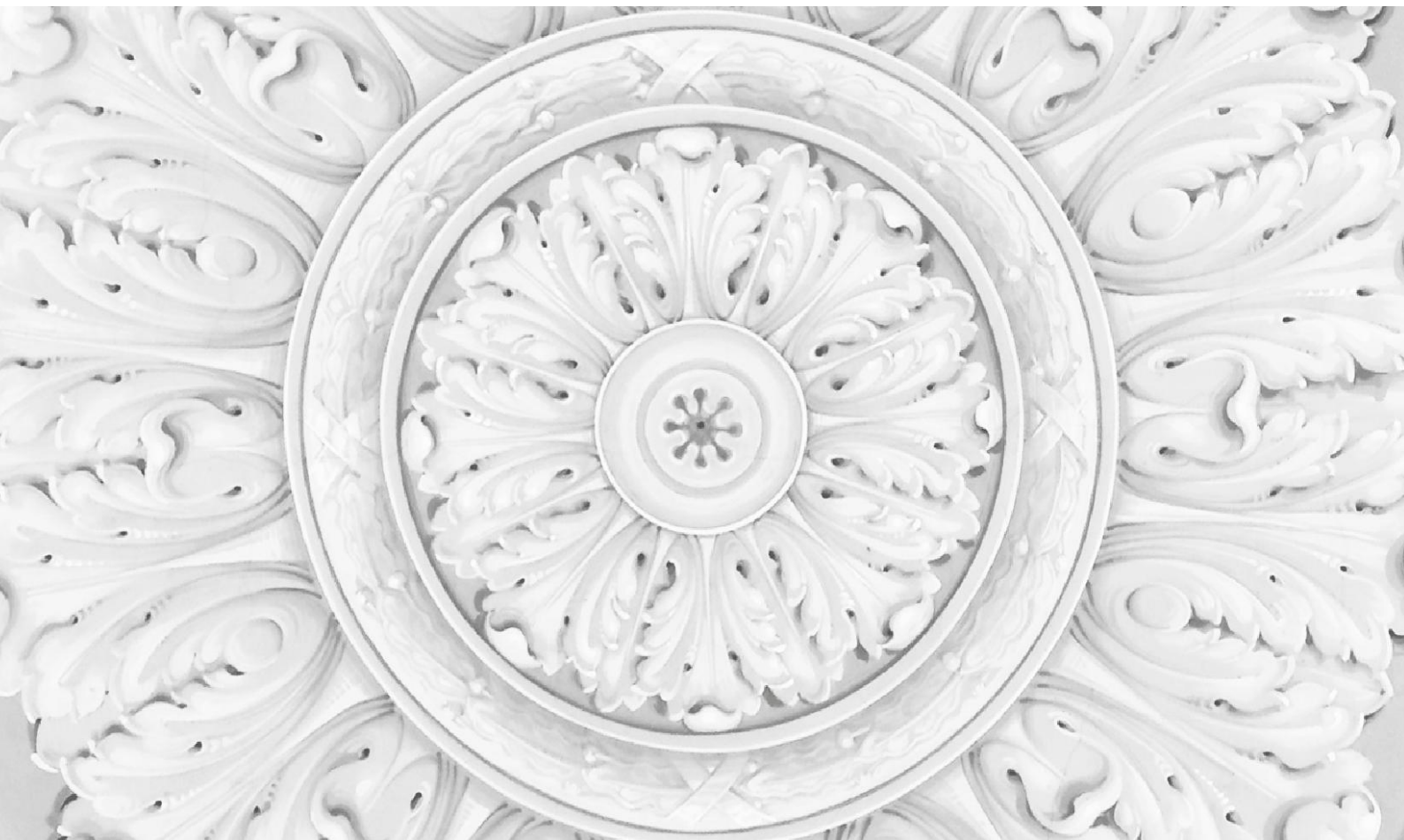




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Май 2017

**Бюллетень**  
**Департамента исследований**  
**и прогнозирования № 4 (16)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 1.06.17.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,  
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

*Замечания и предложения по содержанию бюллетеня просим отправлять по адресу  
[dip\\_bulletin@mail.cbr.ru](mailto:dip_bulletin@mail.cbr.ru)*

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Итоги</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1.1. Инфляция вплотную приблизилась к 4%	4
1.1.2. Трендовая инфляция снижается медленно и сигнализирует о среднесрочных инфляционных рисках	8
1.1.3. Ценовые индексы PMI: рост издержек более активно перекладывается на потребителей	8
1.1.4. Консенсус-прогноз аналитиков Bloomberg: ожидания по инфляции вышли на цель	10
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>11</b>
1.2.1. Рост экономики в начале года ускорился	11
1.2.2. Уверенный рост промышленности в апреле	12
1.2.3. Индексы PMI: потребительский и экспортный спрос поддерживают рост экономики	13
1.2.4. Розница вышла в ноль	15
1.2.5. Снижение нормы сбережений при сохранении сберегательной модели поведения	18
1.2.6. Продажи новых автомобилей: закрепление мартовских успехов	20
1.2.7. Безработица остается на низком уровне при снижении уровня экономической активности	22
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>25</b>
1.3.1. Глобальная экономика: монетарные власти США готовятся к очередному ужесточению	25
1.3.2. Волатильность глобальных рынков на минимуме	31
1.3.3. Товарные рынки: нефтяные цены снизились, несмотря на продление соглашения об ограничении добычи	35
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>40</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>40</b>
2.1.1. Глобальные PMI: стабилизация темпов роста мировой экономики	40
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>41</b>
2.2.1. Индексная оценка ВВП: перспективы для ускорения роста сохраняются	41
<b>3. В фокусе. Об устойчивости роста инвестиций в основной капитал</b>	<b>42</b>

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- Инфляция вплотную приблизилась к целевому уровню на фоне благоприятных внешнеэкономических и финансовых условий, а также умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Экономика вышла на траекторию медленного, но устойчивого роста. Существующий баланс рисков говорит в пользу плавного смягчения денежно-кредитной политики.
  - В результате временного смещения сезонности в продовольственных ценах сезонно сглаженная инфляция за апрель в годовом выражении оказалась повышенной относительно «целевого» уровня. По предварительным оценкам, рост потребительских цен в мае с поправкой на сезонность снова окажется чуть выше уровня, соответствующего 4%-ной инфляции в годовом выражении. Последствия прошедшей холодной весны, скорее всего, приведут к временному ускорению инфляции со стороны предложения в ближайшие месяцы. Другим фактором инфляционного давления на протяжении оставшейся части года станет оживление спроса. На этом фоне сохраняются риски с точки зрения поддержания инфляции вблизи целевого уровня на среднесрочном горизонте.
  - Текущий переход экономики к медленному, но качественному и устойчивому росту отражается в поступательном восстановлении потребительской и инвестиционной активности. Важным фактором адаптации экономики к произошедшим структурным изменениям выступило снижение общего уровня неопределенности, которое произошло в том числе благодаря умеренно жесткой денежно-кредитной политике Банка России.
  - Ситуация на мировых и российских финансовых рынках остается благоприятной для финансовой стабильности и снижения инфляции в России.

### 2. Взгляд в будущее

- Инфляционные ожидания населения и финансовых аналитиков в мае достигли исторических минимумов, что отражает рост доверия к проводимой Банком России денежно-кредитной политике.
- При сохранении умеренно благоприятных внешнеэкономических условий квартальный рост ВВП с поправкой на сезонность до конца 2017 года может стабилизироваться вблизи отметки 0,5%.

### 3. В фокусе. Об устойчивости роста инвестиций в основной капитал

- Завершающийся процесс адаптации российской экономики к произошедшим структурным изменениям позволяет говорить о серьезных перспективах для роста инвестиций в основной капитал.
- Однако ускорение темпов роста требует в первую очередь качественных инвестиций, для привлечения которых необходимо время.
- Умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России не препятствует, а за счет снижения неопределенности даже способствует восстановлению инвестиций в основной капитал.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция

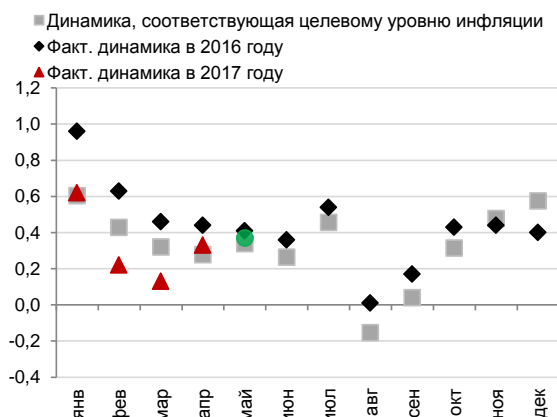
В апреле годовая инфляция вплотную приблизилась к целевому уровню Банка России. Тем не менее сезонно сглаженный темп роста в апреле оказался повышенным из-за роста цен на плодоовощную продукцию. Временные благоприятные факторы такие как последствия укрепления рубля в январе-апреле 2017 года могут продолжить свое действие как минимум до середины года. Инфляционные ожидания населения и финансовых аналитиков продолжают снижаться, создавая более благоприятные условия для достижения целевых уровней по инфляции. Однако во втором полугодии может наблюдаться рост инфляционного давления из-за холодной весенней погоды и улучшения экономической ситуации. Оживление спроса позволяет производителям в большей степени переносить рост издержек в потребительские цены. Реализация этих рисков вряд ли сможет помешать достижению цели по инфляции в 2017 году. Однако возможный рост инфляционного давления во второй половине года может повысить риски для удержания инфляции вблизи цели на среднесрочном горизонте.

#### **1.1.1. Инфляция вплотную приблизилась к 4%**

- В апреле под влиянием денежно-кредитной политики и дезинфляционного эффекта от укрепления рубля в январе-апреле, который, скорее всего, будет прослеживаться до середины года, инфляция вплотную приблизилась к целевому уровню 4%.
- Однако прирост потребительских цен с устранением сезонности в апреле оказался повышенным, составив 0,35% м/м из-за ускорения роста цен на плодоовощную продукцию и некоторые виды услуг.
- Динамика базовой инфляции и цен на услуги говорит о некотором усилении инфляционного давления с поправкой на действие временных благоприятных факторов.
- Холодная весенняя погода может привести к снижению урожая овощей и фруктов, что повлечет за собой ускорение сезонно очищенных темпов роста цен в III квартале 2017 года.
- Сезонно сглаженная инфляция по итогам мая окажется чуть выше оцениваемого нами диапазона, соответствующего целевому уровню инфляции.

Согласно данным Росстата, темп прироста индекса потребительских цен в апреле составил 0,33% (после 0,13% в марте). Месячный рост цен оказался немного выше уровня, соответствующего целевой траектории (Рисунок 1).

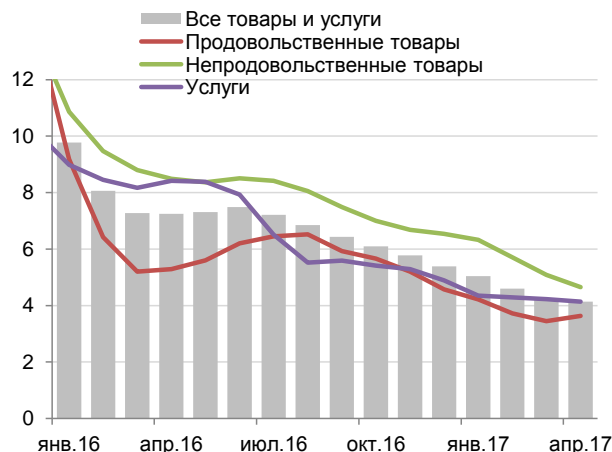
**Рисунок 1. Динамика целевого и фактического темпов роста цен, %, м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Данные за май 2017 г. оцениваются с учетом оперативных данных Росстата по росту цен к 29 мая

**Рисунок 2. Инфляция, %, г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Как и в апреле 2016 года, месячный темп роста индекса потребительских цен оказался ниже, чем тот, который предполагался в соответствии с недельными оценками Росстата. Это связано с методологическими особенностями расчета недельного показателя, а также производимой Росстатом дооценкой ненаблюдаемых категорий товаров и услуг.

Существенно ускорились темпы прироста цен на продовольствие, с 0,14 до 0,60% м/м, тогда как рост цен на непродовольственные товары замедлился с 0,22 до 0,17% м/м. Цены на услуги выросли на 0,16% м/м после нулевого роста в марте.

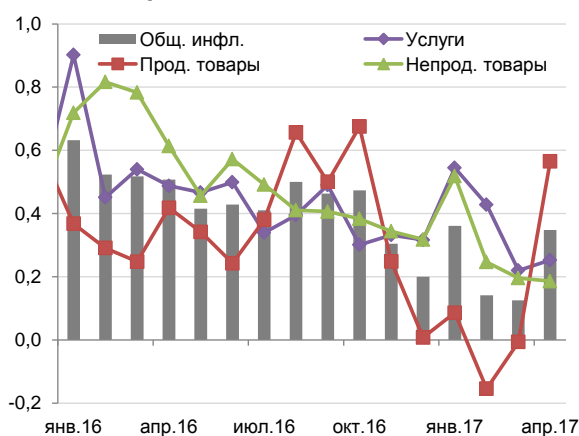
В годовом выражении инфляция опустилась до 4,14% в апреле после 4,25% по итогам марта (Рисунок 2). Однако прирост цен с исключением сезонного фактора в апреле увеличился до 0,35% м/м (после 0,13% м/м в марте) (Рисунок 3). Наибольший вклад в прирост цен внесли продовольственные товары, главным образом за счет плодоовощной продукции, темп роста цен на которую с учетом сезонности ускорился до 3,9% м/м.

Рост цен на непродовольственные товары с поправкой на сезонность с февраля стабильно оказывается вблизи отметки 0,2% м/м, то есть ниже уровня, соответствующего росту цен на 4% в годовом выражении. По нашему мнению, планомерное снижение со II квартала 2016 года темпов роста сезонно сглаженных цен на данную группу товаров<sup>1</sup>, динамика которых традиционно отличается большей ста-

<sup>1</sup> За исключением кратковременного всплеска в январе 2017 г. на фоне сбоя в сезонности из-за повышения акцизов и индексации тарифов.

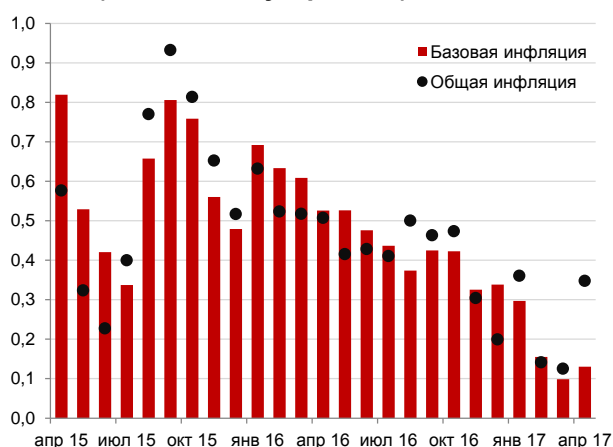
бильностью, отражает дезинфляционный эффект проводимой Банком России денежно-кредитной политики. При этом устойчивое замедление роста цен на непродовольственные товары до текущего уровня указывает на явный вклад в дезинфляцию эффекта переноса от укрепления рубля. Наши эконометрические оценки показывают, что пик воздействия на цены со стороны курсовой динамики в среднем приходится на второй или третий месяц после шока курса<sup>2</sup>. С учетом укрепления рубля, наблюдавшегося в I квартале и апреле, фактор валютного курса продолжит оказывать временный, но значимый дезинфляционный эффект как минимум до середины года.

**Рисунок 3. Сезонно сглаженный темп роста потребительских цен, %, м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 4. Динамика базовой инфляции (сезонность устранена), %, м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В то же время темп роста цен в сфере услуг в апреле немного ускорился, с 0,22 до 0,25% м/м, после устранения сезонности. Основной причиной ускорения послужил рост цен на услуги пассажирского транспорта и связи. Поскольку данный компонент ИПЦ в меньшей степени подвержен влиянию со стороны валютного курса, указанная динамика косвенно свидетельствует о признаках усиления в прошедшем месяце инфляционного давления, не связанного с временными факторами.

О том, что причины апрельского ускорения роста цен кроются не только во временных факторах, свидетельствует и динамика базовой инфляции<sup>3</sup>, которая увеличилась в месячном выражении с 0,10% в марте до 0,13% в апреле (Рисунок 4). Основными драйверами роста цен оказались продовольственные товары, а именно: сахар, мясопродукты, молоко и молочная продукция.

По оперативным данным Росстата, потребительские цены к 29 мая с начала месяца выросли на 0,35%. Годовая инфляция на 29 мая, оцененная на основе среднесуточных темпов роста с начала месяца, практически не изменилась по

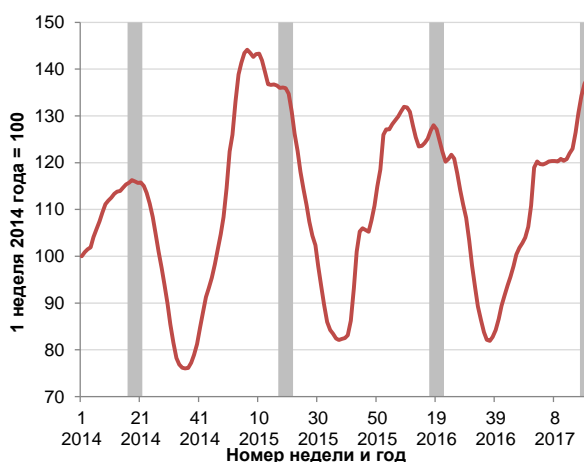
<sup>2</sup> Указанные оценки не учитывают возможную асимметричность воздействия на цены со стороны укрепления и ослабления рубля.

<sup>3</sup> ИПЦ без учета плодоовощной продукции, алкогольных напитков, табачных изделий, топлива, регулируемых услуг – редуцированный показатель базовой инфляции Росстата.

сравнению с апрельской. Предварительная оценка сезонно сглаженной инфляции в апреле составляет 0,35-0,4% м/м, что чуть выше уровня, соответствующего 4% годовой инфляции.

К более привычной сезонной динамике в последние две недели мая вернулись цены на плодоовощную продукцию (Рисунок 5). Это может служить сигналом того, что влияние более позднего, чем обычно, сезонного роста цен на эту категорию товаров из-за высокого уровня запасов хорошего урожая прошлого года постепенно сходит на нет.

**Рисунок 5. Индекс цен плодоовощной продукции, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Серым выделен май каждого года.

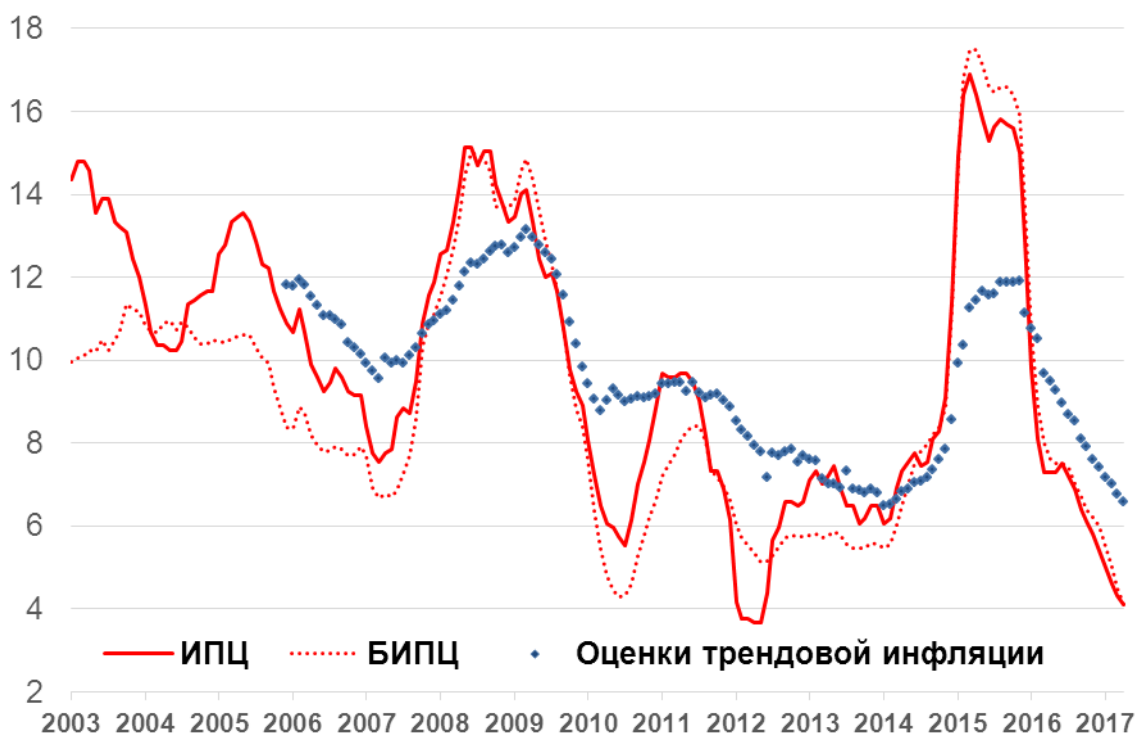
Однако холодная погода и заморозки в мае привели к гибели части завязей цветковых растений и деревьев, менее активному опылению сельхозкультур и задержкам в севе. В результате неизбежны потери урожая плодоовощных культур и более позднее поступление нового урожая на рынок. Гидрометцентр России уже сообщил, что похолодание обернется снижением урожая фруктов и овощей<sup>4</sup>, а по информации Росстата, засеянная сельхозорганизациями для выращивания овощей площадь по состоянию на 1 мая 2017 года на 19% меньше, чем в 2016 году. В связи с этим возможно смещение благоприятной сезонности в динамике цен на плодоовощную продукцию на более позднее время, а также менее выраженный характер сезонности в III квартале. Этот фактор может временно ускорить сезонно скорректированный рост потребительских цен выше уровня, согласующегося с траекторией 4%-ной инфляции.

<sup>4</sup> <http://anrt.info/news/prognoz/92531-vesennie-holoda-udaryat-po-urozhayu>

### 1.1.2. Трендовая инфляция снижается медленно и сигнализирует о среднесрочных инфляционных рисках

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в апреле 2017 года снизилась до уровня 6,6% (с 6,7% в марте).
- Трендовая инфляция снижается умеренными темпами, ее замедление сдерживается неоднородностью вкладов в дезинфляцию разных компонентов.
- Несмотря на возможное исчерпание дезинфляционного эффекта со стороны временных благоприятных факторов, мы ожидаем постепенного снижения оценок трендовой инфляции в течение 2017 года.
- Риски превышения инфляцией цели 2017 года за последние месяцы снизились. Тем не менее повышенный уровень трендовой инфляции указывает на риски отклонения инфляции от целевого уровня на среднесрочном горизонте, снижению которой будет способствовать плавность смягчения денежно-кредитной политики.

Рисунок 6. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.1.3. Ценовые индексы PMI: рост издержек более активно перекладывается на потребителей

- В апреле инфляционное давление повысилось, в том числе, из-за восстановления потребительского спроса.



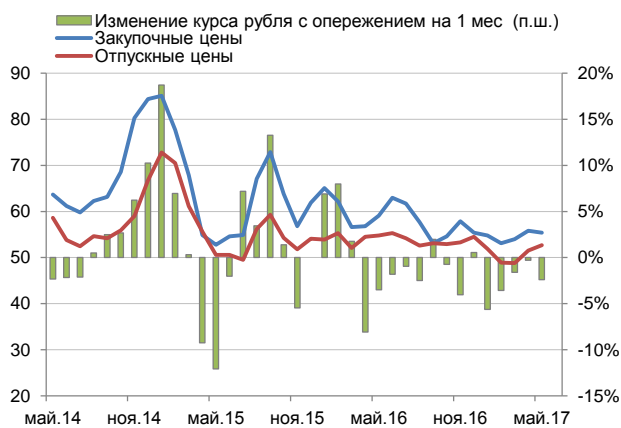
- В ближайшее время возможно некоторое ускорение темпов роста потребительских цен (без учета плодоовощной продукции) с поправкой на сезонный фактор.

В ценовой динамике наметился разворот от низких темпов роста и даже снижения цен в обработке к повышению инфляционного давления: ценовые индексы PMI, как закупочные, так и отпускные выросли в апреле-мае (Рисунок 7, Рисунок 8).

Отталкиваясь от ответов респондентов, можно заключить, что рост инфляции издержек (цен на энергоресурсы, биржевые товары, услуги естественных монополий и транспортные услуги) компании более активно, чем раньше, перекладывают на потребителя. Оживление спроса, прежде всего потребительского, позволяет сделать это без необходимости жертвовать маржой прибыли. Ускорение в секторе услуг, которые в меньшей степени подвержены влиянию курсовой динамики, подтверждает это.

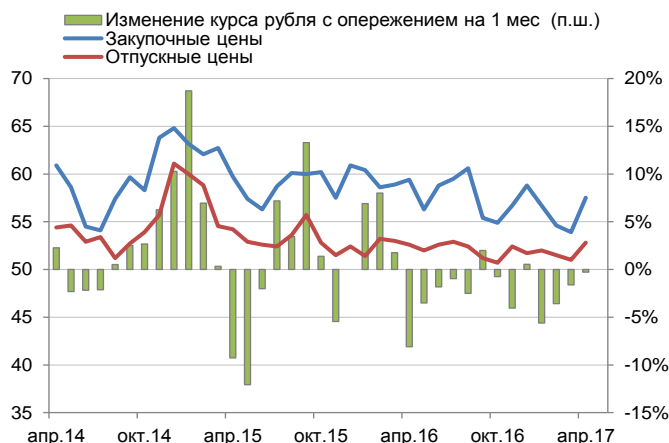
Важно отметить, что данная тенденция не связана с разовым эффектом смещения сезонности в динамике цен на плодоовощную продукцию. В обрабатывающей промышленности наибольшее ускорение роста цен в апреле было зафиксировано именно в секторе потребительских товаров, указывая на рост общего инфляционного давления, а в мае лидерство перехватили цены производителей инвестиционных товаров.

**Рисунок 7. Ценовые индексы PMI в обрабатывающем секторе, п.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 8. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, п.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В ближайшее время возможно некоторое ускорение темпов роста потребительских цен с поправкой на сезонный фактор в связи с исчерпанием действия временных благоприятных эффектов и оживлением потребительского спроса.

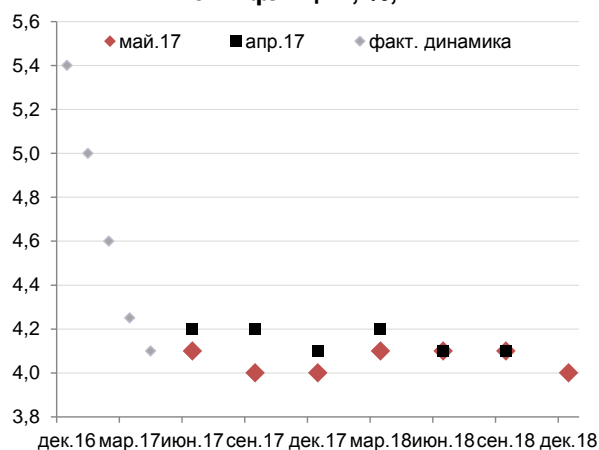
### 1.1.4. Консенсус-прогноз аналитиков Bloomberg: ожидания по инфляции вышли на цель

- Ожидания аналитиков по инфляции на конец 2017 года впервые снизились до целевого уровня. Важно, что и ожидаемый на конец 2018 года рост цен составил 4%...
- ...что говорит о росте доверия к проводимой Банком России денежно-кредитной политике.
- Ожидания аналитиков по динамике ключевой ставки были пересмотрены в сторону более быстрого снижения в ближайшие один-два квартала, при этом уровень ставки на середину 2018 года практически не изменился.

По результатам майского опроса Bloomberg, консенсус-прогноз по инфляции на конец 2017 года впервые снизился до целевого уровня Банка России (Рисунок 9). Распределение оценок остается достаточно широким – от 3,6% до 5%. Впервые был опубликован консенсус-прогноз по инфляции на конец 2018 года – медиана также оказалась на уровне 4%.

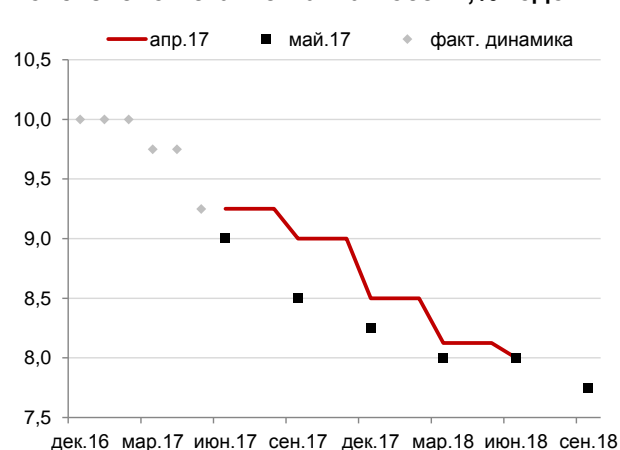
Динамика ключевой ставки Банка России была значительно пересмотрена (Рисунок 10) в сторону более быстрого снижения в ближайшие месяцы. При этом ожидаемый уровень ставки через год практически не изменился. По всей видимости, апрельское решение Банка России о снижении ключевой ставки на 50 б.п. — до 9,25% — стало основным фактором этого изменения ожидаемой динамики.

**Рисунок 9. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 10. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Факт установления ожиданий на целевом уровне на конец 2018 года говорит о значительном росте доверия финансовых аналитиков к проводимой денежно-кредитной политике. При этом сохраняется понимание того, что для выхода на устойчивую траекторию роста цен около 4% в среднесрочном периоде денежно-

кредитные условия должны оставаться умеренно жесткими, что и находит отражение в прогнозах по динамике ставки на ближайший год.

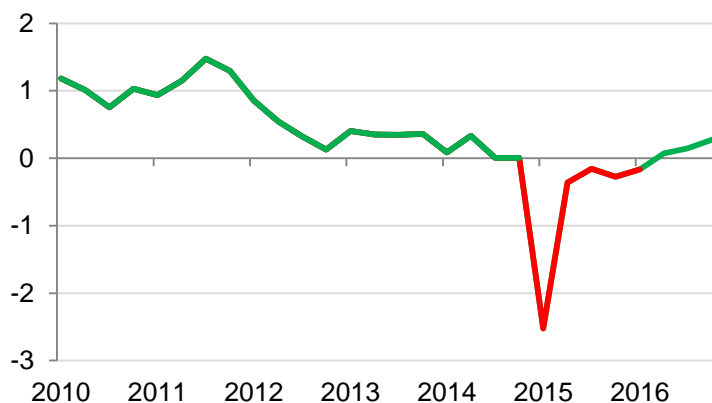
## 1.2. Экономическая динамика

Экономика в начале года вышла на траекторию положительного роста, что находит подтверждение как в краткосрочных показателях экономической активности, включая опросные данные, так и в опубликованных Росстатом данных по ВВП за I квартал. Рост промышленности сохраняет положительные темпы и становится все более равномерным в разрезе отраслей. Заметно улучшается ситуация в области потребительской активности при сохранении благоприятных перспектив для скорого повышения инвестиционной активности. Несмотря на то, что с начала года экономика получала определенную поддержку со стороны умеренно благоприятных внешних условий, важнейшую роль в переходе к росту сыграло постепенное завершение адаптации экономики к произошедшим структурным изменениям, а также снижение неопределенности на фоне постепенного снижения инфляции и инфляционных ожиданий.

### 1.2.1. Рост экономики в начале года ускорился

- Согласно предварительной оценке Росстата, индекс физического объема ВВП в I квартале 2017 года составил 0,5% г/г.
- С учетом устранения сезонного и календарного факторов прирост ВВП в I квартале составил около 0,3% к/к (Рисунок 11).

Рисунок 11. Динамика ВВП в постоянных ценах  
(сезонность устранена), %, к/к



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

- Опубликованная в мае оценка по инвестициям в основной капитал за I квартал оказалась заметно лучше ожиданий: прирост по отношению к соответствующему кварталу предыдущего года составил 2,3%.

### **1.2.2. Уверенный рост промышленности в апреле**

- В апреле промышленность выросла на 0,8% м/м и 2,3% г/г вопреки негативному календарному эффекту.
- Рост производства отмечен во всех подсекторах промышленности, его поддержала холодная погода и дополнительный экспортный спрос на газ.
- Динамика PMI обрабатывающих отраслей указывает на вероятность стабилизации достигнутых темпов роста промышленности.

По оценкам Росстата, промышленное производство в апреле выросло на 0,8% м/м и 2,3% г/г. Учитывая, что в апреле было на один рабочий день меньше, чем год назад, и на два рабочих дня меньше, чем в марте 2017 года, темпы роста внушают оптимизм. По оценкам ДИП, с учетом сезонного и календарного факторов объем производства в апреле вырос на 0,7% м/м. Однако крайне ограниченный ряд наблюдений с применением новой методологии заставляет с осторожностью относиться к таким оценкам. Из-за проблемы «виляющего хвоста» при последующем добавлении данных эти оценки могут заметно измениться.

Посекторальная разбивка указывает на довольно оптимистичную динамику: рост выпуска был зафиксирован во всех подсекторах промышленности. Драйвером роста выступила добывающая промышленность, увеличившая производство на 1,7% м/м<sup>5</sup> и 4,2% г/г, прежде всего, за счет роста добычи газа на 10,1% г/г, поддерживаемого ростом спроса европейских потребителей, связанного как с более холодной погодой, так и со снижением собственной добычи в странах ЕС. Высокие темпы роста продемонстрировал вид деятельности «обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха», выпуск в котором поддержала холодная апрельская погода в России<sup>6</sup>. Обрабатывающая промышленность, по оценкам ДИП, увеличила выпуск на 0,7% м/м. Потоварная разбивка выпуска указывает на ускорение роста производства продуктов химической промышленности, резиновых и пластмассовых изделий, лекарственных средств и материалов, компьютеров, электронных и оптических изделий. Умеренный рост сохраняется и в производстве продуктов питания.

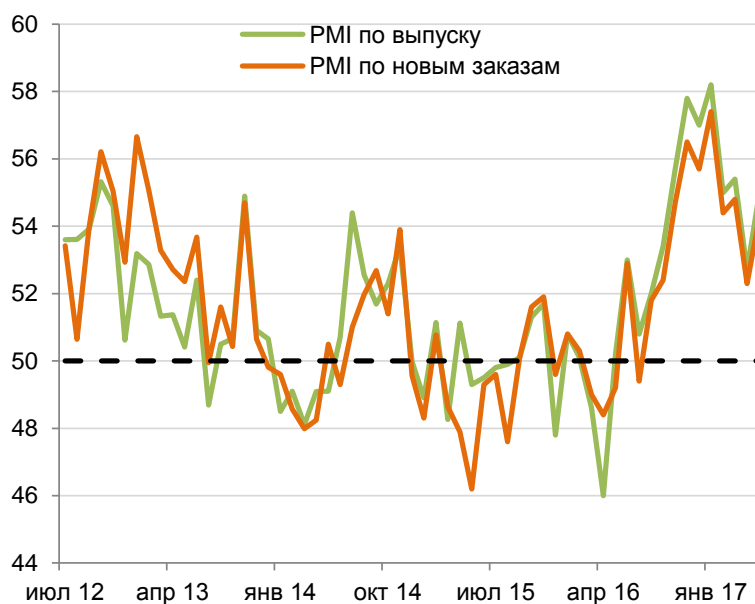
Промышленность в апреле продемонстрировала уверенные темпы роста, которые согласуются с многолетними максимумами, достигнутыми индексом PMI в

<sup>5</sup> Здесь и далее по оценке ДИП с учетом сезонного и календарного факторов.

<sup>6</sup> По данным системного оператора ЕЭС, на 2,2°C ниже, чем в 2016 году.

I квартале 2017 года (Рисунок 12). Рост новых внутренних заказов и улучшение ожиданий самих производителей относительно объемов выпуска в следующие 12 месяцев на фоне оживления спроса указывают на большую вероятность сохранения темпов роста обрабатывающих секторов промышленности на достигнутых уровнях.

**Рисунок 12. Динамика индекса PMI обрабатывающих отраслей, п.п.**



Источники: Bloomberg Finance L. P.

### **1.2.3. Индексы PMI: потребительский и экспортный спрос поддерживают рост экономики**

- Совокупный апрельский индекс PMI указывает на сохранение уверенного роста российской экономики, который поддерживает потребительский и экспортный спрос...
- ...позволяющий ожидать дальнейшего расширения деловой активности частного сектора российской экономики в ближайшие месяцы.
- В сфере услуг продолжился уверенный рост деловой активности, несмотря на небольшое снижение индекса PMI.
- Апрельское замедление роста в обрабатывающих секторах оказалось временным. В мае было зафиксировано ускорение роста, причем лидером стал субсектор производства инвестиционных товаров.

Судя по индексам деловой активности PMI, в апреле российская экономика продолжила уверенно расти. Совокупный индекс PMI несколько снизился (с 56,3 до 55,3 п.п.), но остался выше среднего значения за весь период исследования и существенно выше значения 50 п.п., служащего водоразделом между ростом и сокращением экономической активности. Существенный вклад в рост внес сектор услуг, тогда как в обрабатывающей промышленности наблюдалось торможение роста.

PMI обрабатывающих отраслей в мае вырос до 52,4 п.п. после снижения до 50,8 в апреле (Рисунок 13). В апреле замедление роста произошло из-за динамики новых заказов и объемов производства (темпы роста снизились до минимума за 8 месяцев). Однако в мае рост и заказов, и производства ускорился. Производство потребительских товаров и услуг уверенно растет за счет роста экспортных поставок и опережающего роста спроса в целом. Производители потребительских товаров отмечают рост новых заказов, в том числе экспортных, и продолжение роста объемов незавершенного производства. Об опережающем производстве росте спроса свидетельствует также продолжающееся снижение запасов произведенной продукции (майский индекс PMI составил 47,4 п.п.) В производстве инвестиционных товаров в апреле наметились негативные тенденции, однако уже в мае именно этот суб-сектор стал локомотивом роста с точки зрения объемов выпуска.

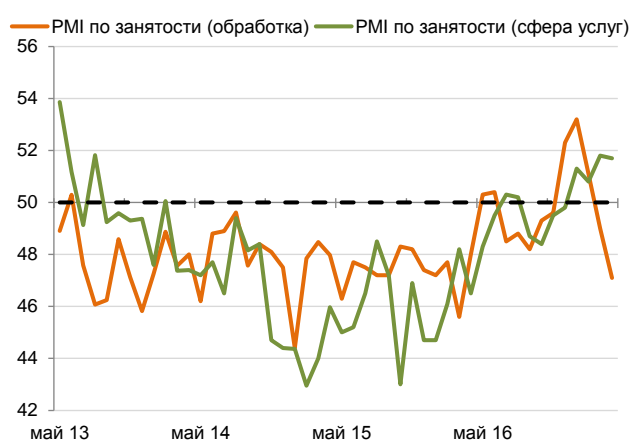
PMI сферы услуг в апреле несколько снизился (с 56,6 до 56,1 п.п.), но остался выше среднего значения за весь период исследования, свидетельствуя о существенном улучшении рыночной конъюнктуры в секторе. Поддержку росту оказывает усиление как внутреннего, так и внешнего спроса, которое поддерживает оптимизм компаний и стимулирует расширение занятости (Рисунок 14).

Рисунок 13. Динамика индексов PMI, п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 14. Динамика индексов занятости PMI, п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В результате в целом по экономике занятость продолжила расти. Это предполагает дальнейшее снижение уровня безработицы с учетом сезонности и нарастающие дефицита рабочих на рынке труда. Последнее может привести к ускорению ро-

ста зарплат в экономике, особенно по дефицитным и высококвалифицированным позициям.

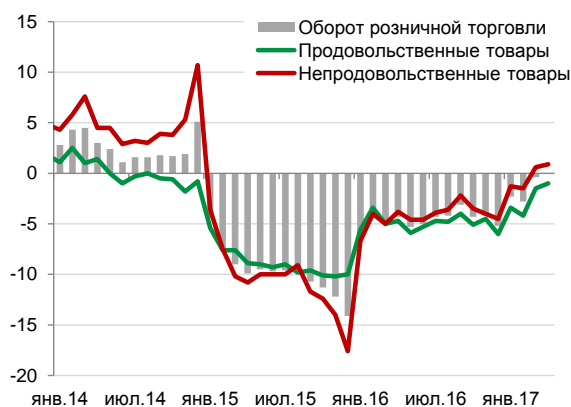
Учитывая продолжающееся восстановление потребительского спроса, в ближайшие месяцы можно ожидать сохранение уверенного роста деловой активности частного сектора российской экономики.

#### 1.2.4. Розница вышла в ноль

- Годовой темп роста розничного товарооборота в апреле достиг нуля, впервые с декабря 2014 года выйдя из отрицательной зоны.
- С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в апреле остался на уровне марта.
- Отношение населения к крупным покупкам и кредитам улучшилось на фоне продолжающегося роста реальных заработных плат, что может поддержать дальнейший рост розничных продаж.

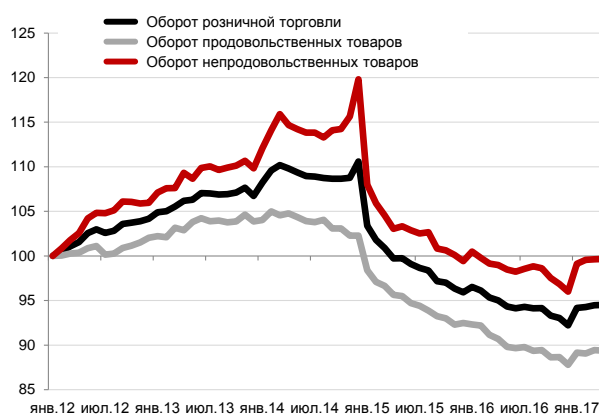
По данным Росстата, оборот розничной торговли в апреле 2017 года не изменился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (Рисунок 15). Впервые прекратилось падение розничных продаж, непрерывно продолжавшееся с начала 2015 года. В марте сокращение розничной торговли составило 0,4% в годовом исчислении после падения на 2,8% в феврале.

**Рисунок 15. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, %, г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 16. Динамика оборота розничной торговли (январь 2012 = 100%, сезонность устранена), %**



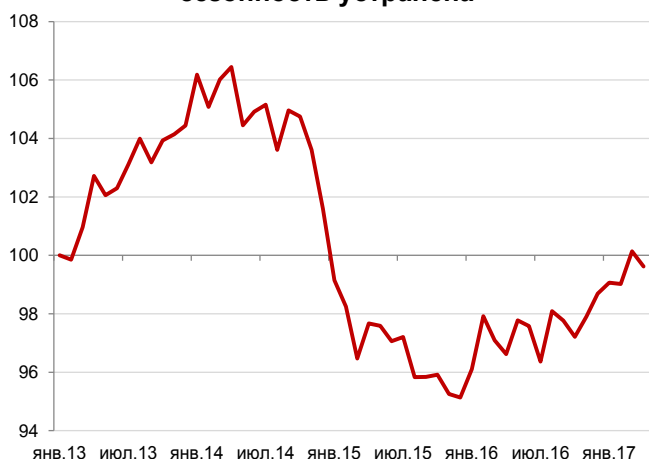
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В сегменте непродовольственных товаров второй месяц подряд зафиксирован рост, который составил 0,9% г/г в апреле (после 0,6% г/г в марте). В то же время сокращение розничного оборота продовольственных товаров продолжается, но меньшими темпами: 1,0% г/г (после 1,5% г/г в марте).

С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли по нашим оценкам в апреле остался на уровне марта (Рисунок 16). Сезонно сглаженные продажи непродовольственных товаров выросли на 0,05% м/м, а продовольственных – снизились на 0,05% м/м. После резкого роста в самом начале года оборот розницы практически не изменился. Тем не менее, даже если такая динамика сохранится, увеличивающийся эффект низкой базы обеспечит устойчивое улучшение показателей розничной торговли в годовом выражении. Этот эффект будет особенно заметен во второй половине года.

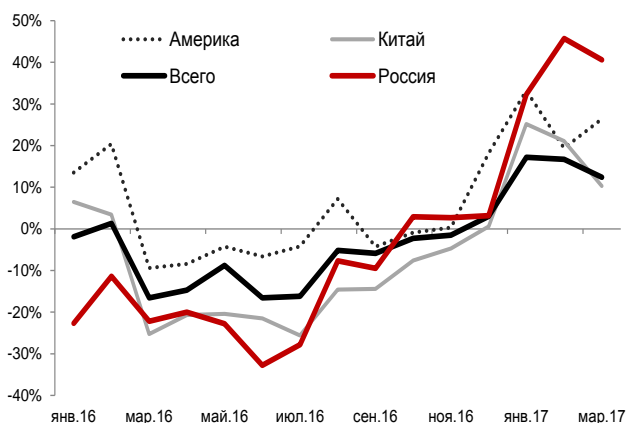
По данным Global Blue, крупнейшего мирового оператора системы возврата НДС, траты российских туристов за границей в начале 2017 года выросли более чем на 40% г/г (Рисунок 18). Это согласуется и с данными Росстата о росте доли дохода, идущей на покупку товаров за рубежом, по сравнению с прошлым годом. Большая часть роста выездного туризма объясняется укреплением рубля, перенаправившим часть потока с внутренних направлений, но важную роль сыграло и улучшение потребительских настроений.

**Рисунок 17. Реальная начисленная заработная плата (январь 2013 г. = 100), сезонность устранена**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 18. Динамика темпов прироста трат туристов по стране происхождения, % г/г**



Источник: Global Blue.

Положительная динамика продаж непродовольственных товаров согласуется с данными опроса о потребительских настроениях, проводимого ООО «инФОМ»<sup>7</sup>, которые свидетельствуют об улучшении отношения населения к совершению крупных покупок (Рисунок 19). При этом чаще стало упоминаться приобретение техники для дома, цены на которую снизились из-за укрепления рубля в последние месяцы.

О схожих тенденциях говорят и данные опроса Всероссийского центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ). Согласно результатам апрельского опроса<sup>8</sup>, доля респондентов, считающих текущее время хорошим для осуществления круп-

<sup>7</sup> «Инфляционные ожидания и потребительские настроения». № 4. Апрель 2017.

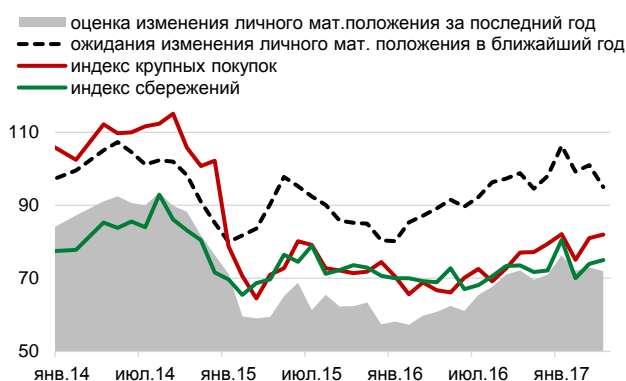
<sup>8</sup> ВЦИОМ [Пресс-выпуск №3370. 10.05.2017.](#)



ных покупок, увеличилась до 24% (22% в марте) на фоне уменьшения доли тех, кто так не считает, до 58% (65% в марте). Об увеличении потребительской активности также свидетельствует и улучшение отношения к взятию кредитов: индекс кредитного доверия<sup>9</sup> в марте-апреле нынешнего года немного вырос и составил 25 п.п. (после 23 п.п. в марте), обновив годовой максимум.

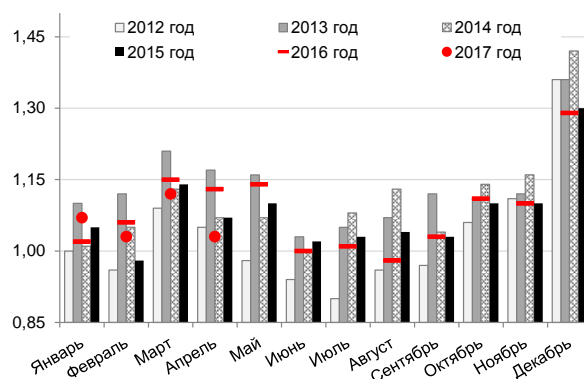
По данным исследовательского холдинга «Ромир»<sup>10</sup>, реальные расходы населения в апреле сократились относительно марта на 6,8% и оказались самыми низкими за последние пять лет (Рисунок 20). Однако нельзя говорить, что результаты «Ромир» противоречат результатам опросов о потребительских настроениях и динамике розничного товарооборота. Для расчета показателя «Ромир» использует данные только о товарах повседневного спроса. Соответственно, в расчет не включаются крупные покупки, рост которых внес значительный вклад в улучшение динамики оборота розничной торговли в последние месяцы.

**Рисунок 19. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов, п.п.**



Источник: ООО «ИНФОМ».

**Рисунок 20. Динамика реальных повседневных расходов населения (январь 2012 = 100%), %**



Источник: Romir Scan Panel.

С учетом продолжающегося постепенного восстановления реальных заработных плат (Рисунок 17) и улучшения отношения населения к осуществлению крупных покупок и кредитов, можно ожидать возобновления роста розничного товарооборота с сезонной корректировкой на месячной основе и ускорения годовых темпов роста. Вместе с тем, восходящий тренд обеспечит только умеренное восстановление розничных продаж по итогам всего года.

<sup>9</sup> Индекс кредитного доверия строится на основе ответов на вопрос «Как Вы думаете, сейчас хорошее время, чтобы брать кредиты, или нет?». Ответу «Скорее хорошее» присваивается коэффициент 0,9, ответу «Скорее плохое» – 0,1, «Затрудняюсь ответить» – 0,5. Чем выше значение индекса, тем более благоприятным россияне считают текущий момент для взятия кредита.

<sup>10</sup> Исследовательский холдинг «Ромир» [«Потребительские заморозки». 11.05.2017.](#)

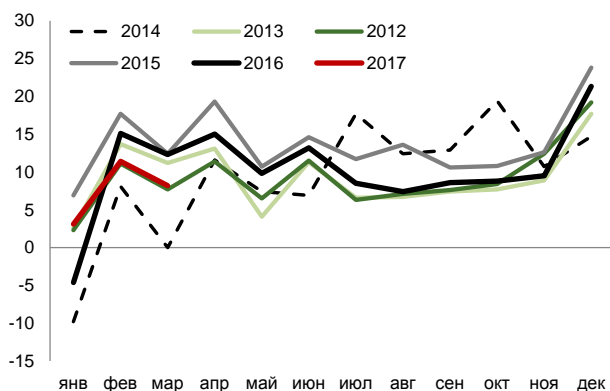
### 1.2.5. Снижение нормы сбережений при сохранении сберегательной модели поведения

- Норма сбережений в I квартале 2017 года снизилась до 7,8% по сравнению с 8,7% в I квартале 2016 года.
- Месячная динамика нормы сбережений повторяет динамику «типичного» 2012 года, когда преобладала потребительская модель поведения.
- Сохранение оценки личного материального состояния на высоком уровне и улучшение отношения потребителей к крупным покупкам в апреле может закрепить норму сбережений на докризисном уровне...
- ...при этом сберегательная модель поведения большинства населения может сохраниться.

В марте, по данным Росстата, норма сбережений сезонно снизилась – до 8,2 с 11,4% в феврале (по уточненным данным). При этом данные с устранением сезонности свидетельствуют об увеличении нормы сбережений (в феврале – 8,5–8,9%, в марте – 9,2–9,3%).

В целом доля сберегаемого дохода по-прежнему остается ближе к уровню «типичного» 2012 года, чем к уровню прошлого года, отражая восстановление потребительской активности и снижение склонности к сбережениям (Рисунок 21)<sup>11</sup>.

Рисунок 21. Динамика доли сбережений в денежном доходе населения, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Изменение в структуре использования денежных доходов населения, в % к денежным доходам



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Доля дохода, направленная на сбережения, снизилась по сравнению с уровнем марта прошлого года при росте денежных доходов населения на 2,1% г/г. При этом за счет снижения нормы сбережений выросли все остальные компоненты расходов населения: доля доходов, идущая на покупку товаров и услуг, расходы на по-

<sup>11</sup> Пересмотр официальной статистики за 2016 год привел лишь к незначительному изменению значения нормы сбережений за год (с 11,3% до 11,2%).

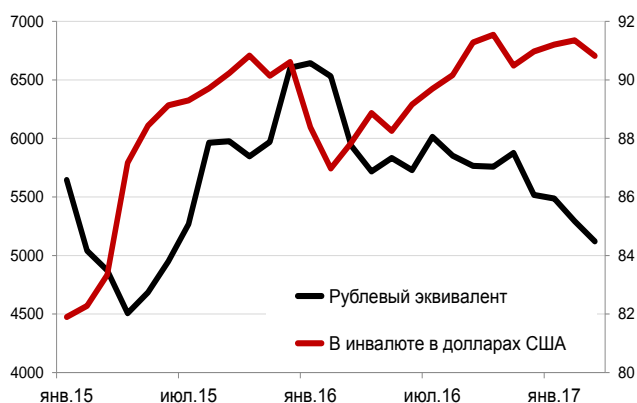
купки по банковским картам за рубежом, обязательные платежи и покупка валюты (Рисунок 22).

Рост доли дохода, идущей на оплату товаров и услуг за рубежом, связан с увеличением туристического потока за границу, что подтверждается данными по международным полетам за I квартал 2017 года. По сути это тоже потребительские расходы.

Небольшое увеличение по сравнению с предыдущим годом доли дохода, идущей на покупку валюты, может быть связано как со сбережениями, так и с покупкой валюты для путешествий. При этом валютные депозиты населения в марте сократились в долларовом эквиваленте. Укрепление рубля привело к еще большему снижению валютных депозитов в рублевом эквиваленте (Рисунок 23).

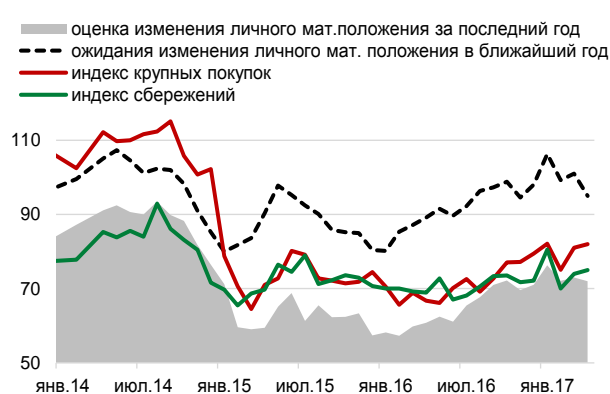
Продолжившееся в марте сокращение нормы сбережений по сравнению с мартом прошлого года происходило на фоне разнонаправленной динамики индексов потребительских ожиданий. Согласно результатам опроса, проводимого ООО «инФОМ»<sup>12</sup>, потребительские настроения населения в апреле<sup>13</sup> несколько ухудшились (Рисунок 24). При этом оценка текущего материального положения осталась стабильной, большинство респондентов по-прежнему оценивают свое материальное положение за прошедший год как неизменившееся.

**Рисунок 23. Динамика вкладов физических лиц в иностранной валюте в рублевом (млрд руб.) и долларовом эквиваленте (млрд. долл. США, пр. шк.)**



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 24. Динамика индекса крупных покупок и сбережений, оценки и ожиданий изменения личного материального положения, пункты**



Источник: опрос «инФОМ».

Показатели опроса свидетельствуют о продолжающейся стабилизации сберегательного поведения: количество опрошенных, которые отложили бы дополнительные деньги в случае их появления, по-прежнему превышает число тех, кто предпочел бы их потратить (54% против 42% в апреле), при этом разрыв по сравнению с прошлым месяцем увеличился (53% против 43% в марте). Кроме того, уве-

<sup>12</sup> «Инфляционные ожидания и потребительские настроения». №4. Апрель 2017.

<sup>13</sup> Срок проведения опроса – 4–11 апреля 2017 года.

личилась до 29% с 26% месяц назад и доля респондентов, которым фактически удалось сделать сбережения за прошедший месяц. Формально эти показатели не согласуются с наблюдаемым снижением нормы сбережений.

Можно предположить, что та часть населения, которая имела возможность сберегать, стала направлять на потребление товаров и услуг большую часть своих доходов. Вместе с тем, другая, более многочисленная часть населения, у которой не было сбережений, получила возможность направить часть дополнительных доходов на сбережения. В этом случае норма сбережения снижается при сохранении сберегательной модели поведения населения в целом.

Улучшение отношения населения к осуществлению крупных покупок и сбережений на фоне стабилизации доли ответов относительно ухудшения материального положения на уровне значительно ниже среднего за 2016 год свидетельствует о продолжающейся стабилизации потребительских настроений и потенциальном росте как покупательской активности, так и доли населения, имеющей возможность делать сбережения.

### **1.2.6. Продажи новых автомобилей: закрепление мартовских успехов**

- В апреле 2017 года продажи новых легковых автомобилей с учетом сезонной корректировки показали незначительное снижение (-0,1% м/м), сохранив положительный отрыв от показателей 2016 года и перейдя на траекторию 2015 года.
- Благоприятная динамика продаж легковых автомобилей является дополнительным важным индикатором восстановления потребительского спроса в экономике.
- Продление государственной программы льготного кредитования на 2017 год поможет поддержать восстановление спроса на новые автомобили среди населения.

Объем продаж новых автомобилей второй месяц подряд превышает уровень прошлого года: согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), количество проданных новых легковых автомобилей в апреле 2017 года выросло на 6,9% г/г (Рисунок 25). Сохранение темпов восстановления рынка на данном умеренном положительном уровне может обеспечить выполнение прогнозов аналитиков по итогам года касательно увеличения продаж, по разным оценкам, на 4–11%.

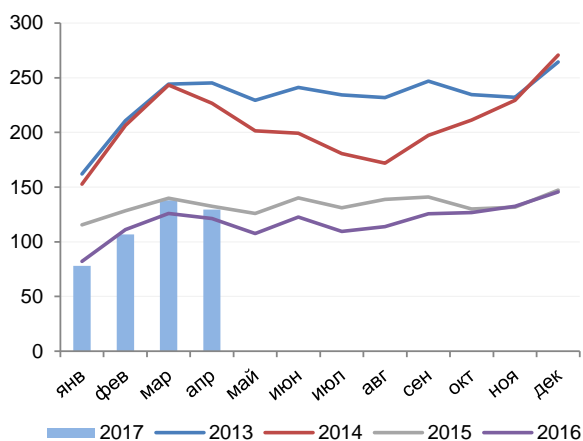
Оживление спроса на новые автомобили в конце I квартала – начале II квартала может отчасти объясняться окончанием финансового года и выплатой по его итогам различных премий и бонусов. После устранения календарного и сезонного

эффектов объем продаж в марте вырос на 5,6% м/м, а в апреле незначительно упал (-0,1% м/м) (Рисунок 26).

Можно говорить о закреплении мартовских успехов в продажах и переходе на более высокую траекторию месячного объема продаж 2015 года в качестве ориентира для продаж в этом году.

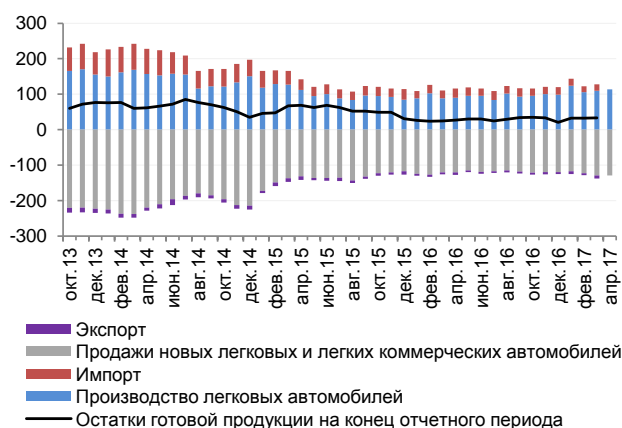
Выпуск новых автомобилей после некоторого падения в феврале вновь показал рост на 3,8% м/м с учетом сезонной и календарной корректировки. Нестабильная динамика может свидетельствовать о том, что автопроизводители пытаются подстроиться под формирующийся спрос в новых условиях ожидания восстановления авторынка.

**Рисунок 25. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. штук**



Источник: АЕБ, расчеты ДИП.

**Рисунок 26. Составляющие спроса (-) и предложения (+) на рынке автомобилей в РФ, сезонность устранена, тыс. штук**



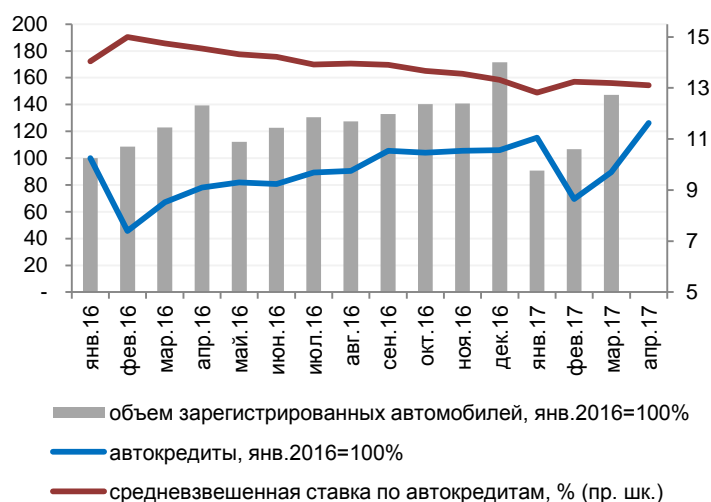
Источники: АЕБ, Росстат, расчеты ДИП.

Ранее мы указывали на существование рисков восстановления рынка, связанных с неопределенностью эффективности новых государственных программ поддержки автопрома. Программа льготного автокредитования по решению правительства была продлена на 2017 год и претерпела ряд изменений. Была увеличена предельная стоимость автомобиля, что позволит частично компенсировать рост цен на автомобили за предыдущие периоды и включить в рамки действия программы ряд новых моделей. Однако премиальные марки транспортных средств и теперь не вошли в программу: она направлена на массовый сегмент, за счет которого и происходит основной рост рынка. На поддержку льготного автокредитования будет выделено порядка 10 млрд рублей. По оценкам Минпромторга России, в рамках этой программы планируется реализовать не менее 350 тыс. автомобилей, что с учетом прогнозируемого ведомством роста рынка на 7% может составить около 30% продаж за 2017 год.

По данным аналитического агентства «Автостат», в 2016 году всего в кредит (в том числе по программе льготного кредитования) было куплено примерно 40% от общего объема продаж легковых автомобилей. Рост числа машин, проданных в

кредит, продолжился и в I квартале текущего года, на них пришлось 45% (в I квартале 2016 года – 38%). По мнению аналитиков, данное увеличение автопродаж в кредит обусловлено реализацией программ господдержки. По мнению ДИП, эффект от программы льготного кредитования себя еще не исчерпал, связь между количеством проданных автомобилей и объемом выданных автокредитов и далее будет сохраняться (Рисунок 27). Решение правительства о продлении этой программы будет играть значительную роль в восстановлении рынка в 2017 году.

**Рисунок 27. Темпы роста объемов выданных автокредитов физическим лицам и количества зарегистрированных новых легковых автомобилей (янв.2016=100%) и средневзвешенная ставка по автокредитам, %**



Источники: Автостат Инфо, Банк России.

Импорт по итогам I квартала 2017 года показал снижение в годовом выражении на 15,3% г/г. Негативная динамика импортных поставок складывается в первую очередь из-за продолжения процессов локализации. К примеру, компания KIA заявила о прекращении поставок автомобилей в Россию и объяснила это тем, что все модели автомобилей стали собираться на территории Российской Федерации. Экспорт с начала года продолжает расти, но остается ниже среднемесячных показателей 2013–2014 годов: увеличение по итогам января-марта составило 28%, в основном за счет поставок в страны дальнего зарубежья (рост в 2,5 раза). Продажи автомобилей Lada за этот период в страны ЕС выросли на 63,1% г/г (в Германию, Венгрию, Болгарию).

### **1.2.7. Безработица остается на низком уровне при снижении уровня экономической активности**

- Уровень безработицы в апреле с очисткой от сезонности практически не изменился, оставшись на низком уровне.

- Продолжается постепенное снижение уровня экономической активности населения, что, скорее всего, объясняется демографическими факторами.
- В структуре занятости происходят изменения в пользу снижения количества занятых в крупных и средних организациях и роста в малых предприятиях, а также у ИП и физлиц.

В апреле уровень безработицы снизился до 5,3% (в марте он составил 5,4%). Без учета сезонного фактора показатель остался практически неизменным (Рисунок 28). Уровень экономической активности населения продолжает снижаться после пика в декабре прошлого года, составив в апреле 69,25%<sup>14</sup> (Рисунок 29). Снижение сезонно сглаженного уровня безработицы до показателя 5,1%, который в нашем понимании близок к естественному уровню, является сигналом отсутствия разрыва выпуска в экономике. С точки зрения денежно-кредитной политики это означает отсутствие необходимости в дополнительном смягчении политики для поддержки экономического роста, что позволяет сконцентрироваться на достижении цели по инфляции.

**Рисунок 28. Уровень безработицы, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Уровень экономической активности населения, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

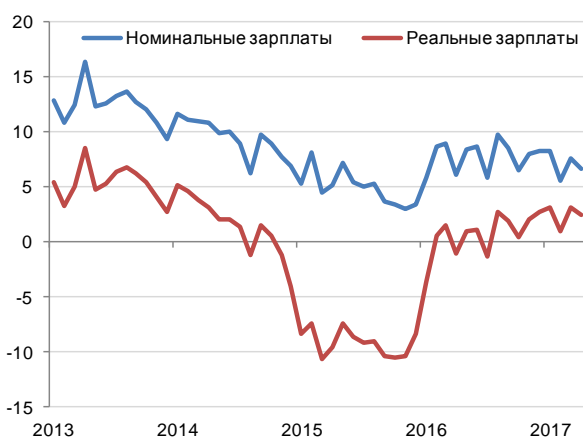
Сезонно сглаженный ряд численности занятых и безработных оказывается достаточно волатильным, поэтому для анализа изменения ситуации на рынке труда мы использовали показатели изменений в терминах «год-к-году». В апреле сокращение численности экономически активного населения ускорилось с 0,3 до 0,7% г/г, при этом количество занятых практически не изменилось по отношению к апрелю прошлого года. Соответственно, снижение численности безработных составило 10% – оно и является главным фактором снижения уровня экономической активности населения (на 0,4 п.п. по сравнению с апрелем 2016 года). Возрастная разбивка динамики экономической активности населения на данный момент недоступна, но

<sup>14</sup> Сезонно сглаженный показатель

снижение экономической активности населения, скорее всего, связано с демографическими изменениями и снижением занятости в старших возрастных группах.

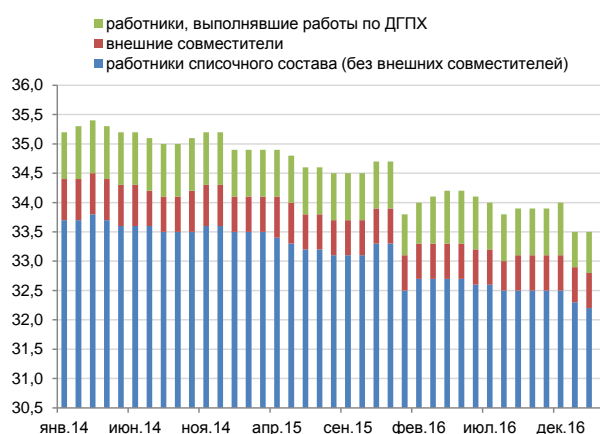
При сохранении относительно стабильного количества занятого населения происходит изменение его структуры по размерам предприятий. В марте численность замещенных рабочих мест в организациях без учета субъектов малого предпринимательства достигла 33,3 млн единиц, что стало минимальным за весь период наблюдений (Рисунок 31). Это может быть связано с сокращением количества крупных и средних организаций: с 2010 года их количество снизилось примерно на 30%. Высвобождаемая крупными и средними организациями рабочая сила перешла либо в малые и микроорганизации, либо в самозанятость.

**Рисунок 30. Номинальная и реальная зарплаты, %г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 31. Динамика числа замещенных рабочих мест в организациях, млн человек**



Источник: Росстат.

Одним из побочных эффектов изменения структуры занятости в пользу малых предприятий может стать снижение репрезентативности показателя номинальной заработной платы, который рассчитывается Росстатом на основании отчетности крупных и средних организаций. Это подтверждается сравнением показателя средней зарплаты по кругу средних и крупных организаций с оценкой Росстатом зарплат с добавлением в расчет зарплат занятых у ИП и физических лиц. В I квартале первая составила 36 664 рубля, а вторая – 32 594 рубля, что на 11,1% ниже. Более того, рост расширенного показателя заработной платы, скорее всего, ниже<sup>15</sup>, что может объяснять более скромный рост денежных доходов населения по сравнению с ростом номинальных заработных плат.

По итогам апреля годовые темпы роста зарплат в номинальном выражении снизились с 7,6 до 6,7% (Рисунок 30). Снижение темпа роста номинальных зарплат отразилось на реальных зарплатах – их темп роста упал с 3,2 до 2,5% г/г. В отраслевом разрезе наименьший темп роста показал сектор государственного управления (2,4%), что связано с отсутствием индексации заработных плат работников в

<sup>15</sup> Расширенный показатель заработной платы в 2016 году вырос на 6,4% г/г при росте показателя, рассчитанного по крупным и средним предприятиям на 7,8% г/г.



бюджетной сфере. Лидерами роста зарплат стали сельское хозяйство (10,3%), обрабатывающие производства (9,9%) и строительство (9,6%), то есть отрасли с зарплатой ниже среднего. Средний рост зарплат в отраслях с уровнем зарплаты ниже среднего составил 8,5% (в отраслях с более высоким уровнем заработных плат – 6,5%), что говорит о сокращении разрыва зарплат в отраслевом разрезе.

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

#### ***1.3.1. Глобальная экономика: монетарные власти США готовятся к очередному ужесточению***

- По результатам заседаний ведущих зарубежных центральных банков в апреле-мае основные параметры проводимых денежно-кредитных политик остались неизменными...
- ...но рынок готовится к июньскому повышению ставок ФРС США и возможности скорого ужесточения политики в Великобритании.
- Апрельская статистика указала на замедление роста китайской экономики в основном за счет внутреннего спроса.

#### **США: рынок готовится к июньскому повышению ставки федеральных фондов**

Как и ожидалось, на заседании 2-3 мая ФРС сохранила ключевую ставку неизменной. Регулятор охарактеризовал замедление роста ВВП в I квартале 2017 года как временное, обусловленное слабостью потребительского спроса, который, имеет все основания для возвращения к уверенному росту уже в текущем квартале. По мнению регулятора, постепенная нормализация денежно-кредитной политики будет сопровождаться продолжением умеренного роста экономики, улучшением состояния рынка труда и стабилизацией инфляции на уровне 2%.

Тональность пресс-релиза регулятора не исключает возможности повышения ставки на июньском опорном заседании. Сейчас рыночная вероятность этого устойчиво превышает 80% (Рисунок 32). Вера в повышение ставки заметно выросла после майского заседания ФРС США (приблизившись вплотную к 100%), но несколько снизилась после публикации слабых данных по инфляции. Так в апреле потребительская инфляция составила 0,2% м/м, 2,2% г/г – минимум 2017 года, БИПЦ – 0,1% м/м, 1,9%г/г – минимум с октября 2015 года. Стоит отметить, что июньское повышение ставки может оказаться единственным вплоть до конца 2017 года. Возможность двукратного повышения ставки, которое фигурирует в текущих прогнозах ФРС, сейчас рынок оценивает в ~30% (Рисунок 33).

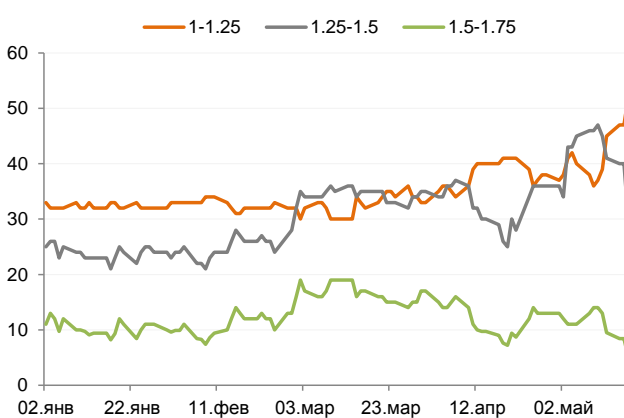
В апреле в несельскохозяйственном секторе американской экономики было создано 211 тыс. рабочих мест при прогнозах +190 тысяч. Создание новых рабочих мест уверенно развеяло сомнения относительно слабого мартовского показателя (+79 тыс.) – он целиком объяснялся погодным фактором. Уровень безработицы снизился до 4,4%, опустившись заметно ниже оценки ФРС естественного уровня безработицы (4,7%). Показатель безработицы U6 снизился с 8,9 до 8,6%, оставшись выше предкризисных значений. Оптимизма добавил и показатель почасовой оплаты труда, прибавивший солидные 0,3% м/м.

**Рисунок 32. Динамика вероятности повышения ставки по федеральным фондам до 1,0-1,25% по итогам июньского заседания ФРС США**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 33. Динамика вероятностей значений ставки по федеральным фондам по итогам 2017 года**

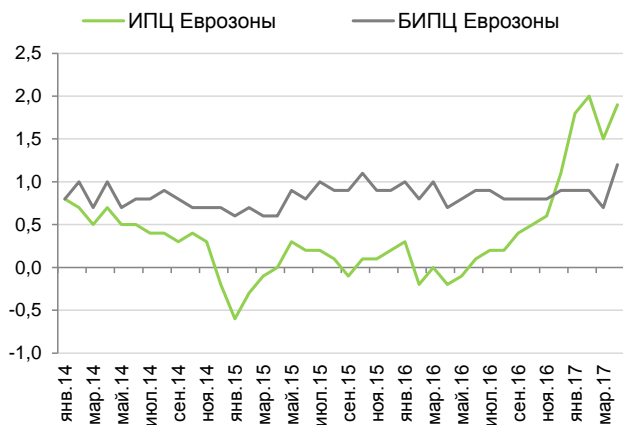


Источники: Bloomberg Finance L.P.

### Еврозона: ЕЦБ не планирует менять направление политики в ближайшее время

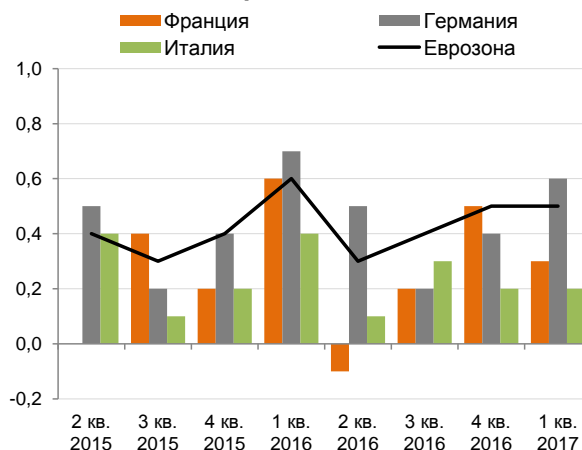
Управляющий совет ЕЦБ на заседании 27 апреля сохранил параметры денежно-кредитной политики неизменными. Пресс-релиз по итогам заседания подтвердил намерение ЕЦБ «сохранить ключевые ставки на текущем или более низком уровне в течение продолжительного периода времени, в том числе и после окончания программы скупки активов». Многие ожидали отказа от прописывания возможности снижения ключевой ставки, как свидетельство роста экономической активности еврозоны. Кроме того М. Драги признал, что баланс рисков для экономического роста стал более сбалансированным. В то же время председатель ЕЦБ по-прежнему пытался убедить рынок, что не стоит ждать скорого разворота политики ЕЦБ – признаков устойчивого нарастания инфляционного давления пока нет.

**Рисунок 34. Динамика инфляции в еврозоне, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 35. Динамика ВВП в странах еврозоны, % к/к**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Флеш-оценка инфляции за апрель указала на временный характер резкого замедления роста цен в марте, связанного с более поздним празднованием Пасхи в этом году – в апреле (в 2016 году – в марте). В апреле ИПЦ вырос на 1,9% г/г (1,5% г/г в марте), а БИПЦ ускорился до 1,2% г/г – максимума с июня 2013 года (Рисунок 34). Цифры были опубликованы на следующий день после заседания, однако они не должны изменить позицию ЕЦБ относительно направленности монетарной политики. Если мартовская инфляция недооценивала, то апрельская инфляция, вероятно, переоценивает реальное инфляционное давление в экономике. Наиболее вероятно, что годовая инфляция сохранилась вблизи уровня 1,0%, что значительно ниже таргета ЕЦБ.

Рост ВВП еврозоны в I квартале 2017 года остался на уровне IV квартала 2016 года (0,5% к/к), несмотря на то, что некоторые опережающие индикаторы указывали на возможность небольшого ускорения роста (Рисунок 35). Тем не менее апрельский рост сводного индекса PMI до шестилетнего максимума 56,8 п.п. и данные по бизнесу и потребительской уверенности (ESI) соответствуют росту экономики во II квартале 2017 года на уровне 0,6–0,7% к/к.

### **Япония: обеспечит ли временный рост ВВП выше потенциала достижения инфляции 2%?**

На заседании 26–27 апреля Банк Японии сохранил основные параметры проводимой денежно-кредитной политики неизменными. Небольшие изменения коснулись только параметров макроэкономического прогноза – регулятор стал более оптимистичным относительно динамики экономического роста в 2017–2018 годах. Более того, в опубликованных пресс-релизах состояние экономики впервые после кризиса 2008 года было охарактеризовано термином *expansion* (до этого *recovery*). Также были опубликованы первые прогнозы на фискальный 2019 год (Рисунок 32).

Росту ВВП выше потенциала<sup>16</sup> будет способствовать активный внешний спрос и фискальный стимул, в том числе связанный с подготовкой Олимпиады-2020. Экономика замедлится до потенциальных темпов роста в фискальном 2019 году. Однако, по мнению регулятора, этого периода будет достаточно для того, чтобы разогнать инфляцию до цели. Отметим, что в марте 2017 года БИПЦ сократился на 0,3 п.п. г/г после -0,1% г/г в феврале 2017 года. В то же время, экономика в I квартале 2017 года выросла на 0,5% к/к или 2,2% в аннуализированном виде, что значительно превышает потенциальные темпы роста.

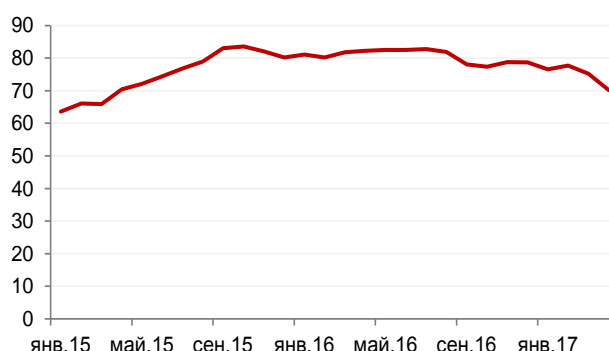
**Рисунок 36. Динамика макроэкономического прогноза Банка Японии**

	фиск. 2017		фиск. 2018		фиск. 2019
	апр.17	январ.17	апр.17	январ.17	апр.17
ВВП	1,6	1,5	1,3	1,1	0,7
Инфляция	1,4	1,5	1,7	1,7	1,9*

Источник: Банк Японии.

\*- Инфляция за вычетом эффекта от повышения налога с продаж до 10% в октябре 2019 года

**Рисунок 37. Темпы расширения портфеля государственных облигаций, трлн иен/год**



Источники: Japan Macro Advisors.

На пресс-конференции по итогам заседания Х. Курода отвечал на вопросы о стратегии выхода Банка из QE. Отчасти такой интерес был обусловлен тем, что в последнее время объем облигаций в балансе центрального банка опустился ниже уровня запланированного годового расширения – 80 трлн иен (Рисунок 33). И хотя текущая политика по таргетированию нулевой доходности государственных облигаций делает излишним фиксирование темпов расширения баланса центрального банка, отказ или отклонение от него воспринимается рынками как переход к ужесточению политики. Председатель Банка Японии заверил, что говорить о выходе из ультрамягкой политики преждевременно. Разговоры стоит начинать только по факту достижения инфляцией отметки 2%.

### **Великобритания: не исключена возможность более быстрой нормализации денежно-кредитной политики, чем ожидает рынок**

Банк Англии сохранил параметры проводимой политики неизменными по итогам заседания 11 мая. Как и на прошлом заседании, один член комитета проголосовал за повышение ставки. Сохраняются риски, что при более значительном уско-

<sup>16</sup> Регулятор переоценил потенциальные темпы роста с 0-0,5%г/г до 0,5-1%г/г в апреле 2017 года.

рени инфляции, которое Банк Англии ожидает в течение 2017 года (см. ниже), разногласия в комитете могут вырасти.

**Рисунок 38. Макроэкономические прогнозы Банка Англии**

	ВВП, % г/г	Инфляция*, % г/г	Безработица*, %	
2017	май.17	1,9	2,7	4,7
	фев.17	2	2,4	4,9
2018	май.17	1,7	2,6	4,7
	фев.17	1,6	2,8	5,0
2019	май.17	1,8	2,2	4,6
	фев.17	1,7	2,5	4,9
2020	май.17		2,3	4,5

Источник: Банк Англии.

\*- на конец II квартала года

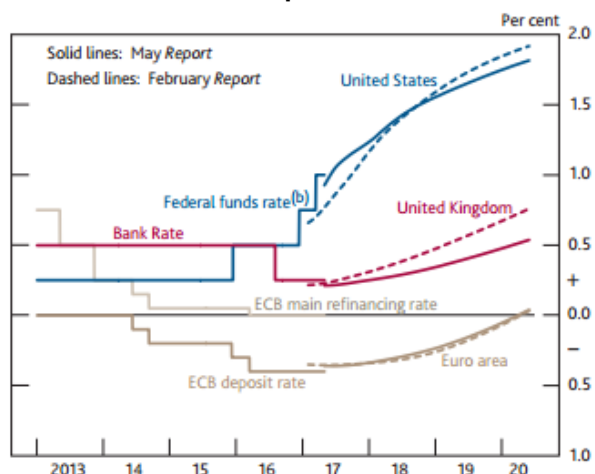
Банк Англии также обновил макроэкономические прогнозы, которые основаны на варианте достижения плавного (smooth) Brexit (Рисунок 32). Учитывая появившийся прогноз по инфляции для II квартала 2020 года, можно говорить о том, что регулятор ожидает превышения инфляцией таргета на протяжении всего прогнозного периода. Тем не менее перелет целиком вызван ослаблением фунта стерлинга, компенсировать которое мерами монетарной политики Банк Англии считает нецелесообразным из-за высоких издержек для экономического роста и доходов. Вместе с тем в ходе пресс-конференции М. Карни указал на возможность более быстрого ужесточения денежно-кредитной политики по сравнению с текущими ожиданиями рынка, если экономическая ситуация будет развиваться в соответствии с прогнозами (Рисунок 33).

Стоит отметить, что динамика экономики в I квартале 2017 года оказалась хуже ожиданий. ВВП прибавил только 0,3% к/к после +0,7% к/к в IV квартале 2016 года и при ожиданиях +0,5% к/к. Замедление прежде всего связано с ослаблением потребительского спроса из-за падения заработных плат в реальном выражении. Кроме того, в марте было зафиксировано падение промышленности (-0,5% м/м), в первую очередь обработки (-0,6% м/м) и строительства (-0,7% м/м). Тем не менее PMI и ряд других опережающих индикаторов указывают на возможное небольшое ускорение экономики уже во II квартале 2017 года.

### Китай: рост экономики замедляется

Китайская экономика закончила I квартал на мажорной ноте. Благодаря сильной макростатистике за март рост ВВП в I квартале составил 6,9% г/г, что выше ве-

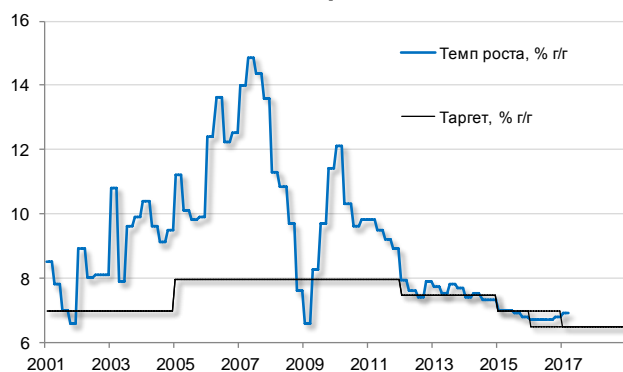
**Рисунок 39. Ожидаемая траектория нормализации денежно-кредитной политики**



Источник: Банк Англии

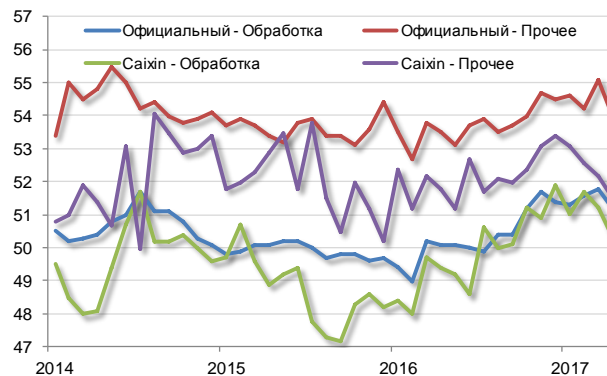
личины за IV квартал 2016 года (6,8% г/г), ожиданий аналитиков и официального таргета (Рисунок 40). Одним из факторов высокого роста можно назвать значительный рост расходов бюджета (22,0% г/г), из-за чего по итогам I квартала впервые с 1995 года был зафиксирован бюджетный дефицит (0,9% ВВП).

**Рисунок 40. Целевые значения (таргеты) по росту ВВП Китая и отчетные данные по официальной статистике и альтернативным оценкам Capital Economics**



Источники: Bloomberg Finance L.P.,

**Рисунок 41. Показатели PMI Китая**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Однако II квартал начался с замедления: макроэкономические данные за апрель оказались хуже ожиданий и показателей предыдущих месяцев. Заметно снизились все показатели PMI, причем в структуре совокупных заказов основное сокращение было обусловлено внутренним спросом (Рисунок 41). Рост промышленного производства замедлился до 6,5% г/г после 7,6% г/г в марте за счет производства ключевых потребительских товаров (Рисунок 42). Темп роста розничных продаж также замедлился и составил 10,7% г/г. Перешел к замедлению рост инвестиций в основной капитал (Рисунок 43).

**Рисунок 42. Промышленное производство, розничные продажи и месячная оценка Bloomberg роста ВВП Китая**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 43. Инвестиции в основной капитал в Китае**



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

Еще одним индикатором замедления внутреннего спроса стала статистика внешней торговли (Рисунок 44): рост импорта в стоимостном выражении<sup>17</sup> замедлился до 18,6% г/г (в марте – 26,3% г/г, в январе-феврале – 34,1% г/г). Частично это объяснялось небольшим снижением импортных цен, но темпы роста физических объемов основных категорий импорта также оказались ниже, чем в предыдущие месяцы.

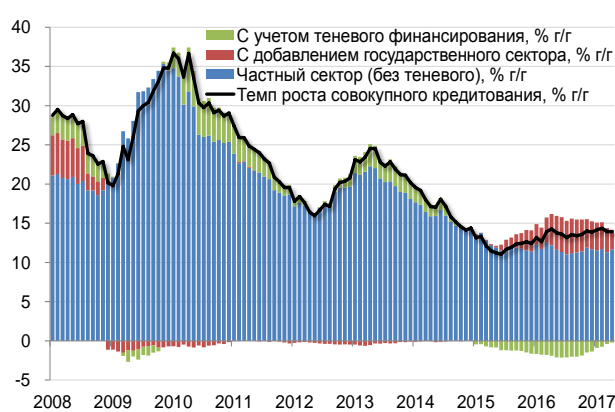
Важным фактором замедления внутреннего спроса является снижение поддержки со стороны бюджета: рост расходов в апреле замедлился до 3,8% г/г. При этом продолжается ужесточение денежно-кредитной политики Народного Банка Китая. Однако пока это имеет сдержанное влияние на темпы роста общего кредитования в Китае, что отчасти объясняется продолжающимся восстановлением теневого финансирования (Рисунок 45).

**Рисунок 44. Показатели внешней торговли Китая**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 45. Динамика кредитования в Китае**



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

### 1.3.2. Волатильность глобальных рынков на минимуме

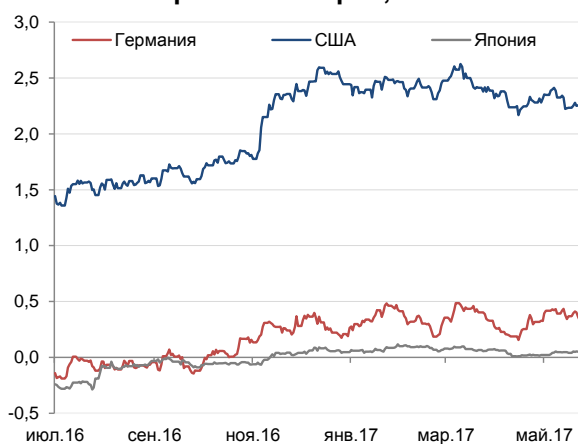
- Доллар США вернулся к уровню, последний раз наблюдавшемуся в ноябре, по мере снижения ожиданий быстрого запуска стимулирующих программ Д. Трампа.
- Показатели волатильности снизились до минимального с конца 2006 года уровня.
- Реакция российских рынков на снижение ставки Банком России была сдержанной, но предсказуемой. В целом локальный рынок облигаций стабилизировался после бурного роста в марте-апреле.
- Рынок форвардов на ставки денежного рынка закладывает снижение ставок Банка России на 1 п.п. в ближайшие 3-6 месяцев.

<sup>17</sup> В юанях.

## Глобальные рынки

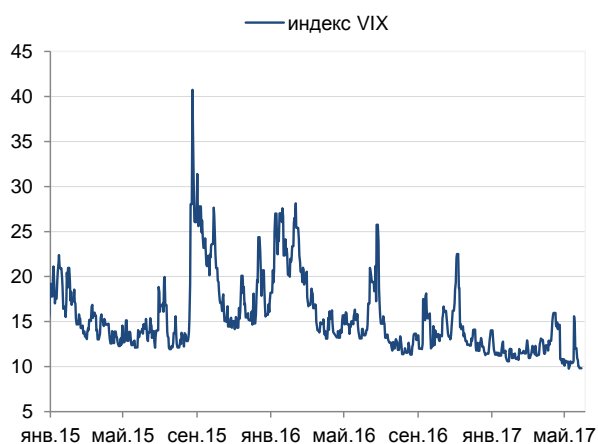
В мае продолжилось ослабление курса доллара США, особенно по отношению к валютам развитых стран, что во многом было вызвано пересмотром потенциала быстрого проведения реформ и запуска стимулирующих программ Дональда Трампа (Рисунок 49). В итоге индекс доллара DXY опустился до уровня, предшествовавшего ноябрьским выборам в США. Обострение отношений президента США и Конгресса вызвало всплеск волатильности в середине мая (Рисунок 47). Впрочем, эта реакция оказалась краткосрочной и к концу месяца индекс волатильности VIX вернулся к минимальным с конца 2006 года уровням.

**Рисунок 46. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 47. Индекс волатильности VIX**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рост ожиданий нормализации монетарной политики США, приближение экономики к потенциальному уровню и снижение ожиданий относительно масштаба и скорости запуска стимулирующих программ нового президента США не мешают индексам акций обновлять в мае исторические рекорды. Например, индекс S&P 500 близок к седьмому подряд кварталу роста. При этом в последние пару месяцев наблюдается расхождение динамики индекса с показателями макросюрпризов в развитых странах (Рисунок 48). Конечно, случаи образования таких расхождений нередки, и далеко не всегда они заканчиваются коррекцией или падением на рынке акций. Тем не менее, не стоит игнорировать эти риски, которые могут привести к достаточно сильному росту волатильности на мировых рынках.

Краткосрочные всплески волатильности и рост политических рисков в некоторых странах (как развитых, так и развивающихся) не смогли прервать продолжающийся уже почти полгода приток средств инвесторов в фонды, ориентированные на развивающиеся страны (Рисунок 50). За первые пять месяцев 2017 года приток средств в фонды развивающихся стран составил более 60 млрд. долл. с небольшим перевесом в пользу фондов облигаций. В фонды, ориентированные на Россию, приток составил 4,5 млрд. долл., 2/3 из которых пришлись на рынок облигаций. Активы развивающихся стран продолжают пользоваться повышенным спросом со стороны инвесторов, несмотря на ожидаемое продолжение нормализации монетарной политики США. С одной стороны, это помогает в моменте снижать негатив-



ные эффекты от периодических всплесков волатильности на мировых рынках, с другой – создает потенциал для ее роста на внутренних рынках в случае начала разворота капитальных потоков.

**Рисунок 48. S&P 500 и индекс макросюрпризов Citi**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Снижение агентством Moody's рейтинга Китая не привело к сильной реакции на глобальных рынках. Локальные рынки акций и облигаций в Китае сначала отреагировали снижением, но к концу недели восстановили позиции. В конце мая наблюдалось достаточно сильное для китайского юаня укрепление к доллару США. Многие участники рынка связывают это с интервенциями НБК и объявлением о введении контрциклической составляющей при определении фиксинга юаня, что может стать еще одной мерой по сдерживанию давления в сторону ослабления юаня.

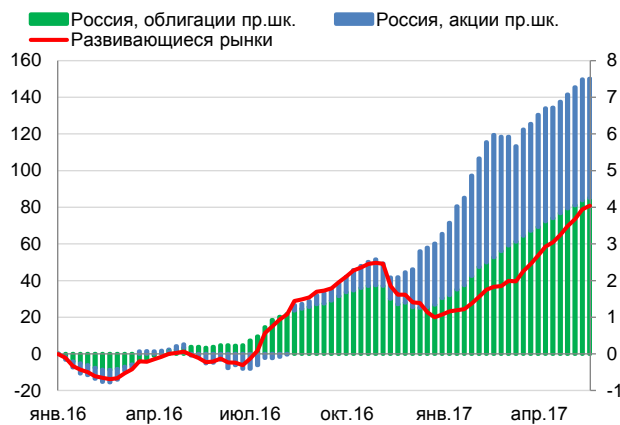
**Рисунок 49. Динамика курсов валют**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

\* Рост означает укрепление доллара США к другим валютам

**Рисунок 50. Притоки средств в инвестиционные фонды, накопленным итогом с начала**

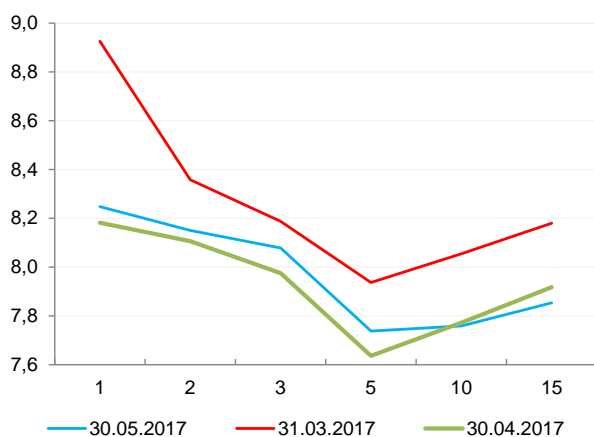


Источник: EPFR

## Российские рынки

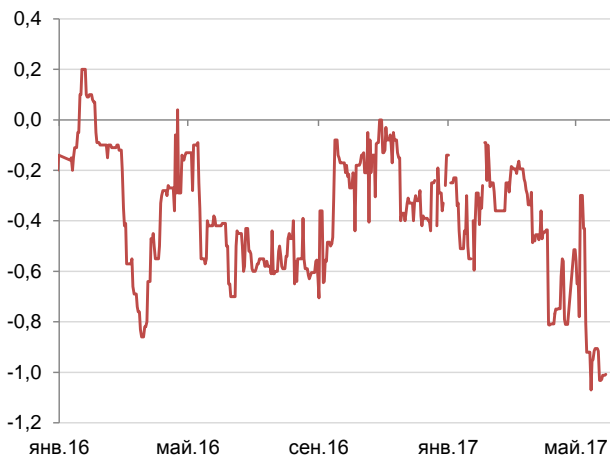
Снижение ключевой ставки Банком России сразу на 50 б.п. в конце апреля после 25 б.п. по итогам мартовского заседания не было заложено в прогнозах большей части участников рынка. Консенсус-опрос банковских аналитиков Bloomberg на апрель предполагал снижение ключевой ставки только на 25 б.п., до 9,5%. Реакция финансового рынка на такое снижение ставок в целом была довольно сдержанной, но предсказуемой. Курс рубля к доллару США вырос менее чем на 1% в течение часа после объявления результатов, а затем корректировался в обратном направлении. Аналогичная ситуация наблюдалась и на фондовом рынке. Между тем реакция долгового рынка была позитивной. Доходность средне- и долгосрочных ОФЗ (5–15 лет) снизилась на 8–13 базисных пунктов. Максимальное снижение доходности наблюдалось в 10-летних ОФЗ, где доля нерезидентов высока. На коротком конце (до двух лет) изменения ставок за день практически не наблюдалось.

Рисунок 51. Кривая доходности ОФЗ, %



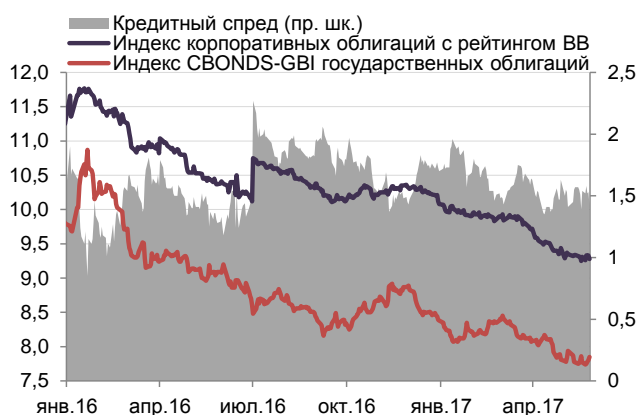
Источник: Московская Биржа.

Рисунок 53. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых



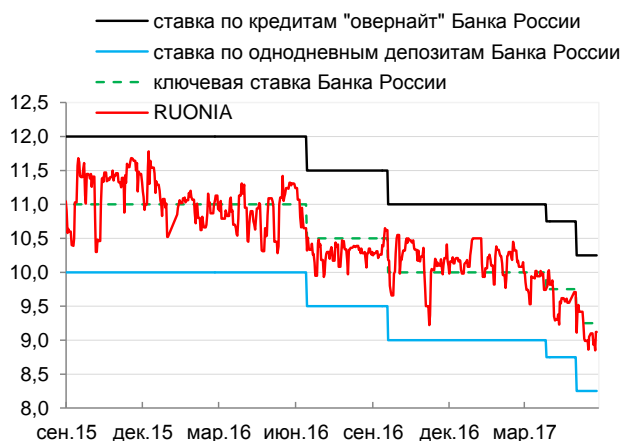
Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 52. Динамика доходности рублевых облигаций, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 54. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

В мае доходности ОФЗ сроками до 5 лет немного выросли, а с более длинными сроками – снизились. Форма кривой доходностей остается необычной (Рисунок 51). При этом в середине мая доходности российских гособлигаций достигали минимального со второго полугодия 2013 года уровня. Доходности корпоративных облигаций в мае стабилизировались после их значительного снижения в марте-апреле (Рисунок 52).

Интересная динамика наблюдается на рынке форвардов на ставки денежного рынка (Рисунок 51). Отрицательный спред между форвардом на 3-месячный Mosprime через 3 месяца (FRA 3X6) и текущей ставкой 3-месячного Mosprime расширился до 1 процентного пункта. Это означает, что рынки закладывают снижение ставок Банка России на 1 п.п. в течение ближайших 3–6 месяцев, что даже быстрее, чем предполагает майский консенсус-прогноз финансовых аналитиков.

### ***1.3.3. Товарные рынки: нефтяные цены снизились, несмотря на продление соглашения об ограничении добычи***

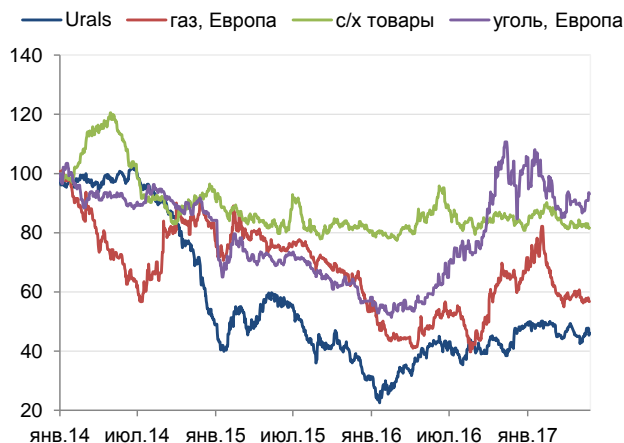
- Страны – экспортеры нефти продолжают повышать степень следования соглашению об ограничении добычи и продлили его действие до 1 апреля 2018 года...
- ...но нефтяные цены снизились, так как инвесторы опасаются его недостаточной эффективности и возможности новой ценовой войны по окончании действия.
- Ведущие международные организации ухудшили оценки состояния рынка жидкого топлива, но Международное энергетическое агентство по-прежнему ожидает заметного сокращения запасов в ближайшие месяцы...
- ...хотя высокочастотные данные США пока не показывают этого из-за продолжающегося увеличения чистого импорта нефти в противовес сезонности.
- Рост добычи нефти в США после всплеска в марте-апреле замедлился, но продолжается...
- ...а приток рабочей силы в сервисные компании может способствовать значительному росту добычи сланцев за счет ввода законсервированных скважин.

За апрель–май цены на большинство товаров и металлов снизились (Рисунок 55, Рисунок 56). Нефтяные цены потеряли до 5%, индекс сырьевых товаров Bloomberg уменьшился на 3%.

Страны – экспортеры нефти продлили соглашение об ограничении добычи нефти на текущих условиях на девять месяцев до 1 апреля 2018 года. Оценки Bloomberg, подготовленные на данных Минэнерго США (EIA), показывают, что этого времени должно хватить для достижения цели соглашения – приведения нефтяных запасов стран ОЭСР к своему пятилетнему среднему уровню (Рисунок 59). Оценки

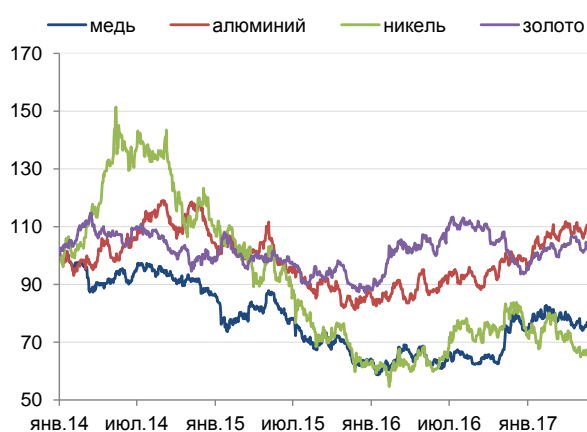
Goldman Sachs также показывают возможность достижения цели даже в случае умеренного снижения степени следования стран-экспортеров своим квотам.

**Рисунок 55. Цены на основные товары  
(январь 2014 года = 100)**



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

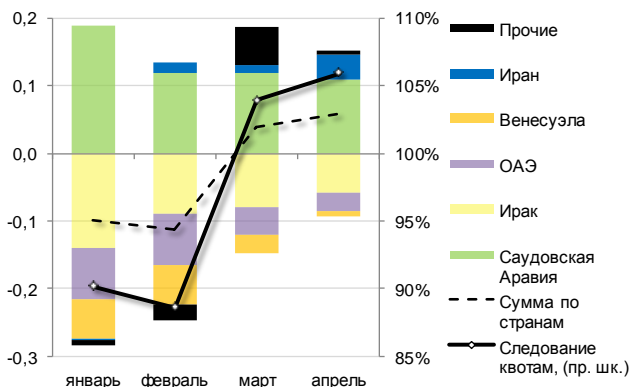
**Рисунок 56. Цены на основные металлы  
(январь 2014 года = 100)**



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

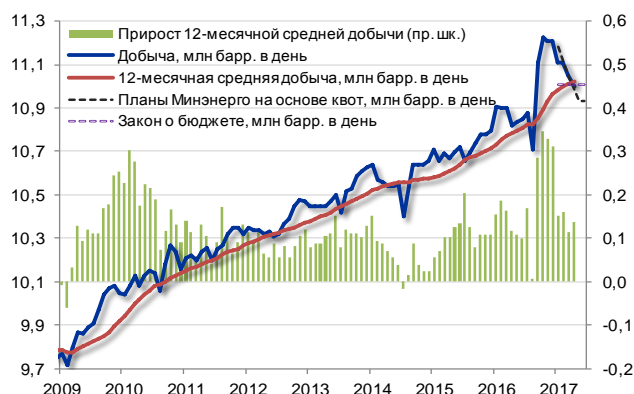
Однако сообщение о таком решении привело к падению цены барреля нефти, поскольку инвесторы ждали более решительных действий. Единственным ужесточением соглашения стало присоединение к нему, с вступлением в ОПЕК, Экваториальной Гвинеи – карлика по меркам нефтяного рынка (добыча нефти – 0,3 млн барр. в день) с минимальным вкладом в расширение эффективности соглашения. Инвесторы не без оснований опасаются, что эффективность соглашения продолжат подрывать меньшее относительно сокращения добычи сокращение экспорта, а также расширение добычи сланцевой нефти.

**Рисунок 57. Отклонение добычи стран ОПЕК<sup>18</sup>  
от своих квот (“+” показывает сокращение добычи сверх требуемого) (млн барр. в день)**



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

**Рисунок 58. Показатели добычи нефти в России**

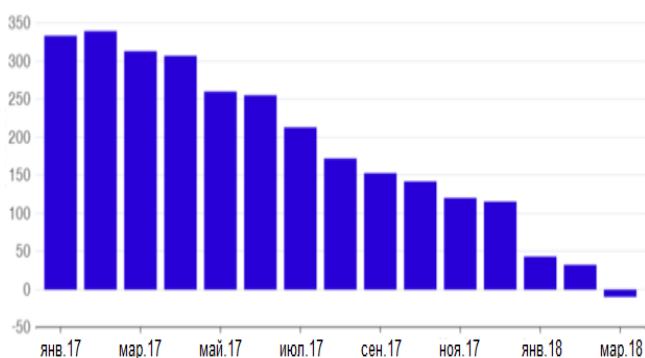


Источники: Bloomberg Finance L.P., Минэнерго России, расчеты ДИП.

<sup>18</sup> Учитываются страны, на которые распространены квоты (не включены Ливия и Нигерия).

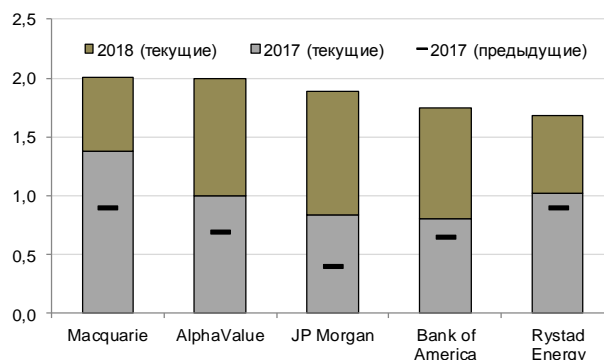
В апреле, по данным Bloomberg, еще больше повысилась степень следования квотам странами ОПЕК – до 106% (Рисунок 57), а Россия к концу месяца вышла на сокращение добычи в 0,3 млн барр. в день относительно октября 2016 года (Рисунок 58). В то же время сопоставление различных оценок<sup>19</sup> позволяет сделать вывод, что к маю относительно начала года из примерно 1,6 млн барр. в день сокращения добычи нефти странами – участниками соглашения около 30% было компенсировано увеличением их экспорта, прежде всего за счет реализации запасов Саудовской Аравией и Ираном, и около 35% – расширением добычи в США. По оценкам аналитиков, представленных Bloomberg, за оставшуюся часть года дальнейший рост добычи сланцевой нефти в США может снизить эффективность соглашения еще на 20–50% (Рисунок 60). Дополнительное давление, вероятно, окажет восстановление добычи нефти в Ливии и Нигерии.

**Рисунок 59. Превышение нефтяными запасами стран ОЭСР своей 5-летней средней величины в условиях действия соглашения об ограничении добычи нефти, млн барр.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 60. Прогнозы роста сланцевой добычи сланцевой нефти в США, декабрь к декабрю, млн барр. в день**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Кроме того, инвесторы негативно восприняли, что страны-экспортеры никак не обозначили свои намерения за границами I квартала 2018 года. Мы полагаем, что сделано это было во многом намеренно. Подобная неопределенность позволяет избежать формирования контанго фьючерсной кривой<sup>20</sup>, что должно сдерживать расширение активности сланцевых компаний и рост объемов хеджирования.

При этом мы полагаем, что продление соглашения на текущих условиях по-прежнему направлено на таргетирование излишне высокой нефтяной цены – выше средней цены, при которой прибыльна добыча сланцевой нефти в США (около 50 долл. США/барр.<sup>21</sup>), и приведет к существенному росту ее добычи также и за пределами 2017 года. Министр нефти Нигерии Э. Качукву и министр энергетики России А. Новак косвенно подтвердили, что цель соглашения – таргетирование цены барреля нефти в 50–60 долл. США. Инвесторы, ожидая расширения добычи сланцевой

<sup>19</sup> Bloomberg Finance L.P., EIA, Energy Aspects, JODI.

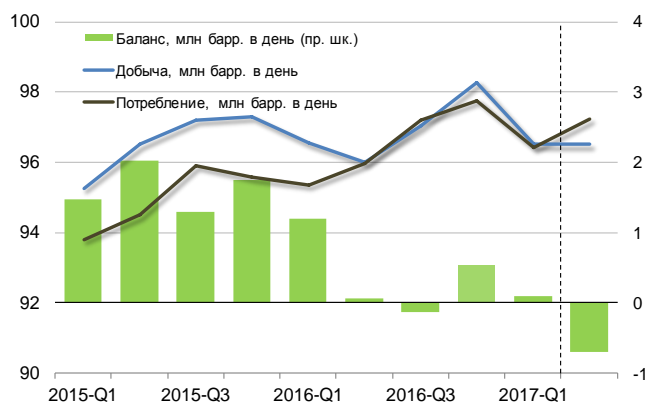
<sup>20</sup> Цены последующего фьючерса выше предыдущего.

<sup>21</sup> См. раздел 1.3.3. «Товарные рынки: насколько устойчив рост добычи сланцевой нефти?» в [Бюллетене «О чем говорят тренды» за апрель 2017 года \(№3 \(15\)\)](#).

нефти и полагая, что производители традиционной нефти вряд ли будут долго мириться с потерей доли на рынке, памятуя события последних лет, опасаются новой ценовой войны с возможным падением нефтяных цен до 30 долл. США/баррель.

Мы ожидаем, что за границами I квартала 2018 года в условиях риска возврата к значительному избытку предложения и, как следствие, нового витка роста запасов страны – экспортеры традиционной нефти заключат новое соглашение, ограничивающее добычу, но в более мягкой форме по сравнению с действующим сегодня. Это позволит поддерживать цену нефти Urals на уровне 45-50 долл. США/баррель.

**Рисунок 61. Оценки МЭА основных показателей рынка жидкого топлива**



Источник: МЭА.

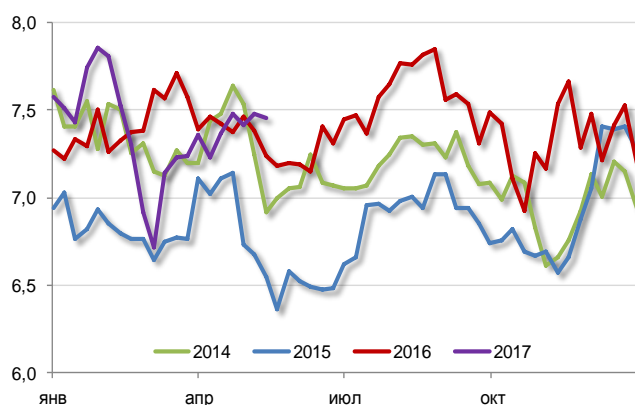
**Рисунок 62. Показатели коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в США**



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

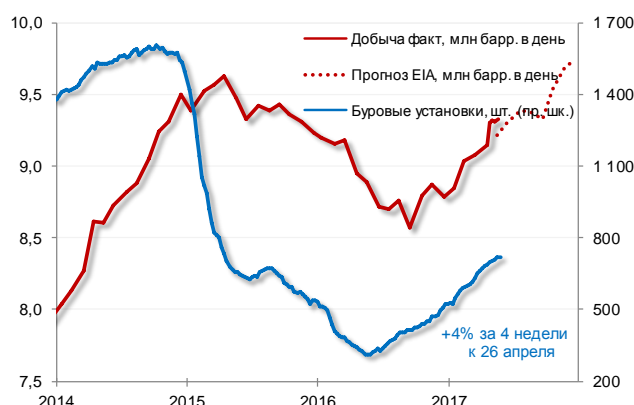
В майских месячных отчетах ведущие международные организации (Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК и Минэнерго США) ухудшили оценки ситуации на рынке жидкого топлива. По-прежнему отмечается относительно слабый спрос в отчетных месяцах 2017 года, прежде всего, в Индии и США. Прогноз на оставшуюся часть 2017 года (и 2018 год у EIA) предполагает опережающий пересмотр вверх добычи, в первую очередь сланцевой нефти, по сравнению с потреблением (Рисунок 61). При этом МЭА придерживается мнения, что рынок балансируется, и в последующие месяцы будет происходить заметное сокращение запасов.

**Рисунок 63. 4-недельная средняя величина чистого импорта нефти в США, млн барр. в день**



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

**Рисунок 64. Добыча нефти и число действующих нефтяных буровых установок в США**

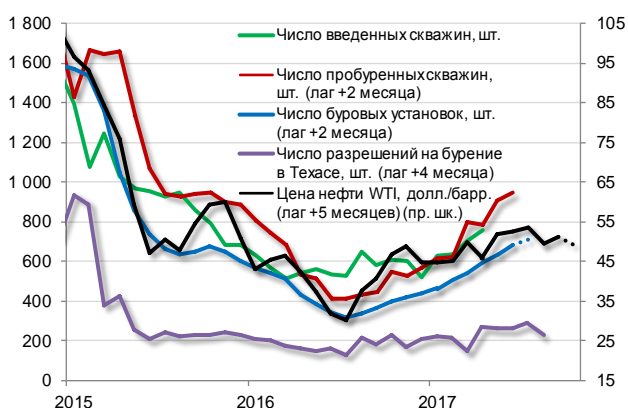


Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA, расчеты ДИП.

Однако пока высокочастотные данные по нефтяному сектору США по-прежнему указывают, что нефти на рынке много. Совокупные коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за апрель-май почти не снизились (Рисунок 62). Чистый импорт нефти в США продолжает расти, достигнув максимального уровня за последние годы в мае и отказываясь снижаться в соответствии с сезонностью (Рисунок 63).

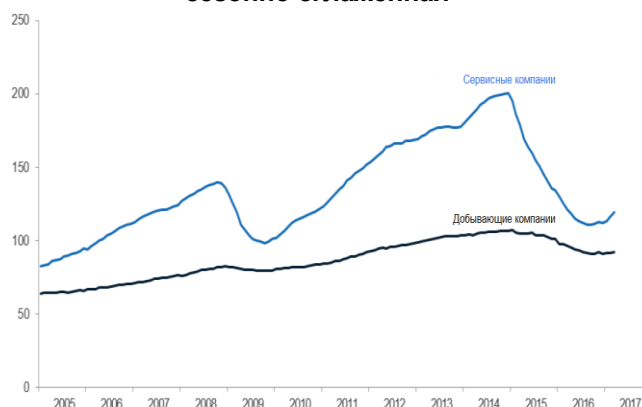
Рост добычи нефти в США после соответствовавшего нашим ожиданиям всплеска в марте – начале апреля<sup>22</sup> резко замедлился, но сохраняется (Рисунок 64). Рост числа буровых установок также замедляется, но остается значительным. При этом отрасль уже несколько месяцев находится в состоянии производства ниже своего потенциала: с марта число вводимых в эксплуатацию скважин заметно уступает числу пробуренных двумя месяцами ранее (Рисунок 65). BloombergMarkets указывает на существенный недостаток числа сервисных бригад, занимающихся вводом месторождений в эксплуатацию, что ведет к формированию «пузыря» из законсервированных скважин. Это подтверждает статистика занятости в нефтегазовых компаниях Техаса – основного нефтеносного округа США (Рисунок 66). Однако мы полагаем, что продление странами – экспортерами нефти соглашения об ограничении добычи на достаточно длительный срок с потенциальным поддержанием относительно высоких нефтяных цен вблизи текущего уровня будет способствовать притоку рабочей силы в сервисные компании сланцевой отрасли (возврат старых и появление новых сервисных бригад). Это позволит снизить затраты производителей (недостаточная конкуренция в сегменте сервисных бригад привела к значительному росту цен на их услуги) и будет способствовать дополнительному расширению добычи нефти.

**Рисунок 65. Основные показатели сланцевой индустрии США с оцененными лагами относительно динамики цены нефти WTI<sup>23</sup>**



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

**Рисунок 66. Занятость в добывающих и сервисных нефтегазовых компаниях округа Техас (США), тыс. человек, сезонно сглаженная**



<sup>22</sup> См. раздел 1.3.3. «Товарные рынки: риски сохранения излишка на нефтяном рынке остаются высокими» в [Бюллетене «О чем говорят тренды» за февраль 2017 года \(№1 \(13\)\)](#).

<sup>23</sup> См. описание оценки лагов там же.

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

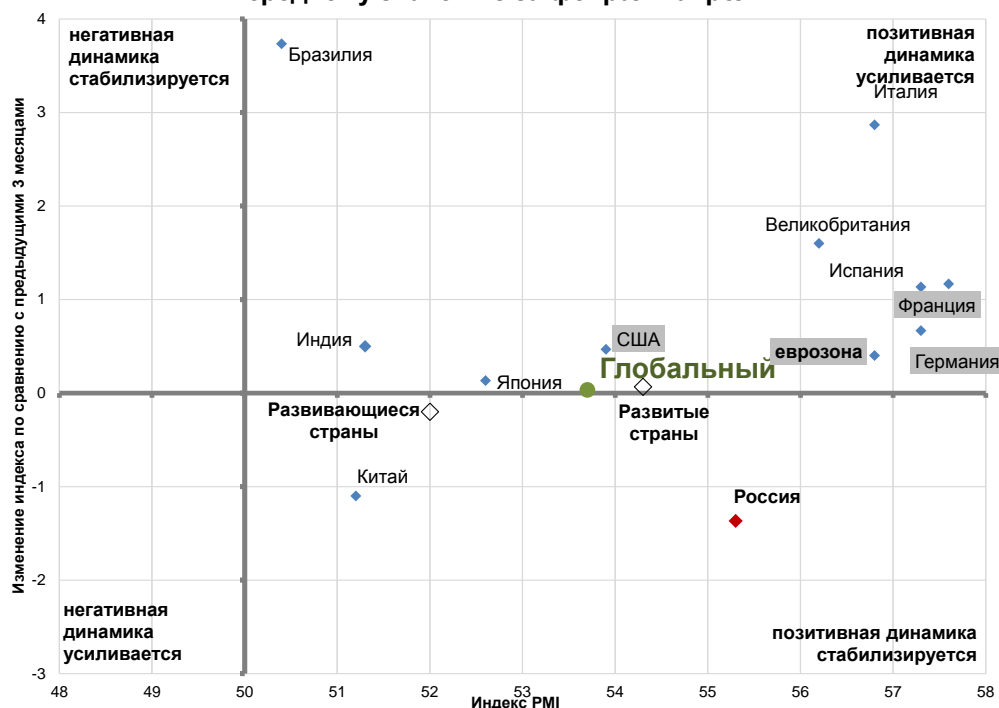
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Глобальные PMI: стабилизация темпов роста мировой экономики

Последние данные по индексам PMI (Рисунок 67) указывают на стабилизацию темпов роста мировой экономики и, в частности, оптимистичную динамику экономического роста в крупнейших развитых странах. Глобальный PMI в апреле 2017 года составил 53,7 п.п., не изменившись по сравнению с мартом. Стабильность общего показателя отражает ускорение роста деловой активности в США, странах еврозоны, Великобритании при замедлении в Японии и ряде крупнейших развивающихся стран. Отметим также Бразилию, которая после 25 месяцев ухудшения рыночной конъюнктуры в апреле-мае вернулась в зону роста.

Среди развитых стран в апреле приостановилась дивергенция. Сводный PMI вырос и в США, и в еврозоне, и в Великобритании, указывая на возможность более быстрого роста экономик развитых стран во II квартале 2017 года.

Рисунок 67. Динамика композитного индекса PMI за апрель и изменение к среднему значению за февраль-апрель



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Композитный индекс еврозоны вырос с 56,4 до 56,8 п.п. – шестилетнего максимума. Значительное улучшение рыночной конъюнктуры было отмечено как для обрабатывающих отраслей, так и для сектора услуг и сопровождалось практически рекордным за последние 10 лет расширением занятости. Оптимизм компаний поддерживает хорошая статистика новых заказов, в том числе и экспортных. Кроме то-



го, компании продолжили отмечать нарастание инфляционного давления в закупочных ценах и, что самое главное для экономики еврозоны – переносить его на отпускные цены.

PMI в США вырос с 53 до 53,2 п.п., приостановив замедление роста деловой активности, наблюдавшееся последние полгода. Но показатель за I квартал 2017 года остался ниже среднего значения.

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

### 2.2.1. Индексная оценка ВВП: перспективы для ускорения роста сохраняются

- Индексная оценка ВВП на II квартал 2017 года в мае составила 0,5% к/к (с исключением сезонного фактора), что незначительно ниже апрельской оценки.
- Оценка на III квартал 2017 года составляет +0,5% к/к, на IV квартал 2017 года – +0,4 – 0,5% к/к (с устранением сезонности).
- Результаты наших расчетов показывают, что в течение года возможно дальнейшее ускорение квартальных темпов роста ВВП, о чем свидетельствуют прежде всего позитивная статистика по ряду ключевых опережающих индикаторов, а также сохраняющиеся умеренно благоприятные внешние условия.

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

### 3. В фокусе. Об устойчивости роста инвестиций в основной капитал

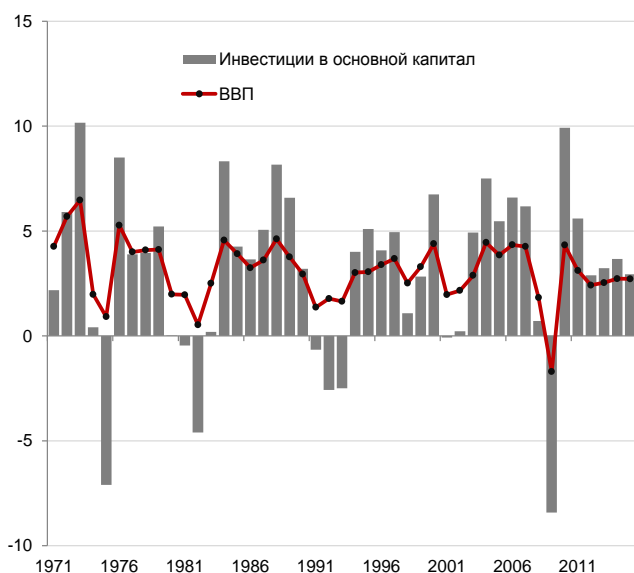
- Прохождение пика выплат компаниями по внешнему долгу в 2014-2015 годах указывает на высвобождение ресурсов для новых инвестиций в экономику.
- Завершающийся процесс адаптации российской экономики к произошедшим структурным изменениям на фоне сохраняющейся конкурентоспособности торгуемых отраслей позволяет говорить о серьезных перспективах для роста производства, экспорта и инвестиций в основной капитал.
- Однако в условиях вероятного нахождения российской экономики вблизи своего потенциала ускорение темпов роста требует в первую очередь качественных инвестиций, для привлечения которых необходимо время.
- Умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России не препятствует, и за счет снижения неопределенности и роста доверия к ней стороны субъектов экономики даже способствует восстановлению инвестиций в основной капитал.
- Стимулирование быстрого роста инвестиционной активности посредством радикального смягчения денежно-кредитной политики не будет способствовать устойчивому росту экономики в долгосрочной перспективе. Основные отрицательные побочные эффекты от такой политики заключаются в возрастании рисков возникновения пузырей на финансовых рынках, реаллокации ресурсов в пользу неэффективных отраслей, а также устойчивом повышении инфляции и инфляционных ожиданий.

Темпы роста инвестиций в мире, как и собственно сам рост мировой экономики, в последние годы держатся ниже средних исторических (Рисунок 68). Многие транснациональные компании сталкивались с ростом политических рисков и неопределенности, поэтому либо отменяли, либо откладывали инвестиции в новые проекты. При этом падение цен на нефть и другие сырьевые товары в 2014 году привело к снижению инвестиционной активности в добывающей отрасли.

Однако в последнее время появились признаки оживления инвестиционной активности (Рисунок 69). Во многом это может быть связано с низкой базой последних лет и необходимостью периодически обновлять оборудование, а не с планами создания новых производств. Еще одной причиной, которая косвенно могла привести к ускорению роста инвестиций, является увеличение объемов заимствований на глобальных долговых рынках на ожиданиях роста процентных ставок в США и мире. В последние годы компании предпочитали направлять привлеченные средства на выкуп собственных акций или на сделки по слияниям и поглощениям, однако вполне вероятно, что сейчас часть из них направлена на увеличение инвестиций.

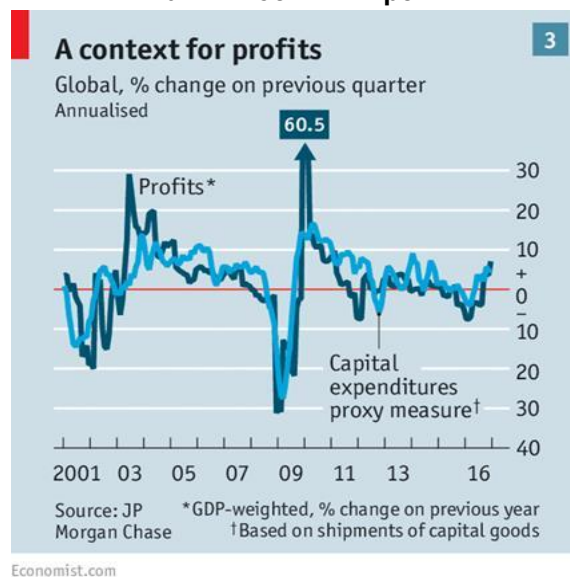
Динамика инвестиций в основной капитал в России во многом хронологически совпадает с общемировой, однако факторы и причины ее изменения имеют существенные отличия.

**Рисунок 68. Рост мирового ВВП и инвестиций в основной капитал, % г/г**



Источник: World Bank.

**Рисунок 69. Динамика инвестиционной активности в мире**



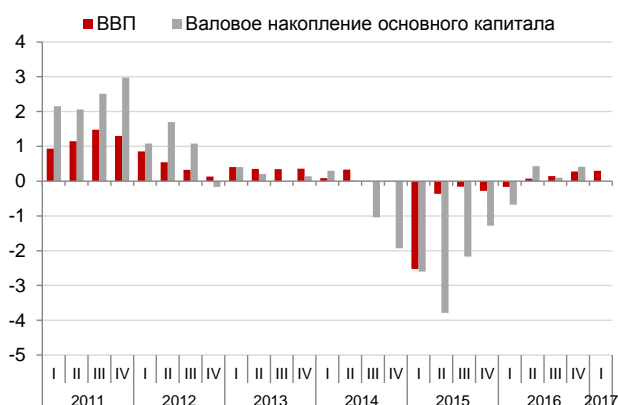
Источники: The Economist, JP Morgan.

Снижение инвестиций было одним из основных факторов падения ВВП России в 2015 году, при этом замедление их роста началось еще в 2013 году до падения цен на нефть. Однако начиная со II квартала 2016 года (Рисунок 70) наблюдается оживление инвестиционной активности, которое пока все же сложно назвать уверенным и устойчивым. Эффект низкой базы 2014–2016 годов, когда физический объем инвестиций совокупно снизился на 12,2% с пика 2013 года, позволяет ожидать более активный рост инвестиций в этом году. Тем не менее восстановление инвестиций будет идти по так называемой медленной L-траектории и до пика 2013 года в ближайшие годы не доберется из-за наличия структурных проблем, которые сдерживают и рост инвестиций, и потенциальный рост экономики.

Динамика инвестиций по видам вложений сейчас достаточно неоднородная. Драйвером восстановления на данный момент являются инвестиции в машины и оборудование, тогда как инвестиции в здания и сооружения (то есть строительство) продолжают снижаться (Рисунок 71).

Рост инвестиций в машины и оборудование происходит как за счет увеличения внутреннего производства, так и за счет импорта (Рисунок 72). Обычно этот вид инвестиций восстанавливается быстрее, так как имеет достаточно точечный характер. Компании могут заменять лишь часть устаревшего оборудования и технологических комплексов, сам процесс принятия решений обычно более быстрый, чем в случае с масштабным строительством зданий и сооружений.

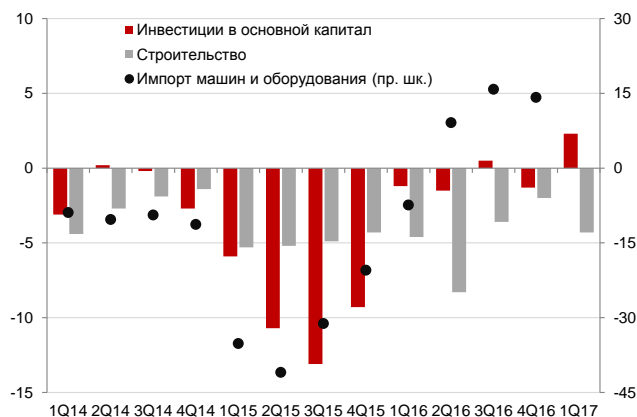
**Рисунок 70. Рост инвестиций\* и ВВП, % к/к сезонно сглаженный**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\*Оценки динамики инвестиций по методологии СНС пока нет из-за отсутствия данных по ВВП по методу использования.

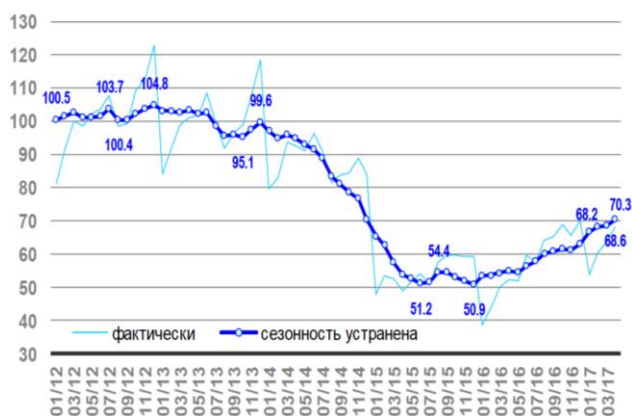
**Рисунок 71. Динамика инвестиций в основной капитал и других смежных показателей, % г/г**



Источники: Росстат, CEIC.

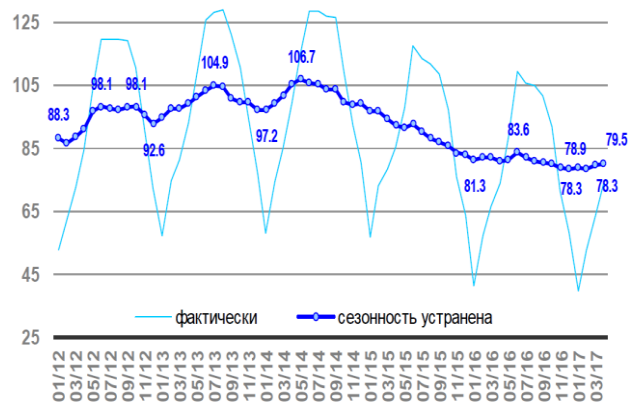
Строительство как вид инвестиций более инерционно из-за больших сроков принятия решений и подготовки к запуску проектов. К тому же, постройка новых зданий и сооружений обычно проводится либо для новых проектов, либо для модернизации старых, что предполагает более масштабное расширение производства по сравнению с инвестициями в машины и оборудование. Строительство – неторгуемый сектор – является «жертвой» структурной перестройки экономики, которая происходит после значительного изменения внешних условий торговли. Тем не менее, в последние месяцы наблюдаются стабилизация и небольшой рост и в этом виде инвестиционной активности. В I квартале 2017 года инвестиции в основной капитал, согласно предварительной оценке Росстата, выросли на 2,3% г/г, внося, по всей видимости, основной вклад в рост ВВП на 0,5% г/г (см. также подраздел 1.2.1. «Рост экономики в начале года ускорился»).

**Рисунок 72. Импорт машин и оборудования (среднемесячный уровень 2007 года=100)**



Источник: ЦМАКП

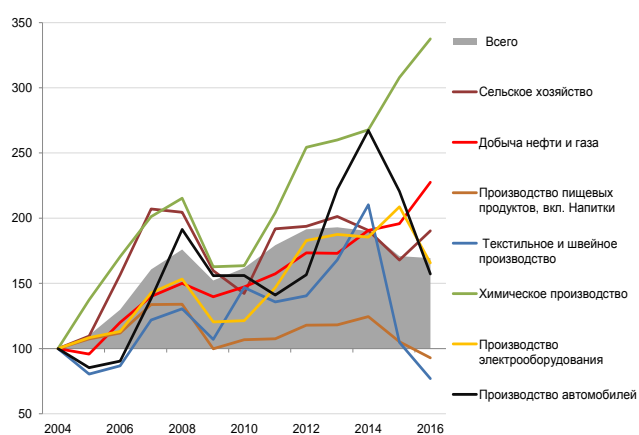
**Рисунок 73. Производство и чистый импорт стройматериалов (среднемесячный уровень 2007 года=100)**



Источник: ЦМАКП

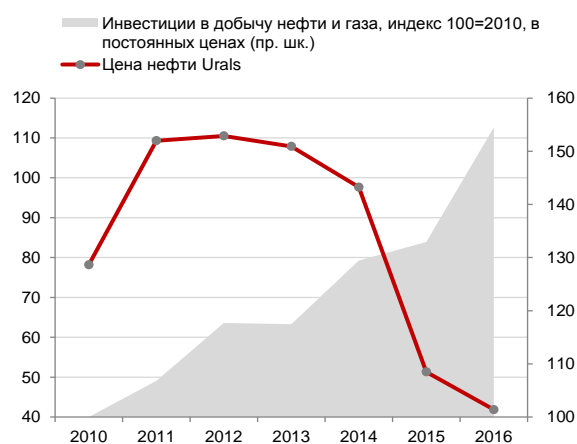
Текущая динамика инвестиций существенно различается в зависимости от сектора, что делает сложившуюся ситуацию отличной от периода 2009-2010 годов (Рисунок 74). Тогда восстановление после падения 2009 года было достаточно однородным по секторам. Сейчас же наблюдаются разнонаправленные движения: рост в химической отрасли и сельском хозяйстве, спад в производстве автомобилей, текстильном производстве и так далее. Такая динамика инвестиций в основной капитал в последние 2–3 года указывает на явные признаки проходящей структурной перестройки экономики и ее подстройки под более низкий долгосрочный уровень цен.

**Рисунок 74. Инвестиции по видам экономической деятельности, индекс 2004 год = 100**



Источник: ЦМАКП

**Рисунок 75. Инвестиции в добычу нефти и газа**



Источник: ЦМАКП

Отдельно стоит отметить динамику инвестиций в добычу нефти и газа, которые растут непрерывно с 2010 года. В 2016 году рост даже ускорился, несмотря на снижение нефтяных цен (Рисунок 75). Яркий пример – увеличение эксплуатационного бурения в 2016 году составило 12,1%. Нефтяные компании выиграли от ослабления рубля в не меньшей степени, чем проиграли от снижения цены нефти, поэтому инвестиции в этом секторе продолжают расти.

Также необходимо сказать о значительной роли в позитивной динамике инвестиций в нефтегазовом секторе отдельных больших проектов. Инвестиции в арктической зоне в 2016 году составили около 10% от общего объема инвестиций в основной капитал в стране. Из них большая часть была сделана в Ямало-Ненецком автономном округе, где реализуются масштабные проекты по введению новых месторождений нефти и газа, а также строительству терминала СПГ.

*Какие основные факторы стоят за текущей динамикой инвестиционной активности в российской экономике?* Рост неопределенности после резкого падения цен на нефть и введения финансовых и экономических санкций во втором полугодии 2014 года, а также на фоне нарастания опасений в отношении перспектив мировой экономики, выступил одним из системообразующих факторов спада российской экономики, пик которого пришелся на 2015 год. Однако по мере адаптации

экономики к произошедшим структурным изменениям, снижение уровня неопределенности стало выступать одним из главных факторов, которые сейчас выводят российскую экономику на траекторию устойчивого, хотя и медленного роста.

*Почему фактор неопределенности является одним из ключевых для динамики инвестиций?* В условиях роста неопределенности будущей динамики спроса предприятия менее склонны инвестировать. В таком случае значение ставки по кредитам не является ограничением для инвестиций, поскольку их отсутствие – это следствие не дороговизны фондирования, а низкого спроса на инвестиции со стороны компаний.

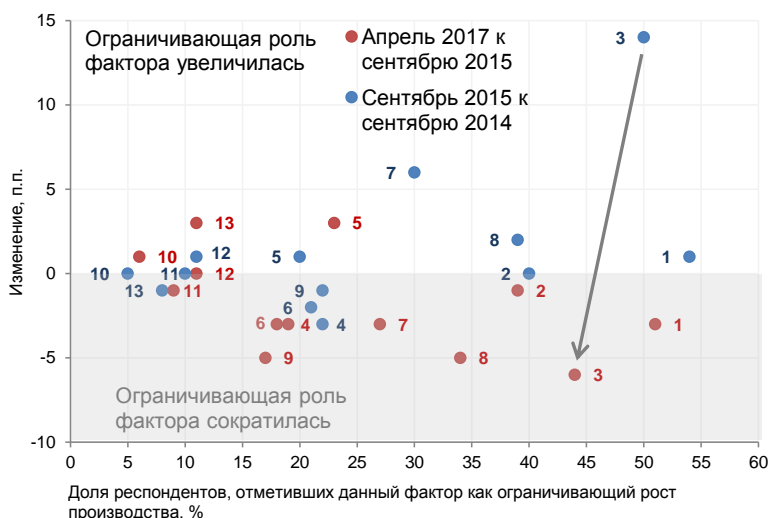
Существует целый ряд эмпирических исследований, в которых находит подтверждение гипотеза о более масштабном влиянии фактора неопределенности на инвестиционную активность в развивающихся странах, экономика которых характеризуется сравнительно большей чувствительностью к шокам и меньшей степенью развитостью финансовых рынков<sup>24</sup>. Это выражается как в большей глубине спада экономики, так и в более длительном ее последующем восстановлении.

Вывод о положительном влиянии снижения неопределенности на экономическую динамику, в частности, наглядно подтверждается данными проводимых Росстатом ежемесячных опросов деловой активности организаций, в которых предприятия обрабатывающей промышленности указывают на факторы, ограничивающие рост производства (Рисунок 76). Если с сентября 2014 года по сентябрь 2015 года доля предприятий, подчеркивавших негативные последствия возросшей неопределенности, увеличилась почти на 15 п.п., то спустя полтора года почти половина респондентов перестала говорить о неопределенности как о факторе, ограничивающем рост выпуска. Между тем, при сохранении Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики доля предприятий, считающих завышенную стоимость коммерческого кредита ограничивающим фактором, снизилась почти на 5 процентных пунктов.

Таким образом, умеренно жесткая денежно-кредитная и консервативная бюджетная политика позволили снизить уровень неопределенности, завоевав доверие субъектов экономики и обеспечив уверенность в достижении объявляемых целей и ориентиров. Этот эффект оказался сильнее, чем сдерживающее влияние высоких реальных процентных ставок, что позволило российской экономике в целом и инвестициям в основной капитал в частности начать восстановление уже во втором полугодии 2016 года.

<sup>24</sup> См., например, Bloom (2013) с приложениями к США, исследование Банка Чили (*The Impact of Uncertainty shocks in Emerging Economies, 2011*) с приложениями для развивающихся стран, а также исследование Еврокомиссии (*European Commission Quarterly Report on Euro Area, 2013, Volume 12, Issue 2*).

**Рисунок 76. Факторы, ограничивающие рост производства обрабатывающей промышленности**

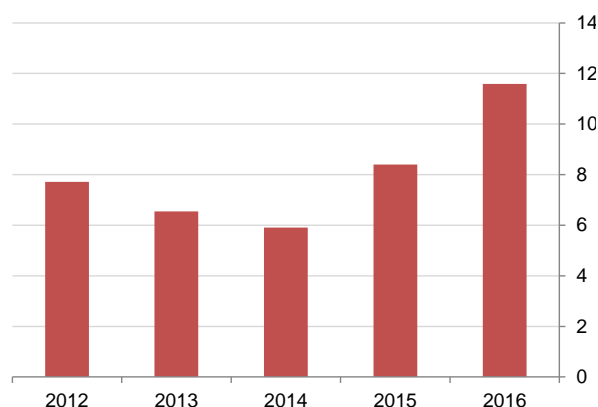


**Факторы, ограничивающие спрос:** 1 - недостаточный спрос на внутреннем рынке; 5 - недостаточный спрос на продукцию предприятия на внешнем рынке; 6 - конкурирующий импорт. **Факторы, ограничивающие финансовые ресурсы:** 2 - высокий уровень налогообложения; 7 - высокий процент коммерческого кредита; 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.

Источник: Росстат, расчеты ДИП

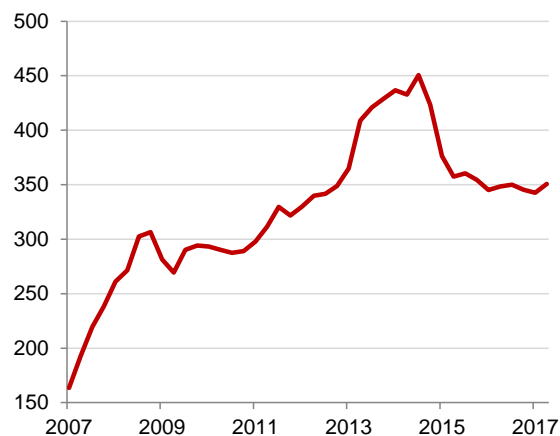
В пользу аргумента о том, что умеренно жесткие денежно-кредитные условия не являются основным ограничивающим фактором для инвестиций, говорит тот факт, что главным источником для финансирования инвестиций в России были и остаются собственные средства компаний. Статистика показывает, что прибыль компаний (сальдированный финансовый результат) за 2015–2016 годы выросла почти в два раза по сравнению с уровнем 2014 года.

**Рисунок 77. Сальдированный финансовый результат организаций, трлн руб.**



Источник: Росстат

**Рисунок 78. Динамика внешнего долга прочих\* секторов РФ, млрд долл. США**



Источник: Банк России

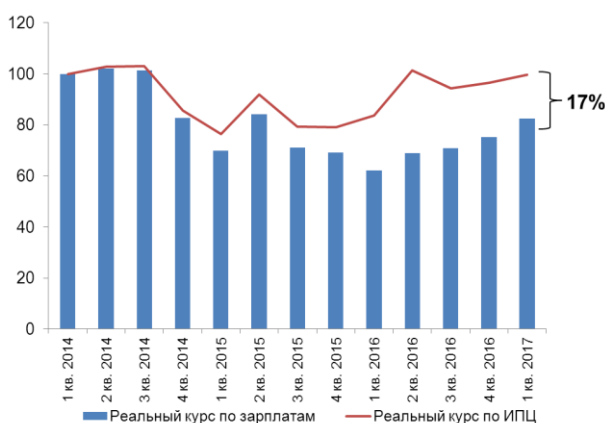
\*Без учета банков, центрального банка и органов госуправления

Таким образом, ресурсы для инвестиций в целом доступны, а инвестиционная активность сдерживалась по другим причинам. Конечно, часть выросшей прибыли компании направляли на погашение внешних долгов, что могло ограничивать доступный объем финансовых ресурсов для инвестиций. Однако уровень задолжен-

ности стабилизировался (Рисунок 78). К тому же компании успешно рефинансируют часть внешних долгов на внутреннем рынке, поэтому этот фактор тоже вряд ли продолжает оказывать сдерживающее влияние.

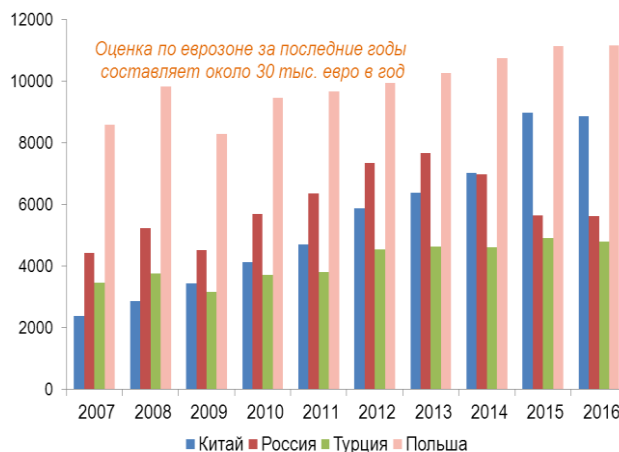
Важным импульсом к дальнейшему стимулированию роста российской экономики и привлечению в нее инвестиций является повышение ее ценовой конкурентоспособности в результате процесса адаптации к внешним шокам последних лет. Это подтверждается как динамикой реального эффективного курса рубля, рассчитанного через дифференциал удельных издержек на оплату труда между Россией и основными партнерами по внешней торговле, так и сравнительным анализом динамики номинальных заработных плат в евро между странами (Рисунок 79, Рисунок 80). В частности, наши оценки реального курса через заработные платы в обрабатывающем секторе показывают, что «запас» по ценовой конкурентоспособности в действительности существует: реальный курс по ИПЦ, рассчитанный на основе официальных данных Банка России, сейчас приблизился к уровню середины 2014 года, а в терминах заработных плат реальный курс чуть выше локального минимума начала 2015 года<sup>25</sup>.

**Рисунок 79. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам, рассчитанный через ИПЦ (официальные данные Банка России) и заработные платы в обрабатывающих секторах промышленности (оценки ДИП), I квартал 2014 года = 100**



Источники: Росстат, Банк России, CEIC, оценки ДИП.

**Рисунок 80. Среднегодовая заработная плата в обрабатывающем секторе, евро**



Источники: Росстат, CEIC, расчеты ДИП.

В то же время нужно понимать, что эти факторы хотя и создают привлекательные условия для инвестиций, но не являются единственными детерминантами инвестиционной динамики в будущем. В данный момент существует ряд структурных проблем, которые ограничивают рост инвестиций.

<sup>25</sup> Общеизвестный недостаток стандартного расчета реального эффективного курса через ИПЦ заключается в том, что он учитывает динамику цен и на торгуемые, и на неторгуемые товары. Поэтому в период шока курса в конце 2014 года, инфляционные последствия которого реализовались также в начале 2015 года, реальный курс в такой стандартной интерпретации представляется завышенным.

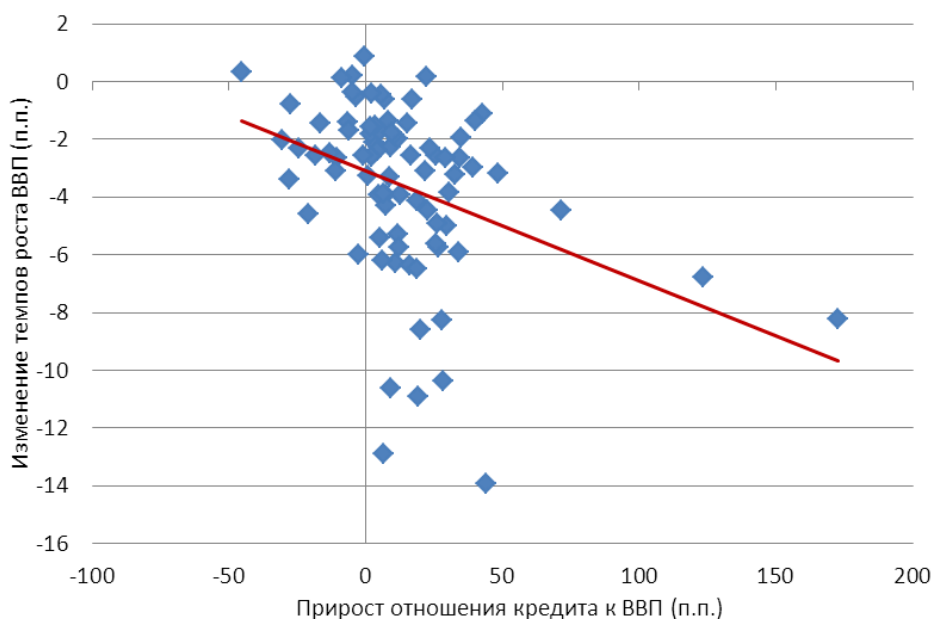


Говоря о наиболее значимых рисках с точки зрения дальнейшего развития инвестиционной активности, следует прежде всего отметить, что потенциальный рост инвестиций в России на данный момент ограничивают различные структурные факторы. Например, излишняя регуляторная нагрузка и риски ее неожиданного изменения в ту или иную сторону снижают привлекательность многих инвестиционных проектов из-за требующейся повышенной отдачи, которая компенсирует принятие этих рисков. Относительно низкий уровень вовлеченности российской экономики в глобальные производственные цепочки также может являться сдерживающим фактором, поскольку решение этого вопроса требует не просто привлечения инвестиций, но и изменения подходов в области таможенных процедур, налогового законодательства и так далее.

Современные демографические тенденции в России указывают на значимые структурные ограничения для дальнейшего роста предложения на рынке труда, наглядно свидетельствуя о том, что российская экономика не может рассчитывать на экстенсивную модель роста посредством активного привлечения новых трудовых ресурсов. Безотносительно к вышесказанному, классическая теория экономического роста (в частности, общеизвестная *модель Солоу*) постулирует о снижении отдачи от инвестирования и совокупной факторной производительности как о главных отрицательных последствиях переинвестирования в экономике, которое обусловлено опережающим накоплением одних факторов производства по сравнению с другими. Как следствие, принятие специальных мер по повышению доли инвестиций в ВВП, например через усиленную кредитную экспансию, нецелесообразно, поскольку данная стратегия не будет иметь устойчивого положительного влияния на рост в долгосрочном периоде. Применительно к российской экономике гораздо более важной представляется задача по повышению качественных инвестиций в человеческий капитал (обучение персонала, образование), которые могли бы привести к росту производительности труда. Такие инвестиции вряд ли будут затратны с точки зрения объемов финансирования, но потребуют достаточно много времени для получения максимальной отдачи.

В целом в ситуации снижения совокупного спроса, связанного не с ужесточением монетарных условий в экономике, а с другими фундаментальными факторами, попытки стимулировать кредитную активность монетарными методами могут привести к возникновению дисбалансов на финансовых рынках (в виде ценовых пузырей или избыточного давления на обменный курс). Необходимо принимать во внимание то обстоятельство, что меры денежно-кредитного регулирования не могут эффективно использоваться для стимулирования реального сектора в долгосрочном периоде. Ускоренный кредитный рост нельзя рассматривать как фактор, обеспечивающий устойчивые темпы экономического роста. Скорее кредитная активность является фактором, усиливающим циклические колебания (то есть стимулирующим рост в фазе подъема и углубляющим рецессию в фазе спада). Так, быстрый кредитный рост в предкризисный период может рассматриваться как один из основных факторов, определяющих глубину экономического спада во время и после кризиса (Рисунок 81).

**Рисунок 81. Прирост отношения кредитов к ВВП за 2004–2007 годы и изменение среднегодовых темпов роста ВВП в 2008–2011 годах по сравнению с 2004–2007 годами в 83 развитых странах и странах с формирующимися рынками**



Источник: Всемирный банк

Обозначенная выше проблема имеет важное значение и с точки зрения отраслевых дисбалансов в экономике. Финансовые бумы, вызванные чрезмерным стимулированием инвестиционной активности, связаны с направлением средств в секторы экономики, которые характеризуются прежде всего не более высокой производительностью труда, а скорее более высокими ценами и заработными платами за счет кредитной поддержки. Как результат, возникающая вследствие неэффективного распределения ресурсов закрепитость менее производительных отраслей повышает уязвимость экономики перед внешними шоками. Высокие относительно потенциала темпы роста в краткосрочном периоде, таким образом, в долгосрочной перспективе обернутся глубоким и продолжительным спадом в сочетании с устойчивым повышением инфляции и инфляционных ожиданий.

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Сергей Власов

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева