизились до 3,6 с 3,8%. При этом аналитики ожидают временного ускорения инфляции с пиком в 4,6% во II и III квартале 2019 г. на фоне повышения ставки НДС. При этом уже в начале 2020 г. ожидается возвращение инфляции на 4%, что совпадает с прогнозируемой Банком России динамикой.

Ожидания по ключевой ставке с конца июня не претерпели существенных изменений. Медианное значение опроса Bloomberg на конце 2018 года держится на уровне 7,25%, после чего аналитики ожидают плавного снижения ставки до 6,75% к концу 2019 года. Некоторые аналитики ожидают, что ключевая ставка будет повышена до 7,5% к концу 2018 г, видимо, на фоне роста волатильности на рынках развивающихся стран.

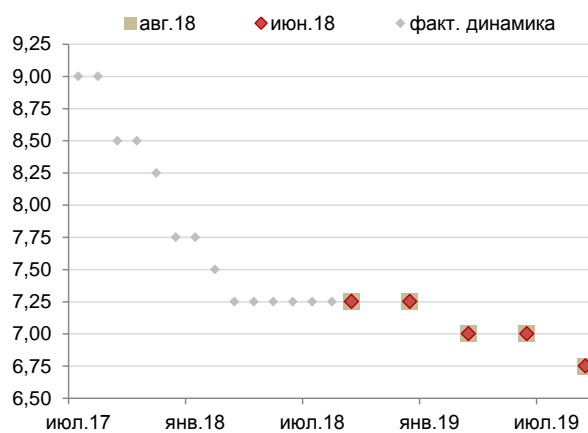
Вероятно, августовские события на рынках и динамика инфляции еще не полностью учтены в консенсус-прогнозах аналитиков. Bloomberg собирает свои прогнозы ежемесячно, но не все аналитики оперативно учитывают происходящие изменения в своих прогнозах, особенно учитывая сезон отпусков. Сентябрьский опрос даст более полную картину изменений ожидаемой аналитиками траектории экономических и финансовых показателей.

Рисунок 91. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 92. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталья Карлова

Алексей Киселев

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева