



Банк России

№ 5 (33)



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ** **Макроэкономика и рынки**

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ИЮЛЬ 2019

# СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. ИТОГИ	4
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1.1. Усиление влияния временных дезинфляционных факторов в июне	4
1.1.2. Инфляционное давление остается на уровне, близком к 4%	10
1.1.3. Рост цен производителей замедлился вслед за нефтяными ценами	12
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>13</b>
1.2.1. Частное потребление обеспечило рост ВВП в I квартале	13
1.2.2. Динамика базовых отраслей указывает на ускорение годового роста ВВП в II квартале	17
1.2.3. Рост промышленности ускорился за счет отдельных отраслей обработки	19
1.2.4. Индексы PMI в июне указали на ухудшение рыночной конъюнктуры	25
1.2.5. Рост потребления немного ускорился в II квартале	28
1.2.6. Спрос на автомобили постепенно восстанавливается после снижения	31
1.2.7. Рынок труда остается источником среднесрочных рисков для роста и инфляции	33
1.2.8. Платежный баланс за II квартал: слабые данные внешней торговли	37
1.2.9. Годовые темпы роста корпоративной задолженности достигли максимума	41
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>46</b>
1.3.1. Вероятность смягчения монетарной политики в США и еврозоне растет	46
1.3.2. Финансовые рынки позитивно восприняли смягчение риторики центральных банков	51
1.3.3. Перспективы балансировки рынка нефти ухудшились	55
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ	59
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>59</b>
2.1.1. Обрабатывающая промышленность в США на грани рецессии	59
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>60</b>
2.2.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики во II квартале остался ниже потенциала	60
2.2.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: переход к нейтральной ДКП ожидается в начале 2020 года	61

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 30.07.2019.

Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России. Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу [dip\\_bulletin@mail.cbr.ru](mailto:dip_bulletin@mail.cbr.ru)

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

### 1. Итоги

- В июне годовая инфляция замедлилась преимущественно из-за действия временных дезинфляционных факторов. При этом инфляционное давление, определяемое как месячный рост цен наиболее устойчивых компонентов потребительской корзины, сохраняется вблизи целевого уровня. Это определяет траекторию дальнейшего постепенного снижения инфляции к 4% в начале 2020 г. и ее закрепления вблизи этого уровня. Инфляционные ожидания стабилизировались, оставаясь повышенными и незакоренными, указывая на сохранение связанных с этим среднесрочных проинфляционных рисков. Экономическая активность в мае – июне в целом была пониженной. Тем не менее во втором полугодии ожидается ускорение темпов роста экономики. Этому способствует ожидаемое сокращение отставания бюджетных расходов от плановых, смягчение денежно-кредитных условий и благоприятная ситуация на финансовых рынках.
  - Динамика потребительских цен и текущий уровень инфляционного давления в экономике указывают на замедление инфляции до 4% в I квартале 2020 г. в базовом сценарии. При этом краткосрочные дезинфляционные риски стали преобладать благодаря действию ряда временных факторов, среди которых укрепление рубля, стабилизация цен на моторное топливо, ранний урожай и т.д. Вместе с тем риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают на среднесрочном горизонте.
  - Судя по показателям экономической активности рост российской экономики в II квартале несколько ускорился в годовом сопоставлении. Вместе с тем темпы роста остаются пониженными из-за уменьшения экспорта и слабости внутреннего спроса в условиях торможения мировой экономики, уменьшения численности рабочей силы и других структурных и институциональных проблем в российской экономике. Бюджетные расходы и смягчение денежно-кредитных условий будут способствовать общему росту спроса в экономике во втором полугодии в то время как замедление инфляции поддержит потребительский спрос.
  - Готовность ФРС и ЕЦБ смягчать монетарную политику на фоне роста рисков для мировой экономики поддержали аппетит к риску на глобальных финансовых рынках, включая российские.

### 2. Взгляд в будущее

- Согласно индексной оценке ВВП, рост российской экономики во втором полугодии ускорится до темпов, соответствующих потенциалу.
- Ситуация на глобальных финансовых рынках во многом будет определяться способностью центральных банков и правительств крупнейших экономик предотвратить дальнейшее торможение экономического роста, а также исходом торговых переговоров между США и Китаем и других торговых споров.

## 1. ИТОГИ

### 1.1. Инфляция

Годовая инфляция закрепилась на нисходящем тренде, который, вероятно, продолжится до II квартала 2020 года. В результате годовой рост потребительских цен замедлится до 4% в I квартале 2020 года. При этом в краткосрочной перспективе из-за действия ряда временных факторов дезинфляционные риски стали преобладать.

Темпы роста наиболее устойчивых компонентов индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов, сохраняются на уровне, соответствующем 4%-ной инфляции. Это создает все предпосылки для устойчивого замедления годовой инфляции до целевого уровня при одновременном переходе Банка России к нейтральной денежно-кредитной политике. При этом повышенные инфляционные ожидания, с одной стороны, и замедление экономического роста, с другой, оказывают разнонаправленное влияние на инфляцию. На краткосрочном горизонте влияние дезинфляционных факторов усилилось. Однако динамика инфляционных ожиданий свидетельствует о том, что краткосрочная нейтральная процентная ставка в настоящее время может превышать долгосрочную. Такая неопределенность в условиях приближения к нейтральной денежно-кредитной политике требует от центрального банка осторожных действий при тщательном контроле за возможными изменениями в балансе рисков, связанных с ценовой динамикой.

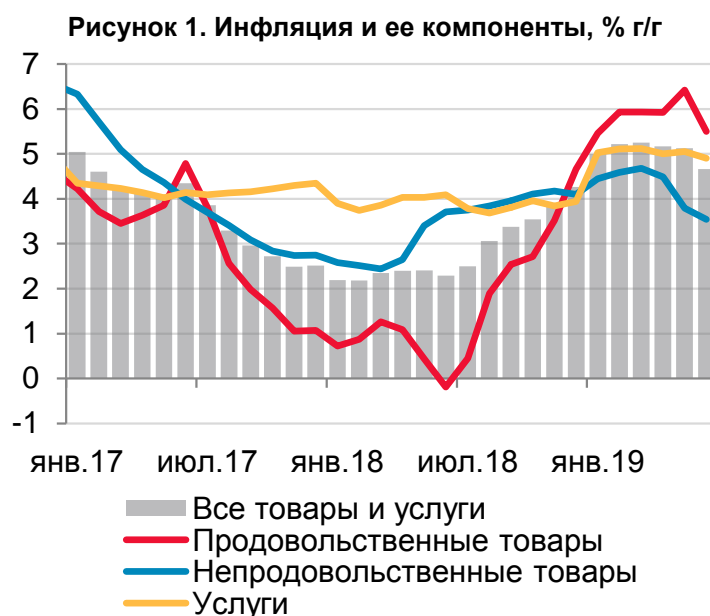
На среднесрочном горизонте проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Так, несмотря на снижение, трендовая инфляция превышает 4% как на пятилетнем, так и на трехлетнем окне наблюдений. Среди основных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, неопределенность бюджетной политики, вторичные эффекты, связанные с повышенными и незаякоренными инфляционными ожиданиями бизнеса и населения, рост дефицита кадров на рынке труда.

#### 1.1.1. Усиление влияния временных дезинфляционных факторов в июне

- В июне инфляция понизилась до 4,66% после 5,13% в мае. Ежемесячный темп роста потребительских цен замедлился, оказавшись значительно ниже траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год.
- Баланс временных факторов сместился в сторону сдерживающих рост цен. При этом существенное влияние оказало снижение цен на плодоовощную продукцию.
- Оценки модифицированных показателей базовой инфляции незначительно понизились, при этом оставаясь достаточно близко к уровню 4% в пересчете на год.

- За период с 1 по 29 июля прирост потребительских цен составил 0,23%. Предварительная оценка роста цен в целом за июль составляет 0,2–0,3% м/м (4,6–4,7% г/г), что соответствует примерно такому же сезонно сглаженному темпу прироста.
- В июле оценки ожидаемой населением инфляции не изменились при снижении наблюдаемой инфляции. Соотношение показателей говорит о том, что население ожидает замедления инфляции в будущем по сравнению с ее текущим уровнем.

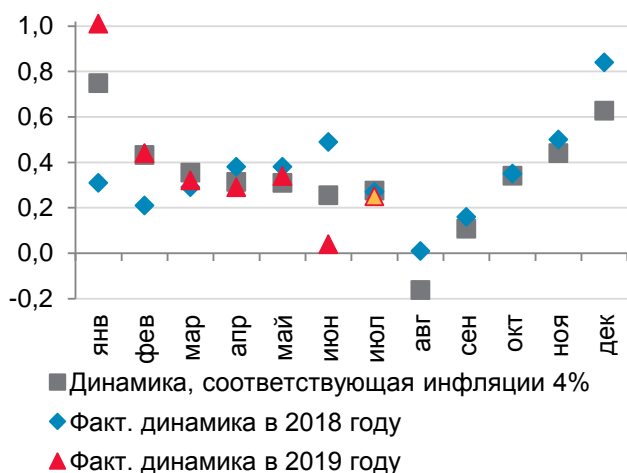
По данным Росстата, годовая инфляция составила 4,66% в июне после 5,13% в мае (Рисунок 1). Снижение инфляции продолжилось третий месяц подряд. В июне основное сдерживающее влияние оказала динамика цен на продовольственные товары. Темпы роста цен на непродовольственные товары и услуги также замедлились.



Источник: Росстат.

За месяц потребительские цены выросли на 0,04% м/м, что гораздо ниже траектории, выводящей на 4%-ную инфляцию (Рисунок 2). По нашей оценке, темп роста потребительских цен с учетом влияния сезонного фактора замедлился практически до уровня февраля 2018 г., составив 0,12% м/м (Рисунок 3). Основное сдерживающее влияние оказало удешевление плодоовощной продукции (на 3,7% м/м с учетом сезонности), которое связано с поступлением на рынок раннего урожая вследствие благоприятных погодных условий в этом году.

**Рисунок 2. Рост цен, соответствующий инфляции 4%\*, %/м/м**

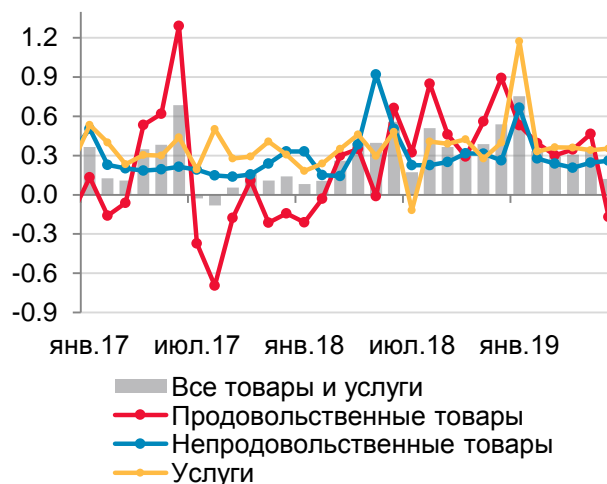


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Значение за июль является предварительной оценкой.

Расчет сделан с учетом разделения индексации тарифов на коммунальные услуги в 2019 году на два периода – январь и июль.

**Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м**



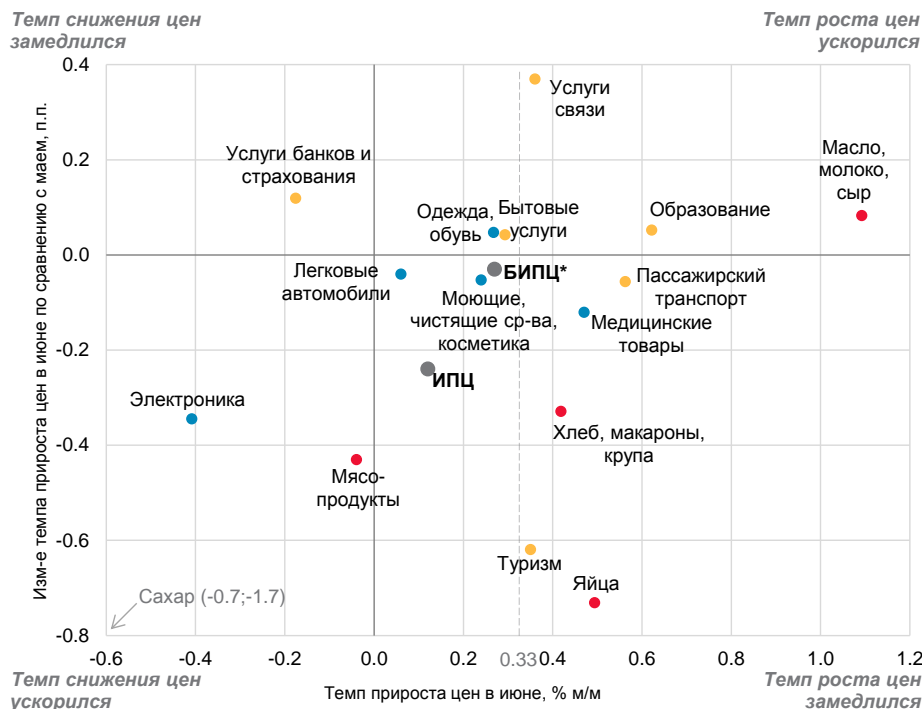
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рост цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции составил 0,33% в июне после 0,50% м/м в мае. Замедление роста (или ускорение снижения) наблюдалось в динамике цен на мясопродукты, яйца, сахар, а также продукты переработки зерновых (Рисунок 4). В первую очередь это связано с прекращением действия краткосрочных проинфляционных факторов, которые в течение длительного периода тянули цены на перечисленные продукты питания вверх.

Рост цен на непродовольственные товары составил 0,26% м/м в июне после 0,25% м/м в мае. Несмотря на незначительное изменение общего темпа роста цен на непродовольственные товары, динамика отдельных категорий, входящих в расчет показателя, была разнонаправленной. Темпы роста цен на моторное топливо ускорились. Одновременно замедление роста отмечается в динамике цен на электротовары, теле-радиотовары, персональные компьютеры и средства связи, что в значительной мере является следствием укрепления рубля, наблюдаемого в последние несколько месяцев.

Сезонно сглаженный темп роста цен на услуги продолжил оставаться в диапазоне 0,3–0,4% м/м.

**Рисунок 4. Сезонно сглаженные темпы роста цен в июне и их изменение относительно мая, % м/м**

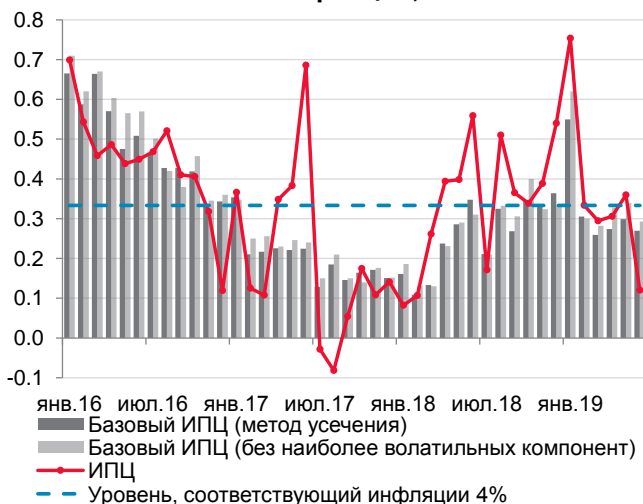


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Модифицированный показатель базовой инфляции, рассчитанный методом усечения.

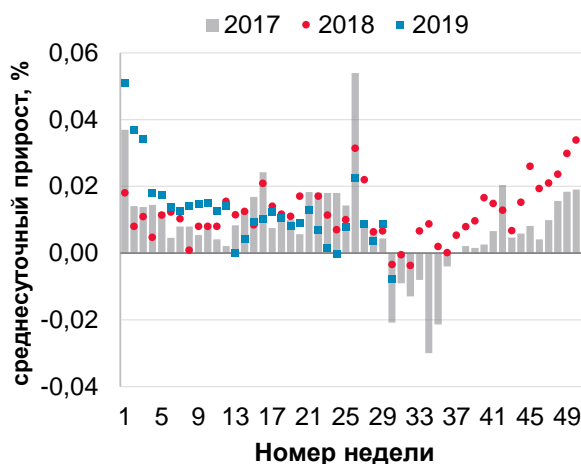
Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции составило 0,28% м/м в июне после 0,32% м/м в мае. Очень небольшое снижение оценок модифицированных показателей базовой инфляции по сравнению с гораздо более заметным снижением общего темпа роста потребительских цен указывает на смещение баланса проинфляционных и дезинфляционных временных факторов в сторону последних (Рисунок 5).

**Рисунок 5. Модифицированные показатели базовой инфляции, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 6. Среднесуточный рост цен, %**



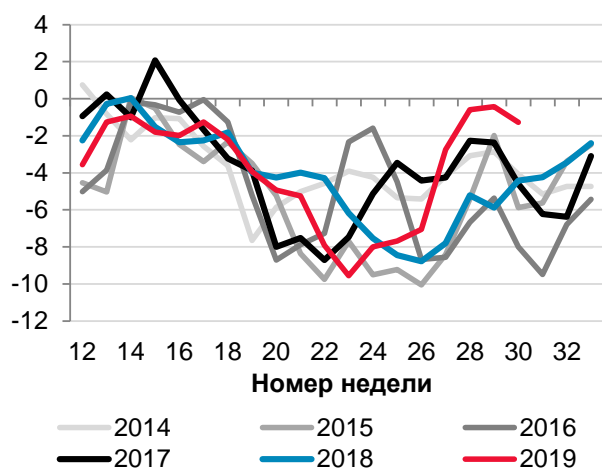
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В июле темпы роста потребительских цен остаются сдержанными, на что указывают оперативные оценки Росстата. За период с 1 по 29 июля рост потребительских цен составил 0,23%. Это ниже уровня сопоставимого периода прошлого года, что обеспечено динамикой цен в первые недели месяца (Рисунок 6). В основном это связано с особенностями индексации тарифов на коммунальные услуги в 2019 году: размер индексации, запланированной на июль текущего года, меньше, чем в июле 2018 года (2,4%<sup>1</sup> против 4,0%). Меньший по сравнению с прошлогодним размер индексации тарифов отнимет от июльского месячного прироста цен 0,1 процентного пункта.

Июльские темпы снижения цен на плодоовощную продукцию остаются крайне низкими, что нетипично для данного времени года. Замедление темпов снижения цен на плодоовощную продукцию связано с ценовой динамикой огурцов и помидоров. Текущие низкие темпы снижения цен компенсируют повышенные темпы, наблюдавшиеся в апреле–июне (Рисунок 7)<sup>2</sup>. Темпы снижения стоимости «борщевого набора» остаются высокими (Рисунок 8).

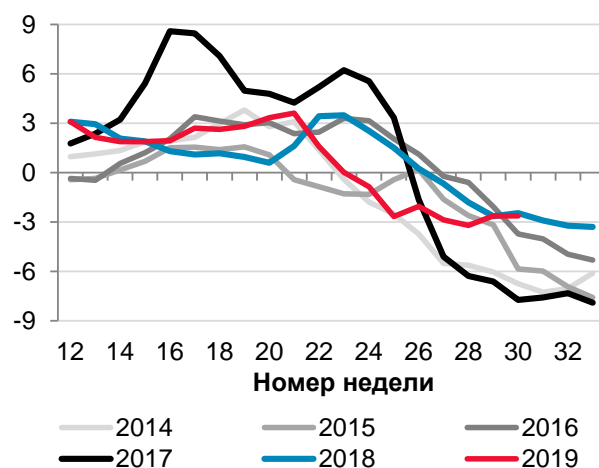
Период действия соглашения между Правительством Российской Федерации и крупнейшими нефтяными компаниями, направленного на стабилизацию внутренних цен на моторное топливо, завершился 1 июля. При этом цены на нефтепродукты за 1–29 июля изменились незначительно (бензин и дизельное топливо подорожали на 0,2%). Главными факторами служат стабилизация оптовых цен, которая последовала за снижением экспортного паритета в конце мая – начале июня, и действие механизма обратного акциза (Рисунок 9).

**Рисунок 7. Недельные темпы роста цен на огурцы и помидоры, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 8. Недельные темпы роста стоимости «борщевого набора»\*, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

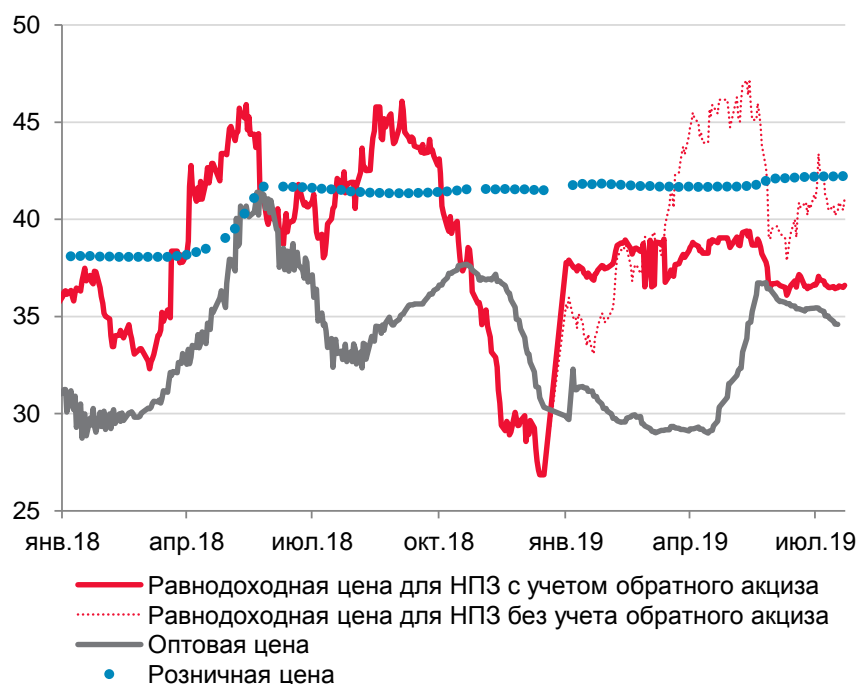
\* В недельные наблюдения входят картофель, капуста, лук, морковь.

<sup>1</sup> Индексация тарифов в 2019 году проходит в два этапа: с 1 января – на уровне 1,7%, а с 1 июля – еще на 2,4%.

<sup>2</sup> По нашим оценкам, в апреле-июне цены на огурцы и помидоры снизились на 8,4% (после очистки от сезонности). В июле это снижение будет компенсировано.



Рисунок 9. Динамика цен на бензин марки АИ-92, руб./л



Источники: СПБМТСБ, SEIC, расчеты ДИП.

Учитывая недельные данные, предварительная оценка роста цен в целом за июль составляет 0,2–0,3% м/м (Рисунок 2), что соответствует сезонно сглаженному темпу роста примерно на таком же уровне. Годовая инфляция при этом составит 4,6–4,7% г/г.

Согласно результатам опроса ООО «инФОМ», проходившего с 1 по 11 июля, оценка ожидаемой через 12 месяцев инфляции в июле не изменилась по сравнению с июнем, составив 9,4%. Оценка наблюдаемой инфляции понизилась до 9,9% после 10,2% в июне. Оценки наблюдаемой инфляции остаются выше оценок ожидаемой инфляции, что говорит об уверенности населения в замедлении инфляции в будущем по сравнению с ее текущим уровнем.

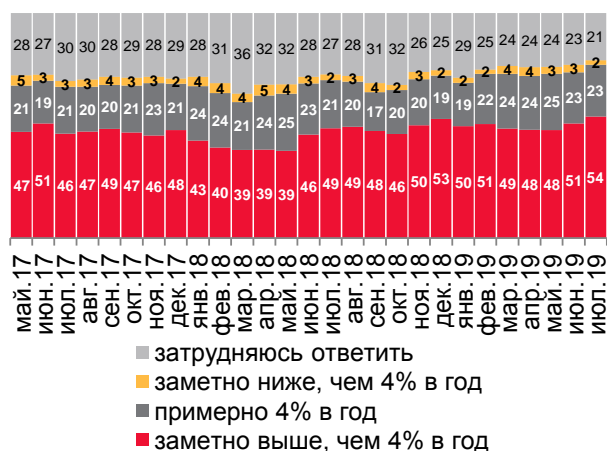
Доля респондентов, ожидающих инфляцию через три года заметно выше 4%, выросла и составила 54% (Рисунок 11). Доля тех, кто считает, что через три года рост цен будет составлять примерно 4% в год или ниже, не изменилась, оставаясь на уровне 23%. В целом результаты опроса свидетельствуют о незаякоренности инфляционных ожиданий населения и их высокой зависимости от временных факторов.

**Рисунок 10. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции % г/г**



Источник: ООО «инФОМ».

**Рисунок 11. Ожидания относительно уровня инфляции через три года<sup>3</sup>**



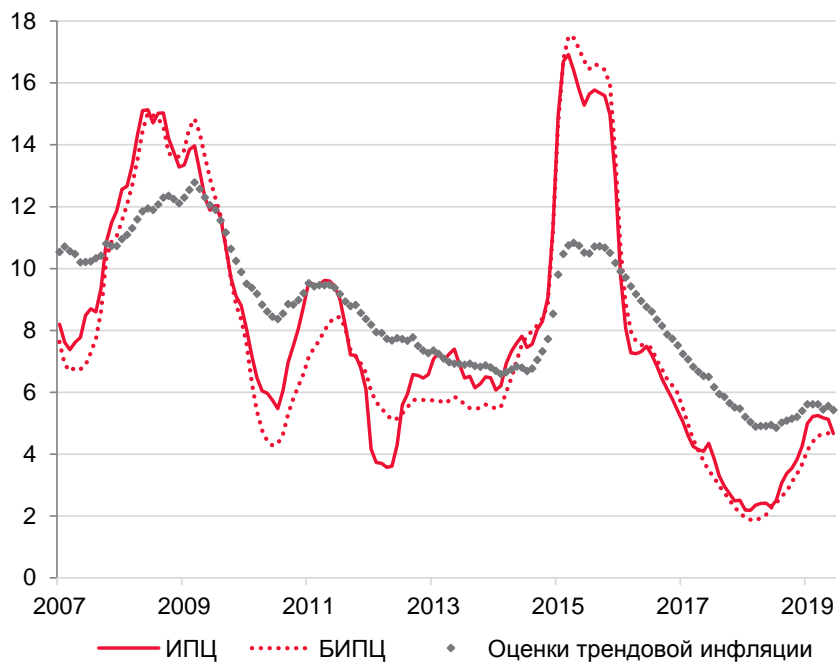
Источник: ООО «инФОМ».

### 1.1.2. Инфляционное давление остается на уровне, близком к 4%

- Оценка трендовой инфляции в июне 2019 г. понизилась до 5,42% – с 5,55% в мае (Рисунок 12). Оценка трендовой инфляции, рассчитанная на более коротком трех-летнем временном интервале, понизилась до 4,08% в июне – с 4,23% в мае (Рисунок 13).
- Методология расчета трендовой инфляции допускает периодическую реакцию оценки на краткосрочные факторы динамики цен. По нашим оценкам, наблюдаемое в июне снижение оценок трендовой инфляции в значительной степени связано со смещением баланса проинфляционных и дезинфляционных временных факторов в сторону последних.
- В целом динамика оценок трендовой инфляции указывает на то, что инфляционное давление на потребительском рынке находится на уровне, близком к цели по инфляции.

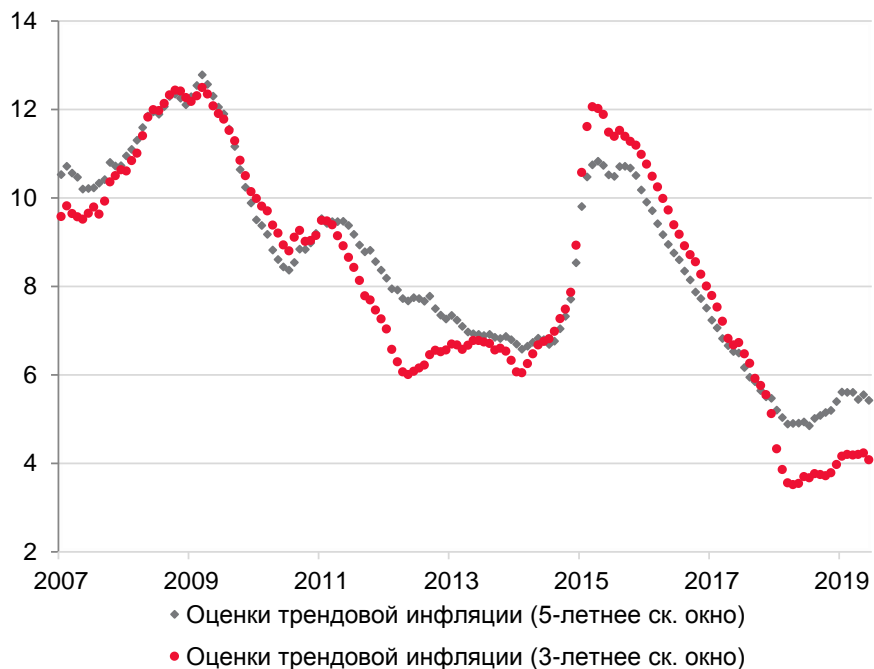
<sup>3</sup> Распределение ответов на вопрос «Как вы считаете, а через три года рост цен будет выше или ниже, чем 4% в год? Или он будет составлять примерно 4% в год?».

Рисунок 12. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России<sup>4</sup>, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Оценки трендовой инфляции, рассчитанные на трех- и пятилетнем скользящем периоде, % г/г



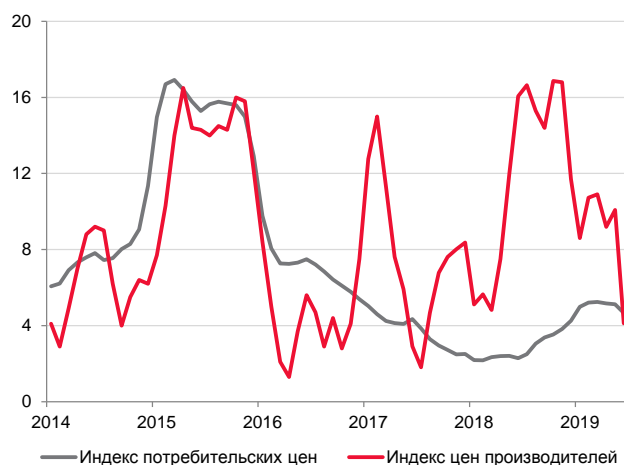
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>4</sup> Данный показатель трендовой инфляции рассчитывается на скользящем 5-летнем периоде.

### 1.1.3. Рост цен производителей замедлился вслед за нефтяными ценами

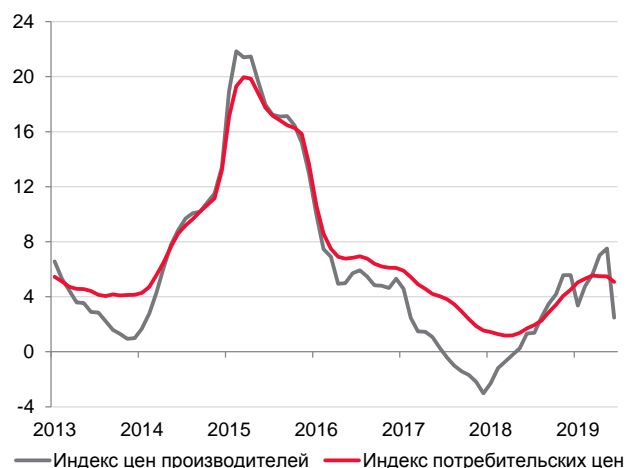
- В июне годовые темпы роста цен производителей резко замедлились до 4,1% – с 10,1%<sup>5</sup> в мае (Рисунок 14). Снижение темпов роста отмечается в динамике цен производителей как добывающих, так и обрабатывающих отраслей (соответственно 5,7% в июне после 15,7% в мае; 3,2% в июне после 9,4% в апреле).
- Значительный вклад в замедление роста цен производителей внесла внешняя конъюнктура в виде снижения цен на нефть. Соответственно, годовые темпы роста цен в добыче нефти и газа и производстве нефтепродуктов снизились на 14 и 16 п.п., в том числе из-за ухода эффекта высокой базы, – в прошлом году большая часть роста цен на нефть и нефтепродукты пришлась на май–июнь.
- Темпы роста цен производителей товаров, предназначенных для потребительского рынка замедлились до 2,5% – с 7,5% в мае (Рисунок 15). Замедление роста (или ускорение снижения) отмечается в динамике цен производителей большинства входящих в расчет отраслей, в том числе производства пищевых продуктов, одежды, электроники, парфюмерно-косметических товаров. Это указывает на постепенное снижение давления со стороны цен производителей на потребительский рынок.

**Рисунок 14. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 15. Изменение цен на некоторые товары<sup>6</sup>, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>5</sup> Данные с начала 2019 года пересмотрены. Предыдущая оценка роста за май – 8,6% г/г.

<sup>6</sup> В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют более 30% от потребительской корзины.

## 1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики, по оценкам, несколько ускорился в II квартале, оставаясь пониженным. Краткосрочные негативные факторы, среди которых – потеря динамизма в росте мировой экономики, повышение НДС, временное уменьшение бюджетных расходов в реальном выражении и ускорение инфляции, удержали рост ниже потенциала в первой половине 2019 года. При этом корпоративное и розничное кредитование поддерживали спрос в экономике. Во втором полугодии прекращение действия ряда негативных факторов и оживление бюджетных расходов ускорят рост российской экономики при отсутствии значимых внешнеэкономических шоков, среди которых – дальнейшее торможение мировой экономики.

### 1.2.1. Частное потребление обеспечило рост ВВП в I квартале

- В I квартале основной положительный вклад в рост ВВП внесло увеличение потребления (на 1,6% г/г).
- Формально положительный вклад чистого экспорта, в свою очередь, обеспечен прежде всего более быстрым сокращением импорта по сравнению с экспортом. На этом фоне риски для российского экспорта со стороны замедления темпов роста мировой экономики и, соответственно, внешнего спроса сохраняются.
- Основным фактором, сдерживающим рост ВВП в I квартале, стало снижение валового накопления основного капитала (на 2,6% г/г).
- При этом хотя динамика инвестиций в основной капитал в I квартале оставалась в положительной зоне, темпы роста инвестиций оказались значительно ниже, чем в прошлом году.
- В целом данные Росстата по использованию ВВП в сочетании с динамикой краткосрочных опережающих индикаторов говорят о замедлении темпов роста экономики в первом полугодии 2019 года.
- Однако это замедление, скорее всего, носит гораздо более плавный характер по сравнению с тем, что в настоящий момент показывают предварительные оценки Росстата. В частности, необходимо учитывать, что при формировании оценки за I квартал пересмотр динамики ВВП на ретроспективе не производился, поэтому наблюдаемое существенное замедление темпов роста ВВП в годовом выражении отчасти может быть следствием высокой статистической базы начала прошлого года.

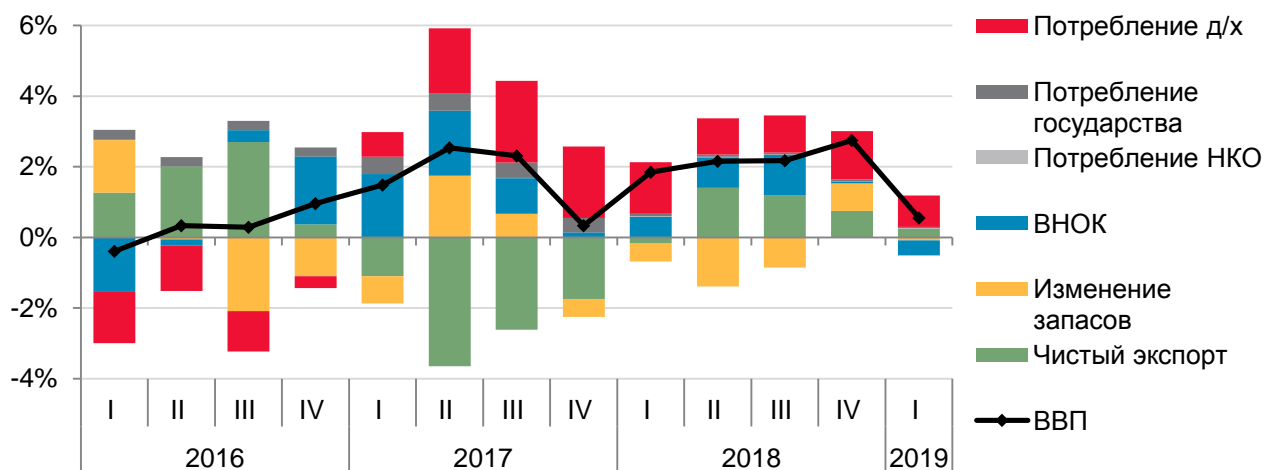
Росстат опубликовал первую оценку динамики ВВП в I квартале 2019 г. по компонентам использования. Оценка роста ВВП не изменилась, составив 0,5% г/г после 2,7% г/г в IV квартале 2018 года. Необходимо учитывать, что при формировании оценки за I квартал пересмотр динамики ВВП на ретроспективе не производился. Поэтому наблюдаемое существенное замедление темпов роста ВВП в годовом выражении отчасти

может быть следствием высокой статистической базы начала прошлого года (в частности, за счет особенностей учета строительства)<sup>7</sup>.

По нашим предварительным оценкам<sup>8</sup>, с учетом сезонного и календарного факторов ВВП снизился в I квартале 2019 г. по сравнению с IV кварталом 2018 г. на 0,3% к/к. Сезонно сглаженный рост расходов домашних хозяйств на конечное потребление замедлился до 0,1% к/к – с 0,4–0,6% к/к, на уровне которых он оставался в течение 2018 года. Снижение валового накопления основного капитала составило 0,6% к/к, экспорт сократился на 1,2% к/к, импорт – на 0,7% к/к.

Основной положительный вклад в годовой рост ВВП внесло потребление домашних хозяйств (Рисунок 16). Рост расходов домашних хозяйств на конечное потребление составил 1,6% г/г, что обеспечило положительный вклад на уровне 0,89 п.п. в изменение ВВП.

Рисунок 16. Декомпозиция ВВП, вклад в годовые темпы роста, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

По сравнению с IV кварталом 2018 г. темп роста расходов домашних хозяйств на конечное потребление замедлился<sup>9</sup>. Замедление роста внутреннего спроса произошло вслед за замедлением роста реальной заработной платы (1,3% г/г в I квартале 2019 г. после 4,1% г/г в IV квартале 2018 г.). При этом основным фактором, поддерживающим внутренний спрос, продолжило оставаться расширение потребительского кредитования. Снижение темпов роста расходов домашних хозяйств на конечное потребление в целом согласуется с динамикой оборота розничной торговли (1,9% г/г в I квартале 2019 г. после 2,8% г/г в IV квартале 2018 г. – Рисунок 17) и объемом платных услуг населению (1,5% г/г в I квартале 2019 г. после 1,9% г/г в IV квартале 2018 г.). Согласно данным Росстата, в апреле–мае потребительский спрос продолжил ослабевать (рост оборота розничной торговли составил 1,4% г/г в мае после 1,6% г/г в апреле, объем платных услуг населению снизился на 0,3% г/г в мае после роста на 1,5% г/г в апреле). Это

<sup>7</sup> Бюллетень «О чем говорят тренды». №4 (32). Май 2019, подраздел 1.2.1 «Временное замедление роста ВВП в I квартале»

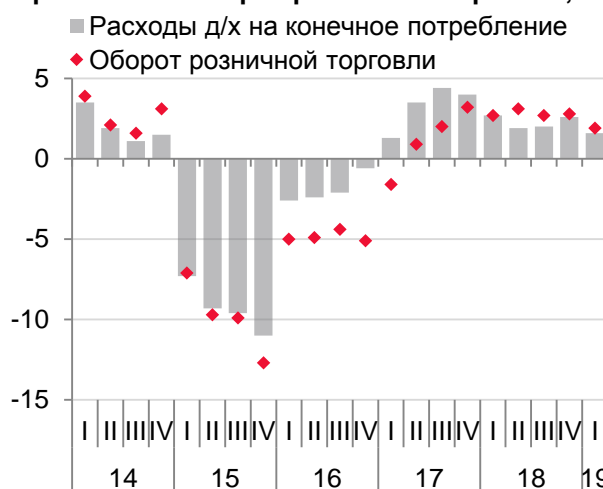
<sup>8</sup> В частности, оценка исходит из того, что Росстатом не производился пересмотр динамики ВВП на ретроспективе при формировании оценки за I квартал.

<sup>9</sup> В IV квартале 2018 г. рост расходов домашних хозяйств на конечное потребление составил 2,6% г/г.

может означать, что в II квартале вклад расходов домашних хозяйств на конечное потребление в рост ВВП несколько уменьшится по сравнению с I кварталом.

Основным фактором, сдерживающим рост ВВП в I квартале, послужило снижение валового накопления основного капитала на 2,6% г/г (-0,43 п.п.), которое было зафиксировано впервые с 2016 года. Первым фактором послужило замедление инвестиционной активности: темп роста инвестиций в основной капитал, по данным Росстата, в I квартале 2019 г. замедлился до 0,5% г/г – с 2,9% г/г в IV квартале 2018 года.

**Рисунок 17. Расходы д/х на конечное потребление и оборот розничной торговли, % г/г**



Источник: Росстат.

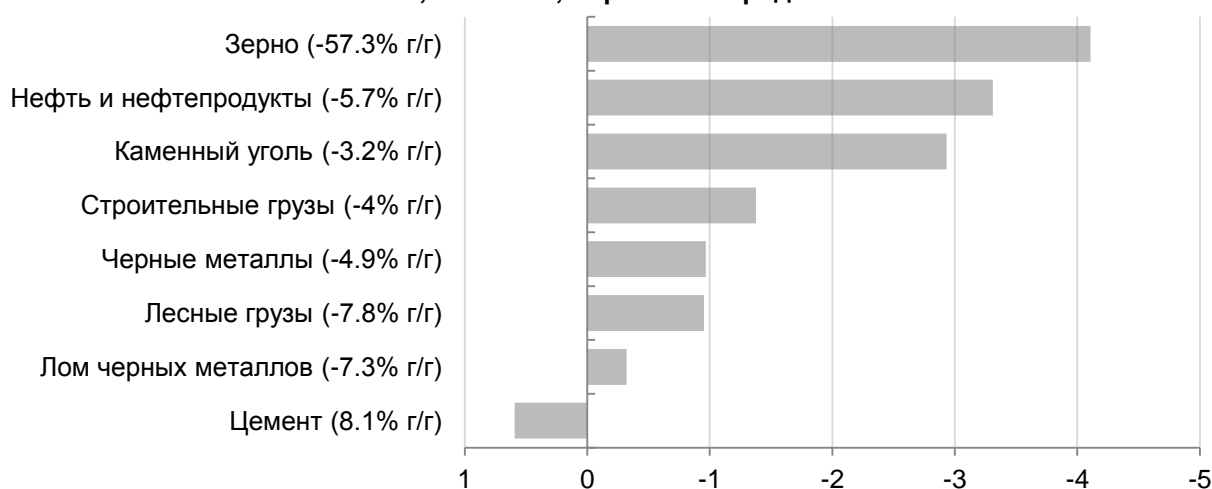
Положительный вклад в рост ВВП, помимо увеличения расходов домашних хозяйств на конечное потребление, оказал рост чистого экспорта (+0,24 п.п.). Однако это было обеспечено снижением импорта, которое происходило быстрее сокращения экспорта. Динамика импорта остается отрицательной в течение двух кварталов подряд (-1,6% г/г в I квартале 2019 г. после -0,3% г/г в IV квартале 2018 г.), что связано главным образом с ослаблением инвестиционного спроса и в меньшей степени – со снижением потребительской активности.

Снижение экспорта произошло впервые с I квартала 2016 г. и составило 0,4% г/г (после роста на 2,6% г/г в IV квартале 2018 г.). Оперативные данные ОАО «РЖД» указывают на сокращение погрузки на железных дорогах в апреле–июне на 3,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (в июне снижение составило 5,4% г/г, в мае – 3,8% г/г, в апреле – 1,9% г/г). По сравнению с II кварталом 2018 г. значительное снижение отмечается в погрузке зерна, нефти и нефтепродуктов, угля, продукции черной металлургии (Рисунок 18). Дополнительными сдерживающими факторами служат ограничение добычи нефти в рамках действия соглашения ОПЕК+, уменьшение объемов экспорта газа и временный простой трубопровода «Дружба». Все это дает основания полагать, что в II квартале 2019 г. динамика физических объемов экспорта осталась слабой.

Стоит отдельно отметить ситуацию с загрязнением трубопровода «Дружба». Риски того, что простой «Дружбы» повлияет на динамику экспорта в II квартале, сохраня-

ются, однако этот фактор носит временный характер, и в течение следующих одного-двух кварталов снижение будет компенсировано. Таким образом, в целом за год этот фактор не окажет влияния на экспорт и рост ВВП.

**Рисунок 18. Изменение погрузки в апреле–июне 2019 г. по сравнению с аналогичным периодом 2018 г., млн тонн, обратный порядок значений**



Источники: ОАО «РЖД», расчеты ДИП.

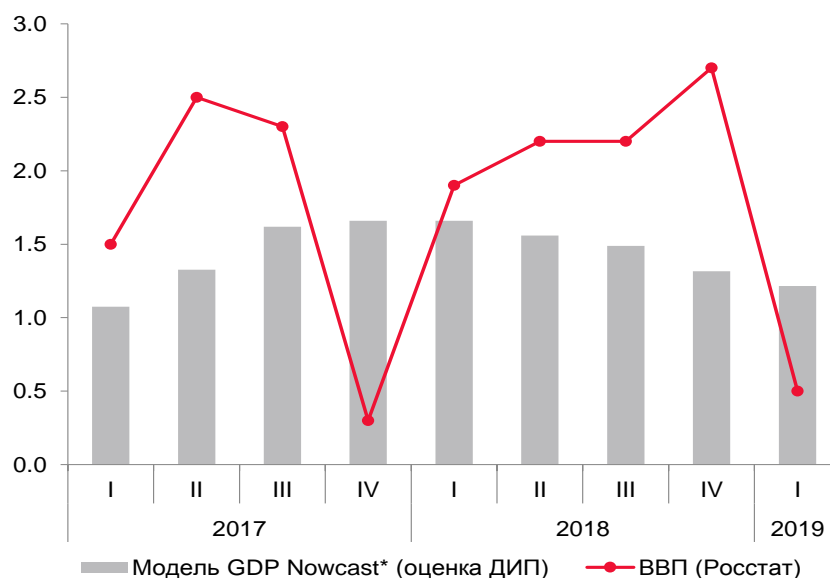
Наконец, тот факт, что сокращение импорта в Россию в большей степени определяется курсовой составляющей, чем динамика российского экспорта, значительное влияние на который оказывают конъюнктура рынка энергоносителей и замедление внешнего спроса, также говорит о существенных рисках снижения позитивного вклада чистого экспорта в ВВП в ближайшие кварталы.

Таким образом, динамика компонентов использования ВВП указывает на некоторое ухудшение экономической ситуации в I квартале, а опережающие индикаторы (в частности, оборот розничной торговли, погрузка грузов на сетях РЖД) говорят о сохранении годового темпа роста ВВП на пониженном относительно потенциала уровне. Вместе с тем необходимо учитывать эффект высокой базы начала 2018 г., который связан с методологическими особенностями статистического учета и может быть скорректирован при пересмотре Росстатом данных по динамике ВВП в ретроспективе. Динамика ВВП, оцениваемая ДИП по модели на базе широкого перечня показателей краткосрочной статистики<sup>10</sup>, характеризуется умеренной волатильностью, отражая плавный характер динамики роста в последние два года и, в частности, более плавное по сравнению с текущей оценкой Росстата замедление темпов роста экономики ниже потенциала в начале 2019 г. (Рисунок 19).

<sup>10</sup> См.: Краткосрочное оценивание и прогнозирование ВВП России с помощью динамической факторной модели / А. Поршаков, Е. Дерюгина, А. Пономаренко, А. Синяков // Банк России: Серия докладов об экономических исследованиях. 2015. № 2.



Рисунок 19. Динамика ВВП, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Значения приведены на основе оценок сезонно сглаженного прироста ВВП в терминах «квартал к кварталу» из ДФМ-модели, полученных в конце месяца, следующего за заключительным месяцем отчетного квартала.

### 1.2.2. Динамика базовых отраслей указывает на ускорение годового роста ВВП в II квартале

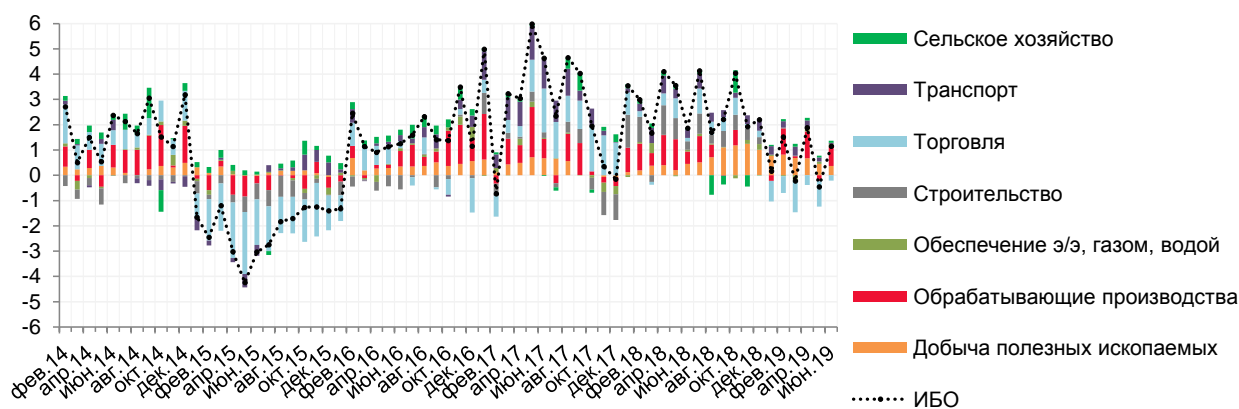
- В июне выпуск продукции базовых отраслей вернулся к росту в годовом выражении после снижения в мае.
- Улучшение динамики базовых отраслей произошло за счет обрабатывающей промышленности и оптовой торговли.
- В целом за II квартал рост базовых отраслей ускорился по сравнению с I кварталом, что дает основание ожидать и ускорения роста ВВП.

В июне Индекс базовых отраслей<sup>11</sup> (ИБО) вырос на 1,2% г/г после снижения на 0,5% г/г в мае (Рисунок 20). В целом в II квартале рост базовых отраслей ускорился до 0,9% – с 0,5% в I квартале, что дает основание ожидать небольшого ускорения роста ВВП за II квартал (Рисунок 21). Улучшение динамики ИБО в июне главным образом связано с переходом обрабатывающей промышленности к росту и улучшением динамики оптовой торговли (хотя она по-прежнему сокращается в годовом выражении). В

<sup>11</sup> Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования 7 отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, выпуска продукции обрабатывающей промышленности, грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли, по видам деятельности «Водоснабжение; водоотведение...», «Обеспечение электроэнергией, газом и паром...», «Строительство», с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС России в 2016 г.

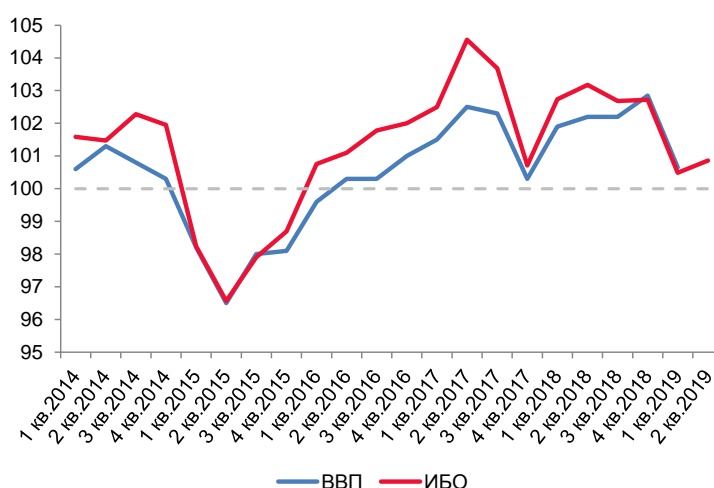
остальных базовых отраслях годовые темпы роста выпуска не превысили майский уровень.

Рисунок 20. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2014–2019 гг., % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Наибольший положительный вклад в динамику ИБО в июне внесла *обрабатывающая промышленность* (+3,4% г/г после -1,0% г/г в мае) во многом благодаря улучшению динамики в отдельных отраслях<sup>12</sup>.

Отрицательный вклад в динамику ИБО с начала года продолжает вносить *торговая деятельность*, что обусловлено сокращением оптового товарооборота. Впрочем, в июне темпы снижения резко замедлились до -2,1% г/г – с -7,1% г/г в мае. В *розничном звене* темпы роста по сравнению с маем не изменились (+1,4% г/г).<sup>13</sup>

В *добыче полезных ископаемых* в июне рост продолжил замедляться (+2,3% г/г после +2,8% г/г в мае), на что в основном влияет динамика добычи газа и нефти.

<sup>12</sup> См. подраздел 1.2.3. Рост промышленности ускорился за счет отдельных отраслей обработки.

<sup>13</sup> См. подраздел 1.2.5. Рост потребления немного ускорился в II квартале.

Также ослабление положительной динамики наблюдается в *транспортном комплексе* (+0,3% г/г против +1,1% месяцем ранее). Снижение грузоперевозок произошло практически на всех видах транспорта (кроме автомобильного и трубопроводного), но основное негативное влияние оказало падение железнодорожных перевозок (-1,8% г/г; доля около 45% во всем грузообороте). Среди наиболее значимых грузов сокращение объемов погрузки произошло по каменному углю, нефти и нефтепродуктам, руде железной, черным металлам.

Объемы *строительных работ* продолжают оставаться на уровне прошлого года (+0,1% г/г). При этом жилищное строительство сохраняет высокие темпы роста (+11,4% г/г), что связано главным образом с эффектом низкой базы июня 2018 г. (-16,6% г/г).

В *сельском хозяйстве* в июне годовые темпы роста производства по сравнению с маем практически не изменились (+1,1% г/г). На сложившуюся динамику по-прежнему влияет медленный рост выпуска мяса (+0,8% г/г), сдерживаемый насыщением внутреннего рынка и по-прежнему ограниченным доступом на внешние рынки продукции свиноводства и птицеводства. В *растениеводстве*, по предварительным данным Росстата, площади посевов большинства сельхозкультур превышают прошлогодние показатели. Однако на фоне неблагоприятных погодных условий в ряде регионов, эксперты начали снижать свои оценки по поводу ожидаемых рекордных объемов сбора ряда основных культур. Так, после пересмотра урожай зерновых все равно оценивается на уровне выше прошлого года, по сахарной свекле и масличным прогнозируется небольшое снижение, однако объемы будут выше средних многолетних значений. В производстве овощей ожидается небольшой рост, а объемы картофеля, вероятно, по сравнению с 2018 г. не изменятся, однако определяющим фактором будут погодные условия в период сбора урожая.

### 1.2.3. Рост промышленности ускорился за счет отдельных отраслей обработки

- Рост промышленного производства в июне ускорился до 3,3% г/г. Основным драйвером стал существенный рост в обрабатывающей промышленности. Однако он остается неустойчивым, поскольку формируется благодаря небольшому числу отраслей, динамика которых слабо предсказуема и мало зависит от общей экономической ситуации.
- В июне выпуск обрабатывающей промышленности увеличился на 3,1% м/м с учетом сезонности. Однако практически весь рост был сосредоточен в одной отрасли, производстве электроники, резкий всплеск выпуска которой, скорее всего, связан с временными факторами.
- В июне резким падением прервалось восстановление выпуска прочих транспортных средств, вносящих основной вклад в сдерживание роста обработки в годовом выражении.

- В нефтепереработке снижение продолжается. Восстановление производства до уровней начала года, возможно, откладывается еще на несколько месяцев из-за проблем с загрязнением нефти.

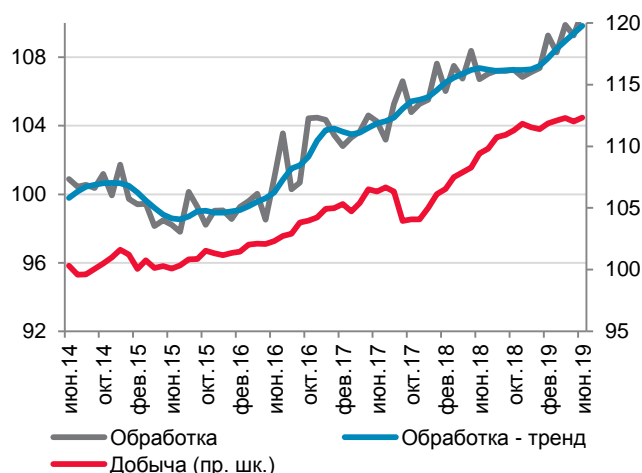
Годовой рост промышленного производства в июне составил 3,3% г/г, ускорившись после 0,9% г/г в мае 2019 года. По итогам первого полугодия 2019 года промышленный выпуск вырос на 2,6% г/г. По оценкам ДИП относительно мая промышленное производство выросло на 0,8% м/м SA (Рисунок 24). Несмотря на колебания от месяца к месяцу, по оценкам ДИП, в промышленности сохраняются положительные тенденции: в II квартале индекс прибавил 1,0% к/к с учетом сезонности, ускорившись с 0,6% к/к в I квартале.

Нужно отметить, что при агрегировании трех компонент индекса промышленного производства, используя официально опубликованные Росстатом веса по структуре добавленной стоимости за 2010 г., по нашим оценкам, получается рост около 2,8% г/г. Значительное расхождение при таком суммировании с опубликованным Росстатом показателем объясняется тем, что при подсчете общего индекса используется несколько другая методология, чем при расчете отраслевых индексов. Другими словами, веса меняются, и, в частности, заметно выросла доля обработки при расчете индекса (в весах 2010 г. доля составляет порядка 53,7%, Росстат в своих комментариях указывает на долю более 66%)<sup>14</sup>.

**Рисунок 22. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)**



**Рисунок 23. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост добычи полезных ископаемых замедляется четвертый месяц подряд, в июне отрасль выросла на 2,3% г/г против 2,8% г/г в мае. Относительно предыдущего месяца добыча прибавила 0,3% м/м SA (Рисунок 25). По итогам первого полугодия добыча полезных ископаемых выросла на 4,0% г/г, однако мы не наблюдаем соответствующего

<sup>14</sup> <https://www.kommersant.ru/doc/4033190>

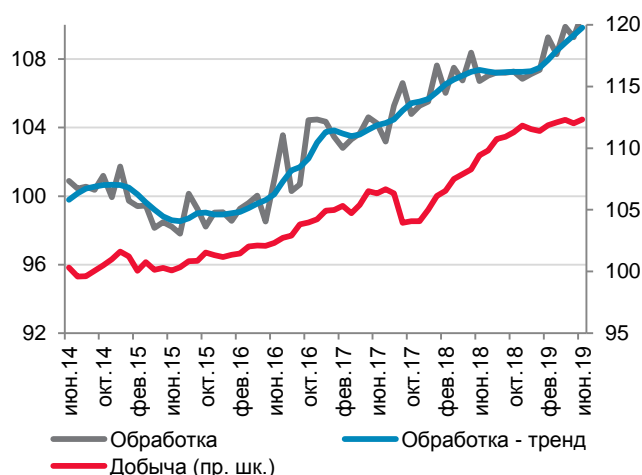
роста объемов добычи по нефти и газу как крупнейшим компонентам сектора за аналогичный период: +2,5% г/г и +2,9% г/г соответственно. Такое несоответствие объясняется значительным ростом объема предоставляемых услуг в добыче полезных ископаемых (рост за июнь – на 11,2% г/г, в мае – на 17,5% г/г), что вызвано растущей интенсивностью и сложностью добычи нефти и газа (например, ростом объемов горизонтального бурения).

**Рисунок 24. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 25. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)**



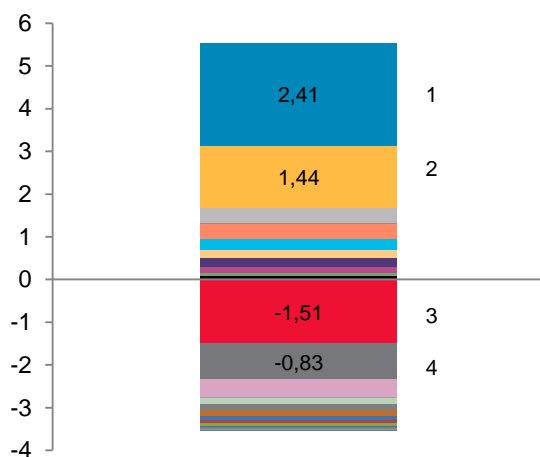
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Обрабатывающая промышленность в годовом выражении показала существенный рост (+3,4% г/г) после сокращения в мае (-1,0% г/г). Таким образом, увеличение доли обработки в общем индексе, о котором мы писали выше, сделало ее основным драйвером роста промышленности в июне. Календарный эффект должен был привести лишь к небольшому ускорению роста<sup>15</sup> при прочих равных. По нашим оценкам, выпуск в обработке увеличился на 1,3% м/м SA, компенсировав падение в мае на 0,6% м/м SA (Рисунок 25).

Нужно отметить, что годовой рост обработки в июне обусловлен практически только двумя отраслями: металлургией (+14,6% г/г) и производством компьютеров, электронных и оптических изделий (+37,9% г/г). При этом в металлургии объемы ключевой продукции не показывают значимого роста в годовом выражении. В связи с чем можно предположить, что данная динамика обусловлена временными факторами. По итогам полугодия она не оказала существенного влияния, в качестве драйверов мы видим уже другие отрасли (Рисунок 26, Рисунок 27).

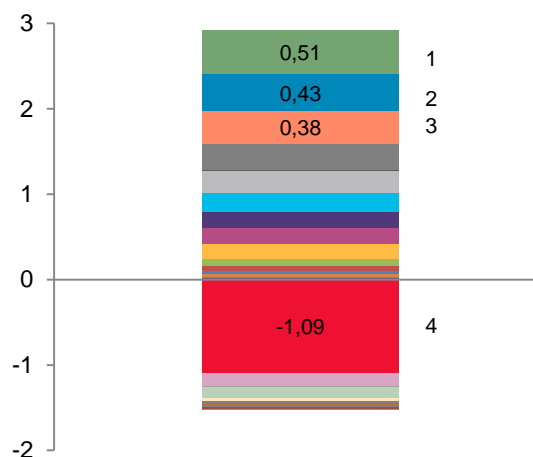
<sup>15</sup> В мае 2019 г. было на два рабочих дня меньше, чем в мае 2018 года. В июне 2019 г. было на один рабочий день меньше.

Рисунок 26. Вклады отдельных отраслей в прирост обрабатывающей промышленности в июне 2019 г., % г/г



- 1 Metallургия
- 2 Компьютеры, электронные и оптические изделия
- 3 Прочие транспортные средства
- 4 Кокс и нефтепродукты

Рисунок 27. Вклады отдельных отраслей в прирост обрабатывающей промышленности в январе–июне 2019 г., % г/г



- 1 Пищевые продукты
- 2 Metallургия
- 3 Ремонт и монтаж
- 4 Прочие транспортные средства

Во II квартале в обрабатывающей промышленности продолжилась смена роста и падения от месяца к месяцу, при этом в целом за квартал выпуск обработки увеличился на 1,5% к/к с учетом сезонности. Однако рост остается неустойчивым, поскольку формируется благодаря небольшому числу отраслей, динамика которых не всегда предсказуема и не сильно зависит от складывающейся общей экономической ситуации.

В июне резкое увеличение производства электронной продукции отразилось не только на *инвестиционных отраслях*, но и на выпуске обрабатывающей промышленности в целом. Без учета этой отрасли, по нашим оценкам, обработка в июне относительно предыдущего месяца могла продемонстрировать снижение. По оценкам ЦМАКП, с учетом только гражданской продукции выпуск обрабатывающей промышленности в июне увеличился лишь на 0,2% м/м.

Другие отрасли машиностроения, производство машин и оборудования, а также электрического оборудования также внесли положительный вклад в динамику обработки в июне, однако менее существенный, чем производство электроники. При этом рост инвестиционных отраслей сдерживается слабой динамикой выпуска прочих и автотранспортных средств. Восстановление производства прочих транспортных средств после провала в конце 2018 г. в июне прервалось существенным падением на 16,5% м/м, несмотря на продолжение роста выпуска железнодорожной техники. В этом секто-

ре производство уже превысило уровень августа прошлого года, после которого началось сокращение объемов выпуска.

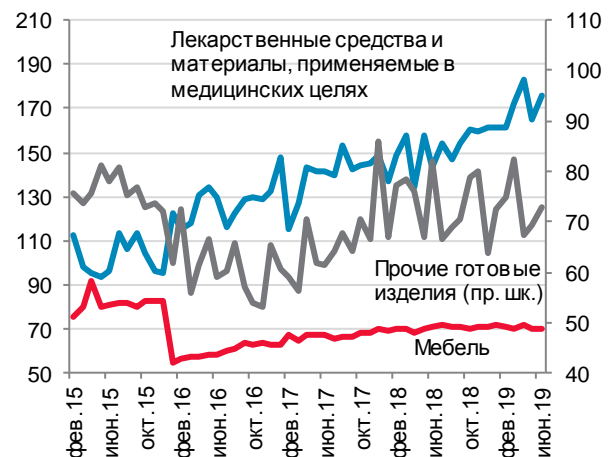
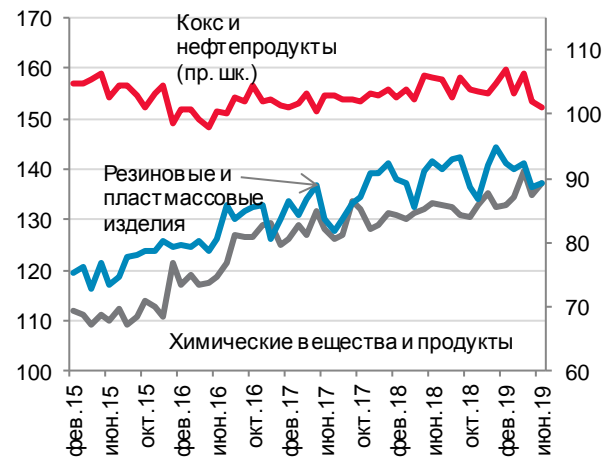
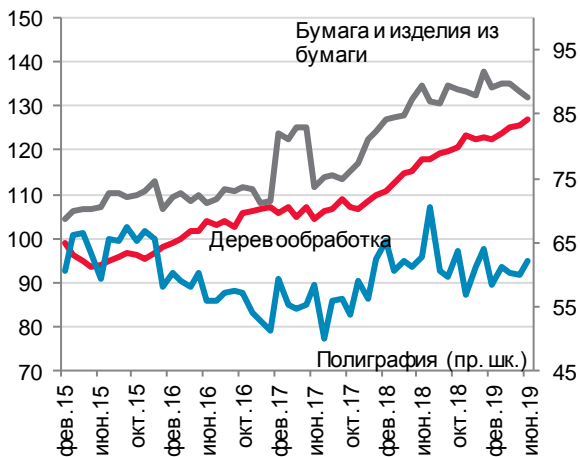
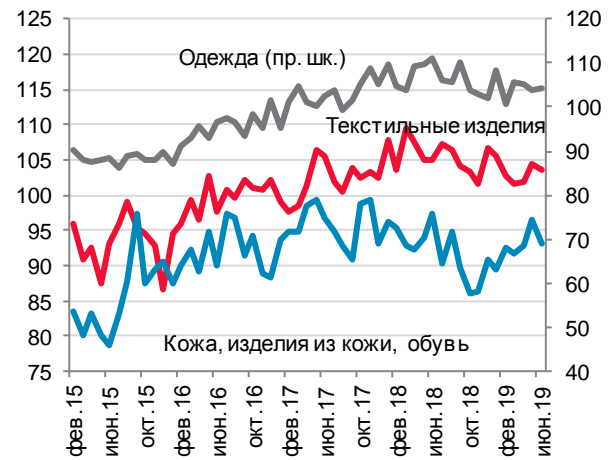
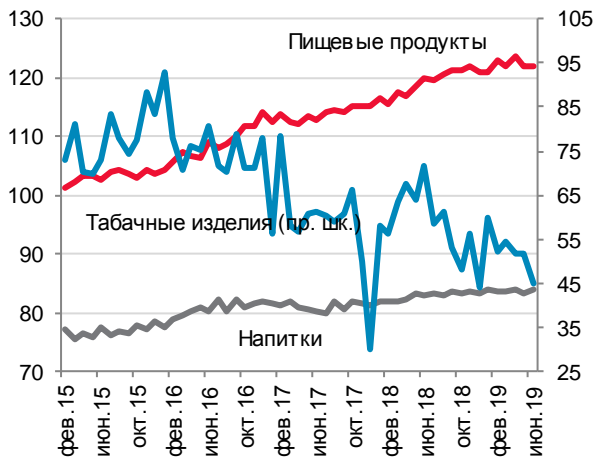
В отраслях *потребительского и промежуточного* спроса в июне наблюдалась значительно более слабая динамика, чем в отраслях инвестиционного спроса. Сокращение производства отраслей промежуточного спроса, связано в том числе со снижением выпуска нефтепереработки. В июне оно замедлилось (с -4,1% м/м в мае до -0,7% м/м в июне), однако сдерживающий эффект от низкой загрузки нефтепровода Дружба может продлиться несколько месяцев.

Другая крупная отрасль – металлургия – также демонстрирует снижение выпуска на 2,9% м/м, несмотря на высокий рост в годовом выражении +14,6% г/г из-за эффекта низкой базы. Основной вклад в волатильную динамику металлургии вносит производство цветных и драгоценных металлов, ядерного топлива. Однако отрицательная тенденция выпуска черных металлов, сформировавшаяся в последние месяцы, в июне продолжается (-0,5% м/м).

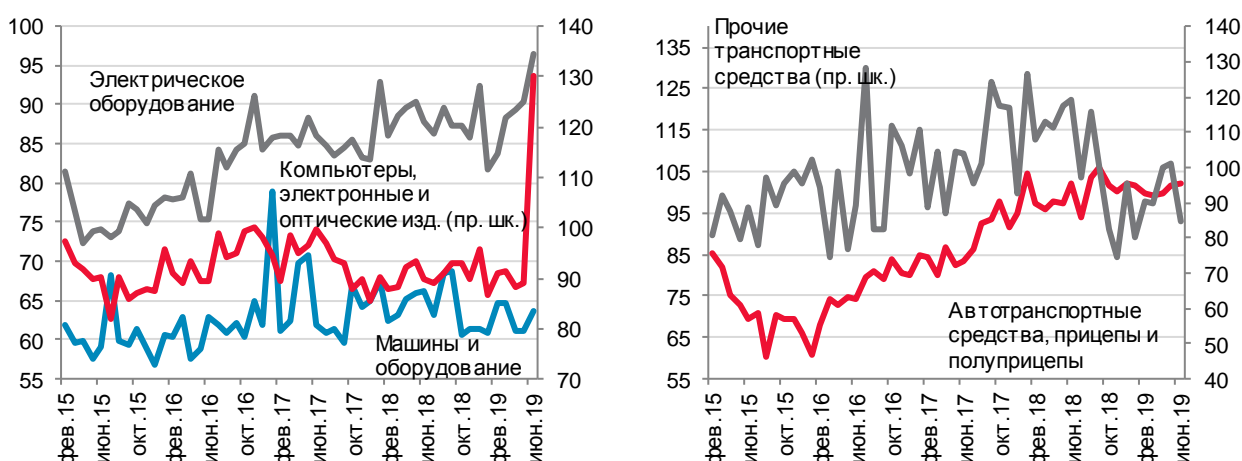
Небольшое восстановление после снижения в мае наблюдается в химической промышленности, а также производстве пластмасс и резиновых изделий. Деревообработка сохраняет положительный тренд. Бумажная промышленность, напротив, продолжает сокращаться второй месяц подряд.

Среди отраслей *потребительского спроса* в июне наблюдается слабая динамика. Производство пищевых продуктов осталось на уровне прошлого месяца на фоне небольшого сокращения выпуска мяса (-0,2% м/м). В производстве одежды и текстиля продолжается негативные тенденции. А выпуск мебели и прочих готовых изделий сохраняет боковую динамику. Положительный вклад в рост потребительских отраслей в июне внесла фармацевтика, выпуск увеличился на 6% м/м, частично компенсировав снижение в мае на 10% м/м.

**Рисунок 28. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, декабрь 2012 = 100%, сезонность устранена \***







Источники: Росстат, расчеты ДИП.

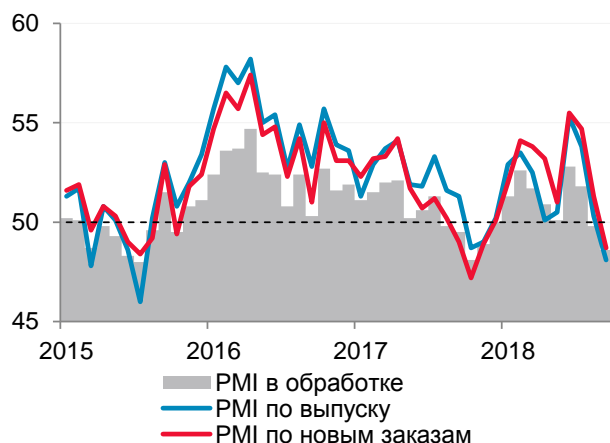
#### 1.2.4. Индексы PMI в июне указали на ухудшение рыночной конъюнктуры

- PMI в обработке в июне 2019 г. снова опустился ниже отметки 50 п., до 48,6 п., что свидетельствует о вероятном замедлении роста обработки к концу II квартала.
- В секторе услуг значение индекса PMI впервые с начала 2016 г. опустилось ниже «пограничной» отметки в 50 пунктов (49,7 п.).
- Сводный индекс PMI по России в июне за счет сжатия производства и объема новых заказов в обработке и сфере услуг указал на падение деловой активности.

В июне индекс PMI обрабатывающих отраслей снова оказался ниже 50 п., составив 48,6 п., что свидетельствует о продолжении сокращения деловой активности предприятий (Рисунок 29). Отклонение PMI-индекса в обработке вниз от пограничной отметки в мае–июне можно в целом считать сравнительно небольшим по магнитуде и в целом сопоставимым со статистической погрешностью опросов. Последнее позволяет говорить об отсутствии выраженного тренда на замедление деловой активности в обрабатывающем секторе. Тем не менее налицо сохраняющаяся слабая динамика производства отраслей обрабатывающей промышленности.

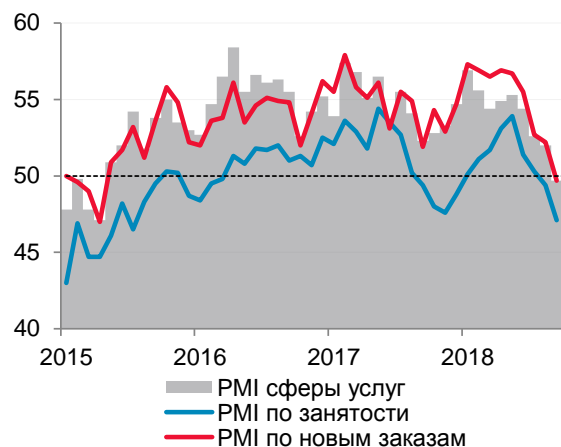
Негативная динамика июньского PMI по большей части обусловлена прекращением роста производства и падением количества новых заказов. PMI по выпуску снизился с 50,3 до 48,1 п., что формально стало максимальным снижением с апреля 2016 года. PMI по новым заказам – с 51,3 до 48,7 п., и это первое снижение с августа 2018 года. Респонденты связывают такую динамику со слабой динамикой как внутреннего, так и внешнего спроса. Занятость продолжила сокращаться, но уже не такими существенными темпами: соответствующий PMI-индекс изменился с 47,0 до 49,3 пункта.

**Рисунок 29. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, п.п.**



Источник: IHS Markit.

**Рисунок 30. Динамика индексов PMI в сфере услуг, п.п.**



Источник: IHS Markit.

Несмотря на отрицательную динамику текущего выпуска и объема новых заказов, в целом предприятия обрабатывающей промышленности остаются довольно оптимистичными относительно роста выпуска на ближайшие 12 месяцев: индекс составил 66,7 пункта.

Индекс PMI в секторе услуг продолжил снижаться (с 52,0 до 49,7 п.), впервые с начала 2016 г. показав снижение деловой активности в сфере услуг. Сложившаяся динамика во многом связывается респондентами с сокращением объема новых заказов (Рисунок 30). В некоторой степени новые заказы поддерживаются внешним спросом, поскольку данные указывают на последовательное расширение экспортных заказов начиная с апреля. На этом фоне компании второй месяц подряд отмечают сокращение рабочих мест (снижение PMI по занятости с 49,4 до 47,1 п.), причем это минимальное значение индекса с апреля 2016 года. Деловые ожидания, как и для предприятий обрабатывающей промышленности, имеют тенденцию к снижению, хоть и остаются высокими (66,3 п.).

С учетом последних опросных данных в обрабатывающем секторе и секторе услуг сводный индекс PMI в июне снизился с 51,5 до 49,2 п.п. (Рисунок 31). В сочетании с другими краткосрочными показателями, характеризующими состояние деловой активности, это говорит о замедлении темпов роста российской экономики в первом полугодии 2019 года.

Наши расчеты показывают, что замедление роста лишь отчасти может объясняться замедлением экономик Китая и еврозоны – наших основных торговых партнеров. Долгосрочная корреляция между динамикой индексов PMI (в том числе и с лагами) находится в пределах 0,2–0,4, что можно считать весьма умеренными значениями. Таким образом, у снижения деловой активности должны быть и другие причины.

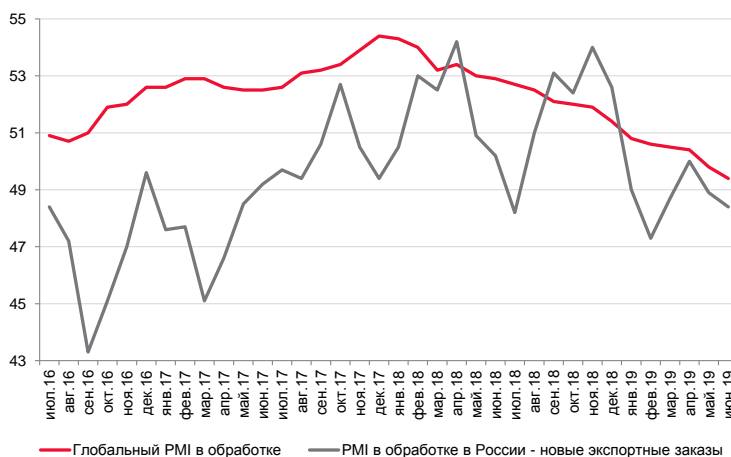
**Рисунок 31. Динамика сводных индексов PMI по России, п.п.**

Источник: IHS Markit.

Заметную роль в динамике российских экспортных заказов играет замедление в обрабатывающей промышленности в глобальном масштабе (Рисунок 32). Оно усиливается рядом специфических негативных факторов, связанных с ограничениями в экспортных поставках: трубопровод «Дружба», сделка ОПЕК+.

В то же время, общий спрос также невысок. Компонента новых внутренних заказов опустилась ниже 50 п.п. в июне как в обрабатывающей промышленности, так и в сфере услуг. Кроме того, начал снижаться объем оказанных услуг (PMI в услугах в июне упал ниже 50 п.п.), что можно считать прокси-переменной внутреннего спроса.

**Рисунок 32. Динамика глобального индекса PMI и компоненты новых заказов PMI России в обработке, п.п.**



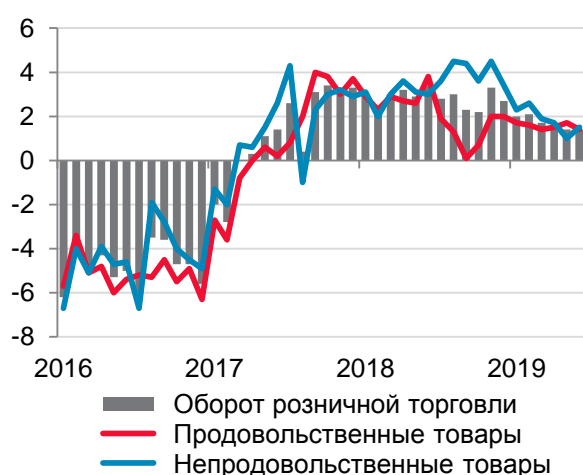
Источники: Bloomberg Finance L.P.

### 1.2.5. Рост потребления немного ускорился в II квартале

- В июне произошло ускорение сезонно сглаженного роста оборота розничной торговли при стабилизации годовых темпов. Динамика розничных продаж указывает на ускорение квартального сезонно сглаженного роста потребления домохозяйств в II квартале после замедления в начале года.
- Замедление роста потребительского кредитования приводит к постепенному снижению кредитного импульса: он может приблизиться к нулю к концу года. Тем не менее некоторое улучшение динамики доходов населения и ожидаемое замедление инфляции поддержат динамику потребления.
- Потребительские настроения населения в II квартале начали восстанавливаться, косвенно подтверждая временный характер замедления роста потребления в I квартале.

Согласно данным Росстата, темп роста розничного товарооборота в июне не изменился по сравнению с маем и составил 1,4% г/г (Рисунок 33). Темпы роста продаж продовольственных и непродовольственных товаров практически сравнялись, составив 1,4 и 1,5% г/г соответственно. Причем в первом сегменте наблюдалось замедление годовых темпов роста с 1,7% г/г в мае, а во втором – ускорение с 1,0% г/г. Проведение чемпионата мира по футболу в прошлом году привело к ускорению роста продаж в продовольственном сегменте в июне 2018 г., поэтому текущее замедление годовых темпов роста этих товаров может быть вызвано эффектом высокой базы.

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



Источник: Росстат.

**Рисунок 34. Динамика оборота розничной торговли (январь 2015 = 100%, сезонность устранена), %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Месячная сезонно сглаженная динамика указывает на рост оборота розничной торговли на 0,3% м/м. Причем в июне продажи продовольственных и непродовольственных товаров увеличились на 0,1 и 0,4% м/м. В свою очередь слабая динамика не-

продовольственной розницы в июне несколько восстановилась на фоне ускорения месячного роста продаж легковых автомобилей (с исключением сезонности)<sup>16</sup>.

Сезонно сглаженный рост розничных продаж в II квартале ускорился до 0,45% к/к – с 0,15% в I квартале, что указывает и на ускорение роста конечного потребления домашних хозяйств в II квартале (Рисунок 35).

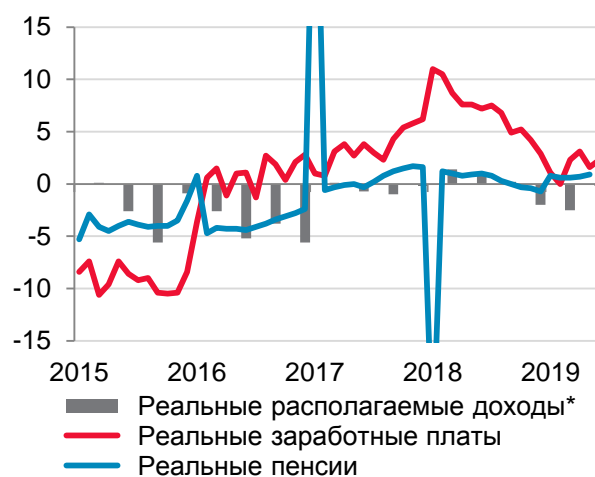
Ускорение роста заработных плат в II квартале привело к улучшению динамики доходов населения. Реальные располагаемые доходы населения снизились на 0,2% г/г в II квартале (Рисунок 36) после снижения на 2,5% г/г в I квартале. В июне продолжились замедление темпов роста розничного кредитования, а его кредитный импульс<sup>17</sup> в II квартале продолжил снижаться (Рисунок 37). Влияние этого фактора на потребление может быть скомпенсировано другими факторами, в частности, ростом доходов.

**Рисунок 35. Рост потребления, с исключением сезонности, % к/к**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 36. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

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

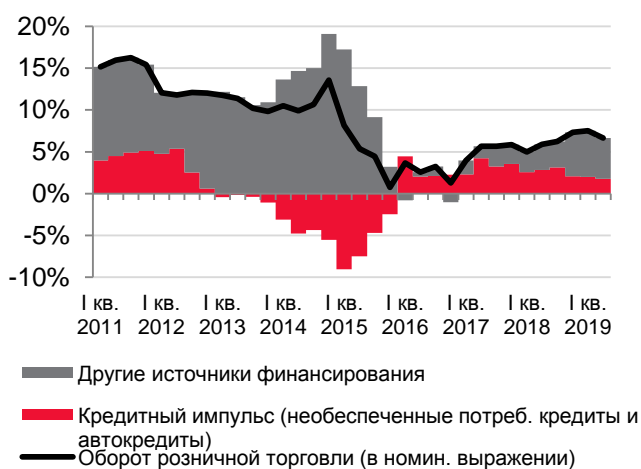
Данные опроса исследовательского холдинга «Ромир»<sup>18</sup> указывают на улучшение динамики реальных повседневных расходов. Вопреки обычной сезонности в июне они остались на уровне мая, достигнув максимума по сравнению с аналогичным периодом предыдущих лет (Рисунок 38).

<sup>16</sup> См. подраздел 1.2.6. Спрос на автомобили постепенно восстанавливается после снижения.

<sup>17</sup> Кредитный импульс – изменение прироста кредитования в абсолютном выражении (вторая производная динамики кредитования).

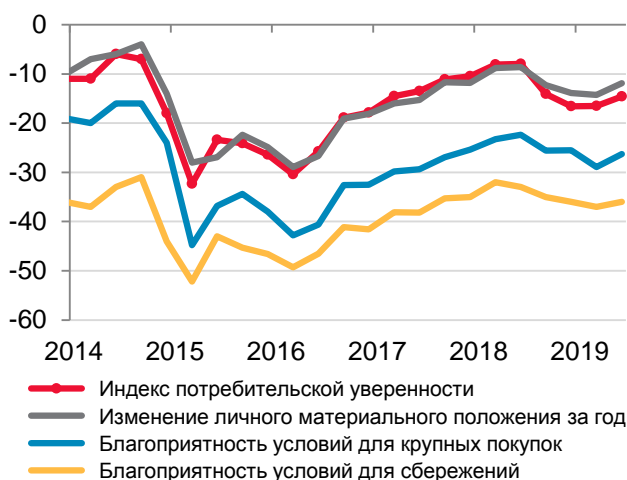
<sup>18</sup> [Нетипичный июньский рост расходов](#) / Исследовательский холдинг «Ромир». 10 июля 2019 года.

**Рисунок 37. Рост оборота розничной торговли и квартальный кредитный импульс, % г/г**



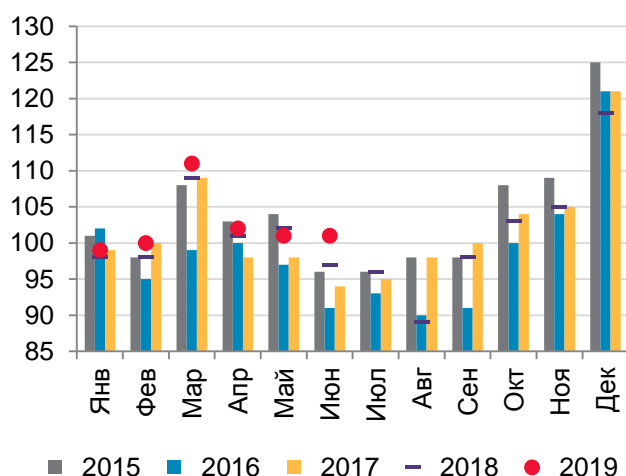
Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 39. Индекс потребительской уверенности Росстата и его компоненты**



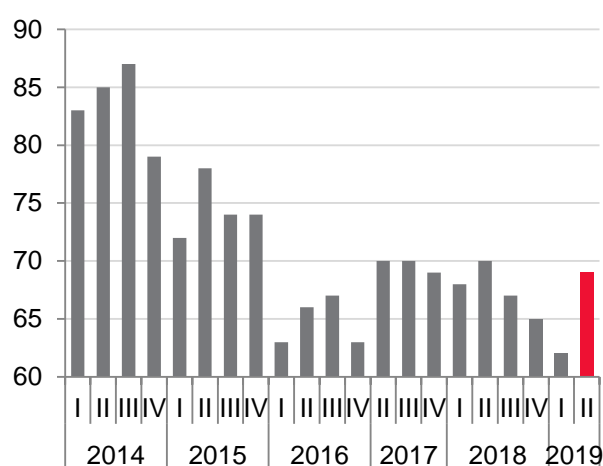
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 38. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (медианное значение 2012 года = 100%)**



Источник: Ромир.

**Рисунок 40. Индекс потребительского доверия\*, п.п.**



Источник: Nielsen.

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

Потребительские настроения населения постепенно начинают восстанавливаться. Об этом свидетельствуют опросные показатели Росстата и компании Nielsen<sup>19</sup>. Так, во II квартале индекс потребительской уверенности увеличился на 2 п.п. по сравнению

<sup>19</sup> [Индекс потребительского доверия начал уверенное восстановление](#) / Nielsen. 8 июля 2019 года.

Индекс отражает текущие настроения и ожидания «онлайн-населения» и складывается из трех показателей: оценки потребителями перспектив на рынке труда в ближайшие 6 месяцев, уровня финансового благополучия в ближайшие 6 месяцев и готовности тратить деньги в данный момент.

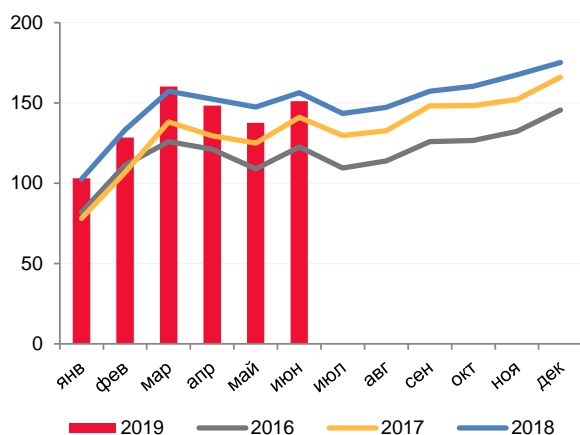
с уровнем I квартала (Рисунок 39). Рост наблюдался по всем компонентам индекса. В большей степени улучшились оценки текущего материального положения и благоприятности условий для совершения крупных покупок. Значение индекса потребительского доверия тоже повысилось на 7 п.п. за счет улучшения оценок потребителей относительно уровня финансового благополучия и готовности тратить свободные деньги (Рисунок 40).

### 1.2.6. Спрос на автомобили постепенно восстанавливается после снижения

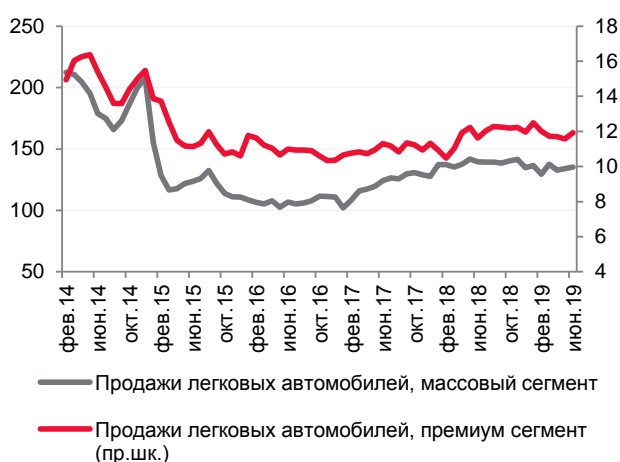
- В июне снижение спроса на новые автомобили в годовом выражении замедлилось, а месячный сезонно сглаженный рост продаж ускорился как в массовом сегменте, так и по премиум автомобилям.
- Производство легковых автомобилей в мае выросло относительно апрельского уровня (+2,4 м/м SA).
- Внешний спрос на легковые автомобили растет (+29,6% г/г в мае), что оказывает поддержку рынку в условиях ослабленного внутреннего спроса. Импорт также восстанавливается относительно прошлого года (+0,5% г/г).
- Темпы роста потребительских цен на новые легковые автомобили в июне продолжают замедляться. В категории «новые отечественные автомобили» темпы роста второй месяц подряд находятся ниже общей инфляции.

Согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ) в июне 2019 г. продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей снова показали падение относительно уровня прошлого года (-3,3% г/г) (Рисунок 41). За шесть месяцев текущего года спрос сократился на 2,4% г/г, что дало повод многим аналитикам и участникам рынка пересмотреть прогнозы и еще сильнее усомниться в положительном результате по итогам года.

Однако месячная динамика продаж после устранения сезонности постепенно улучшается. По сравнению с прошлым месяцем рынок показывает даже небольшое ускорение: +0,7% м/м в июне против +0,3% м/м в мае. Рост наблюдается как в массовом, так и в премиум-сегменте (Рисунок 42), хотя объем продаж последних уже с начала года устойчиво показывал отрицательную динамику, тогда как продажи автомобилей массового спроса более стабильны. В предыдущие месяцы динамика спроса на данную группу автомобилей поддерживалась программами льготного автокредитования, средства на которые были фактически исчерпаны к маю. Количество выданных автокредитов в этом месяце, по данным НБКИ, сократилось на 0,1% г/г. С июля программы поддержки спроса на авторынке будут возобновлены, что может поддержать его динамику.

**Рисунок 41. Продажи новых легковых и легковых коммерческих автомобилей, тыс. шт.**

Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

**Рисунок 42. Продажи легковых автомобилей, сезонность устранена, тыс. шт.**

Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Производство легковых автомобилей в мае прибавило 2,4% м/м после устранения сезонности. По итогам первых пяти месяцев выпуск увеличился на 2,1% относительно уровня прошлого года. В июле крупнейший автопроизводитель АВТОВАЗ заявил о приостановке производства из-за проблем с поставками компонентов (с 3 по 5 июля). Несмотря на то, что доля предприятия в общем объеме выпуска легковых автомобилей существенна (порядка 35%), данная ситуация не должна оказать значимого эффекта на объемы производства обрабатывающей промышленности по итогам июля.

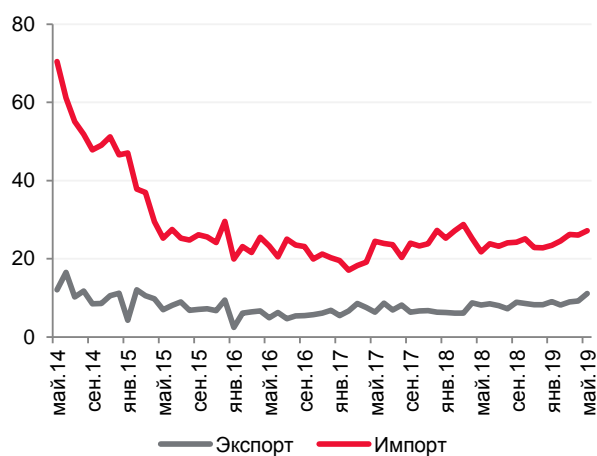
В условиях ослабленного внутреннего спроса мы видим поддержку рынка со стороны внешнего спроса. По данным Федеральной таможенной службы, физический объем экспортных поставок легковых автомобилей в мае заметно вырос относительно предыдущего месяца (+20,8% м/м SA – Рисунок 43), в годовом выражении увеличение экспорта составило практически 30%. Нарращивание объемов происходит как в страны дальнего зарубежья (за январь–май +38,9% г/г), так и в страны СНГ (за январь–май +26,9% г/г). На рынки дальнего зарубежья приходится около 30% от общего объема экспортных поставок, из которых 13% составляют отгрузки в страны Латвии и Чехии. В перспективе российский экспорт автомобилей в страны ЕС может быть ограничен в связи с растущими экологическими требованиями для автотехники, ввозимой в Евро-союз.

Импорт новых автомобилей прибавил в мае 4,2% м/м SA (Рисунок 43). В результате по итогам пяти месяцев объем импортных поставок вышел в плюс (+0,5% г/г).

Темпы роста потребительских цен на новые легковые автомобили в июне снова замедлились: до 4,6% г/г для отечественных автомобилей и до 8,03% г/г – для иностранных (Рисунок 44). Сохранение конкурентного преимущества в цене для отечественных автомобилей, вероятно, необходимо для поддержки слабого спроса.

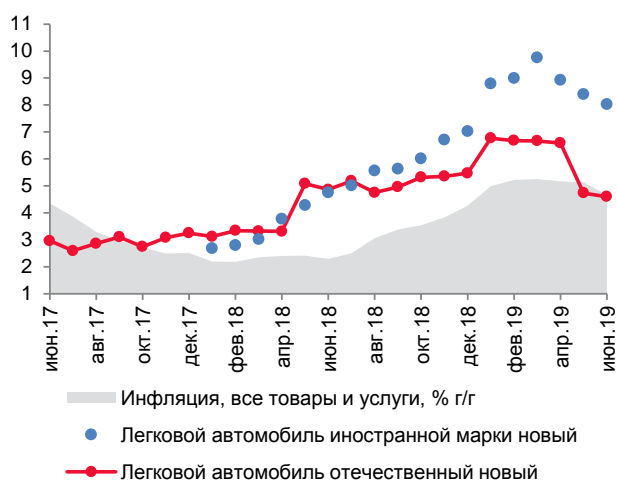


**Рисунок 43. Экспорт и импорт новых легковых автомобилей, сезонность устранена, тыс. шт.**



Источники: расчеты ДИП, ФТС.

**Рисунок 44. Динамика инфляции и темпы роста потребительских цен на новые легковые автомобили, % г/г**



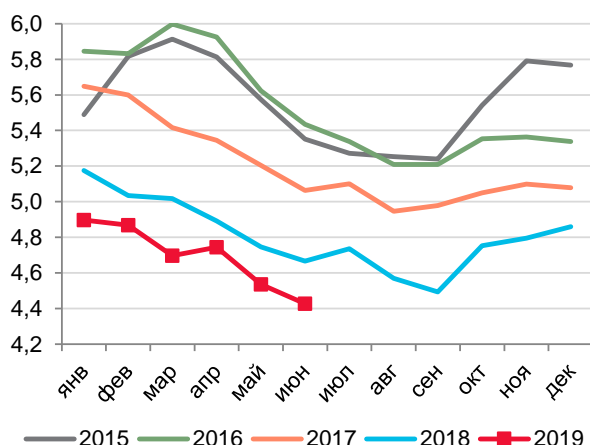
Источники: расчеты ДИП, Росстат.

### 1.2.7. Рынок труда остается источником среднесрочных рисков для роста и инфляции

- Уровень безработицы и численность безработных продолжает обновлять исторические минимумы. Одновременно с этим изменение демографической структуры населения приводит и к значительному снижению числа занятых.
- Такая ситуация указывает на риски как для дальнейшего роста экономики, так и для инфляции в среднесрочном периоде. В условиях низкой безработицы работодателям будет сложно нанять работников для расширения производства, а усиление конкуренции за работников может привести к ускорению роста зарплат.
- Однако пока рост заработной платы остается умеренным и не создает значительных инфляционных рисков.

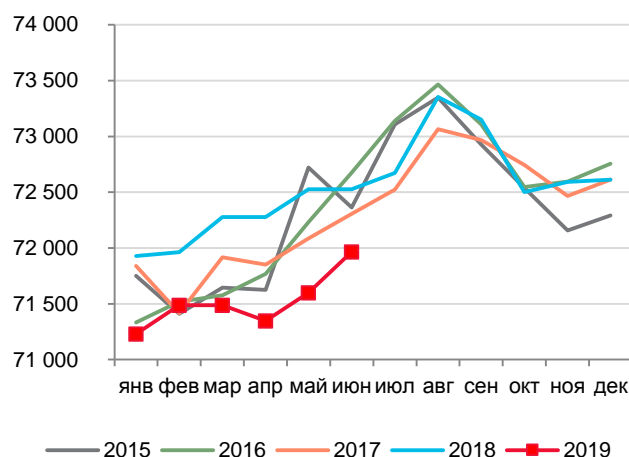
В июне численность безработных снизилась до 3,3 млн человек, что стало минимальным значением за всю историю наблюдений. Данное снижение отразилось на уровне безработицы, который достиг исторического минимума – 4,4% (Рисунок 45). Впрочем, сезонно сглаженный показатель практически не изменился и находится на уровне 4,6% практически все первое полугодие 2019 года.

Рисунок 45. Уровень безработицы, %



Источник: Росстат.

Рисунок 46. Численность занятых, тыс. человек



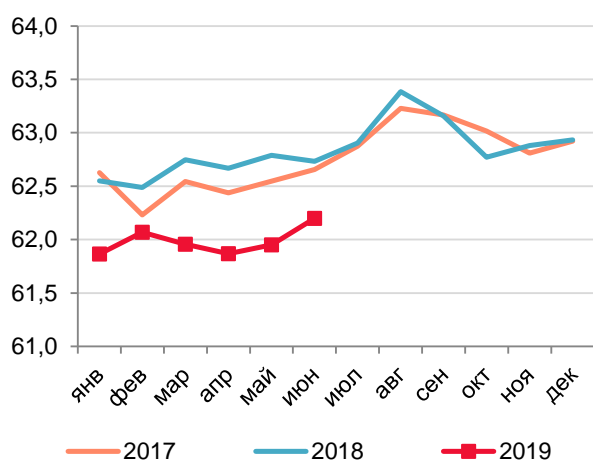
Источник: Росстат.

Демографические изменения оказывают значительное влияние на ситуацию на рынке труда. Вместе с численностью безработных снижается и численность занятого населения, а также степень вовлеченности в рынок труда (Рисунок 46, Рисунок 47). При этом мы видим, что существенных изменений в уровне экономической активности по возрастным группам в этом году<sup>20</sup> не наблюдается. Это значит, что снижение степени вовлеченности в рынок труда и численности занятых и безработных в основном вызвано изменением возрастной структуры населения. Так, в 2019 году быстро снижается численность населения в возрастных категориях 25-29 и 50-54 года, а вслед за ней и численность рабочей силы в этих возрастах (Рисунок 48). При этом значительный увеличение численности людей старше 60 лет сопровождается лишь небольшим ростом числа занятых среди них. К решению не оставаться на рынке труда некоторых работников пенсионного возраста может подталкивать и снижение спроса на рабочую силу из-за текущего временного замедления роста экономики. Альтернативные источники данных подтверждают снижение потребности в рабочей силе в последние месяцы. Согласно portalу HeadHunter, спрос на работников падает второй месяц подряд: в июне количество вакансий сократилось на 7,0% по сравнению с тем же месяцем прошлого года (Рисунок 49).

Данное снижение может быть связано с эффектом базы: наибольший темп роста количества вакансий как раз пришелся на июнь прошлого года. Тем не менее динамика остается негативной. О пониженном спросе на работников говорит также опрос IHS Markit. В июне компании продолжили сокращать занятость как в производстве, так и в сфере услуг – индексы находятся ниже отметки 50 п. (Рисунок 50). В сфере услуг темп сокращения занятости был максимальным с апреля 2016 г. (индекс составил 47,1 п.). На падение опросного показателя по занятости, скорее всего, повлияли слабый внутренний спрос и снижение экспорта.

<sup>20</sup> На данный момент нам доступна подробная статистика по рынку труда только за I квартал. Обследование рабочей силы за II квартал будет опубликовано 29 августа

**Рисунок 47. Уровень экономической активности населения, %**



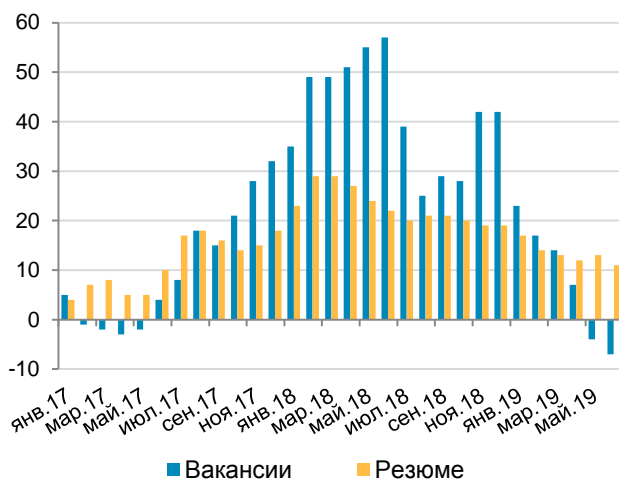
Источник: Росстат.

**Рисунок 48. Изменение численности населения по возрастным группам в I квартале 2019 года, г/г тыс. человек**



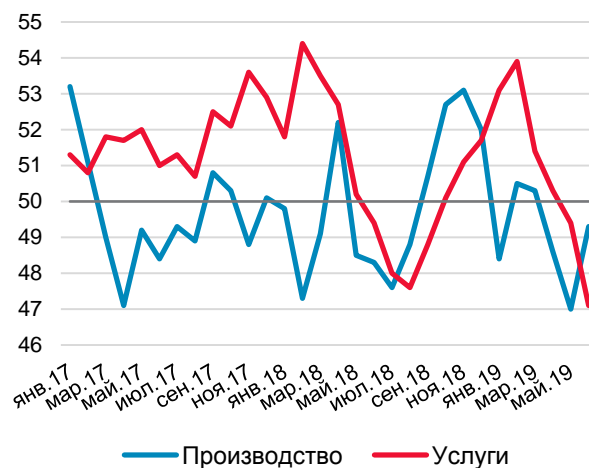
Источники: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 49. Темп роста количества вакансий и резюме, % г/г**



Источник: HeadHunter.

**Рисунок 50. Динамика индексов занятости PMI, п.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Складывающаяся на рынке труда ситуация создает риски для дальнейшего роста экономики и инфляции. Если большая часть работников уходит с рынка труда навсегда (например, решив окончательно уйти на пенсию), то по мере дальнейшего постепенного ускорения темпов роста экономики работодатели могут столкнуться с проблемами при расширении штата в условиях рекордно низкого числа безработных. Это будет сдерживать их возможности по расширению производства. К тому же усиление конкуренции за работников при низкой безработице может приводить к ускорению роста заработной платы, создавая риски для инфляции.

Впрочем, пока на фоне снижения численности занятых заработная плата растет умеренными темпами. Росстат пересмотрел оценку роста реальной заработной платы за май в меньшую сторону – до 1,6% г/г (изначальная оценка – 2,8% г/г) (Рисунок 51). По предварительной оценке, в июне рост ускорился – до 2,3% г/г.



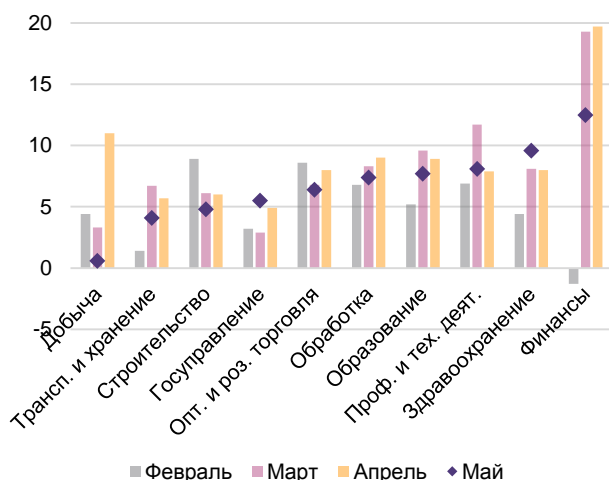
Источник: Росстат.

По итогам мая зарплата в частном секторе выросла на 6,5% г/г, в государственном – на 7,7% г/г (Рисунок 53). В мае темп роста зарплаты практически во всех отраслях частного сектора оказался слабее по сравнению с апрелем. Наихудшую динамику показали две отрасли: добыча полезных ископаемых и финансовая отрасль. Это связано с тем, что в апреле были нетипично высокие для данных отраслей темпы роста зарплат (Рисунок 52). Например, в финансовой отрасли в апреле наблюдался повышенный темп роста зарплат за счет деятельности по управлению фондами, зарплаты в которой выросли в 6,5 раза<sup>21</sup>. В добыче полезных ископаемых рост зарплат в мае снизился практически до нуля после значительного ускорения в апреле. Скорее всего, «шум» в динамику показателя вносит выплата различных премий и бонусов. В видах деятельности, где занято большинство работников частного сектора (торговля, строительство, обработка), рост заработной платы в последние месяцы был более стабильным.

В государственном секторе рост зарплат, наоборот, несколько ускорился. Основным драйвером стало здравоохранение – в мае зарплаты выросли на 9,6% г/г. Это может быть вызвано обязанностью поддерживать уровень заработных плат отдельных категорий работников бюджетной сферы на определенном относительно среднего по региону уровне в ближайшие годы.

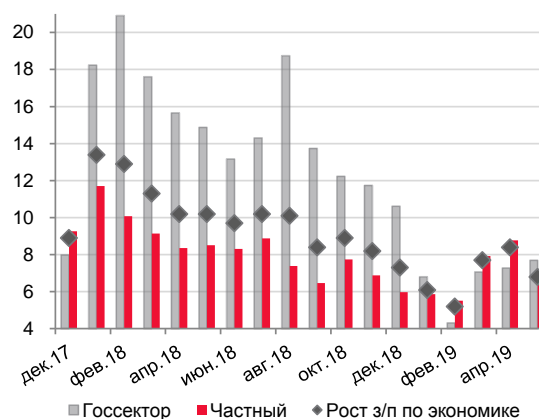
<sup>21</sup> Причем данный рост зарплат наблюдался только в Костромской области.

Рисунок 52. Темп роста номинальной зарплаты по отраслям, %/г



Источник: Росстат.

Рисунок 53. Темп роста номинальной зарплаты по секторам, %/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

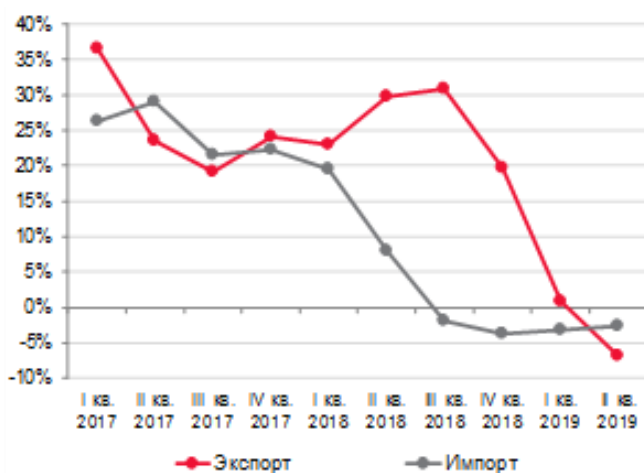
### 1.2.8. Платежный баланс за II квартал: слабые данные внешней торговли

- В II квартале 2019 г. зафиксировано заметное снижение профицита счета текущих операций (до 12,1 млрд долл. США) относительно динамики 2018 года.
- Основная причина снижения профицита счета текущих операций – сокращение поставок практически всех основных видов экспортных товаров, как вследствие ухудшения ценовой динамики, так и ввиду сокращения внешнего спроса (в особенности на фоне снижения импорта Китая).
- Динамика как потребительского, так и инвестиционного импорта остается слабой.
- Меньший приток валюты по текущему счету сопровождался сильным сокращением отрицательного сальдо финансового счета банков и предприятий (до -3,4 млрд долл. США).
- Приток ПИИ в нефинансовый сектор значительно уменьшился – до +2 млрд долл. США против +9,6 млрд долл. США в I квартале 2019 года.
- В II квартале 2019 г. усилился приток нерезидентов в госбумаги (+10,5 млрд долл. США). Такой приток вряд ли сохранится в дальнейшем.

Последние данные о платежном балансе указывают на несколько тенденций. *Во-первых*, это низкий профицит текущего счета (СТО), который возник на фоне значительного сокращения спроса на российские экспортные товары. *Во-вторых*, это продолжающееся снижение импорта как по инвестиционным, так и по потребительским позициям, несмотря на достаточно благоприятную динамику курса рубля и поддержку импорта со стороны сезонных факторов. *В-третьих*, это незначительный приток пря-

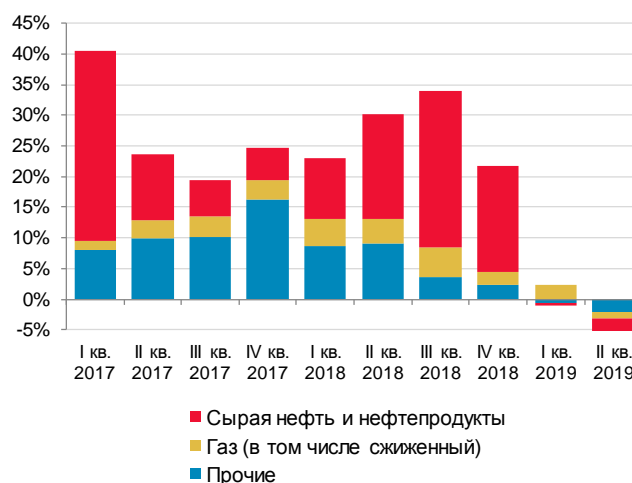
мых иностранных инвестиций (ПИИ) после всплеска в I квартале 2019 года. Наконец, это сильный приток средств нерезидентов в госбумаги, который в случае ослабления может повлечь за собой негативную коррекцию и по другим статьям финансового счета.

**Рисунок 54. Динамика стоимостных объемов экспорта и импорта, % г/г**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 55. Вклад отдельных компонентов экспорта в стоимостных объемах в годовой прирост экспорта, пп. г/г**

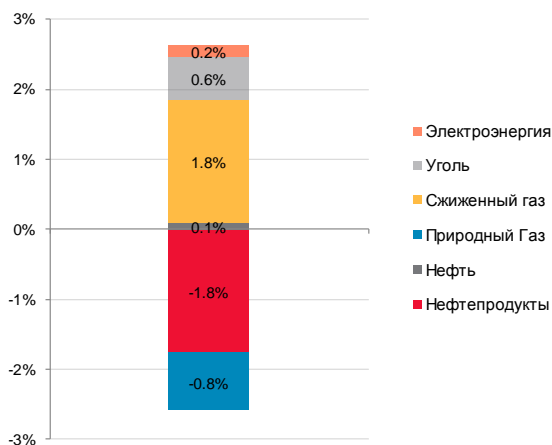


Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Уровень профицита СТО в II квартале 2019 г. (12,1 млрд долл. США) существенно ниже прошлогоднего значения (17,9 млрд долл. США) и значения за I квартал 2019 г. (33,7 млрд долл. США), в том числе с учетом сезонной корректировки. Причиной тому – резкое снижение поставок по основным экспортным категориям как в стоимостном, так и в реальном выражении (Рисунок 55, Рисунок 56, Рисунок 57). В II квартале экспорт снижался как на квартальной основе (-0,9% к/к), так и год к году (-6,8%).

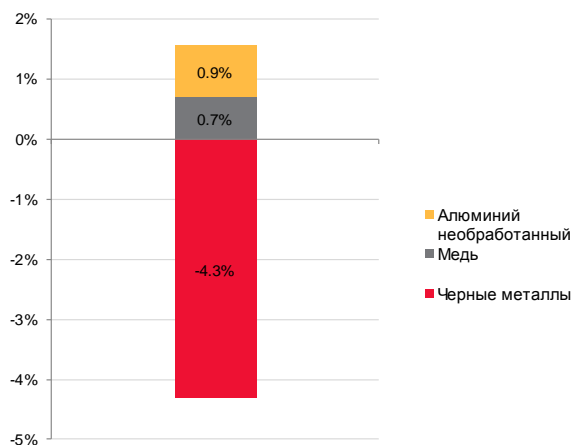
В значительной степени такое сокращение объясняется торможением роста мировой экономики и снижением импорта в Китае. Кроме того, негативно на экспорте сказались ограничение добычи нефти в рамках исполнения условий декабрьской сделки ОПЕК+. Помимо этого, дополнительное давление оказали проблемы с нефтепроводом «Дружба». Снизились цены на металлы и химическую продукцию, что повлекло сокращение экспорта данных категорий в физическом выражении.

**Рисунок 56. Вклады товарных групп в прирост экспорта минеральных продуктов в физическом выражении, январь–май 2019, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 57. Вклады товарных групп в прирост экспорта металлов и изделий из них в физическом выражении, январь–май 2019, % г/г**



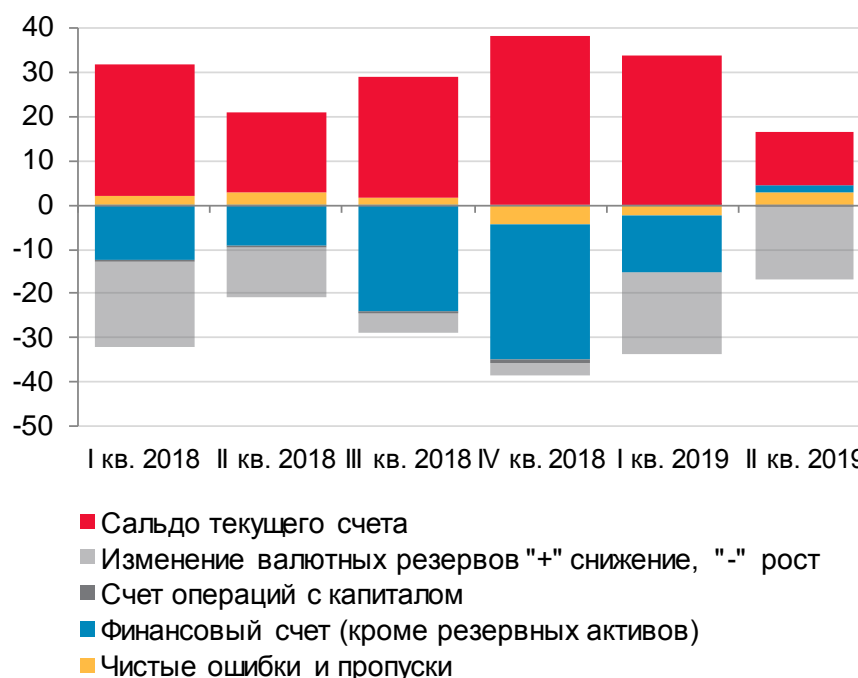
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Слабая динамика импорта данное ухудшение не компенсировало. Ожидаемо импорт восстановился в II квартале после сезонно низких значений начала 2019 г. (до 61,7 млрд долл. США – с 55,6 млрд долл. США в I квартале). Однако прирост наблюдался только к предыдущему кварталу, а в годовом выражении импорт продолжал уменьшаться: -2,7% против -3,3% г/г в I квартале. Слабость демонстрирует как потребительский, так и инвестиционный сегменты импорта. Негативный вклад продолжают вносить сокращение импорта машин и оборудования, ухудшение динамики импорта продовольственных товаров, а также слабая динамика импорта химической продукции. Нельзя не отметить стагнацию и снижение импорта ключевых потребительских товаров, включая одежду и обувь, моющие и чистящие средства и т.д.

В отсутствие заметного укрепления рубля, а также восстановления внутреннего и внешнего спроса логично предполагать, что в ближайшие месяцы ситуация с восстановлением профицита текущего счета улучшится несильно – негативная ценовая динамика по многим экспортным позициям продолжается, оценки внешнего спроса под давлением наблюдаемого снижения импорта в Китае остаются на относительно низком уровне. Ожидаемая реализация государственных инвестиционных проектов отчасти поддержит импорт, что на фоне активизации спроса на инвестиционный импорт в краткосрочной перспективе сдержит улучшение торгового сальдо и профицита текущего счета.

Несмотря на сокращение профицита СТО, в банковском секторе ситуация с валютной ликвидностью сохранилась благоприятной. Косвенно это подтверждается тем, что по итогам II квартала банки смогли увеличить объем погашения внешних обязательств (-7,4 млрд долл. США против -3,2 млрд долл. США в I квартале 2019 г.). Также банки увеличили валютные обязательства за рубежом.

**Рисунок 58. Динамика компонентов платежного баланса, млрд долл. США**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Что касается компаний, в II квартале отсутствовала тенденция к наращиванию валютных активов прочих секторов. Между тем наблюдалось увеличение задолженности по «прочим обязательствам», которое носит сезонный характер из-за особенностей отражения выплаты дивидендов в статистике платежного баланса. При этом обращает на себя внимание низкий приток прямых иностранных инвестиций в корпоративный сектор – в II квартале 2019 г. они составили всего +2 млрд долл. США против +9,6 млрд долл. США в I квартале 2019 года. Впрочем, и в I, и в II квартале ПИИ через участие в капитале оставались низкими.

Несмотря на разнонаправленную динамику компонентов финансового счета, негативное сальдо финансового счета частного сектора составило только 3,4 млрд долл. США после 23,9 млрд долл. США в I квартале 2019 года. При одновременном сильном притоке нерезидентов в госбумаги это привело к небольшому притоку по чистому сальдо финансового счета (1,9 млрд долл. США). Объем нетто-операций на вторичном рынке с нерезидентами (в основном ОФЗ) возрос до 10,5 млрд долл. США против 5 млрд долл. США в I квартале 2019 года. Прирост валютных резервов составил 16,6 млрд долл. США, тем самым абсорбируя весь приток валюты по текущему счету. Данная сумма практически полностью представляет собой покупки валюты для Минфина в рамках бюджетного правила (немногим меньше, чем 18,6 млрд долл. США в I квартале).

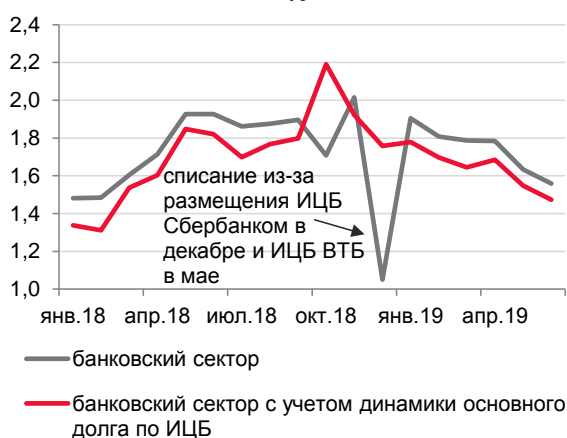


### 1.2.9. Годовые темпы роста корпоративной задолженности достигли максимума

- В июне рост розничного кредитования продолжил замедляться во всех сегментах рынка, кроме автокредитования.
- При этом годовой рост корпоративного кредитования достиг максимальных темпов за текущую фазу роста портфеля.
- Банки продолжают досоздавать резервы, в то время как рост чистого процентного дохода продолжает замедляться.

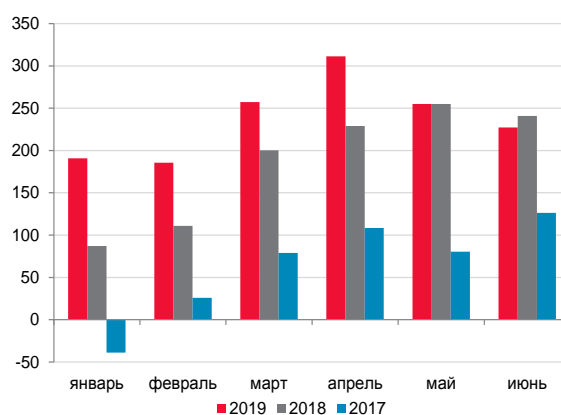
В июне небольшое замедление розничного кредитования продолжилось. Темпы роста розничного кредитования в статистике банковского сектора после поправки на сезонность опустились с 1,63 до 1,56% м/м (Рисунок 59), в годовом выражении замедлились с 23,7 до 23,1%<sup>22</sup>. Абсолютный прирост портфеля розничных кредитов по банковскому сектору в июне оказался чуть ниже, чем в прошлом году (Рисунок 60).

**Рисунок 59. Темпы роста розничного кредитования, с устранением сезонности, % м/м**



Источники: Банк России, ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

**Рисунок 60. Месячный прирост портфеля розничных кредитов, млрд руб.**

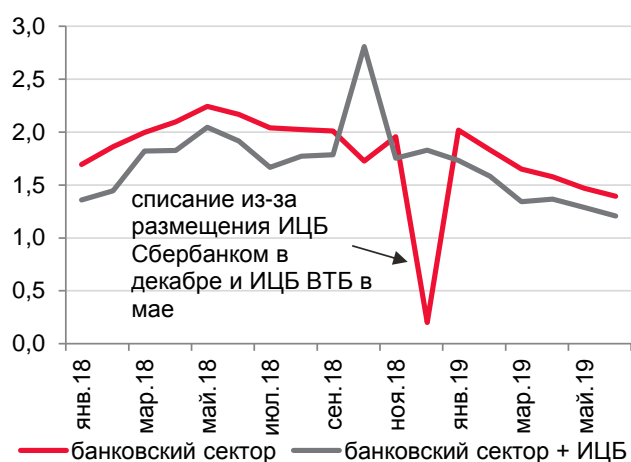


Источники: Банк России, расчеты ДИП.

В структуре розничного кредитования продолжается замедление по всем основным сегментам. Рост ипотечного кредитования в июне замедлился до 1,4% м/м, а с учетом динамики основного долга по ИЦБ – до 1,2% м/м (Рисунок 61), что ниже темпов роста всего портфеля розничного кредитования. Годовой рост необеспеченного потребительского кредитования продолжил замедляться. Месячный сезонно сглаженный рост кредитования также постепенно снижается, что позволяет ожидать дальнейшего замедления годового роста показателя.

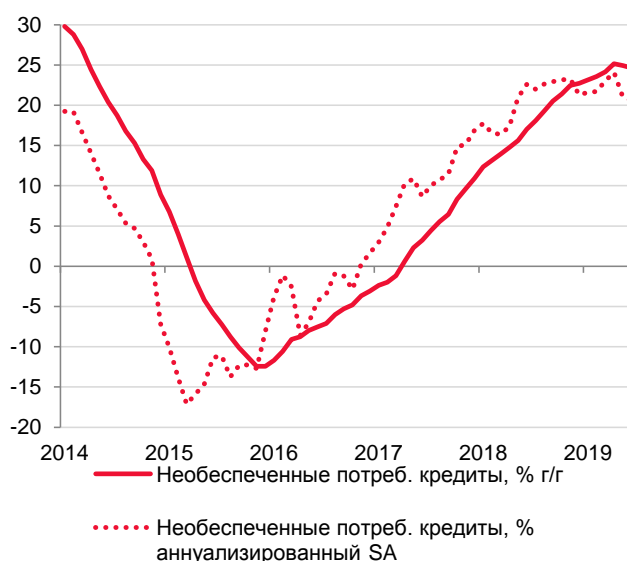
<sup>22</sup> Здесь и далее в разделе годовые темпы рассчитаны без учета КО с отозванной лицензией и с исключением влияния валютной переоценки.

Рисунок 61. Темпы роста ипотечного кредитования, с устранением сезонности, % м/м



Источники: Банк России, ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 62. Темпы роста необеспеченного потребительского кредитования, %

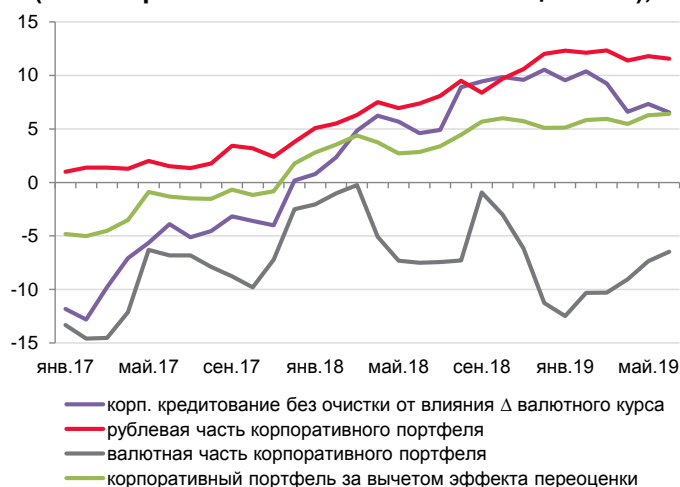


Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Корпоративное кредитование практически повторило майские темпы роста (около 0,55% м/м после устранения сезонности) благодаря небольшому росту валютной части портфеля. Отметим, что в целом корпоративное кредитование во II квартале демонстрирует более медленные темпы роста месяц-к-месяцу по сравнению с темпами роста в I квартале как по рублевой части портфеля, так и по общей задолженности (с поправкой на валютную переоценку).

Темпы снижения валютного корпоративного кредитования замедляются с начала года и по итогам июня составили -6,4% г/г после -7,3% г/г. Рост рублевого кредитования после поправки на сезонность замедлился с 0,8 до 0,6% м/м. В годовом выражении темпы роста этой части портфеля замедлились с 12,4 до 12,1%. Темпы роста общей корпоративной задолженности с поправкой на эффект валютной переоценки составили 6,8% г/г после 6,7% г/г в мае, достигнув максимума в текущей фазе роста портфеля корпоративных кредитов (Рисунок 63). Это говорит о том, что сложившиеся денежно-кредитные условия способствуют росту корпоративного кредитования.

**Рисунок 63. Темпы роста корпоративного кредитования в номинальном выражении (без поправки на КО с отозванной лицензией), % г/г**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

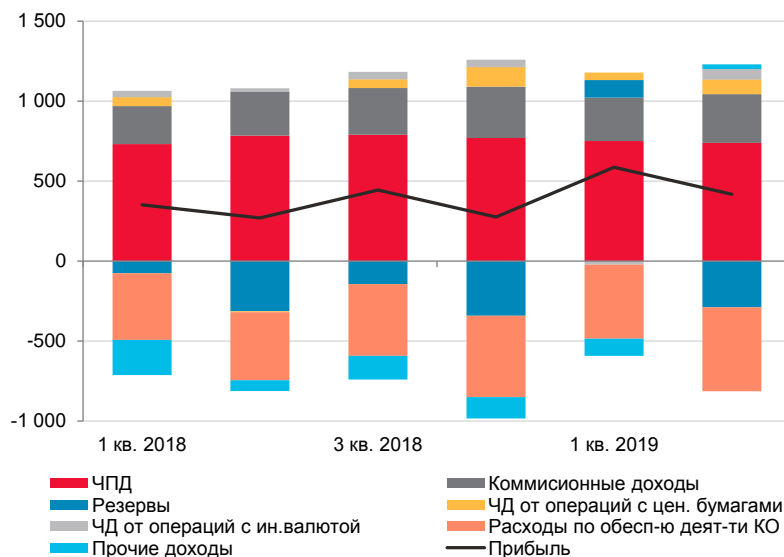
По итогам II квартала 2019 г. банки заработали 418 млрд руб. прибыли. (587 млрд руб. по итогам I квартала 2019 г.). Во II квартале 2019 года чистое доформирование резервов на возможные потери по банковскому сектору составило 375 млрд руб. (в I квартале 2019 года отмечалось чистое восстановление резервов на сумму 106 млрд руб., которое было обусловлено эффектом от применения корректирующих проводок по МСФО-9). При этом в отличие от I квартала 2019 г. положительная величина корректирующих проводок<sup>23</sup> не компенсировала досоздание резервов в II квартале и оказала значительно меньшее влияние на прибыль банковского сектора. В результате досоздание резервов стало фактором снижения прибыли в II квартале 2019 г. (Рисунок 64).

Чистый процентный доход (ЧПД) во II квартале 2019 г. (740 млрд руб.) продолжил плавное снижение как относительно I квартала 2019 г. (752 млрд руб.), так и относительно результатов годичной давности (785 млрд руб.). При этом основной вклад в снижение размера ЧПД внесло снижение процентных доходов, хотя изменение ставок по кредитам было незначительным. Это может быть вызвано тем, что из доходной базы банков уходят/погашаются кредиты, выдававшиеся два-три года назад по более высоким, чем сейчас ставкам. Дополнительно более низкий ЧПД относительно I квартала 2019 г. может частично объясняться практикой некоторых банков (в попытке снизить нагрузку на капитал) по занижению ПСК и компенсации занижения через увеличение комиссий и прочих платежей. Так, комиссионный доход в II квартале 2019 г. вырос на фоне бума необеспеченного потребительского кредитования. Кроме того, Банк России с 1 апреля в очередной раз повысил коэффициенты риска по таким кредитам, что могло усилить эту тенденцию.

<sup>23</sup> В рамках перехода банков на МСФО 9 банки стали обязаны учитывать некоторые активы по справедливой стоимости, а ранее излишне сформированные резервы распустить. Этот фактор обеспечил основной вклад в понижательные корректировки РВПС, которые по итогам I квартала обеспечили рост текущего размера прибыли на 360 млрд руб., что по эффекту на размер прибыли перекрыло эффект от создания РВПС по обычным механизмам ухудшения качества кредитного портфеля на сумму около 240 млрд рублей.

В дальнейшем динамика ЧПД будет находиться под влиянием двух разных факторов. С одной стороны, произошедшие снижения ключевой ставки должны способствовать снижению ЧПД. С другой стороны, должен начать сказываться эффект по уже произошедшему замещению кредитов новыми (на протяжении I - II кварталов 2019 годов), выданными по более высоким ставкам.

**Рисунок 64. Факторы формирования прибыли, млрд руб.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### О прибыли банковского сектора в первом полугодии 2019 года

В первом полугодии прибыль банковского сектора превысила 1 трлн руб. (против 634 млрд. руб. в январе-июне 2018 года). Тем не менее, текущий размер прибыли не выглядит избыточным.

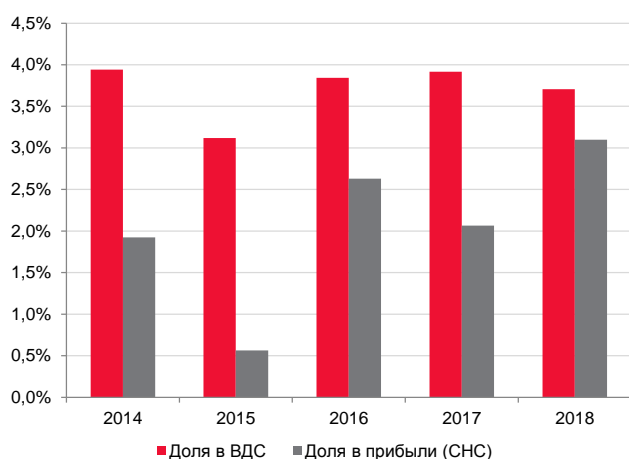
Доля банков в объеме валовой прибыли по СНГ сопоставима с долей создаваемой ими добавленной стоимости (Рисунок 14). Это значит, что увеличение прибыли банковского сектора не сдерживает рост прибыли в других секторах экономики. Более того, помимо непосредственного создания добавленной стоимости в банковском секторе, банки косвенно способствуют созданию добавленной стоимости в экономике через финансовое посредничество.

Прибыль является основным источником пополнения капитала для банков в России. Ее динамика крайне проциклична, то есть растет быстрее других секторов экономики в фазе экономического роста, и падает тоже быстрее – в периоды спада. Между тем банкам необходимо соблюдать нормативы достаточности капитала для поддержания финансовой устойчивости, в том числе и в кризисные периоды. Поэтому банки в хорошие времена должны накапливать подушку безопасности (капитала), чтобы иметь возможность безболезненно проходить через сложные периоды (Рисунок 15).

Кроме того, увеличение объемов кредитования требует от банков создания капитала. В этом смысле, возможность банковского сектора генерировать прибыль служит залогом

роста кредитования. Например, для сохранения норматива Н1.0 на текущем уровне<sup>24</sup> рост кредитного портфеля нефинансовых организаций и физических лиц на 10% (примерно 5 трлн. руб.) по грубым оценкам требует роста капитала (то есть создания прибыли) на 0,6 трлн рублей. При этом нужно учитывать, что банки платят дивиденды (минус из прибыли, которая может пойти на капитализацию), а также могут наращивать другие виды активов, что тоже требует капитала.

**Рисунок 65. Доля банковского сектора в добавленной стоимости и прибыли, %**



Источник: Росстат.

**Рисунок 66. Прибыль банковского сектора, % ВВП**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Часть роста прибыли в этом году вызвана разовыми техническими причинами – например, переходом банковского сектора на МСФО-9. Банки стали обязаны учитывать некоторые активы по справедливой стоимости, а сформированные ранее излишние резервы по ним распустить. Этот фактор обеспечил основной вклад в понижительные корректировки РВПС<sup>25</sup>, которые по итогам I квартала обеспечили рост текущего размера прибыли на 357 млрд руб. (но были частично перекрыты созданием резервов, связанным с традиционным каналом роста резервов по растущему портфелю). В II квартале размер таких корректировок составил только 68 млрд рублей.

<sup>24</sup> 12,1% на 01.06.2019 года.

<sup>25</sup> Резервы на возможные потери по ссудам.

## 1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

### 1.3.1. Вероятность смягчения монетарной политики в США и еврозоне растет

- Глава ФРС США Дж. Пауэлл в начале июля допустил снижение ключевой ставки в ответ на возросшую экономическую неопределенность и рост свидетельств того, что она сдерживает рост американской экономики. Вышедшие после выступления сильные отчеты по рынку труда и инфляции не повлияли на ожидания рынка, который в преддверии заседания ФРС 31 июля ждал два-три снижения ключевой ставки до конца 2019 года. Однако заявления главы ФРС по итогам июльского заседания, на котором, как и ожидалось, ставка была понижена на 25 б.п., могут все же привести к корректировке ожиданий по дальнейшей динамике ставки на горизонте одного-двух лет.
- Рост промышленности в еврозоне в мае носит краткосрочный характер – ряд опережающих индикаторов продолжает сигнализировать о проблемах в отрасли. ЕЦБ допустил возможность нового смягчения ДКП в ближайшем будущем.
- В II квартале рост экономики Китая замедлился на 0,2 п.п., до 6,2% г/г. От большего замедления экономику удержала сильная июньская статистика. Дальнейшее замедление роста экономики, вероятно, приведет к дополнительному экономическому стимулированию со стороны правительства и НБК. Поэтому можно ожидать большего ослабления бюджетной политики, чем планировалось в начале года, а также дальнейшего ускорения роста кредитования.

#### **США: рынок ждал снижения ставки ФРС в июле**

Заключение торгового перемирия<sup>26</sup> с Мексикой и приостановившееся после саммита G20 обострение торговой войны с Китаем несколько улучшили настроения на рынках. Этому способствовала и смена парадигмы ФРС США, которая на своем июньском заседании сначала отказалась от «терпеливого подхода» в проведении монетарной политики, а позднее Дж. Пауэлл, выступая в Конгрессе в начале июля, практически явно допустил снижение ставки на ближайшем заседании. По его словам, уже на июньском заседании многие члены Комитета «видели необходимость в более мягкой монетарной политике», и «неопределенность относительно торговой сделки и замедления глобальной экономики продолжают сдерживать рост экономики США». По его мнению,

<sup>26</sup> Акцент в рамках соглашения был сделан на принятии мер, ограничивающих роль Мексики как транзитной страны для потока нелегальных мигрантов в США из государств Латинской Америки. В частности, Мексика впредь обязуется официально приоритизировать охрану своей южной границы, отправив туда дополнительно 6 тыс. военнослужащих. Дополнительные усилия будут направлены на задержание нелегальных мигрантов уже непосредственно на территории страны. Кроме того, мексиканские власти приняли на себя обязательство снять дневные ограничения по предоставлению убежищ лицам из Латинской Америки, что снимает связанную с этим миграционную нагрузку на США.

экономика все еще демонстрирует сильный рост – снижение средних темпов создания новых рабочих мест в текущем году по сравнению с прошлым не является значимым, а потребительские расходы вновь растут солидными темпами. Тем не менее отмечается замедление роста инвестиций в основной капитал, которое может отражать опасения компаний по поводу неопределенности в торговых переговорах и перспективах роста глобальной экономики. Кроме того, в I и II кварталах 2019 года отмечается снижение жилищного строительства и выпуска в обрабатывающих отраслях, а инфляция остается устойчиво ниже цели регулятора.

Согласно Дж. Пауэллу, в базовом прогнозе ФРС США ждет сохранения уверенного роста ВВП, сильного рынка труда и возвращения инфляции к 2%-ной цели. Таким образом, снижение ставки – своего рода страховка против понижательных рисков на фоне неопределенности, которая, согласно его мнению, выросла за последнее время.

Примечательно, что вышедшая после этого заявления сильная макроэкономическая статистика не поставила под сомнение возможность снижения ставки уже на июльском заседании. Так, рост рабочих мест вне сельского хозяйства в июне на 224 тыс. единиц (по сравнению с 72 тыс. новых мест в мае) заметно превзошел ожидания многих экономистов. Безработица осталась вблизи 50-летнего минимума – на уровне 3,7%. Данные по среднечасовой оплате труда (рост – на 0,2% м/м и на 3,1% г/г) также оказались в целом позитивными и лишь символически разошлись с ожиданиями рынка.

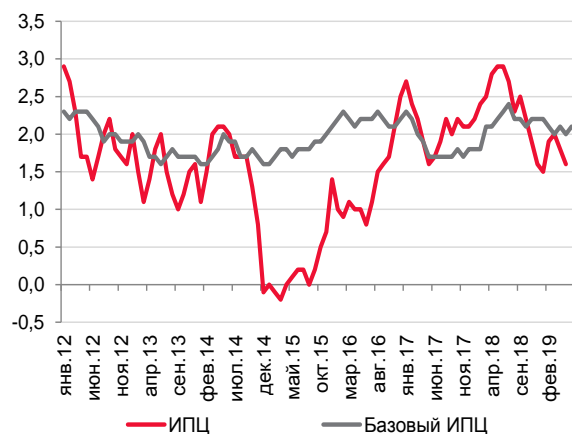
В июне рост потребительских цен составил 0,1% м/м, 1,7% г/г. Базовая инфляция выросла на 0,3% м/м и в годовом выражении ускорилась с 2 до 2,1% г/г. (Рисунок 67). Ускорение было обусловлено удорожанием ряда продуктов и услуг, которое не связано с введенными тарифами на китайский импорт. В частности, значительно выросли цены на поддержанные автомобили и одежду (большая часть соответствующего импорта из Китая еще не попала под действие торговых пошлин), а также мебель, услуги по ее ремонту и услуги садоводства. Возможно, рост цен в соответствующих секторах является проявлением нарастающей напряженности на рынке труда, которая сказывается пока лишь в некоторых секторах с преимущественно невысокооплачиваемыми работниками. Тарифы и рост цен на нефть могут поддерживать динамику роста цен на повышенном уровне в ближайшие месяцы.

Сильные данные вышли также по розничным продажам (+0,7% м/м в июне и положительный пересмотр данных за апрель–май, который выводит рост потребления на уровень около 4% в аннуализированном виде в II квартале после 0,9% saar в I квартале) и промышленности (+0,4% м/м в обработке – самый высокий рост с декабря 2018 г.).

По итогам заседания 30-31 июля ФРС США принял решение снизить ключевую ставку на 25 б.п., как и ожидали участники рынка. При этом ФРС решил остановить сокращение своего баланса уже 1 августа, чуть раньше, чем планировалось прежде. Результаты пресс-конференции главы Дж. Пауэлла по итогам заседания могут заставить участников рынка пересмотреть свои ожидания относительно дальнейших действий ФРС. В частности, он указал, что ФРС произошедшее снижение ставки рассматривает

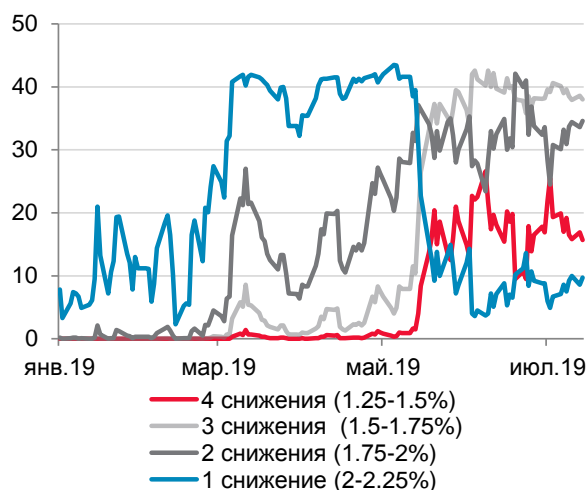
как небольшую корректировку в середине экономического цикла, а не начало длинного цикла смягчения денежно-кредитной политики.

**Рисунок 67. Динамика инфляции в США, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 68. Вероятность значений ключевой ставки по итогам декабрьского заседания ФРС США, %\***



Источник: Bloomberg Finance L.P.

\* - данные на 30.07.2019

### Еврозона: ЕЦБ готов к новому раунду монетарного стимулирования.

Промышленное производство выросло в мае во всех ключевых экономиках еврозоны. Однако говорить о развороте негативного тренда пока преждевременно. О сохраняющихся проблемах в промышленности свидетельствует ряд опережающих опросных индикаторов за июнь (Рисунок 69). После небольшого роста в мае оценки текущей экономической ситуации ухудшились как в промышленности, так и в секторе услуг. Особо сильное падение уверенности предпринимателей в июне наблюдалось в ФРГ: индекс деловой активности IFO снизился до минимума с ноября 2014 г., а индекс экономических настроений ZEW упал в июне до минимума за последние полгода.

Пессимизм вызван сразу рядом факторов, большинство из которых носит внешний для экономики еврозоны характер. К ним относятся неопределенность последствий Brexit, внешние риски торговых войн, введения новых тарифов со стороны США, а также падение мирового спроса, в частности на продукцию автомобильной отрасли.

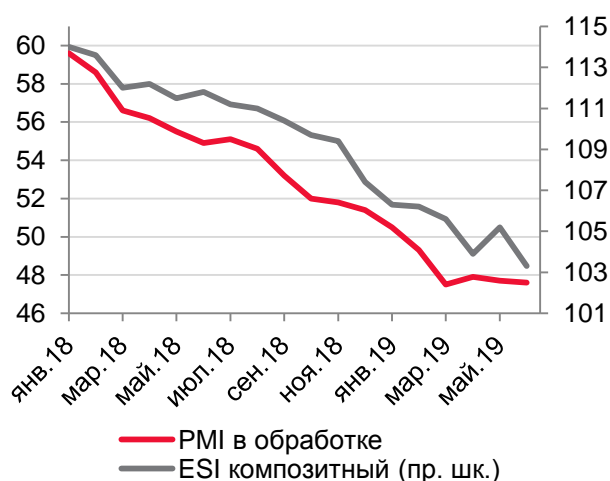
Преобладание негативных ожиданий не способствует нарастанию инфляционного давления и/или активизации экономической активности. Июньская инфляция в еврозоне все еще находится на низком уровне (1,2% г/г) по сравнению с целью регулятора («ниже, но близко к 2%»), а БИПЦ составил лишь 1,1% г/г (Рисунок 70).

Устойчиво низкая инфляция и снижающиеся долгосрочные инфляционные ожидания ставят вопрос о необходимости очередной поддержки монетарных властей. В связи с этим ЕЦБ изменил риторику и допустил смягчение монетарной политики в ближайшем будущем, если экономическая ситуация не поменяется. Так, М. Драги на вы-



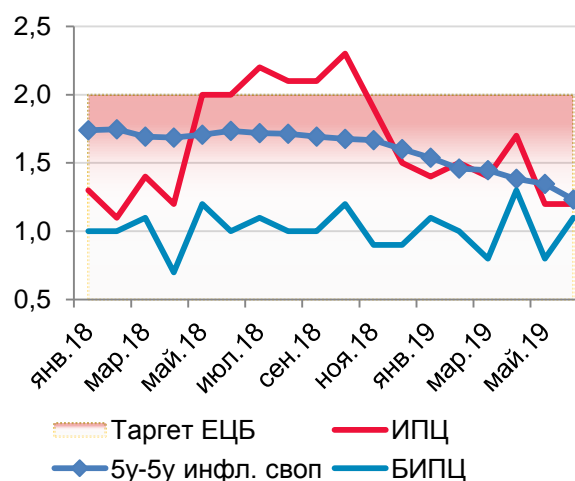
ступлении на ежегодной конференции ЕЦБ в Синтре допустил как снижение ставок, так и возобновление QE и возможность кратковременного превышения инфляцией цели в будущем. Выдвижение кандидатуры Кристин Лагард на должность новой главы ЕЦБ<sup>27</sup> не должно кардинально изменить мягкую риторику регулятора. Поэтому рынок ожидает снижения ставки по депозитам ЕЦБ уже на осенних заседаниях.

**Рисунок 69. Индексы экономической активности еврозоны, пункты**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 70. Инфляция и инфляционные ожидания в еврозоне, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

### **Китай: замедление роста экономики продолжается, несмотря на хорошие результаты июня**

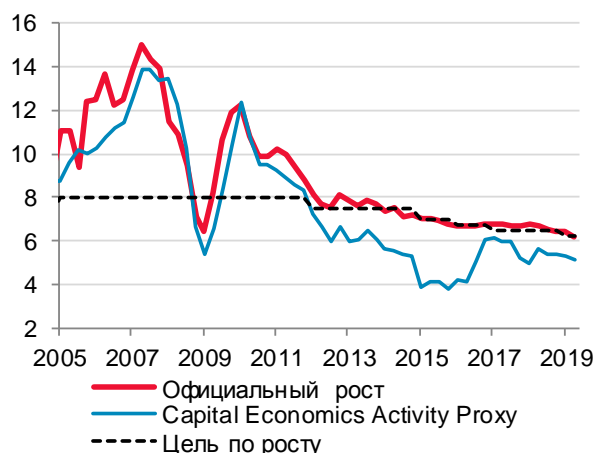
По итогам II квартала рост экономики Китая замедлился на 0,2 п.п., до 6,2% г/г (Рисунок 71). Данная динамика является стандартной для других стран, но относительно высокой для Китая: за последние пять лет это всего третий случай, когда изменение по сравнению с предыдущим кварталом превысило 0,1 процентного пункта.

Уже традиционно большинство аналитиков скептически относятся к официальной статистике. Так, альтернативные оценки Capital Economics демонстрируют схожую динамику показателя роста экономики Китая, но при этом его существенно более низкий уровень (Рисунок 71). Оценки Bloomberg показывают заметно большее замедление роста экономики в II квартале (Рисунок 72).

От большего замедления роста экономику Китая удержала сильная июньская макростатистика. Значительно ускорился рост и промышленного производства, и инвестиций в основной капитал, и розничных продаж (Рисунок 72). Вероятно, по аналогии с последним месяцем предыдущего квартала данная динамика будет краткосрочной и в июле мы увидим более привычную динамику. По крайней мере динамика как официального, так и Caixin PMI позволяет это ожидать.

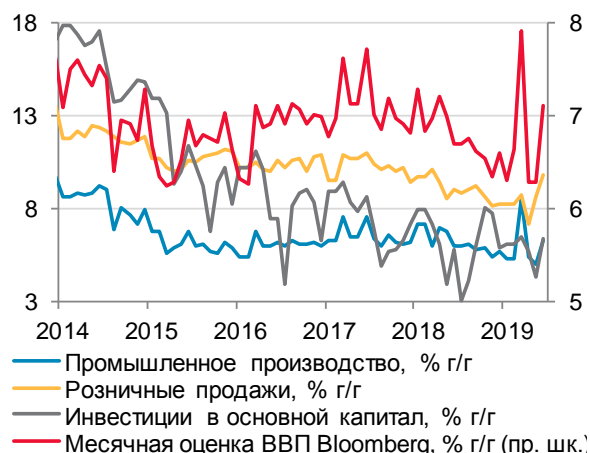
<sup>27</sup> Вступает в должность предположительно 1 ноября 2019 года.

Рисунок 71. Показатели роста экономики Китая



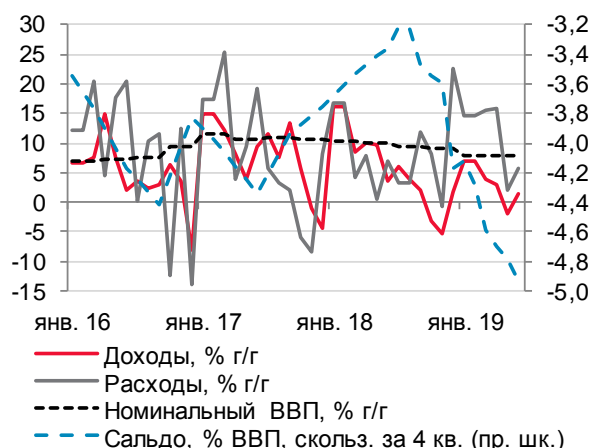
Источники: Bloomberg Finance L.P., Capital Economics.

Рисунок 72. Основные макроэкономические показатели Китая



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

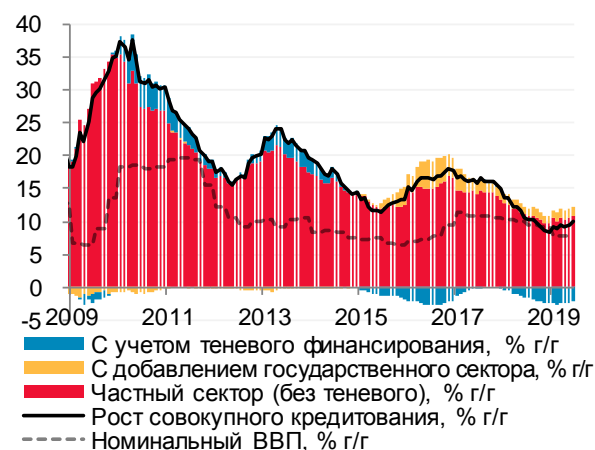
Рисунок 73. Показатели консолидированного бюджета Китая\*, % ВВП



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

\* Без учета внебюджетных фондов.

Рисунок 74. Рост кредитования экономики в Китае



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

Ускорение замедления роста экономики несет минимальные риски для достижения цели по росту в текущем году (6,0–6,5% г/г), но, вероятно, нежелательно для властей с точки зрения концепции контролируемого замедления роста, а также сохраняющейся цели удвоения ВВП в течение десятилетия к 2020 г. (в 2020 г. потребуется рост не менее 6,0% г/г).

Экономика по-прежнему получает значительную поддержку из бюджета. При этом и текущая статистика (рост расходов стабильно существенно опережает рост доходов – Рисунок 73), и заявления властей позволяют ожидать большего ослабления бюджетной политики, чем показывают плановые показатели на текущий год. Вопрос в том, будет это сделано за счет балансовых или забалансовых операций.

Также продолжает ускоряться рост совокупного кредитования экономики (Рисунок 74). Хотя сокращение объемов теневого финансирования по-прежнему происходит, это

компенсируется ускорением роста частного и государственного кредитования. Меры монетарных властей позволяют ожидать развития динамики, хотя размер стимула пока, вероятно, будет существенно ниже, чем в предыдущие кредитные циклы.

### 1.3.2. Финансовые рынки позитивно восприняли смягчение риторики центральных банков

- Значительное смягчение риторики центральных банков развитых стран и обещания по снижению ставки и расширению стимулирующих программ привели к росту спроса как на защитные, так и на рискованные активы.
- Текущая динамика рынков указывает на то, что участники рынка считают, что ожидаемое смягчение денежно-кредитной политики позволит стабилизировать динамику мировой экономики, которая продолжает замедляться. Если усилия центральных банков окажутся недостаточными, ситуация на рынках, в том числе в странах с формирующимися рынками, может значительно ухудшиться.
- Динамика российских финансовых рынков в целом соответствовала глобальным тенденциям. Возврат лимитов размещения на аукционах ОФЗ привел к снижению кривой доходности. Минфин воспользовался значительным улучшением конъюнктуры на мировых рынках и доразместил еврооблигации на 2,5 млрд. долл. США.
- Временная волатильность курса рубля опустилась до минимальных значений с момента перехода к режиму плавающего валютного курса, чему способствуют как внутрироссийские факторы (проводимая макроэкономическая политика, включая действие бюджетного правила), так и внешние (приток капитала в страны с формирующимися рынками и общее снижение волатильности на мировых финансовых рынках).
- Российские финансовые рынки нейтрально отреагировали на ожидавшееся решение Банка России снизить ключевую ставку на 25 базисных пунктов.

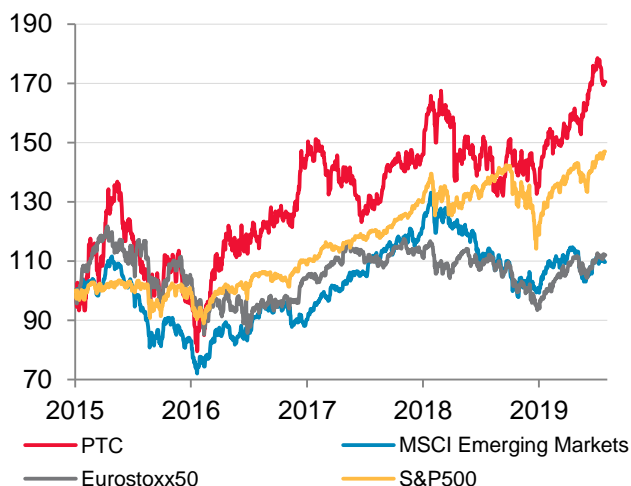
#### Глобальные рынки

Основной темой, определявшей динамику мировых финансовых рынков в первой половине лета, стало значительное смягчение риторики центральных банков развитых стран, прежде всего ФРС США и ЕЦБ. Регуляторы дали понять, что они в скором времени намерены приступить к снижению ставок и расширению стимулирующих мер (в случае ЕЦБ).

Такие заявления привели к росту спроса как на защитные, так и на рискованные активы. Доходности гособлигаций развитых стран обновили многолетние, а в некоторых случаях и исторические, минимумы. Объем облигаций с отрицательной доходностью превысил 13 трлн долл. США, при этом высока вероятность, что некоторые корпоративные облигации, номинированные в евро, скоро присоединятся к этому пулу.

На фоне снижения базовых доходностей в том же направлении двигались и доходности в странах с формирующимися рынками, как в национальной, так и в иностранной валюте. Приток капитала привел к укреплению валют этой группы стран.

**Рисунок 75. Динамика индексов акций (январь 2015 = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

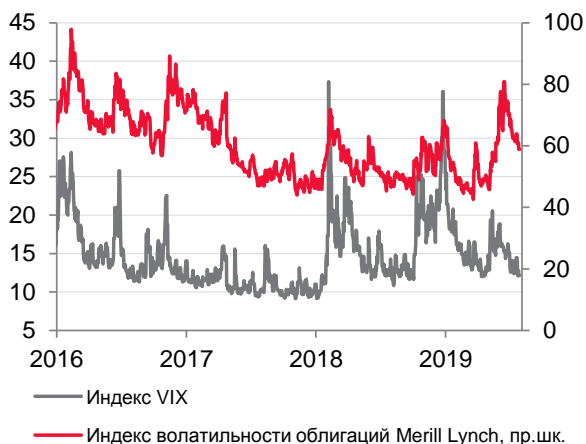
**Рисунок 76. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

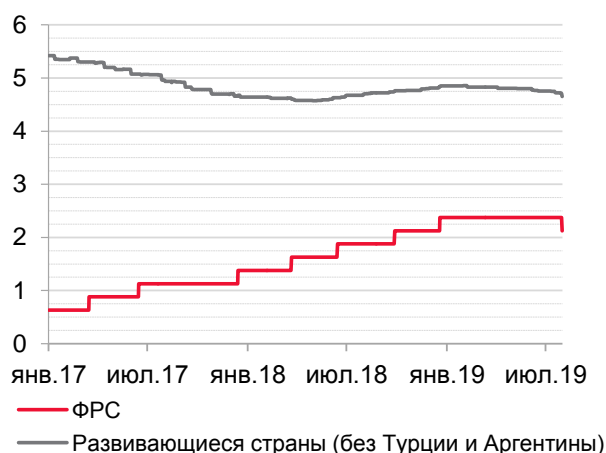
Вслед за сильными смягчением риторики ФРС и ЕЦБ изменились и настроения центральных банков многих стран с формирующимися рынками. Многие из них приступили к смягчению политики или дали сигналы о возможном снижении ставки на ближайших заседаниях<sup>28</sup>. В их числе была Турция, где центральный банк, возглавляемый с начала июля М. Уйсалой, снизил ставку сразу на 425 б.п. с 24% до 19,75%. Снижение ставки было прогнозируемым, однако большинство участников рынка ожидало меньшего шага. Впрочем, реакция рынков на это решение оказалась в целом спокойной.

**Рисунок 77. Динамика индексов волатильности**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 78. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых**



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

<sup>28</sup> Центральные банки Чили, ЮАР, Индонезии, Индии, Турции, Южной Кореи, Сербии и России снизили ставки в июне-июле.

Позитивная динамика рисков и защитных активов на фоне продолжающегося замедления роста мировой экономики указывает на то, что участники рынка верят, что ожидаемых действий центральных банков развитых стран хватит для того, чтобы предотвратить дальнейшее замедление роста и скатывание в глобальную рецессию. Если смягчения денежно-кредитной политики окажется недостаточно, ситуация на мировых финансовых рынках может значительно ухудшиться, в том числе страны с формирующимися рынками могут столкнуться со значительным оттоком капитала.

### **Российские рынки**

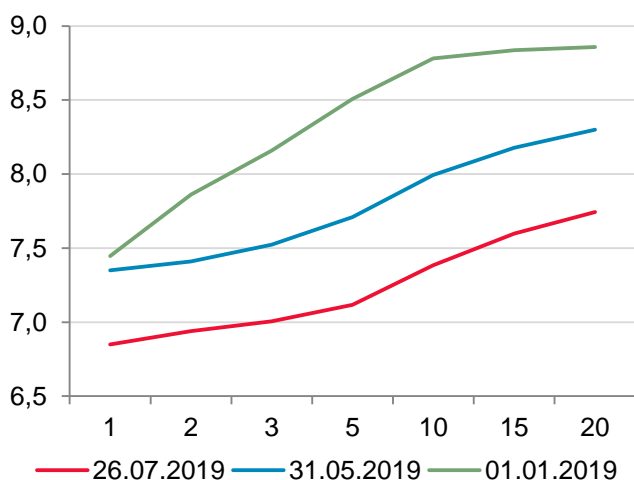
Динамика российских финансовых рынков в целом определялась глобальными факторами и оказалась схожей с другими странами с формирующимися рынками. Российская риск-премия CDS по итогам первой половины лета снизилась до минимального уровня с середины 2008 года, который наблюдался непосредственно перед проявлением острой фазы мирового финансового кризиса 2008-2009 годов. Примерно такую же динамику продемонстрировали риск-премии других стран с формирующимися рынками: мягкая риторика центральных банков развитых стран способствовала переоценке рисков стран с формирующимися рынками и притоку капитала.

Возврат практики лимитирования объема размещения ОФЗ на аукционах наряду с продолжавшимся в июне притоком капитала на российский облигационный рынок привели к снижению доходности российских госбумаг. Минфин также воспользовался благоприятной конъюнктурой внешних рынков, доразместив еврооблигации объемом 2,5 млрд долл. США.

Временная волатильность курса рубля опустилась до минимальных значений с момента перехода к режиму плавающего валютного курса, чему способствуют как внутрироссийские (проводимая консервативная макроэкономическая политика, включая действие бюджетного правила), так и внешние (приток капитала в страны с формирующимися рынками и общее снижение волатильности на мировых финансовых рынках) факторы.

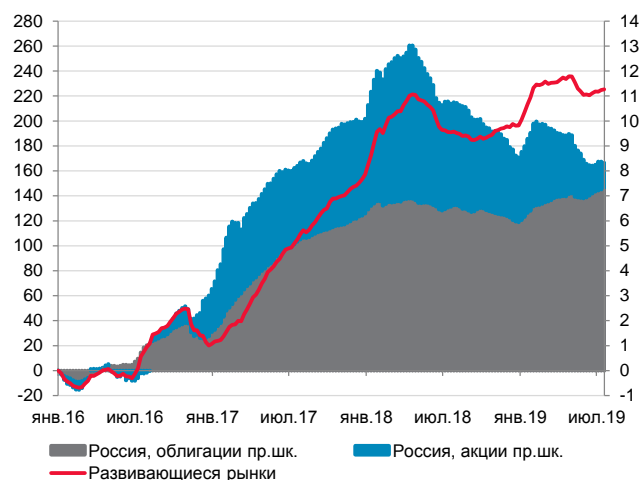
Российские финансовые рынки отреагировали на решение Банка России снизить ключевую ставку до 7,25% нейтрально, поскольку оно было ожидаемым. Ослабление рубля в конце торгового дня пятницы, 26 июля, соответствовало глобальным тенденциям, сопровождавшимся ослаблением большинства валют стран с формирующимися рынками (СФР) к ведущим мировым валютам.

**Рисунок 79. Кривая доходности ОФЗ, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 80. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд. долл., накопленным итогом с начала 2016 года**



Источник: EPFR.

**Рисунок 81. Волатильность курса рубля и цены нефти**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 82. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



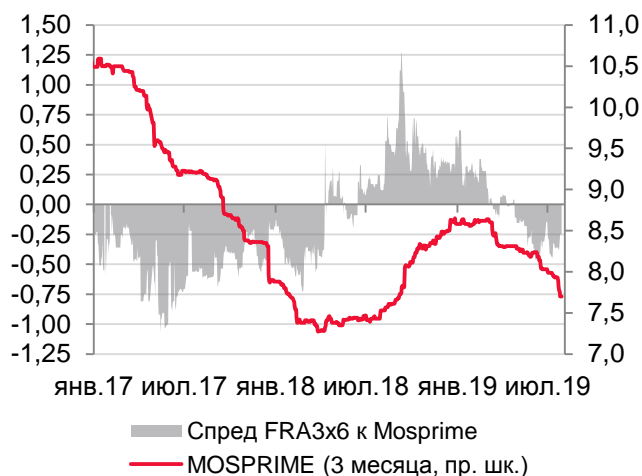
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 83. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 84. Спред FRA3x6 к ставке Mosprime на 3 месяца, п.п.**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

### 1.3.3. Перспективы балансировки рынка нефти ухудшились

- В июне – первой половине июля нефтяные цены двигались в широком коридоре под влиянием выросших геополитических рисков и продления сделки ОПЕК+ на 9 месяцев, с одной стороны, и ухудшения перспектив балансировки рынка – с другой.
- Выполнение сделки ОПЕК+ во многом зависит от готовности Саудовской Аравии принять на себя выполнение обязательств членов ОПЕК+, которые не в полной мере придерживаются установленных квот.
- Июльские отчеты ведущих международных организаций указывают на ухудшение перспектив балансировки рынка из-за снижения прогнозов по росту спроса на нефть вследствие замедления мировой экономики и опережающего прогнозы роста добычи нефти вне стран ОПЕК+ (прежде всего США).
- Минэнерго США ожидает в среднесрочном периоде стабилизации коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР вблизи пятилетнего среднего уровня при цене нефти Brent на уровне 67 долл. США/баррель.

За период с начала июня до 19 июля индекс цен сырьевых товаров Bloomberg вырос на 2%: цены энергетических товаров практически не изменились, промышленных и драгоценных металлов – выросли на 5 и 9%, а сельскохозяйственных товаров – снизились на 2% (Рисунок 85). Цена нефти Urals, по данным Bloomberg, уменьшилась на 6%, до 62 долл. США/барр., прежде всего из-за роста рисков на стороне спроса и ухудшения перспектив балансировки рынка, а также образования дисконта к цене Brent (на северном направлении) (Рисунок 86). Последнее стало следствием снижения до-

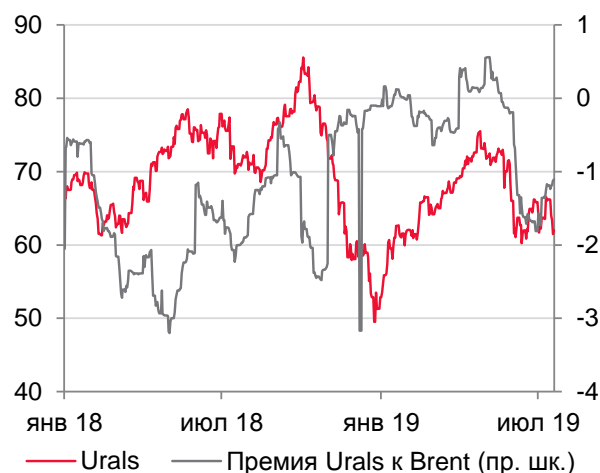
верия к качеству российской нефти после загрязнения нефтепровода «Дружба», которое не смогло компенсировать сохраняющийся повышенный спрос на сернистую нефть.

**Рисунок 85. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2016 = 100%)**



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

**Рисунок 86. Цена нефти Urals и премии Urals к Brent, долл. США/барр.**



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

Страны ОПЕК+ согласовали продление квот на 9 месяцев, до конца марта 2020 года. Соглашение предусматривает сокращение суточной добычи относительно уровня октября 2018 г. на 0,8 млн барр. 11 странами ОПЕК и на 0,4 млн барр. 10 странами, не входящими в картель. Оно не распространяется на Венесуэлу, Иран и Ливию. Также страны-участники подписали хартию о долгосрочном сотрудничестве<sup>29</sup>. Тем не менее текущее следование странами соглашению неравномерно. Все страны ОПЕК+ можно условно разделить на: 1) добывающие больше квот; 2) добывающие меньше квот в силу естественного падения добычи или перебоев в добыче; 3) строго следующие квотам при возможности добывать существенно больше; 4) добровольно добывающие существенно ниже квот. В последней группе одна страна – Саудовская Аравия, в третьей группе – Кувейт, ОАЭ, Оман, Бахрейн и Россия. Остальные 15 стран обращают мало внимания на квоты (правда, их доля в общей добыче стран, на которые распространены квоты, немногим более 1/3). Соответственно, очень многое в сделке зависит от готовности Саудовской Аравии брать на себя выполнение обязательств других стран. По предварительным оценкам Bloomberg, в июне она дополнительно сократила дневную добычу на 0,1 млн барр., компенсировав растущее отклонение от установленных квот стран из первой группы (красный и серый столбцы на Рисунок 87) и повысив степень следования своей квоте до 280%, а квоте стран ОПЕК-11<sup>30</sup> – до 117%.

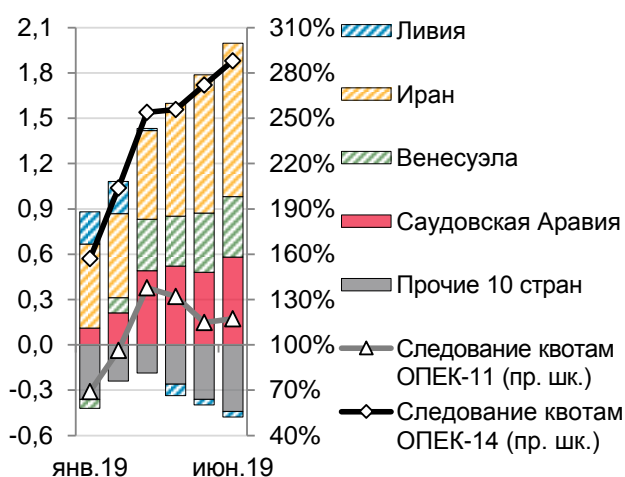
Добыча в России в июне немного восстановилась после майского провала из-за загрязнения нефтепровода «Дружба», но в среднем за месяц осталась ниже уровня квоты (Рисунок 88).

<sup>29</sup> Первые квоты в рамках соглашения ОПЕК+ начали действовать с начала 2017 года.

<sup>30</sup> Без Венесуэлы, Ирана и Ливии.



**Рисунок 87. Степень следования квотам ОПЕК (положительное значение показывает превышение квот), млн барр. в день и %**



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

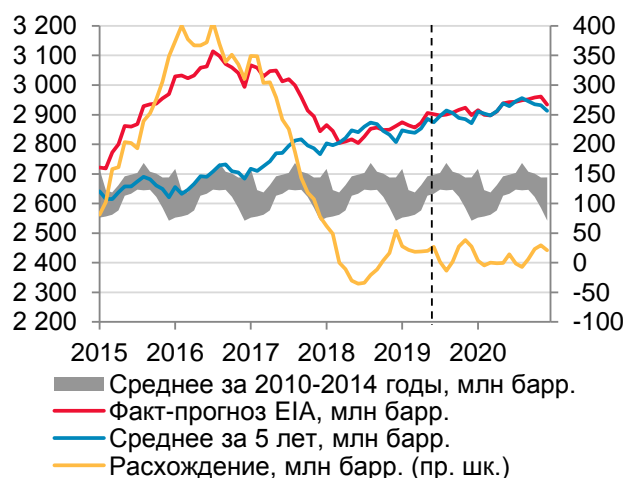
**Рисунок 88. Добыча нефти в России**



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

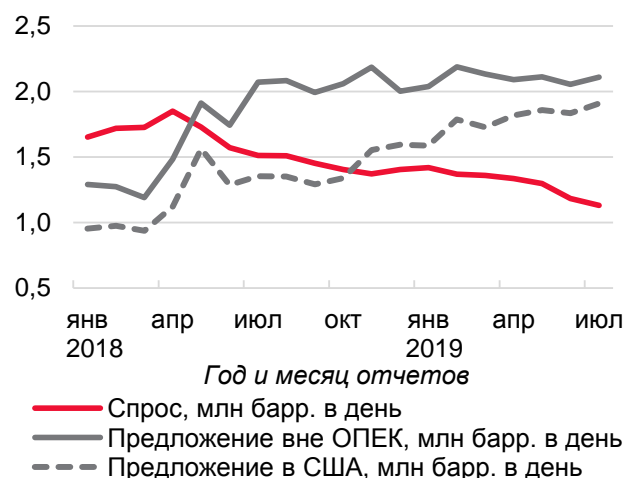
Июльские отчеты ведущих международных организаций (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК) вызвали давление на нефтяные цены. Предварительные оценки за июнь и II квартал в целом оказались заметно хуже ожиданий. Так, производство жидкого топлива в июне оказалось на 0,75 млн барр. в день выше относительно прогноза EIA (прежде всего вне ОПЕК), а потребление на 0,25 млн барр. ниже (прежде всего в США). Вследствие этого расхождение динамики коммерческих нефтяных запасов ОЭСР с пятилетней средней величиной продолжилось (Рисунок 89).

**Рисунок 89. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 90. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2019 г. в месячных отчетах ведущих организаций (в среднем по EIA, МЭА, ОПЕК)**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

Перспективы балансировки рынка также ухудшились. Прогноз спроса EIA в очередной раз ухудшен, производства – скорректирован вверх (Рисунок 90). Продление соглашения ОПЕК+ не позволит полностью убрать излишек нефти ни в 2019, ни в 2020

году. В частности, EIA больше не ожидает существенного дефицита жидкого топлива в каком-либо из кварталов на прогнозном горизонте до 2020 г. (Рисунок 91). Однако вместе с тем EIA по-прежнему не ожидает и существенного роста запасов, фактически исходя из продолжения политики ОПЕК+, направленной на таргетирование коммерческих нефтяных запасов ОЭСР около пятилетнего среднего уровня. Прогноз EIA цены нефти Brent на ближайшие годы не изменился – 67 долл./баррель.<sup>31</sup>

**Рисунок 91. Основные показатели рынка жидкого топлива**



Источник: EIA.

Некоторую поддержку нефтяным ценам оказывали также геополитический и природный факторы, носящие во многом временный характер. Танкерная война Ирана с политическими конкурентами перерастает в захваты танкеров с сырьем. В свою очередь на побережье США обрушился сильный ураган «Барри», который вызвал остановку добычи объемом свыше 0,6 млн барр. в день и стал серьезной угрозой для большого числа нефтеперерабатывающих предприятий США.

<sup>31</sup> EIA сохраняет эту предпосылку с майского отчета.

## 2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

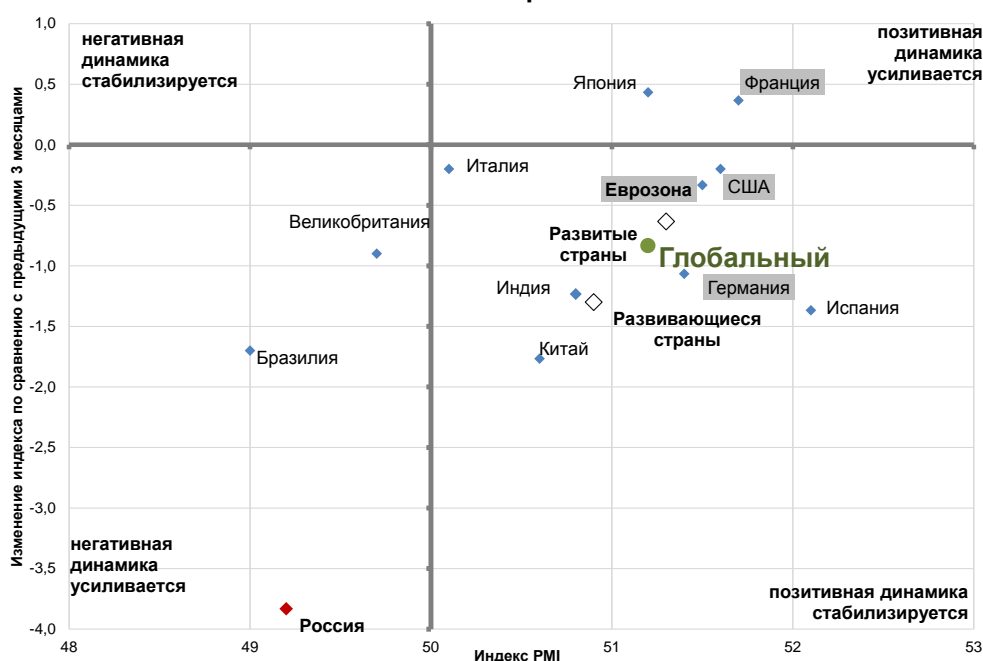
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Обрабатывающая промышленность в США на грани рецессии

Предварительные оценки индекса PMI в июле 2019 г. в крупнейших развитых странах указывают на дальнейшее ухудшение ситуации в обрабатывающих отраслях (Рисунок 92, выделено серым). Сектор услуг пока остается драйвером роста, но устойчивость роста на фоне падения экспорта и роста неопределенности под вопросом.

В США сводный индекс PMI незначительно вырос (с 51,5 до 51,6 п.п.) целиком за счет улучшения ситуации в сфере услуг (с 51,5 до 52,2 п.п.). Рост деловой активности в секторе поддерживает сильный потребительский спрос. Ситуация в обрабатывающей промышленности продолжила ухудшаться – индекс PMI достиг 50 п.п., а PMI по выпуску сократился до 48,9 п.п. (после 51,2 п.п.), показав самое стремительное сокращение за последние 10 лет. Кроме того, в обработке отмечено сокращение занятости (впервые за последние 6 лет) и новых экспортных заказов (максимальными темпами с апреля 2016 г.). Компании находятся под негативным влиянием экономической неопределенности, прежде всего из-за торговой войны, и демонстрируют нерасположенность к риску. Бизнес-ожидания снизились до минимума с 2012 г., когда такая статистика начала собираться. Это говорит о рисках дальнейшего замедления роста деловой активности как в секторе услуг, так и экономики в целом.

Рисунок 92. Динамика композитного индекса PMI за июль и изменение к среднему значению за апрель–июнь



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

В еврозоне сводный индекс PMI возобновил снижение (51,5 п.п. после 52,2 п.п.) за счет углубления рецессии в обрабатывающих отраслях (46,4 п.п. после 47,6 п.п.). Соответствующий индекс в Германии опустился до 43,1 процентного пункта. Рост деловой активности в сфере услуг в еврозоне также несколько замедлился: 53,3 п.п. после 53,6 процентного пункта. Разница между динамикой обрабатывающих отраслей и сферой услуг увеличилась до максимума с апреля 2009 года. Еврозона находится под влиянием крайне негативной тенденции падения экспортных и внутренних заказов в секторе обрабатывающих отраслей. Бизнес-ожидания в секторе продолжают ухудшаться (минимум за 4,5 года). Текущие значения сводного PMI согласуются с ростом ВВП только на ~ 0,1–0,2% к/к и риском рецессии в Германии.

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

### 2.2.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики во II квартале остался ниже потенциала

- По итогам вышедшей к 18 июля статистики оценка прироста ВВП во II квартале 2019 г. была понижена до 0,1–0,2% к/к SA. Таким образом, квартальный прирост окажется в положительной области, но останется ниже своего потенциального уровня.
- По мере выхода краткосрочной статистики в течение апреля–июня нами фиксировалось последовательное снижение индексной оценки ВВП во II квартале. В целом это говорит о том, что макроданные за последние месяцы оказались несколько хуже ожиданий в начале 2019 года.
- При этом следует отметить, что индексная оценка ВВП, построенная на базе ДФМ-модели, может не в полной мере или с небольшим запаздыванием улавливать временные факторы, которые определяют текущее замедление роста (в частности, негативный эффект от повышения ставки НДС и значительное запаздывание в финансировании бюджетных расходов по сравнению с обычной сезонностью).
- Мы по-прежнему ожидаем постепенного ускорения роста ВВП во втором полугодии. В III – IV кварталах экономика будет расти темпами в 0,3% к/к SA, которые близки к потенциальному уровню. При этом возможен более быстрый рост ВВП, по причине того, что модель может не до конца учитывать ожидаемый разворот в положительную сторону динамики временных факторов, которые ранее были негативными и сдерживали рост в первом полугодии.
- Приведенные оценки квартальных темпов прироста ВВП предполагают рост ВВП по итогам 2019 года вблизи нижней границы интервала прогноза Банка России (1,0 – 1,5%).

	Июль % к/к SA	Июнь % к/к SA
II квартал 2019 года	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3
III квартал 2019 года	0,3	0,3
IV квартал 2019 года	0,3	0,4

### 2.2.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: переход к нейтральной ДКП ожидается в начале 2020 года

- В июле ожидания аналитиков по ключевой ставке на 2019-2020 гг. продолжили снижаться (Рисунок 93). Ключевую роль в этом сыграли сигналы о смягчении ДКП, данные после июньского заседания.
- По нашему мнению, новая траектория консенсус-прогноза учитывает решение Совета директоров Банка России 26 июля о снижении ставки до 7,25% годовых, хотя опрос и проводился до заседания. Это связано с тем, что снижение ставки на 25 б.п. на июльском заседании ожидалось подавляющим числом аналитиков. Текущий консенсус-прогноз предполагает снижение ключевой ставки еще на 25 б.п. до конца года и переход в диапазон имеющихся оценок «нейтральной» ставки в начале 2020 года.
- Прогноз по инфляции остался практически неизменным (Рисунок 94). Консенсус-прогноз аналитиков на конец 2019 г. составил 4,2% – это нижняя граница интервала прогноза Банка России (4,2–4,7%). Среднесрочные ожидания аналитиков остаются заякоренными на уровне 4%.

Рисунок 93. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых

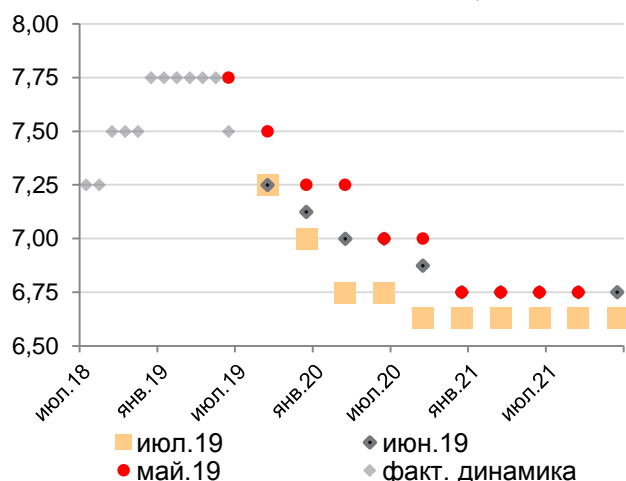
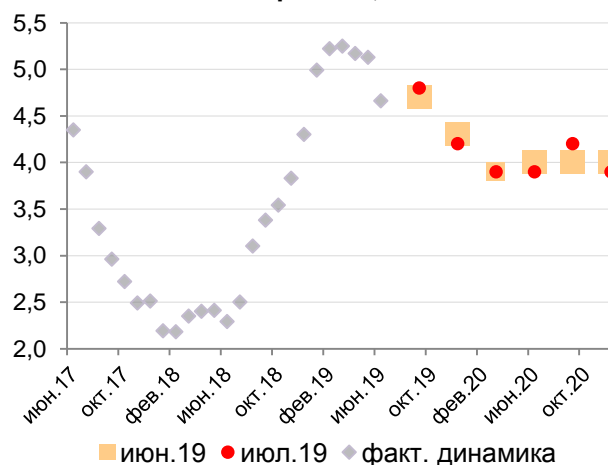


Рисунок 94. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Источник: Bloomberg Finance L.P.

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталья Карлова

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева