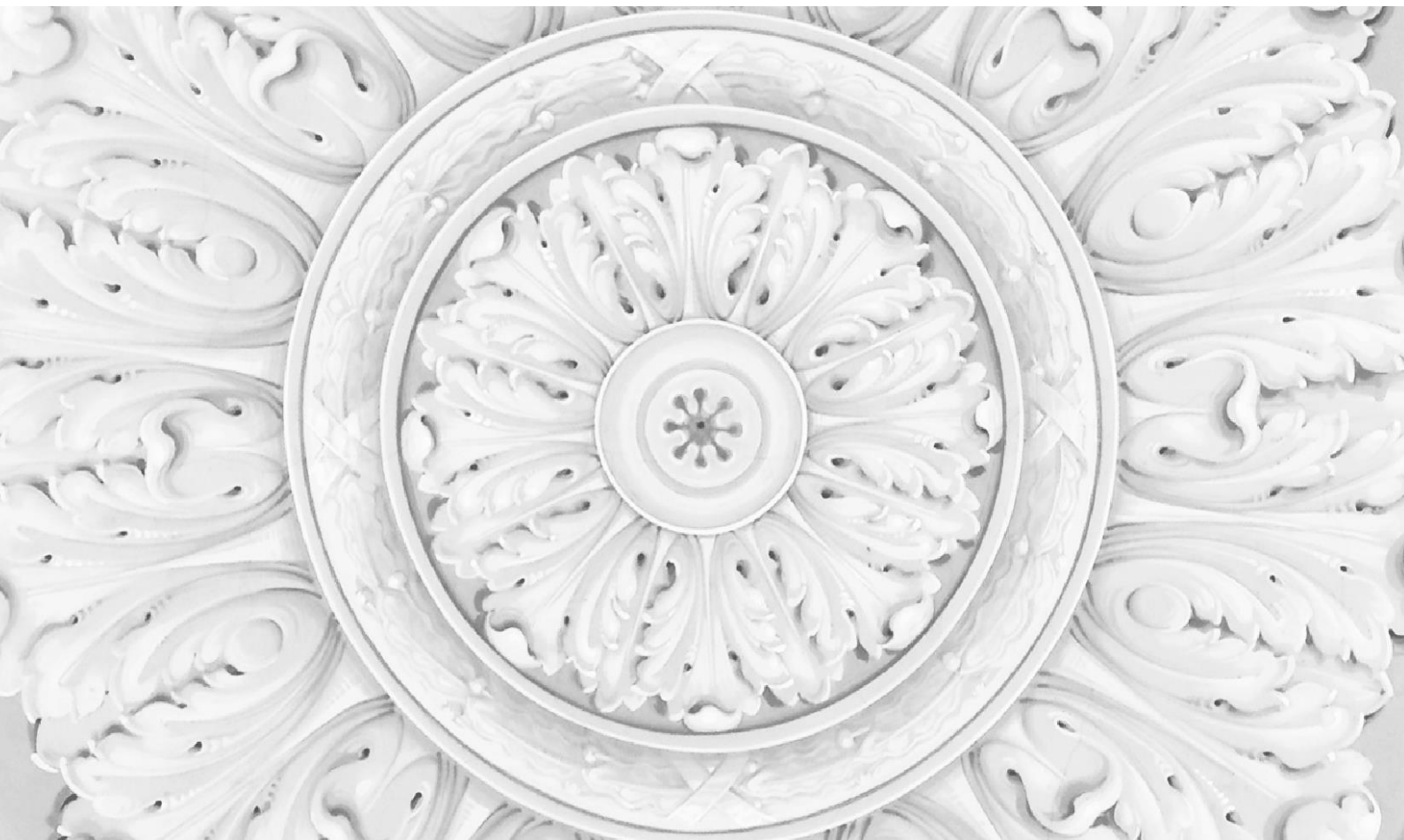




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Август 2016

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 9**

*Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	4
1. Итоги	5
1.1. Инфляция замедляется, но риски превышения цели по инфляции 4% в 2017 году по-прежнему сохраняются	5
1.1.1. Благоприятной динамики цен на плодоовощную продукцию недостаточно для снижения инфляционного давления	5
1.1.2. Сближение темпов роста цен к повышенному уровню	9
1.1.3. Постепенное замедление трендовой инфляции	10
1.1.4. Уменьшение доли валютных депозитов должно снизить инфляционные риски	11
1.1.5. Рост цен производителей замедляется, за исключением потребительского сегмента	13
1.1.6. Уровень торговой наценки в оптовом и розничном звене снизился	15
1.1.7. Разовая надбавка к пенсии почти не скажется на инфляции и экономическом росте	18
1.2. Признаки начала медленного экономического роста в III квартале	19
1.2.1. ВВП в II квартале: между слабым ростом и стагнацией	19
1.2.2. Динамика промышленного производства: высокая волатильность и неоднородность сохраняются	22
1.2.3. Производство потребительских и инвестиционных товаров продолжает сдерживаться факторами спроса	24
1.2.4. Потребительская активность стабилизируется	27
1.2.5. Ситуация на рынке труда продолжает улучшаться	28
1.2.6. Норма сбережений снизилась	30
1.2.7. Индексы PMI: ускорение роста в сфере услуг на фоне небольшого охлаждения в обрабатывающем секторе	32
1.2.8. Инвестиции могут начать медленное восстановление в III квартале	36
1.2.9. Динамика прямых иностранных инвестиций подтверждает структурный сдвиг в пользу сектора торгуемых товаров	38
1.2.10. Бюджетная система добавит 0,5 п.п. в динамику ВВП в III квартале	40
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	42
1.3.1. Центральные банки продолжают смягчать политику	42
1.3.2. Мягкая монетарная политика держит волатильность на минимальном уровне	47
1.3.3. Товарные рынки: нефтяные цены снова во власти хрупких надежд	53
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	58
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	58
2.1.1. Экономический рост в США и еврозоне в ближайшие месяцы может остаться низким	58
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	59
2.2.1. Индексная оценка ВВП: экономика медленно нащупывает траекторию роста	59
2.2.2. Опережающий индикатор деловой активности: некоторое ухудшение краткосрочных перспектив роста	60

2.2.3. Консенсус-прогноз по инфляции на конец 2017 года отделился от целевого уровня Банка России _____ 61

3. В фокусе: парадокс снижения потребления при росте зарплат _____ 63

Краткое содержание

1. Итоги

- В августе динамика инфляции осталась в рамках базового сценария Банка России, а внешнеэкономические и финансовые условия были в целом благоприятными. В III квартале экономика готова показать прирост при значительной неоднородности секторальной динамики экономической активности.
 - Инфляция остается на нисходящей траектории, в том числе благодаря проводимой денежно-кредитной политике, однако произошедшее замедление темпов роста цен пока недостаточно для уверенного достижения цели 4% в 2017 году. Значительная инерционность инфляционных ожиданий населения и бизнеса, неопределенность относительно конкретных параметров среднесрочного бюджета и риски возврата потребительской модели поведения сдерживают снижение инфляционного давления. Его снижению способствует проводимая умеренно-жесткая денежно-кредитная политика.
 - Наблюдается стабилизация экономической ситуации в целом и потребительских ожиданий, в частности. Экономическая активность в III квартале показывает более уверенную динамику, чем во II, несмотря на негативные данные по промышленному производству в июле. Намелились признаки выхода экономики на траекторию медленного роста.
 - Сохраняя жесткость, денежно-кредитные условия продолжили смягчение, отразив отложенное влияние июньского снижения ключевой ставки и ожидания замедления инфляции.

2. Взгляд в будущее

- Несмотря на некоторое ухудшение индексных оценок российского ВВП на ближайшие кварталы, можно говорить о том, что экономика постепенно начинает медленно расти.
- Финансовые аналитики ухудшили свои ожидания по динамике экономического роста и инфляции в России.
- Укрепившиеся ожидания сохранения мягкой монетарной политики в развитых странах способствуют росту интереса к рискованным активам, в том числе, в странах с формирующимися рынками.

3. В фокусе: парадокс снижения потребления при росте зарплат

- Существенное расхождение между положительными темпами роста заработных плат и отрицательными темпами роста потребления населения, скорее всего, связано: 1) с низкими темпами роста других компонентов доходов населения; 2) с погашением населением кредитной задолженности, что сохраняет норму сбережения на повышенном уровне; 3) с опережающим ростом зарплат в высокодоходных отраслях, у работников которых норма сбережений выше, чем в целом по экономике, 4) со смещением опережающих темпов роста зарплат в высокодоходных отраслях в сторону высокооплачиваемых работников.

1. Итоги

1.1. Инфляция замедляется, но риски превышения цели по инфляции 4% в 2017 году по-прежнему сохраняются

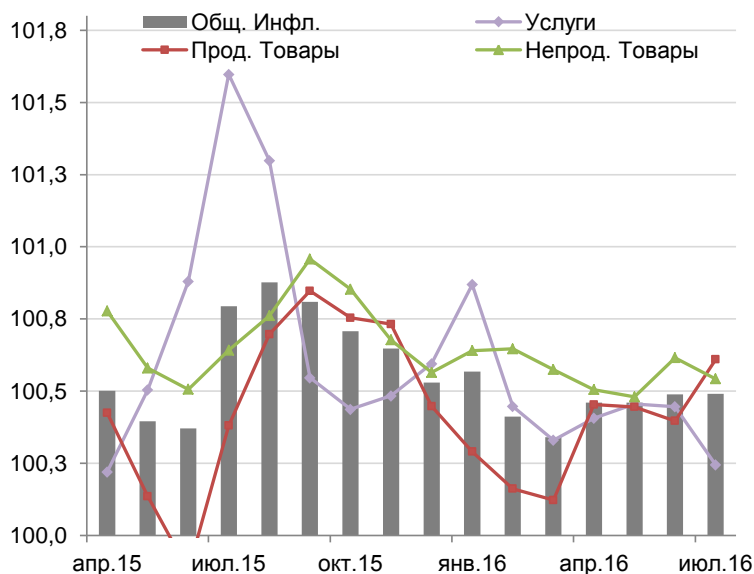
Инфляция остается в рамках базового сценария, но темпы ее снижения пока недостаточно быстрые для того, чтобы уверенно выйти на 4% по итогам 2017 года. Инфляционные ожидания населения отражают большую инерционность, чем в предыдущие годы, что сдерживает замедление инфляции, особенно в условиях вероятного некоторого оживления потребительской активности до конца года. Вместе с тем, проводимая умеренно-жесткая денежно-кредитная политика уменьшает инфляционные риски, способствуя дальнейшему замедлению инфляции.

1.1.1. Благоприятной динамики цен на плодоовощную продукцию недостаточно для снижения инфляционного давления

- Сезонно очищенная инфляция в июле осталась на уровне 0,5% м/м, несмотря на замедление роста цен на непродовольственные товары и услуги.
- Инфляционное давление в секторе непродовольственных товаров остается повышенным, что является фактором риска для дальнейшего замедления темпов роста цен.
- Сезонная динамика цен на плодоовощную продукцию привела к временному снижению уровня цен в начале августа, однако ускорение роста цен других компонентов потребительской корзины вернуло уровень цен к значению начала месяца.

Инфляция с исключением сезонности в июле осталась на уровне июня и составила 0,49%¹. Общий рост цен стабилен, но при этом произошли важные изменения в динамике цен по группам товаров и услуг. В июле существенно ускорилась продовольственная инфляция с 0,4% до 0,61% м/м, тогда как рост цен непродовольственных товаров и услуг замедлился (Рисунок 1)

¹ Июньский рост цен был немного скорректирован с 0,52% м/м из-за добавления новых данных.

Рисунок 1. Темпы роста компонент инфляции (г/г, %)

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Ускорение роста цен на продовольствие в июле произошло из-за разворота динамики цен на плодоовощную продукцию²: цены на нее выросли на 0,5% м/м после снижения на 0,4% в июне. Однако последние данные по недельной инфляции указывают на высокую вероятность снижения сезонно очищенных темпов роста цен на овощи и фрукты в августе, что будет способствовать снижению темпов роста по продовольствию в целом.

Рост цен на непродовольственные товары в июле снизился до 0,54% м/м после неожиданного июньского скачка. Несмотря на это, ценовое давление в данной категории товаров остается на повышенном уровне по сравнению с концом весны. Инфляция в сфере услуг снизилась в июле практически в два раза – с 0,45 до 0,24%, что было вполне ожидаемо на фоне меньшей по сравнению с июлем 2015 года индексацией тарифов на коммунальные услуги.

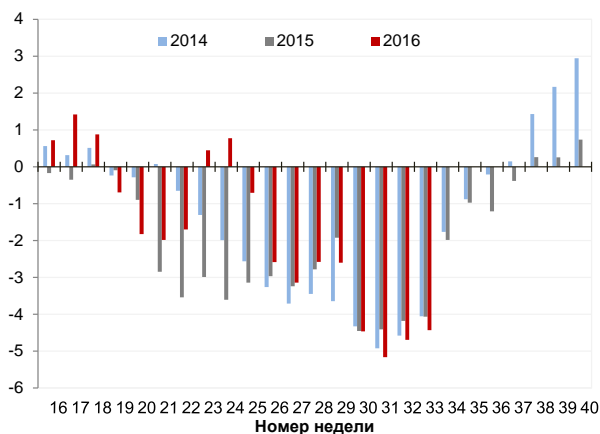
По оценке Росстата, за неделю с 16 по 22 августа индекс потребительских цен составил 0,053%, прервав трехнедельное снижение, начавшееся в конце июля. В итоге практически всё падение первых недель августа было отыграно: цены начала месяца оказались в символическом минусе. Годовые темпы роста остаются на уровне 7,1%. По итогам всего августа инфляция может составить 0,0–0,1% м/м и 6,9–7,0% г/г.

Снижение цен на плодоовощную продукцию во второй половине августа продолжилось, но в меньшем масштабе, что соответствует динамике прошлых лет (Рисунок 2). Максимальные темпы падения цен на плодоовощную продукцию наблюдаются в первой половине августа, после чего они замедляются. Хороший урожай и отсутствие давления на цены со стороны валютного курса обеспечивают

² Речь идет о сезонно сглаженных темпах роста цен м/м.

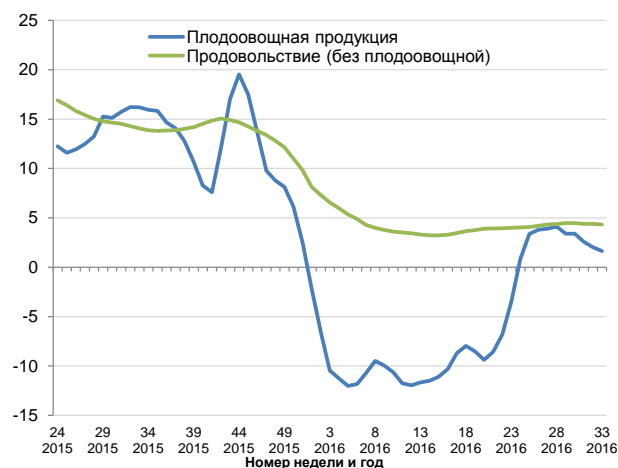
замедление темпа роста цен на плодоовощную продукцию в августе: с 3,4% г/г на 1 августа до 1,7% г/г на 22 августа (Рисунок 3). При этом темпы роста цен на другие продовольственные товары снижаются гораздо медленнее: с 4,5% на 1 августа до 4,3% на 22 августа.

Рисунок 2. Изменение цен на корзину плодоовощной продукции к предыдущей неделе, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 3. Динамика цен на корзины товаров, наблюдающихся на еженедельной основе*, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

*Рассчитано по более узкой группе товаров по сравнению с месячными данными

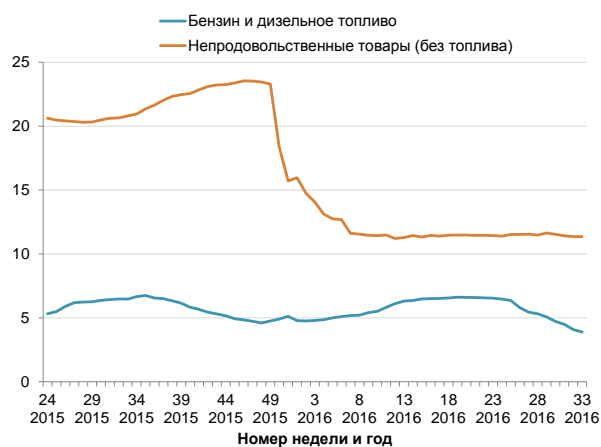
Схожая картина наблюдается и по группе непродовольственных товаров: быстро замедляются темпы роста цен на моторное топливо (с 4,7 до 3,9%) при сохранении темпов роста цен на другие непродовольственные товары на повышенном уровне³ (Рисунок 4). В августе прошлого года началось ускорение роста цен в связи с действием эффекта переноса от ослабления рубля⁴. В этом году курс национальной валюты летом был стабилен, поэтому медленное снижение годовой инфляции в первой половине месяца говорит о сохраняющемся повышенном инфляционном давлении.

По нашим оценкам, недельный рост цен без учета плодоовощной продукции за неделю с 16 по 22 августа несколько ускорился, составив 0,15%, что сопоставимо со средним уровнем в феврале-апреле этого года (Рисунок 5). Это указывает на рост ценового давления по наблюдаемой на еженедельной основе корзине товаров и услуг, несмотря на благоприятную динамику цен на плодоовощную продукцию.

³ 11,5% и 11,4% на 1 и 22 августа, соответственно. Корзина непродовольственных товаров, цены на которые наблюдаются еженедельно, существенно уже, чем та, которая используется при расчете месячной инфляции. Однако ее динамика представляется репрезентативной по отношению к динамике непродовольственной инфляции в целом.

⁴ С начала мая до конца июля 2015 года рубль потерял 26% к доллару США.

Рисунок 4. Динамика цен на корзины товаров, наблюдающихся на еженедельной основе, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Недельная инфляция, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

*Рассчитывается исходя из динамики цен наблюдаемых на недельной основе. Доля в корзине ИПЦ в 2016 году составляет 2,2%.

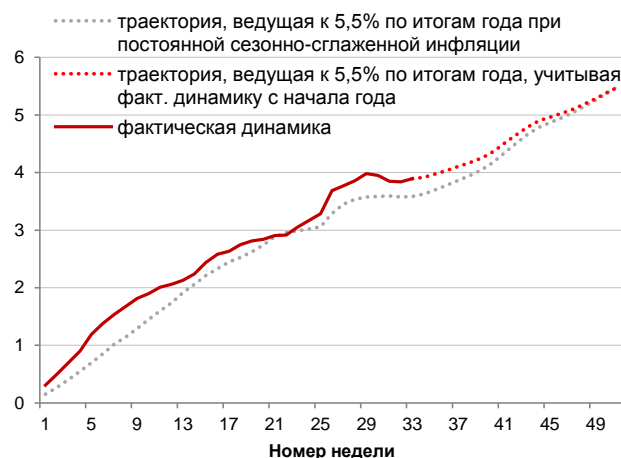
Другие показатели также говорят о некотором повышении инфляционного давления. Сезонно сглаженная аннуализированная инфляция (рассчитанная на год вперед исходя из среднесуточного темпа за отчетную неделю) выросла до 8,0%. При этом сезонно сглаженная 4-недельная инфляция (в расчете на год вперед), которая является более стабильной, снизилась до 4,4% за счет включения в расчет низких показателей начала августа (Рисунок 6). Отклонение накопленной с начала года инфляции от траектории, которая обеспечивает достижение уровня 5,5% к концу года (промежуточного на пути к целевому), немного выросло (Рисунок 7).

Рисунок 6. Сезонно сглаженная недельная инфляция в расчете на год вперед, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Динамика накопленной с начала года инфляции (недельные данные)



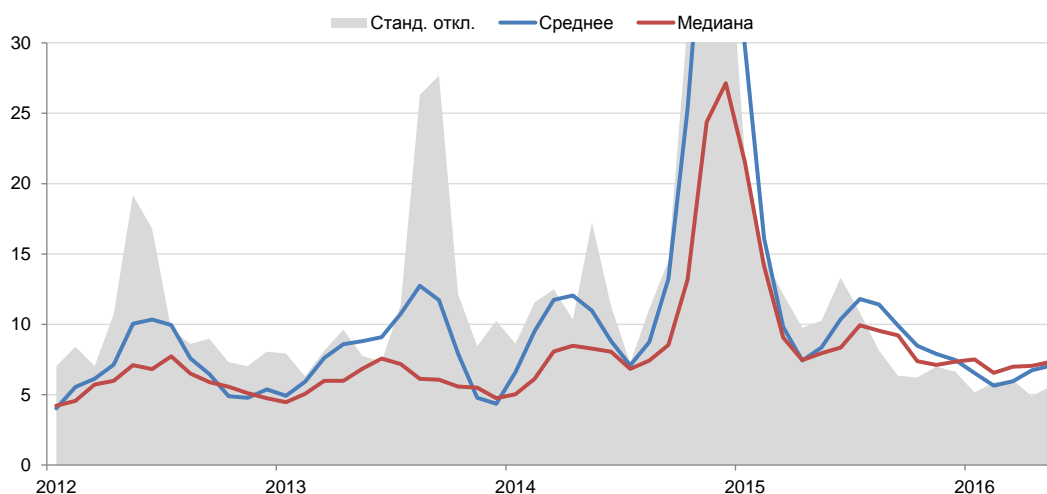
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.2. Сближение темпов роста цен к повышенному уровню

- В последнее время наблюдается быстрая сходимости темпов роста цен различных компонент ИПЦ к темпу, превышающему уровень годовой инфляции...
- ...что может привести к «заякориванию» инфляционных ожиданий на повышенном уровне...
- ...несмотря на это, реализация не раз озвученных Банком России намерений сохранить умеренно жесткую денежно-кредитную политику приведет к замедлению инфляции, снижению инфляционных ожиданий и достижению цели в 2017 году.

В последние месяцы наблюдается постепенное сближение медианного и среднего значений темпов роста цен, как годовых, так и сезонно очищенных, при существенном снижении стандартного отклонения (Рисунок 8). Это означает, что темпы роста цен разных компонент потребительской корзины постепенно сходятся к одному уровню по мере снижения действия различных шоков, которые вызывали изменение относительных цен. Важно отметить, что темп роста цен, к которому происходит конвергенция, превышает годовую инфляцию (7,2% в июле). Это подтверждает наличие повышенного инфляционного давления.

Рисунок 8. Характеристики распределения темпов роста цен 53 компонент ИПЦ (3-месячная сезонно очищенная инфляция в годовом выражении), %



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Стабилизация и сохранение инфляции на повышенном уровне может привести к «заякориванию» на этом же уровне инфляционных ожиданий, препятствуя их снижению. Отчасти данная тенденция уже видна (Рисунок 9): инфляционные ожидания населения в июне-июле немного выросли после сильного снижения с января по май. Закрепление ожиданий на повышенном уровне увеличивает риски более

медленного снижения инфляции и отклонения от цели по инфляции к концу 2017 года.

Вместе с тем, высокие ожидаемые реальные процентные ставки тормозят инфляцию и снижают инфляционные ожидания, поэтому необходимо сохранение умеренно-жесткой денежно-кредитной политики.

Рисунок 9. Инфляционные ожидания



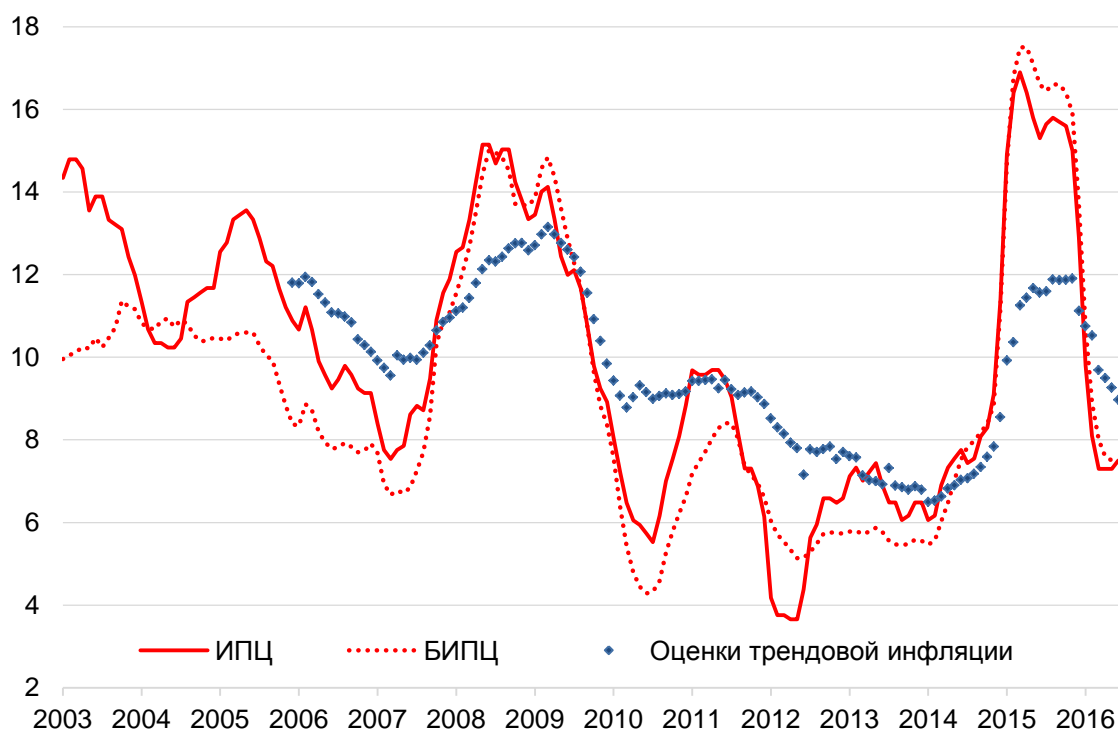
Источники: Росстат, инфОМ, расчеты ДИП

1.1.3. Постепенное замедление трендовой инфляции⁵

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в июле снизилась до уровня 8,7% с 9,0% в июне, отражая ослабление инфляционного давления (Рисунок 10).
- При сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов мы ожидаем дальнейшего постепенного снижения оценок трендовой инфляции.
- Риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 года сохраняются. Трендовая инфляция все еще остается на высоком уровне и снижается медленно.

⁵ В качестве уровня трендовой инфляции используется медианное значение из трех оценок, полученных на основе выделения ненаблюдаемой общей компоненты из набора ценовых показателей с помощью динамических факторных моделей. Метод оценки трендовой инфляции описан в докладе об экономических исследованиях в Банке России: Дерюгина Е., Пономаренко А., Синяков А., Сорокин К. [Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России](#) / Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России.— 2015. — Март — № 4 и в Аналитической записке Департамента исследований и прогнозирования [Внутриэкономические факторы инфляции. 2016.](#) — Май. —№ 2.

Рисунок 10. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции ЦБ РФ, % за год



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.4. Уменьшение доли валютных депозитов должно снизить инфляционные риски

- Высокая доля валютных депозитов корпоративного сектора в структуре денежной массы, вероятно, сократится в среднесрочной перспективе...
- ...что должно снизить инфляционные риски.

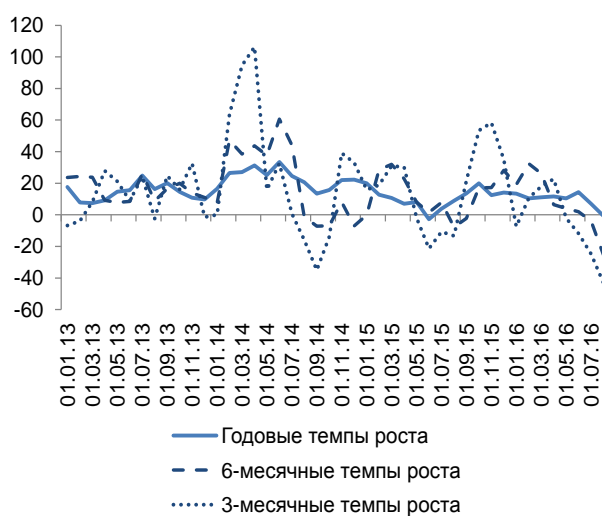
Согласно предварительным данным, на начало августа годовой прирост широкой денежной массы составил 12%, а валютных депозитов (в рублевом выражении) – 15%. Произошло увеличение валютной составляющей денежной массы, которое было вызвано переоценкой ее рублевой стоимости. В то же время, в долларовом выражении валютные депозиты за последние четыре месяца существенно сократились.

Рисунок 11. Депозиты в иностранной валюте в долларовом эквиваленте (рост в %): домашние хозяйства



Источник: Банк России, расчеты ДИП

Рисунок 12. Депозиты в иностранной валюте в долларовом эквиваленте (рост в %): корпоративный сектор



Источник: Банк России, расчеты ДИП

На протяжении последних нескольких лет колебания банковских депозитов в иностранной валюте, не связанные с валютной переоценкой, в основном определялись динамикой депозитов юридических лиц. Происходящее сокращение валютных депозитов в долларовом выражении также наблюдается исключительно в корпоративном секторе (Рисунок 12), в то время как валютные депозиты населения изменяются незначительно (Рисунок 11). Таковую динамику корпоративных депозитов можно рассматривать как реакцию на курсовые колебания. На фоне укрепления рубля похожая динамика наблюдалась и в середине 2014 года. В то же время доля валютных депозитов корпоративного сектора в структуре денежной массы, вероятно, сократится в среднесрочной перспективе с учетом ее нетипично высокого уровня в настоящее время⁶.

Дедолларизация депозитов и ее положительное влияние на наблюдаемое в последние месяцы снижение чистого оттока капитала имеют и другие причины помимо стабилизации рубля после зимнего шока нефтяных цен. В случае отсутствия новых внешних потрясений существует потенциал для дальнейшего снижения долларизации валютных депозитов (прежде всего в корпоративном секторе).

Продолжение дедолларизации будет способствовать сохранению оттока капитала на пониженном уровне. Это означает, что профицит по текущему счету платежного баланса может долгое время оставаться небольшим, не создавая рисков ослабления рубля.

⁶ Подробнее см. Аналитическую записку ДИП [«Изменения в структуре денежной массы и инфляционные риски». 2016. – Май. – № 3.](#)

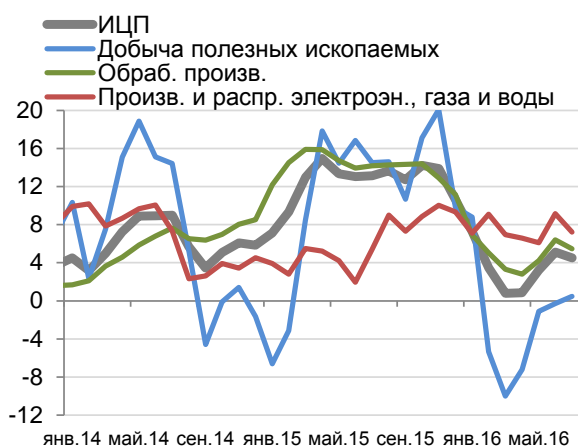
Снижение уровня долларизации депозитов юридических лиц несет минимальные риски для инфляции в среднесрочной перспективе, поскольку не связано напрямую с потребительским спросом.

1.1.5. Рост цен производителей замедляется, за исключением потребительского сегмента

- В июле произошло замедление инфляции производителей промышленных товаров, обусловленное в первую очередь снижением темпов роста цен производителей нефтепродуктов.
- Ценовые индексы PMI в обрабатывающих отраслях указывают на снижение ценового давления в целом в этих отраслях...
- ...однако повышенные темпы роста цен производителей некоторых потребительских товаров несут некоторые риски для потребительской инфляции.

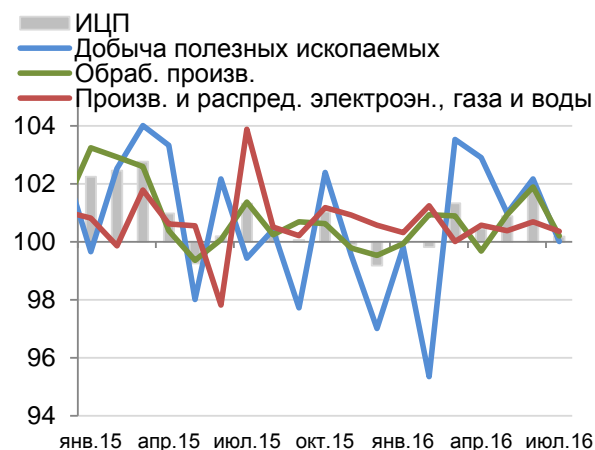
Инфляция цен производителей промышленных товаров замедлилась с 5,1% г/г в июне до 4,5% г/г в июле (Рисунок 13). Это обусловлено замедлением темпа роста цен в обрабатывающем секторе с 6,4 до 5,5% г/г, в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды – с 9,2 до 7,2% г/г. В добывающих отраслях наблюдается небольшое ускорение инфляции до 0,5% г/г. В основном замедление производственной инфляции произошло за счет динамики цен в производстве нефтепродуктов и химическом производстве.

Рисунок 13. Динамика основных компонент ИЦП, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Динамика основных компонент ИЦП, % м/м сезонно очищенная



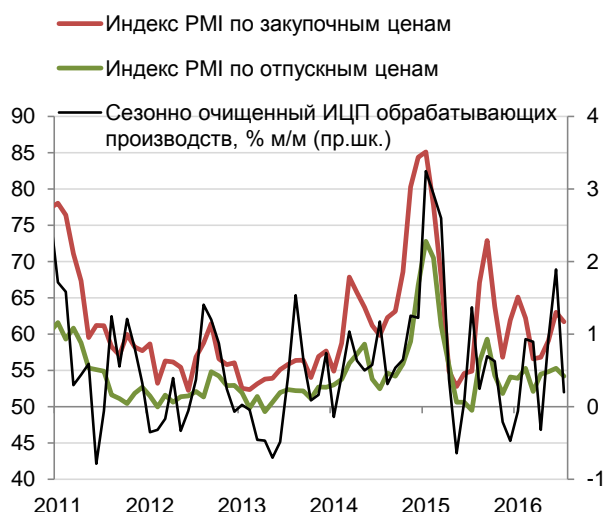
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Сезонно сглаженные темпы роста цен производителей промышленных товаров снизились в июле до 0,2% м/м с почти 2% м/м в июне за счет всех трех видов деятельности (Рисунок 14). Особенно сильное снижение цен наблюдалось в произ-

водстве нефтепродуктов и металлургии. Там темпы роста цен замедлились более чем на 7 п.п. и 4 п.п. соответственно.

Ценовые индексы PMI обрабатывающих отраслей указывают на снижение инфляционного давления. Дело в том, что динамика цен производителей обрабатывающих производств сильно коррелирована с динамикой ценовых индексов PMI обрабатывающего сектора. Замедление или ускорение темпов роста отпускных и закупочных цен обычно совпадают с динамикой цен в обрабатывающих отраслях (Рисунок 15). Поэтому ценовые индексы PMI в обрабатывающем секторе, публикуемые значительно раньше выхода официальной статистики по индексу цен производителей, могут служить опережающими индикаторами темпов роста цен в промышленном производстве.

Рисунок 15. Динамика ИЦП обрабатывающих производств и ценовых индексов PMI обрабатывающего сектора



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Динамика цен на продовольствие,



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

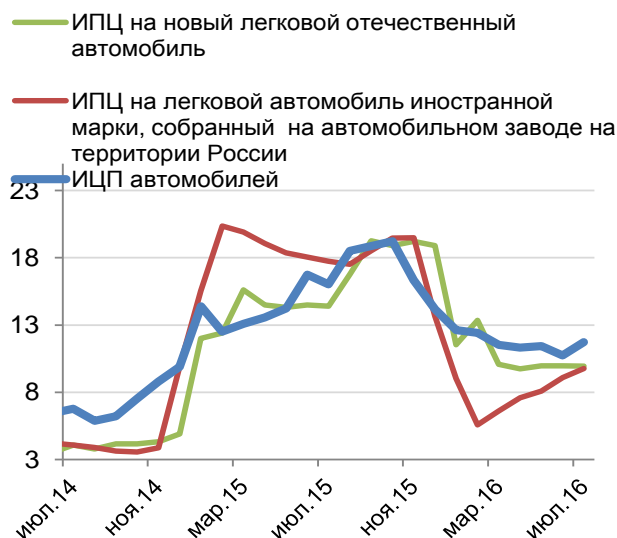
Темпы роста цен производителей в годовом выражении остаются ниже потребительской инфляции. Однако нужно учитывать, что большой вес в индексе цен производителей занимают сырьевые и инвестиционные производства, динамика цен в которых влияет на потребительские цены опосредованно и с большим лагом. При этом динамика цен производителей потребительских товаров говорит о наличии рисков роста потребительских цен. Так, рост отпускных цен производителей пищевых продуктов (включая напитки) второй месяц подряд оказывается выше потребительской продовольственной инфляции (Рисунок 16). Аналогичная картина наблюдается на рынках некоторых непродовольственных товаров (Рисунок 17 и Рисунок 18). В конечном счете, розничные цены будут вынужденно подтягиваться к отпускным ценам, что может вызвать ускорение роста цен на эти товарные группы.

Рисунок 17. Динамика индексов цен на обувь, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика индексов цен



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.6. Уровень торговой наценки в оптовом и розничном звене снизился

- По итогам II квартала 2016 года уровень сложившейся торговой наценки в розничном и оптовом звене в целом по стране снизился до минимальных значений.
- Однако в непродовольственной рознице торговая наценка в 2016 году стала восстанавливаться вместе с оживлением спроса на ряд товаров, что связано со стремлением торговых компаний компенсировать выросшие издержки.
- В сегменте продовольственных товаров рост торговой наценки сдерживается регулированием динамики цен в отношении социально значимых продуктов питания и гибкостью продовольственного ритейла.

Торговля подстраивается под низкий платежеспособный спрос населения, сокращая торговую наценку на ряд товаров. Такой вывод можно сделать на основе данных регулярно проводимого Росстатом обследования⁷.

Во II квартале 2016 года сложившийся уровень торговой наценки в рознице в целом по Российской Федерации снизился до 25,0%. Это самое низкое значение за наблюдаемый период (с I квартала 2013 года) (Рисунок 19). В последнем квартале 2015 года средний уровень торговой наценки составлял 26,1%. При этом, по мнению участников опроса, уровень торговой наценки, который был им необходим для возмещения издержек обращения и обеспечения необходи-

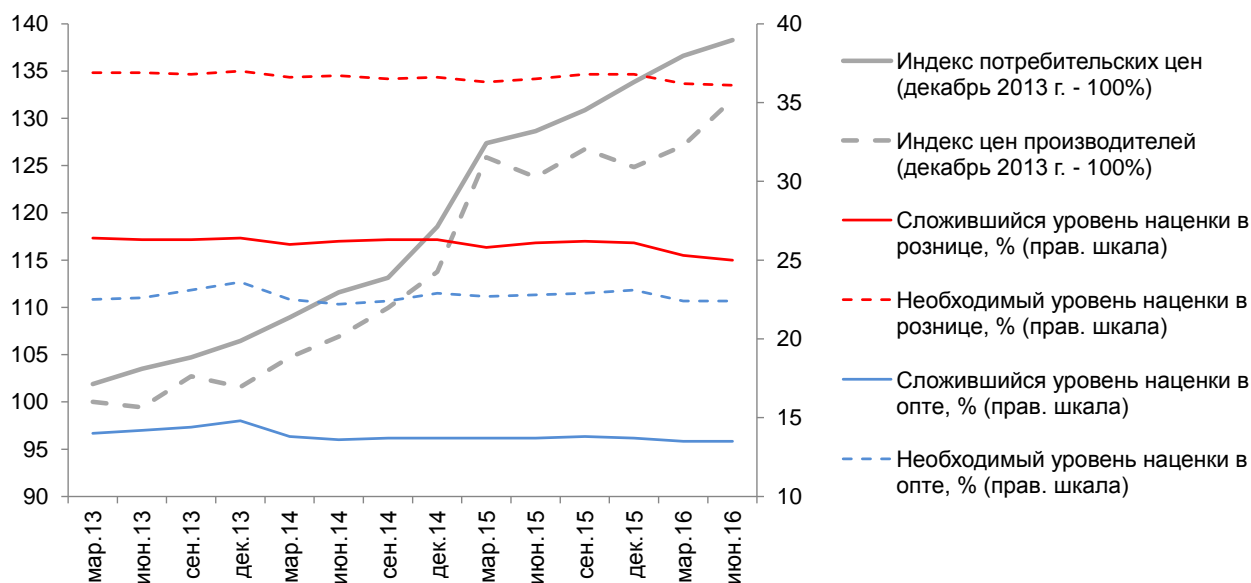
⁷ Обследование торговых компаний о среднем сложившемся уровне торговой наценки и среднем уровне торговой наценки, который, по мнению предпринимателей, был бы достаточным для возмещения затрат и получения прибыли.

мой прибыли, также понизился, с 36,8 до 36,1% по результатам полугодия. Схожая динамика отмечается и в оптовом звене, где торговая наценка снизилась с 13,7% в конце прошлого года до 13,5% в 2016 году.

Приведенные выше результаты опросов Росстата в целом соответствуют данным финансовой отчетности крупнейших компаний-ритейлеров за I квартал 2016 года, которые указывают на достижение торговыми наценками в начале текущего года локального минимума. Последнее, в частности, обусловлено возможным желанием компаний временно пожертвовать привычной торговой наценкой на фоне зимнего ослабления рубля, а также сопутствующего ему слабого спроса и повышения уровня неопределенности в целом. Вместе с тем оперативные данные отчетности ПАО «Магнит» за апрель–июнь свидетельствуют о признаках наращивания предприятием торговой маржи.

Объяснение упомянутому выше росту маржи можно попытаться найти в опросных данных в разрезе отдельных групп товаров. При рассмотрении уровня торговой наценки по группе продовольственных и непродовольственных товаров⁸ можно наблюдать разнонаправленную динамику.

Рисунок 19. Уровень торговой наценки*: сложившийся и необходимый для возмещения затрат и получения прибыли торговыми компаниями



*к стоимости реализованной продукции

Источники: Росстат, расчеты ДИП

В сегменте продовольственных товаров торговые предприятия во избежание падения уровня продаж снижают торговую наценку, которая во II квартале текущего года показала свой минимум – 21,3% (максимальное значение – 22,4% в конце 2014 года) (Рисунок 20). Наценка сократилась, в таких группах товаров, как мясопродук-

⁸ Разбивка средних торговых наценок по продовольственным и непродовольственным товарам рассчитывалась в соответствии с долями основных видов продукции в структуре потребительских расходов населения, используемых для расчета ИПЦ (данные Росстата).

ты, молоко и молочные продукты, кондитерские изделия, хлеб и хлебобулочные изделия. Большинство из них относится к социально значимым продовольственным товарам, в отношении которых в соответствии с законодательством могут устанавливаться предельные уровни цен. Это является сдерживающим фактором для увеличения стоимости продовольствия. Можно предположить также, что предприятия по продаже продуктов питания имеют достаточный задел, позволяющий при снижении наценки в полной мере покрывать текущие издержки, в том числе в результате быстрой оборачиваемости товаров, изменения ассортиментной матрицы, внедрения собственных марок и экономии на арендной плате⁹.

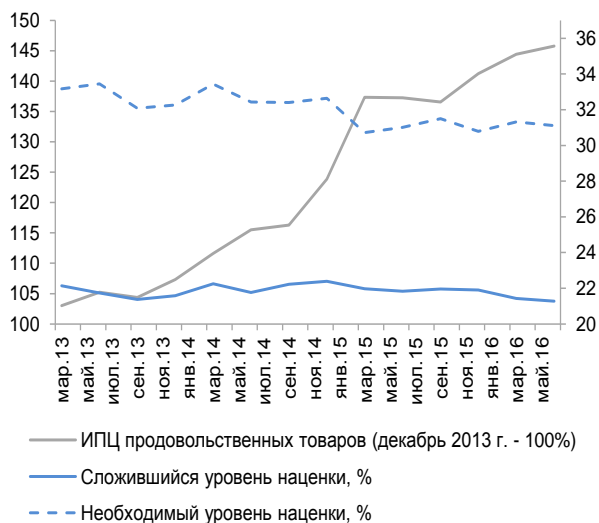
В сегменте непродовольственной розницы торговая наценка выше, чем для продуктов питания. За период наблюдения ее уровень находился в диапазоне 27,3–28,6% (Рисунок 21). После незначительного снижения в конце 2015 года (до 27,6%) на фоне первых признаков оживления спроса она вновь показывает рост до 28,5% по итогам II квартала 2016 года. Увеличение торговой наценки в данный период наблюдалось по таким товарным группам как одежда и белье, обувь, печатные издания, телерадиотовары, строительные материалы, бензин, медицинские товары.

Следует отметить, что в обозначенных выше случаях желаемая торговая наценка увеличивалась быстрее, чем сложившаяся. Это можно объяснить тем, что в секторе продаж непродовольственных товаров, где наблюдается наиболее значительное снижение спроса, «подушка безопасности» при снижении наценки была сокращена до минимума, а в отдельных случаях торговая наценка не позволяла компенсировать все сложившиеся затраты. В отличие от продовольственного ритейла основная часть затрат компаний, специализирующихся на непродовольственном ритейле, связана с арендой коммерческой недвижимости, в том числе по валютным договорам. Поэтому при продолжении роста платежеспособного спроса населения можно ожидать дальнейшего увеличения торговой наценки на непродовольственные товары.

В результате повышенный темп роста цен на эту категорию товаров может сохраниться, как минимум, до конца года.

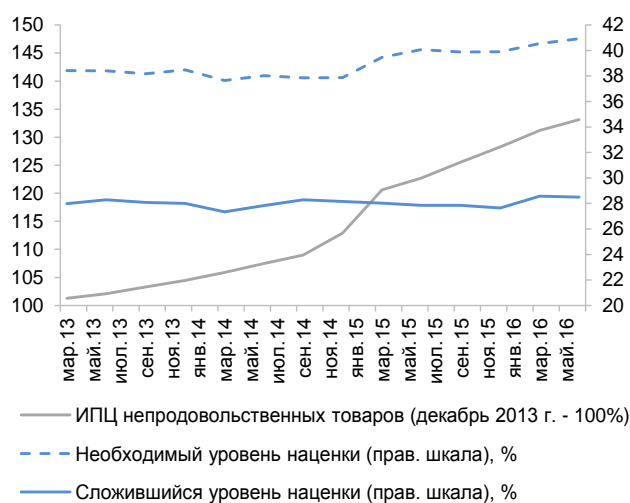
⁹ Большинство торговых площадей находится в собственности продовольственных сетей

Рисунок 20. Уровень торговой наценки на продовольственные товары в рознице



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 21. Уровень торговой наценки на непродовольственные товары в рознице



Источники: Росстат, расчеты ДИП

1.1.7. Разовая надбавка к пенсии почти не скажется на инфляции и экономическом росте

- Разовая выплата пенсионной надбавки в 5 тыс. руб. в январе 2017 года за счет перераспределения расходов из других статей бюджета может привести к дополнительному росту цен на 0,15 п.п. в I квартале 2017 года, однако в целом за год эффект окажется минимальным.
- При увеличении расходов бюджета в 2017 году соразмерно разовой выплате дополнительный рост цен в I квартале 2017 года составит 0,2 п.п., а по итогам всего года – 0,1 п.п.

Правительство приняло решение о разовой пенсионной выплате в размере 5 тыс. рублей каждому пенсионеру в январе 2017 года. По нашим оценкам, разовая выплата обойдется федеральному бюджету в 0,22 трлн руб. в 2017 году.

Данная выплата будет осуществлена не за счет дополнительного роста расходов, а за счет их перераспределения внутри года. По нашим оценкам, при сохранении равномерности расходования средств федерального бюджета, складывающейся в 2016 году, это будет означать перераспределение 0,17 трлн. руб. с II-IV кварталов 2017 года, т.е. рост расходов в I квартале примерно на 0,9% ВВП I квартала 2017 года. Относительно сценария без осуществления разовой выплаты это может привести в I квартале 2017 года к росту уровня инфляции на 0,15 п.п.¹⁰ и до-

¹⁰ Оценки сделаны с использованием BVAR модели, представляющей собой модификацию представленной в работе Deryugina E., Ponomarenko A. (2015). Accounting for Post-Crisis Macroeconomic

полнительному экономическому росту около 0,4 п.п.¹¹ Учитывая, как правило, невысокий объем заимствований в начале года, мы предполагаем, что источники финансирования дефицита будут аналогичным образом смещены внутри года, и дополнительные расходы в I квартале будут профинансированы за счет большего расходования средств суверенных фондов, что также ускорит переход к профициту ликвидности. Меньшее расходование бюджетных средств в остальные кварталы года относительно сценария без разовой выплаты приведет к последовательному ослабеванию влияния на инфляцию и экономический рост. По итогам года они останутся положительными (хотя и близкими к нулю) за счет относительно более высокой склонности к потреблению у пенсионеров.

Если решение о разовой выплате приведет к соответствующему росту расходов федерального бюджета в 2017 году (на 0,22 трлн. руб., 0,25 п.п. ВВП), это потребует дополнительного расходования средств Резервного фонда и ФНБ, либо увеличения доходных источников бюджета. Поскольку данный сценарий предполагает больший объем расходов в I квартале 2017 года по сравнению с базовым сценарием и не предполагает сокращения расходов в последующих кварталах года, то эффект на инфляцию и экономический рост будет более заметным и продолжительным. По нашим оценкам, дополнительный рост инфляции относительно сценария без разовой выплаты в I квартале 2017 года составил бы 0,2 п.п., а экономический рост – 0,5 п.п. По итогам 2017 года эффект на инфляцию будет менее 0,1 п.п., а на экономический рост – около 0,1 п.п.

1.2. Признаки начала медленного экономического роста в III квартале

Экономическая динамика продолжает медленно улучшаться при сохранении разнонаправленных тенденций в разных отраслях и секторах. Признаки стабилизации потребительского спроса и улучшение опросных показателей деловой активности создают основу для более устойчивых, хотя и низких темпов роста экономики.

1.2.1. ВВП в II квартале: между слабым ростом и стагнацией

- Опубликованная Росстатом первая оценка по приросту ВВП во II квартале (-0,6% г/г) близка к модельным оценкам ДИП.
- Указывая на символический рост экономики, наши оценки пока остаются неустойчивыми.

Developments in Russia: A Large Bayesian Vector Autoregression Model Approach, Emerging Markets Finance and Trade, vol. 51(6), pp. 1261-1275, с добавлением фискальных переменных.

¹¹ При расчетах мы предполагаем, что фискальный мультипликатор для расходов на выплату пенсий предположительно существенно выше мультипликатора для государственных расходов в целом, который, по нашей оценке, составляет для России около 0,3. Причина в том, что большинство пенсионеров можно отнести к нерикарданскому типу домашних хозяйств, т.е. потребляющих весь свой располагаемый доход (см., например, альтернативные оценки для ЕС в Coenen G., Kilponen J., Trabandt M. (2010). When does fiscal stimulus work? ECB Research Bulletin, No. 10).

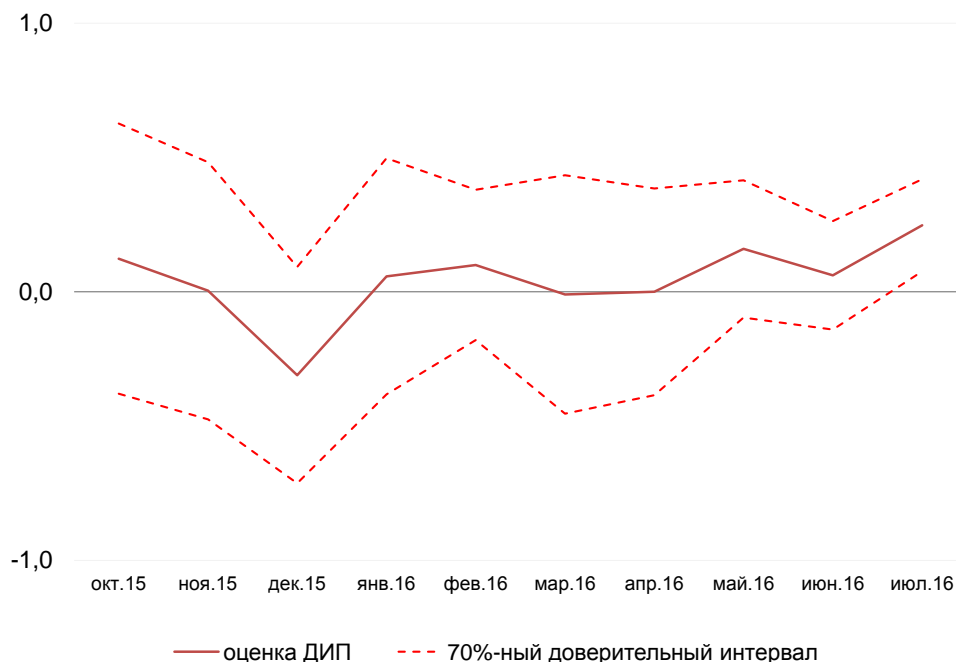
- Скорее всего, в прошедшем квартале экономика была близка к стагнации, и медленный рост еще впереди.

Первая оценка Росстата годового прироста ВВП во II квартале показала его снижение по отношению к соответствующему периоду предыдущего года на 0,6% в постоянных ценах. Оценки ДИП показывают, что данные Росстата предполагают квартальный прирост ВВП с сезонной корректировкой в апреле-июне в диапазоне 0,1-0,2%. Это близко к нашей индексной оценке ВВП, основанной на динамической факторной модели с использованием широкого спектра краткосрочных месячных показателей (в середине июня она составляла 0,2% к/к, затем была повышена до 0,2–0,3% к/к в июле).

Предварительные расчеты ДИП также показывают, что сохранение квартальных сезонно сглаженных темпов прироста ВВП во втором полугодии вблизи уровня II квартала приведет к спаду ВВП по итогам 2016 года в целом на 0,5–0,6%, что соответствует официальному прогнозу Банка России в базовом сценарии. Эта картина в целом согласуется с текущей нестабильной и разнонаправленной динамикой производства в различных отраслях экономики. Из-за этого экономику в ближайшие кварталы, скорее всего, ожидает медленное и пока еще неустойчивое восстановление при условии отсутствия новых потрясений. Если индексная оценка ВВП на III–IV кварталы (0,4% к/к и 0,5% к/к с сезонной корректировкой соответственно), представленная ДИП в июле, окажется верна, то прирост ВВП в 2016 году окажется на уровне верхней границы интервального прогноза Банка России в базовом сценарии (снижение на 0,3%).

Тем не менее, выводы о начале полноценного подъема делать пока преждевременно, несмотря на оцениваемые положительные темпы прироста ВВП в квартальном выражении. Так, различие между слабым, по нашим оценкам, положительным приростом ВВП во II квартале и сопоставимой по масштабам умеренной рецессией находятся в пределах статистической погрешности, о чем, например, свидетельствуют доверительные интервалы используемой ДИП модельной оценки (Рисунок 22). В частности, 70%-й доверительный интервал нашей июньской оценки захватывал и отрицательную область, соответствующую слабой рецессии. В июле нижняя граница доверительного интервала сместилась выше – ближе к нулю, что все же не позволяет уверенно говорить о росте экономики в прошедшем квартале.

Рисунок 22. Оценка темпа прироста ВВП во II квартале 2016 года по динамической факторной модели ДИП, % к/к



Источник: расчеты ДИП.

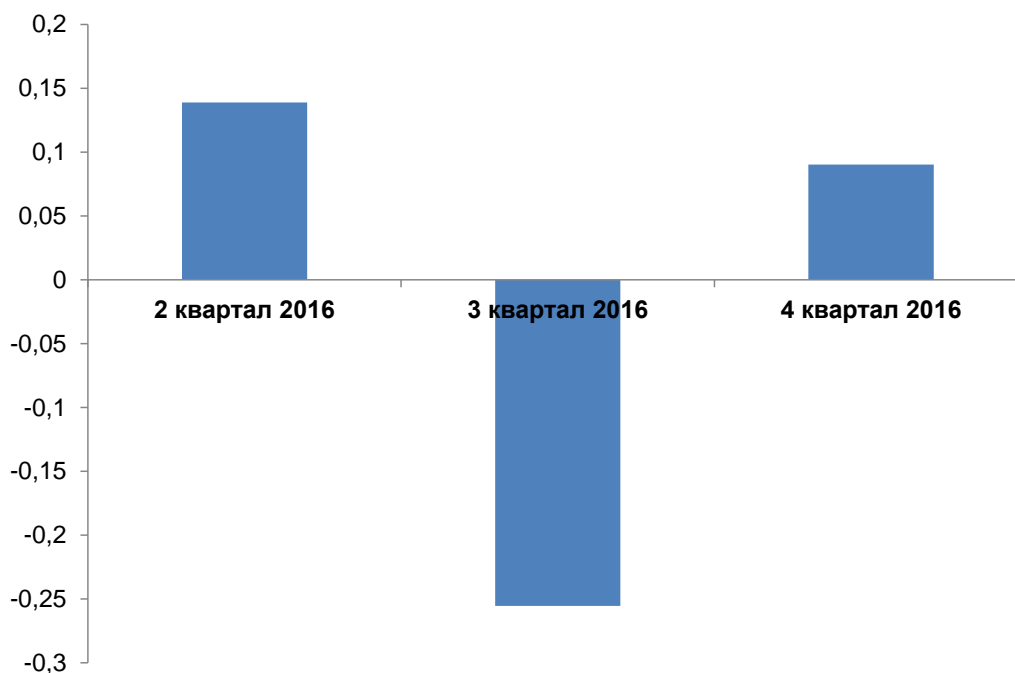
Наряду с этим неопределенность присутствует и в самой оценке сезонно сглаженных квартальных темпов прироста ВВП, исходя из уже опубликованной Росстатом годовой цифры. Эта неопределенность обусловлена, прежде всего, выбором методики устранения сезонности, временного интервала и рядом других объективных параметров. Сезонно сглаженная оценка может быть скорректирована при добавлении новых наблюдений за последующие кварталы.

В частности, наши расчеты показывают, что если в III-IV кварталах предположить такую динамику ВВП, которая позволит выйти на середину интервала официального прогноза Банка России по приросту ВВП в 2016 году (-0,5%), то при последовательном добавлении каждого нового квартального наблюдения до конца года оценка фактических сезонно сглаженных темпов прироста ВВП во II квартале может корректироваться на 0,2-0,3 п.п. (Рисунок 23)¹².

Таким образом, экономика, скорее всего, продолжает балансировать на грани стагнации, и ей только предстоит выйти на траекторию восстановления.

¹² Результаты получены с помощью процедуры TRAMO/SEATS, результаты которой были близки к официальной сезонно сглаженной квартальной оценке ВВП Росстата (до того, как в начале 2016 года публикация этих данных Росстатом была приостановлена по причинам методологического характера).

Рисунок 23. Оценка прироста ВВП во II квартале при последовательном добавлении новых квартальных наблюдений до конца 2016 года в соответствии с базовым прогнозом Банка России, % к/к с сезонной корректировкой



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.2. Динамика промышленного производства: высокая волатильность и неоднородность сохраняются

- В июле промышленное производство сократилось на 0,2% м/м с учетом сезонного фактора после роста на 0,4% м/м в июне, однако изменения в сезонности предполагают, что в августе обрабатывающая промышленность вернется к росту.
- Сокращение производства обрабатывающей промышленности произошло на фоне роста производства отдельных категорий инвестиционных товаров и приспособления производств потребительских товаров к низкому внутреннему спросу.
- Динамика промпроизводства будет оставаться волатильной в процессе выхода на траекторию медленного восстановительного роста.

По данным Росстата, промышленное производство в июле снизилось на 0,3% г/г, после роста на 1,7% г/г в июне. Как результат, накопленный рост промышленного производства за период с января по июль составил 0,3% г/г. На динамику показателя в июле существенное влияние оказал календарный фактор: в прошедшем месяце было на два рабочих дня меньше, чем в июле прошлого года.

Этот же фактор мог стать причиной занижения оценки объемов производства в официальных оценках темпов падения с устранением сезонного и календарного факторов, так как стандартные процедуры такой оценки плохо улавливают реальный вклад календарного фактора. По оценкам Росстата падение промышленного производства в июле составило 0,9% м/м с устранением сезонного и календарного факторов. По оценкам ДИП снижение с устранением сезонности в июле было существенно меньше и составило -0,2% м/м, после роста на 0,4% м/м в июне.

Более того, в реальности снижения объемов производства в июле, возможно, не было. Дело в том, что, по нашим оценкам, сезонно- и календарно сглаженные месячные объемы промпроизводства меняют знак с плюса на минус и обратно уже пять месяцев подряд. Скорее всего, это связано с «новой сезонностью», проявляющей себя каждые два месяца, видимо, в связи с соответствующим циклом производства в одной из обрабатывающих отраслей. Если это предположение верно, то в августе можно опять ждать роста объемов производства с сезонной и календарной корректировкой. Стоит так же учитывать, что с точки зрения квартальной динамики данные за август могут компенсировать падение в июле, поскольку теперь календарный эффект будет играть в пользу этого года.

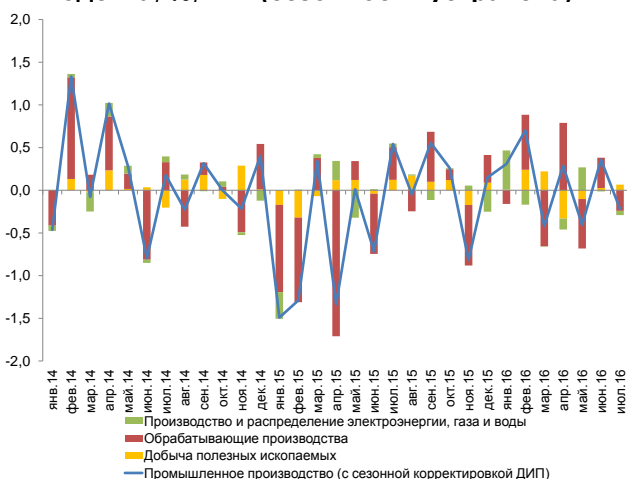
Падение промышленного производства в июле с устранением сезонности было связано в основном с сокращением обрабатывающих производств на 0,5% м/м и в меньшей степени с сокращением производства и распределения электроэнергии, газа и воды (Рисунок 24). Добыча полезных ископаемых внесла положительный вклад в сезонно очищенную динамику индекса промышленного производства: рост составил 0,2% м/м, частично скомпенсировав падение в других секторах.

Хотя падение промышленного производства месяц к месяцу с исключением сезонного и календарного факторов по оценкам ДИП существенно ниже оценки, публикуемой Росстатом, основной причиной снижения в обоих случаях является сокращение производства обрабатывающей промышленности. Это падение лишь отчасти согласуется с более низким, чем месяц назад, значением индекса PMI по выпуску и ежемесячными данными Росстата по опросам производителей об изменении выпуска основного вида продукции. Хотя оценка изменения выпуска по сравнению с предыдущим месяцем несколько сократилась, индекс предпринимательской уверенности в обработке подрос (с -4 до -3). Также несколько улучшилась оценка общего спроса на продукцию сектора и оценка экономической ситуации в текущем месяце.

В разбивке по товарным категориям наблюдалась неравномерная динамика. Приятным сюрпризом стал рост производства инвестиционных товаров. Однако более детальный анализ выпуска в отраслях инвестиционного спроса показывает, что текущая положительная динамика прослеживается только по ограниченному кругу составляющих производства машин и оборудования и вряд ли в дальнейшем будет устойчива (подробнее см. раздел 1.2.2. «Производство потребительских и инвестиционных товаров продолжает сдерживаться факторами спроса»).

Сокращение производства в некоторых подсекторах обрабатывающей промышленности может быть связано с низким внешним спросом, что подтверждается опросными показателями Росстата. Единственным ограничивающим рост производства фактором, влияние которого в июле выросло, стал недостаточный спрос на продукцию на внешнем рынке. Диффузный показатель вырос до 24 пунктов, достигнув максимального значения с начала года (Рисунок 25). С учетом усиления темпов снижения новых заказов обрабатывающего сектора, по опросу PMI, есть основания полагать, что часть подсекторов обработки сократили производство из-за сокращения внешнего спроса. В целом в июле наблюдалось снижение роли ряда ограничивающих факторов, при стабильной динамике остальных.

Рисунок 24. Вклад отдельных компонент в динамику индекса промышленного производства, %, м/м (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Факторы, ограничивающие рост производства в обработке (% респондентов)



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Сильные данные по строительству и сельскому хозяйству при разнонаправленной динамике подсекторов обрабатывающей промышленности говорят об отсутствии здесь ярко выраженной тенденции или изменении наметившегося тренда на медленное восстановление в производстве. С учетом опросных показателей нет оснований полагать, что ситуация в обработке в июле существенно ухудшилась, однако мы ожидаем, что волатильность динамики промышленного производства сохранится в ближайшие месяцы.

1.2.3 Производство потребительских и инвестиционных товаров продолжает сдерживаться факторами спроса

- В отраслях инвестиционного спроса наметился рост, который, скорее всего, носит временный характер и связан в основном с увеличением выпуска продукции сельскохозяйственного машиностроения.
- В группе отраслей потребительского спроса продолжается замедление роста на фоне ограниченного спроса на товары длительного пользования.

- Негативный тренд в отраслях промежуточного спроса обусловлен падением выпуска в металлургии при ослабевающем влиянии химического производства - основного драйвера роста в этой группе.

В июле индекс производства в целом по группе отраслей инвестиционного спроса впервые с сентября прошлого года вошел в область положительных значений (Рисунок 26.), однако говорить о выходе инвестиционных отраслей на траекторию устойчивого роста преждевременно. Оживление выпуска инвестиционных товаров обусловлено, прежде всего, улучшением ситуации в производстве машин и оборудования, где положительную динамику демонстрирует сельскохозяйственное машиностроение. В нем, хотя и наметились признаки импортозамещения, отмеченный рост может носить временный характер. Он, скорее всего, связан с доведением в последние месяцы основного объема лимитов бюджетных обязательств, направленных на государственную поддержку, как производителей сельхозтехники, так и на приобретение техники и оборудования. В других отраслях инвестиционного спроса наблюдается либо замедление темпов падения (строительные материалы, транспортные средства и оборудование), либо сохранение тренда на снижение производства (электронное и оптическое оборудование).

Замедление темпов роста выпуска в отраслях потребительского спроса (Рисунок 27.) происходит на фоне негативного тренда в розничной торговле. Положительную динамику индекса производства в данной группе отраслей, как и ранее, поддерживает пищевая промышленность. При этом производство потребительских товаров длительного пользования, таких как мебель, демонстрирует снижение, поскольку спрос на эти товары по-прежнему ограничен.

В отраслях, ориентированных на промежуточный спрос, продолжает доминировать отрицательная динамика (Рисунок 28). Основной негативный вклад в последние месяцы вносит металлургия. Роль химического производства как основного драйвера роста в данной группе отраслей ослабевает. В ближайшие два-три года уже не следует ожидать от химических предприятий таких высоких темпов роста, как в 2014-2015 годы, когда были введены новые мощности по производству полимеров.

Рисунок 26. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (тренд), м/м, %

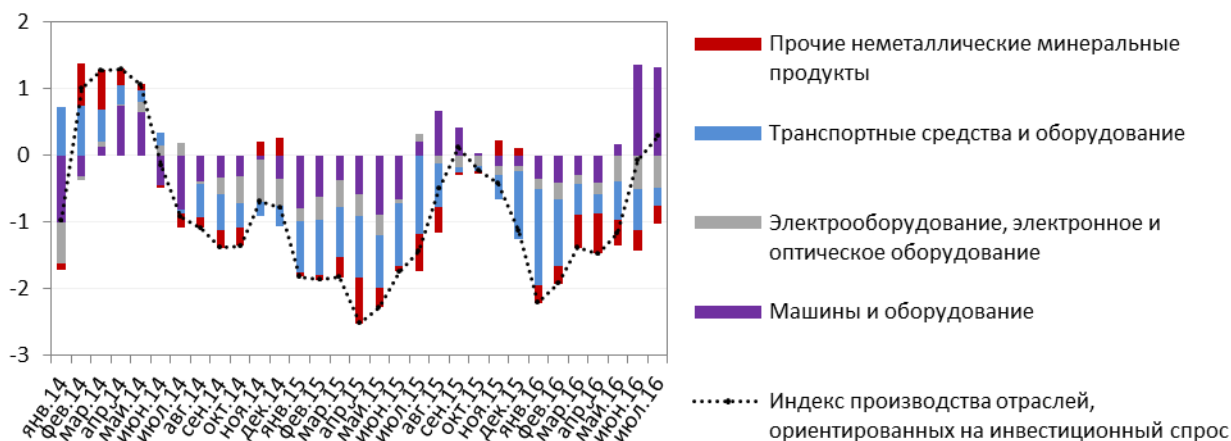


Рисунок 27. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос (тренд), м/м, %

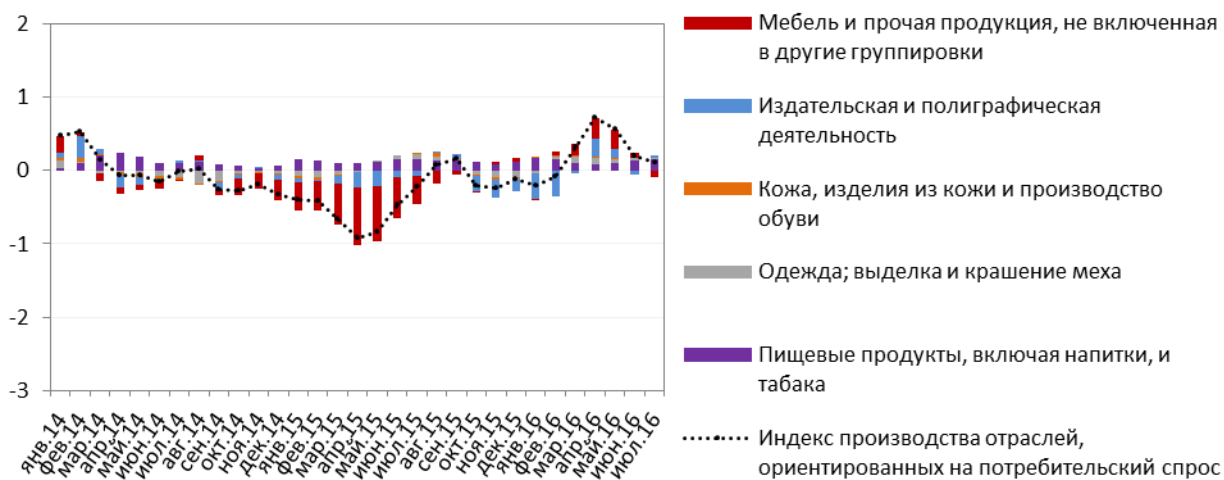
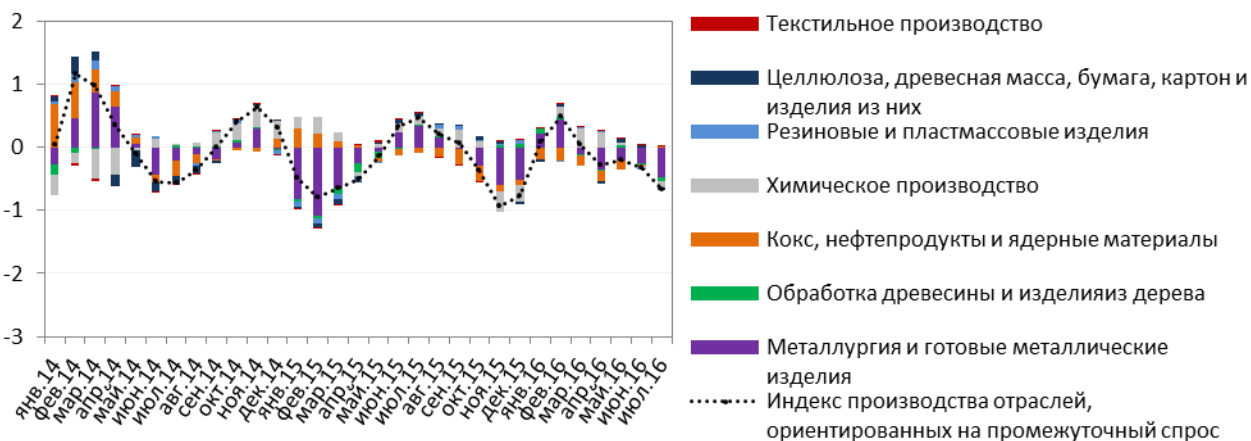


Рисунок 28. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на промежуточный спрос (тренд), м/м, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.4. Потребительская активность стабилизируется

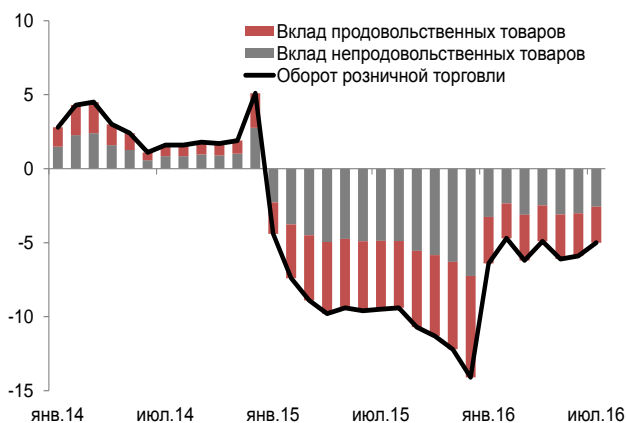
- Годовой темп сокращения розничного товарооборота замедлился в июле до 5% г/г, существенно превзойдя ожидания рынка.
- Темпы снижения товарооборота с устранением сезонного фактора замедлились до 0,1% м/м после сокращения на 0,4% м/м в июне.
- Стабилизация реальных заработных плат будет способствовать дальнейшему восстановлению товарооборота и постепенному выходу на положительные темпы роста с устранением сезонности до конца года.

По данным Росстата, в июле сокращение розничного товарооборота замедлилось до 5,0% г/г с 5,9% г/г в июне. Замедлилось оно и после устранения сезонности в месячных данных: в июле оборот снизился на 0,1% м/м после сокращения на 0,4% м/м в июне.

В июле замедлились годовые темпы снижения оборота как продовольственных, так и непродовольственных товаров. Оборот продовольственных товаров сократился на 5,1% г/г, непродовольственных товаров – на 5% г/г (Рисунок 29). Сезонно сглаженные данные свидетельствуют о незначительном снижении оборота продовольственных товаров на 0,1% м/м против нулевого сокращения оборота непродовольственных товаров.

Сохранилась повышенная волатильность динамики платных услуг населению. Годовые темпы сокращения объема платных услуг снизились до 1% г/г, при росте на 0,7% м/м. С учетом позитивной динамики индекса PMI, можно ожидать постепенного выхода этого сектора на положительные темпы роста (Рисунок 30). По последним данным падение объема платных услуг населению сократилось до 0,8% г/г с начала года по сравнению с падением на 0,9% г/г в первом полугодии, что также говорит о более устойчивой динамике, хотя волатильность показателя сохраняется.

Рисунок 29. Вклад продовольственных и непродовольственных товаров в обороте розничной торговли, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

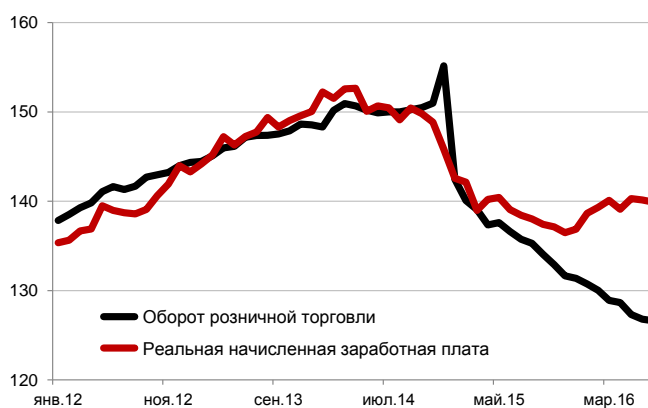
Рисунок 30. Динамика платных услуг населению (% г/г) и индекса PMI сферы услуг



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

Постепенное восстановление товарооборота сопровождалось ростом реальной заработной платы на 0,6% г/г, при сохранении на нуле годового темпа роста за период сначала года. Данные с устранением сезонного фактора указывают на замедление темпа падения реальных заработных плат до 0,2% м/м, после сокращения на 0,3% м/м в июне. Как результат, разрыв между динамикой розничного товарооборота и реальной заработной платы начал сокращаться (Рисунок 31).

Рисунок 31. Динамика оборота розничной торговли и реальной начисленной заработной платы (январь 2007 = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В ближайшие месяцы на динамику оборота розничной торговли, особенно в части потребительских товаров, положительное влияние может оказать рост МРОТ с июля на 20,9% м/м до 7500 рублей (25,7% г/г). Это может несколько сократить разрыв в изменении доходов различных слоев населения.

Продолжающееся восстановление реальной заработной платы и улучшение потребительских ожиданий относительно динамики будущих доходов указывает на наличие потенциала для оживления покупательской активности в ближайшие месяцы.

1.2.5. Ситуация на рынке труда продолжает улучшаться

- Уровень безработицы в июле снизился до 5,3% (5,6% после сезонной очистки).
- Уровень экономической активности по нашим оценкам достиг максимального значения, превысив 70%.
- Риски роста уровня безработицы невысоки из-за демографических факторов.

Уровень безработицы в июле снизился до 5,3% с 5,4% в июне. В летние месяцы безработица обычно снижается на фоне сезонного роста спроса на труд. Тем не менее, даже с учетом эффекта сезонности уровень безработицы снизился до 5,6 с 5,7% в июне (Рисунок 32). По сравнению с июлем прошлого года был зафиксирован

рост как количества занятых, так и безработных. Такое сочетание говорит о росте экономической активности населения, что подтверждается и нашими оценками: уровень экономической активности населения¹³ в июле впервые превысил отметку 70% (Рисунок 33).

Рисунок 32. Динамика уровня безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Динамика экономической активности населения, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

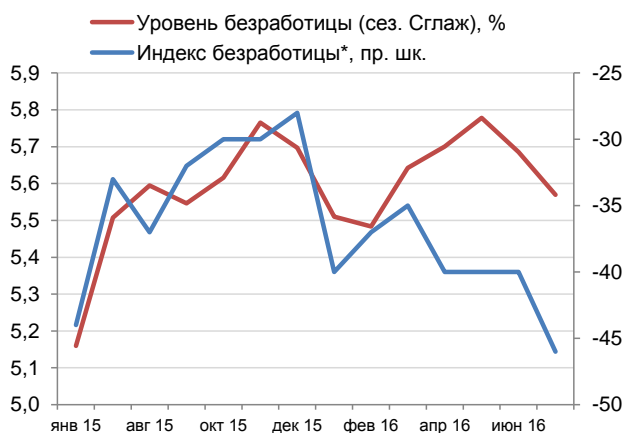
Рост численности экономически активного населения может являться свидетельством улучшения оценок населением ситуации на рынке труда, что подтверждается и опросными данными ВЦИОМ¹⁴. Согласно июльским данным, ослабли опасения респондентов, связанные с безработицей (Рисунок 34), а оценки сложности трудоустройства в случае потери работы остаются неизменными с начала года.

На рост экономически активного населения накладываются негативные демографические тенденции, в частности, снижение количества населения в трудоспособном возрасте. Такое сочетание значительно уменьшает риски роста безработицы и может создать проблему нехватки квалифицированных кадров. Последнее может быть одной из причин достаточно уверенной динамики заработных плат в 2016 году. В июле рост заработных плат в реальном выражении продолжился, хотя и с меньшими по сравнению с июнем темпами: 0,6% против 1,1% г/г (Рисунок 35). Улучшение ситуации на рынке труда, подкрепляемое ростом оплаты труда, может стать одним из факторов восстановления потребления домохозяйств.

¹³ Отношение экономически активного населения (занятые+безработные) к населению в трудоспособном возрасте 15-72 года.

¹⁴ <http://wciom.ru/index.php?id=236&uid=115817>

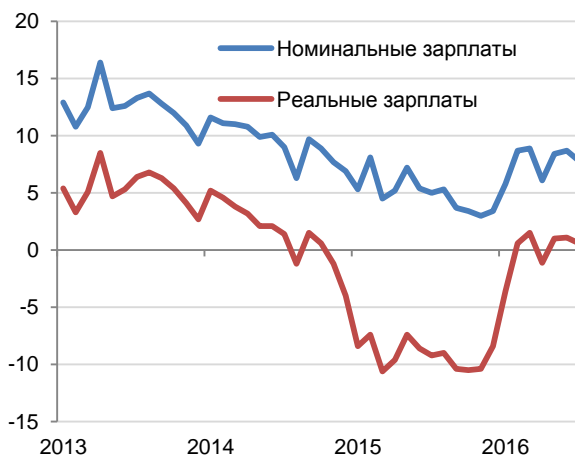
Рисунок 34. Динамика индекса безработицы ВЦИОМ¹⁵ и уровня безработицы



Источники: Росстат, ВЦИОМ, расчеты ДИП.

*Снижение индекса говорит об уменьшении проблемы безработицы.

Рисунок 35. Динамика заработной платы, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

1.2.6. Норма сбережений снизилась

- Доля сбережений населения по сравнению с предыдущим месяцем снизилась и в июне была заметно ниже, чем в июне 2015 года.
- Среднее значение нормы сбережений в первом полугодии характерно для периода умеренных сбережений, ее дальнейшее быстрое снижение маловероятно.

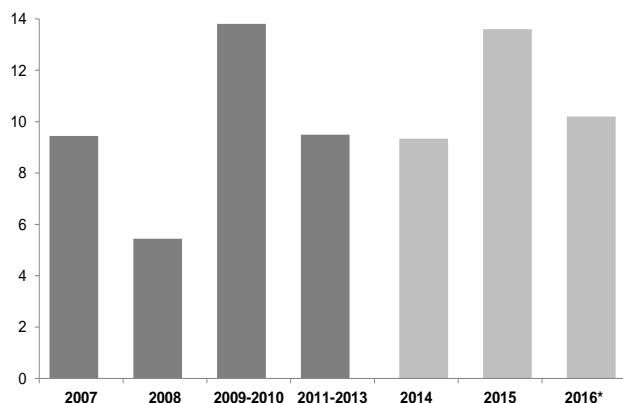
Данные Росстата по использованию денежных доходов населения в июне указывают на существенное по сравнению с маем перераспределение денежных ресурсов с покупки товаров и услуг на сбережения, покупку валюты и увеличение наличных денег на руках. Так, норма сбережений увеличилась до 13,1% в июне с 9,7%, по уточненным данным, в мае, при этом вклады и приобретение ценных бумаг увеличились на сопоставимую величину.

Рост нормы сбережений в июне является скорее сезонным явлением, чем сигналом об изменении сберегательного поведения населения (Рисунок 36). Тем не менее, динамика этого показателя продолжает свидетельствовать о постепенном возвращении нормы сбережений к ее долгосрочному уровню, который наблюдается в результате постепенного сокращения буферных сбережений, накопленных после кризиса.

¹⁵ **Индекс безработицы** характеризует актуальность проблемы безработицы. Показатель рассчитывается как разница положительных и отрицательных ответов на вопрос «Сколько человек среди Ваших близких, знакомых потеряли работу в течение последних 2-3 месяцев?». Индекс измеряется в пунктах и может колебаться в диапазоне от -100 до 100. Чем выше значение индекса, тем выше актуальность проблемы для респондентов.

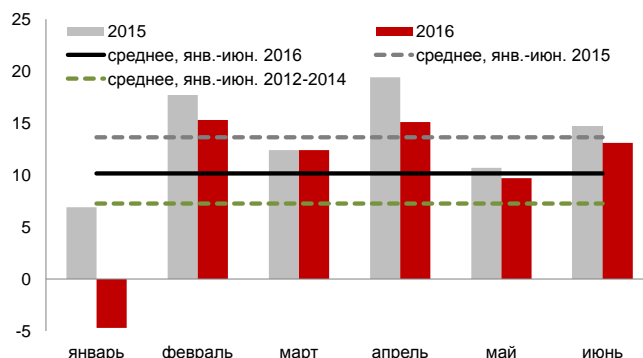
Так, в июне разрыв между значением нормы сбережений в этом и предыдущем году по сравнению с маем увеличился (Рисунок 37). Это изменение не объясняется снижением дохода: динамика денежного дохода указывает на годовой рост (3,1% г/г в июне). Таким образом, есть основания полагать, что при отсутствии внешних шоков норма сбережений в этом году будет ближе к значениям 2011–2014 годов, чем к уровню 2015 года.

Рисунок 36. Динамика доли сбережений в денежном доходе населения, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Доля сбережений в денежном доходе населения, %



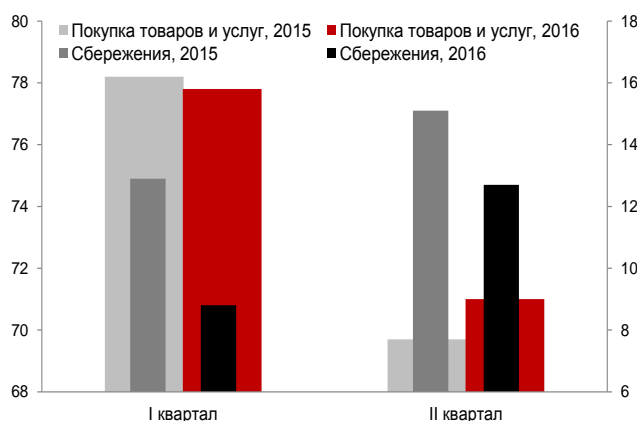
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Сокращение доли сбережений в денежном доходе на фоне восстановления заработных плат будет означать рост доли расходов, идущих на покупку товаров и услуг (Рисунок 38). Данные за II квартал 2016 года отражают эту зависимость: при сокращении нормы сбережений растет доля расходов на товары и услуги. Таким образом, следствием потенциального возвращения нормы сбережений к докризисным уровням при положительной динамике дохода будет постепенное восстановление динамики розничного товарооборота, оборота услуг и общественного питания.

Тем не менее неравномерная динамика доходов различных групп населения сдерживает восстановление покупательской активности населения. Поскольку доходы разных слоев населения изменяются неравномерно, высокой остается доля населения, у которой нет сбережений. По данным опроса «инФОМ», эта доля выросла с 57,6% в июле 2015 года до 61,1% в июле 2016 года. Доля же людей, которым не удалось сделать сбережения, в июле несколько сократилась: с 71,9% в июне до 71,1% в июле. По сравнению с маем сокращение в июле было еще более существенным: в мае 73,1% опрошенных не смогли сделать сбережения (Рисунок 39). Это второе после января максимальное значение показателя. Оно связано, скорее, с активными тратами во время майских праздников, чем с изменением сберегательного поведения.

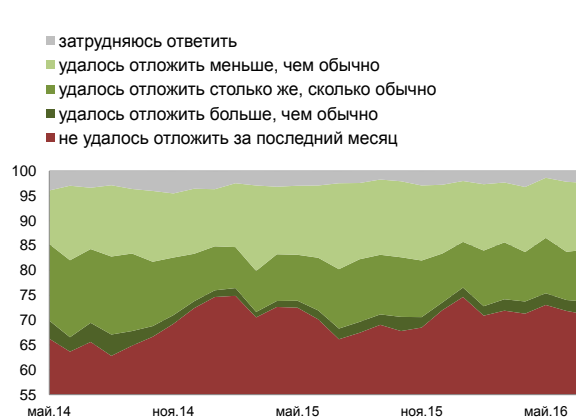
Доля тех, кто все-таки смог сделать сбережения, повысилась до уровня февраля 2016 года – 26,5%, что является максимальным значением с начала года. При этом доля населения, которой удалось отложить меньше обычного, сократилась в пользу тех, кто сберег столько же или больше обычного. В июле доля последних достигла максимального значения с начала года, что является косвенным подтверждением улучшения материального положения части населения.

Рисунок 38. Доля расходов на товары и услуги и доля сбережений в денежном доходе



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Сберегательное поведение населения, % от опрошенных



Источник: опрос «инФОМ»

Учитывая высокую долю тех, кому не удастся делать сбережения после расходов на текущие нужды, восстановление покупательской активности в области товаров длительного пользования, услуг и оборота общественного питания будет зависеть в основном от ожидаемой динамики дохода населения со средним доходом и доходом выше среднего. В то же время оборот потребительских товаров в большей степени будет определяться динамикой текущих доходов населения с уровнем дохода ниже среднего и темпом роста цен.

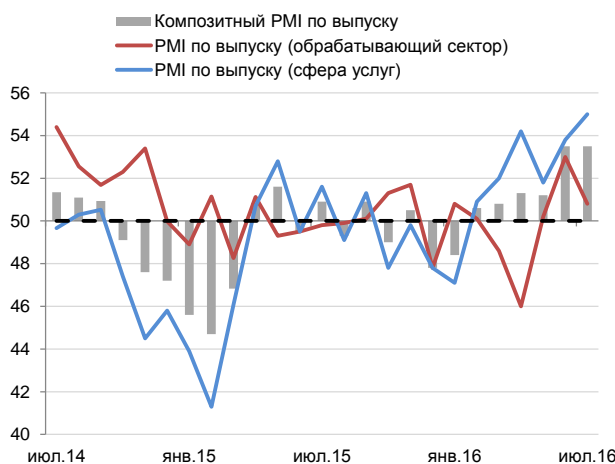
1.2.7. Индексы PMI: ускорение роста в сфере услуг на фоне небольшого охлаждения в обрабатывающем секторе

- Сводный индекс PMI по России остался на максимальном с февраля 2013 года уровне: снижение активности в обрабатывающем секторе было компенсировано значительным ростом деловой активности в сфере услуг.
- Низкий спрос и высокая загрузка мощностей остаются главными сдерживающими факторами роста выпуска в обработке при сокращающейся роли неопределенности.
- Ускорение роста в сфере услуг до максимального с февраля 2013 г. значения сопровождается улучшением ожиданий бизнеса до уровня начала 2014 года.

- Данные по индексам PMI за июль свидетельствуют о большой вероятности постепенного восстановления экономической активности в ближайшие месяцы.

Сводный индекс PMI в июле остался на уровне 53,5 пунктов – максимуме с февраля 2013 года (Рисунок 40). При этом наблюдалось небольшое ухудшение динамики деловой активности в обрабатывающем секторе и ускорение роста в сфере услуг.

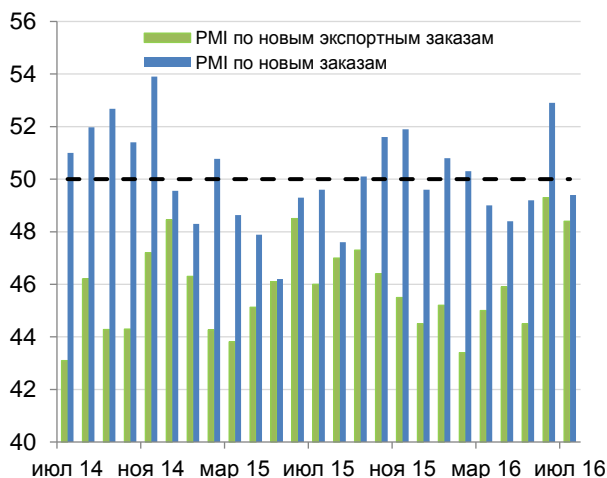
Рисунок 40. Динамика индексов PMI России по выпуску, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

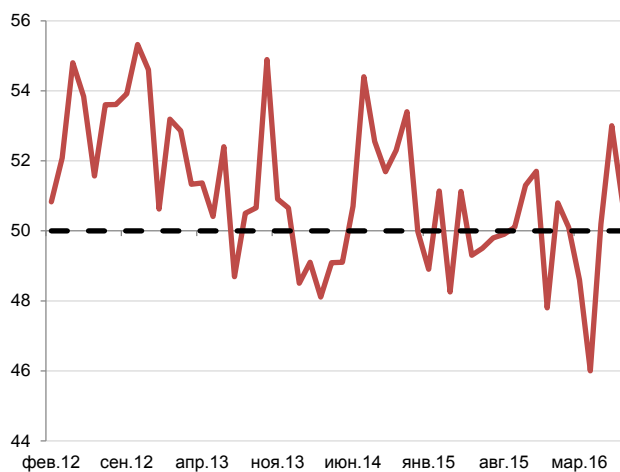
В июле индекс PMI обрабатывающего сектора сократился до 49,5 пункта с 51,5 пункта в июне, вновь оказавшись ниже пограничного значения в 50 пунктов, отделяющего рост от спада экономической активности. Сокращение деловой активности было вызвано слабым и внутренним, и внешним спросом: возобновилось снижение новых внутренних заказов и усилилось сокращение новых экспортных заказов (Рисунок 41). Тем не менее, новые заказы сократились незначительно: снижение в июле было меньше, чем месячные сокращения, происходившие в период с марта по май, а снижение экспортных заказов было минимальным с июня 2015 года (не считая июньского значения 2016 года). При этом часть компаний связывали сокращение новых заказов с нехваткой производственных мощностей, что частично подтверждается увеличением незавершенных заказов, произошедшим впервые с января 2013 года.

Рисунок 41. PMI обрабатывающего сектора по новым заказам



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 42. PMI обрабатывающего сектора по выпуску



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Несмотря на сокращение новых заказов, рост объемов выпуска продукции в секторе продолжился третий месяц подряд, хотя и меньшими темпами: индекс PMI по выпуску снизился с 53,0 пункта в июне до 50,8 пункта (Рисунок 42).

Судя по результатам ежемесячных обследований организаций, проводимых Росстатом, рост в обработке продолжает сдерживаться близкой к локальному максимуму за последние несколько лет загрузкой производственных мощностей, сохраняющейся неопределенностью экономической ситуации, а также низким спросом (Рисунок 43, Рисунок 44). Однако в случае отсутствия новых внешних потрясений влияние фактора неопределенности в ближайшие месяцы должно сократиться: доля респондентов, для которых этот фактор является ограничивающим, сократилась и составила в июле минимальное значение с января 2016 года. Таким образом, рост в обрабатывающем секторе, вероятно, продолжится в ближайшие месяцы.

Рисунок 43. Средний уровень используемых производственных мощностей, % (сезонность устранена)



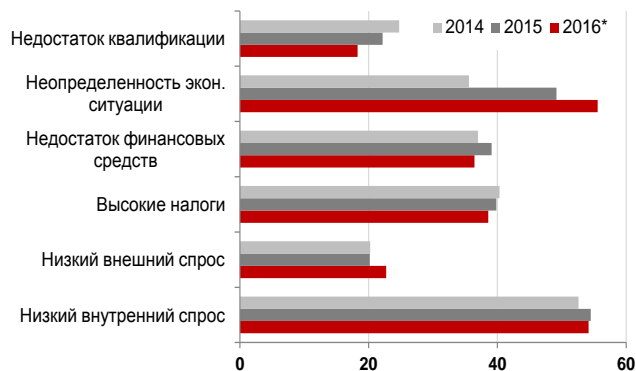
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

В июле индекс PMI в сфере услуг достиг своего максимального значения с февраля 2013 года, увеличившись до 55,0 пунктов с 53,8 пунктов в июне. Продолжающийся с февраля рост деловой активности в сфере услуг произошел за счет существенного увеличения новых заказов до максимума с января 2013 года (Рисунок 45). В результате значительного роста новых заказов, занятость в секторе увеличилась, впервые с февраля 2014 года (Рисунок 46).

Небольшой рост занятости был продиктован разнонаправленной динамикой в подсекторах сферы услуг. Так, результаты опроса говорят о существенном росте занятости в июле в подсекторе «Отели и рестораны» и значительном сокращении в подсекторе «Финансовое посредничество». Рост рабочих мест в первой категории служит индикатором стабилизации ожиданий компаний этого сектора на фоне восстановления спроса на соответствующие услуги. Падение оборота общественного питания во II квартале 2016 года замедлилось до 2,5% г/г после 4,9% г/г в I квартале, в то время как объем услуг гостиниц и аналогичных средств размещения вырос на 9% г/г в первом полугодии 2016 года. В то же время сокращение занятости в секторе финансового посредничества может говорить о сохранении низкого спроса на эти услуги и попытках компаний этого подсектора сократить издержки за счет сокращения штата.

Хотя рост занятости был достаточно слабым, сам факт выхода показателя в область роста является положительным сигналом об улучшении ожиданий компаний сектора услуг. Это отразилось и в росте ожиданий компаний относительно деловой активности в ближайшем году до максимума с февраля 2014 года. Наряду с ростом занятости, положительным сигналом является переход показателя незавершенных заказов от снижения, которое наблюдалось на протяжении пяти с половиной лет, к символическому росту (50,1 пункта).

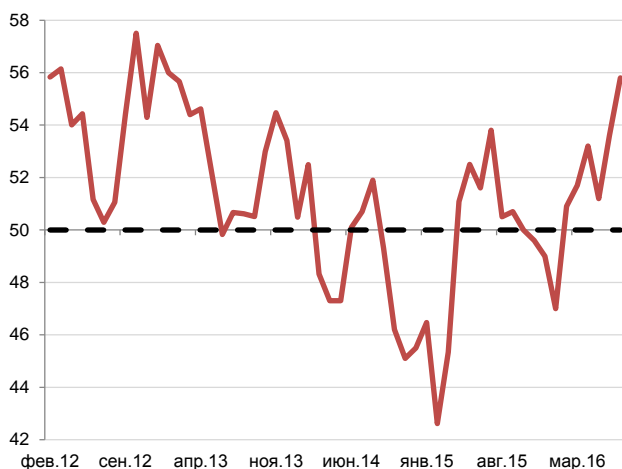
Рисунок 44. Факторы, ограничивающие рост производства в обработке (% респондентов)



*Значение за 2016 год – среднее за январь-июль

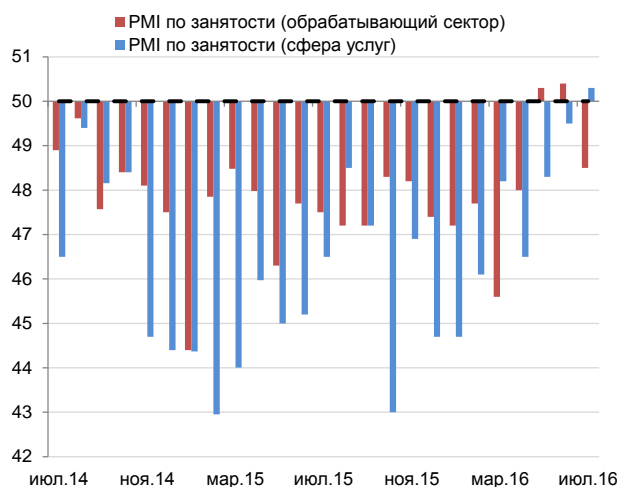
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 45. Динамика индекса PMI России в сфере услуг по новым заказам, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 46. Динамика индексов PMI по занятости, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В целом динамика индексов PMI в июле сигнализирует о высокой вероятности начала постепенного восстановительного роста в экономике в ближайшие месяцы. Вместе с тем, начавшееся в июле ухудшение внешних условий может негативно повлиять на ожидания экономических агентов, что является фактором риска для экономической динамики.

1.2.8. Инвестиции могут начать медленное восстановление в III квартале

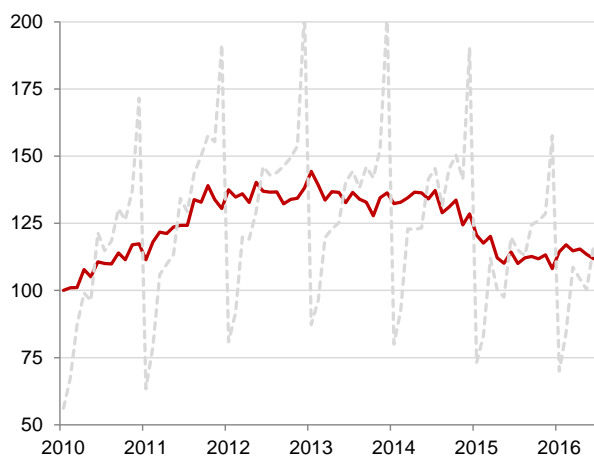
- Во II квартале индекс инвестиционной активности снизился за счет ухудшения динамики в строительстве по сравнению с I кварталом...
- ...однако улучшение динамики импорта машин и оборудования из дальнего зарубежья указывает на вероятное восстановление инвестиционной активности в III квартале.

Динамика рассчитываемого нами индекса инвестиционной активности¹⁶ во II квартале немного ухудшилась после улучшения, наблюдавшегося в I квартале (Рисунок 47). Основной причиной снижения стали объемы выполненных строительных работ. Другие компоненты индекса продемонстрировали более уверенную динамику, что позволило ему вырасти во II квартале по отношению к тому же периоду 2015 года (Рисунок 48).

¹⁶ В базу расчета входят данные об объеме выполненных строительных работ, производстве и чистом импорте машин и оборудования без учета легковых автомобилей.

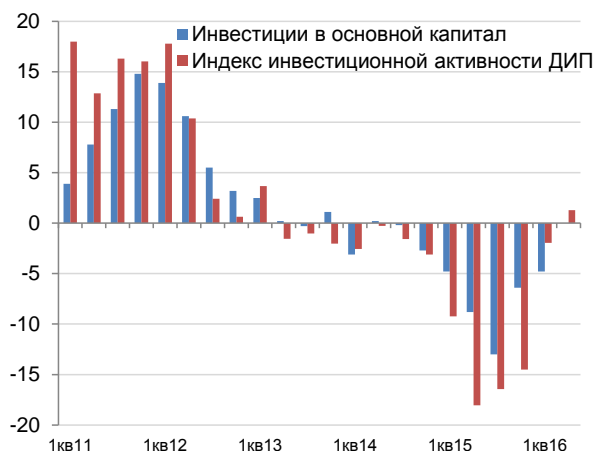
Динамика индекса инвестиционной активности не совпадает с динамикой инвестиций в основной капитал потому, что первая по построению является индикатором предложения, а не спроса. В условиях снижения товарно-материальных запасов наш индекс может занижать динамику инвестиций, а в условиях их накопления – завышать. Скорее всего, во II квартале годовая динамика инвестиций в основной капитал улучшилась по сравнению с I кварталом, однако вряд ли вышла на положительные темпы роста.

Рисунок 47. Индекс инвестиционной активности (январь 2010 = 100)



Источники: Росстат, СЕИС, расчеты ДИП.

Рисунок 48. Квартальная динамика инвестиций (% г/г)

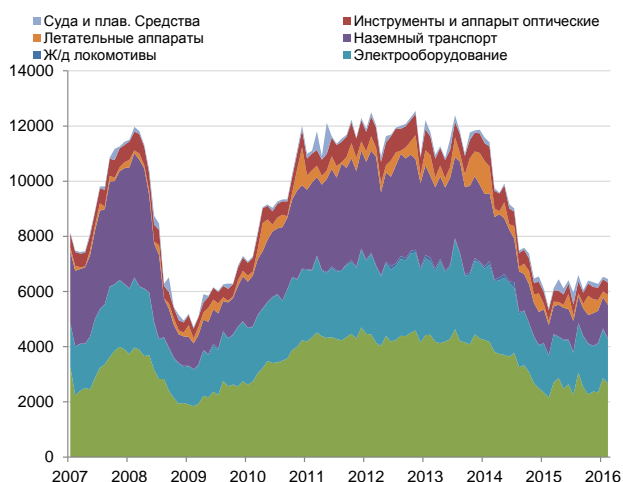


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Инвестиции в III квартале могут начать постепенное восстановление. В целом динамика последних месяцев говорит в пользу стабилизации и даже небольшого роста объемов импорта машин и оборудования (Рисунок 49), несмотря на то, что предварительные данные по импорту машин и оборудования из стран дальнего зарубежья за июль демонстрируют небольшое снижение по сравнению с июнем¹⁷. Рост объемов ввозимых инвестиционных товаров в последние месяцы указывает на высокую вероятность медленного восстановления инвестиционной активности в ближайшие месяцы (Рисунок 50). Динамика импорта машин и оборудования может служить опережающим индикатором для всех инвестиций, так как обновить оборудование и производственные активы можно гораздо оперативнее, чем начать капитальное строительство. Поэтому сначала начинают расти именно эти компоненты инвестиционного спроса.

¹⁷ На 1,3% м/м после сезонной очистки. В июне был зафиксирован рост на 4,2% м/м.

Рисунок 49. Динамика импорта машин и оборудования из дальнего зарубежья (млн. долл., сезонно очищенная)



Источники: СЕИС, расчеты ДИП.

Рисунок 50. Динамика импорта машин и оборудования из дальнего зарубежья и инвестиций в основной капитал¹⁸ (индекс, июнь 2007=100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.9. Динамика прямых иностранных инвестиций подтверждает структурный сдвиг в пользу сектора торгуемых товаров

- В I квартале 2016 года наблюдалось существенное сокращение прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в небанковский сектор.
- Наблюдается рост инвестиций в секторе торгуемых товаров и добыче полезных ископаемых.

В 2015 году сокращение чистых ПИИ в РФ продолжилось: они снизились с 22,03 млрд. долл. США в 2014 году до 6,5 млрд. долл. США в 2015 году. Инвестиции в небанковский корпоративный сектор, игравшие ранее ключевую роль, продолжили падать и в I квартале 2016 года (Рисунок 51). С учетом отрицательного сальдо по инвестициям в банковский сектор, сальдо прямых иностранных инвестиций в Россию составило -0,28 млрд. долл. США.

С точки зрения типов инвестирования в прочие сектора, реинвестирование полученных доходов продолжается, несмотря на падение объемов реинвестирования на 31% г/г в I квартале 2016 года. Это означает, что прямые инвесторы не выводят все свои прибыли в виде дивидендов, а продолжают вкладывать средства в текущую деятельность компаний. Приток прямых инвестиций в виде долговых инструментов ожидаемо снизился в 2015 году (в пределах 25% по сравнению с 2012-13

¹⁸ Динамика в 2016 году рассчитана по индексу инвестиционной активности.

гг.) на фоне санкций после активного роста кредитования в 2012 году - первой половине 2014 года.

Рисунок 51. Динамика сальдо прямых инвестиций в Россию по институциональным секторам экономики, млрд. долл. США, (скользящая сумма за четыре квартала)



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 52. Динамика сальдо прямых инвестиций в Россию по инструментам, прочие сектора (скользящая сумма за четыре квартала)



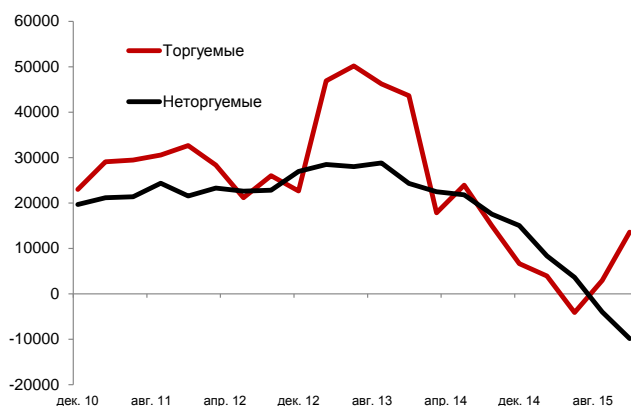
Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Анализ динамики прямых иностранных инвестиций по видам экономической деятельности указывает на возвращение притока средств в 2015 году после резкого замедления, начавшегося во второй половине 2014 года (Рисунок 53). Например, сальдо прямых инвестиций в добычу возросло в 2015 году более чем в два раза по сравнению с 2014 годом¹⁹. В целом положительная динамика прямых иностранных инвестиций в секторе торгуемых товаров в 2015 году была вызвана ростом инвестиций почти во все сектора, включенные в эту группу, в том числе, обрабатывающие производства и сельское хозяйство.

В отличие от сектора торгуемых товаров, вывод прямыми иностранными инвесторами средств из сектора неторгуемых товаров в 2015 году продолжился. Отрицательное сальдо прямых иностранных инвестиций в секторе неторгуемых товаров объясняется возникшим в 2015 году сокращением инвестиций практически во всех секторах: в том числе, финансовой деятельности и страховании, предоставлении прочих услуг, энергетике и строительстве.

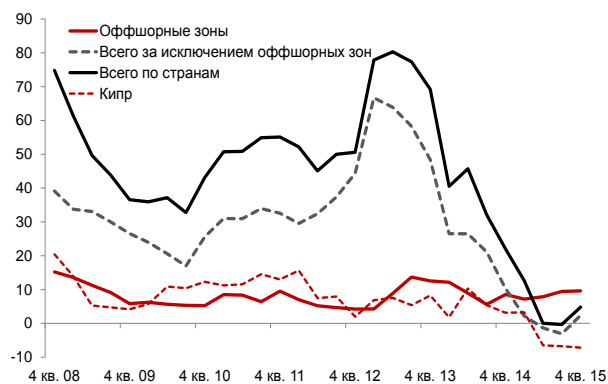
¹⁹ В основном за счет роста инвестиций в добычу топливно-энергетических полезных ископаемых, однако, и по инвестициям в добычу полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических наблюдается положительная динамика.

Рисунок 53. Динамика прямых инвестиций в Россию по секторам, млрд. долл. США (скользящая сумма за четыре квартала)



Без учета данных, не распределенных по секторам

Рисунок 54. Динамика прямых инвестиций в Россию: географическое распределение (скользящая сумма за четыре квартала)²⁰



Оффшорные зоны – Багамские острова, Бермуды, Британские Виргинские острова, Острова Кайман, Панама

Разбивка прямых инвестиций по странам-инвесторам указывает на постепенное восстановление инвестиций в 2015 году без учета притока инвестиций из основных оффшорных зон (Рисунок 54). Восстановление имело место в IV квартале 2015 года за счет существенного роста в IV квартале 2015 года инвестиций из Европы (без учета Кипра). По всей видимости, меры по деоффшоризации пока привели только к снижению прямых инвестиций из Кипра. Приток инвестиций из других традиционных оффшорных зон остается стабильным и даже немного возрос по итогам 2015 года.

1.2.10. Бюджетная система добавит 0,5 п.п. в динамику ВВП в III квартале

- Расходы бюджетной системы внесут нейтральный вклад в экономический рост в III квартале. Однако, общий вклад бюджетной системы в экономический рост в III квартале составит около 0,5 процентного пункта, с учетом положительного эффекта со стороны доходов.
- В июле зафиксировано отрицательное влияние операций федерального бюджета на ликвидность вследствие низкого дефицита бюджета, приватизации и размещения ОФЗ. Увеличилась вероятность формирования существенного бюджетного навеса в конце 2016 года.

В июле продолжилось сдержанное расходование средств федерального бюджета. По предварительным данным, снижение объема собственных непроцентных

²⁰ Всего по странам включает инвестиции, не распределенные по странам и инвестиции от международных организаций и институтов.

расходов федерального бюджета²¹ составило 16% г/г против 2% г/г за январь-июнь 2016 года. Отношение июльских расходов к годовым ассигнованиям стало самым низким с 2008 года.

В целом за январь-июль 2016 года, по нашим оценкам, исполнение собственных непроцентных расходов федерального бюджета составило 52,1% от годовых ассигнований против 56,6% и 54,3% за соответствующие периоды 2015 и 2014 годов (Рисунок 55). Июльские данные повышают вероятность формирования существенного бюджетного навеса²², однако по-прежнему позволяют ожидать нейтральный вклад в экономический рост со стороны государственных расходов по итогам III квартала.

Совокупный вклад со стороны бюджетной системы в экономический рост, по нашим оценкам, может составить порядка 0,5 п.п. в III квартале после 0,2 п.п. по итогам первого полугодия из-за положительного влияния на экономический рост меньших изъятий средств из экономики в бюджет в III квартале.

В июле также было зафиксировано отрицательное влияние на ликвидность со стороны федерального бюджета: низкий бюджетный дефицит (менее 0,1 трлн. руб.) был компенсирован снижением размещения временно свободных средств в коммерческих банках, поступлением средств от приватизации АПРОСЫ и чистым размещением ценных бумаг (в совокупности свыше 0,15 трлн. руб.).

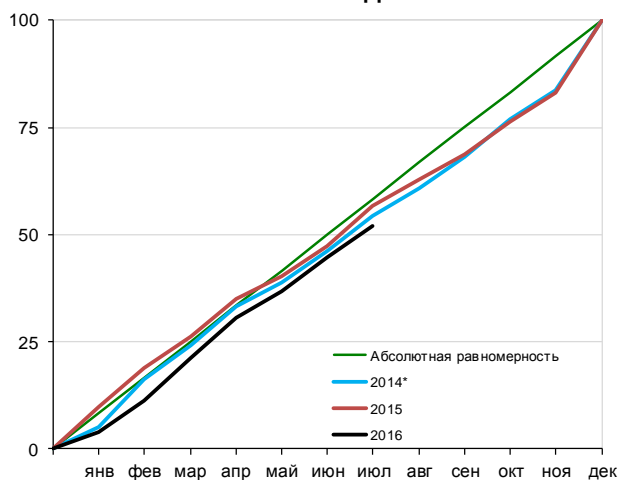
По итогам июля чистое размещение ОФЗ за отчетный период 2016 года превысило 300 млрд. руб. – величину, запланированную на весь год. Это подтверждает наличие значительного рыночного спроса на ОФЗ, удовлетворение которого может отсрочить переход к структурному профициту ликвидности.

В оставшиеся месяцы года мы по-прежнему ожидаем умеренно-положительного влияния на ликвидность со стороны бюджета: более активное расходование бюджетных средств и рост дефицита бюджета будет в значительной мере компенсировано ростом заимствований, в первую очередь, региональными властями, и возвратом временно свободных средств из коммерческих банков.

²¹ Расходы, очищенные от процентных платежей и межбюджетных трансфертов.

²² Расходы, приходящиеся на последние месяцы года.

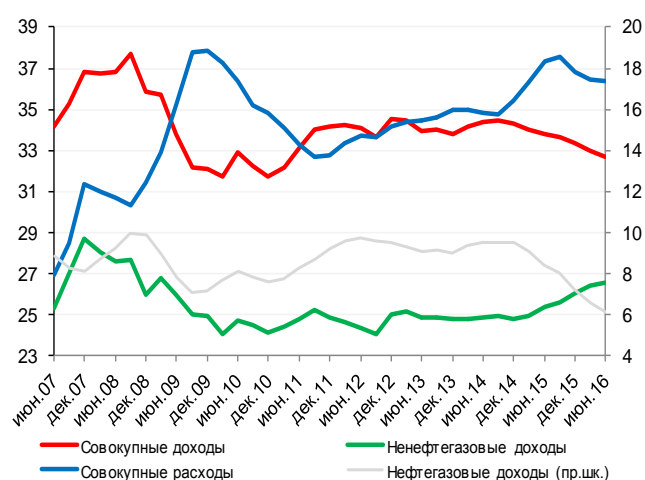
Рисунок 55. Равномерность расходования собственных непроцентных средств федерального бюджета, накопленным итогом в течение года



* Без учета средств на докапитализацию АСВ в декабре.

Источники: Казначейство России, расчеты ДИП.

Рисунок 56. Скользящие за четыре квартала основные показатели бюджетной системы, % ВВП



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

Вместе с тем, сохраняется высокая неопределенность относительно макроэкономического прогноза, бюджетных доходов и расходов, а также источников финансирования дефицита, прежде всего, поступлений от приватизации госимущества и заимствований в 2016-2018 гг.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Центральные банки продолжают смягчать политику

- В августе центральные банки некоторых развитых стран продолжили смягчение монетарной политики. В сентябре к ним может присоединиться ЕЦБ.
- До конца года ФРС, вероятно, повысит ставку не более одного раза.
- Макроэкономические риски в Китае продолжают расти, все отчетливее указывая на потребность в новых стимулирующих мерах для поддержания роста экономики.

В августе центральные банки некоторых развитых стран продолжили смягчение денежно-кредитной политики. Самым существенным получилось смягчение политики Банком Англии на фоне угрозы перехода экономики Великобритании к ре-

цессии из-за последствий Brexit. Резервные банки Австралии и Новой Зеландии также снизили ставки в соответствии с ожиданиями рынка.

США: экономика приближается к состоянию полной занятости

Статистика по рынку труда за июль окончательно подтвердила, что провал в мае был временным явлением. Количество новых рабочих мест в июле выросло на 255 тыс. после роста на 292 тыс. в июне (Рисунок 57). Несмотря на рост количества занятых, уровень безработицы остался на отметке 4,9%, что стало возможным в связи с продолжившимся восстановлением показателя участия трудоспособного населения в рабочей силе (Рисунок 58). Ситуация на рынке труда продолжает улучшаться, что видно также из динамики номинальных заработных плат, годовой рост которых закрепился на уровне 2,6%. Такой темп роста зарплат и количества занятых наблюдался в конце прошлого года, когда ФРС приняла решение о повышении ключевой ставки.

В целом динамика различных показателей рынка труда указывает на то, что экономика США продолжает приближаться к состоянию полной занятости. Однако учитывая слабую динамику инвестиций, ФРС вряд ли решится более чем на одно повышение ставки до конца текущего года. Повышению ставки на ближайшем заседании в сентябре будут препятствовать рост ставок на межбанковском рынке и близость президентских выборов в США. История показывает, что ФРС практически никогда не предпринимал никаких действий в преддверии выборов президента США.

Рисунок 57. Прирост количества рабочих мест вне сельского хозяйства в США, тыс. м/м



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 58. Рынок труда в США, %



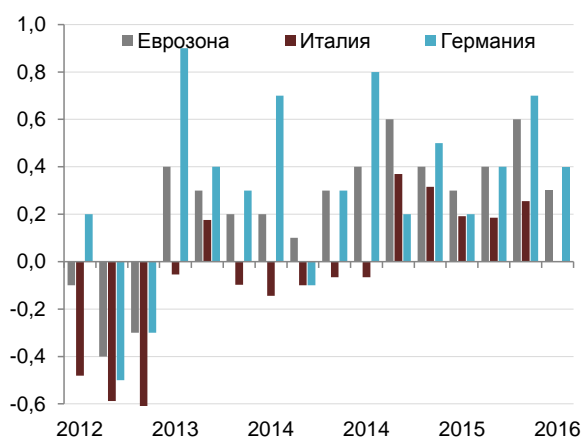
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 59. Динамика розничных продаж в США, % м/м (сезонно очищенная)



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 60. Динамика ВВП еврозоны, % к/к (сезонно очищенная)



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Еврозона: ожидаемое замедление во II квартале

Рост ВВП еврозоны во II квартале ожидаемо замедлился до 0,3% к/к после ускорения в I квартале до 0,6% к/к (Рисунок 60). Германия остается лидером роста, а в некоторых странах, например Франции и Италии, во II квартале роста не произошло. Экономическая динамика в Италии, по всей видимости, продолжит отставать от еврозоны в целом из-за проблем в банковском секторе. Итальянское правительство планирует стимулировать экономику через фискальные каналы, в частности за счет снижения корпоративного налога на прибыль, однако эти меры начнут действовать только в следующем году. Медленный рост экономики еврозоны и продолжающаяся дивергенция между некоторыми странами оказывают давление на ЕЦБ, подталкивая к еще большему смягчению монетарной политики в ближайшее время.

В середине августа был опубликован отчет о заседании ЕЦБ, которое прошло 20-21 июля. В нем было отмечено, что краткосрочные последствия от Brexit оказались не столь плачевными, как изначально ожидалось. Однако при этом ЕЦБ продолжает пристально следить за возможными негативными последствиями решения Великобритании о выходе из Евросоюза, которые могут проявиться не через снижение взаимной торговли, а через другие, менее предсказуемые каналы. В целом содержание и тон отчета говорят о высокой вероятности дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики ЕЦБ на ближайшем заседании, которое состоится 8 сентября. Такая тактика будет схожа с действиями Банка Англии, который повременил со смягчением политики на первом после голосования за Brexit заседании. Наиболее вероятной формой смягчения политики ЕЦБ будет увеличение срока действия программы выкупа активов (80 млрд. евро в месяц) и расширение списка попадающих под действие программы активов.

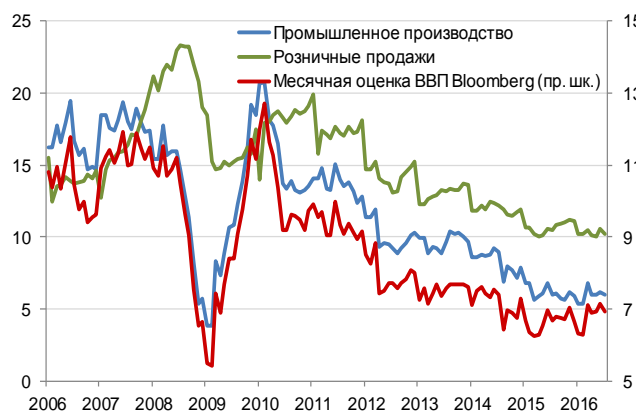
Банк Англии: беспрецедентно «голубиная» риторика и новая «базука»²³ на 100 млрд

Выдержав важную с точки зрения стабилизации рынков паузу после неожиданного для многих исхода референдума по Brexit, Банк Англии наконец приступил к решительным действиям: комитет по монетарной политике в начале августа принял решение о снижении учетной ставки на 25 б.п. до рекордно низкого уровня 0,25% годовых, что является первым смягчением с момента проявления острых последствий мирового финансового кризиса в 2009 году. Наряду с этим, в официальном заявлении по итогам принятого решения был подан отчетливый сигнал рынку о возможности дальнейшего смягчения в ближайшие месяцы. Дополнительный пакет предложенных Банком Англии стимулирующих мер включает в себя расширение объема действующей программы количественного смягчения до 435 млрд фунтов стерлингов, а также инъекцию еще 10 млрд фунтов стерлингов в рамках запуска программы покупки корпоративных облигаций, выпускаемых системно значимыми компаниями.

Китай: риски замедления экономики усиливаются

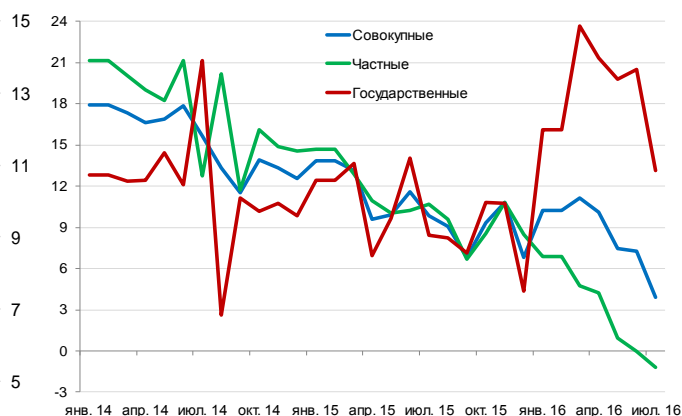
В июле после небольшого июньского всплеска темп роста основных макропоказателей вернулся к уровню апреля–мая. Так, рост промышленного производства составил 6,0% г/г (в июне – 6,2%), розничных продаж – 10,2% г/г (в июне – 10,6%), месячная оценка Bloomberg роста ВВП Китая – 6,9% г/г (в июне – 7,1%). В то же время данные показатели остаются существенно выше уровней января–февраля, когда высказывались опасения относительно состояния китайской экономики.

Рисунок 61. Рост ВВП, промышленное производство и розничные продажи в Китае, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 62. Темп роста инвестиций в основной капитал по видам собственности, % г/г



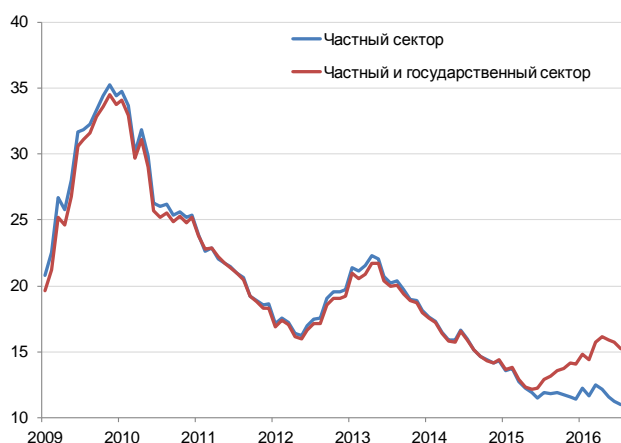
Источники: Bloomberg Finance L.P., CEIC, расчеты ДИП.

Также мы видим усиление рисков для экономического роста Китая в последующие периоды. В июле активизировалось снижение темпа роста инвестиций в основной капитал – до 3,9% г/г (в июне – 7,3%), причем показатель для частного сектора впервые за долгие годы перешел в отрицательную область – -1,2% г/г (в

²³ Речь идет о программе Term Funding Scheme объемом 100 млрд фунтов.

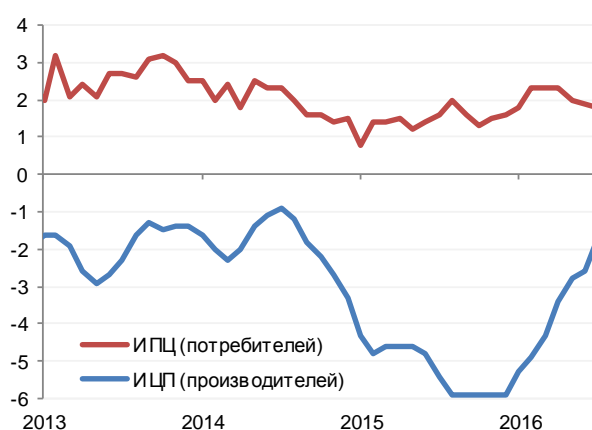
июне – 0,0%) (Рисунок 62). Рост долгового финансирования частного сектора также снизился до многолетнего минимума – 11,0% г/г (в июне – 11,3%) (Рисунок 63). Это во все более явном виде указывает на наличие структурных проблем в экономике, сдерживающих инвестиционную активность компаний, которые начинают накапливать средства на текущих счетах, а не инвестировать в экономику. Государственный сектор по-прежнему сглаживает данные тенденции, но темпы роста соответствующих показателей замедляются, что отразилось на инвестиционной активности в июле.

Рисунок 63. Динамика долгового финансирования в Китае, % г/г



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

Рисунок 64. Индексы потребительских цен потребителей и производителей в Китае, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Плохая макроэкономическая статистика за июль отчасти является следствием имевших место масштабных наводнений. При этом мы полагаем, что риски исчерпания эффекта принятых властями стимулирующих мер постепенно усиливаются, что увеличивает потребность в новых стимулах для поддержания повышенных темпов экономического роста. Так, в начале августа Национальная комиссия по развитию и реформам рекомендовала принять дополнительные меры по стимулированию экономики посредством снижения Народным банком Китая нормы обязательных резервов или ключевой ставки.

Инфляция в Китае в июле снизилась до 1,8% г/г (в июне она составила 1,9%) из-за замедления роста цен на продукты питания, особенно на свинину (Рисунок 64). Рост потребительских цен в ближайшие кварталы вряд ли станет серьезной угрозой, позволяя при необходимости продолжить внедрение программ стимулирования экономики.

1.3.2. Мягкая монетарная политика держит волатильность на минимальном уровне

- Низкие доходности традиционных защитных активов на фоне мягкой монетарной политики развитых стран выталкивают инвесторов в более рискованные сегменты: облигации развивающихся стран и высокодоходные облигации.
- Рост ставки Libor из-за реформы фондов денежных рынков в США эквивалентен ужесточению политики, существенно снижая шансы на повышение ставки ФРС в сентябре.
- Рост геополитической напряженности нейтрализовал позитивный эффект от восстановления нефтяных цен для российских рынков.
- Краткосрочные ставки денежного рынка остаются в нижнем диапазоне процентного коридора Банка России, однако их отклонение от ключевой ставки стабилизировалось.

Мировые рынки

Дальнейшее смягчение монетарной политики в некоторых развитых странах, а также ожидания дополнительных стимулов со стороны крупнейших центральных банков, таких как ЕЦБ и Банк Японии, являются одними из основных причин стабилизации рыночной волатильности на минимальных уровнях (Рисунок 65). Благодаря этому основные индексы акций в США обновили максимумы. Другие рынки акций далеки от максимальных уровней, однако продолжают уверенно расти.

Рисунок 65. Индекс VIX (S&P500) и индекс волатильности РТС (RTSVX)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 66. Спреды EMBI+Russia и JP Morgan EMBI Global

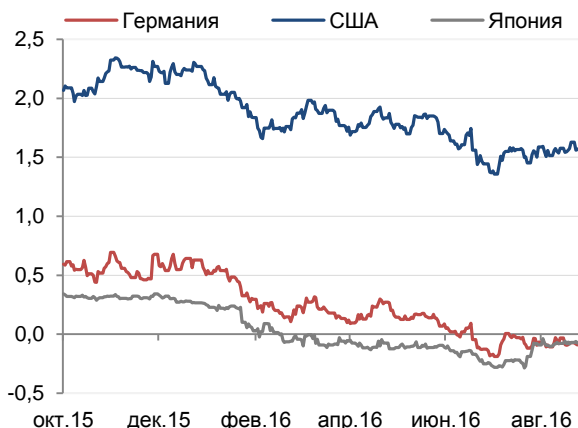


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Доходности облигаций развитых стран не претерпели существенных изменений и остаются вблизи минимальных уровней (Рисунок 67). Однако номинальный объем облигаций с отрицательной доходностью в середине августа достиг 13,4

трлн. долларов²⁴. Инвесторы, особенно долгосрочные, ищут доходность в других инструментах. Это приводит к дальнейшему снижению кредитных спредов в рискованных сегментах рынка (Рисунок 66 и Рисунок 68). Продолжающийся приток средств на рынки развивающихся стран поддерживает рост котировок и снижение доходностей (Рисунок 70).

Рисунок 67. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %



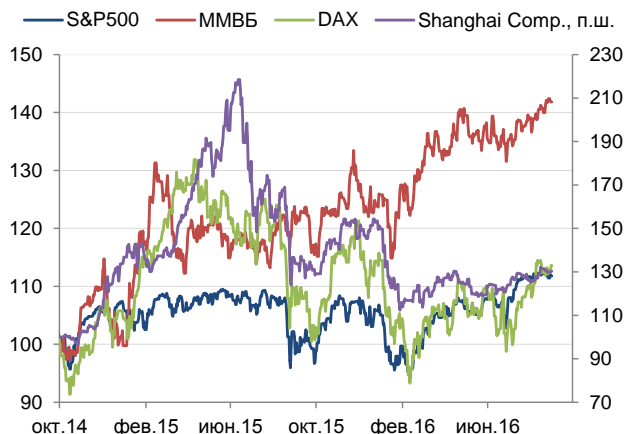
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 68. Кредитный спред корпоративных облигаций развитых стран, %



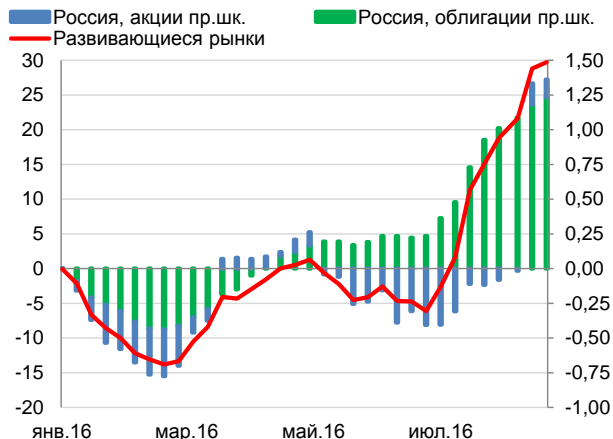
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 69. Динамика индексов акций в локальных валютах (индекс, 1 января 2014 года = 100)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 70. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран с развивающимися рынками (накопленным итогом, «+» означает приток), млрд долл. США



Источнику: EPFR Global, Bloomberg Finance L.P.

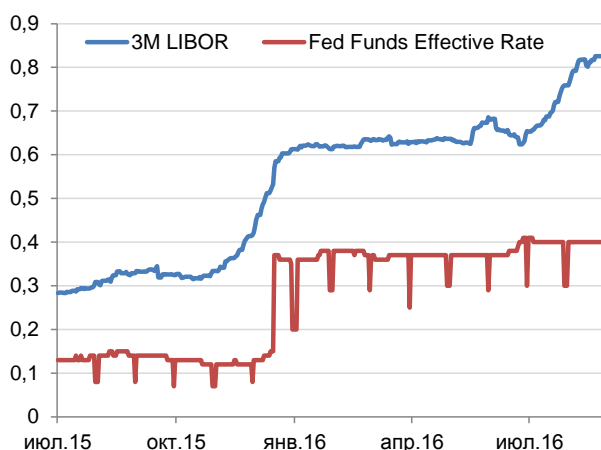
О динамике LIBOR

За последние полтора месяца ставки денежного рынка Libor в долларах США выросли на 20-30 б.п. в зависимости от сроков (Рисунок 71, Рисунок 72). Это сильно

²⁴ По информации [Financial Times](http://www.ft.com).

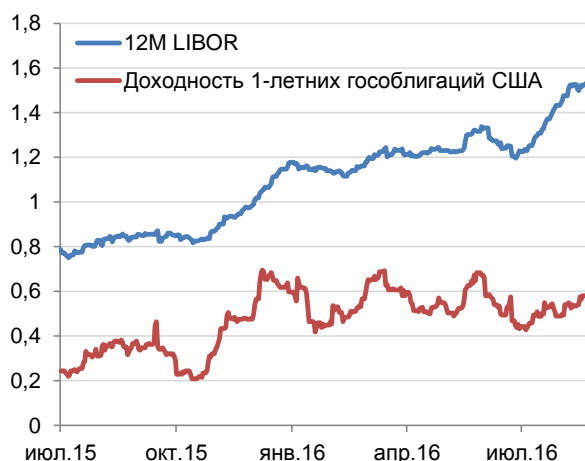
контрастирует с ситуацией на рынках облигаций. Причиной сложившейся ситуации стала реформа фондов денежного рынка США: с октября 2016 года фондам будет разрешено вводить комиссии за вывод и устанавливать моратории на вывод средств в случае ухудшения рыночной ситуации.

Рисунок 71. Динамика 3-месячного LIBOR и ставки федеральных фондов в США



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 72. Динамика 12-месячного LIBOR и доходности 1-летних гособлигаций США



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Это может не устроить институциональных инвесторов, которые являются основными пайщиками данных фондов. Фонды денежного рынка (prime funds) являются одним из важных источников краткосрочного фондирования для коммерческих и инвестиционных банков²⁵: они покупают их короткие облигации (commercial papers). Управляющие фондами, опасаясь вывода средств, начали создавать подушку ликвидности в своих фондах или наращивать долю гособлигаций в портфеле, сократив спрос и вложения в менее ликвидные облигации банков. Снижение фондирования со стороны фондов денежного рынка повысило спрос банков на другие источники долларовой ликвидности, что и привело к росту ставок денежного рынка.

Ставка Libor используется в качестве базовой во многих инструментах с плавающей доходностью²⁶, поэтому ее повышение эквивалентно ужесточению денежно-кредитной политики ФРС США. Сложившаяся ситуация может иметь временный характер в зависимости от того, какими будут результаты перехода рынка фондов денежного рынка на новые правила работы. Тем не менее, участники рынка ждут, что Libor останется на повышенном уровне как минимум до середины октября. Это является еще одним аргументом в пользу того, что ФРС не предпримет никаких действий на сентябрьском заседании.

²⁵ Особенно для последних, поскольку они не могут брать депозиты.

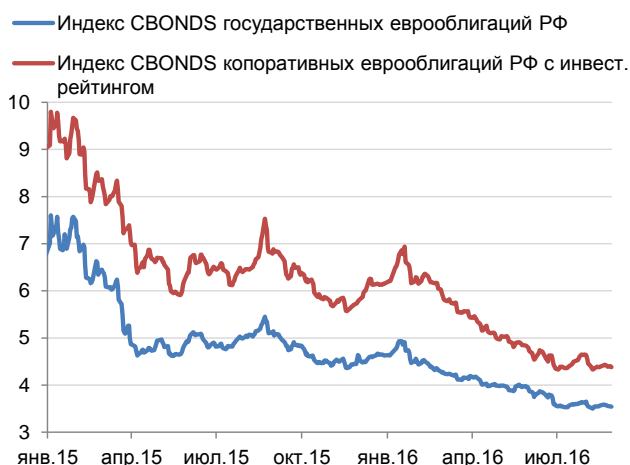
²⁶ синдицированные кредиты, облигации с плавающей ставкой, ипотечные кредиты и т.д.

Российские рынки

Рост геополитической нестабильности сказался на динамике российских финансовых рынков через небольшое увеличение риск-премии по CDS при стабилизации или снижении риск-премий других развивающихся стран. С другой стороны, поддержку российским рынкам оказал рост цены нефти, поэтому в целом по итогам августа динамика оказалась благоприятной. Например, восстановление нефтяных цен привело к тому, что индекс ММВБ в августе обновил максимальный уровень, а с начала года вырос уже на 12% (Рисунок 69).

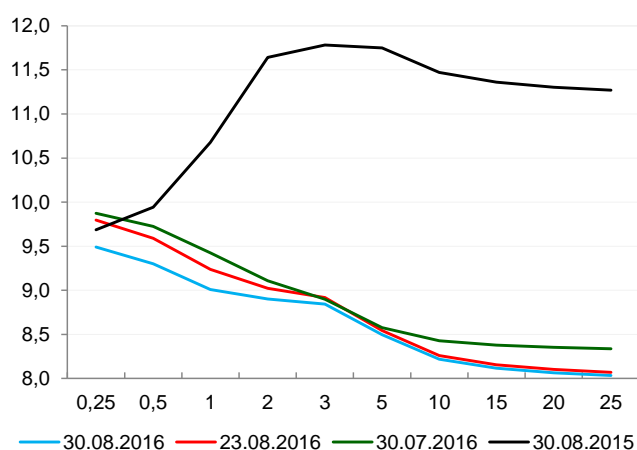
Доходности российских еврооблигаций в августе практически не изменились (Рисунок 73) на фоне снижения доходностей и кредитных спредов облигаций других развивающихся стран (Рисунок 66). Динамика рублевых облигаций оказалась более благоприятной. Доходности ОФЗ продолжили снижение после июльской коррекции (Рисунок 74) вместе с корпоративными облигациями (Рисунок 76²⁷).

Рисунок 73. Динамика доходности российских еврооблигаций, %



Источник: Cbonds

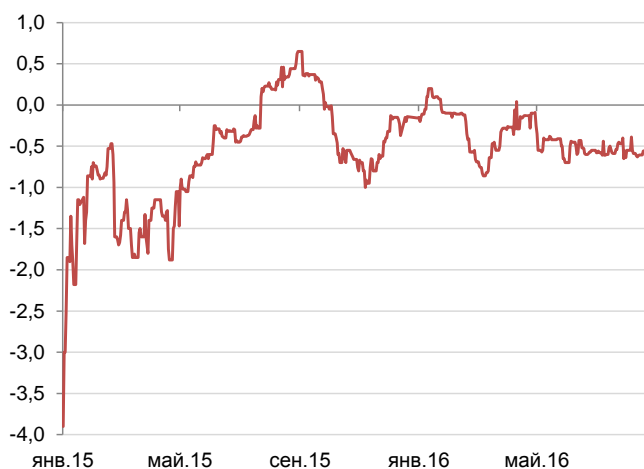
Рисунок 74. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %



Источник: Московская Биржа.

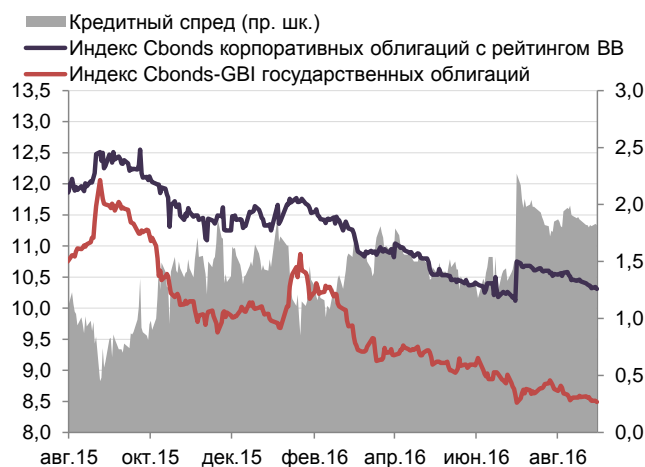
²⁷ Скачок доходности индекса корпоративных облигаций связан с пересмотром базы расчета индекса 1 июля, а не с рыночной динамикой.

Рисунок 75. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых



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

Рисунок 76. Динамика доходности рублевых облигаций, %



Источник: Cbonds.

Денежно-кредитные условия продолжают смягчаться в том числе из-за ожиданий замедления инфляции и снижения ставок Банком России. Спред FRA 3×6 к трехмесячному Mosprime колеблется около уровня -0,5% с начала лета (Рисунок 75). Это говорит об устойчивости рыночных ожиданий снижения ключевой ставки Банком России на ближайших заседаниях.

Август 2016 года оказался благоприятным месяцем для состояния ликвидности банковского сектора и уровня краткосрочных ставок денежного рынка. С самого начала месяца можно было наблюдать значительный приток ликвидности из бюджета в банковскую систему. С 1 по 25 августа совокупный чистый приток ликвидности в банковский сектор составил 510 млрд. руб. (Рисунок 80). Тем не менее, это не привело к снижению краткосрочных ставок денежного рынка, поскольку приток ликвидности был полностью абсорбирован за счет погашения банками задолженности по инструментам рефинансирования перед Банком России²⁸.

В то же время, RUONIA с 1 по 25 августа продолжала находиться в среднем на 20 б.п. ниже ключевой ставки Банка России (Рисунок 77 и Рисунок 78). Можно отметить, что ее отклонение от ключевой ставки почти не изменилось по сравнению с июлем и спред RUONIA к ключевой ставке Банка России в целом остается отрицательным с начала июня 2016 года. Банк России провел 9 августа первый в этом году депозитный аукцион. Данный инструмент абсорбирования излишков ликвидности должен прийти на смену инструментам предоставления ликвидности, по мере перехода к профициту ликвидности, когда спрос на средства, предоставляемые через аукционное РЕПО, исчезнет²⁹.

²⁸ С 1 по 25 августа задолженность по РЕПО с Банком России снизилась на 364 млрд. руб. и сокращение задолженности банков по кредитам под нерыночные активы составило 175,5 млрд.руб.

²⁹ На утро 26 августа задолженность по аукционному РЕПО с Банком России составила 320,7 млрд.руб..

Рисунок 77. Спред RUONIA и аукционной ставки недельного РЕПО с Банком России к ключевой ставке Банка России, б.п.



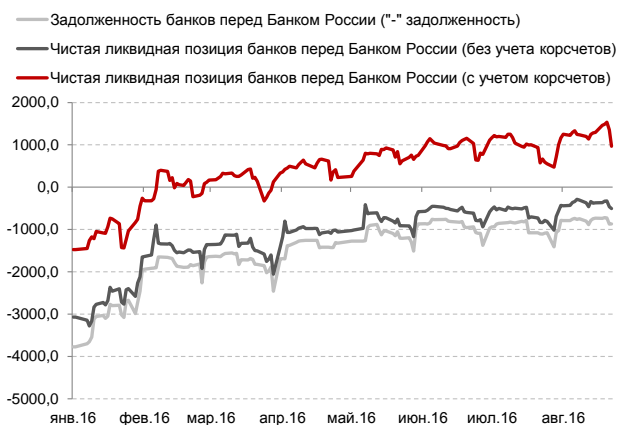
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 78. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



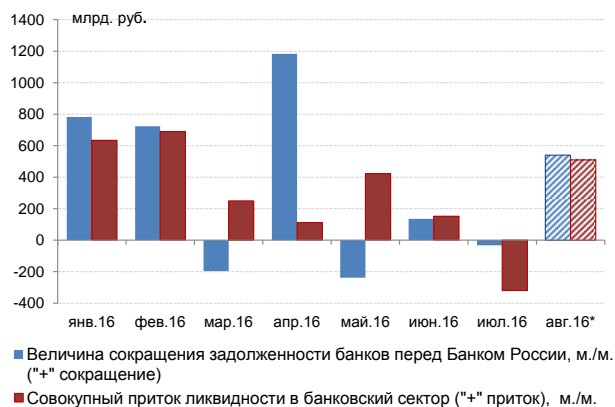
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 79. Динамика чистой ликвидной позиции банков перед Банком России, млрд руб



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 80. Сравнительная динамика сокращения задолженности банков перед Банком России и чистого притока ликвидности, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

* Оценка ДИП по данным за 1-25 августа

Высокий спрос на депозитном аукционе³⁰ мог быть связан с несколькими причинами. Во-первых, аукционная ставка размещения депозитов выше, чем фиксированная депозитная ставка Банка России. Во-вторых, формирование излишков ликвидности у крупных банков, вполне возможно, стало происходить только в последнее время на фоне снижения (а для отдельных банков - обнуления) зависимости от рублевого рефинансирования по мере усилившихся поступлений со счетов Казна-

³⁰ Спрос на депозитном аукционе практически в два раза превысил предложение, составив 187 млрд. руб. против заявленных 100 млрд. руб. по средневзвешенной ставке 10,22% (против максимальной 10,5%).

чейства. О том, что ситуация с ликвидностью у менее крупных банков не ухудшается и их потребность в рефинансировании со стороны Банка России не увеличивается можно судить по стабилизации объемов задолженности по фиксированному РЕПО с Банком России.³¹ (Рисунок 79).

Повышение с 1 августа нормативов обязательного резервирования продолжит сдерживать формирование излишков ликвидности, откладывая возникновение структурного профицита ликвидности. Депозитные аукционы вместе с другими инструментами денежно-кредитной политики должны стабилизировать величину отрицательного спреда между краткосрочными ставками денежного рынка и ключевой ставкой Банка России.

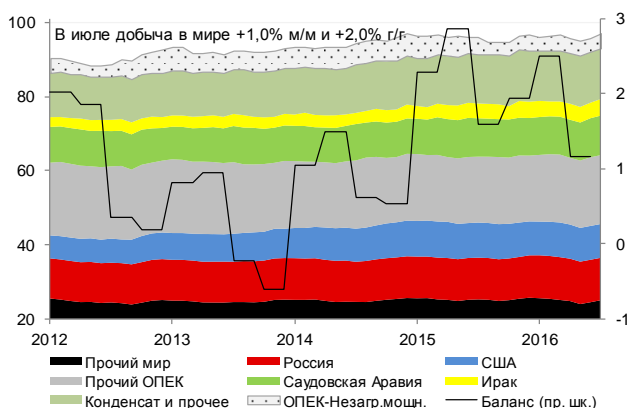
1.3.3. Товарные рынки: нефтяные цены снова во власти хрупких надежд

- В августе фундаментальные факторы продолжили давить на нефтяные цены: рост мировой добычи, в том числе в США, привел к увеличению коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов...
- ... при этом нефтяные цены выросли из-за новых ожиданий соглашения по ограничению нефтедобычи...
- ... достижение которого представляется нам менее вероятным, чем прежде.

В августе цены большинства сельскохозяйственных товаров и металлов снизились. При этом нефтяные цены выросли несмотря на то, что они оказались под давлением со стороны фундаментальных факторов во второй половине месяца. Положительную динамику обеспечили новые надежды на совместные действия производителей по стабилизации мирового нефтяного рынка. На этот раз рынки рассчитывают на принятие решений по ограничению добычи на неформальной встрече в рамках саммита 26-28 сентября.

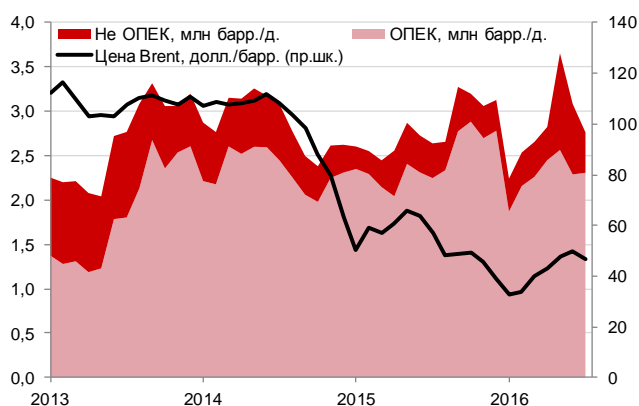
³¹ В периоды низких и нулевых лимитов аукционного РЕПО с Банком России в августе средний объем задолженности по РЕПО на фиксированных условиях составлял около 270 млрд. руб.

Рисунок 81. Добыча и баланс на нефтяном рынке, млн барр. в день



Источники: EIA, расчеты ДИП.

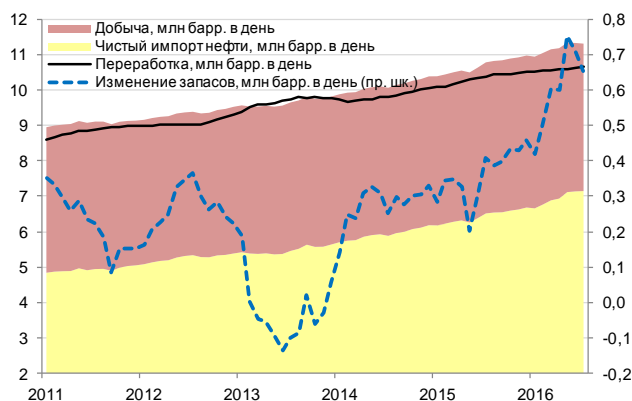
Рисунок 82. Вынужденный простой мощностей добычи и цена нефти Brent



Источники: EIA, Bloomberg Finance L.P.

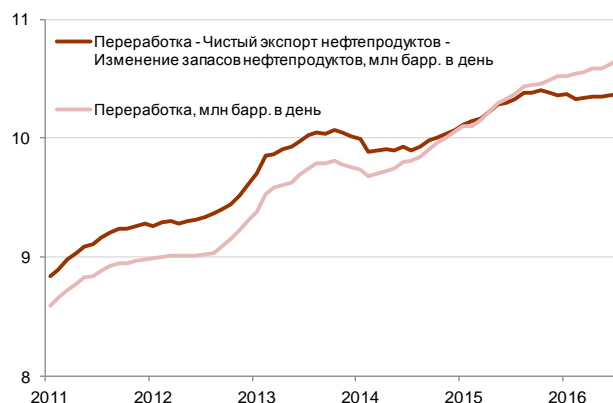
По данным Bloomberg, в июле продолжился значительный рост мировой добычи нефти (Рисунок 81) на фоне снижения объема вынужденно простаивающих мощностей (Рисунок 82) и увеличения производства в отдельных странах ОПЕК в связи с летним периодом. Добыча в Иране приблизилась к досанкционному уровню, а в Ираке – к своему рекордному уровню. Саудовская Аравия обновила рекорд добычи нефти, а Россия поддерживает добычу вблизи рекордного уровня 10,9 млн барр. в день. Предварительные оценки указывают на то, что данная тенденция может сохраниться в августе. Это свидетельствует о росте конкуренции между основными производителями и оказывает понижающее давление на нефтяные цены. Продолжает сдерживать нефтяные цены ослабление спроса со стороны Китая. В июле 12-месячная средняя величина чистого импорта нефти и нефтепродуктов в Китай продолжила снижение после майского пика. На фоне стагнирующего уже на протяжении года внутреннего потребления (Рисунок 84) данная динамика объясняется замедлением темпов формирования запасов (Рисунок 83).

Рисунок 83. Добыча, чистый импорт, переработка и изменение запасов нефти в Китае (12-месячные средние)



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

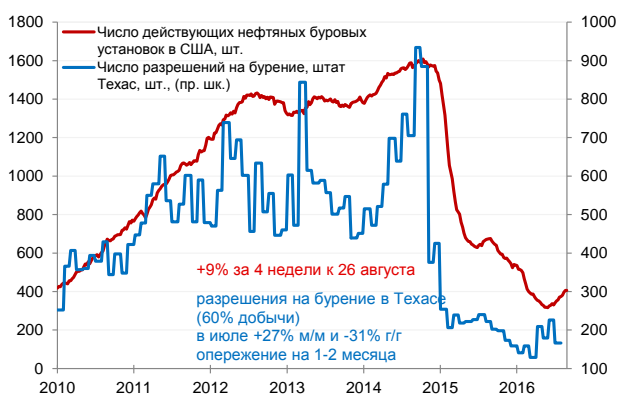
Рисунок 84. Переработка и потребление нефти в Китае (12-месячные средние)



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

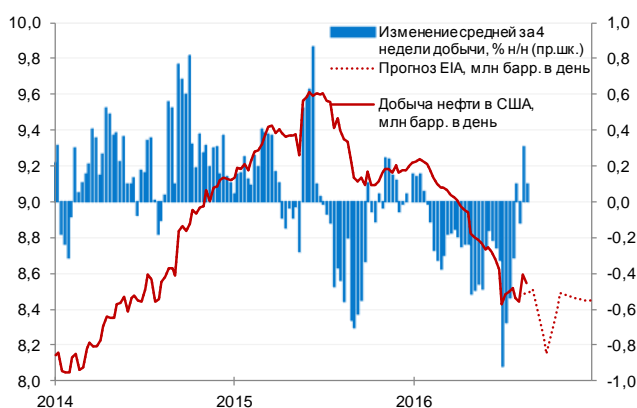
Статистика по нефтяному рынку США, которая остается основным драйвером нефтяных цен, также продолжает оказывать на них давление. Мы отмечаем продолжающийся восьмую неделю подряд рост совокупных коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов, траектория которых снова, как и в I квартале, повторяет повышенную динамику прошлого года³², отдаляясь от своей обычной сезонности, которую прогнозирует Минэнерго США (EIA) на оставшуюся часть года (Рисунок 88). Если исходить из предположения, что для хранения нефтяных запасов во всех странах за исключением США используются мощности, близкие к предельным, а США является основным пунктом назначения имеющихся в мире нефтяных излишков, можно ожидать возвращение ситуации начала года. Во второй половине I квартала и большей части II квартала рост запасов в США сдерживался масштабными перебоями в добыче и повышенным спросом со стороны Китая на формирование стратегических запасов нефти.

Рисунок 85. Число действующих буровых установок в США и разрешений на бурение в Техасе



Источники: Baker Hughes, Railroad Commission of Texas.

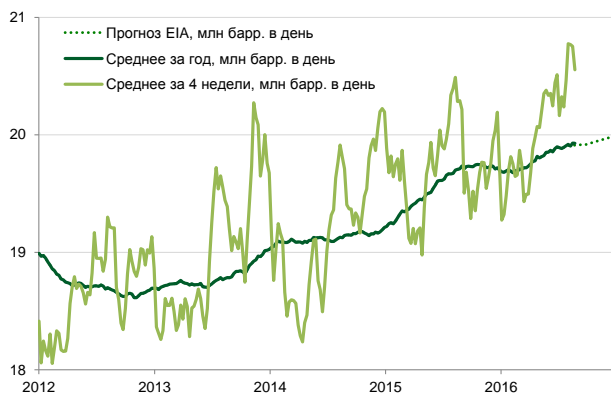
Рисунок 86. Добыча нефти в США



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Одним из основных рисков сохранения избытка предложения на нефтяном рынке в течение продолжительного времени остается высокая устойчивость к снижению цен на нефть со стороны сланцевых производителей. Увеличение числа действующих буровых установок наблюдается с начала июня, а среднемесячный темп роста их числа закрепился на уровне около 10% (Рисунок 85). Это уже сказывается на текущей добыче нефти, которая отскочила с июльских минимумов и находится существенно выше прогноза EIA (Рисунок 86). Wall Street Journal в своей статье отмечает, что сланцевые производители все больше верят в устойчивость текущих цен на нефть, а потому анонсируют планы по увеличению инвестиций в бурение новых скважин, стараясь раньше конкурентов начать работать в полную силу.

³² Верхняя граница интервала изменений запасов.

Рисунок 87. Потребление нефтепродуктов в США

Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 88. Совокупные коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США

Источники: EIA, расчеты ДИП.

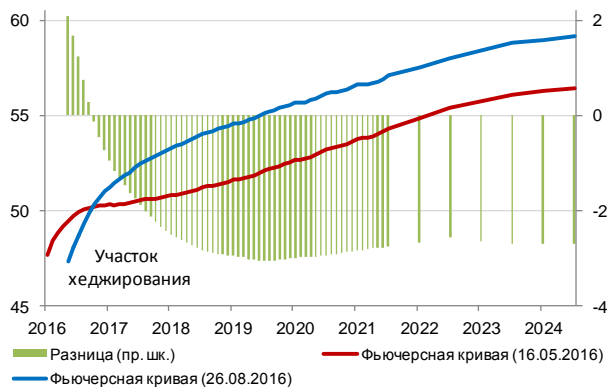
Фьючерсная кривая нефти WTI сохраняет форму контанго³³. Однако опыт мая-июня текущего года показывает, что при приближении цены нефти WTI к 50 долл./барр. наблюдается активизация хеджирования цен сланцевыми производителями, что приводит к уплощению фьючерсной кривой (Рисунок 89). Мы ожидаем, что в случае дальнейшего роста нефтяных цен ситуация повторится.

На этом фоне рост потребления нефтепродуктов, в частности в США, сохраняется на высоком уровне, но в целом в рамках прогноза EIA (Рисунок 87), что недостаточно для приведения динамики запасов к их обычной сезонности.

Надежду на скорую балансировку рынка могут поддержать либо новые перебои в добыче, либо ее искусственное ограничение. По нашему мнению, вероятность достижения соглашения о заморозке или ограничении добычи ниже, чем при предыдущих попытках, принимая во внимание возросшую конкуренцию между основными производителями и идущий процесс постепенной балансировки рынка. Также вероятно, что от ограничения добычи откажутся страны, где она и без того находится на низком уровне из-за действия временных факторов, прежде всего, Нигерия. Кроме того, дальнейший рост цен, как было отмечено выше, может спровоцировать массовое и быстрое возвращение на рынок сланцевых производителей, что может снова снизить цены. Наконец, опыт показывает, что договоренности об ограничении добычи зачастую нарушаются (Рисунок 90).

³³ Цена фьючерсного контракта в каждом последующем месяце выше, чем в предыдущем.

Рисунок 89. Фьючерсная кривая нефти WTI



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

Рисунок 90. Соотношение квот и фактической добычи стран ОПЕК



* Ирак не включен в систему квот.

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

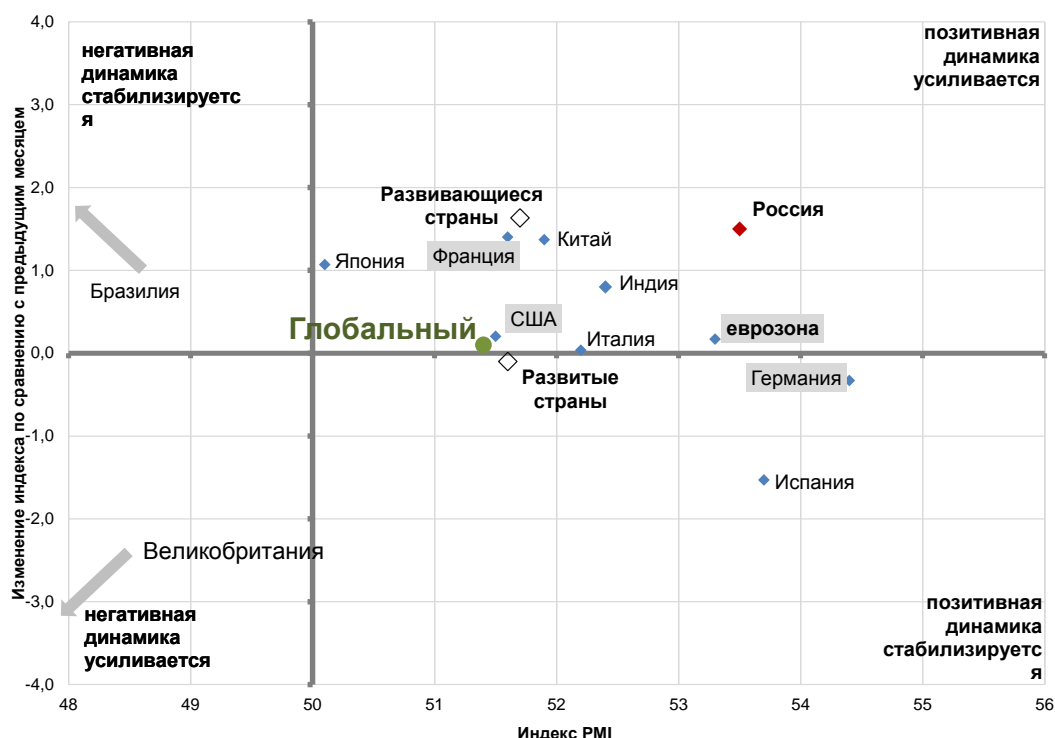
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Экономический рост в США и еврозоне в ближайшие месяцы может остаться низким

Предварительные данные по сводным индексам PMI за август (Рисунок 91) говорят о сохранении скромных темпов экономического роста в США и еврозоне. Индексы в августе практически не изменились и остаются близкими к среднему уровню за прошедшие три месяца. Индексы выпуска в обрабатывающих отраслях выросли и в США и в еврозоне, однако в секторе услуг была зафиксирована более скромная динамика. Более того, снижение индекса новых заказов в обрабатывающем секторе и оптимизма в секторе услуг в еврозоне сигнализирует об отсутствии предпосылок для ускорения роста экономики в ближайшие месяцы. Динамика опережающих компонентов индекса PMI также не предполагает существенного ускорения роста в ближайшее время.

Рисунок 91. Динамика сводных индексов PMI за июль и изменение к среднему значению за II квартал



* Серым выделены предварительные данные за август и изменение к среднему значению за май-июль.

Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Индексная оценка ВВП: экономика медленно нащупывает траекторию роста

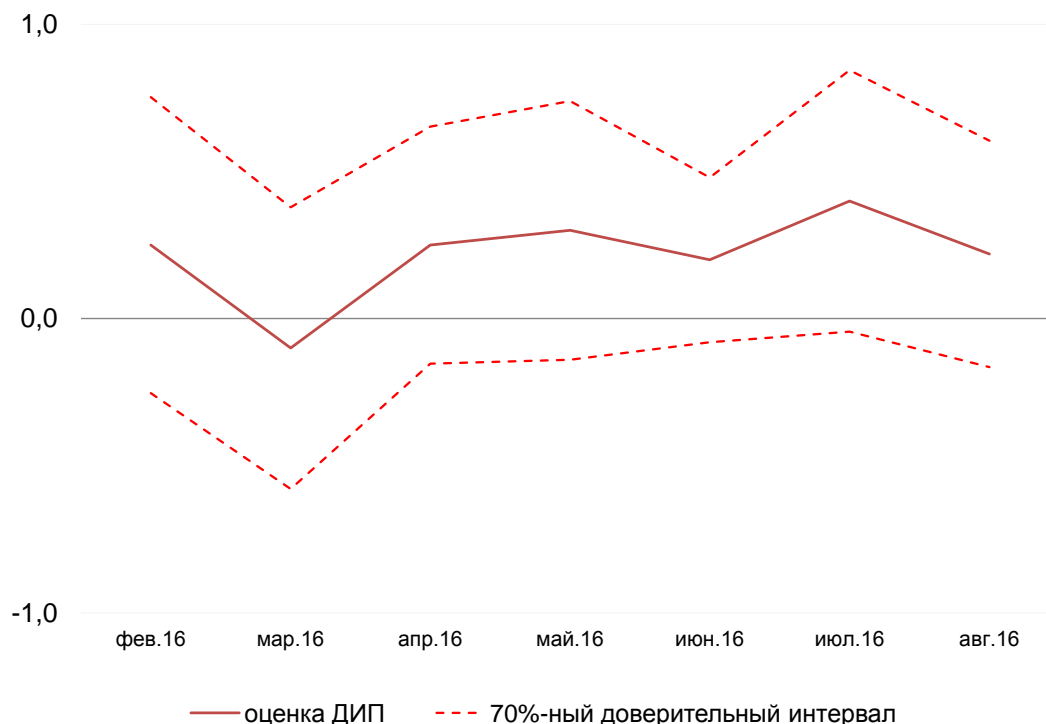
- Индексная оценка ВВП за III квартал в августе снизилась до 0,2% к/к (с сезонной корректировкой), тогда как оценка месячной давности составляла 0,4% к/к (Рисунок 92).

	Август 2016 года	Июль 2016 года
	в % к предыдущему кварталу	в % к предыдущему кварталу
II квартал 2016	0,1-0,2*	0,2-0,3
III квартал 2016	0,2	0,4
IV квартал 2016	0,4	0,5

* расчетные значения приведены с учетом предварительной оценки Росстата по ВВП за II квартал на уровне -0,6% г/г

- Понижение нашей оценки было вызвано, главным образом, июльским спадом в обрабатывающем секторе. Мы оцениваем его как более умеренный, с поправкой на сезонную составляющую, по сравнению с Росстатом.
- Оценка на IV квартал изменилась незначительно, поскольку она в большей степени основывается на опережающих показателях (в частности, на PMI-индексах в обрабатывающем секторе и сфере услуг).
- Согласно нашим оценкам, медленный рост экономики во втором полугодии остается наиболее вероятным сценарием. По итогам 2016 года в целом рост ВВП, скорее всего, окажется ближе к нижней границе прогноза Банка России в базовом сценарии (спад на 0,3–0,7%).

**Рисунок 92. Оценка темпа прироста ВВП в III квартале 2016 года,
% к/к**

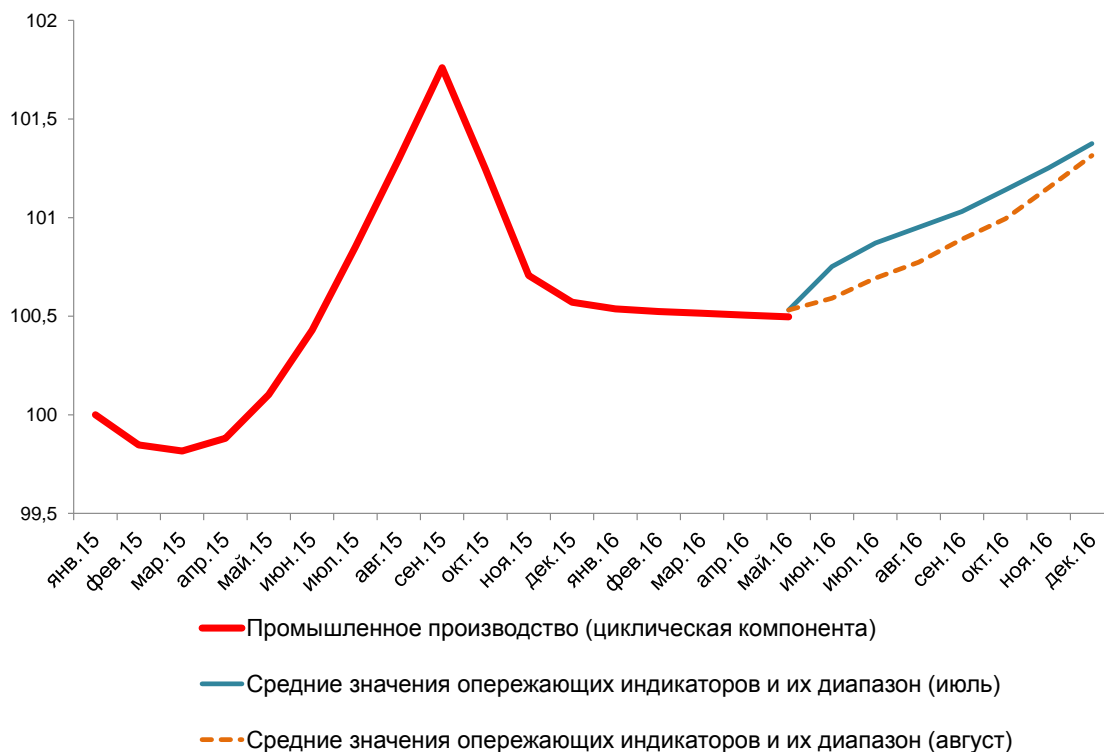


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2.2. Опережающий индикатор деловой активности: некоторое ухудшение краткосрочных перспектив роста

- Оценка сводного опережающего индекса деловой активности была понижена по сравнению с июльской оценкой (Рисунок 92).
- Это произошло, главным образом, из-за слабой динамики производства в обрабатывающем секторе и отразилось на ухудшении наших прогнозов циклической компоненты промышленного производства на горизонте от 1 до 3 месяцев.
- Августовское восстановление цен на нефть внесло положительный вклад в оценку сводного опережающего индикатора на два квартала вперед...
- ...однако неустойчивость динамики нефтяных цен вносит существенную неопределенность в оценку перспектив роста деловой активности.

Рисунок 93. Циклическая компонента промышленного производства (январь 2015 = 100, сезонность устранена) и опережающий индекс деловой активности



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

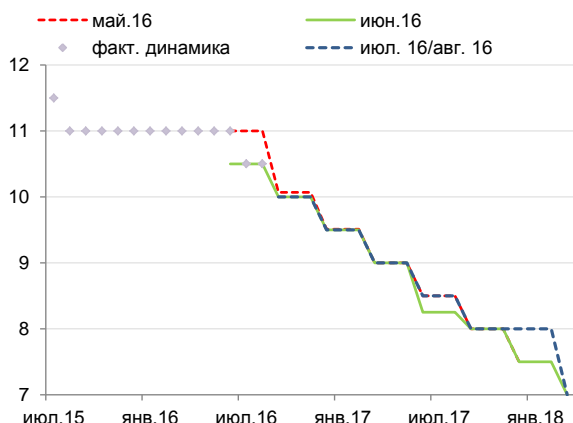
2.2.3. Консенсус-прогноз по инфляции на конец 2017 года отдалился от целевого уровня Банка России

- Ожидания по инфляции на 4 квартал 2017 года выросли до 5,2%, отделившись от целевого уровня Банка России.
- Финансовые аналитики продолжают ожидать снижения ключевой ставки до 9,5% к концу 2016 года.
- По мнению аналитиков, переход ВВП к росту в годовом выражении произойдет в I квартале 2017 года (а не в IV квартале 2016 года, как они считали ранее).

Согласно опросу Bloomberg, проводившемуся в конце августа, финансовые аналитики в целом сохранили свои ожидания по инфляции в 2016 году и в первой половине 2017 года (Рисунок 95). При этом ожидаемый уровень инфляции в конце 2017 года вырос до 5,2% с 4,7% в июле, заметно превысив целевой уровень Банка России. Разброс оценок остается достаточно большим: от 4,0 до 6,7%.

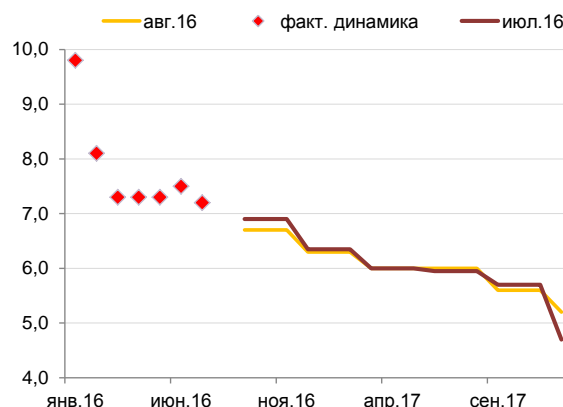
Ожидания по динамике ключевой ставки в 2016 году остались без изменений по сравнению с июльским опросом (Рисунок 94). Участники рынка ожидают увидеть снижение ключевой ставки Банка России на 1 п.п. до конца 2016 года и еще на 1,5 п.п. - в 2017 году.

Рисунок 94. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России



Источник: Bloomberg Finance L.P.

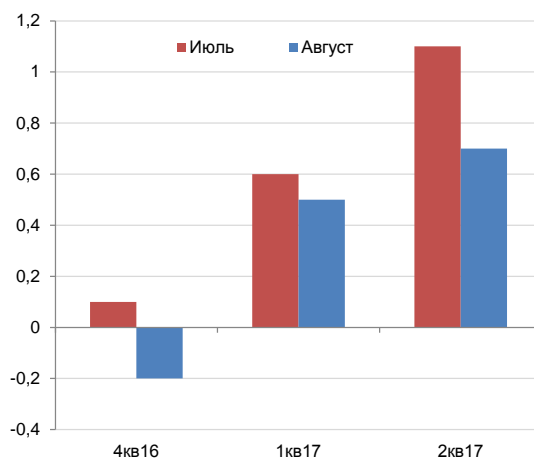
Рисунок 95. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Также стоит отметить ухудшение консенсус-прогноза динамики ВВП на ближайшие три квартала (Рисунок 96). Судя по всему, неоднозначные данные по промышленному производству за июль привели к снижению ожиданий выхода ВВП на положительные темпы роста в 2016 году. Ожидания по росту ВВП в целом за 2017 год остались на уровне 1,3%.

Рисунок 96. Ожидания аналитиков по темпам роста ВВП, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

3. В фокусе: парадокс снижения потребления при росте зарплат

В последнее время в России наблюдается следующая тенденция: при положительных темпах роста заработных плат темпы роста потребления населения остаются отрицательными. Потребление населения продолжает снижаться месяц к месяцу с устранением сезонности, тогда как динамика зарплат выходит на траекторию восстановительного роста. Такое расхождение может быть вызвано несколькими причинами.

Во-первых, заработные платы – это лишь часть доходов населения. При росте зарплат другие источники доходов населения продолжают снижаться в реальном выражении (Рисунок 97), что частично компенсирует положительный эффект от роста зарплат на доходы. Как следствие, динамика общих доходов населения все еще остается слабой, и, в сравнении с ней, текущая низкая потребительская активность выглядит закономерной.

Рисунок 97. Динамика компонентов доходов населения, квартальные данные, г/г

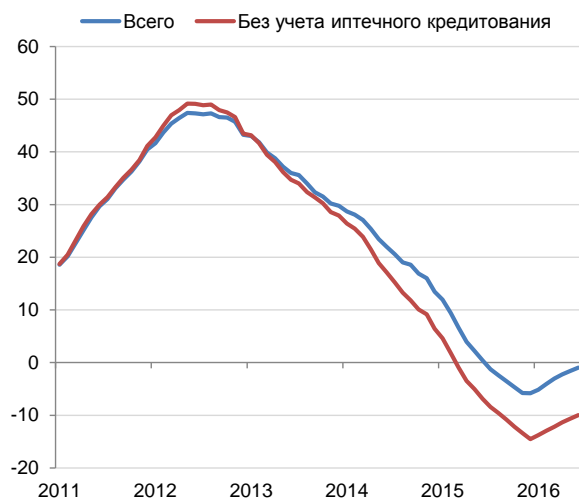


Источники: Росстат, оценка ДИП

Во-вторых, необходимо учитывать фактор погашения населением кредитной задолженности. На фоне высокой кредитной нагрузки значительный объем средств, который мог бы быть направлен на потребление, продолжительное время расходовался населением на погашение кредитов (снижение общего уровня задолженности, Рисунок 98). Необходимость погашения основного долга приводила к росту нормы сбережения. По мере снижения кредитной нагрузки и восстановления потребительского кредитования этот негативный для потребления фактор постепенно ослабевает. По нашим оценкам, общий вклад кредитования и чистых процентных выплат как источника финансирования расходов населения вышел в положительную область во II квартале 2016 года (Рисунок 99). Платежи по кредитам начали

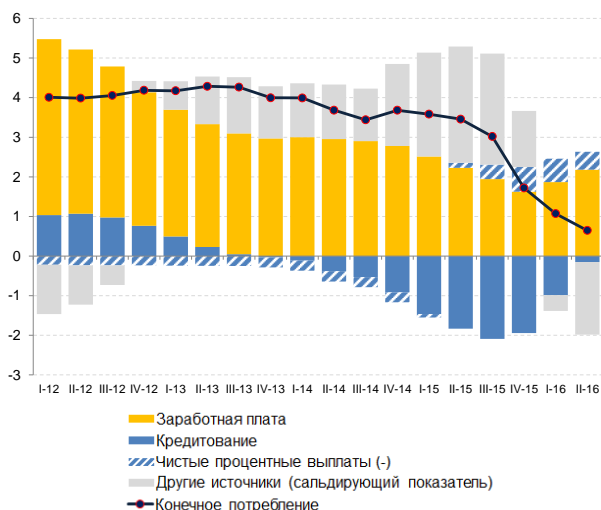
снижаться и процесс снижения уровня кредитной задолженности населения, скорее всего, завершился. Это приводит к высвобождению финансовых средств, которые население в дальнейшем может направить на потребление. Как следствие, в ближайшем будущем кредитный фактор уже не должен создавать серьезных препятствий для активизации потребления.

Рисунок 98. Динамика кредитов физическим лицам в рублях, % г/г



Источник: Банк России

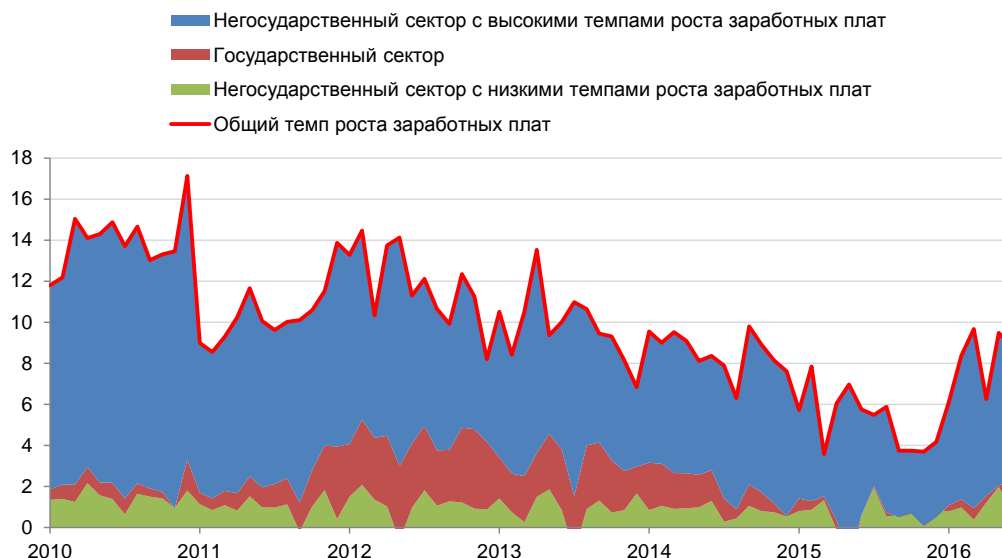
Рисунок 99. Прирост конечного потребления домашних хозяйств и источники его финансирования*



* Превышение суммы за скользящий год над суммой за предыдущий скользящий год, трлн. руб.
Источники: Росстат, оценка ДИП

Третья причина расхождения между динамикой потребления и заработных плат – неравномерность распределения роста доходов по группам населения. Мы провели детальный анализ компонентов роста номинальных зарплат и пришли к заключению, что текущее восстановление темпов роста зарплат концентрируется в отраслях, которые исторически характеризуются более высоким уровнем дохода относительно других секторов экономики (Рисунок 100)³⁴. Причем данные отрасли с быстрорастущими зарплатами исторически имеют высокую долю в ВВП (более 70%), поэтому они оказывают значительное влияние на формирование общего индекса зарплат. Как правило, группы населения с высокими доходами изначально имеют более высокую норму сбережения относительно менее обеспеченных слоев населения. Как следствие, эффект для потребления от роста зарплат в отраслях с высокими доходами оказывается меньшим, чем при сопоставимом росте зарплат в низкодоходных отраслях. В реальности, он может оказаться еще меньше, с учетом высокой доли в ВВП рассматриваемых отраслей. По нашим расчетам, сейчас рост зарплат в этих отраслях объясняет около 75% всего роста объема фонда оплаты труда.

³⁴ Основными из них являются добыча полезных ископаемых, оптовая и розничная торговля, транспорт и связь, финансовая деятельность и операции с недвижимым имуществом. В полный перечень отраслей представлен в Приложении 1.

Рисунок 100. Декомпозиция прироста номинальной заработной платы по секторам, % г/г

Источники: Росстат, оценка ДИП

Несмотря на то, что доля отраслей, работники которых имеют более высокую норму сбережения, была и раньше значительной, в прошлом это оказывало меньший сдерживающий эффект на потребление, поскольку было компенсировано высоким уровнем индексации зарплат в госсекторе, где доходы в среднем ниже и, соответственно, склонность к потреблению выше. В настоящее время темпы роста оплаты труда в госсекторе на фоне бюджетной консолидации крайне низки. Как следствие, теперь один процентный пункт рост зарплат транслируется в значительно меньший прирост потребительской активности.

Рисунок 101. Коэффициент дифференциации заработной платы в 2015 г.

Источники: Росстат, оценка ДИП

В-четвертых, отрасли с высокими темпами роста зарплат и высоким уровнем доходов являются также отраслями с наиболее высокой степенью *неравенства* доходов (Рисунок 101). При этом, как следует из нашего анализа, неравенство доходов в данных отраслях смещено в сторону наиболее высокооплачиваемых работников, сотрудников высшего звена (Рисунок 102). Это подтверждает предположение о том, что количество работников, которые готовы значительно увеличить потребление вслед за происшедшим ростом зарплат, невелико. Данные отрасли имеют наивысший коэффициент дифференциации и наиболее выраженное отклонение среднего максимального уровня заработных плат от медианного значения, что указывает на концентрацию роста зарплат в группе населения с высокой нормой сбережения. Это делает итоговый эффект от растущих зарплат еще менее значимым для динамики потребления.

Рисунок 102. Сопоставление отклонений средней максимальной и минимальной зарплаты по секторам от медианы* в 2015 г.



отклонение средней мин. и макс. зарплаты сектора от медианы

*Условная медиана рассчитана исходя из средних зарплат по секторам с учетом доли количества замещенных рабочих мест, приходящихся на каждый сектор.

Источники: Росстат, оценка ДИП

Принимая во внимание вышеперечисленные ограничения, следует ожидать, что в текущих условиях восстановление потребления населения на фоне улучшения динамики заработных плат может происходить медленнее, чем раньше. На это влияет изменение структуры доходов населения, неравномерность роста зарплат и его смещение в сегмент населения с высокими доходами.

При этом стабилизация общего уровня задолженности населения после продолжительного периода снижения должна стать фактором, способствующем активизации потребительской активности в ближайшие месяцы.

Приложение 1.

В группу «Негосударственный сектор с высокими темпами роста заработных плат» отнесены категории, характеризующиеся высокими темпами роста заработных плат:

- добыча полезных ископаемых;
- оптовая и розничная торговля;
- транспорт и связь;
- финансовая деятельность;
- операции с недвижимым имуществом;
- производство кокса и нефтепродуктов*;
- пищевая отрасль;
- сельское хозяйство;
- строительство;
- химическое производство;
- металлургия.

* Данные по этой категории характеризуются сильной волатильностью, поэтому в отдельные периоды в середине года может наблюдаться и существенное снижение зарплат. Однако данная отрасль включена в категорию отраслей с быстрорастущими зарплатами, поскольку среднегодовой сглаженный темп роста заработных плат в ней достаточно высок.

На основе исторических данных эти категории на протяжении всего рассматриваемого периода имеют значительную долю в ВВП (более 70%).

К группе «Госсектор» отнесены: государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение; образование; здравоохранение и предоставление социальных услуг (предполагается, что основная часть данной отрасли государственная).

К группе «Негосударственный сектор с низкими темпами роста заработных плат» отнесены оставшиеся категории, не входящие в государственный сектор и в группу негосударственного сектора с высокими темпами роста заработных плат.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Арина Зарова

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Андрей Синяков

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева

Светлана Попова

Анна Цветкова