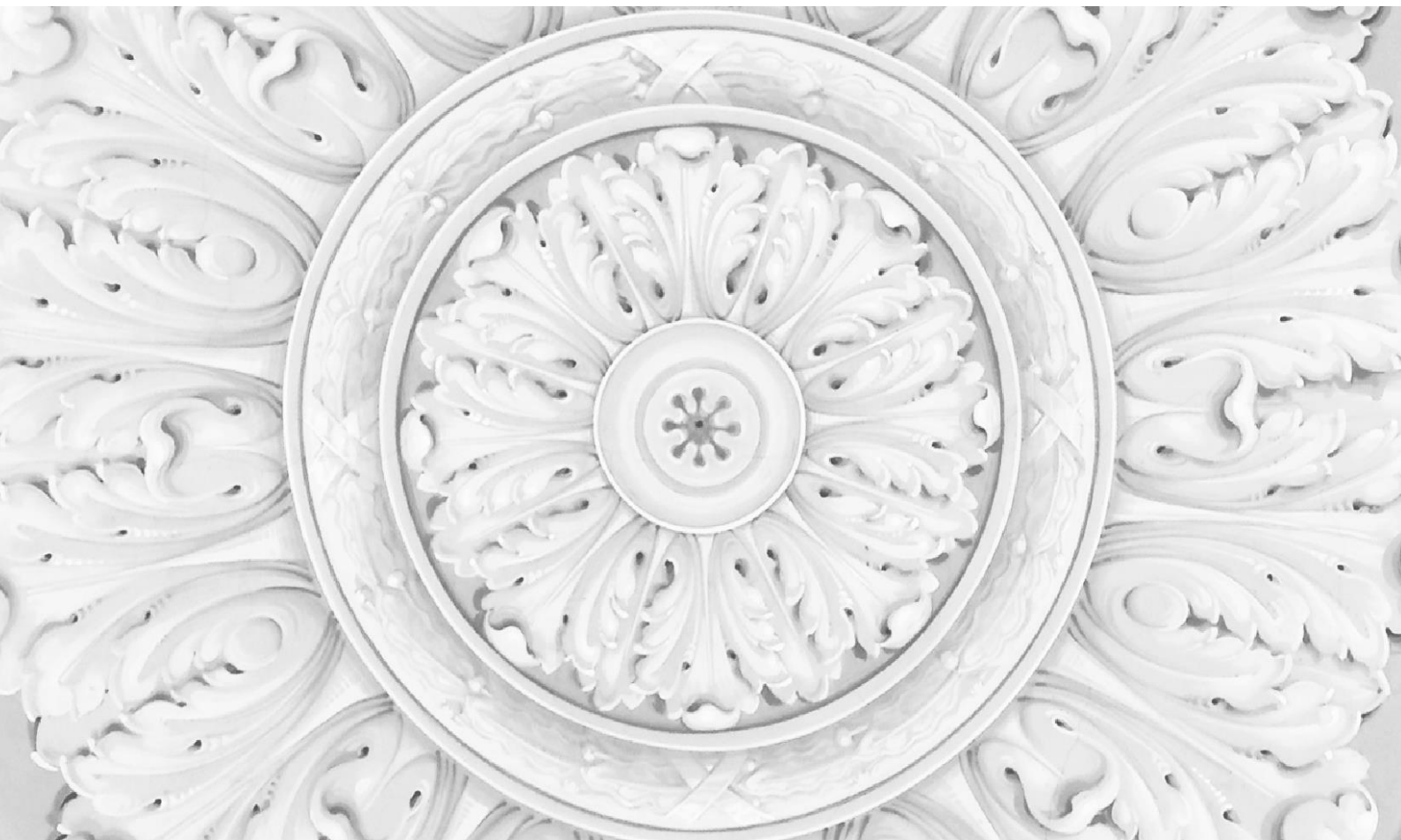




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Июль 2018

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 5 (25)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 06.07.2018  
(раздел по глобальной экономике и рынкам – на 29.06.2018)  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,  
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

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

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Итоги</b>	<b>5</b>
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>5</b>
1.1.1. Временное замедление инфляции в июне	5
1.1.2. Трендовая инфляция в мае остается выше 5%	10
1.1.3. Нефтяные цены ожидаемо ускорили майский рост цен производителей	10
1.1.4. Ценовые индексы PMI: ослабление рубля и рост цен на нефть вызвали временное ускорение роста цен	11
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>12</b>
1.2.1. Пересмотр динамики промышленности приведет к улучшению оценок роста ВВП в 2016–2018 годах	12
1.2.2. PMI в июне: замедление роста деловой активности	19
1.2.3. Замедление роста оборота розничной торговли в мае	21
1.2.4. Розничное кредитование продолжает ускоряться	24
1.2.5. Уровень безработицы стабилизируется около минимальных значений	26
1.2.6. Макроэкономические эффекты предложенных налогово-бюджетных мер	27
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>29</b>
1.3.1. Рост китайской экономики замедляется	29
1.3.2. Доходности ОФЗ выросли на фоне оттока капитала из развивающихся стран	35
1.3.3. Неопределенность со стороны предложения нефти стимулирует рост нефтяных цен	38
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>43</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>43</b>
2.1.1. Мировая экономика завершила II квартал на оптимистичной ноте, однако сохранение достигнутых темпов под вопросом	43
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>44</b>
2.2.1. Индексная оценка ВВП в июне: рост на уровне потенциала	44
2.2.2. Аналитики повысили ожидания по инфляции и ключевой ставке	45
<b>3. В фокусе. Что сдерживает рост производительности?</b>	<b>46</b>

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- Годовая инфляция в июне осталась на пониженном уровне. Вместе с тем скользящая трехмесячная сезонно сглаженная инфляция ускорилась, преимущественно за счет временных факторов. Экономический рост продолжился на уровне, близком к потенциальному, при появлении отдельных признаков замедления роста. Российский финансовый рынок в целом продемонстрировал высокую устойчивость на фоне продолжившегося ухудшения конъюнктуры на рынках стран с формирующимися рынками.
  - Инфляция в июне снизилась до 2,3% из-за краткосрочных эффектов. В июле ожидается возврат инфляции к уровням предыдущих месяцев. Модифицированные показатели базовой инфляции остаются пониженными относительно целевого уровня Банка России, однако за последнее время разрыв с целевым уровнем значительно сократился. Среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от 4% по-прежнему преобладают. В частности, планируемое повышение базовой ставки НДС до 20% с большой вероятностью приведет к временному ускорению инфляции немного выше 4% в 2019 году. Среднесрочные риски также связаны с геополитическими факторами и всплесками волатильности на мировых финансовых рынках, нормализацией ДКП в развитых странах, переходом к потребительской модели поведения за счет снижения нормы сбережений и ускоряющегося роста потребительского кредитования, повышенностью и неустойчивостью инфляционных ожиданий, ситуацией на рынке труда, сохраняющейся неопределенностью относительно параметров налогово-бюджетных решений. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к 4%, на прогнозном горизонте.
  - Рост экономики в последние месяцы оставался на уровне, соответствующем ее потенциалу. Однако результаты конъюнктурных опросов указывают на возникновение отдельных признаков замедления роста, причины и устойчивость которого еще предстоит оценить. При этом потребительский спрос по-прежнему растет, получая поддержку от продолжающегося расширения потребительского кредитования и сохранения высоких темпов роста реальной заработной платы на фоне роста дефицита кадров на рынке труда.
  - Волатильность на российских финансовых рынках остается пониженной по сравнению с другими странами с формирующимися рынками, несмотря на продолжение общего ухудшения конъюнктуры и рост доходности по рублевым финансовым инструментам. Это связано с макроэкономической устойчивостью, обусловленной низкой инфляцией, бюджетным правилом, профицитом счета текущих операций, а также высокими ценами на нефть.

## 2. Взгляд в будущее

- Риски для роста мировой экономики остаются значимыми, несмотря на уверенный рост в конце II квартала. Обращает на себя внимание замедление роста группы развивающихся экономик. Возможно, негативные тенденции на финансовых рынках этих стран стали сказываться на общей экономической динамике.
- Опережающий показатель российского ВВП указывает на рост российской экономики вблизи оценок своего потенциального уровня. Это должно привести к росту ВВП в 2018 г. ближе к верхней границе официального прогноза Банка России (1,5–2,0%). Эти оценки не учитывают результаты последних конъюнктурных опросов, которые указывают на определенные признаки замедления роста, причины и устойчивость которых еще предстоит выяснить.

## 3. В фокусе. Что сдерживает рост производительности?

- Рост совокупной производительности факторов производства (СПФ) после 2008 г. происходил за счет небольшой группы предприятий-лидеров, преимущественно крупных. При этом наименее эффективные предприятия сокращаются в размерах, но вопреки логике «созидательного разрушения» с рынка не уходят и не проходят через процедуру реструктуризации...
- ...что приводит к снижению средних темпов роста СПФ в целом в экономике и блокированию факторов производства в неэффективных производствах.
- Для решения задачи по повышению темпов роста совокупной производительности факторов нужно концентрироваться на создании условий для более быстрого ухода с рынков или реструктуризации неэффективных компаний, развития эффективных средних и малых компаний, перехода их в категорию крупных, а также на снижении барьеров для прихода новых компаний на рынок.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция

Инфляция в июне временно понизилась до 2,3% г/г. Однако уже в июле, по ожиданиям, инфляция вернется к уровням предыдущих месяцев. Модифицированные показатели базовой инфляции остаются на пониженных уровнях относительно целевого уровня Банка России, однако разрыв с целевым уровнем значительно сократился, указывая на некоторое усиление инфляционного давления. Краткосрочные проинфляционные риски выросли из-за ожидаемого повышения ставки НДС с 2019 г., что, вероятно, ускорит приближение инфляции к 4% в этом году.

Инфляционные ожидания населения продолжили негативно реагировать на произошедшее ранее ослабление рубля, рост цен на моторное топливо и объявленное повышение ставки НДС.

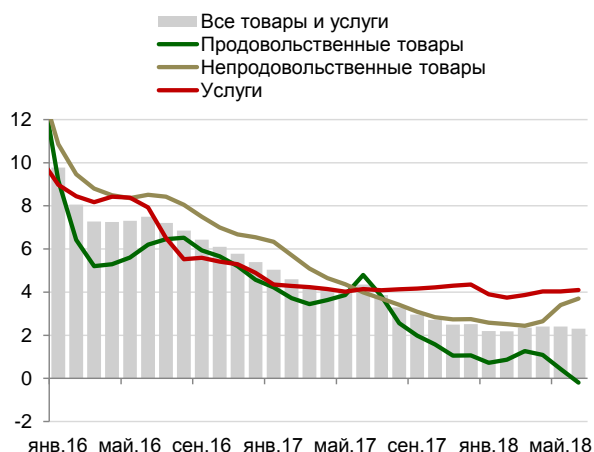
Среднесрочные проинфляционные риски несколько усилились, по-прежнему преобладая над дезинфляционными. Среди основных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, переход к потребительской модели поведения за счет снижения нормы сбережений и ускоряющегося роста потребительского кредитования, повышенность и неустойчивость инфляционных ожиданий, ситуация на рынке труда, сохранение неопределенности относительно параметров налогово-бюджетных решений.

#### **1.1.1. Временное замедление инфляции в июне**

- Годовая инфляция понизилась до 2,29% в июне после 2,41% в мае из-за эффекта высокой базы. Ожидается, что в июле инфляция вернется к уровню апреля–мая.
- Сезонно сглаженный рост потребительских цен в июне ускорился – до 0,49% м/м с 0,37% м/м в мае. Трехмесячный скользящий сезонно сглаженный рост цен вырос до 5,0% в годовом выражении, но это во многом связано с временными факторами.
- Модифицированные показатели базовой инфляции остаются немного ниже целевого уровня Банка России, хотя в II квартале разрыв оказался минимальным с начала 2017 года.
- Инфляционные ожидания населения продолжили расти в июне, отреагировав на рост цен на бензин и объявление о повышении НДС.
- Рост долгосрочных инфляционных ожиданий населения может потребовать отсрочки перехода к нейтральной денежно-кредитной политике.

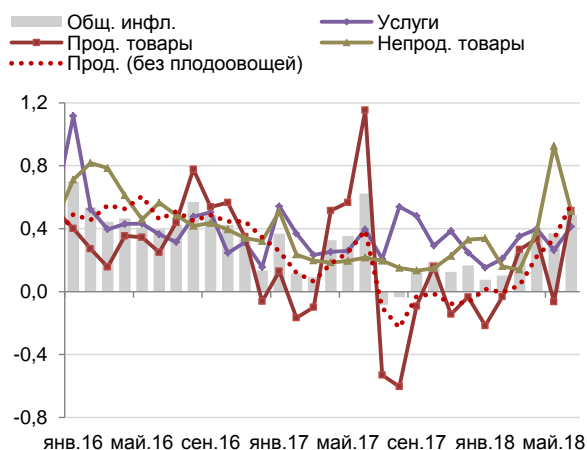
В июне годовая инфляция замедлилась до 2,29% (в мае – 2,4% г/г) (Рисунок 1). Разрыв с 4%-ным целевым уровнем увеличился впервые за три месяца. Тем не менее ожидается, что уже в июле инфляция вернется к уровню 2,4% из-за разнонаправленного действия базовых эффектов в этот период.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Замедление инфляции в июне было обеспечено главным образом динамикой цен на плодоовощную продукцию. Увеличение годовых темпов снижения цен на плодоовощную продукцию до 9,81% г/г после 2,84% г/г в мае связано с высокой базой прошлого года. Тогда вследствие неблагоприятных погодных условий цены росли ускоренными темпами по сравнению с обычной сезонной динамикой, причем пик роста пришелся на июнь.

Годовые темпы роста цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции вновь ускорились (в июне – 1,13% г/г, в мае – 0,82% г/г). Помимо исчерпания действия временных факторов в виде переизбытка предложения на некоторых рынках ускорению роста может способствовать повышение мировых цен<sup>1</sup>, динамика которых достаточно тесно коррелирована с динамикой внутренних цен (Рисунок 3).

Годовые темпы роста цен на непродовольственные товары в июне ускорились до 3,71% г/г (в мае – 3,40% г/г). На них повлиял рост розничных цен на нефтепродукты, который продолжался вплоть до первой недели июня. Существенную роль сыграл рост мировых цен на нефть на фоне ослабления рубля, что спровоцировало рост экспортного паритета внутренних цен на нефть и нефтепродукты. Важным фактором роста цен на нефтепродукты стало повышение акцизов, которое произошло 1 января. Все это привело к сокращению запасов на внутреннем рынке и создало значительное давление на внутренние оптовые и розничные цены. Впоследствии меры, принятые Правительством Российской Федерации с целью стабилиза-

<sup>1</sup> С января рост долларовой индекса цен на продукты FAO составил 3,1%, рублевого – 15,0%.

ции внутренних цен на топливо, способствовали замедлению недельных темпов роста цен на нефтепродукты практически до нуля.

**Рисунок 3. Динамика мировых и отечественных цен на продовольственные товары, % г/г**



Источники: Росстат, FAO, расчеты ДИП.

На рынке услуг инфляция незначительно ускорилась – до 4,09% г/г – после стабилизации на уровне 4,03% г/г в течение двух предыдущих месяцев.

По нашей оценке, сезонно сглаженный рост потребительских цен в июне ускорился до 0,49% м/м (в мае – 0,37% м/м). Аннуализированный сезонно сглаженный рост потребительских цен составил 6,0%, а скользящий трехмесячный – 5,0%. Однако такое ускорение связано с влиянием временных факторов (рост цен на нефтепродукты и ослабление рубля). Во второй половине года ожидается снижение обоих показателей до 4%.

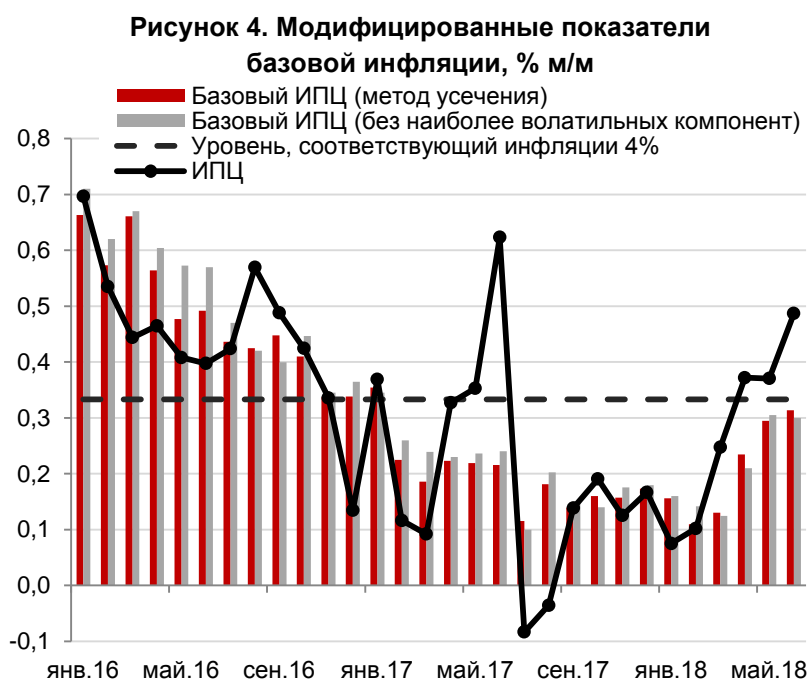
Ускорение роста цен на продовольственные товары в июне во многом было обеспечено динамикой цен на куриное мясо. При этом росла цена на мясо бройлера в оптовом звене<sup>2</sup>. В качестве одной из причин эксперты выделяют влияние со стороны динамики курса, поскольку себестоимость производства птицы во многом формируется за счет цен на импортные компоненты корма. По данным Минсельхоза<sup>3</sup>, с начала года производство птицы увеличилось почти на 4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Учитывая отмечаемый рост производства, такое сильное ускорение роста потребительских цен на куриное мясо, вероятно, носит временный характер. Вместе с тем пока сохраняются риски дальнейшего роста цен на мясо птицы, связанные со вспышками птичьего гриппа в нескольких регионах России, однако эксперты характеризуют сложившуюся ситуацию как типичную для данного времени года.

<sup>2</sup> Агроинвестор [«Мясо бройлера начало дорожать»](#). 10.06.2018.

<sup>3</sup> [Пресс-релиз Министерства сельского хозяйства](#). 21.06.2018.

В июне наблюдалось ускорение ежемесячных темпов роста потребительских цен в секторе услуг. Одним из факторов выступило плановое увеличение тарифов на пассажирские перевозки железнодорожным транспортом. Кроме того, увеличились темпы роста потребительских цен в гостиничном секторе, что, по всей видимости, связано с проходящим чемпионатом мира по футболу и должно носить временный характер.

На некоторое усиление инфляционного давления в II квартале, связанное не только с временными факторами, указывает стабилизация модифицированных показателей базовой инфляции (Рисунок 4). В мае–июне они достигли максимального с начала 2017 г. уровня 0,3% м/м (3,6–3,8% в аннуализированном выражении). Хотя на динамику модифицированных показателей базовой инфляции все же воздействуют временные факторы, в том числе связанные с динамикой курса, масштаб этого воздействия существенно меньше по сравнению с влиянием на общую инфляцию.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

По оперативной оценке Росстата, потребительские цены выросли на 0,3% с 1 по 9 июля. В июле традиционно происходит индексация тарифов на жилищные и коммунальные услуги. Отталкиваясь от примера прошлых лет, в подавляющем большинстве регионов повышение тарифов будет реализовано до конца июля, а небольшая часть индексации будет перенесена на август.

Поэтому можно ожидать, что в ближайшие недели остаточный рост тарифов ЖКХ продолжится. При этом годовые темпы роста тарифов, вероятно, изменятся незначительно по сравнению с июньскими значениями, так как индексация основных тарифов, как и в прошлом году, по-прежнему привязана к 4%.



Инфляционные ожидания населения в июне вновь выросли, вернувшись к уровням конца 2017 г. вопреки наблюдаемым низким темпам роста цен на потребительские товары и услуги. Медианная оценка ожидаемой через 12 месяцев инфляции выросла сразу до 9,8% (в мае – 8,6%), оценка наблюдаемой инфляции также заметно выросла – до 10,6 с 9,2% (Рисунок 5).

Доля опрошенных, считающих, что инфляция через три года будет заметно выше 4%, выросла до 46% с минимальных уровней марта–мая (Рисунок 6). Судя по ответам респондентов, основной причиной роста инфляционных ожиданий населения стал рост цен на бензин. Хотя в июне цены на топливо практически не изменились (+0,8% с начала месяца) после резкого роста в апреле–мае, многие респонденты ожидают роста цен других товаров из-за перекладывания в них выросших издержек производителей. Дополнительным фактором роста инфляционных ожиданий могло стать объявление о повышении ставки НДС с 18 до 20%. Вероятно, именно оно, а не рост цен на бензин, привело к росту инфляционных ожиданий на трехлетнем горизонте. Впрочем, этот фактор, скорее всего, еще не полностью отразился в результатах опроса, который был проведен с 8 по 18 июня, а объявление Правительством Российской Федерации о планируемом повышении ставки НДС официально было сделано только 14 июня.

Влияние роста цен на бензин на инфляционные ожидания указывает на незакоренность последних и их высокую чувствительность к динамике цен на отдельные услуги и товары.

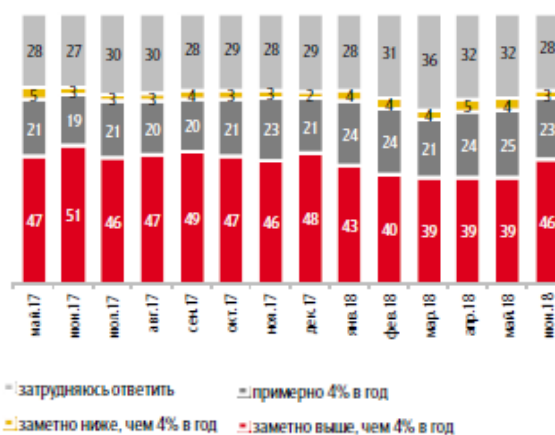
С точки зрения денежно-кредитной политики важным является рост долгосрочных инфляционных ожиданий. Необходимость предотвращения устойчивого роста инфляционных ожиданий была одним из факторов, который Банк России принял во внимание при принятии решения о сдвиге сроков перехода к нейтральной денежно-кредитной политике.

**Рисунок 5. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции**



Источник: ООО «ИНФОМ».

**Рисунок 6. Ожидания относительно уровня инфляции через три года<sup>4</sup>**



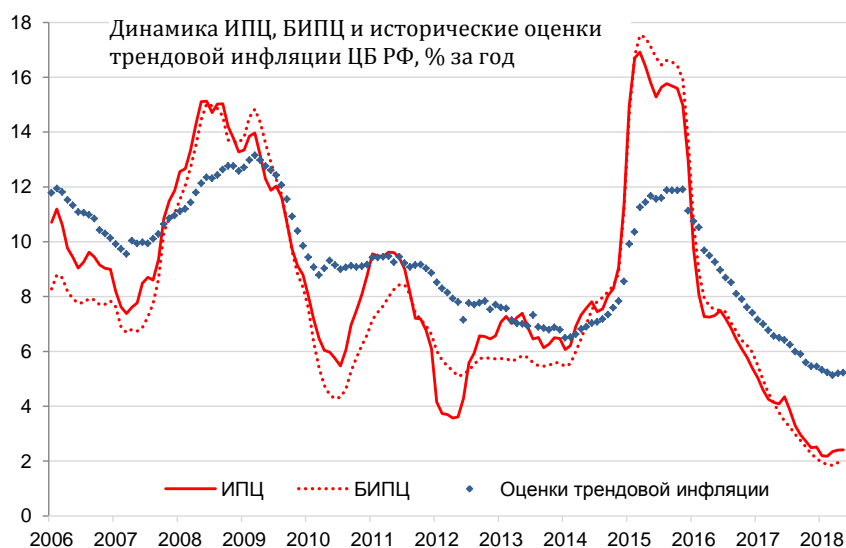
Источник: ООО «ИНФОМ».

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

### 1.1.2. Трендовая инфляция в мае остается выше 5%

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в мае 2018 г. осталась на уровне апреля и составила 5,2%.
- Несмотря на инерционность трендовой инфляции по построению, замедление ее торможения отражает постепенное нарастание инфляционного давления среди относительно более устойчивых компонент ИПЦ.
- На среднесрочном горизонте риски отклонения годовой инфляции вверх от 4% по-прежнему преобладают над рисками отклонения инфляции вниз.

**Рисунок 7. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.1.3. Нефтяные цены ожидаемо ускорили майский рост цен производителей

- По данным Росстата, в мае годовые темпы роста цен производителей ожидаемо ускорились на фоне роста нефтяных цен, составив 12,0% г/г (в апреле – 7,5% г/г) (Рисунок 8).
- За месяц цены на сырую нефть выросли на 11,7% м/м. В обрабатывающих производствах выросли цены на отдельные виды нефтепродуктов. В частности, рост цен производителей на бензин составил 18,7% м/м. Рост цен в отраслях, связанных с энергоресурсами, обусловлен главным образом динамикой мировых цен на нефть. Так, в мае цена на нефть марки Urals выросла почти на 9%.
- В июне цены производителей на нефтепродукты снизятся за счет принятых Правительством Российской Федерации мер, направленных на стабилизацию

ситуации на внутреннем рынке энергоресурсов. Основной мерой является снижение акцизов на бензин и дизельное топливо с 1 июня.

- Рост цен производителей многих потребительских товаров по-прежнему остается ниже роста потребительских цен, однако разрыв в их динамике продолжает сокращаться (Рисунок 9). Это ограничивает возможности замедления роста потребительских цен на эти товары.

**Рисунок 8. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 9. Изменение цен на некоторые товары<sup>5</sup> в апреле, % г/г**



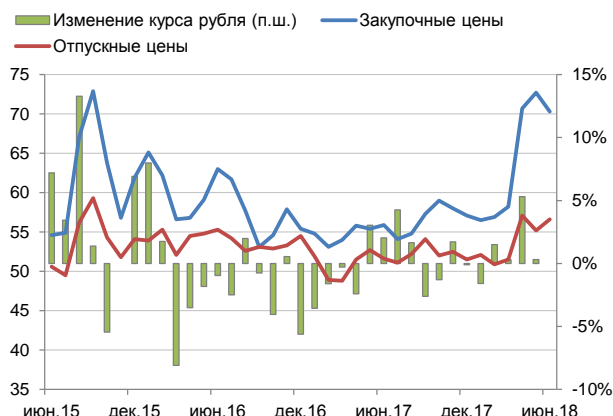
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

#### **1.1.4. Ценовые индексы PMI: ослабление рубля и рост цен на нефть вызвали временное ускорение роста цен**

- Индексы закупочных цен PMI в обработке и сфере услуг третий месяц подряд держатся на повышенных уровнях из-за ослабления рубля и роста цен на нефть.
- Из-за более быстрого роста издержек компании в обрабатывающем секторе сильнее повышают свои отпускные цены, чем компании сферы услуг, несмотря на более медленный рост спроса на свою продукцию по сравнению со сферой услуг.
- В апреле–мае участники опроса в сфере услуг указывали на рост заработной платы, как на один из факторов повышения издержек. Однако в июне этот фактор перестал упоминаться.

<sup>5</sup> В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, трикотажные изделия, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 32% от потребительской корзины.

**Рисунок 10. Ценовые индексы PMI в обработке, пункты**



Источник: IHS Markit.

**Рисунок 11. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пункты**



Источник: IHS Markit.

## 1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики сохраняется на уровне, близком к потенциальному. Потребительский спрос остается одним из основных факторов роста на фоне продолжающегося снижения уровня безработицы и увеличения реальной заработной платы. Отдельные признаки замедления роста экономической активности, содержащиеся в данных опросов, пока не могут быть однозначно интерпретированы. Они могут как отражать временную реакцию экономики на преходящие факторы, так и указывать на возможные изменения повышательного тренда, особенно если аналогичные изменения произойдут в мировой экономике.

### 1.2.1. Пересмотр динамики промышленности приведет к улучшению оценок роста ВВП в 2016–2018 годах

- По новым оценкам Росстата, промышленное производство в 2017 г. выросло на 2,1% против прежних 1% г/г. Пересмотр связан с поступлением уточненных данных по ОКВЭД2 и ОКПД2.
- Статистика за январь–май также позитивна: +3,7% г/г и по-прежнему согласуется с умеренно быстрым ростом ВВП.
- Наибольший пересмотр в сторону улучшения претерпела группа инвестиционных отраслей за счет крупного транспорта (железнодорожного, водного и воздушного) и строительных материалов.
- В потребительских отраслях укрепилась динамика пищевой промышленности, однако произошло замедление роста в производстве легковых автомобилей.

- Одним из ключевых изменений стал пересмотр тренда с негативного на позитивный для выпуска в цветной металлургии, вносящей ранее основной отрицательный вклад в обработку.

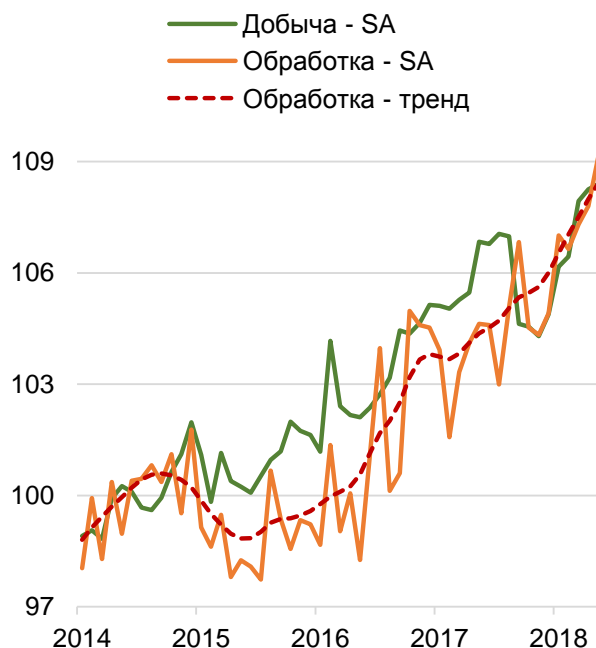
Росстат пересмотрел индексы промышленного производства за 2016–2018 гг. с учетом восполненных данных по методике ОКВЭД2 и ОКПД2. В новых цифрах отражены более точные оценки выпуска предприятий: ведомство ссылается на то, что в оперативной статистике респонденты достаточно «пессимистичны», поэтому уточнения внесли позитивный вклад в итоговый индекс. Также в своей записке Росстат указывает на то, что низкая периодичность данных по малым предприятиям не позволяла оперативно отражать динамику в этом секторе. В итоге промышленное производство в 2017 г. выросло на 2,1% против прежних 1% г/г, преимущественно за счет пересмотра индекса в обработке.

Наши оценки<sup>6</sup> показывают, что корректировка данных может привести к пересмотру роста ВВП в 2016 г. с -0,2 до 0% и в 2017 г. с 1,5 до 1,8%. Мы указывали на большую вероятность позитивного пересмотра валового выпуска за 2017 г. в начале этого года<sup>7</sup>, руководствуясь нашими альтернативными оценками ВВП.

**Рисунок 12. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)**



**Рисунок 13. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)**



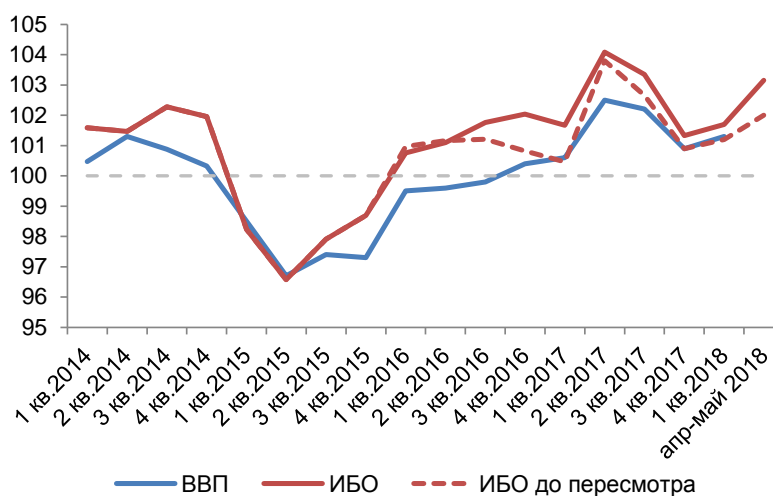
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>6</sup> Исходя из валовой добавленной стоимости по отраслям экономики за 2016–2017 годы.

<sup>7</sup> См. подраздел 1.2.1. «Оценка прироста ВВП на 1,5% в 2017 г., скорее всего, будет повышена» в бюллетене «О чем говорят тренды» за февраль 2018 г. (№1).

Темп роста промышленного производства в первые месяцы 2018 г. также пересмотрен вверх примерно на 1,5 процентного пункта. Таким образом, рост промышленного производства с начала года составил порядка 3,7% г/г. Судя по всему, в первой оценке Росстата по динамике ВВП в I квартале 2018 г. (+1,3% г/г) пересмотр данных по промышленности еще не учтен, поэтому высока вероятность, что в дальнейшем и он также будет скорректирован вверх. На это указывает и пересмотренная динамика индекса выпуска продукции базовых отраслей (ИБО) (Рисунок 14). Также можно ожидать ускорения роста ВВП в годовом выражении в II квартале.

Рисунок 14. Динамика индекса физического объема ВВП и ИБО, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

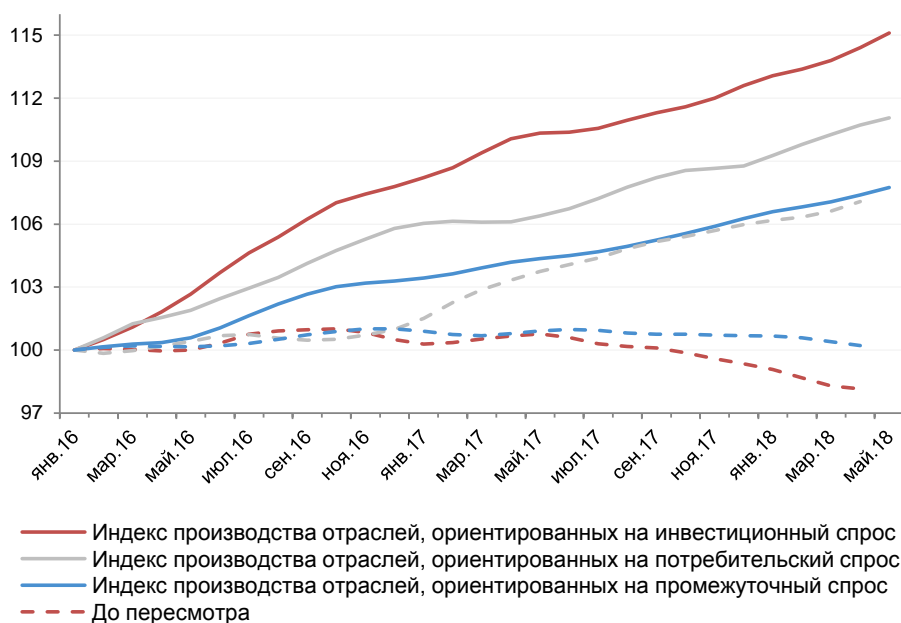
Пересмотр данных по промышленности подобного масштаба не удивителен. ЦМАКП отмечает, что в 2006 г. индекс промпроизводства был скорректирован с 103,9 до 106,3%, что выше нынешней переоценки. Сам пересмотр был необходим: качество данных вызывало вопросы у экспертного сообщества, ряд организаций (ЦМАКП, НИУ ВШЭ) в течение последнего года публиковали альтернативные оценки, которые оказались достаточно близки к новым данным Росстата.

Согласно пересмотренным данным Росстата, в последние годы обрабатывающая промышленность росла намного более уверенными темпами, чем это оценивалось ранее. Прирост в 2016 г. составил 2,6% вместо 0,5%, а в 2017 г. – 2,5% вместо 0,2%. За январь–май 2018 г. выпуск обрабатывающих отраслей превысил объемы аналогичного периода предыдущего года на 4,4%.

Наиболее существенному пересмотру подверглись отрасли инвестиционного спроса, где наблюдаемое ранее снижение выпуска объяснялось преимущественно негативной динамикой в производствах, ориентированных на выполнение гособоронзаказа, а также в производстве строительных материалов. После уточнения данных индекс выпуска в данной группе отраслей показывает стабильный рост (Рисунок 15). Основной вклад в рост вносит отрасль по выпуску прочих транспорт-

ных средств (Рисунок 16), которая представлена производствами с длинным циклом, что создает проблемы оперативного учета. Кроме того, значительному пересмотру вверх подверглась отрасль строительных материалов. В связи с этим есть основания полагать, что данные официальной статистики по объему строительных работ, скорее всего, также будут скорректированы (последний пересмотр данных был осуществлен в октябре 2017 г.).

**Рисунок 15. Динамика трендовой составляющей для индексов производства по группам отраслей обрабатывающей промышленности, январь 2016 = 100%**

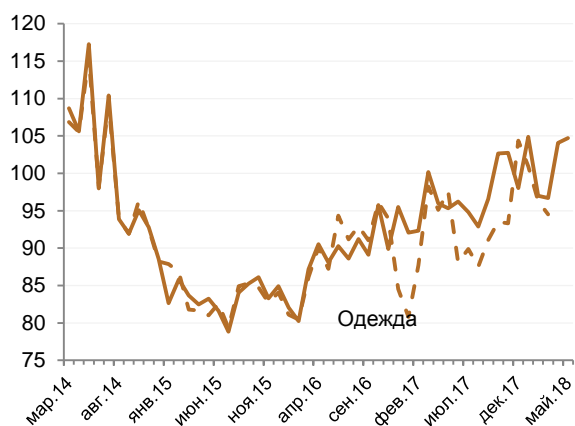
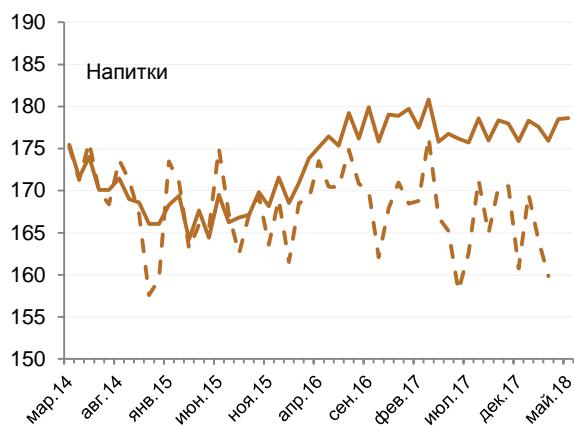
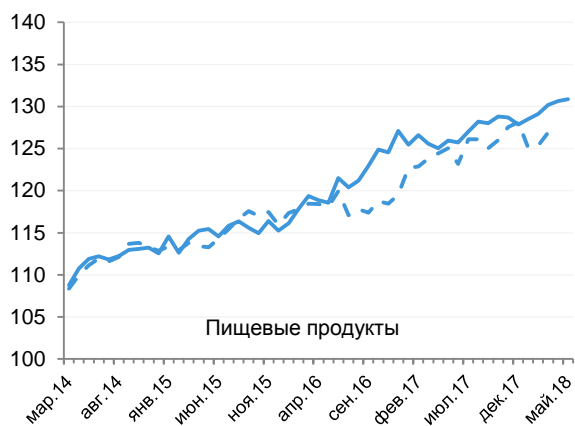


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

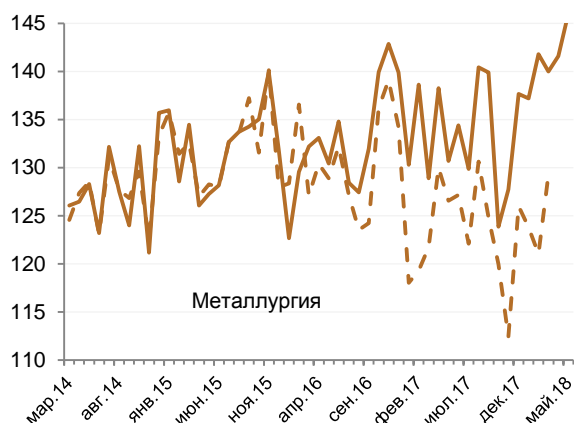
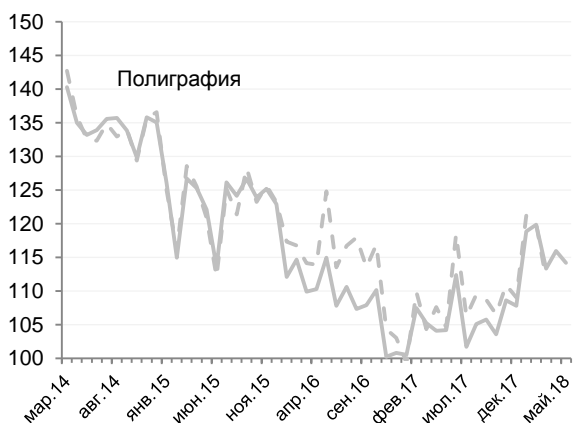
В группе потребительских отраслей после пересмотра пищевая промышленность укрепила свои позиции в качестве одного из драйверов обработки. В фармацевтической промышленности наблюдается замедление бурного роста. Кроме того, выпуск легковых автомобилей в течение последних четырех месяцев показывает стагнирующий характер.

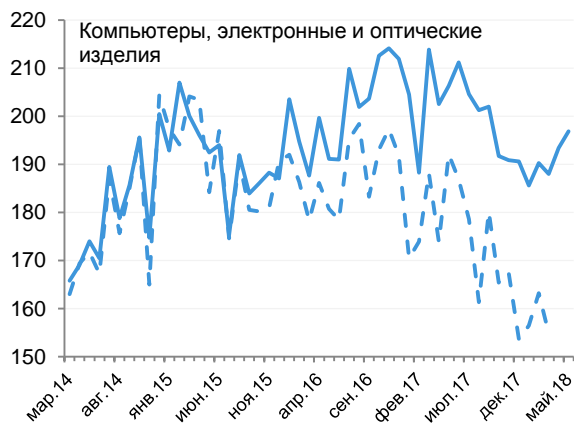
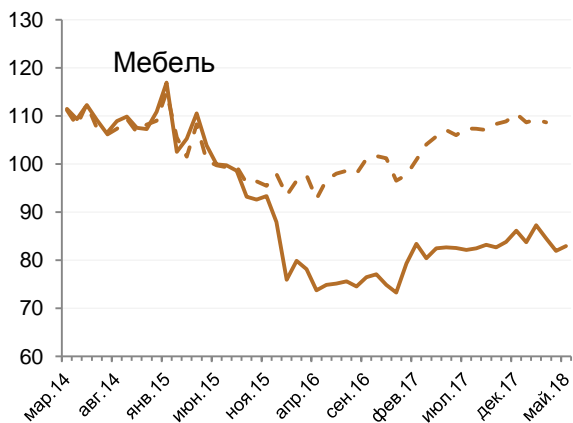
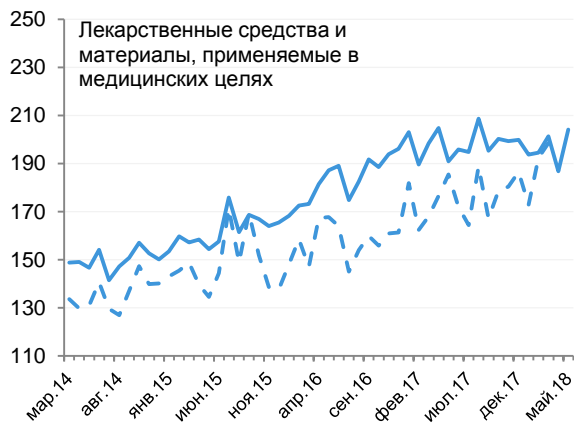
С уточнением статистики в отраслях, ориентированных на промежуточный спрос, умеренный характер выпуска сменился устойчивой траекторией роста. Одним из ключевых факторов низких темпов роста обрабатывающей промышленности до пересмотра являлось сокращение выпуска в металлургии по виду деятельности «производство основных драгоценных металлов и прочих цветных металлов, производство ядерного топлива». Согласно обновленной статистике, в данном сегменте наблюдается рост. Кроме того, после пересмотра улучшилась динамика трубной промышленности. Таким образом, металлургия, вносящая отрицательный вклад в динамику промежуточных отраслей, теперь становится одним из драйверов обработки.

**Рисунок 16. Пересмотр динамики отраслей обрабатывающей промышленности, сезонность устранена, январь 2014 = 100%**









Источники: Росстат, расчеты ДИП.

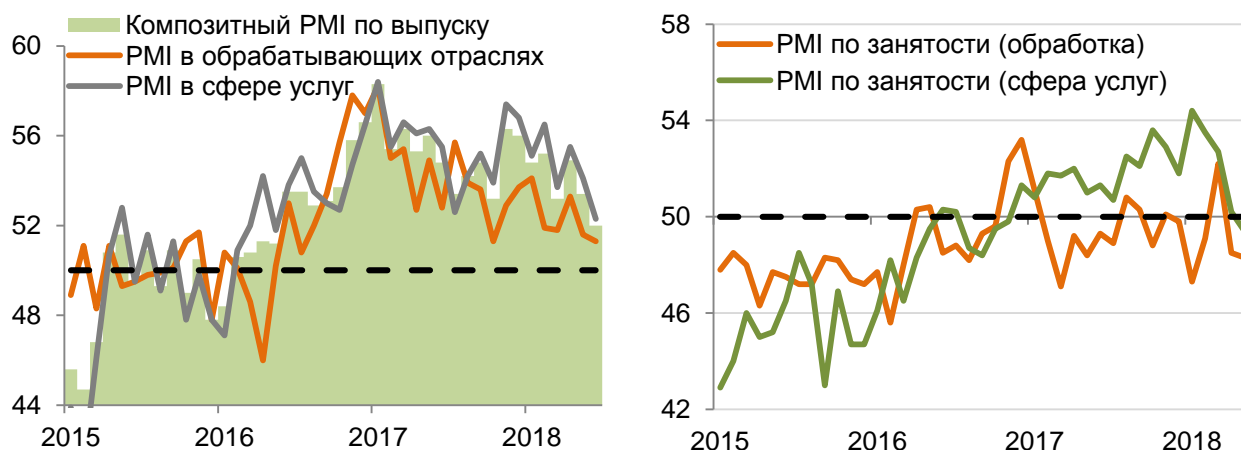
### 1.2.2. PMI в июне: замедление роста деловой активности

- PMI в обработке в июне снизился до 49,5, хотя показатель объема выпуска остался в зоне роста. Респонденты указывают на существенный рост издержек, но сохраняют позитивный настрой на горизонте года.
- Индекс PMI в услугах в июне уменьшился до 52,3, что послужило основным фактором снижения совокупного индекса PMI до 52,0. Понизились все субиндексы PMI, кроме ожиданий, которые остались на высоком уровне.

Индекс PMI IHS Markit в обработке в июне снизился до 49,5 пункта против майских 49,8. Таким образом, среднее значение за II квартал оказалось лишь чуть выше отметки 50 пунктов, отделяющей рост от снижения деловой активности. Главными драйверами ухудшения индекса в июне стали субиндексы «запасы закупок», «занятость», «время доставки от поставщиков» и «новые заказы», которые вместе дают 75% итогового показателя. Значения первого субиндекса в России постоянно находятся ниже отметки 50, значения следующих двух субиндексов стали ниже 50 пунктов только в мае, а вот снижение объема новых заказов (с весом 30% в индексе) стало негативным сюрпризом.

В то же время второй по весу субиндекс индекса PMI в обработке («объем выпуска») остается в зоне роста (>50), хотя и более низкого, чем в начале года. В итоге общая картина получается достаточно смешанной: запаздывающий индикатор занятости и опережающий индикатор новых заказов указывают на торможение, в то время как индикатор выпуска – на умеренный рост.

Рисунок 17. Динамика индекса PMI



Источник: IHS Markit.

Вероятно, такое разнонаправленное движение связано с динамикой курса валют и регуляторными факторами. Так, еще в мае респонденты отмечали, что сильный рост закупочных цен (значение субиндекса цен составило 71,2 в II квартале

против 57,2 в I квартале) во многом связан именно с обменным курсом. Удорожание сырья и промежуточных товаров в свою очередь негативно сказывается на занятости (ранее респонденты говорили об оптимизации численности работников) и выпуске (растущие издержки не полностью перекадываются на потребителей). В совокупности с устойчиво позитивными ожиданиями на год вперед это свидетельствует скорее о новом раунде адаптации промышленности к изменению внешней конъюнктуры, чем о возможном начале спада в этом секторе. Так, этому объяснению соответствуют косвенные оценки промышленного производства ЦМАКП в июне, которые фиксируют рост как в динамике электропотребления, так и погрузке грузов железнодорожным транспортом.

Это объяснение также согласуется с результатами конъюнктурного опроса промышленности ИЭП. В июне индекс промышленного оптимизма после трехмесячного роста продемонстрировал небольшое снижение, однако сохранил свое положение в пределах диапазона данных за период с 2017 года. Основной причиной негативных оценок в июне стало заметное ухудшение удовлетворенности предприятий объемами спроса (с 64 до 56%) из-за слабой динамики продаж. В то же время индекс прогнозов промышленности в июне улучшился, на что повлияли оптимистичные ожидания предприятий по спросу и выпуску, а также их намерение увеличить численность сотрудников, несмотря на рост цен на нефтепродукты и ожидаемое повышение налогов.

Рисунок 18.



Источник: ИЭП.

Рисунок 19.



Источник: ИЭП.

Индекс PMI IHS Markit в услугах в июне (52,3) указал на сохранение роста в секторе, хотя и более медленного, чем в I квартале этого года (55,1). Рост в секторе услуг наблюдался в четырех из пяти секторов: сжатие произошло лишь в потребительских услугах. Одни респонденты связали рост с появлением новых клиентов, при этом другие указывали на рыночную неопределенность как на фактор торможения развития бизнеса. Впервые с конца 2016 г. ушел ниже 50 пунктов индекс занятости. Снижение занятости было небольшим (49,4), а наибольшее снижение произошло в секторе потребительских услуг.

Снижение активности в потребительских услугах может быть связано с реакцией потребителей на объявление об изменениях ставки НДС: индекс потребительских настроений ООО «инФОМ» в июне также резко снизился после стабилизации на уровне первого полугодия 2014 года.

Совокупный индекс PMI снизился с 53,4 до 52,0, указывая на некоторое замедление экономического роста в июне. Возможно, оно связано с разовыми факторами: негативным новостным фоном из-за изменений в регулировании бизнеса, повышенными мерами безопасности на ряде предприятий из-за чемпионата мира по футболу или просто статистической погрешностью в условиях низких темпов роста экономики.

### **1.2.3. Замедление роста оборота розничной торговли в мае**

- В мае годовой темп роста розничного товарооборота замедлился до 2,4% г/г (в апреле – 2,7% г/г) за счет динамики продаж непродовольственных товаров.
- С поправкой на сезонный и календарный факторы рост оборота розничной торговли в мае составил 0,1% м/м (в апреле – 0,4% м/м).
- Рост розничного кредитования и реальной заработной платы продолжает поддерживать увеличение потребительского спроса.
- Ухудшение потребительских ожиданий населения в июне вызвано резким ростом цен на бензин в мае и обеспокоенностью предложениями Правительства Российской Федерации по изменению ставки НДС.

Согласно данным Росстата, темп роста розничного товарооборота в мае замедлился до 2,4% г/г (в апреле – 2,7% г/г) за счет динамики продаж непродовольственных товаров (Рисунок 20). Данные по розничной торговле с января по апрель были пересмотрены Росстатом в сторону повышения в связи с уточнением респондентами ранее предоставленных данных. Темп роста продаж непродовольственных товаров замедлился в мае до 2,7% г/г после 3,4% г/г в прошлом месяце (пересмотр с 2,7%), а темп роста товарооборота продовольственных товаров продолжает оставаться на стабильном уровне 2,0% г/г третий месяц подряд.

С поправкой на сезонный и календарный факторы месячный темп роста оборота розничной торговли, по нашим оценкам, замедлился до 0,1% м/м (в апреле – 0,4% м/м) (Рисунок 21). В мае темп роста продаж непродовольственных товаров замедлился до 0,0% м/м (в апреле – 0,7% м/м), а динамика продаж продовольственных товаров осталась на апрельском уровне 0,1%. Ослабление рубля, которое произошло в начале апреля, скорее всего, вызвало ускорение роста спроса на непродовольственные товары в апреле, после чего последовала его стабилизация в мае.

**Рисунок 20. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 21. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 года = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Розничный товарооборот поддерживается продолжающимся ростом розничного кредитования (Рисунок 23) и устойчивым положительным трендом реальной заработной платы (Рисунок 22).

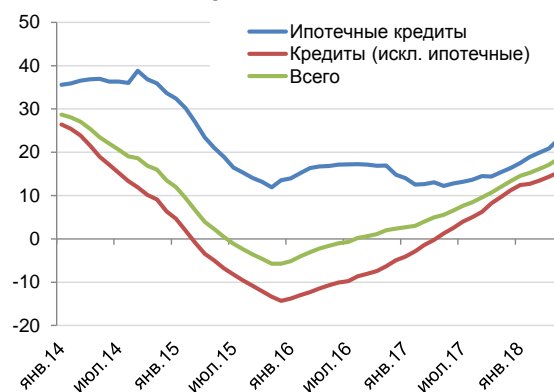
**Рисунок 22. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

**Рисунок 23. Динамика рублевых кредитов физлицам, % г/г**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Согласно данным АКИТ<sup>8</sup>, трансграничная торговля по темпам роста продолжает опережать интернет-торговлю на локальном рынке (Рисунок 24). Однако в 2017 г. отмечается замедление темпов роста трансграничных покупок до 24% (в 2016 г. – 37%). По предварительным данным АКИТ, по итогам 2018 г. трансграничный сегмент вырастет на 26%. В связи с трудностями учета такого рода продаж Росстатом официальные данные по товарообороту непродовольственных товаров могут быть заниженными.

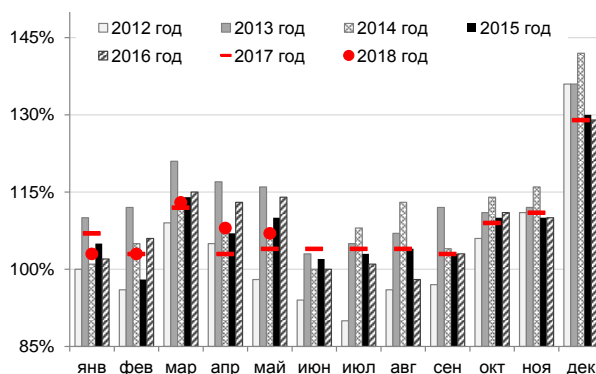
<sup>8</sup> АКИТ. [«Оборот российского рынка интернет-ритейла превысил 1 трлн рублей»](#). 05.04.2018.

**Рисунок 24. Российский рынок интернет-торговли**



Источник: АКИТ.

**Рисунок 25. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (январь 2012 года = 100%)**



Источник: Ромир.

Данные исследовательского холдинга «Ромир»<sup>9</sup> указывают на некоторое сокращение расходов населения в мае, которому способствовало снижение цен на плодоовощную продукцию (на 4,7% м/м с учетом сезонности), и более низкое значение повседневных расходов по сравнению с 2016, 2015 и 2013 гг. (Рисунок 25). Однако реальные потребительские расходы населения увеличились на 2,9% по сравнению с прошлым годом. С точки зрения потребительского поведения отдельных доходных групп в мае стоит отметить, что потребители с низкими доходами сократили расходы за год на 7%, а с высокими и средними доходами – увеличили расходы на 2 и 9,2% соответственно.

Исследовательский холдинг «Ромир» также сообщает о более рациональном потребительском поведении и отмечает, что доля людей, вынужденных экономить, продолжила сокращаться в этом году и составила 76% (годом ранее – 82%)<sup>10</sup>. При этом среди экономящего населения произошли изменения в стратегии экономии: за год сократились доли людей, которые ищут промоакции и скидки (с 36 до 33%) и предпочитают покупать более дешевые марки товаров (с 31 до 27%). Незначительно выросли доли тех, кто старается реже ходить в магазин (с 17 до 18%) и составляет списки необходимых продуктов (с 28 до 29%).

Согласно результатам ежемесячного опроса ООО «инФОМ»<sup>11</sup>, потребительские настроения населения в июне ухудшились (Рисунок 26). После достаточно стабильной динамики ИПН и ожиданий относительно будущих доходов с начала 2018 г. данные показатели снова перешли в негативную зону (менее 100 пунктов), сократившись сразу на 13 и 15 пунктов соответственно. Оценки текущего материального положения и благоприятности текущего времени для крупных покупок ухудшились на 7 пунктов.

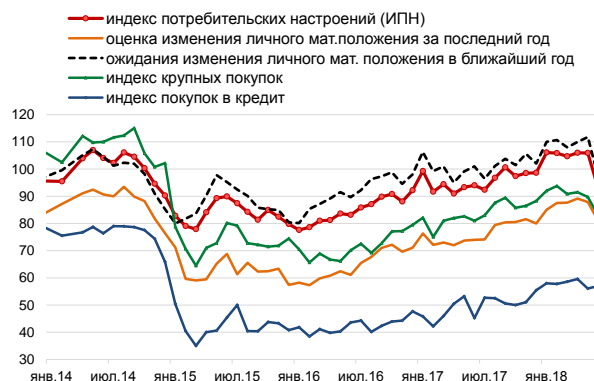
<sup>9</sup> Исследовательский холдинг «Ромир». [«Сезонная экономия началась»](#). 07.06.2018.

<sup>10</sup> Исследовательский холдинг «Ромир». [«Рациональная стратегия экономии побеждает»](#). 24.05.2018.

<sup>11</sup> По оперативным данным за июнь.



**Рисунок 26. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов**



Источник: опрос ООО «инФОМ».

Ухудшение настроений потребителей в июне вызвано резким ростом цен на бензин в мае и обеспокоенностью по поводу повышения НДС. Об этом свидетельствуют полученные результаты опроса «ФОМнибус»<sup>12</sup>. По данным ООО «инФОМ», 87% всех опрошенных россиян сообщили о том, что повышение цен на бензин влияет на их повседневную жизнь, (из них 50% отметили «рост цен на все»<sup>13</sup>). Более половины респондентов (57%) считает, что повышение НДС отрицательно повлияет на их благосостояние, и треть (34%) отмечает негативное влияние на экономику<sup>14</sup>. Реакция населения может привести к замедлению роста потребления в июне. Однако продолжающийся рост розничного кредитования и реальной заработной платы говорят о высокой вероятности того, что этого не будет или что замедление окажется временным.

#### **1.2.4. Розничное кредитование продолжает ускоряться**

- Бум розничного кредитования продолжается: в мае аннуализированные сезонно сглаженные темпы роста ипотеки превысили 30% г/г, необеспеченных потребительских кредитов – 20% г/г.
- Реструктуризация портфелей активов банков, проходящих процедуру финансового оздоровления с участием ФКБС, стала причиной резкого замедления темпов роста кредитования нефинансовых организаций.
- Банковский сектор без учета банков, проходящих процедуру финансового оздоровления, сохраняет прибыльность.

<sup>12</sup> Опрос граждан Российской Федерации от 18 лет и старше. 10 и 24 июня 2018 года. 53 субъекта Российской Федерации, 104 населенных пункта, 1500 респондентов. Статистическая погрешность не превышает 3,6%.

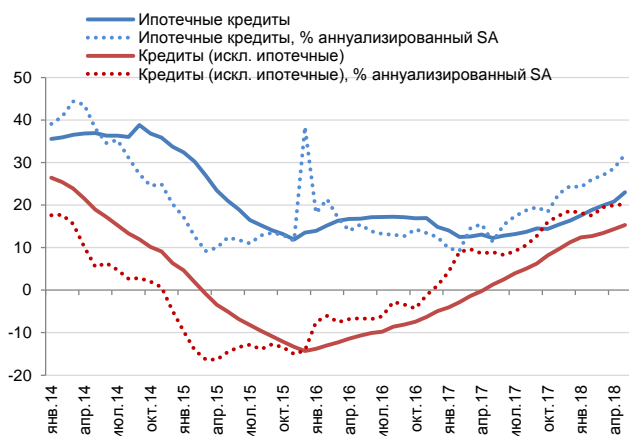
<sup>13</sup> ООО «инФОМ». [«Рост цен на бензин: реакция граждан»](#). 15.06.2018.

<sup>14</sup> ООО «инФОМ». [«О повышении НДС»](#). 02.07.2018.



Бум розничного кредитования продолжается. В мае были обновлены максимумы по темпам роста ипотечных (+2,3% м/м<sup>15</sup>, 23% г/г) и необеспеченных потребительских кредитов (+1,5% м/м, 15,3% г/г) в текущей фазе экономического роста (Рисунок 27). При этом ускорение темпов роста потребительских кредитов демонстрируют все группы банков, за исключением saniруемых.

**Рисунок 27. Аннуализированные сезонно сглаженные месячные темпы роста**



Источник: расчеты Банка России

**Рисунок 28. Динамика кредитования физических лиц и нефинансовых организаций, % м/м**



Источник: расчеты Банка России

Темпы роста рублевого корпоративного кредитования в мае замедлились до 0,3% м/м (5,7% г/г) после роста на 1% м/м в среднем в январе–апреле 2018 г. (Рисунок 28). Замедление роста – разовый эффект, который в значительной степени был связан с реструктуризацией портфелей активов банков, проходящих процедуру финансового оздоровления с участием ФКБС. На рынке кредитования как физических, так и юридических лиц можно ожидать активизацию банков, проходящих процедуру финансового оздоровления, после окончания процедуры расчистки балансов. Это может привести к росту конкуренции на рынке и дальнейшему ускорению темпов роста кредитов экономике.

Банки, проходящие процедуру финансового оздоровления, также стали причиной формального сокращения размера прибыли банковского сектора по итогам мая – с 537 до 527 млрд рублей. Банковский сектор без учета банков, проходящих процедуру финансового оздоровления, в мае продолжил генерировать прибыль.

<sup>15</sup> Здесь и далее сезонно-сглаженные темпы роста, если не сказано иное.

### 1.2.5. Уровень безработицы стабилизируется около минимальных значений

- Безработица в мае с учетом сезонной корректировки осталась на уровне предыдущего месяца и составила 4,8%.
- Рост реальной заработной платы в мае замедлился на 0,3 п.п., составив 7,3% г/г, однако он может быть скорректирован Росстатом в сторону повышения.

В мае уровень безработицы опустился до 4,7 с 4,9% в апреле из-за сезонного роста занятости в сфере услуг и в сельскохозяйственной деятельности. После очистки от сезонности показатель остался на уровне 4,8%, по-прежнему находясь у нижней границы диапазона возможных значений естественного уровня безработицы (Рисунок 29).

Темп роста номинальной и реальной заработной платы в мае замедлился до 9,9 и 7,3% г/г (Рисунок 30). В апреле рост номинальной и реальной заработной платы был пересмотрен вниз на 0,2 п.п., до 10,2 и 7,6% г/г соответственно. Оценка за май является предварительной. С высокой вероятностью она может быть пересмотрена Росстатом вверх из-за повышения МРОТ в начале месяца.

Рисунок 29. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

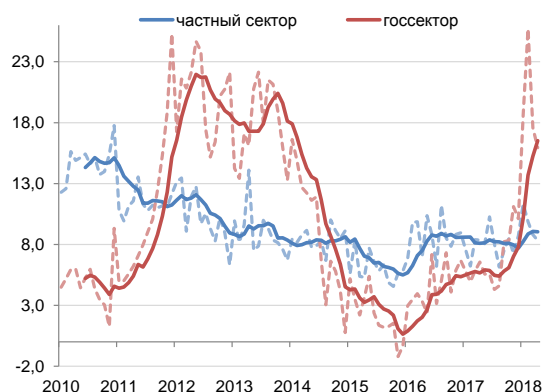
Рисунок 30. Темп роста номинальной и реальной заработной платы, г/г %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Зарплаты в государственном секторе продолжают расти двузначными темпами в результате исполнения «майских» указов (Рисунок 31). Основным драйвером по-прежнему остается здравоохранение – 26,2% г/г в апреле. Однако темп роста замедлился: в марте заработная плата в здравоохранении выросла на 30,0% (Рисунок 32).

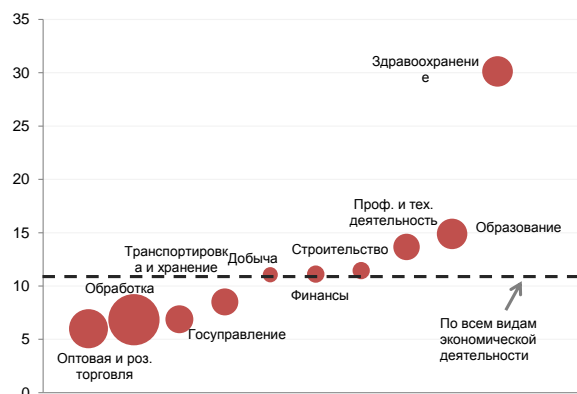
**Рисунок 31. Темп роста зарплаты в частном и государственном секторах, г/г %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Пунктир – данные за месяц, сплошная линия – скользящая средняя за последние 6 месяцев.

**Рисунок 32. Темп роста зарплаты в частном и государственном секторах за март, г/г %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Площадь кружков пропорциональна доле вида экономической деятельности в фонде оплаты труда.

### 1.2.6. Макроэкономические эффекты предложенных налогово-бюджетных мер

- Повышение основной ставки НДС с 18 до 20% может добавить в рост потребительских цен от 0,8–1,25 п.п. (с учетом умеренного вторичного эффекта).
- Центральные банки, как правило, реагируют на вторичные эффекты при проведении монетарной политики. Вероятность их возникновения в России выше, чем в странах с закоренными инфляционными ожиданиями.
- Влияние налогово-бюджетных мер на рост ВВП, в том числе потенциальный, будет зависеть от эффективности расходования средств в процессе реализации новых «майских» указов.

Повышение основной ставки НДС и некоторое ослабление бюджетного правила позволят профинансировать большую часть дополнительных бюджетных расходов на инфраструктуру, здравоохранение, образование и другие сферы, заявленные в новых «майских» указах президента (8 трлн руб. за шесть лет).

## I. Повышение основной ставки НДС с 18 до 20%

### 1. Влияние на инфляцию

По нашим оценкам, под налогообложение основной ставкой НДС (18%) подпадает около 70% стоимости потребительской корзины (в структуре 2018 г.). *Максимальный прямой разовый эффект на инфляцию от повышения основной ставки НДС на 2 процентного пункта при полном переносе в потребительские цены составляет 1,16 процентного пункта.* Поскольку на практике производители не

полностью переносят налоговое бремя на потребителей за счет сокращения своей прибыли, *мы оцениваем прямой эффект на инфляцию в 0,8–0,95 процентного пункта*. Мы ожидаем, что *большая часть эффекта реализуется в течение одного–двух кварталов после повышения НДС*: по опыту снижения НДС в 2004 г. в России и повышения налога с продаж в 2014 г. в Японии – уже в I квартале. При этом *возможен рост цен в несколько десятых процентного пункта в месяцы, предшествующие повышению НДС*. Так, в Германии и Японии производители поднимали цены до повышения налога на потребление. Российские потребители также могут сдвинуть момент покупки на конец 2018 г., и прежде всего – товаров длительного пользования.

Вместе с тем *возможно появление вторичных эффектов на инфляцию*. Они связаны с ростом инфляционных ожиданий и определенной степенью инертности в динамике цен. Наличие и масштаб вторичных эффектов зависят от политики Банка России по опережающему влиянию на инфляционные ожидания. *Таким образом, эффект на инфляцию может составить в 0,8–1,25 процентного пункта*.

Должен ли центральный банк реагировать на изменение налоговой нагрузки, зависит от заякоренности инфляционных ожиданий и масштаба вторичных эффектов. Опыт других центральных банков, столкнувшихся с повышением НДС, показывает, что денежно-кредитная политика не всегда реагировала на повышение налогов и сопутствующий разовый скачок цен (Felcser, 2013<sup>16</sup>). В Чехии, где перед повышением налогов цель по инфляции была достигнута, регулятор посчитал вторичные эффекты малыми и никак не отреагировал. В других странах (Великобритания, Польша, Румыния) национальные банки указывали на вторичные эффекты как на фактор, аргументирующий в пользу проведения более жесткой монетарной политики. В России инфляционные ожидания не заякорены, и существует высокая вероятность появления вторичных эффектов. Поэтому Банк России на последнем заседании также указал на рост налогов как на важную причину сохранения ключевой ставки.

## **2. Влияние на рост ВВП**

По нашим оценкам, фискальный мультипликатор совокупных доходов для российской экономики составляет 0,75<sup>17</sup>. Оценки мультипликаторов компонентов доходов для развитых стран показывают, что мультипликатор налогов на потребление (на рост ВВП) является одним из самых высоких, а эффект относительно быстро переносится в рост ВВП<sup>18</sup>. Мы полагаем, что для российской экономики мультипликатор налогов на потребление может составлять 0,9–1,0 (0,9–1,0 п.п. снижения ВВП при повышении налогов на 1 п.п. ВВП). *Прямой негативный эф-*

<sup>16</sup> Felcser D. (2013). How should the central bank react to the VAT increase? // *MNB Bulletin*, January 2013.

<sup>17</sup> Власов С., Дерюгина Е. (2018). Фискальные мультипликаторы в России // *Серия докладов об экономических исследованиях Банка России*, № 28.

<sup>18</sup> Coenen G., Kilponen J., Trabandt M. (2010). When does fiscal stimulus work? // *ECB Research Bulletin*, No. 10.

фект от повышения основной ставки НДС на 2 п.п. может составить около 0,5 процентного пункта от ВВП. Однако с учетом компенсирующего увеличения расходов совокупный эффект на ВВП может оказаться положительным.

## **II. Временное увеличение первичного дефицита в рамках бюджетного правила с 0 до около 0,5% ВВП и соответствующее увеличение расходов**

### **1. Влияние на инфляцию**

Влияние на инфляцию будет зависеть от ряда факторов, в том числе структуры расходов. По нашим оценкам, ускорение инфляции будет незначительным и составит 0,1 процентного пункта<sup>19</sup>.

### **2. Влияние на рост ВВП**

По нашим оценкам, фискальный мультипликатор совокупных расходов для российской экономики составляет 0,28<sup>20</sup>. Увеличение расходов при сохранении их текущей структуры может повысить ВВП примерно на 0,15 процентного пункта. Однако реальный эффект должен оказаться в несколько раз выше, учитывая направление средств на производительные расходы (инфраструктурные проекты), которые имеют значительно более высокий мультипликатор<sup>21</sup>. Это должно способствовать в том числе повышению потенциального темпа роста экономики. При этом повышение потенциального темпа роста экономики может произойти только через несколько лет с учетом отложенного эффекта на потенциальный рост экономики от таких расходов: инвестиции на первом этапе вызывают рост спроса и лишь на последнем этапе – рост производственного потенциала.

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

### **1.3.1. Рост китайской экономики замедляется**

- В Китае в мае существенно замедлился рост основных макропоказателей, что в том числе вызвано структурными факторами, влияние которых может получить развитие на фоне ужесточения денежно-кредитной и бюджетной полити-

<sup>19</sup> См. раздел 1.1.2. «Выплата надбавки к пенсии несет незначительные инфляционные риски» в бюллетене «О чем говорят тренды» за 22–28 августа 2016 г. (№ 44). Оценки сделаны с использованием BVAR-модели, представляющей собой модификацию представленной в работе Deryugina E., Ponomarenko A. (2015). Accounting for Post-Crisis Macroeconomic 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.

<sup>20</sup> Власов С., Дерюгина Е. (2018). Фискальные мультипликаторы в России // *Серия докладов об экономических исследованиях Банка России*, № 28.

<sup>21</sup> См. в частности статью Кудрин А., Кнобель А. (2017). Бюджетная политика как источник экономического роста // *Вопросы экономики*, № 10.

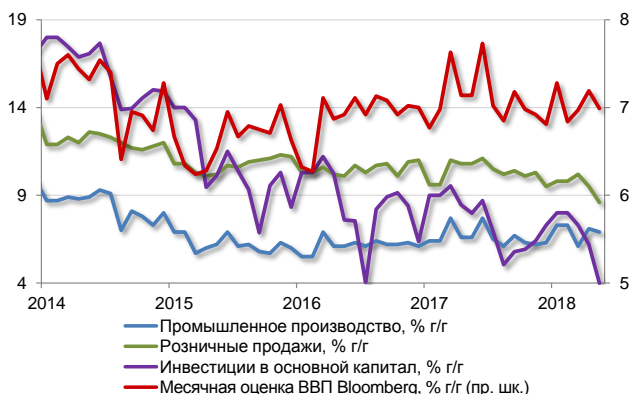
ки. Дополнительные риски несет усиление торгового противостояния с США. Это может потребовать от властей ослабления бюджетной и (или) денежно-кредитной политики.

- Медиана прогноза ставки по федеральным фондам склонилась в сторону еще двух повышений в 2018 году. Перспективы дальнейшего движения ставки демонстрируют значительный разброс.
- Потребление в США растет медленнее, чем это ожидалось, однако быстрый рост экономики в II квартале 2018 г. поддержит внешний сектор. Базовый дефлятор потребительских расходов по итогам мая достиг 2%-ного таргета ФРС США.
- ЕЦБ объявил об окончании программы покупки активов в конце 2018 года. Объем покупок в октябре–декабре 2018 г. будет снижен до 15 млрд евро.

### Китай: что ждать после замедления роста экономики в мае?

Основные макроэкономические показатели за май оказались хуже ожиданий и показали общее замедление роста. Рост промышленного производства снизился до 6,8% г/г, розничных продаж – до 8,5% г/г, инвестиций в основной капитал – до 3,9% г/г (в апреле – 7,0; 9,4 и 6,1% г/г соответственно) (Рисунок 33). При этом если рост промышленного производства остается выше среднего уровня 2017 г. (6,5%), а замедление роста розничных продаж окажется временным и вызванным падением продаж автомобилей в ожидании снижения с 1 июля импортного тарифа с 25 до 15%, то замедление роста инвестиций носит структурный характер. Прежде всего оно связано с замедлением роста инфраструктурных инвестиций, что объясняется замедлением роста бюджетных расходов (Рисунок 35) и общим ужесточением регулирования. Так, центральные власти ужесточили контроль за государственно-частными партнерствами, а также расходами региональных властей, в том числе внебюджетными. Это является основным фактором снижения объемов теневого финансирования и существенного замедления роста совокупного кредитования (Рисунок 36).

**Рисунок 33. Макро показатели китайской экономики**



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

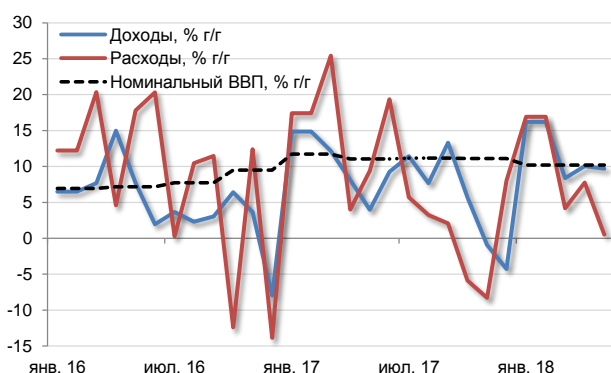
**Рисунок 34. Инвестиции в строительном секторе Китая, средние за 3 месяца, %/г**



Источник: Capital Economics.

Кроме того, высок риск перехода к замедлению роста инвестиций в строительном секторе. Последние несколько кварталов высокий рост инвестиций в строительстве поддерживается расходами на приобретение земельных участков, что в свою очередь вызвано высоким ростом цен на землю. С корректировкой на покупки земли рост инвестиций в строительном секторе перешел в отрицательную область еще в конце 2017 г. (Рисунок 34). Учитывая продолжающееся охлаждение активности в этом секторе, вызванное прежде всего ужесточением регулирования, можно ожидать, что спрос на землю будет снижаться, негативно влияя на общую инвестиционную активность.

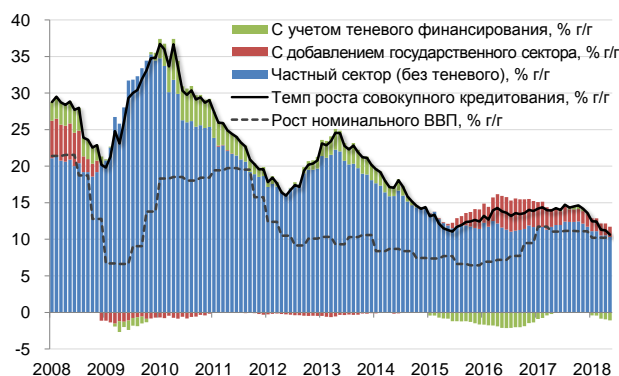
**Рисунок 35. Показатели бюджетной системы Китая**



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

\* Данные за январь и февраль усреднены.

**Рисунок 36. Темп роста кредитования в Китае**



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

Дополнительные риски для экономики Китая несет усиление торгового противостояния с США. Компонента экспортных заказов официального и Caixin PMI в обрабатывающей промышленности в июле впервые с октября 2016 г. опустилась ниже 50 процентных пунктов. США и Китай с 6 июля повысили пошлины на импорт объемом 34 млрд долл. США, меры на 16 млрд долл. США находятся в обсуждении. США дополнительно рассматривают пошлины еще на 200 млрд долл. США. Меры США нацелены на товары высокотехнологичных отраслей, относящихся к ключевому для Китая проекту «Сделано в Китае – 2025». Китай повысил пошлины почти на все продукты питания, не затронутые первым этапом противостояния, и автомобили. Товары, по которым обсуждение в Китае продолжается, в основном энергетические (нефть, бензин, уголь). Это может способствовать росту спроса на товары российских производителей.

В целом замедление роста китайской экономики и период его проявления сходятся с нашими ожиданиями<sup>22</sup>. При этом, учитывая существенное замедление ро-

<sup>22</sup> В частности, в разделе 1.3.1. «Слабые макроэкономические данные в США за январь – не помеха для дальнейшей нормализации ДКП» бюллетеня «О чем говорят тренды» за март 2018 года (№22) мы писали, что с учетом лага около полугода ожидаем, что влияние замедления роста кредитования на рост ВВП проявится в II квартале.

ста кредитования и намерение сократить бюджетный дефицит, замедление роста может оказаться значительным. Это может побудить органы власти (денежные и/или фискальные) к ослаблению проводимой политики<sup>23</sup>. Стабильно невысокая инфляция – ниже 2% при цели не выше 3% – не препятствует ослаблению политики. В последнее время власти уже приняли точечные меры в отношении малого бизнеса и низкодоходных слоев населения, направленные на стимулирование роста деловой активности (ослабление налоговой нагрузки, различные меры стимулирования кредитования).

### **США: ФРС США собирается повысить ставку четыре раза в 2018 г. и еще три раза в 2019 году**

В июне ФРС США повысила ставку по федеральным фондам на 0,25 п.п., как и ожидалось. В соответствии с майским обсуждением Комитета по операциям на открытом рынке ставка по избыточным резервам была повышена на меньшую величину – на 0,2 процентного пункта. Это решение обеспечит лучшее соответствие эффективной ставки середине таргетируемого диапазона (1,75–2%).

Превзошел ожидания пересмотр траектории дальнейшего повышения ставки. Медианный прогноз членов Комитета теперь предполагает еще два повышения ставки в текущем году, три повышения в 2019 году и одно повышение в 2020 году. Однако нельзя не отметить существенный разброс в прогнозируемом значении ключевой ставки (Рисунок 37). Аналогично некоторые участники рынка стали ожидать замедления роста американской экономики в конце 2019 – 2020 г., которое, по их мнению, не позволит продолжать цикл повышения ставки. Например, Capital Economics на данный момент прогнозирует даже начало снижения ключевой ставки в 2020 году.

Обновленные макроэкономические прогнозы ФРС США теперь предполагают более сильную динамику экономического роста и инфляции (Рисунок 38). Отметим, что уже по итогам мая базовый дефлятор потребительских расходов достиг 2%-ного таргета, вплотную приблизившись к июньскому прогнозу. Отсутствие пересмотров в долгосрочных оценках роста и безработицы означает более значительный перегрев экономики в ближайшие годы. В подтверждение этому в пресс-релизе была дана оценка текущей экономической ситуации как «solid» вместо прежнего «moderate», что негласно предполагает рост на уровне 3% и выше в аннуализированном выражении.

Вышедшая в июне макроэкономическая статистика указывает на восстановление роста потребительского спроса, который пока оказывается слабее, чем рост розничных продаж. В мае потребительский спрос стагнировал, а апрельский рост

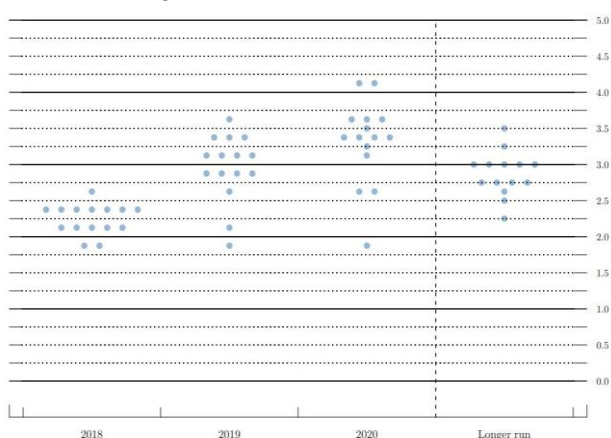
<sup>23</sup> См. раздел 1.3.1. «Слабые макроэкономические данные в США за январь – не помеха для дальнейшей нормализации ДКП» бюллетеня «О чем говорят тренды» за март 2018 г. (№ 22).



был пересмотрен вниз на 0,1 п.п., до 0,3%. При этом розничные продажи контрольной группы товаров выросли на 0,5% м/м и 0,6% м/м в апреле и мае соответственно. В результате аннуализированный рост компоненты частного потребления ВВП вряд ли превысит 3%. Но рост экономики поддержит более значительный по сравнению с I кварталом 2018 г. положительный вклад внешнего сектора. Так, экспорт в мае вырос на 1,9% м/м при более скромной динамике импорта (+0,4% м/м).

Еще одним новшеством Дж. Пауэлла станет переход с 2019 г. к пресс-конференциям по итогам каждого заседания Комитета. Макроэкономические прогнозы будут обновляться по-прежнему четыре раза в год.

**Рисунок 37. Прогнозы членов FOMC по траектории ключевой ставки, %**



Источник: FRB.

**Рисунок 38. Макроэкономический прогноз ФРС США (медиана)**

		ВВП, % г/г	Безработица, %	Инфляция (PCE), % г/г	Ставка федеральных фондов, %
2018	июнь	2,8	3,6	2,1	2,4
	март	2,7	3,8	1,9	2,1
2019	июнь	2,4	3,5	2,1	3,1
	март	2,4	3,6	2	2,9
2020	июнь	2	3,5	2,1	3,4
	март	2	3,6	2,1	3,4
LR	июнь	1,8	4,5	2	2,9
	март	1,8	4,5	2	2,9

Источник: FRB.

Администрация президента США 15 июня объявила новый раунд борьбы с нечестными действиями со стороны Китая (см. подробнее раздел «Китай: чего ждать после замедления роста экономики в мае?»). Анализ импорта товаров, попавших в новый список, показывает, что новые тарифы прежде всего затронут не китайские транснациональные компании, имеющие только производство в Китае (Рисунок 39). Новый раунд торгового противостояния нацелен на отрасли, активно работающие с патентами и включенные в мировые цепочки создания стоимости. Учитывая, что большинство товаров, попавших в новый список пошлин, – промежуточные товары, в перспективе тарифы снизят конкурентоспособность американских товаров. Китайские власти, напротив, вводят пошлины на товары, которые не получают высокой добавленной стоимости на территории Китая.

**Рисунок 39. Распределение импорта США из Китая в 2017 г. в зависимости от национальности компании-экспортера из Китая, %**



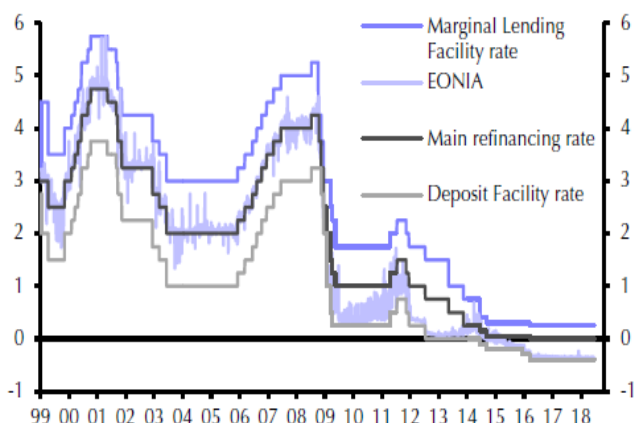
Источники: ПИЕ.

### **Еврозона: «голубиный» подход к нормализации денежно-кредитной политики**

Вопреки ожиданиям, что политическая турбулентность в Италии и слабые макроэкономические данные I квартала 2018 г. заставят ЕЦБ отложить важные решения до июльского заседания, ЕЦБ уже в июне объявил о прекращении программы покупки активов в конце декабря 2018 года. С октября по декабрь объем покупок составит 15 млрд евро ежемесячно (сейчас – 30 млрд евро). Кроме того, регулятор пообещал не повышать ключевую ставку, по крайней мере, до конца лета 2019 г., что по срокам оказалось позднее, чем ожидал рынок до этого (Рисунок 41). Каждое из новых принятых решений регулятор сопровождал оговоркой о возможности продления проведения более мягкой денежно-кредитной политики (ДКП) в случае плохих данных, которые не обеспечивают достижение таргета по инфляции. В совокупности решение ЕЦБ привело к ослаблению евро до уровня ниже 1,16.

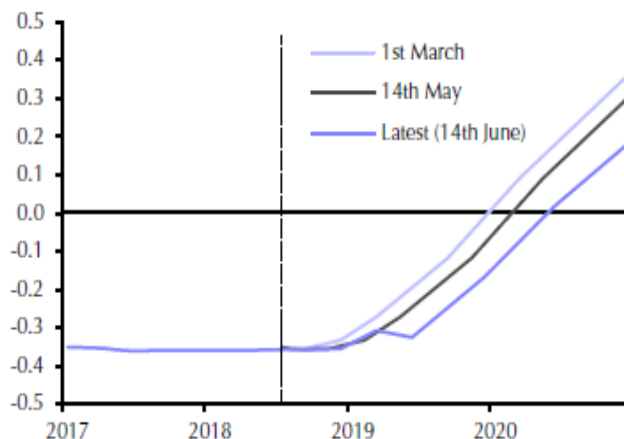
Главным вопросом участников рынка после заседания стал вопрос о симметричности повышения основных ставок регулятора. Сейчас депозитная ставка составляет -0,4%, ставка по операциям рефинансирования – 0%, по заимствованиям – +0,25%. Ставка МБК (EONIA) в докризисный период находилась вблизи ставки по операциям рефинансирования, которая служила серединой коридора. В посткризисный период избыток банковских резервов привел к тому, что ставка МБК опустилась к депозитной ставке, а ЕЦБ отказался от идеи симметричности понижения ставок (Рисунок 40). В связи с этим вероятно, что и повышение ставок начнется с несимметричных движений. Шаг повышения депозитной ставки будет опережать повышение двух других.

**Рисунок 40. Основные ставки ЕЦБ и ставка МБК**



Источник: Capital Economics

**Рисунок 41. Ожидания рынка по динамике ставки**



Источник: Capital Economics.

ЕЦБ также обновил макроэкономические прогнозы. Слабые данные I квартала 2018 г. нашли отражение в снижении прогноза экономического роста в 2018 г., но рост ВВП остался неизменным в прогнозе на 2019–2020 годы. Более слабый евро и более высокая цена на нефть позволили регулятору повысить прогноз по инфляции в 2018–2019 гг. (Рисунок 42).

**Рисунок 42. Макроэкономические прогнозы ЕЦБ**

	2018		2019		2020	
	июнь	мар.	июнь	мар.	июнь	мар.
Цены на нефть	74,5	65	73,5	61,2	68,7	58,3
USD/EUR	1,2	1,23	1,18	1,24	1,18	1,24
ВВП, %г/г	2,1	2,4	1,9	1,9	1,7	1,7
Инфляция, %г/г	1,7	1,4	1,7	1,4	1,7	1,7
Безработица, %	8,4	8,3	7,8	7,7	7,3	7,2

Источник: ЕЦБ.

### **1.3.2. Доходности ОФЗ выросли на фоне оттока капитала из развивающихся стран**

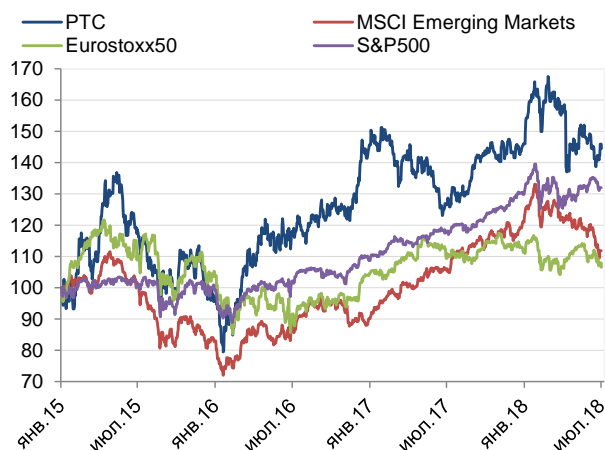
- Очередной обмен торговыми пошлинами между США и их торговыми партнерами вызвал рост спроса на защитные активы, что привело к снижению доходностей гособлигаций развитых стран.
- При этом продолжается отток капитала с рынков развивающихся стран. Он сопровождается ослаблением валют этих стран. На этом фоне центральные банки некоторых стран ужесточают денежно-кредитную политику и проводят валютные интервенции.

- Отток капитала затронул и российские финансовые рынки. Доходности ОФЗ выросли по итогам июня.
- Динамика российской риск-премии CDS более стабильна по сравнению с другими развивающимися странами.

### Глобальные рынки

Рынки развивающихся стран в июне по-прежнему находились под давлением из-за непрекращающегося оттока капитала (Рисунок 45). В результате продолжилось ослабление валют развивающихся стран (Рисунок 44). Некоторые страны прибегли к ужесточению денежно-кредитной политики для того, чтобы ослабить давление на рынки, валюты и уменьшить потенциальные инфляционные последствия. Например, Банк Индонезии в мае–июне повышал ключевую ставку уже три раза, в общей сложности на 1 процентный пункт. В начале июня на повышение ставки пошли Резервный Банк Индии (с 5,75 до 6,00%) и Центральный Банк Турции (с 16,5 до 17,75%).

**Рисунок 43. Динамика индексов акций  
(январь 2015 года = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

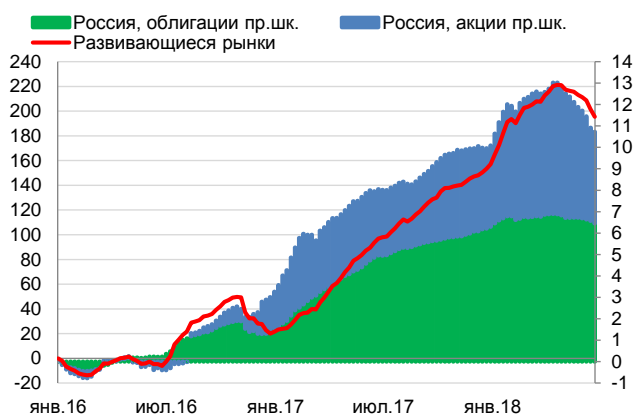
**Рисунок 44. Динамика курсов валют  
развивающихся стран и доллара США**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

По итогам июня доходности гособлигаций развитых стран снизились на фоне выросшего спроса на защитные активы из-за очередного обмена торговыми пошлинами между США и их торговыми партнерами (Рисунок 46).

**Рисунок 45. Кумулятивный приток средств в фонды развивающихся стран**



Источник: EPFR.

**Рисунок 46. Динамика доходностей 10-летних облигаций, %**

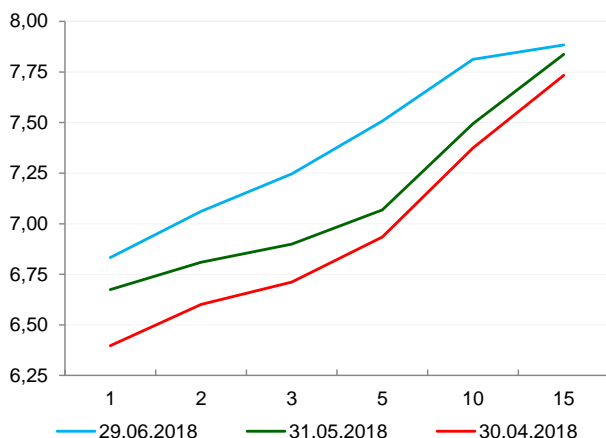


Источник: Bloomberg Finance L.P.

## Российские рынки

После стабилизации в мае доходности ОФЗ начали плавно расти в начале июня. Рост доходностей усилился с 15 июня. Это совпало с решением Совета директоров Банка России по ключевой ставке и снижением нефтяных цен. Одновременно выросло и давление на глобальных рынках. Уже несколько недель подряд инвесторы выводят свои средства из фондов развивающихся стран. Российский рынок не стал исключением (Рисунок 45).

**Рисунок 47. Кривая доходности ОФЗ, %**



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

**Рисунок 48. Динамика риск-премий развивающихся стран.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Российская риск-премия CDS в июне выросла, обновив в середине месяца локальный максимум (Рисунок 48). Тем не менее динамика российской премии за риск оказалось более сдержанной по сравнению с тенденциями на развивающихся рынках. После апрельского скачка российская премия колеблется в широком диапа-

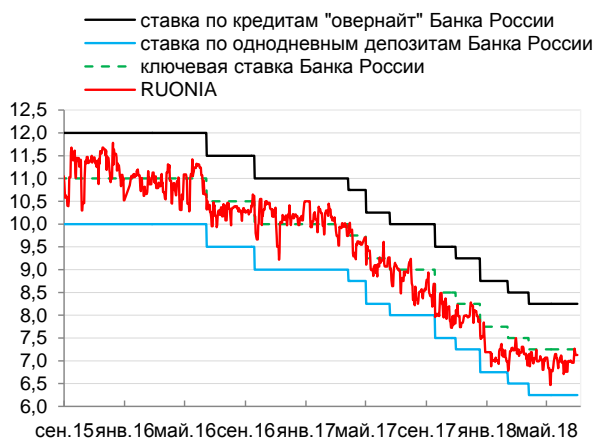
зоне, а премии других развивающихся стран с начала апреля выросли в среднем на 50 базисных пунктов<sup>24</sup>.

**Рисунок 49. Волатильность курса рубля и цены на нефть**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 50. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Показатели волатильности курса рубля, как реализованной, так и вмененной, в июне были стабильны, несмотря на рост волатильности нефтяных цен (Рисунок 49). Рубль продемонстрировал устойчивую динамику на фоне продолжающихся оттоков капитала с рынков развивающихся стран, в том числе благодаря высоким ценам на нефть.

Отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России в июне в среднем составило около 25 б.п., снизившись с 35 б.п. в мае (Рисунок 50). На последней неделе RUONIA временно выростала до уровня ключевой ставки из-за больших налоговых выплат. После окончания налогового периода отклонение от ключевой ставки вернется на предыдущий уровень. Это обстоятельство учитывается Банком России при проведении ДКП и принятии решений по ключевой ставке.

### **1.3.3. Неопределенность со стороны предложения нефти стимулирует рост нефтяных цен**

- Усиление торгового противостояния между странами, несущее риски замедления роста мирового спроса, вызвало снижение цен многих товаров и металлов.
- Решение стран ОПЕК+ повысить добычу, уменьшив степень следования квотам (в мае – 147%), оказало давление на нефтяные цены.
- Неопределенность относительно итогового масштаба и скорости роста добычи, пересмотр вверх рисков падения добычи в Иране и Венесуэле и масштаб-

<sup>24</sup> Индекс Markit CDX Emerging Markets

ные временные перебои поставок на фоне сезонно высокого спроса и относительно низких нефтяных запасов поспособствовали росту нефтяных цен.

- Нефтяные компании США отмечают ускорение роста бизнес-активности, но готовятся к инфраструктурным ограничениям, которые могут приостановить бурный рост добычи в конце 2018 г. в большей степени, чем ожидалось ранее.

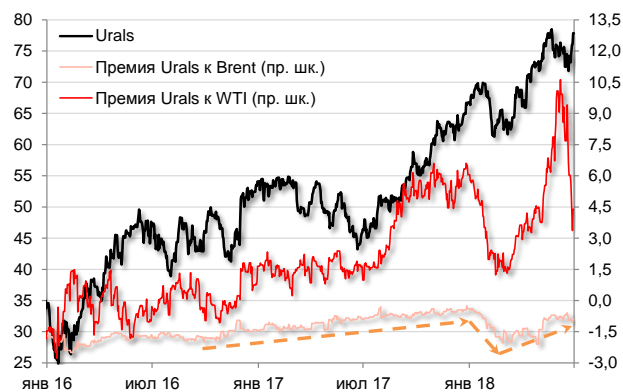
За июнь индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 4%, что объясняется прежде всего усилением торгового противостояния США с другими странами, несущего риски замедления роста мировой экономики. Цены сельскохозяйственных товаров снизились на 11%, промышленных металлов – на 5%, драгоценных металлов – на 3% (Рисунок 51). На этом фоне цены энергетических товаров в целом и цены нефти Urals в частности выросли на 2,5% (Рисунок 52).

**Рисунок 51. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)**



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

**Рисунок 52. Цена нефти марки Urals и премия к Brent и WTI, долл./барр.**

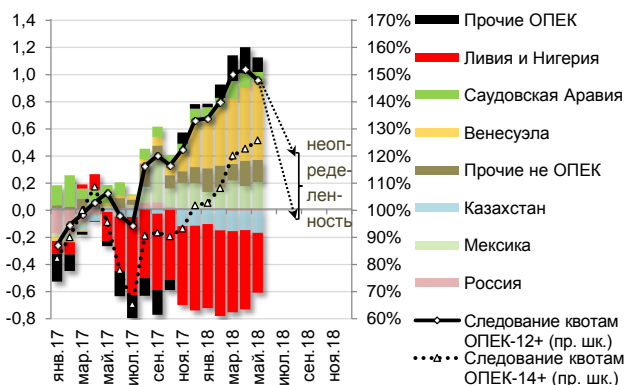


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Решение стран ОПЕК+ начать ослабление квот вызвало снижение нефтяных цен. В коммюнике по итогам заседания отмечается намерение стран вернуть степень следования квотам к 100%, что подразумевает увеличение добычи почти на 1 млн барр. в день. В мае степень следования квотам составила 152% по странам ОПЕК и 147% по странам ОПЕК+ (Рисунок 53).

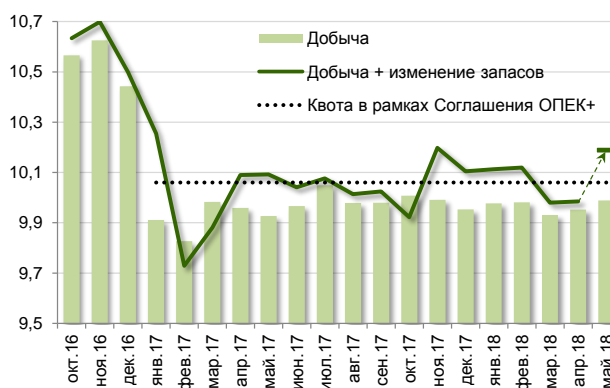


**Рисунок 53. Степень следования квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение квот), млн барр. в день и %**



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 54. Компенсация Саудовской Аравией сокращения добычи сверх квоты распродажей запасов, млн барр. в день**



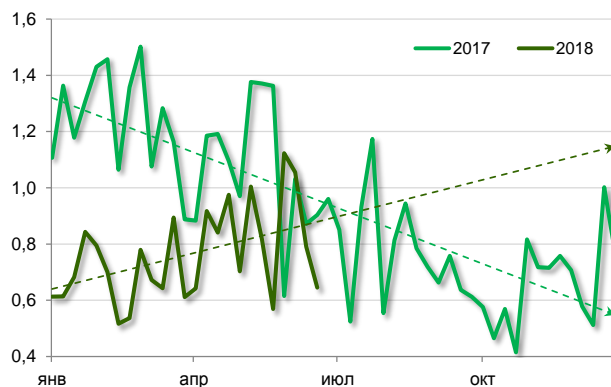
Источники: Bloomberg Finance L.P., JODI, Kpler, ОПЕК, расчеты ДИП.

В последней декаде месяца нефтяные цены не только отыграли падение, но и снова приблизились к уровню 80 долл. США/барр. Во-первых, осталось неясным, как быстро и насколько в итоге вырастет добыча в странах ОПЕК+, а также как этот процесс будет контролироваться. Саудовская Аравия и Россия ожидают, что фактическое расширение добычи будет близким к 1 млн барр. в день. Это означает, что страны с большими свободными мощностями заместят объемы, которые не смогут вывести на рынок другие страны. Прежде всего речь о Саудовской Аравии, которая с мая наращивает добычу, а по оценкам Kpler, еще больше увеличивает экспортные поставки за счет уже привычной для последних лет распродажи запасов нефти (Рисунок 54). На примере экспорта нефти из Саудовской Аравии в США можно видеть, что если в течение 2017 г. поставки имели устойчивую тенденцию к снижению, то в 2018 г. наблюдается обратная картина (Рисунок 55). Саудовская Аравия заявила о намерении продолжить активное расширение добычи. Россия объявила о намерении увеличить добычу на 0,2 млн барр. в день.

Однако часть представителей стран ОПЕК+ утверждает, что распределение дополнительной добычи в 1 млн барр. в день должно происходить пропорционально вкладам стран в совокупную добычу (квотам). По нашим оценкам, если ослабление квот будет распределено пропорционально их вкладам в совокупный объем добычи, то по крайней мере 0,25 млн барр. в день останутся «на бумаге» (доли Азербайджана, Алжира, Анголы, Венесуэлы, Малайзии, Мексики, Экваториальной Гвинеи и Ирана).

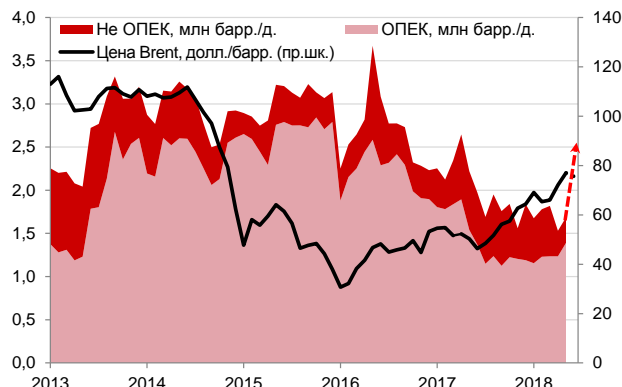


**Рисунок 55. Экспорт нефти из Саудовской Аравии в США, млн барр. в день**



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

**Рисунок 56. Оценки EIA объема вынужденно незагруженных мощностей по добыче нефти**

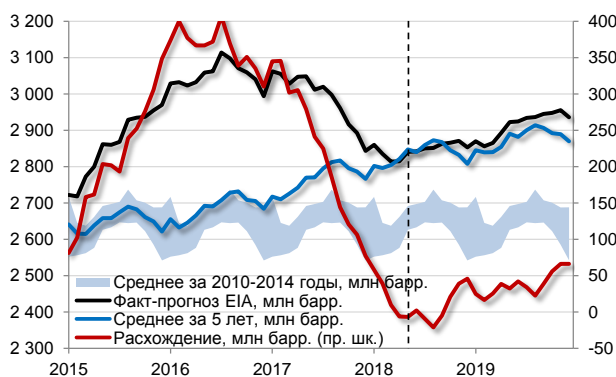


Источники: EIA, расчеты ДИП.

Во-вторых, росту нефтяных цен способствовало повышение оценок потенциального падения поставок из Ирана и Венесуэлы. По сообщениям Bloomberg, США наращивает давление на потребителей иранской нефти, требуя под угрозой санкций полностью прекратить к ноябрю закупки нефти у Тегерана (экспорт нефти из Ирана составляет 2,1 млн барр. в день), и все большее число компаний заявляет о готовности отказаться от закупок иранской нефти.

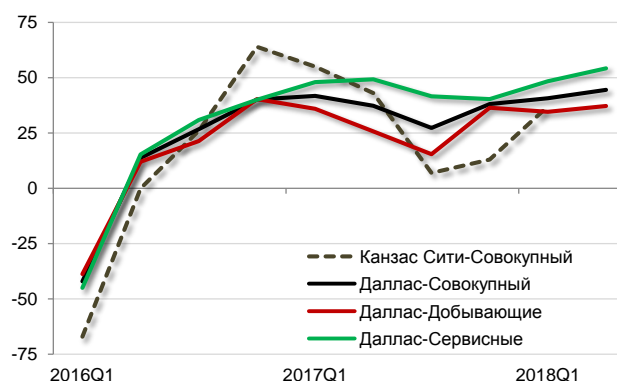
В-третьих, поддержку нефтяным ценам оказывают масштабные временные перебои поставок нефти. Так, около 0,8 млн барр. ушло с рынка из-за сокращения поставок из Ливии и Канады, причем разрешение проблем в обоих случаях может не ограничиться несколькими неделями. Кроме того, на июль запланирована забастовка на платформах Total в Великобритании, которая может временно убрать с рынка еще несколько сотен тысяч баррелей суточной добычи (Рисунок 56).

**Рисунок 57. Показатели коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР по оценкам EIA, млн барр.**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 58. Индикаторы бизнес-активности нефтяных компаний США, п.п.\***



Источники: ФРБ Далласа, ФРБ Канзас Сити.

\* Величина выше нуля показывает рост активности.

*Наконец*, рост нефтяных цен вызван также тем, что на фоне неопределенности со стороны предложения летние месяцы являются периодом сезонно высокого спроса на жидкое топливо, а коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР находятся на относительно низком уровне и продолжают снижаться (Рисунок 57).

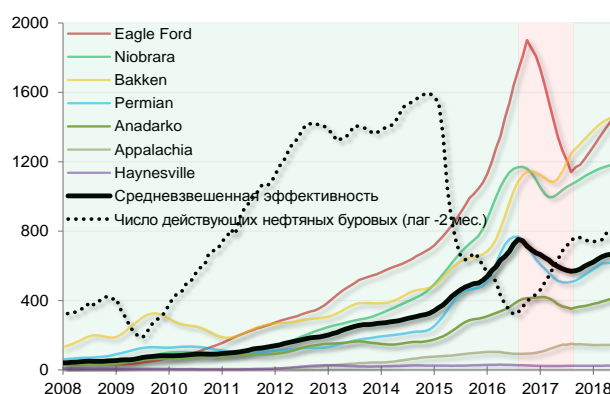
На этом фоне ситуация в нефтяном секторе США неоднородна. С одной стороны, рост бизнес-активности нефтяных компаний 11-го округа США, основного нефтеносного региона страны, ускоряется (Рисунок 58), добыча быстро растет, уже традиционно превышая оценки Управления энергетической информации США (EIA) (Рисунок 59), производители указывают на улучшение ожиданий и снижение неопределенности. В то же время они отмечают растущие трудности с привлечением персонала и высокую инфляцию издержек, а работающие в бассейне Permian – прежде всего инфраструктурные ограничения. Глава компании Pioneer Natural Resources С. Шеффилд указал, что инфраструктурные ограничения могут остановить бурный рост добычи в Permian с сентября 2018 г. примерно на год. Рост эффективности добычи сланцев продолжается, но замедляется с ростом числа буровых установок (Рисунок 60).

**Рисунок 59. Добыча нефти и число действующих нефтяных буровых установок в США**



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

**Рисунок 60. Эффективность добычи нефти в бассейнах США (барр. на буровую установку)**



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

В целом в настоящее время в цену нефти заложена высокая неопределенность со стороны предложения как в краткосрочной, так и среднесрочной перспективе. Мы ожидаем, что по мере ухода временных факторов цена нефти снизится.

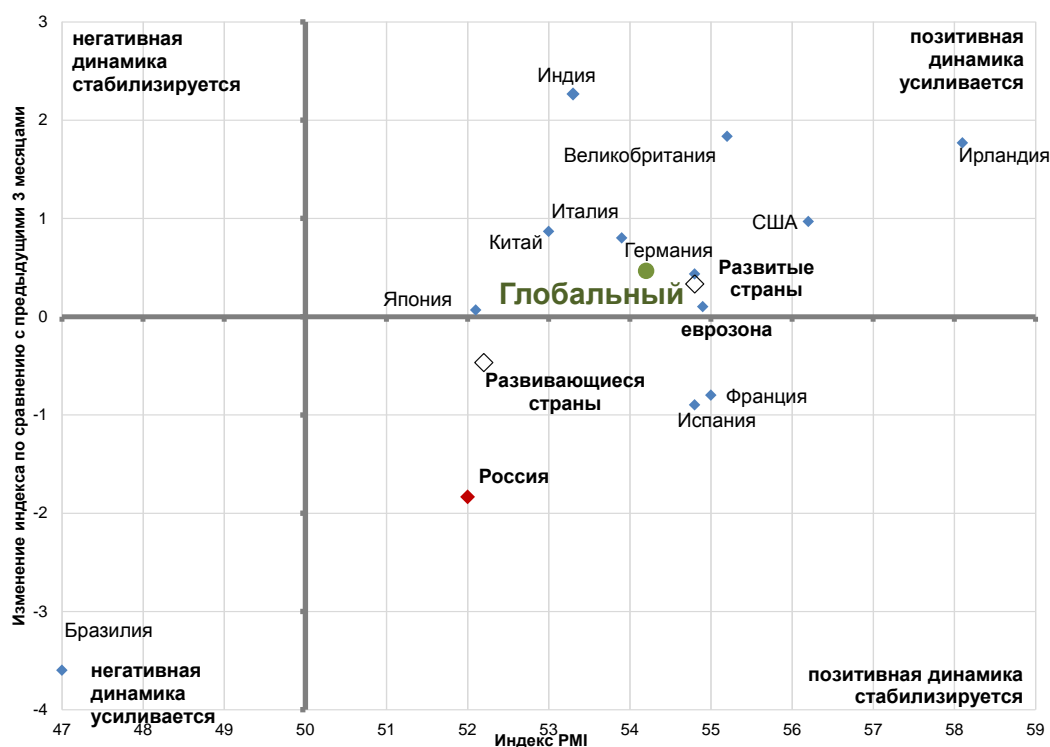
## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Мировая экономика завершила II квартал на оптимистичной ноте, однако сохранение достигнутых темпов под вопросом

Индекс PMI в июне 2018 г. указывают на уверенное завершение II квартала 2018 г. американской экономикой и некоторое ускорение в еврозоне, однако поддержка достигнутых значений остается под вопросом (Рисунок 61).

Рисунок 61. Динамика композитного индекса PMI за июнь и изменение к среднему значению за март–май



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

В июне сводный индекс PMI США снизился с 56,6 до 56,2 п.п., свидетельствуя об уверенном завершении II квартала. Судя по значениям индекса PMI, это был один из самых сильных кварталов для американской экономики за последние три года. Рост ВВП в II квартале 2018 г. наверняка превысит не только темпы I квартала 2018 г., но и отметку 3%. Рост сопровождается уверенным расширением занятости и растущим инфляционным давлением, ставшего возможным из-за сильного спроса. Однако бизнес-ожидания в июне опустились до 3-месячного минимума, а рост новых заказов замедляется второй месяц подряд, что может свидетельствовать о вероятном замедлении роста в ближайшие месяцы.

Сводный индекс PMI еврозоны вырос с 54,1 до 54,9 п.п., восстановив только часть падения относительно уровней конца 2017 – начала 2018 года. При этом рост был характерен только для сферы услуг (с 53,8 до 55,2 п.п.), индекс PMI в обрабатывающей промышленности снизился с 55,5 до 54,9 процентных пунктов. Позитивной новостью стал рост инфляционного давления не только в ценах (который преимущественно связан с повышением цен на нефть и сырье), но и в заработных платах из-за ужесточения ситуации на рынке труда в ряде регионов валютного союза. По аналогии с ситуацией в США бизнес-оптимизм в еврозоне снизился, а индекс объемов производства превышает поступление новых заказов, что может указывать на переходящий характер текущего роста индексов.

Также обращает на себя внимание замедление роста группы развивающихся экономик. Возможно, негативные тенденции на финансовых рынках этих стран стали отражаться на общей экономической динамике.

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

### 2.2.1. Индексная оценка ВВП в июне: рост на уровне потенциала

- Индексная оценка роста ВВП на II квартал 2018 г. по состоянию на 20 июня составила +0,4% к/к SA, оставшись на майском уровне.
- Краткосрочные прогнозы на III–IV кварталы также не претерпели существенных изменений: рост на 0,4 и 0,5% к/к SA соответственно.
- Наша оценка и краткосрочные прогнозы указывают на вероятный рост ВВП по итогам 2018 г. ближе к верхней границе официального прогноза Банка России (1,5–2,0%)<sup>25</sup>.
- Эти оценки базируются на средней цене нефти Urals в 2018 г. на уровне 71 долл. США / барр., что несколько выше предпосылок прогноза Банка России в базовом сценарии и сценарии с неизменными ценами на нефть (67 и 69 долл. США / барр. соответственно).

	Июнь	Май
	% к/к SA	% к/к SA
II квартал 2018 года	0,4	0,4
III квартал 2018 года	0,4	0,4
IV квартал 2018 года	0,5	0,4–0,5

<sup>25</sup> Индексная оценка ориентирована на уточненные оценки ВВП 2018 г. Росстата, которые будут выходить в 2020 г. и позднее.



### 3. В фокусе. Что сдерживает рост производительности?

- Рост совокупной производительности факторов производства после 2008 г. происходил за счет небольшой группы предприятий-лидеров, преимущественно крупных. Это характерно не только для России.
- Особенность России в том, что наименее эффективные предприятия сокращаются в размерах, но вопреки логике «созидательного разрушения» с рынка не уходят и не проходят через реструктуризацию...
- ...что приводит к снижению средних темпов роста СПФ в целом в экономике и блокированию факторов производства в неэффективных производствах.
- Для решения задачи по повышению темпов роста совокупной производительности факторов нужно концентрироваться на создании условий для более быстрого ухода с рынков и реструктуризации неэффективных компаний, расширения деятельности эффективных средних и малых компаний, а также на снижении барьеров для входа новых компаний на рынок.

Задача ускорения экономического роста на устойчивой основе обычно сводится к задаче повышения темпов роста производительности за счет технологического прогресса, который отражается в росте совокупной производительности факторов производства – СПФ)<sup>26</sup>. Для России этот тезис тоже верен. Экстенсивный рост за счет увеличения численности трудоспособного населения<sup>27</sup> невозможен из-за демографических факторов. Определенное ускорение экономического роста может произойти в результате реализации указа Президента Российской Федерации по повышению доли инвестиций в основной капитал до 25% ВВП. В случае эффективной реализации рост инвестиций должен приводить к модернизации капитала в экономике и, как следствие, общему росту производительности. Чтобы ускорение темпов роста экономики не оказалось временным и продолжилось после периода ускоренного роста инвестиций, инвестиционные расходы должны быть эффективными и производительными. Кроме того, положительное влияние на экономический рост инвестиций в инфраструктуру и человеческий капитал может проявиться с большим запаздыванием во времени.

Исследования показывают<sup>28</sup>, что замедление роста российской экономики после кризиса 2008–2009 гг. было вызвано замедлением темпов роста СПФ, что совпало с глобальными тенденциями, которые наблюдались в развитых и развивающихся странах в тот же период времени (Рисунок 64, Рисунок 65). При этом ряд ис-

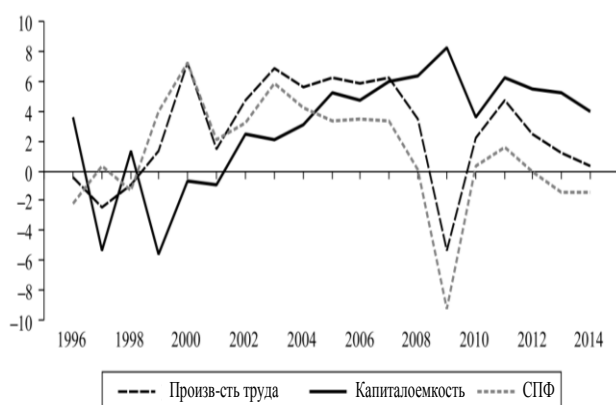
<sup>26</sup> Рост совокупной производительности факторов определяется как рост выпуска, который наблюдается в определенный период и не может быть отнесен к росту за счет увеличения использования факторов производства (труда и капитала) в тот же период.

<sup>27</sup> Так называемый демографический дивиденд

<sup>28</sup> Например, Voskoboynikov, I. B. (2017) 'Sources of Long Run Growth of the Russian Economy before and after the Global Financial Crisis', Russian Journal of Economics 3 (2017) 348–365.

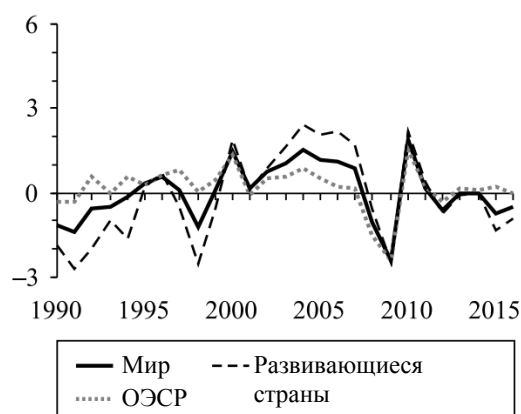
следований показывает, что тенденция к замедлению роста СПФ начала проявляться еще до 2008 года. Возникает вопрос, до какой степени в российской экономике рост за счет роста производительности сдерживается ограничениями в перераспределении ресурсов внутри отраслей от менее эффективных предприятий к более эффективным, а также между отраслями. Ответ на этот вопрос поможет четче сформулировать список мер, которые помогут эффективно решить задачу ускорения роста.

**Рисунок 64. Динамика TFP в России (KLEMS)**



Источник: Воскобойников (2017).

**Рисунок 65. Динамика TFP**



Источник: Воскобойников (2017).

Оценки на уровне предприятий подтверждают тенденции, наблюдавшиеся на агрегированных данных. Расчеты Бессоновой (2018)<sup>29</sup> на данных по России показывают, что средний рост СПФ по компаниям с 2009 по 2015 г. был отрицательным. При этом средневзвешенный<sup>30</sup> рост оказался положительным с 2011 по 2014 г., существенно превысив значения первого показателя (Рисунок 66). В странах ОЭСР<sup>31</sup> также проявились тенденции к снижению средних темпов роста СПФ в промышленности и сфере услуг в посткризисный период (Рисунок 67).

Такая динамика СПФ и соотношение показателей в российской экономике указывает на высокую неоднородность предприятий и по уровню, и по росту СФП, а также на преобладание крупных предприятий в числе наиболее эффективных<sup>32</sup> (рисунок 68). Наши оценки также показывают, что распределение предприятий по уровню производительности труда исключительно неравномерно. Уровень произ-

<sup>29</sup> По России см. например, Бессонова Е.В. (2018). Анализ динамики совокупной производительности факторов на российских предприятиях (2009-2015 гг.) // Вопросы экономики, №7. Номер находится в печати. В этой статье рост СПФ рассчитывался на основе оценок транслогарифмических производственных функций.

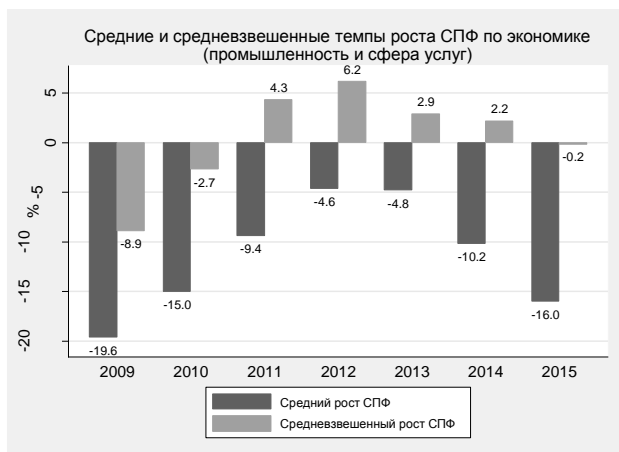
<sup>30</sup> По добавленной стоимости предприятий.

<sup>31</sup> По странам ОЭСР см. Andrews, D., C. Criscuolo and P. Gal (2016), "The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy", OECD Productivity Working Papers, No. 5, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/63629cc9-en>.

<sup>32</sup> Уровень эффективности отдельного предприятия определялся как отношение производительности труда на данном предприятии и максимальной производительности в отрасли.

водительности на значительной части предприятий оказывается в 10-20 раз ниже, чем максимальные значения в отрасли (Рисунок 69).

Рисунок 66.



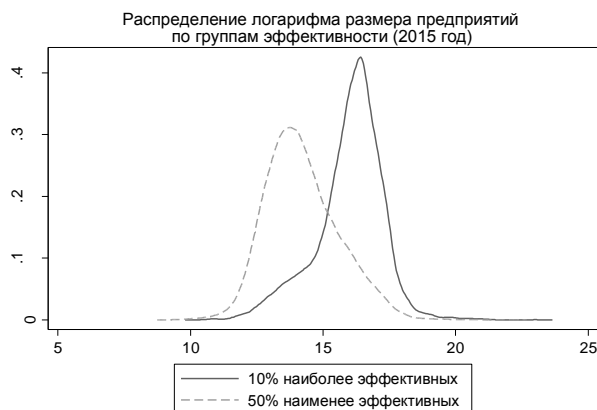
Источник: Бессонова (2018).

Рисунок 67.



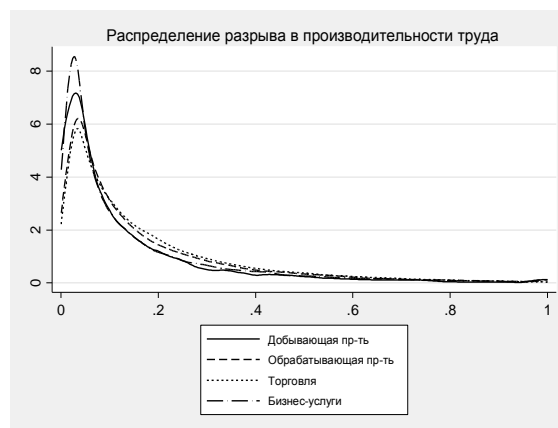
Источник: Andrews et al. (2016).

Рисунок 68.



Источник: расчеты ДИП на основе базы данных RUSLANA.

Рисунок 69.



Источник: расчеты ДИП на основе базы данных RUSLANA.

Мы оценили рост СПФ в зависимости от положения отдельных предприятий относительно технологической границы<sup>33</sup>. Разбивка на децили показывает, что весь рост СПФ в целом по экономике за рассматриваемый период приходится на первый дециль компаний-лидеров роста<sup>34</sup>. При этом разрыв лидеров с предприятиями из

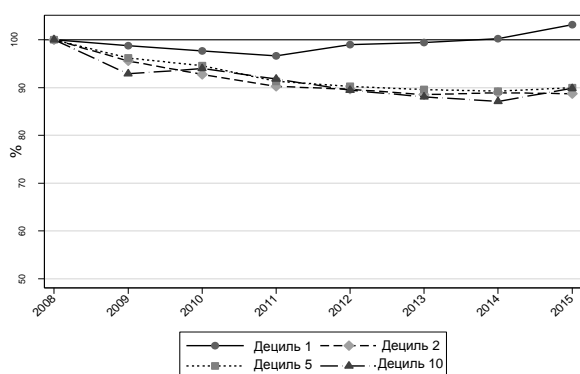
<sup>33</sup> Анализ проводился с использованием стохастической границы производственных возможностей на данных бухгалтерской отчетности российских предприятий и организаций из базы данных RUSLANA за восемь лет с 2008 по 2015 год.

<sup>34</sup> Дециль 1 – наиболее эффективные предприятия. Дециль 10 – наименее эффективные предприятия.



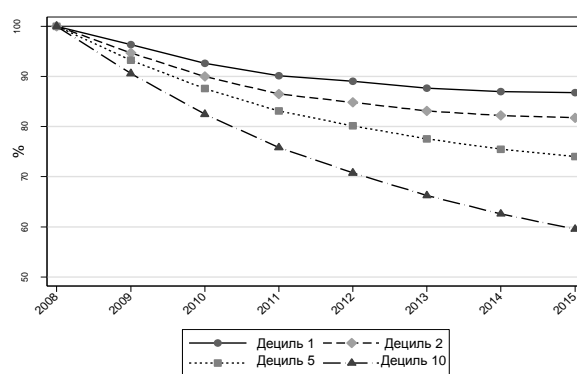
второго дециля оказывается очень большим, а динамика СПФ по другим децильным группам в целом схожа (Рисунок 70). Такая динамика СПФ не специфична для России, в других странах существенный рост производительности также наблюдается на самых эффективных предприятиях, причем 5% и 2% лучших фирм в некоторых отраслях могут показывать еще более высокие темпы роста, чем лучшие 10% (Рисунок 72).

**Рисунок 70. Накопленный средневзвешенный рост СПФ по децилям (на основе показателя эффективности)**



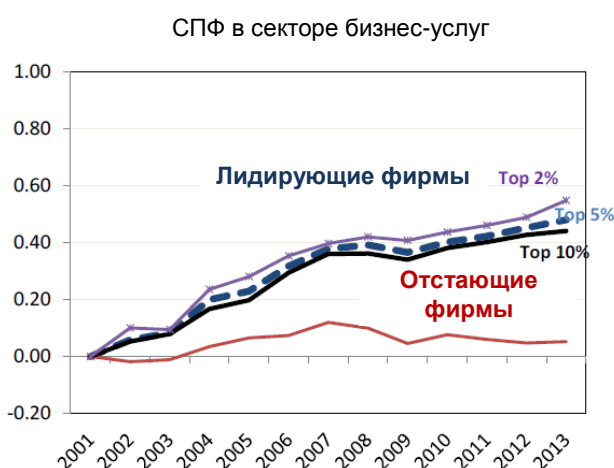
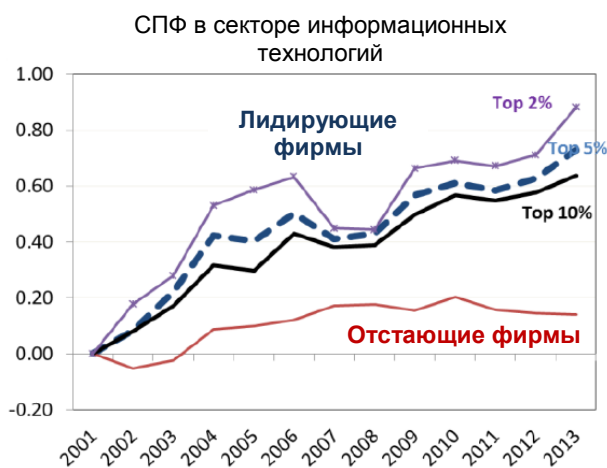
Источник: расчеты ДИП на основе базы данных RUSLANA.

**Рисунок 71. Накопленный средний рост СПФ по децилям<sup>35</sup> (на основе показателя эффективности)**



Источник: расчеты ДИП на основе базы данных RUSLANA.

**Рисунок 72. Рост СПФ в странах ОЭСР**



Источник: Andrews et al. (2016)

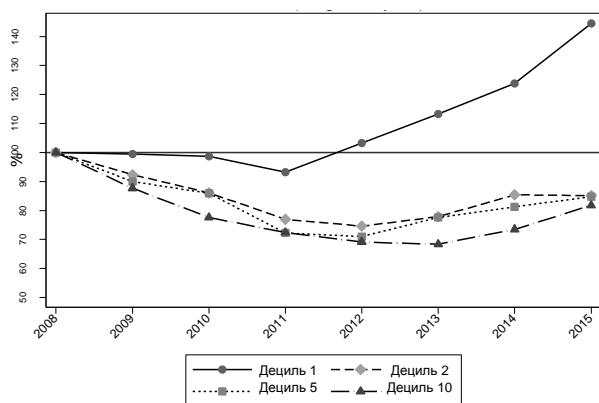
Динамика средневзвешенных накопленных темпов роста СПФ близка к поведению накопленных темпов роста среди наиболее эффективных предприятий. В тоже время средние (невзвешенные) накопленные темпы роста СПФ ближе к динамике отстающих предприятий. Это говорит о том, что наиболее эффективные пред-

<sup>35</sup> Дециль 1 – наиболее эффективные предприятия. Дециль 10 – наименее эффективные предприятия.

приятия увеличивают выпуск продукции и занимают все большую долю рынка с течением времени. Наименее эффективные предприятия сокращаются в размерах, но вопреки логике «созидательного разрушения» с рынка не уходят или не проходят через реструктуризацию. Это приводит к снижению средних темпов роста СПФ в целом в экономике и блокированию факторов производства в неэффективных производствах. В то же время в отдельных секторах динамика СПФ в группе лидеров и в группе догоняющих предприятий (второй дециль) может отличаться от динамики в целом по экономике. Как правило, если в отрасли наблюдается рост СПФ, то он четко прослеживается в группе наиболее эффективных предприятий. При этом в группе догоняющих предприятий может быть совершенно различная динамика – отставание, стагнация или догоняющее развитие (Рисунок 73, Рисунок 74). Исходный разрыв в уровне эффективности между лидерами и всеми остальными предприятиями исключительно велик. Поэтому даже если мы наблюдаем догоняющие темпы роста СПФ во втором дециле, это необязательно приводит к тому, что эти предприятия смогут достичь уровня эффективности лидеров в ближайшей перспективе.

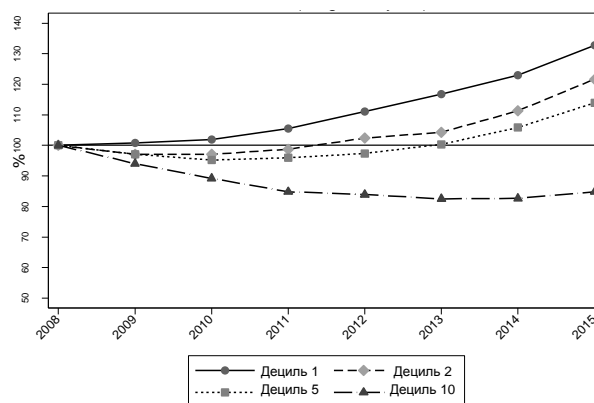
В секторе добычи разрыв в динамике СПФ между лидерами и остальными предприятиями максимальный по всем видам экономической деятельности (Рисунок 73). Поэтому высокие темпы роста СПФ среди наиболее эффективных предприятий не оказывают значительного влияния на рост СПФ в среднем по данной отрасли. В обрабатывающей промышленности (Рисунок 74) гораздо большее количество предприятий демонстрирует рост СПФ, к тому же и отрыв лидеров по темпам роста от децилей со второго по пятый оказывается относительно небольшим. При этом в группе отстающих предприятий динамика накопленных темпов СПФ не выявляет массового ухода или реструктуризации неэффективных предприятий с отраслевых рынков ни в период кризиса 2008–2009 гг., ни в посткризисный период.

**Рисунок 73. Динамика СПФ по децилям в добыче полезных ископаемых**



Источник: расчеты ДИП на основе базы данных RUSLANA.

**Рисунок 74. Динамика СПФ по децилям в обрабатывающей промышленности**

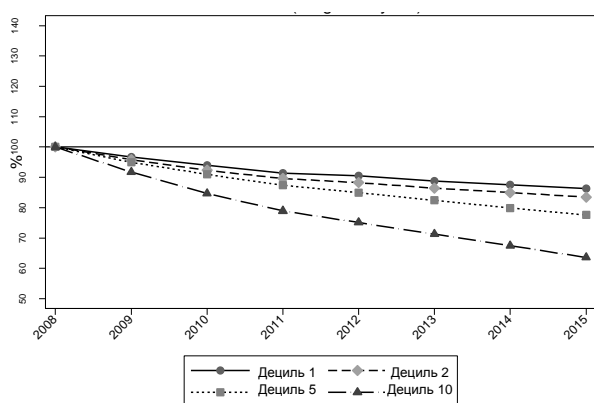


Источник: расчеты ДИП на основе базы данных RUSLANA.

В секторах сферы услуг картина изменений темпов роста СПФ в группах наиболее эффективных и отстающих предприятий отличается от изменений в промышленных секторах (Рисунок 75, Рисунок 76). С одной стороны, в сфере услуг мы видим значительное падение СПФ на отстающих предприятиях, сопоставимое с падением в отраслях промышленности. С другой стороны, в этих секторах не наблюдается роста СПФ на наиболее эффективных предприятиях, которое ярко выражено в отраслях промышленности. Производительность наиболее эффективных предприятий резко падает после 2008 года и либо стагнирует этом уровне (который составляет 90-95% от докризисных показателей), либо продолжает снижаться в течение всего рассматриваемого периода. Таким образом, накопленный разрыв в уровне СПФ между предприятиями в 2008–2015 гг. в сфере услуг возникает не из-за роста наиболее эффективных предприятий, а вследствие падения производительности на отстающих предприятиях в посткризисный период.

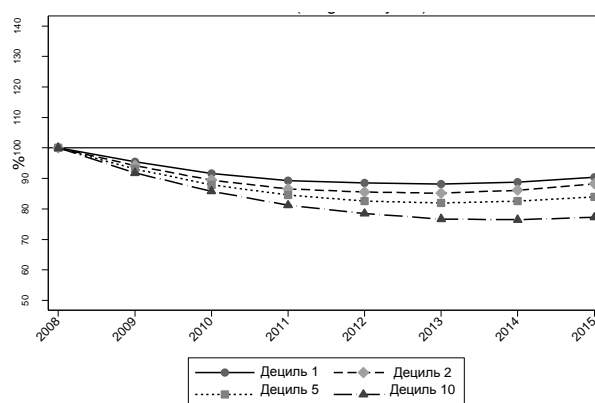
Стагнирующая динамика лидеров в секторе услуг и уверенный рост в промышленности могут быть вызваны особенностями оценки производственной функции и периодом оценки, на который пришлось два периода турбулентности – 2008–2009 и 2014–2015 годы. Ослабление рубля в конце оцениваемого периода привело к изменению относительных цен в пользу торгуемых секторов (промышленность) и ухудшению ситуации в неторгуемых секторах (услуги). Компании не могут оперативно отреагировать на сильные изменения ценовых условий, особенно в части запаса используемого ими капитала, поэтому последние два года в выборке года могли быть нерепрезентативными с точки зрения динамики производительности как в сфере услуг, так и в промышленности.

**Рисунок 75. Динамика СПФ по децилям в оптовой и розничной торговле**



Источник: расчеты ДИП на основе базы данных RUSLANA.

**Рисунок 76. Динамика СПФ по децилям в отрасли операций с недвижимым имуществом, аренде и предоставлении услуг.**



Источник: расчеты ДИП на основе базы данных RUSLANA.

Таким образом, наш анализ показывает, что рост производительности происходил только за счет наиболее эффективных предприятий. Менее эффективные предприятия не перенимали опыт у предприятий-лидеров, поэтому средний рост

СПФ в целом по экономике и в отдельных отраслях был низким. Несмотря на то, что неэффективные компании теряют долю рынка в пользу более эффективных конкурентов, значительная их часть склонна оставаться на рынке и не проходить через процедуру реструктуризации. Это удерживает факторы производства (труд, капитал) в неэффективных компаниях, сдерживая рост общеотраслевых показателей производительности.

Для решения задачи повышения темпов роста совокупной производительности факторов важно концентрироваться на создании условий для более быстрого ухода с рынков неэффективных компаний или на их реструктуризации. В список мер могут войти упрощение процедуры банкротства, смещение акцента господдержки с проблемных предприятий на растущие (например, через активную поддержку экспорта), разработка программ переквалификации или трудоустройства высвобождаемых из неэффективных компаний работников. Снижение административных барьеров для входа на рынки новых компаний, продвижение эффективных средних и малых предприятий и привлечение прямых иностранных инвестиций могут повысить конкуренцию на существующих рынках, создавая стимулы к увеличению эффективности. Снижение издержек – один из путей повышения эффективности и роста производительности. Поэтому важно, чтобы государство взяло на себя часть этой задачи: сняло многие неоправданные регуляторные и административные барьеры, которые дорого обходятся российским компаниям.

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Евгения Бессонова

Сергей Власов

Александра Живайкина

Алексей Киселев

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Поршаков

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева