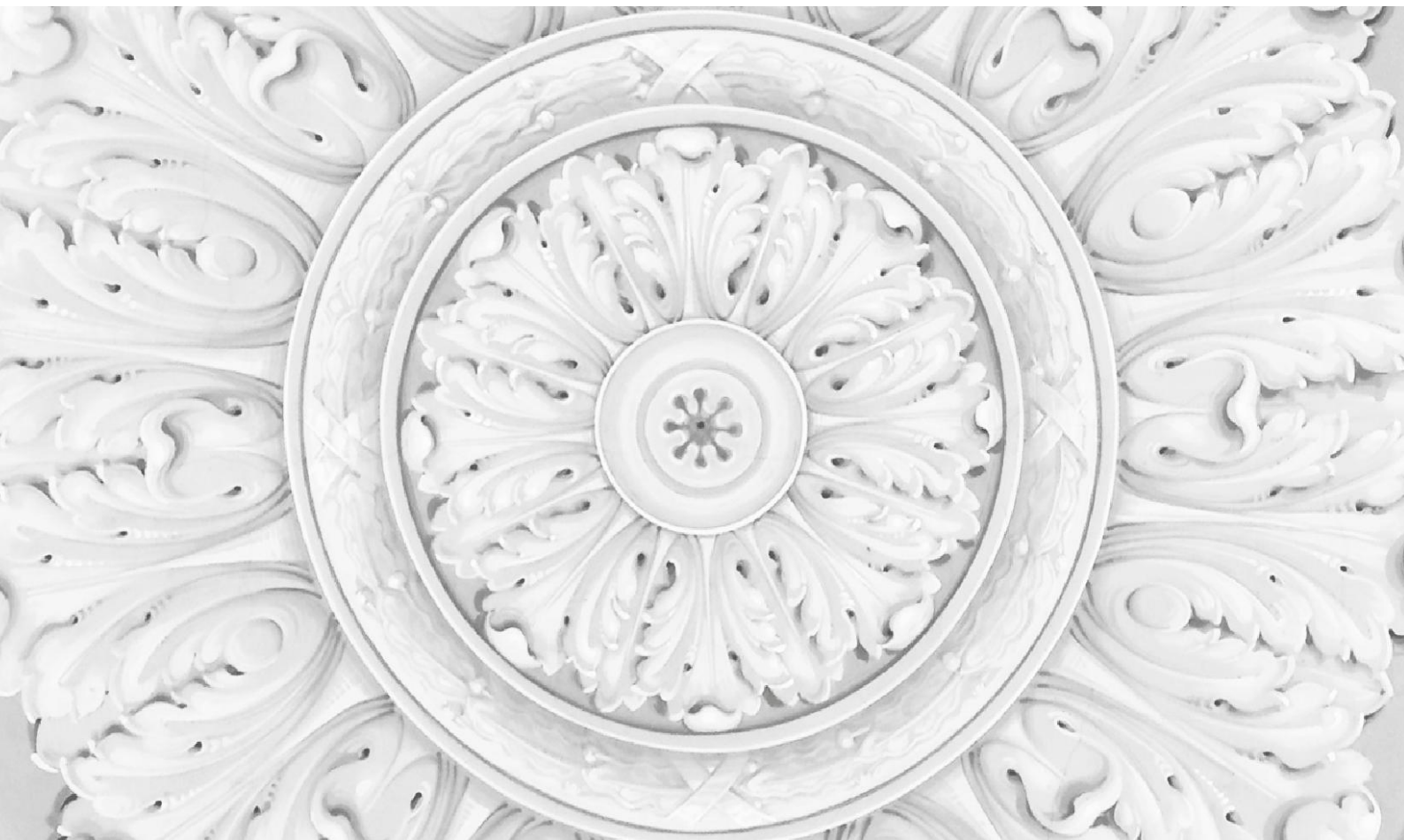




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Июль 2016

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 8**

*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	4
<b>1. Итоги</b>	<b>5</b>
<b>1.1. Инфляция остается на нисходящей траектории, однако риски отклонения от цели по инфляции 4% по итогам 2017 года сохраняются</b>	<b>5</b>
1.1.1. Риски зависания инфляции выше 7% в августе остаются	5
1.1.2. Рост производства сельскохозяйственной продукции должен сдерживать рост продовольственных цен во втором полугодии	8
1.1.3. Восстановление спроса на товары с высокой ценовой эластичностью усиливает инфляционные риски	12
1.1.4. Инфляционные ожидания: риски закрепления роста цен на повышенном уровне	13
1.1.5. Трендовая инфляция продолжает медленно замедляться	14
1.1.6. Динамика индекса закупочных цен PMI указывает на риски дополнительного ценового давления	14
<b>1.2. Укрепились ожидания начала медленного восстановления экономики в III квартале</b>	<b>15</b>
1.2.1. ВВП в I квартале: положительная динамика запасов не представляется сюрпризом	16
1.2.2. Динамика промышленного производства: на пути к постепенному восстановлению	17
1.2.3. Рост производства в отраслях потребительского и промежуточного спроса	18
1.2.4. Уровень деловой активности в строительстве близок к минимуму последних десяти лет	21
1.2.5. Потребительская активность: замедление падения на фоне стабилизации потребительских ожиданий	23
1.2.6. Рынок автомобилей: стагнация спроса на новые автомобили и рост спроса на автомобили с пробегом	27
1.2.7. Рынок труда: рост зарплат поможет восстановлению потребительской активности	30
1.2.8. Платежный баланс в первом полугодии: сохранение небольшого профицита по текущему счету	34
1.2.9. Индексы PMI: ускорение роста в сфере услуг на фоне небольшого охлаждения в обрабатывающем секторе	37
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>41</b>
1.3.1. Рост мировой экономики остается слабым	41
1.3.2. Первоначальная реакция финансовых рынков на Brexit оказалась слишком эмоциональной	45
1.3.3. Товарные рынки: балансировка нефтяного рынка откладывается	50
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>56</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>56</b>
2.1.1. Краткосрочные последствия Brexit для экономики еврозоны оказались незначительными	56

**2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России? \_\_\_\_\_ 57**

2.2.1. Индексная оценка ВВП: рецессия – позади, впереди – медленный рост экономики \_\_\_\_\_ 57

2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности: перспективы роста улучшаются \_\_\_\_\_ 58

2.2.3. Консенсус-прогноз по инфляции на конец 2017 года повысился, но остается близким к целевому уровню Банка России \_\_\_\_\_ 59

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- Во второй половине июня – июле динамика инфляции осталась в рамках базового сценария Банка России, а перспективы увидеть положительные квартальные темпы экономического роста во втором полугодии улучшились. Снижение нефтяных цен соответствует предпосылкам базового сценария.
  - **Инфляция** остается на нисходящей траектории, в том числе благодаря проводимой денежно-кредитной политике, однако инфляция по-прежнему остается выше уровня 7%. Сохраняются риски превышения инфляцией цели 4% в 2017 году из-за приостановки снижения инфляционных ожиданий, неопределенности относительно конкретных бюджетных параметров и негативного влияния на потребительские цены вследствие возможного восстановления потребительской модели поведения. Для снижения этих рисков необходимо сохранение повышенной нормы накопления и снижение инфляционных ожиданий.
  - **Экономическая активность** несколько возросла во втором квартале при крайне неравномерной динамике по отраслям и секторам, отражающей продолжающуюся адаптацию экономики к новым условиям. Ожидается выход экономики на траекторию медленного роста в ближайшие месяцы в случае отсутствия новых внешних шоков.
  - **Денежно-кредитные условия** продолжили смягчение из-за июньского снижения ключевой ставки и продолжающегося перехода к структурному профициту ликвидности.

### 2. Взгляд в будущее

- Краткосрочные последствия Brexit для экономики еврозоны оказались незначительными. При этом экономический рост в развитых странах остается достаточно слабым. По-прежнему, от Банка Англии, ЕЦБ и Банка Японии ожидается дальнейшее смягчение монетарной политики.
- Индексная оценка российского ВВП говорит о том, что рецессия осталась позади, а впереди – медленный рост экономики. Модельная оценка ВВП на III квартал была улучшена до 0,4% к/к в июле. Оценка на IV квартал составляет 0,5% к/к.
- Вместе с тем, нестабильная динамика опросных показателей, которая наблюдалась в течение последних месяцев, указывает на наличие рисков для более уверенной восстановительной динамики промышленного производства в ближайшие месяцы.
- Консенсус-прогноз аналитиков по инфляции на 2016 год продолжил снижение, однако ожидания на 2017 год в среднем немного выросли. Это могло стать причиной того, что аналитики стали ожидать более пологую траекторию снижения ключевой ставки по сравнению с июнем.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция остается на нисходящей траектории, однако риски отклонения от цели по инфляции 4% по итогам 2017 года сохраняются

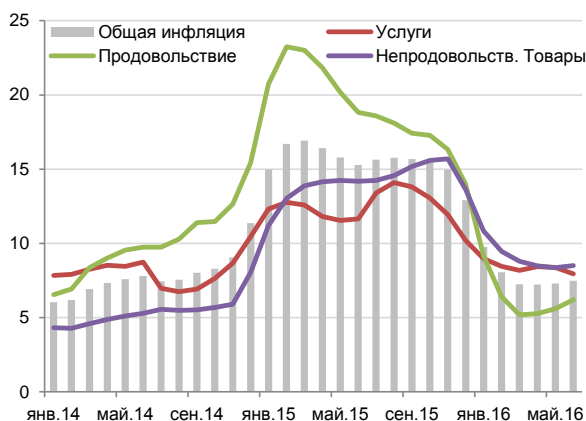
Инфляция остается в рамках базового сценария, но ее динамика ухудшилась. Годовая инфляция «зависла» в диапазоне 7,1-7,5% с марта месяца. Снижение инфляционного давления и инфляционных ожиданий приостановилось. Для уверенного выхода на цель по инфляции требуется дальнейшее ослабление инфляционного давления и снижение инфляционных ожиданий.

#### 1.1.1. Риски зависания инфляции выше 7% в августе остаются

- Сохраняющийся на высоком уровне в течение нескольких недель темп роста потребительских цен может привести к сохранению годовой инфляции на уровне выше 7% в августе.
- Наибольший вклад в ускорение роста цен вносят жилищно-коммунальные услуги. Однако пока их вклад в инфляцию этого года находится в пределах изначального прогноза в 0,4-0,5 п.п.
- Слабо выраженное по сравнению с обычной сезонностью снижение цен на плодоовощную продукцию в июле-августе остается одним из инфляционных рисков.

Согласно опубликованной статистике, инфляция за июнь составила 0,36%, что ниже значения предыдущего месяца. В годовом выражении инфляция ускорилась с 7,3% до 7,5% (Рисунок 1). Продовольственная и непродовольственная инфляция ускоряется в годовом выражении, что лишь в некоторой степени компенсируется замедлением роста цен в сфере услуг.

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



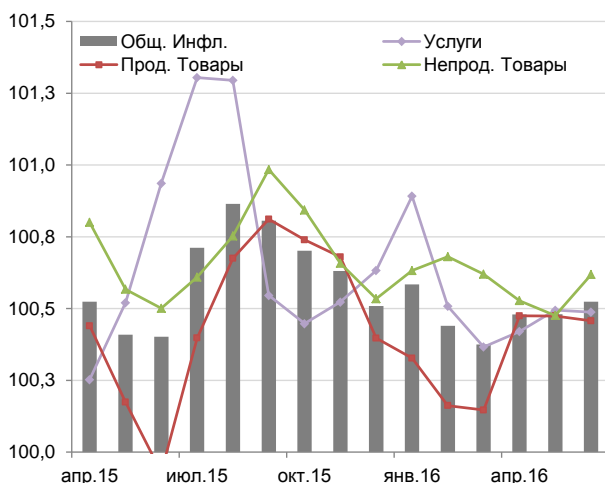
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В июне на повышение годового темпа роста цен основное влияние оказало ускорение продовольственной инфляции до 6,2%, рост которой продолжается в течение последних четырех месяцев. Сейчас на темпах продовольственной инфляции год к году сказывается эффект низкой базы, а именно, сравнение с хорошим урожаем прошлого года и восстановление мировых продовольственных цен. Эффект низкой базы приводит и к ускорению роста цен в годовом выражении на непродовольственные товары (до 8,5%), где сравнение производится с низкими темпами роста цен в июне 2015 года, когда наблюдалась волна коррекции цен после избыточного повышения цен в I квартале 2015 года из-за ослабления рубля.

Сезонно сглаженные данные месяц к месяцу свидетельствуют о сохранении инфляционного давления. Инфляция с исключением сезонного фактора в июне выросла с 0,48% до 0,52% (Рисунок 2). Рост произошел преимущественно из-за ускорения непродовольственной инфляции. Следует отметить, что рост цен на непродовольственные товары не связан с ослаблением рубля, как это было в I квартале 2015 года. С января 2016 года по начало июля, наоборот, происходило укрепление национальной валюты.

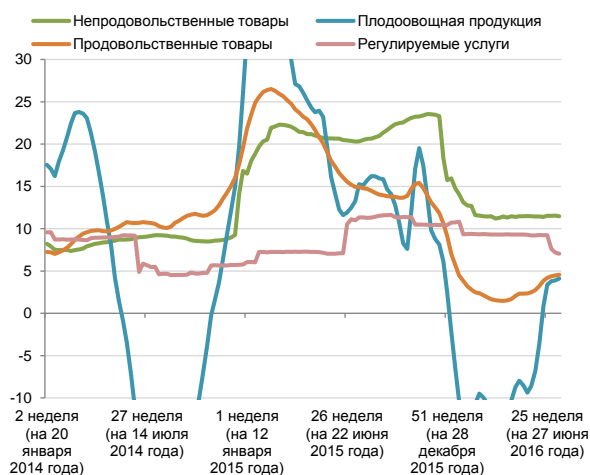
В то же время инфляция на продовольственном рынке и рынке услуг не выросла, а осталась на уровне мая 2016 года. Однако, с другой стороны, ее сокращения также не наблюдалось, поэтому делать выводы относительно снижения рисков, особенно в продовольственном сегменте, пока преждевременно.

**Рисунок 2. Темпы роста компонентов инфляции очищенные от сезонности (%)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 3. Темпы роста компонентов инфляции, наблюдаемых еженедельно (% г/г)<sup>1</sup>**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Несмотря на то, что планируемая индексация в 4% реализовалась практически полностью в первые четыре дня июля, рост цен на коммунальные услуги

<sup>1</sup> Динамика данных корзин не совпадает по уровню с годовыми темпами роста цен на товары, рассчитываемыми на месячной основе.

наблюдался на протяжении всего месяца. С начала июля<sup>2</sup> рост тарифов на коммунальные услуги составил 5,42%, а их вклад в инфляцию к 25 июля с начала месяца составил 0,31 п.п. Цены на жилищные услуги также продолжают расти. Кумулятивный вклад жилищно-коммунальных услуг в инфляцию в июле равен 0,44 п.п. Июльское повышение коммунальных тарифов является единственным за год, однако цены на жилищно-коммунальные услуги обычно продолжают расти (хотя и менее значительными темпами) в среднем два последующих месяца, поэтому данная компонента может продолжить оказывать влияние на рост инфляции.

В целом годовые темпы роста цен регулируемых услуг<sup>3</sup>, наблюдаемые на еженедельной основе, снизились за счет эффекта высокой базы (Рисунок 3). Если вычесть вклад жилищно-коммунальных услуг из июльской инфляции и сравнить с аналогичным прошлогодним показателем, то окажется, что вклад остальных компонент одинаков и составляет около 0,2%. Следовательно, темп роста потребительских цен за вычетом тарифов в июле текущего года остался на уровне прошлогоднего. Это говорит о сохранении инфляционного давления и отсутствии понижательной инфляционной динамики в рассматриваемый период.

Факторами, сдерживающими снижение инфляции, является небольшой рост мировых цен на продовольствие и слабо выраженное сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию. Недостаточно быстрое по отношению к обычной сезонности снижение цен на плодоовощную продукцию может свидетельствовать об изменении временных характеристик сезонности цен. Это - один из инфляционных рисков второго полугодия, который может удержать годовую инфляцию на уровне выше 7% в августе. Тем не менее, чтобы делать окончательные выводы, следует дождаться данных о росте цен в августе, когда сезонное падение цен на плодоовощную продукцию обычно максимально выражено.

Сезонно сглаженная аннуализированная инфляция (рассчитанная на год вперед исходя из среднесуточного темпа за отчетную неделю), повысилась и составила 10,3%. Значительные колебания данного показателя не отражают явную динамику инфляции, рассчитанную на год вперед, однако позволяют сделать вывод о сезонно-очищенной инфляции на текущей неделе, которая выросла в два раза. Более стабильный показатель – сезонно сглаженная 4-х недельная инфляция (в расчете на год вперед) выросла с 7,9% до 8,0% (Рисунок 4).

Динамика накопленной с начала года инфляции снова начала отклоняться от траектории, которая обеспечивает достижение промежуточного уровня 5,5%<sup>4</sup> к концу этого года и 4% по итогам 2017 г. (Рисунок 5). Увеличение разрыва от траектории говорит о меньшей вероятности достичь намеченного уровня инфляции в 2016 году.

<sup>2</sup> По состоянию на 25 июля

<sup>3</sup> Включают в себя также транспортные тарифы.

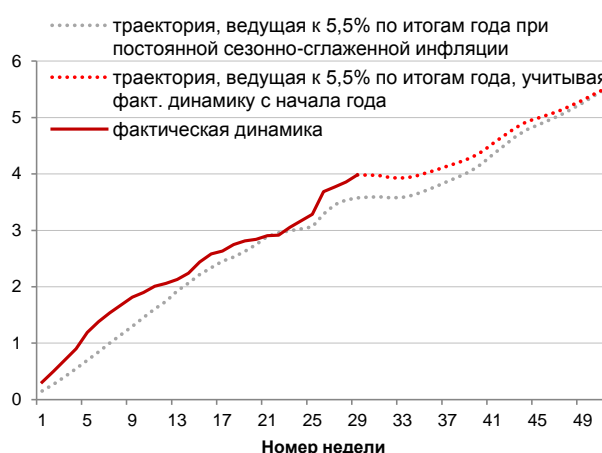
<sup>4</sup> Промежуточный уровень 5,5% представляет собой середину интервала официального прогноза Банка России по инфляции на 2016 год в базовом сценарии (подробнее см. [Доклад о денежно-кредитной политике - Выпуск № 2 \(14\) • Июнь 2016 года](#))

**Рисунок 4. Сезонно сглаженная недельная инфляция в расчете на год вперед, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 5. Динамика накопленной с начала года инфляции (недельные данные)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### **1.1.2. Рост производства сельскохозяйственной продукции должен сдерживать рост продовольственных цен во втором полугодии**

- В 2016 году, по предварительным оценкам, ожидается рост производства большинства видов сельскохозяйственной продукции.
- Рост производства в сельском хозяйстве и сравнительно спокойная ценовая ситуация на мировом рынке формируют умеренные риски для продовольственной инфляции во второй половине 2016 года.

В 2016 году сельское хозяйство должно сохранить положительную динамику выпуска при условии, что погодные условия в августе - сентябре не принесут нежелательных сюрпризов. По оценке ДИП, рост производства в растениеводстве может быть обусловлен ожидаемым хорошим урожаем зерна, подсолнечника и сахарной свеклы (Рисунок 6). Неблагоприятные погодные условия в ряде регионов в первой половине текущего года приведут к незначительному снижению валового сбора картофеля и овощей, их объемы, тем не менее, останутся выше средних многолетних значений. В животноводстве стабильная динамика роста продолжится, в основном за счет увеличения производства мясной продукции, где происходит устойчивое вытеснение импорта и укрепление позиций российских.

По оценке ДИП, при условии сохранения структуры ВВП на уровне 2015 года, вклад сельского хозяйства в рост ВВП в 2016 году может составить порядка 0,3 процентного пункта.

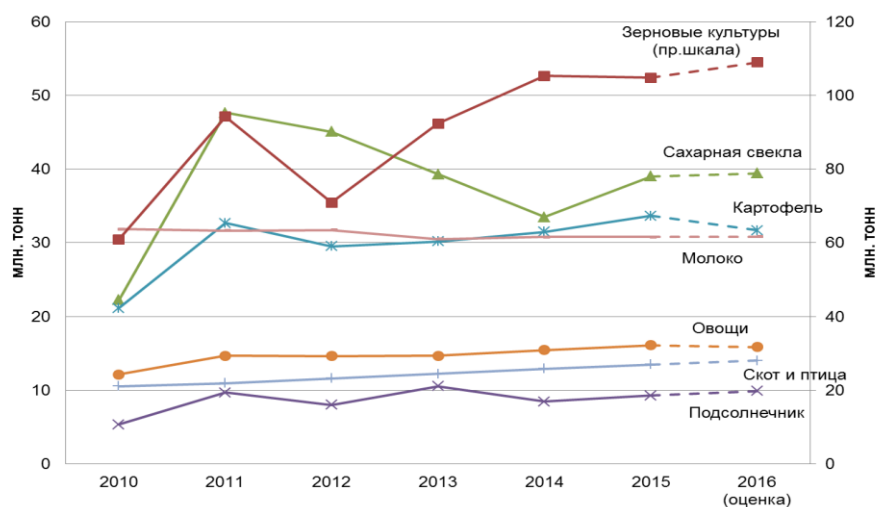
По последним прогнозам ОЭСР ФАО (Рисунок 7), период высоких мировых цен на продовольствие завершился, хотя вероятность ценовых колебаний остается высокой. После резкого снижения цен в 2014-2015 годах, в краткосрочном периоде



ожидается рост цен на некоторые виды продукции (кукуруза, сахар, масло растительное, сухое молоко и др.), но цены останутся на существенно более низком уровне, чем пиковые значения предыдущих лет.

Ожидаемый рост производства по большинству видов агропродукции в России и сравнительно спокойная ценовая ситуация на мировом рынке формируют умеренные риски для продовольственной инфляции во второй половине 2016 года. Лишь возможный рост цен на картофель в конце года может вызвать инфляционный всплеск на продовольственном рынке.

**Рисунок 6. Динамика производства продукции сельского хозяйства**



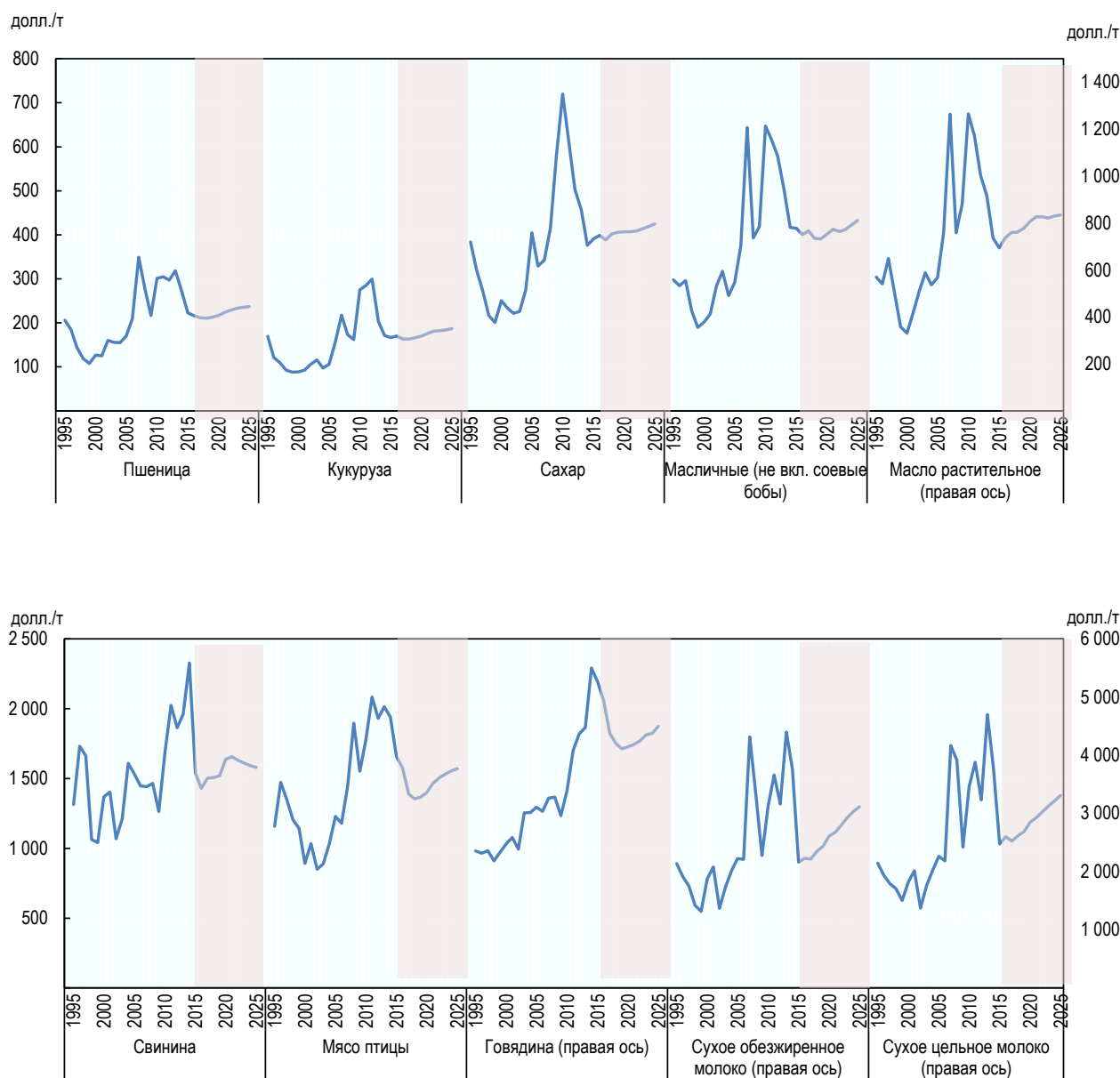
Источники: Росстат, оценка ДИП

В производстве зерновых и зернобобовых культур с учетом роста посевных площадей (на 1,3% относительно 2015 года) и хорошей урожайности можно ожидать увеличения валового сбора зерновых и зернобобовых на 7-9%, что приведет к рекордному урожаю и максимальным поставкам зерновых на зарубежные рынки за последние 20 лет.

На масличном рынке также ожидается увеличение урожая, что стало следствием возможности наращивания экспорта масличного сырья и готовой масложировой продукции в период высокой курсовой разницы, а также снижения вывозной пошлины с конца 2015 года в соответствии с обязательствами, взятыми Россией при вступлении в ВТО. По оценке, валовой сбор семян подсолнечника может превысить уровень 2015 года на 6–7%, при этом ожидаются низкие темпы роста производства масла подсолнечного (по итогам года на 2,0%). Это связано со снижением его потребления на внутреннем рынке на фоне растущего использования в переработке других более дешевых тропических масел, а также увеличением экспорта семян подсолнечника и сокращением объемов его переработки в масло на внутреннем рынке.

Несмотря на увеличение посевных площадей под сахарную свеклу (на 8,6%), урожай в текущем году, по оценке, превысит показатель предыдущего года всего на 1,5-2,0%. Прошедшие дожди стали причиной распространения болезней сахарной свеклы, что в дальнейшем скажется на снижении урожайности и замедлении темпов роста валового сбора сахарной свеклы и, соответственно, выработки из нее свекловичного сахара. Производство свекловичного сахара вырастет до 5,3 млн тонн (на 3,5% к 2015 году).

**Рисунок 7. Прогноз мировых цен на продовольственные товары**



Источник: OECD/FAO (2016), OECD-FAO Agricultural Outlook 2016-2025, OECD Publishing, Paris.

По картофелю в текущем сезоне ДИП ожидает снижения производства (на 2,2% к 2015 году), основными причинами которого стали риск возможного перепро-

изводства (имел место в 2015 году) и, как следствие, падение цен реализации, а также неблагоприятные погодные условия. При этом объемы произведенной продукции будут выше показателей предыдущих лет (за исключением рекордного 2015 года), полностью соответствуя потребностям населения. Однако неблагоприятные погодные условия могут сказаться на качестве картофеля. Это вынудит производителей сбывать большую часть продукции «с поля» и приведет к росту предложения и падению цен на рынке в сезон уборки урожая, что скажется на снижении объемов продукции, заложенной на хранение. В конце года оставшаяся продукция в условиях стабильного спроса будет реализовываться по высоким ценам, в том числе с учетом издержек по хранению, и может вызвать инфляционный всплеск на продовольственном рынке.

По овощам мы также ожидаем незначительного снижения урожая (на 1,0-1,5%) в связи с сокращением посевных площадей и неблагоприятными климатическими условиями в начале лета. При этом отмечается рост овощей закрытого грунта, который по состоянию на 27 июля составил 28,5%, однако это не окажет существенного влияния на показатели в целом, поскольку тепличные овощи занимают низкую долю в общем объеме производства овощей (порядка 9%).

Основными драйверами роста в животноводстве продолжают оставаться свиноводство и птицеводство. Подкрепляемое увеличивающимся спросом со стороны как потребителей, так и перерабатывающих предприятий (как дешевого заменителя иных видов мяса), производство птицы, по оценкам ДИП, в 2016 году вырастет на 6,0%. При этом динамика роста немного замедлится по сравнению с 2015 годом в связи с риском перенасыщения рынка. Рынок свинины продолжит демонстрировать устойчивый рост (по оценке, на 4,5–5,0%), что связано с интенсификацией производства в результате реализации инвестиционных проектов, направленных на обновление старых и ввода новых мощностей по производству и переработке свинины, а также растущими экспортными возможностями.

Следует отметить, что развитие экспортных направлений сдерживается проблемами с требованиями по ветеринарной документации на продукцию и неблагоприятной эпизоотической ситуацией в отрасли, что создает напряжение на рынке в связи с риском его перенасыщения. Учитывая высокую конкуренцию между производителями птицы и свинины, насыщенность рынков и ограниченный платежеспособный спрос населения, в 2016 году рост цен на свинину и мясо птицы не ожидается.

В 2016 году показатель прироста производства сырого молока останется низким (0,2%) в результате продолжающегося сокращения поголовья коров. Стагнация в производстве сырого молока не лучшим образом сказывается на объемах выпуска молочной продукции, темпы роста которой в 2016 году покажут замедление по сравнению с 2015 годом. Основными факторами, сдерживающими развитие отрасли и импортозамещения в условиях действия продовольственного эмбарго, являются рост себестоимости молочного сырья на фоне низкого потребительского спроса и растущих объемов импорта дешевой белорусской продукции.

### 1.1.3. Восстановление спроса на товары с высокой ценовой эластичностью усиливает инфляционные риски

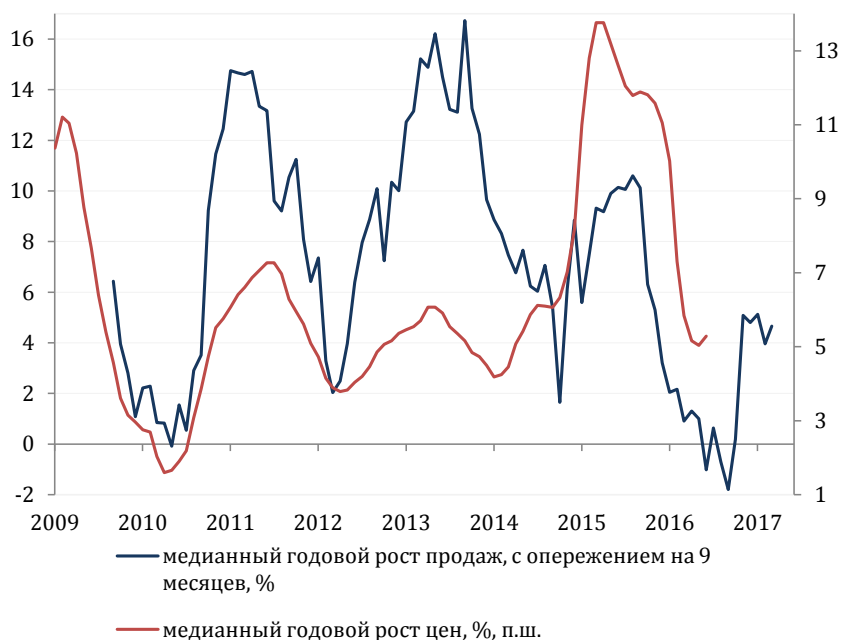
- Восстановление спроса, наблюдаемое с января 2016 года в группе товаров, изменение спроса на которые предшествует изменению их цены, ведет к инфляционным рискам в 2017 году.

Когда в текущей ситуации говорят об инфляционных рисках, указывают на восстановление спроса как одну из потенциальных причин. Подобные выводы подкрепляются, как правило, расчетами на основе агрегированной макроэкономической статистики. Ниже мы представим расчёты в рамках дезагрегированного подхода.

Мы рассмотрели изменение физических объемов розничной торговли по 40 компонентам потребительских расходов (по статистике Росстата об изменении продажи продовольственных и непродовольственных товаров) и изменение цен по этим компонентам (по статистике потребительских цен Росстата).

Среди сорока видов товаров мы отобрали те, изменение спроса на которые статистически значимо предшествует изменению цены на них на горизонте до трех кварталов<sup>5</sup>.

**Рисунок 8. Динамика медианного объема продаж и последующего медианного изменения цен по группе товаров, % за год**



Источник: Росстат, расчеты ЦБ РФ

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>5</sup> Выборка февраль 2008 – июнь 2016 гг. Данные были предварительно очищены от сезонности.

В такую группу товаров, изменение спроса на которые предшествует изменению их цены (но не наоборот) попали: молоко, сыр, мясо птицы, крупа, кондитерские изделия, строительные материалы, бытовая мебель, телефоны, бензин, фармацевтические товары.

Мы вычислили медиану из скользящих годовых темпов прироста показателей розничной торговли и цен по этим товарам (Рисунок 8). На рисунке видно, что рост продаж с лагом в 9 месяцев опережал рост цен. Восстановление спроса, наблюдаемое в данной группе с января 2016 года, указывает на инфляционные риски в 2017 году. Эти риски можно было бы снизить, если бы рост спроса сопровождался аналогичным ростом предложения этих товаров, опирающегося на рост объемов производства.

#### 1.1.4. Инфляционные ожидания: риски закрепления роста цен на повышенном уровне

- В июле прямые оценки инфляционных ожиданий немного выросли второй месяц подряд до 8,3% г/г, несмотря на снижение оценок наблюдаемой инфляции населением.
- Инфляционные ожидания стабилизировались на повышенном уровне, что может препятствовать замедлению инфляции в соответствии с траекторией предполагаемого выхода инфляции на целевой уровень к концу 2017 года.
- В этой связи создаются риски закрепления инфляции на уровне, превышающем целевой.

Рисунок 9. Прямые оценки инфляционных ожиданий ФОМ, с поправкой на их систематическое завышение, % через год

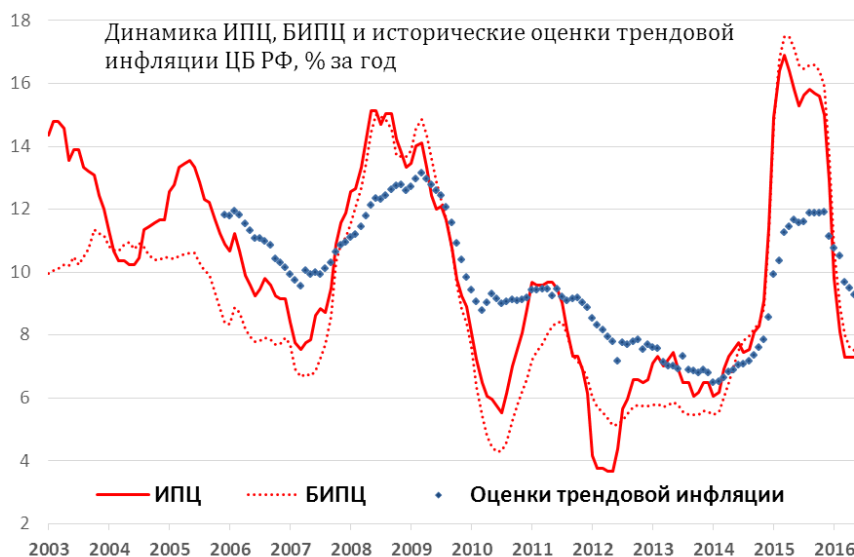


Источник: инфОМ, расчеты ДИП.

### 1.1.5. Трендовая инфляция продолжает медленно замедляться

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в июне снизилась до уровня 9,0% с 9,3% в мае, отражая снижение инфляционного давления (Рисунок 10).
- При сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов мы ожидаем дальнейшего постепенного снижения оценок трендовой инфляции.
- Риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 года сохраняются. Трендовая инфляция все еще остается на высоком уровне и снижается медленно.

**Рисунок 10. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.1.6. Динамика индекса закупочных цен PMI указывает на риски дополнительного ценового давления

- Июньские и июльские данные PMI говорят о сохранении повышенных темпов роста закупочных цен в обрабатывающем секторе...
- ...что пока не отразилось на уровне ценового индекса по отпускным ценам, но создает инфляционные риски.

Согласно индексам PMI, рост закупочных цен в обрабатывающем секторе после ускорения в июне до 63 пунктов<sup>6</sup> в июле немного снизился до 61,7 пунктов. Тем не менее, значение индекса по-прежнему указывает на повышенные темпы роста закупочных цен. Этот рост не отразился в полной мере на отпускных ценах, однако

<sup>6</sup> максимума с января текущего года

большая разница между значениями индексов закупочных и отпускных цен говорит о наличии инфляционных рисков (Рисунок 11)..

**Рисунок 11. Динамика ценовых индексов PMI обрабатывающего сектора**



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

**Рисунок 12. Динамика ценовых индексов PMI сферы услуг**



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

В сфере услуг рост затрат также ускорился. По мнению респондентов, на это повышение частично повлиял рост заработных плат в секторе. Тем не менее, значение ценового индекса по закупочным ценам в секторе услуг осталось ниже январского уровня, и его рост отразился незначительно на отпускных ценах (Рисунок 12).

Таким образом, рост закупочных цен пока не был компенсирован сопоставимым ростом отпускных цен. Эффект переноса может носить отложенный характер. Это повышает инфляционные риски на ближайшую перспективу.

## 1.2. Укрепились ожидания начала медленного восстановления экономики в III квартале

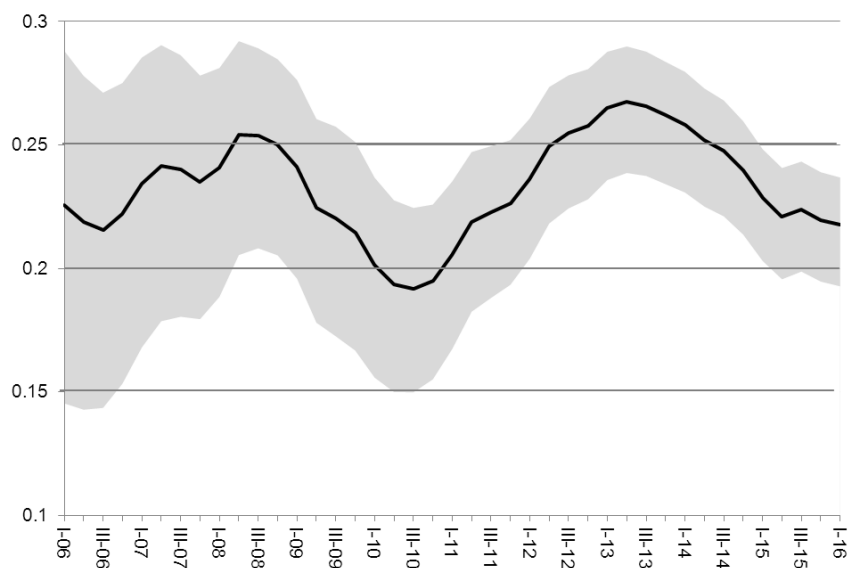
Экономическая динамика продолжает медленно улучшаться при сохранении разнонаправленных тенденций в разных отраслях и секторах. Наметившееся восстановление товарно-материальных запасов и продолжение неустойчивого роста в промышленности постепенно должны трансформироваться в более устойчивые, хотя и пониженные темпы роста экономики.

### 1.2.1. ВВП в I квартале: положительная динамика запасов не представляется сюрпризом

Статистика по использованию ВВП в I квартале 2016 года показала, что потребительская и инвестиционная активность в начале года оставалась слабой, что в значительной степени находило подтверждение в оперативной месячной статистике. При этом особый интерес вызывает более благоприятная динамика товарно-материальных запасов по сравнению с ожиданиями многих аналитиков.

Спрос экономических агентов на товарные запасы определяется уровнем, обеспечивающим удовлетворение спроса на продукцию в условиях его возможных колебаний. Можно предположить существование некоего долгосрочного равновесного соотношения объема продаж и запасов. Расчет такого показателя в явном виде не представляется возможным. Однако при определенных допущениях<sup>7</sup> можно оценить его в первом приближении.

**Рисунок 13. Диапазон оценок отношения товарно-материальных запасов к ВВП (сезонно сглаженные значения)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Текущая динамика отношения запасов к ВВП в целом соответствует колебаниям, происходившим в период кризиса 2008-2009 годов (Рисунок 13). Если рассматривать средний уровень инвестиций в запасы в 2011-2013 гг. в качестве равновесного, то увеличение инвестиций в запасы в I квартале должно расцениваться как вполне ожидаемое. При этом важно отметить, что равновесный уровень запасов к

<sup>7</sup> Мы предполагаем, что отношение запасов к ВВП составляло 0,3 по итогам 2000 года. Для вычисления доверительного диапазона мы также рассчитываем динамику отношения исходя из значения 0,05 и 0,5 в 2000 году. Данный диапазон значений в целом соответствуют имеющимся оценкам данного отношения для стран, где такие расчеты возможны. Мы также не проводим расчеты по переоценке и амортизации запасов.



ВВП может меняться при изменении отраслевой структуры экономики, а также при изменении реальных процентных ставок. Отметим также, что сокращение отношения запасов к ВВП может происходить и на фоне экономического роста (как, например, это было в 2010 году).

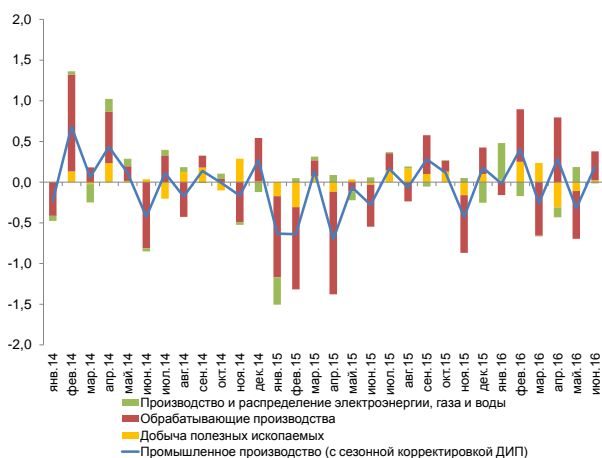
### 1.2.2. Динамика промышленного производства: на пути к постепенному восстановлению

- В июне наблюдался небольшой рост промышленного производства, что соответствует ранее опубликованным позитивным опросным данным.
- Рост в рассматриваемый период был обеспечен за счет увеличения производства обрабатывающей промышленности.

Июньские данные Росстата по промышленному производству указывают на постепенное восстановление экономической активности. В годовом выражении рост промышленного производства ускорился до 1,7% г/г против 0,7% г/г в мае 2016 года. В целом промышленное производство возросло на 0,4% г/г в первом полугодии 2016 года.

По оценкам ДИП, промышленное производство с устранением сезонного фактора увеличилось в июне на 0,2% м/м (согласно оценке Росстата, – на 0,3% м/м) после падения на 0,3% м/м в мае (оценки Росстата и ДИП за май совпадают).

**Рисунок 14. Вклад отдельных компонент в динамику индекса промышленного производства, %, м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 15. Изменение экономической ситуации в ближайшие 6 месяцев и индекс промышленного производства в обработке, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

В июне увеличению показателя способствовал рост в обрабатывающих производствах. Положительная динамика в обрабатывающей промышленности подтверждает рост экономической активности, отмеченный опросными показателями. Позитивным сигналом является также сохранившееся преобладание производителей, ожидающих улучшения экономической активности в ближайшие полгода.

Динамика обрабатывающих производств внесла незначительный положительный вклад в сезонно очищенную динамику индекса промышленного производства, вклад динамики производства и распределения электроэнергии, газа и воды в этом месяце был отрицательным.

Стоит отметить, что производство обрабатывающего сектора, которое являлось основным драйвером наблюдавшейся волатильности в предыдущие месяцы, постепенно восстанавливается, выходя на положительные годовые темпы роста во II квартале 2016 года. По оценкам ДИП, с поправкой на сезонную составляющую производство в обрабатывающей промышленности в июне выросло на 0,7% м/м.

Поскольку стабилизация в обрабатывающей промышленности является ключевой для восстановления промышленности в целом, последние данные могут говорить о продолжении периода стабилизации. Тем не менее, волатильность и разнонаправленная динамика по отраслям могут сохраниться и в ближайшие месяцы до перехода к более устойчивому восстановлению.

### **1.2.3. Рост производства в отраслях потребительского и промежуточного спроса**

- В отраслях потребительского спроса наблюдается замедление роста производства.
- Темпы прироста объемов выпуска в отраслях промежуточного спроса вновь стали положительными, продолжая характеризоваться заметной волатильностью.
- При этом сохраняется тренд к сокращению суммарного объема выпуска отраслей инвестиционного спроса.

В июне в группе отраслей потребительского спроса (Рисунок 17) наблюдалось замедление роста. Это связано с возобновлением падения выпуска некоторых потребительских товаров длительного пользования на фоне нестабильных доходов населения, которые, тем не менее, демонстрируют постепенную стабилизацию. Производство пищевых продуктов по-прежнему является драйвером позитивной динамики в данной группе отраслей.

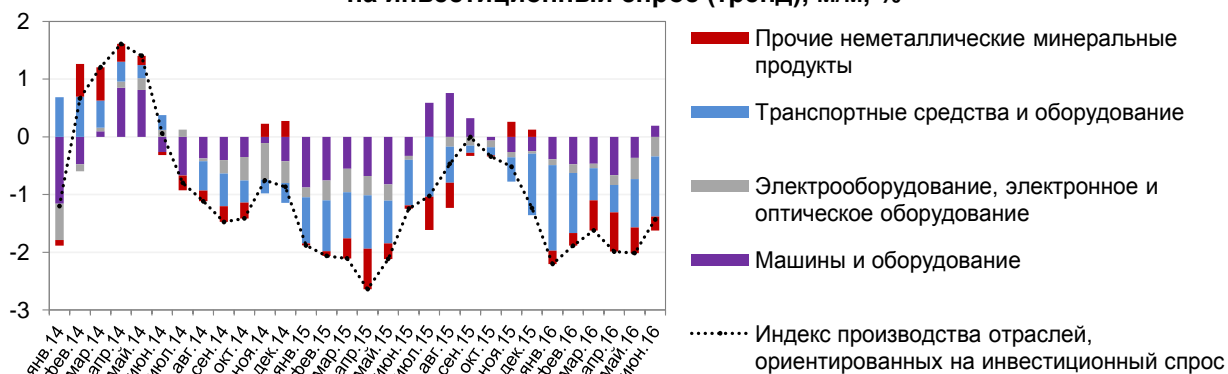
Для отраслей, ориентированных на промежуточный спрос (Рисунок 18), индекс объемов выпуска вновь достиг положительного значения. Химическое производство с начала года вносит положительный вклад в значение индекса, однако в последние месяцы этот вклад снижается на фоне характерной для других отраслей,

ориентированных на промежуточный спроса (прежде всего, металлургии и производства резиновых и пластмассовых изделий) волатильной динамики производства.

В группе отраслей инвестиционного спроса продолжилось падение. Положительную динамику индекса производства отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос, поддерживали лишь две отрасли: наметилась тенденция к росту выпуска машин и оборудования, замедлилось падение производства строительных материалов (Рисунок 16). Остальные отрасли инвестиционного спроса внесли отрицательный вклад в динамику выпуска.

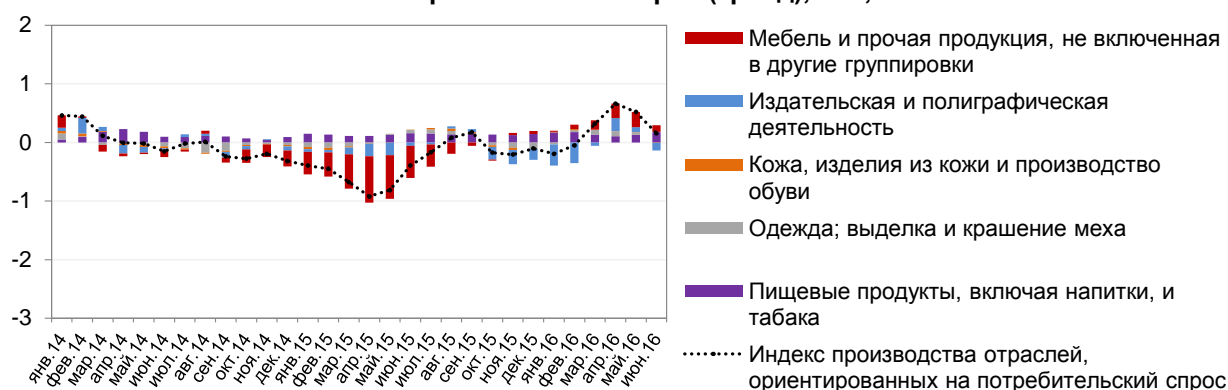
Снижение выпуска в группе отраслей инвестиционного спроса на фоне сохранения относительно стабильной динамики выпуска по группе отраслей потребительского и промежуточного спроса продолжает приводить к умеренно интенсивным и ярко выраженным поступательным изменениям структуры выпуска обрабатывающей промышленности (Рисунок 19, Рисунок 20).

**Рисунок 16. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (тренд), м/м, %**



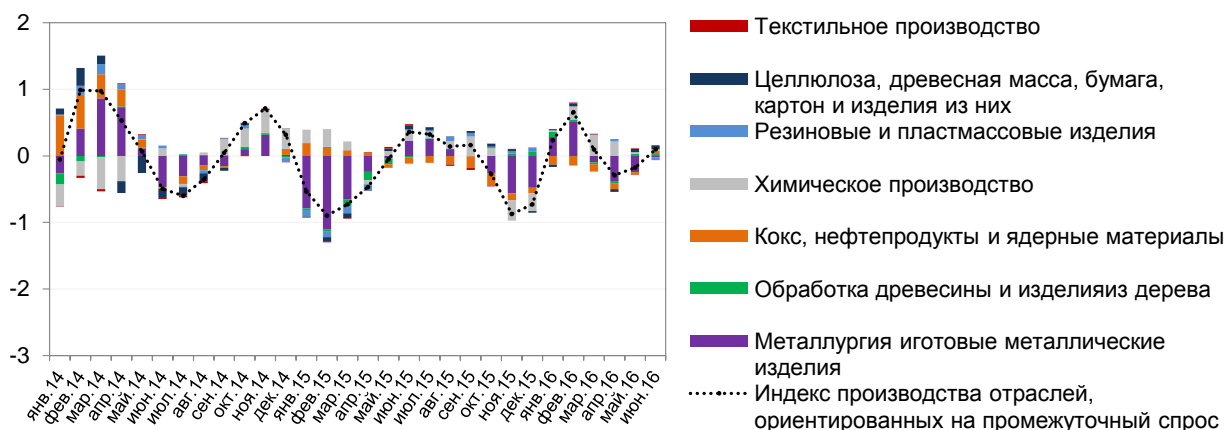
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 17. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос (тренд), м/м, %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

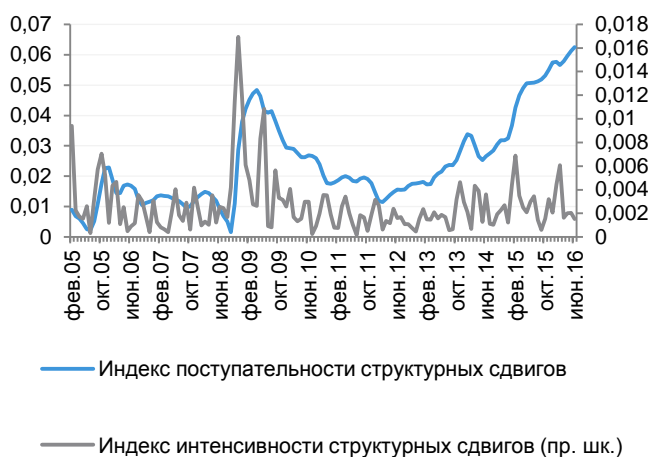
**Рисунок 18. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на промежуточный спрос (тренд), м/м, %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

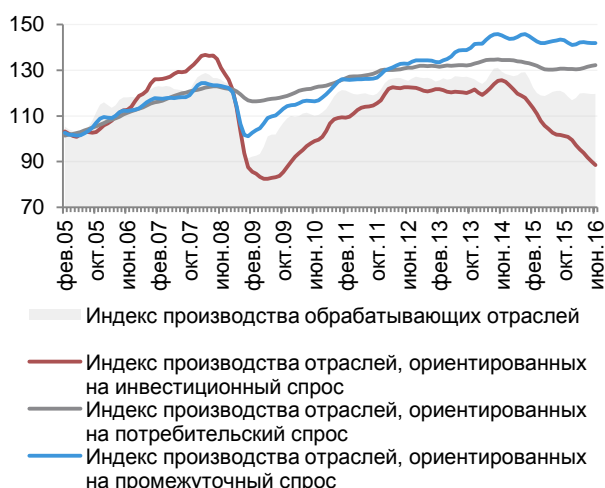
Такое направление изменений структуры выпуска в условиях ограничений на использование импортных технологий препятствует модернизации отечественной экономики, так как к инвестиционным отраслям принадлежат предприятия, которые производят технологии и продуктовые инновации для других секторов (в некоторых подотраслях машиностроения, производстве электрооборудования, электронного и оптического оборудования).

**Рисунок 19. Индекс интенсивности и индекс поступательности структурных сдвигов между группами отраслей обрабатывающей промышленности**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 20. Динамика трендовой составляющей для индексов производства по группам отраслей обрабатывающей промышленности, янв.2005=100%**



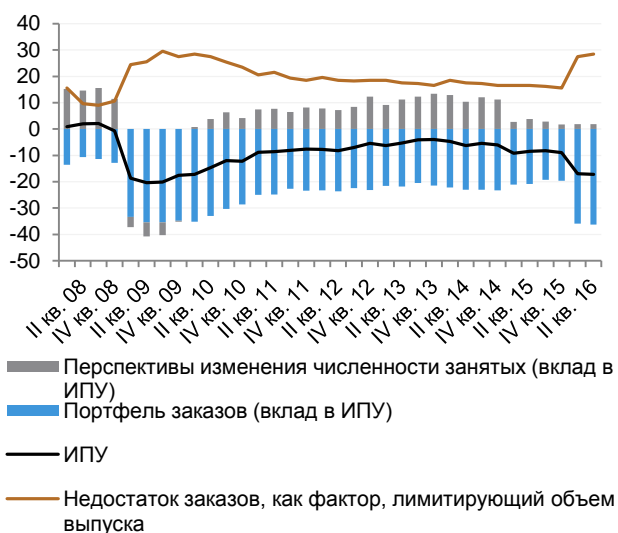
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.2.4. Уровень деловой активности в строительстве близок к минимуму последних десяти лет

- Ухудшению делового климата в строительстве во II квартале и закреплению его уровня вблизи минимума последних десяти лет способствовало снижение объемов финансирования государственного жилищного строительства на фоне низкого уровня спроса со стороны населения и бизнеса.
- В случае реализации наметившихся предпосылок к оживлению потребительской активности и инвестиционного спроса, в III квартале следует ожидать постепенного улучшения предпринимательских настроений.

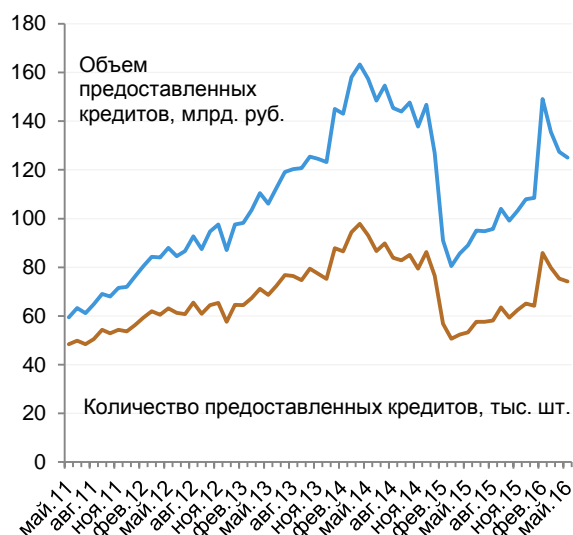
С начала 2016 года, согласно опросам строительных организаций, проведенным Росстатом, деловой климат в строительстве резко ухудшился. Во II квартале сезонно скорректированный индекс предпринимательской уверенности (ИПУ)<sup>8</sup> в отрасли продолжил снижаться, достигнув минимальных значений с III квартала 2009 года (Рисунок 21). Основной причиной ухудшения динамики предпринимательских настроений послужило обострение проблемы недостатка заказов как фактора, лимитирующего объем строительных работ. В условиях длительного финансового цикла в строительстве участники отрасли только сейчас в полной мере ощутили снижение совокупного платежеспособного спроса на строительные услуги.

**Рисунок 21. Динамика индекса предпринимательской уверенности в строительстве (сезонность устранена), %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 22. Объем выдачи ипотечных кредитов (сезонность устранена)**



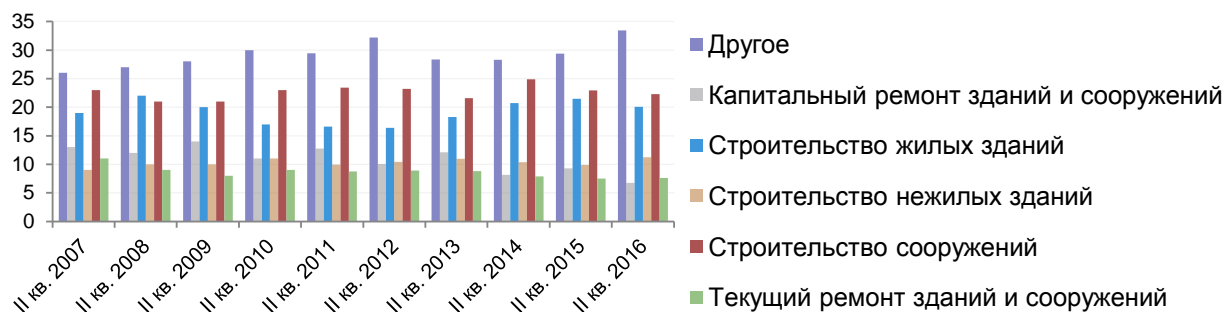
Источник: Банк России, расчеты ДИП.

<sup>8</sup> ИПУ в строительстве рассчитывается как среднее арифметическое значение балансов оценок уровня портфеля заказов и ожидаемого изменения численности занятых в следующем квартале по сравнению с текущим кварталом (в процентах). Баланс оценок определяется как разность долей респондентов, отметивших "выше нормального" и "ниже нормального" уровня (в процентах).

Жилищное строительство является ведущим сектором всей строительной отрасли. В 2016 году продолжилось сокращение объемов ввода построенного жилья, которое целиком объясняется сокращением индивидуального жилищного строительства в условиях снижения реальных доходов населения. По данным Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), объемы ввода индивидуального жилья за четыре месяца сократились на 27,1% к аналогичному периоду предыдущего года. На этом фоне увеличился ввод многоквартирных домов (на 20,7%). В результате доля многоквартирного жилищного строительства в общем объеме ввода жилья в России выросла с 50% до 62%.

После резкого снижения спроса на ипотечные кредиты в начале 2015 года доля договоров долевого участия (ДДУ) с привлечением кредитных средств и средств целевого займа в общем количестве зарегистрированных договоров долевого участия в строительстве в I квартале 2016 года достигла максимума (39%) с 2010 года. Высокие темпы роста ипотечного рынка наблюдались в январе-феврале и были связаны с реализацией спроса будущих периодов из-за ожиданий отмены программы льготного ипотечного кредитования. В марте-мае количество и объемы выданных ипотечных кредитов сократились, но остались выше максимальных месячных значений 2015 года.

**Рисунок 23. Оценка направлений деятельности строительных организаций<sup>9</sup>, %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Однако в настоящее время ипотека с субсидированием процентных ставок на новое жилье теряет долю в общем объеме выданных ипотечных кредитов. В мае 2015 года эта доля составляла 72%, в мае текущего года она сократилась до 32%. Это объясняется продолжающимся снижением цен в сегменте вторичного жилья при начавшейся стабилизации цен на первичном рынке и снижением привлекательности программ субсидирования для заемщика в условиях сокращения разницы в ставках по субсидируемой и рыночной ипотеке. По данным АИЖК, средняя ставка по выданным ипотечным кредитам в мае составила 12,99%. Количество ре-

<sup>9</sup> Представляет собой оценку процента ВДС, приходящейся на строительство жилых и нежилых зданий, инженерных сооружений в общем объеме ВДС строительных организаций по результатам опросов деловой активности строительных организаций.

гистрируемых ДДУ, которое можно рассматривать как опережающий показатель жилищного строительства, в I квартале 2016 года превысило соответствующий показатель 2015 года и почти достигло уровня 2014 года. Это будет оказывать поддержку строительному сектору.

В то же время, снижение спроса на строительные услуги со стороны государства ухудшает ситуацию на рынке жилищного строительства. В 2016 году в рамках ФЦП «Жилище» бюджетные расходы по направлению «капитальные вложения» сократились на 40,8% по сравнению с 2015 годом. При этом по состоянию на 1 мая 2016 года было профинансировано всего порядка 4% от запланированного на 2016 год объема.

Низкий уровень инвестиционной активности отрицательно влияет на строительство нежилых зданий. Низкий спрос со стороны государства и бизнеса на строительные услуги привел также к минимальному за последние десять лет значению доли капитального ремонта зданий и сооружений в общем объеме валовой добавленной стоимости строительных организаций (Рисунок 23).

В случае реализации наметившихся предпосылок к оживлению потребительской активности и инвестиционного спроса следует ожидать постепенного улучшения делового климата в строительной отрасли.

#### ***1.2.5. Потребительская активность: замедление падения на фоне стабилизации потребительских ожиданий***

- В июне темпы снижения оборота розничной торговли с устранением сезонного фактора замедлились до 0,5% м/м после сокращения на 1,2% м/м в мае.
- Годовой рост реальной заработной платы на 1,4% г/г в июне и улучшение потребительских ожиданий могут способствовать возобновлению роста потребительской активности до конца года.

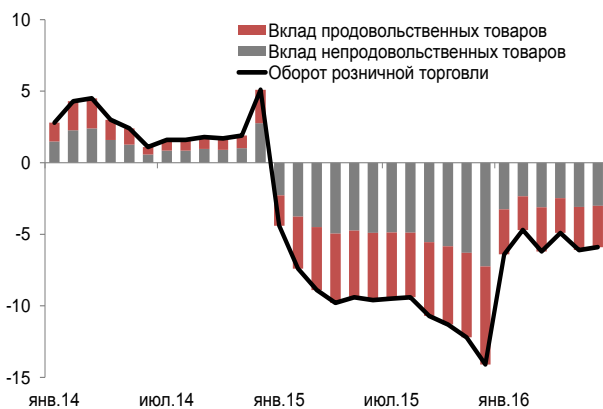
По данным Росстата товарооборот розничной торговли вырос в июне на 0,6% м/м. По оценкам ДИП, с устранением сезонного фактора оборот снизился на 0,5% м/м после сокращения на 1,2% м/м в мае.

По сравнению с предыдущим годом продолжает падать оборот и продовольственных, и непродовольственных товаров. Однако, в отличие от предыдущего месяца, расхождение между динамикой компонентов увеличилось. Продовольственные товары сократились на 5,7% г/г, в то время как непродовольственные товары упали на 6,1% г/г (Рисунок 24). Сезонно сглаженные данные также свидетельствуют о меньшем снижении оборота продовольственных товаров: 0,4% м/м против сокращения на 0,6% м/м оборота непродовольственных товаров. При этом зафиксированное в мае большее сокращение продовольственных товаров было скорее исключением. Темпы снижения продаж непродовольственных товаров продолжают

опережать темпы падения продаж продовольственных товаров с февраля 2016 года.

Динамика платных услуг населению остается волатильной. Согласно уточненным данным Росстата, динамика услуг выглядит более оптимистично: положительные годовые темпы роста наблюдались в феврале и мае; оценка за май была улучшена до 0,7% г/г с 0,2% г/г (Рисунок 25). С учетом достаточно позитивной динамики индекса PMI и индекса предпринимательской уверенности в секторе услуг во II квартале, можно ожидать постепенного выхода этого сектора на положительные годовые темпы роста. Пока, за первое полугодие 2016 года снижение объема платных услуг составило 0,9% г/г.

**Рисунок 24. Вклад продовольственных и непродовольственных товаров в обороте розничной торговли, %, г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

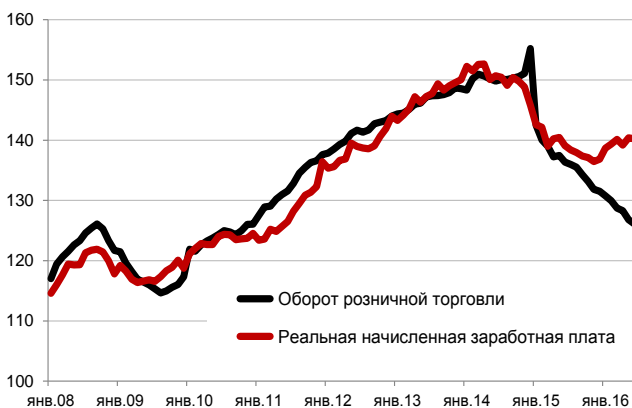
**Рисунок 25. Динамика платных услуг населению (% г/г) и индекса PMI сферы услуг**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Несмотря на сохранение слабой динамики оборота розничной торговли, рост реальной заработной платы и стабилизация потребительских ожиданий указывают на наличие потенциала для оживления покупательской активности в ближайшие месяцы.

**Рисунок 26. Динамика оборота розничной торговли и реальной заработной платы (январь 2007 = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 27. Оборот розничной торговли и индекс потребительской уверенности**



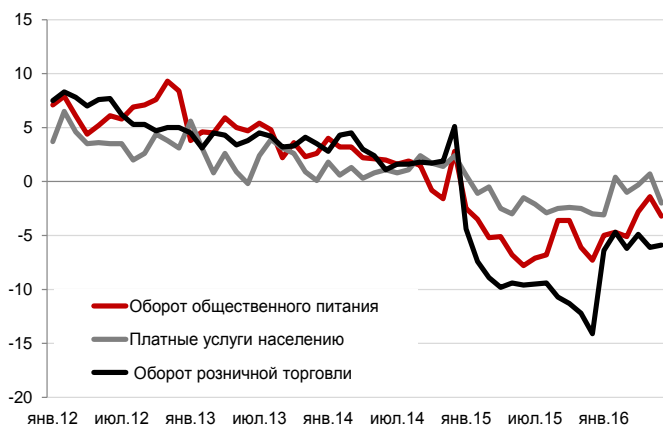
Источники: Росстат, расчеты ДИП.



В июне реальные заработные платы с устранением сезонности сократились на 0,1% м/м, в то время как реальные располагаемые доходы увеличились на 0,3% м/м после замедляющегося падения в апреле и мае. Хотя сезонно сглаженные данные остаются достаточно волатильными, их динамика свидетельствует о постепенной стабилизации доходов населения, а это, в свою очередь, позитивно влияет на ожидания потребителей. В июне реальные заработные платы выросли на 1,4% г/г и вышли на нулевой темп роста в годовом выражении в первом полугодии 2016 года (в первом полугодии 2015 года падение составило 8,2% г/г). Их рост обеспечен увеличением номинальных зарплат, что является позитивным сигналом (Рисунок 26).

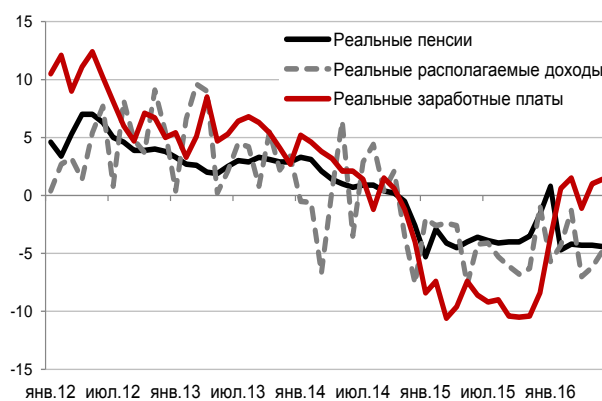
Начавшееся восстановление заработных плат пока незначительно сказывается на динамике оборота розничной торговли (Рисунок 26). Частично это может быть связано с переориентацией на услуги общественного питания вместо покупки продовольственных товаров для домашнего питания, что подтверждается более активной восстановительной динамикой оборота общественного питания (Рисунок 28). Также это может быть связано, с сохранением режима экономии. Опросные данные свидетельствуют о сохранении высокой доли населения, которое вынуждено экономить.

**Рисунок 28. Динамика оборота общественного питания, розничной торговли и платных услуг населению, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Динамика реальных пенсий, реального располагаемого дохода и реальных заработных плат, % г/г**



Источники: Росстат

При этом в июне возросло и число респондентов, чей масштаб экономии увеличился.<sup>10</sup> В июне норма сбережений оставалась на высоком уровне (13,1% от денежного дохода), что также может объяснять отсутствие явных улучшений в динамике розничной торговли, несмотря на восстановление заработных плат. В свою очередь, сохранение нормы сбережений на высоком уровне может быть связано с ростом межотраслевой дифференциации зарплат. Статистика указывает на опережающий рост заработных плат в высокодоходных отраслях (добывающая промыш-

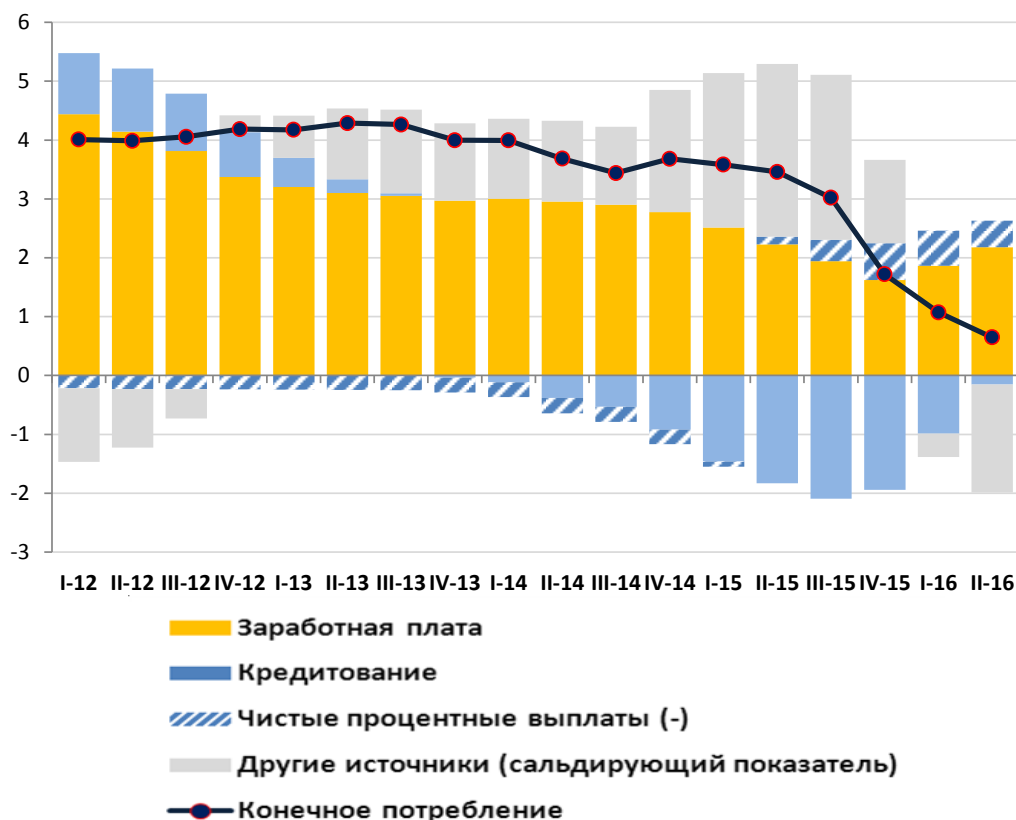
<sup>10</sup> Согласно данным опроса ООО «инФОМ», в июне 66% опрошенных сообщили, что сэкономили в последние три месяца на каких-либо товарах, продуктах или услугах. Масштаб экономии вырос у 50% респондентов против 47% месяцем назад.

ленность, финансовый сектор), предположительно отличающихся более высокой склонностью работников к сбережениям по сравнению с другими отраслями (см. Рисунок 37 в разделе 1.2.7).

Стоит также учитывать разнонаправленную динамику реальных заработных плат и пенсий. Последние сократились на 4,4% г/г в июне, что может в некоторой степени объяснять падение оборота продовольственных товаров. Однако влияние этого фактора ограничено, поскольку доля социальных выплат в агрегированном денежном доходе сохраняется на низком уровне (19,2% во II квартале), при преобладающей доле оплаты труда (65,6% во втором квартале).

Следует отметить, что, согласно оценкам декомпозиции потребления по источникам финансирования, динамика зарплат и кредитной активности не препятствует активизации розничной торговли (Рисунок 30). Между тем, динамика кредитования населения остается слабой. Сдерживать перенос эффекта роста зарплат на потребление могло бы существенное повышение сберегательной активности, однако отсутствие какой-либо нетипичной динамики депозитов населения пока не позволяет сделать однозначного вывода относительно вклада этого фактора.

**Рисунок 30. Прирост конечного потребления домашних хозяйств и источники его финансирования\***



\*Превышение суммы за скользящий год над суммой за предыдущий скользящий год, трлн. рублей.  
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В предыдущий кризис период расхождения динамики заработных плат и оборота розничной торговли был существенно короче, а его величина была значительно меньше. Вероятно, это связано с тем, что после кризиса 2008-09 гг. быстрое восстановление нефтяных цен привело к быстрому возврату потребительской модели поведения, чему также способствовало опережающая индексация пенсий и зарплат в бюджетном секторе. Сейчас этого не происходит.

Более того, наблюдающийся на основе статистических данных рост доходов пока не транслировался в осуществление даже запланированных трат. По данным ООО «инФОМ», в июне, как и в мае, 50% опрошенных в последние три месяца вынуждены были отказаться от запланированных ранее крупных расходов, в то время как доля тех, кто не планировал крупные покупки, увеличилась до 31% с 21% в мае. Таким образом, если предварительные данные по обороту розничной торговли будут подтверждены, можно будет говорить об увеличении лага, с которым потребительская активность реагирует на рост доходов.

В определенной мере возможность экономии на товарах длительного пользования дал всплеск покупок этих товаров в конце 2014 года, изменивший профиль потребления. Часть покупок была осуществлена раньше запланированного срока, в то время как частота обновления могла сократиться.

Тем не менее, улучшение потребительских ожиданий во II квартале 2016 года является положительным сигналом с точки зрения будущей динамики потребления (Рисунок 27). Более того, хотя индексы потребительских настроений и потребительских ожиданий опустились в июне чуть ниже достигнутого в мае максимума за этот год, величина каждого из показателей осталась выше, чем в период с января по апрель 2016 года.

Рост индекса крупных покупок и индекса текущего состояния на фоне улучшения потребительской уверенности дает основания ожидать продолжения замедления темпов падения, а также постепенного восстановления оборота розничной торговли во второй половине 2016 года.

#### ***1.2.6. Рынок автомобилей: стагнация спроса на новые автомобили и рост спроса на автомобили с пробегом***

- Рост продаж в июне пришел на смену спаду объемов продаж в мае, что в целом характеризует динамику спроса на автомобили в последние месяцы как стагнацию.
- Сохранение последние шесть месяцев объема заказов на поставку новых легковых автомобилей на низком уровне позволяет ожидать продолжения стагнации в ближайшее время.

По данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), объем продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей в июне продолжил повторять динамику соответствующего месяца 2013 года. Это свидетельствует о том, что российский автомобильный рынок постепенно адаптируется к снизившемуся спросу, приближаясь к новому равновесию. Объем продаж после сезонной и календарной корректировки увеличился в июне на 2% относительно мая. Однако незначительный рост продаж в июне пришел на смену спаду объемов продаж в мае, что в целом характеризует ситуацию на рынке легковых автомобилей в последние месяцы, как стагнацию.

Динамика общего объема заказов на поставку новых легковых автомобилей в будущие периоды в мае осталась на стабильно низком уровне последних шести месяцев (Рисунок 33), что позволяет ожидать продолжения стагнации спроса в ближайшее время. В связи с низким уровнем текущего спроса и отсутствием ожиданий по его быстрому восстановлению производители вынуждены сохранять запасы на низком уровне. Динамика выпуска остается относительно стабильной в пределах незначительных колебаний, позволяющих поддерживать эффективный уровень запасов при ограниченных объемах продаж.

Согласно прогнозам АЕБ, по результатам 2016 года объем продаж новых легковых автомобилей (включая легкие коммерческие автомобили – LCV) может составить 1,44 млн. штук, что на 12,5% ниже уровня прошлого года. Аналитическое агентство «Автостат» оценивает продажи (без учета LCV) в объеме 1,3 млн. штук, что примерно соответствует уровню 2015 года. В случае сворачивания мер государственной поддержки в 2017 году прогнозируется сжатие рынка до 1 млн. штук, в то время как, по оценкам Ассоциации РОАД<sup>11</sup>, российский автопром способен выпускать 3,3 млн. автомобилей в год.

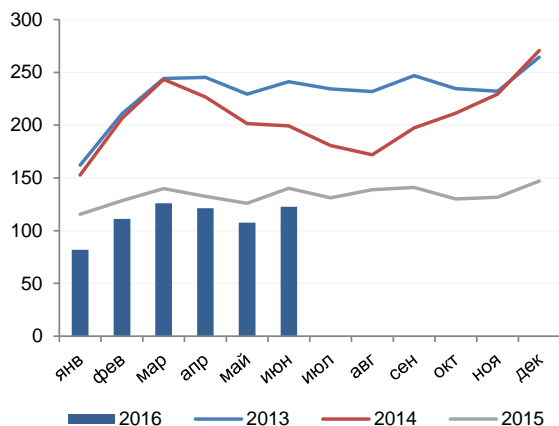
Продолжается закрепление наметившихся ранее тенденций и изменение структуры автомобильного рынка, которые позволяют ему приспособиваться к текущим экономическим условиям. В первом полугодии 2016 года к аналогичному периоду предыдущего года наиболее существенные темпы снижения продаж новых автомобилей отмечены в массовом сегменте (15,4%), в то время как в премиальном сегменте они составили только на 8,3%. Однако в премиальном сегменте следует ожидать усиления негативного тренда в ближайшей перспективе, так как отмечается насыщение рынка премиальными марками. Активизация этого сегмента рынка возможна только при смене автомобиля через 2-3 года.

Китайские автомобильные марки укрепляют свои позиции в России (продажи автомобилей Lifan выросли за шесть месяцев 2016 года на 63,3%). В то же время другие иностранные марки с незначительным объемом продаж уходят с рынка. В настоящее время мировой автопром находится на подъеме, что позволяет отдельным производителям зарубежных марок работать в России в условиях низкой маржинальной доходности за счет диверсификации своей прибыли от продаж на дру-

<sup>11</sup> РОАД – Ассоциация «Российские автомобильные дилеры».

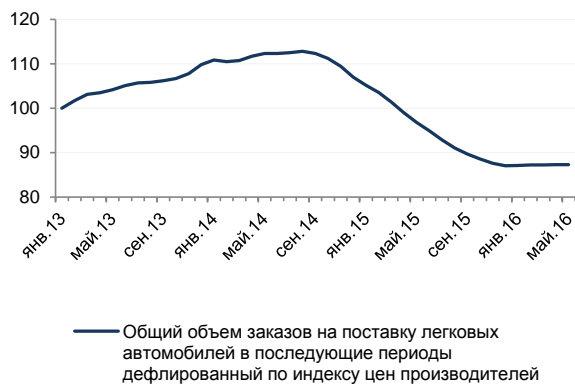
гих мировых рынках. В этих условиях российский автомобильный рынок пока еще остается перспективным для зарубежных брендов, которые стараются занять свою нишу. Жесткая конкурентная борьба между производителями наблюдается в массовом сегменте, где основным преимуществом выступает не столько качество и марка автомобиля, сколько его цена.

**Рисунок 31. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. шт.**



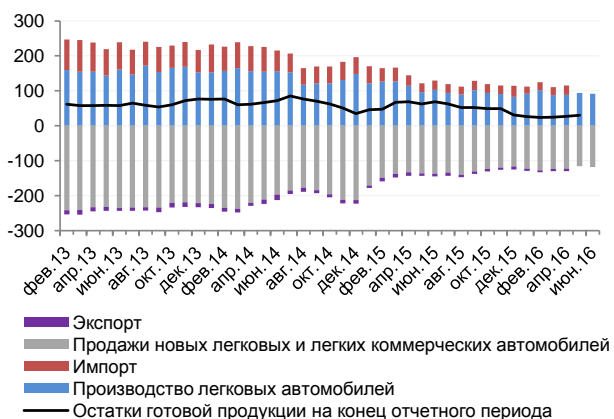
Источник: АЕБ, расчеты ДИП.

**Рисунок 33. Динамика общего объема заказов на поставку новых легковых автомобилей в будущие периоды (тренд), янв. 2013г. = 100%**



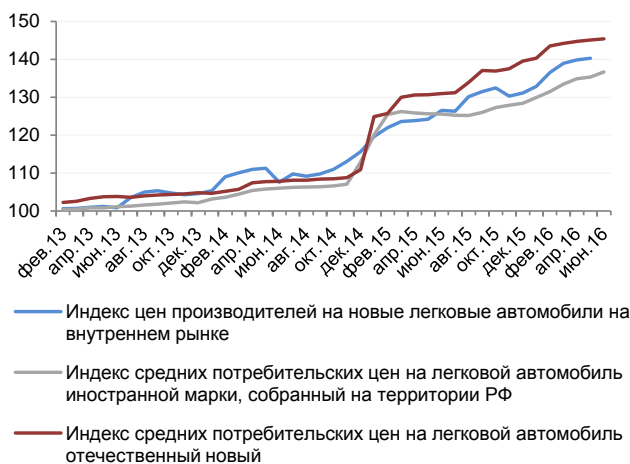
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 32. Составляющие спроса (-) и предложения (+) на рынке автомобилей в РФ, сезонность устранена, тыс. шт.**



Источник: АЕБ и Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 34. Динамика цен потребителей и производителей на новые легковые автомобили, янв. 2013г. = 100%**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Происходит смещение покупательского спроса в сторону подержанных автомобилей. В первом полугодии рынок автомобилей с пробегом показал рост на 11% по сравнению с тем же периодом 2015 года. За этой тенденцией рано или поздно должен последовать рост спроса на новые автомобили.

Доля продаж автомобилей с пробегом через дилерские сети в среднем по миру составляет 25–30%, в то время как в России – 8–9%<sup>12</sup>. Как предполагается, создание «Национальной базы данных автомобилей» Ассоциацией РОАД будет способствовать созданию цивилизованного рынка подержанных машин, что будет стимулировать развитие этого рыночного сегмента.

### ***1.2.7. Рынок труда: рост зарплат поможет восстановлению потребительской активности***

- Текущая динамика заработных плат создает условия для восстановления спроса и улучшения потребительской активности в ближайшие месяцы.
- Опережающие темпы роста зарплат наблюдаются в торгуемом секторе.
- В условиях действующих на рынке труда структурных факторов и появления предпосылок для восстановления деловой активности во втором полугодии, уровень безработицы в ближайшие месяцы останется умеренным или немного снизится с поправкой на сезонность.

По данным Росстата, номинальные зарплаты в июне в годовом выражении выросли на 9%, что является максимальным приростом с сентября 2014 года. Учитывая годовое ускорение инфляции (7,5% в июне против 7,3% в мае), такое существенное увеличение номинальных зарплат стало главной причиной, по которой темпы роста реальных зарплат находятся в положительной зоне уже второй месяц подряд. Причем улучшение состояния доходов за счет номинального роста зарплат должно говорить о фундаментальных позитивных изменениях в экономической активности и лучше отражает повышение платежеспособного спроса, поскольку на номинальные изменения в доходах население обычно реагирует быстрее.

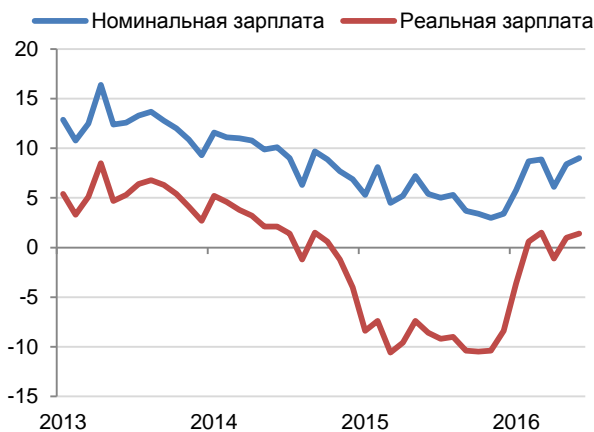
Однако по статистике двух месяцев данные выводы делать преждевременно. Нельзя исключать, что Росстат в очередной раз пересмотрит свои оценки. Так, в мае Росстат повысил оценки в среднем на 2 п.п. по сравнению с первоначальными.

Динамика индексов зарплат основных секторов экономики в мае к соответствующему месяцу предыдущего года, взвешенных по валовой добавленной стоимости, остается разнонаправленной. Неоднородность в динамике заработных плат в разрезе секторов сохраняется с 2010 года. Если с начала 2010 года заработные платы в торгуемом и неторгуемом секторах росли в пределах 5–15% г/г, то рост зарплат в госсекторе до 2014 года преимущественно происходил опережающими

<sup>12</sup> Данные Ассоциации РОАД.

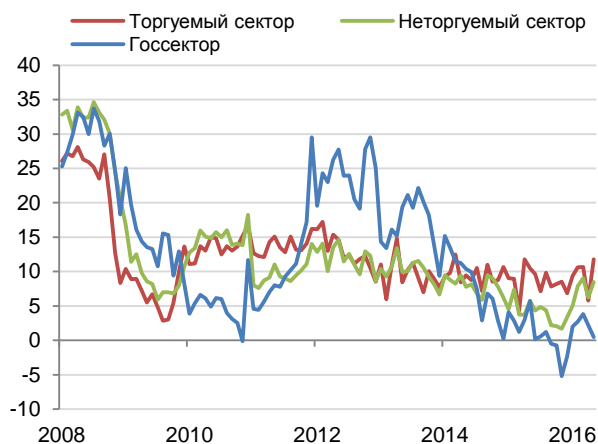
темпами (Рисунок 36), что было связано с разовым сильным повышением зарплат военнослужащим в рамках реформирования вооруженных сил с 2011 года.

Рисунок 35. Динамика зарплат, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Динамика индекса зарплат по секторам, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

На фоне фискальной консолидации в 2015–2016 годах темпы роста зарплат в госсекторе ожидаемо сильно сократились, что увеличило разрыв с динамикой зарплат в торгуемом и неторгуемом секторах. По итогам мая рост зарплат в госсекторе замедлился до 0,5% г/г ввиду заморозки госиндексаций в 2016 году. Есть все основания полагать, что такая тенденция продолжится в ближайшие месяцы.

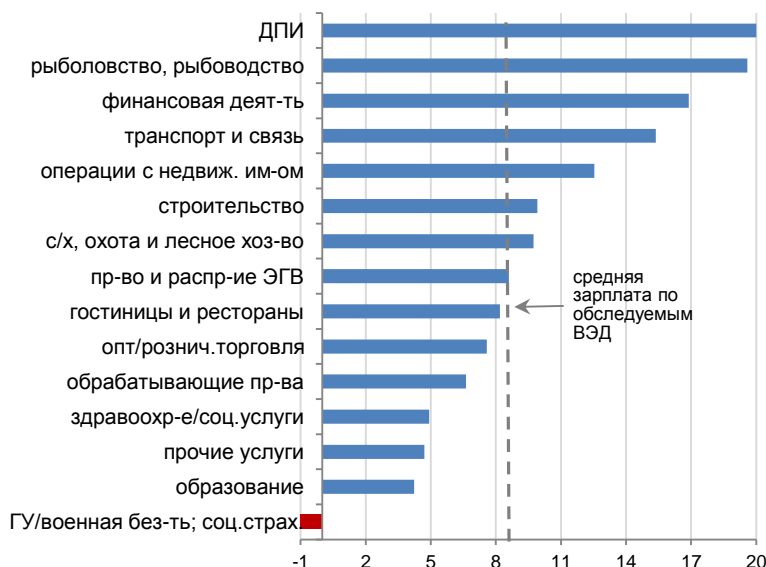
Что касается негосударственного сектора, то в мае зарплаты в торгуемом секторе росли опережающими темпами по сравнению с неторгуемым. Основным драйвером роста зарплат в торгуемом секторе стала добыча полезных ископаемых — зарплаты в номинальном выражении здесь выросли на 20% г/г при отсутствии существенно значимого эффекта базы (Рисунок 37). В результате отрасль добычи полезных ископаемых внесла наибольший вклад в зарплаты торгуемого сектора.

Среди отраслей, показавших наибольший рост зарплат в неторгуемом секторе, можно выделить финансовую деятельность, транспорт и связь, деятельность, связанную с недвижимым имуществом. Однако следует понимать, что рост зарплат в этих отраслях восстанавливается вслед за оживлением экономической активности, и сейчас их темпы роста не превышают средних значений за предыдущие сопоставимые годы. То же касается и вклада темпов роста зарплат в добывающей отрасли, которые сейчас являются высокими, поскольку наименее восприимчивы к изменению экономической ситуации.

Таким образом, с одной стороны, прослеживаются признаки существенного улучшения общей динамики зарплат. С другой стороны, фундаментальные положительные изменения в ее структуре пока незначительны и неустойчивы. В текущих условиях для работодателей, судя по всему, наиболее приемлема стратегия, при которой число увольнений минимизируется, а экономия на издержках достига-

ется за счет низкой индексации зарплат. Такой сценарий вполне реалистичен в условиях, когда темпы роста зарплат в бюджетном секторе низки и не оказывают давления на зарплаты в частном секторе.

**Рисунок 37. Прирост номинальных зарплат в мае, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Сейчас уровень безработицы продолжает снижаться с марта, когда он достиг максимального за два с половиной года значения – 6,0%. За июнь уровень безработицы составил 5,4%, что ниже показателя предыдущего месяца на 0,2%.

С учетом исключения сезонного фактора уровень безработицы незначительно снизился до 5,7% в июне по сравнению с 5,8% в мае (Рисунок 39).

Снижение показателя безработицы связано как со снижением количества безработных, так и с ростом рабочей силы (экономически активного населения). Рост рабочей силы происходит преимущественно за счет населения в возрасте 30–44 года, а не молодежи, в этой группе продолжается снижение занятости в возрасте до 24 лет.

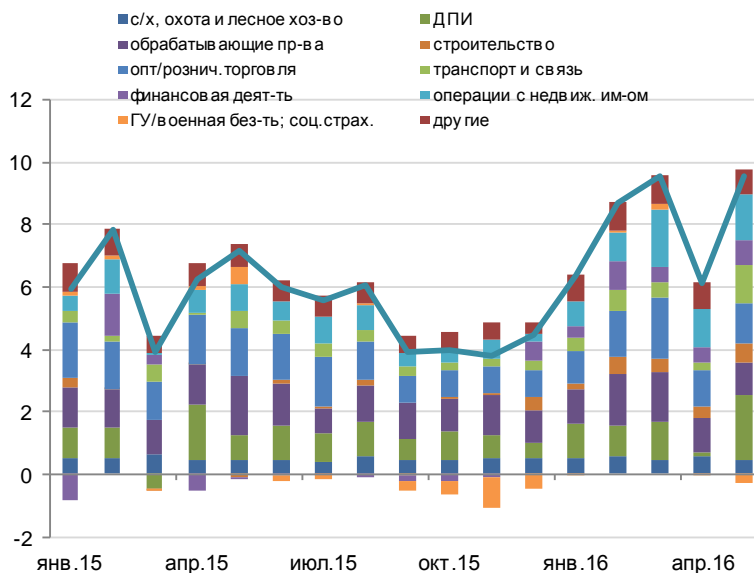
Что касается возрастных групп пенсионного и предпенсионного возрастов, то люди в возрасте от 55–72 лет неактивно выбывают из состава рабочей силы. Об этом свидетельствуют показатели экономически активного и экономически неактивного населения, которые находятся на максимальных и минимальных значениях соответственно (Рисунок 40).

Таким образом, нахождение старшего поколения в составе рабочей силы оказывает давление на молодежную безработицу. Молодежная безработица (в возрасте до 24 лет) с исключением сезонного фактора по итогам первого квартала находится на максимальных значениях с 2010 года. Однако это не приводит к по-



вышению общего уровня безработицы, в связи с невысокой долей молодежи в экономически активном населении.

**Рисунок 38. Декомпозиция прироста номинальной зарплаты по отраслям, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

С учетом сохраняющегося сильного влияния со стороны структурных факторов, сдерживавших рост безработицы в условиях рецессии, а также появления предпосылок для восстановления экономики во втором полугодии мы видим основания для сохранения умеренно благоприятной динамики показателей рынка труда в ближайшие месяцы.

**Рисунок 39. Уровень безработицы, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 40. Динамика экономически активного и экономически неактивного населения (сезонность устранена), тыс.чел.**

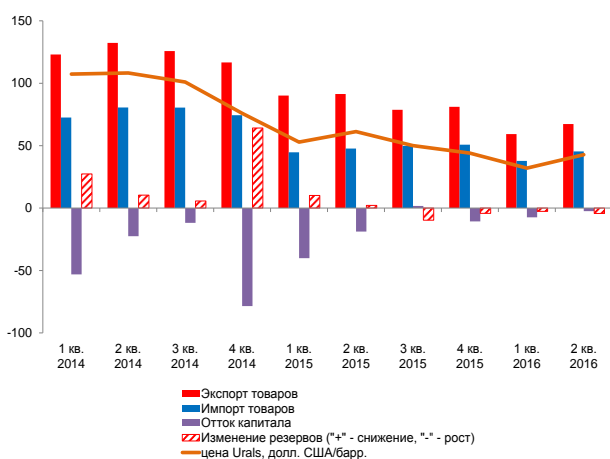


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.2.8. Платежный баланс в первом полугодии: сохранение небольшого профицита по текущему счету

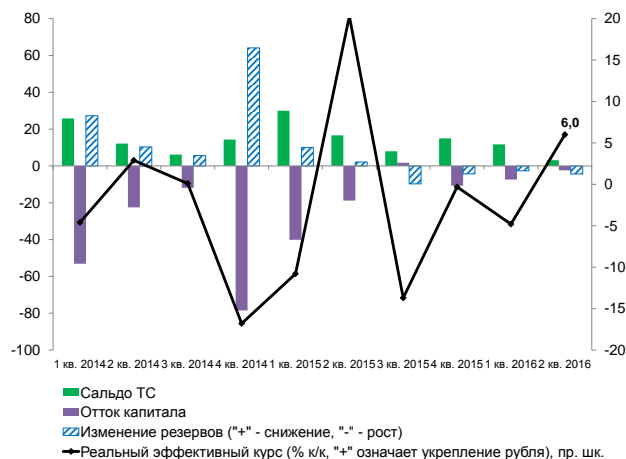
Предварительные оценки динамики платежного баланса по итогам II квартала 2016 года свидетельствуют о продолжающемся снижении сальдо по счету текущих операций до 3,4 млрд долл. США по сравнению с 16,5 млрд долл. США за аналогичный период прошлого года.

**Рисунок 41. Динамика избранных компонентов платежного баланса, млрд долл. США**



Источник: Банк России, оценки ДИП.

**Рисунок 42. Динамика избранных компонентов платежного баланса, млрд долл. США**



Источник: Банк России, оценки ДИП.

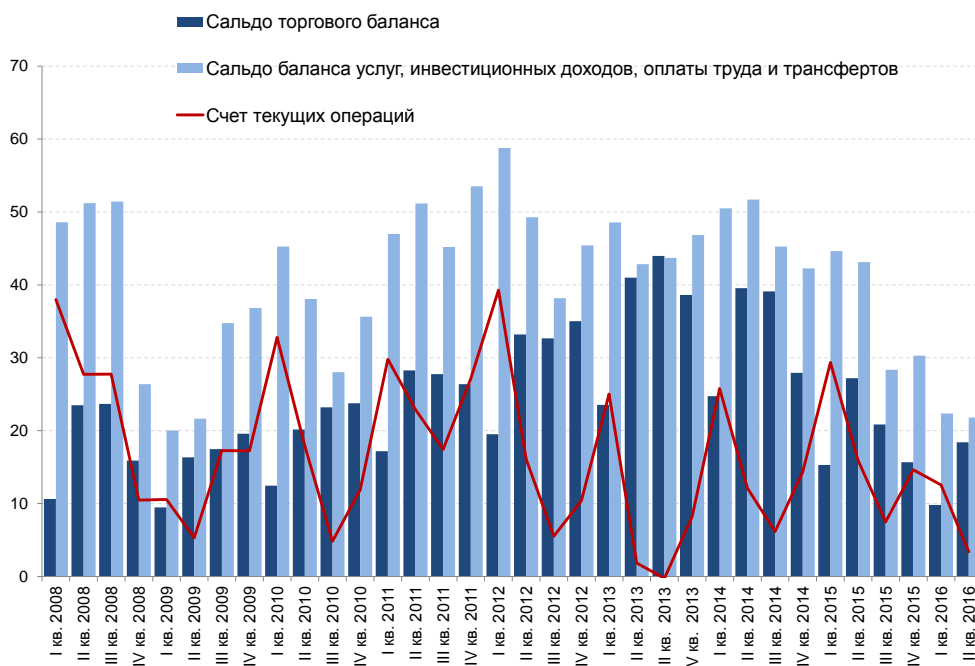
Опубликованные данные оказались хуже наших расчетных данных (профицит текущего счета 6,5–7,0 млрд долл. США), полученных из модели платежного баланса, которая исходила из фактически реализовавшейся динамики цен на нефть, физических объемов и ряда других используемых в наших расчетах макроэкономических показателей.

Наши оценки показывают, что в наибольшей степени расхождения расчетных оценок ДИП с опубликованной предварительной оценкой платежного баланса в части текущего счета проявились по статьям торгового баланса. Так, фактические данные по товарному экспорту оказались слабее наших ожиданий с учетом фактических цен на нефть за апрель-июнь. Это может объясняться наличием временного лага в процессе заключения контрактов на поставку в сочетании с отложенным эффектом от негативного шока нефтяных цен в начале года. Вместе с тем, это дает надежду на восстановление сырьевого экспорта в будущем. В то же время, динамика импорта оказалась лучше наших ожиданий, даже учитывая укрепление рубля и прекращение снижения реальных доходов населения.

Снижение оттока капитала продолжилось – чистый вывоз капитала частным сектором по итогам апреля-июня составил всего 2,4 млрд долл. США. Текущая благоприятная динамика чистого оттока капитала связана, прежде всего, с прохождением в прошлом году пика платежей по внешнему долгу, а также с продолжением

успешного рефинансирования внешней задолженности нефинансовым сектором. Во II квартале объем привлечения средств за границей нефинансовым сектором несколько превысил величину погашений (на 7,2 млрд. долл. США), хотя эта оценка может в значительной степени измениться после уточнения природы потоков, проходящих по статье «ошибки и пропуски» (Рисунок 44).

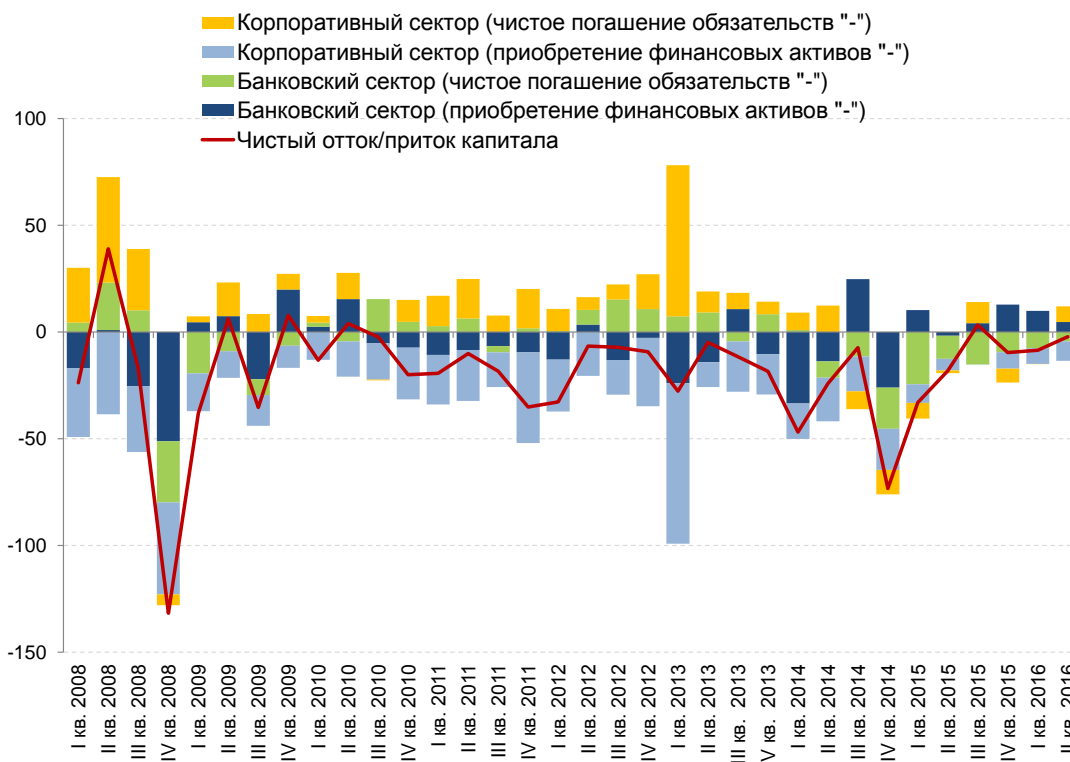
**Рисунок 43. Динамика торгового и неторгового сальдо, млрд. долл. США**



Источник: Банк России, расчеты ДИП

Второй по значимости положительный фактор в динамике капитальных потоков во II квартале – сокращение банками финансовых активов в валюте (на 4,7 млрд. долл. США), что, в основном, было связано с погашением банками задолженности по валютному РЕПО перед Банком России. Погашения банками внешнего долга, фактическая величина которых сопоставима с оценками, представленными в графике погашений внешнего долга по данным Банка России, составляют относительно стабильную часть оттока капитала в 2016 году.

Мы по-прежнему полагаем, что сохранение небольшого профицита по текущему счету в 2016 году потребует дальнейшего сокращения оттока капитала, что повышает чувствительность российской валюты к шокам на глобальных финансовых рынках.

**Рисунок 44. Динамика компонентов капитального счета, млрд. долл. США**

Источник: Банк России, расчеты ДИП

### Стабильность рубля при снижении нефтяных цен: следствие притока капитала и «заякоренности» ожиданий по нефти

С января по апрель сдвинулся средний уровень курса при заданных ценах на нефть – так, рост цены нефти мог отражать снижение рисков (при цене нефти 40 долл./барр. курс был около 65 руб./долл., а не 75 руб./долл., как в начале года). Эта тенденция продолжилась в июле – при той же стоимости нефти рубль в июле крепче, чем в июне. Подобные сдвиги могут быть следствием реакции отношения инвесторов к риску (притока капитала).

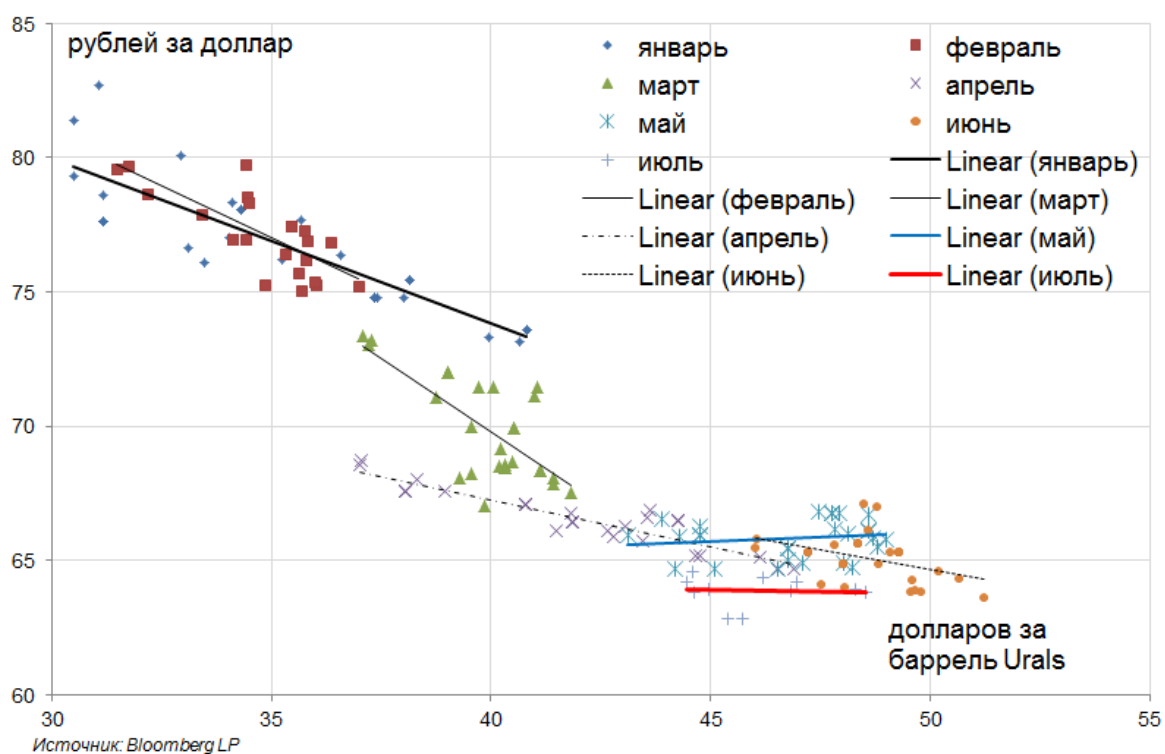
С начала июля рубль демонстрировал минимальную чувствительность к цене нефти. В марте, когда цена нефти выросла, а глобальные риски снижались, чувствительность была максимальной в этом году, что способствовало укреплению рубля. С апреля эластичность курса рубля по цене нефти резко сократилась. В последующем чувствительность только снижалась, и изменение цен на нефть в широком диапазоне сопровождалось изменением курса рубля всего на 3-4 рубля. Столь низкая эластичность рубля по нефти может иметь несколько объяснений:

А) уверенность участников рынка, что цена нефти на уровне 45 долларов за баррель является устойчивым. Поэтому, даже при колебаниях цены нефти вокруг этого уровня, нет оснований ожидать, что эти отклонения будут носить долгосроч-

ный характер (что потребовало бы переоценки фундаментального курса рубля для данной цены на нефть). Иными словами, участники рынка с апреля расценивают цену нефти на уровне 45-50 долларов за баррель в качестве равновесной. При росте цены нефти, они не переоценивают курс рубля, полагая отклонения цены нефти от равновесия временными.

Б) чувствительность может быть низкой при высоких уровнях глобального риска (risk off) и высокой при низком уровне риска. Если инвесторы не рассматривают страну как объект для инвестиций из-за глобальных рисков, то колебания цены нефти не привлекают потоки капитала. Если же на рынках наблюдается risk-on, то чувствительность к цене нефти растет, так как нефть становится информативным сигналом об относительном риске вложений в российские активы (по сравнению с другими направлениями risk-on). Однако в июле при низком уровне риска на глобальном рынке чувствительность рубля к цене нефти была очень низкой, что идет в разрез с данным предположением.

Рисунок 45. Связь курса рубля и цены нефти по месяцам 2016 года



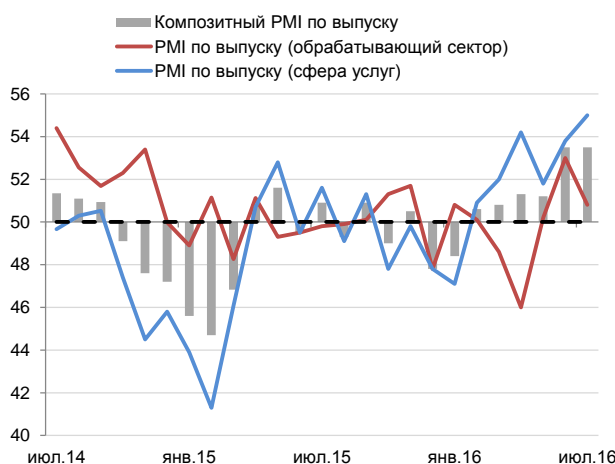
### 1.2.9 Индексы PMI: ускорение роста в сфере услуг на фоне небольшого охлаждения в обрабатывающем секторе

- Сводный индекс PMI по России остался на максимальном с февраля 2013 года уровне: снижение активности в обрабатывающем секторе было компенсировано значительным ростом деловой активности в сфере услуг.

- Низкий спрос и высокая загрузка мощностей остаются главными сдерживающими факторами роста выпуска в обработке при сокращающейся роли неопределенности.
- Ускорение роста в сфере услуг до максимума с февраля 2013 г. сопровождается улучшением ожиданий бизнеса до уровня начала 2014 года.
- Данные по индексам PMI за июль говорят о большой вероятности постепенного восстановления экономической активности в ближайшие месяцы.

Сводный индекс PMI в июле остался на уровне 53,5 пунктов – максимуме с февраля 2013 года (Рисунок 46). При этом наблюдалось небольшое ухудшение динамики деловой активности в обрабатывающем секторе и ускорение роста в сфере услуг.

**Рисунок 46. Динамика индексов PMI России по выпуску, пункты**

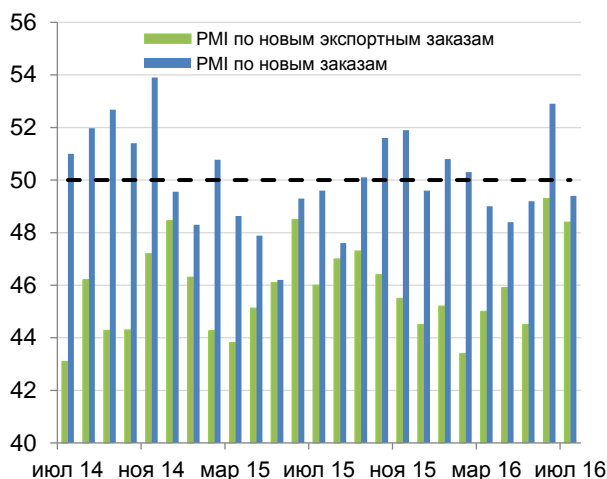


Источник: Bloomberg Finance L.P.

В июле индекс PMI обрабатывающего сектора сократился до 49,5 с 51,5 в июне, вновь оказавшись ниже пограничного значения в 50 пунктов, отделяющего рост от спада экономической активности. Сокращение деловой активности было вызвано как слабым внутренним, так и внешним спросом: возобновилось снижение новых внутренних заказов и усилилось сокращение новых экспортных заказов (Рисунок 47). Тем не менее, новые заказы сократились незначительно: снижение в июле было меньше, чем месячные сокращения происходившие в период с марта по май, а снижение экспортных заказов было минимальным с июня 2015 года (не считая июньского значения этого года). При этом часть компаний связали сокращение новых заказов с нехваткой производственных мощностей, что частично подтверждается увеличением незавершенных заказов, произошедшим впервые с января 2013 года.

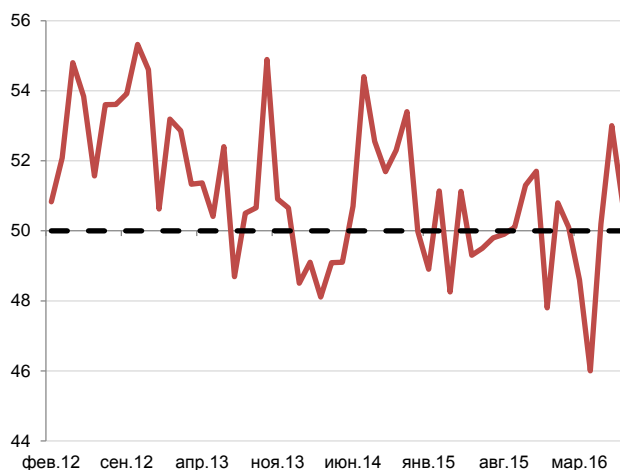
Несмотря на сокращение новых заказов, рост выпуска в секторе продолжился третий месяц подряд, хотя и с меньшими темпами: индекс PMI по выпуску снизился до 50,8 пунктов с 53,0 пункта в июне (Рисунок 48).

**Рисунок 47. PMI обрабатывающего сектора по новым заказам**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 48. PMI обрабатывающего сектора по выпуску**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Судя по результатам ежемесячных обследований организаций, проводимых Росстатом, рост в обработке продолжает сдерживаться близкой к локальному максимуму за последние несколько лет загрузкой производственных мощностей, остающейся высокой неопределенностью экономической ситуации, а также низким спросом (Рисунок 49, Рисунок 50). Однако в случае отсутствия новых внешних потрясений влияние фактора неопределенности в ближайшие месяцы должно сократиться: доля респондентов, для которых этот фактор является ограничивающим, сократилась, достигнув в июле минимального значения с января 2016 года. Таким образом, рост в обрабатывающем секторе вероятно продолжится в ближайшие месяцы.

В июле индекс PMI в сфере услуг достиг своего максимального значения с февраля 2013 года, увеличившись до 55,0 пунктов с 53,8 пунктов в июне. Продолжающийся с февраля рост деловой активности в сфере услуг произошел за счет существенного увеличения новых заказов до максимума с января 2013 года (Рисунок 51). В результате значительного роста новых заказов, занятость в секторе увеличилась, впервые с февраля 2014 года (Рисунок 52). Хотя ее рост был достаточно скромным, сам факт выхода показателя в область роста является положительным сигналом об улучшении ожиданий компаний сектора услуг. Это отразилось и в росте ожиданий компаний относительно деловой активности в ближайшем году до максимума с февраля 2014 года. Наряду с ростом занятости, положительным сигналом является переход показателя незавершенных заказов от снижения, которое наблюдалось на протяжении пяти с половиной лет, к символическому росту (50,1 пункт).

**Рисунок 49. Средний уровень используемых производственных мощностей, % (сезонность устранена)**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

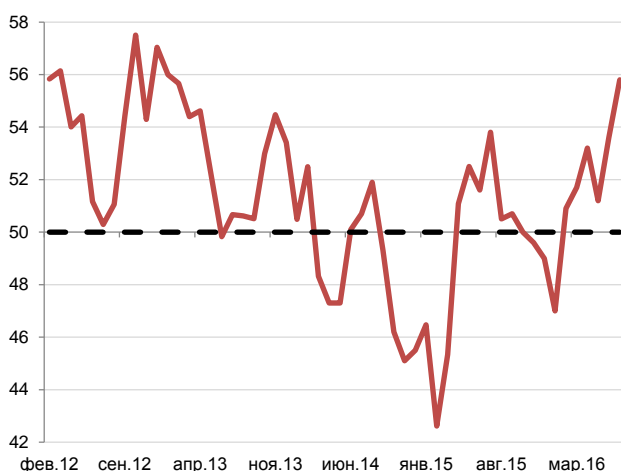
**Рисунок 50. Факторы, ограничивающие рост производства в обработке**



\*Значение за 2016 год – среднее за январь-июль  
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

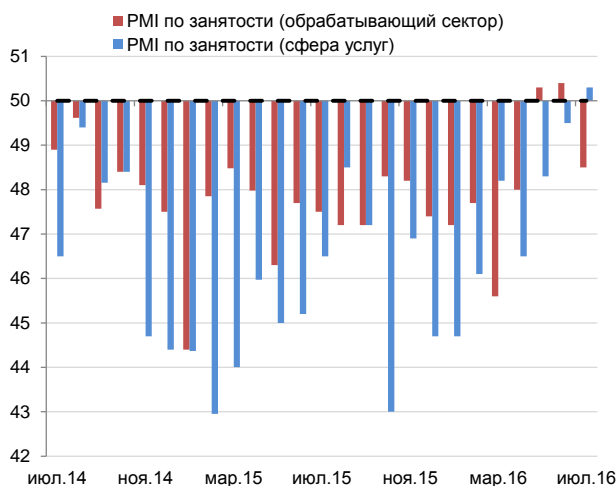
В целом динамика индексов PMI в июле сигнализирует о высокой вероятности начала постепенного восстановительного роста в экономике в ближайшие месяцы. Вместе с тем, начавшееся в июле ухудшение внешних условий может негативно повлиять на ожидания экономических агентов, что является фактором риска для экономической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

**Рисунок 51. Динамика индекса PMI России в сфере услуг по новым заказам, пункты**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 52. Динамика индексов PMI по занятости, пункты**



Источник: Bloomberg Finance L.P.



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

#### 1.3.1. Рост мировой экономики остается слабым

- Рост экономик развитых стран во II квартале остается слабым, несмотря на поддержку со стороны потребительского спроса
- ФРС может провести максимум одно повышение ставки до конца 2016 года
- Рост китайской экономики во II квартале сохранился на уровне 6,7% г/г благодаря действию стимулирующих мер властей. Риски исчерпания данного эффекта во втором полугодии растут.

#### США

Количество рабочих мест вне сельского хозяйства в июне возросло на 287 тыс., что оказалось значительно выше консенсуса рынка (180 тыс. мест). Вышедшая статистика указала на преждевременность опасений по поводу занятости в экономике США, которые стали высказываться рядом аналитиков после публикации слабой статистики в предыдущие месяцы. Однако выводы об устойчивом восстановлении занятости сейчас также могут оказаться преждевременными – ответы на многие вопросы по поводу текущего состояния рынка труда должны быть получены по результатам публикации статистики за июль–август.

В США состоялось первое после решения Великобритании о выходе из Евросоюза заседание комитета по открытым рынкам ФРС США (FOMC). По его итогам, как и ожидалось, было принято решение о сохранении ключевой ставки на уровне 0,25-0,50%. В сопутствующем решению пресс-релизе было отмечено существенное улучшение динамики частного потребления и динамики рынка труда. При этом динамика инвестиций по-прежнему остается скромной. ФРС добавила небольшую фразу о том, что краткосрочные риски для экономического роста снизились. Судя по всему, она касается оценки последствий Brexit, которые пока не оказывают какого-либо влияния с точки зрения экономической динамики в США.

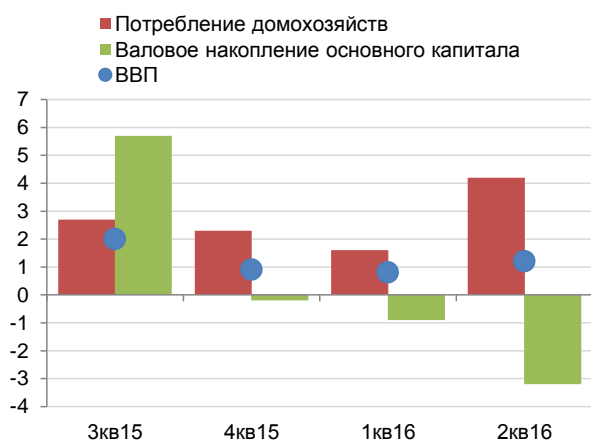
Первая оценка роста ВВП за II квартал подтвердила тенденцию расхождения динамики потребления и инвестиций. Рост составил всего 1,2%<sup>13</sup> при ожидавшихся 2,5%. Данные за I квартал были пересмотрены вниз – с 1,1 до 0,8%. Во II квартале, как и ожидалось ранее, наибольший позитивный вклад в динамику ВВП внесло потребление домохозяйств – оно выросло в годовом выражении на 4,2% за счет роста покупок товаров длительного пользования на 8,4%. Основной негативный вклад внесла динамика инвестиций. Валовое накопление снизилось на 9,7% за счет сни-

<sup>13</sup> Сезонно очищенный рост к предыдущему кварталу в годовом выражении.

жения запасов, тогда как валовое накопление основного капитала снизилось на 3,2%<sup>14</sup> (Рисунок 53).

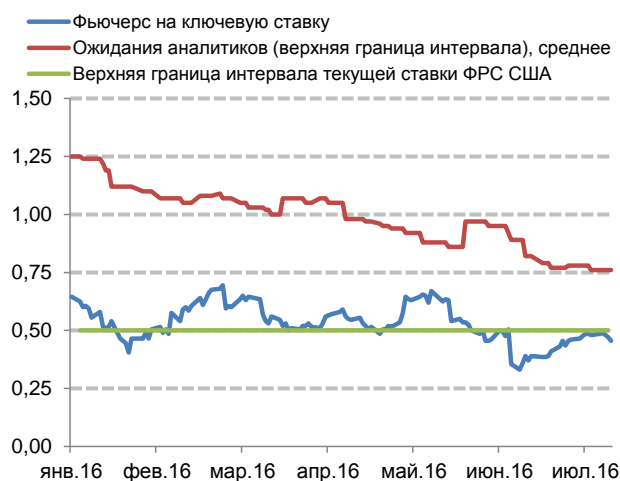
Значительное расхождение динамики инвестиций и частного потребления является тревожным сигналом. Ускорение падения инвестиций говорит о достаточно пессимистичных ожиданиях корпоративного сектора. В какой-то момент оно может привести к развороту позитивных тенденций на рынке труда, что, в свою очередь, скажется на потреблении. Учитывая такой баланс факторов, а также нарастающую неопределенность относительно исхода президентских выборов в ноябре, ФРС с большой вероятностью не будет поднимать ставку на следующем заседании в сентябре. Это означает, что до конца 2016 года ФРС может повысить ставку всего один раз на декабрьском заседании<sup>15</sup>, что в целом совпадает на данный момент с рыночными ожиданиями. Различные индикаторы (Рисунок 54) предполагают неизменность ставки до конца года либо всего одно повышение.

**Рисунок 53. Рост ВВП США, сезонно очищенный, % к/к в годовом выражении**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 54. Динамика ожиданий ставки ФРС на конец 2016 года**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

## Еврозона

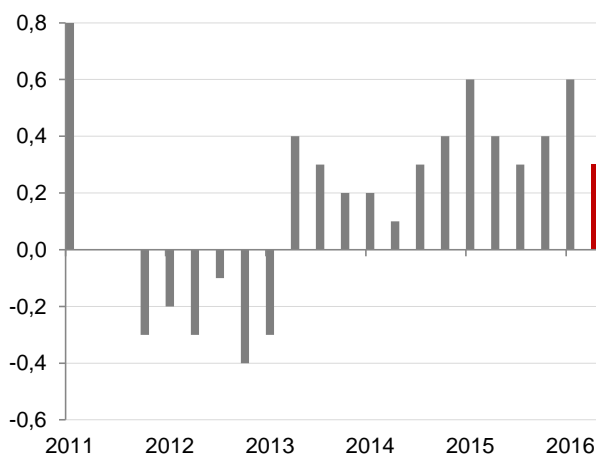
По итогам прошедшего 21 июля заседания Управляющего совета ЕЦБ было принято решение о сохранении параметров основных операций центрального банка на неизменном уровне. В своем официальном заявлении после решения Председатель ЕЦБ Марио Драги заявил о наличии рисков усиления стагнации при сохранении потребительской инфляции около нулевых значений на горизонте влияния монетарной политики. Такая недвусмысленная риторика свидетельствует о том, что европейская экономика объективно еще далека от того, чтобы увидеть новый цикл ужесточения монетарных условий. На повестке дня пока что в большей

<sup>14</sup> Максимальное падение за последние 7 лет.

<sup>15</sup> Если ФРС не повысит ставку на сентябрьском заседании, маловероятно, что это произойдет на неопорном ноябрьском заседании.

степени стоит вопрос о дополнительном стимулировании экономики и, в частности, корректировке параметров программы «количественного смягчения» (QE) как в части объемов, так и в части финансовых инструментов, покупки которых у участников рынка будут осуществляться центральным банком.

**Рисунок 55. Рост ВВП еврозоны, сезонно очищенный, % к/к**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Первая оценка ВВП еврозоны за II квартал говорит о снижении темпов роста до 0,3% после ускорения до 0,6% в I квартале (Рисунок 55). Замедление состоялось во всех крупных экономиках еврозоны, включая Германию<sup>16</sup> и Францию. Скорее всего, такая экономическая динамика только усилит давление на ЕЦБ в пользу дальнейшего смягчения монетарной политики, несмотря на постоянное заявление регулятора о том, что улучшение экономической динамики зависит не только от монетарной политики.

## Япония

Политика Банка Японии продолжает вызывать вопросы в отношении ее устойчивости и в значительной степени идет вразрез с ожиданиями рынков. В прошедшую пятницу было обнародовано решение Банка Японии, принятое большинством голосов «7 против 2», о сохранении ставки политики на прежнем уровне в -0,1%, сохранении годовых объемов наращивания денежной базы на уровне 80 трлн иен, а также увеличении объема выкупа бумаг биржевых инвестиционных фондов (ETF) с 3,3 трлн иен до 6 трлн иен.

В преддверии решения Банка Японии объем ликвидности на рынке существенно сократился. На фоне ранее сделанных главой Банка Японии Харухико Куродой скептических заявлений в отношении перспектив «вертолетных денег», предложенное расширение мер стимулирования в целом разочаровало рынок.

<sup>16</sup> Консенсус-прогноз. Официальных оценок ВВП Германии за II квартал пока нет.

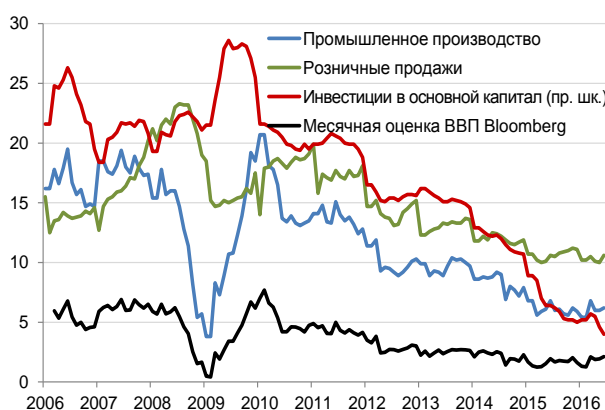
Внутридневное укрепление иены к доллару США оказалось вблизи отметки в 3% (максимум с конца 2008 года), прежде чем произошла коррекция.

В опубликованном по итогам решения [релизе](#) Банка Японии говорится о сохранении «значительной неопределенности» в отношении перспектив достижения цели по инфляции в 2% на фоне усилившейся волатильности на мировых финансовых рынках и сохраняющейся сложной ситуации в ведущих зарубежных экономиках. В документе также сделано заявление о намерении Банка Японии провести в ближайшее время предельно детальный мониторинг экономической активности и инфляционных процессов в свете реализуемой программы QE с отрицательной процентной ставкой. Такого рода риторика сама по себе не способствует снижению неопределенности у участников рынка. Однако с учетом того, что баланс Банка Японии к настоящему моменту времени уже увеличен до порядка 80% ВВП, вопрос о пределе проводимых центральным банком покупок и эффективности указанных стимулирующих мер становится все более актуальным.

## Китай

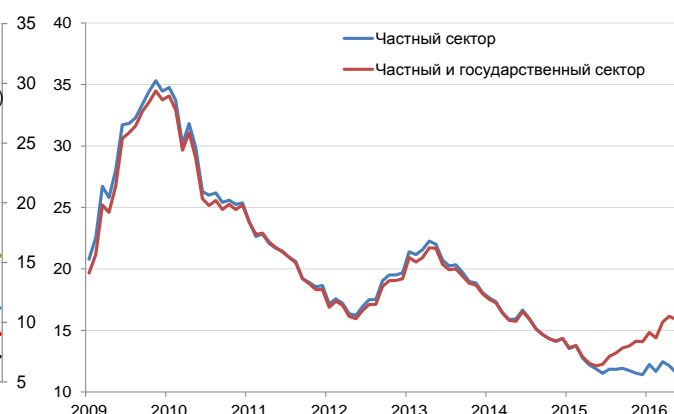
Макроэкономическая статистика Китая за июнь оказалась даже немного лучше майской. Так, темп роста промышленного производства вырос до 6,2% г/г (в мае – 6,0%), розничных продаж – до 10,6% (10,0%). Строительство продолжило расти повышенными темпами. Оценка Bloomberg месячного роста ВВП повысилась до 7,1% г/г (6,9%). Согласно официальным данным, темп роста китайской экономики во II квартале сохранился на уровне I квартала – 6,7% г/г. Во многом это является результатом действия стимулирующих мер властей.

**Рисунок 56. Рост ВВП, промышленное производство, розничные продажи и инвестиции в Китае, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 57. Динамика долгового финансирования в Китае, % г/г**



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

В то же время, мы видим усиление риска скорого исчерпания эффекта данных мер. Рост долгового финансирования частного сектора в июне продолжил снижаться – до 11,3% г/г (11,6%). Сохраняющийся активный рост государственных заимствований по-прежнему частично сглаживал эту динамику, но замедление с ап-

рельского пика продолжилось до 15,7% г/г (15,9%). Аналогичная картина с инвестиционной активностью: продолжающееся снижение темпа роста частных инвестиций лишь частично компенсируется государственными, из-за чего общий рост инвестиций в основной капитал в июне замедлился до 9,0% г/г (9,6%).

В целом, учитывая примерно полугодовой лаг между кредитной активностью и экономическим ростом, угрозы снижения темпа роста китайской экономики в 2016 году минимальны, а в III квартале есть даже вероятность его небольшой активизации, что мы видим на июньских данных. Однако за пределами 2016 года мы по-прежнему видим риски замедления китайской экономики и потребность в новых стимулирующих мерах, если власти ставят задачу поддержания повышенных темпов экономического роста.

### ***1.3.2. Первоначальная реакция финансовых рынков на Brexit оказалась слишком эмоциональной***

- В июле волатильность финансовых рынков вернулась на минимальные уровни после слишком эмоциональной первоначальной реакции на решение Великобритании о выходе из Евросоюза.
- Возросшие ожидания сохранения крупнейшими центральными банками мира мягкой монетарной политики привели к снижению доходностей гособлигаций развитых стран до минимальных уровней.
- На этом фоне наблюдался сильный приток средств на рынки развивающихся стран, где доходности остаются относительно высокими.
- Ухудшение ситуации на нефтяном рынке привело к росту доходности ОФЗ и ослаблению рубля.
- RUONIA остается ниже ключевой ставки Банка России несмотря на временный отток ликвидности из банков в июле

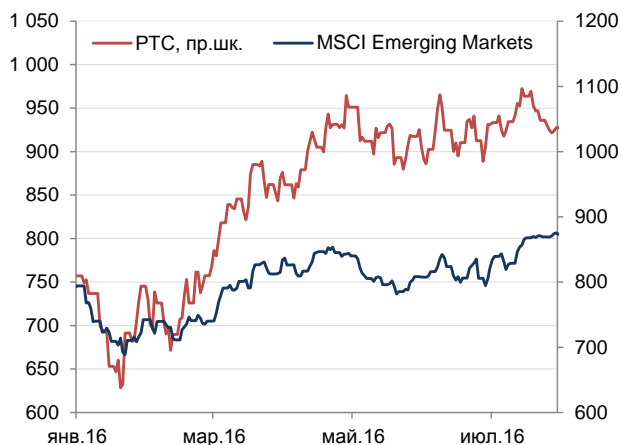
### **Мировые рынки**

Прошедший после голосования по вопросу Brexit месяц показал, что первоначальная реакция финансовых рынков оказалась слишком бурной. В течение всего июля волатильность на финансовых рынках снижалась и в итоге приблизилась к минимальным историческим уровням (Рисунок 60). Одним из факторов снижения стал рост ожиданий относительно сохранения мягкой монетарной политики крупнейшими центральными банками на более долгий, чем ожидалось ранее, период.

Доходности гособлигаций развитых стран немного выросли по итогам июля, но продолжили оставаться вблизи минимальных уровней (Рисунок 62). Ожидания мягкой монетарной политики и снижение волатильности привели к росту спроса на

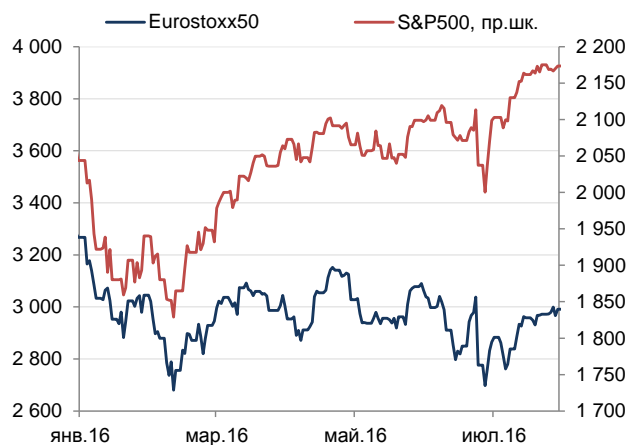
рисковые активы. В частности, выросли рынки акций как развитых, так и развивающихся стран (Рисунок 58, Рисунок 59).

**Рисунок 58. Индексы PTC и MSCI EM**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 59. Индексы S&P500 и Eurostoxx50**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 60. Индекс VIX (S&P500) и индекс волатильности PTC (RTSVX)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 61. Спреды EMBI+Russia и JP Morgan EMBI Global**

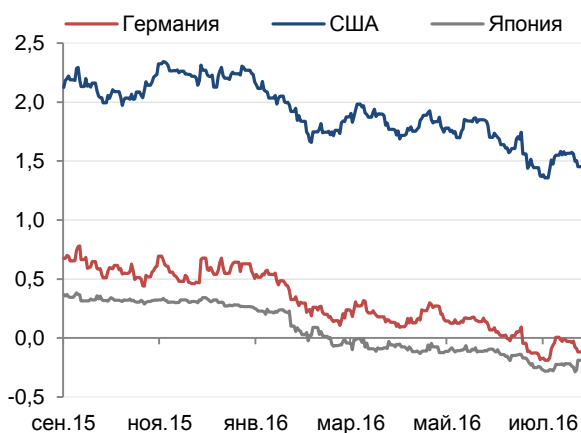


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Одним из главных бенефициаров сложившейся ситуации стали рынки развивающихся стран. В июле наблюдался сильный приток средств в фонды развивающихся стран, работающих как с акциями, так и с облигациями (Рисунок 65). Спрос на последние вырос из-за общего снижения доходностей безрисковых инструментов, что вынуждает инвесторов вкладывать средства в более рискованные инструменты с высокой доходностью. По итогам июля доходности гособлигаций развивающихся стран в национальной валюте достигли минимальных исторических значений<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Исходя из доходности индекса Bloomberg Emerging Market Local Sovereign Index.

**Рисунок 62. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %**



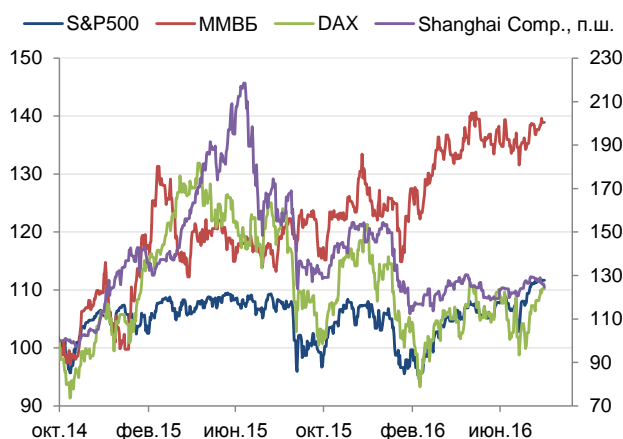
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 63. Кредитный спред корпоративных облигаций развитых стран, %**



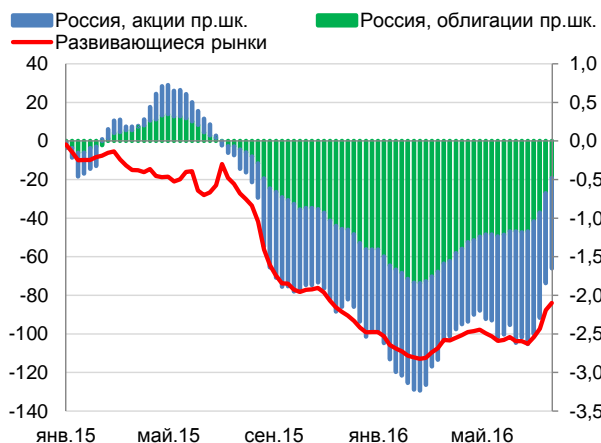
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 64. Динамика индексов акций в локальных валютах (индекс, 1 января 2014 года = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 65. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран с развивающимися рынками (накопленным итогом, "+" означает приток), млрд долл. США**



Источники: EPFR Global, Bloomberg Finance L.P.

## Российские рынки

Основной тон динамике российского финансового рынка в июле задавали изменения внешних условий. Снижение нефтяных цен стало негативным фактором и привело к ослаблению рубля по отношению к основным мировым валютам, особенно во второй половине месяца. На рынке облигаций по итогам месяца произошло небольшое повышение доходностей долгосрочных гособлигаций (Рисунок 67). Ухудшение ситуации на рынке нефти могло бы привести к более значительному росту доходностей ОФЗ, однако умеренно-жесткая денежно-кредитная политика Банка России и приток средств на рынки ценных бумаг развивающихся стран (в том

числе российский), который наблюдается согласно последней статистике EPFR, смягчили влияние динамики нефтяных цен.

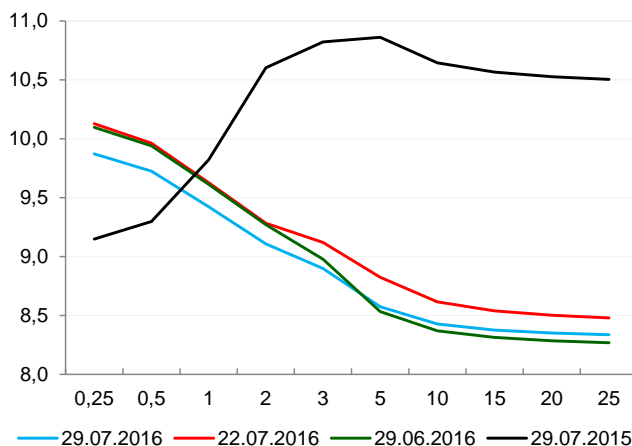
Доходности корпоративных облигаций продолжили снижение, несмотря на коррекцию на рынке государственных облигаций (Рисунок 69<sup>18</sup>). Эмиссионная активность корпоративных заемщиков в июле немного снизилась: по информации cbonds в июле объем первичных размещений составил 128,8 млрд. руб. после 160 млрд. руб. в июне. Тем не менее, нетто-объем размещений (с учетом погашений) остался в положительной зоне и с начала года составил уже 377 млрд. руб.

**Рисунок 66. Временная и историческая волатильность рубля и цен на нефть**



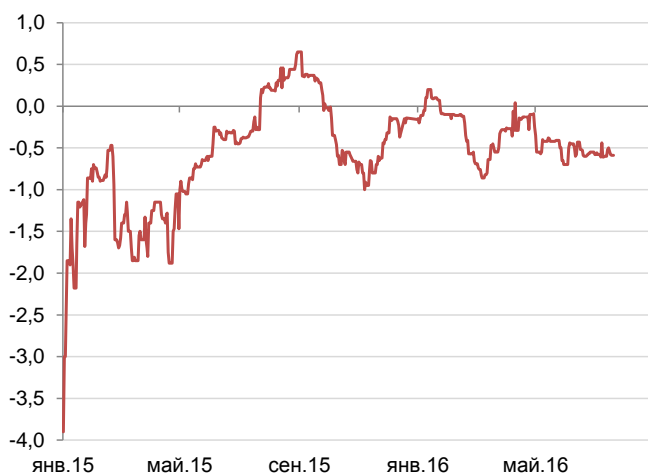
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 67. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %**



Источник: Московская Биржа.

**Рисунок 68. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых**



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

**Рисунок 69. Динамика доходности рублевых облигаций\*, %**



Источники: Cbonds.

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

<sup>18</sup> Скачок доходности индекса корпоративных облигаций связан с пересмотром базы расчета индекса 1 июля, а не с рыночной динамикой.



В июле состояние ликвидности в целом по банковской системе изменилось незначительно. Показатель чистой ликвидной позиции банков перед Банком России за рассматриваемый период (1–29 июля) даже несколько снизился. Это связано с тем, что в июле впервые с начала этого года был зафиксирован чистый отток ликвидности. Данное явление в основном связано с изъятием средств на счета Федерального казначейства в связи с погашением банками задолженности перед ним. Одновременно, задолженность банков перед Банком России практически не изменилась, что не компенсировало данный отток. Совокупный чистый отток средств из банковского сектора в июле составил около 320 млрд руб., этот отток удалось финансировать за счет сокращения ранее накопленного запаса средств на корсчетах и депозитах в Банке России.

Между тем, уровень коротких ставок денежного рынка слабо реагировал на данные изменения в состоянии ликвидности. На протяжении всего месяца спред RUONIA к ключевой ставке Банка России оставался отрицательным. Эта ситуация не изменялась даже в период крупных налоговых выплат. В целом, RUONIA продолжает находиться на уровне ниже ключевой ставки Банка России с начала июня 2016 года.

**Рисунок 70. Спред RUONIA и аукционной ставки недельного РЕПО с Банком России к ключевой ставке Банка России, б.п.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 71. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Вполне вероятно, что нахождение рыночных коротких ставок в нижнем диапазоне процентного коридора Банка России связано с изменением структуры ликвидности банковского сектора. Приток бюджетных средств концентрируется на счетах крупных банков, что позволяет им более быстро переходить к профициту ликвидности и оказывает достаточно сильное влияние на ставки данных банков. Менее крупные банки, продолжающие испытывать дефицит ликвидности, в июле, по всей видимости, чувствовали себя лучше, чем месяцем ранее из-за улучшения циркуляции ликвидности по банковской системе. На этом фоне в последние недели существенно снизилась аукционная ставка РЕПО с Банком России и сократились ставки

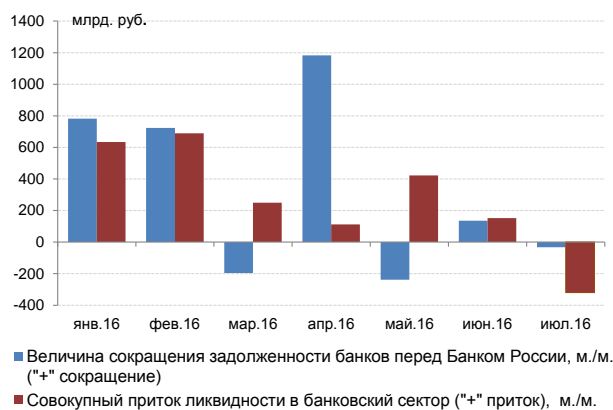
по межбанковским кредитам и междилерскому РЕПО, предоставляемому крупными банками.

**Рисунок 72. Динамика чистой ликвидной позиции банков перед Банком России, млрд руб**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 73. Сравнительная динамика сокращения задолженности банков перед Банком России и чистого притока ликвидности, млрд руб.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### 1.3.3. Товарные рынки: балансировка нефтяного рынка откладывается

- Июль стал худшим месяцем для рынка нефти с декабря 2015 года из-за появления свидетельств более поздней, чем предполагалось ранее, балансировки рынка.
- Мировая добыча нефти существенно выросла в июне, в том числе за счет снижения вынужденно простаивающих мощностей. При этом фактическое предложение нефти могло быть еще больше из-за новой стратегии Саудовской Аравии по распродаже накопленных запасов.
- В США начала расти добыча, что на фоне приближения сезона ремонтов нефтеперерабатывающих заводов и высоких запасов нефтепродуктов может вызвать сильное снижение физического спроса на нефть.
- Понижательно давление на нефтяные цены может сохраниться в ближайшие месяцы.

В июле на рынке сырьевых товаров наблюдалась разнонаправленная динамика. Энергетические и сельскохозяйственные товары упали в цене, а металлы, наоборот, выросли.

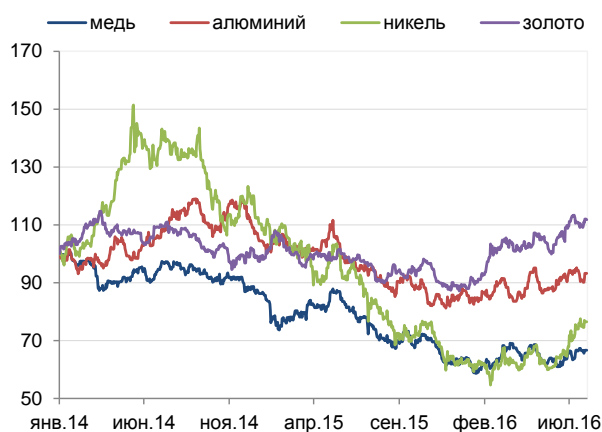
Ряд свидетельств того, что ребалансировка рынка нефти откладывается, вызвал снижение цен. В итоге июль стал самым неудачным месяцем для рынка нефти с декабря 2015 года: цены разных сортов упали на 14–15%.

**Рисунок 74. Цены на основные товары (январь 2014 = 100)**



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

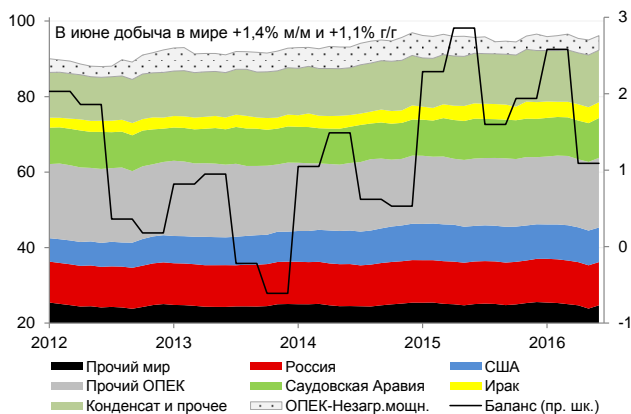
**Рисунок 75. Цены на основные металлы (январь 2014 = 100)**



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

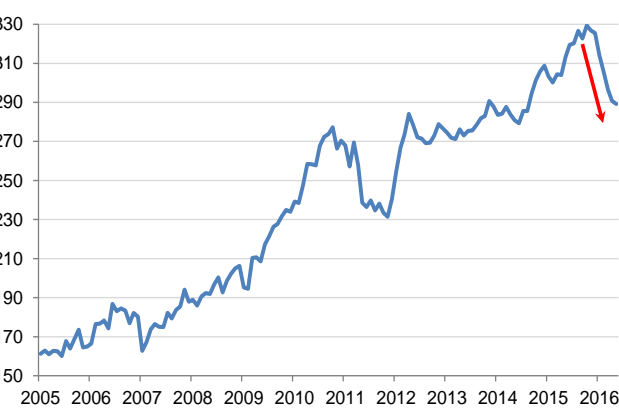
По данным Bloomberg Finance L.P., в июне мировая добыча нефти существенно выросла: снизился объем вынужденно простаивающих мощностей, а также увеличилось производство нефти в отдельных странах ОПЕК в связи с летним периодом. При этом фактическое предложение нефти на рынке стало заметно выше из-за новой стратегии Саудовской Аравии, которая с конца прошлого года активно сокращает свои запасы нефти (Рисунок 77).

**Рисунок 76. Добыча и баланс на нефтяном рынке, млн барр. в день**



Источники: Bloomberg Finance L.P., ОПЕК.

**Рисунок 77. Запасы нефти в Саудовской Аравии, млн баррелей**



Источник: JODI.

Это позволяет ей бороться за свою долю на рынке и в то же время сдерживать рост добычи, показатель, который во многом формирует настрой инвесторов. По нашим оценкам на основе данных JODI, в первом полугодии 2016 года данный фактор был равносильен дополнительной добыче нефти в объеме 0,25 млн барр. в

день. При этом значительный объем резервных мощностей позволит Саудовской Аравии при необходимости быстро восполнить израсходованные запасы. Можно предполагать, что запасы нефти также снижаются в Иране, который вынужденно их нарастил в период санкций, но точные данные отсутствуют.

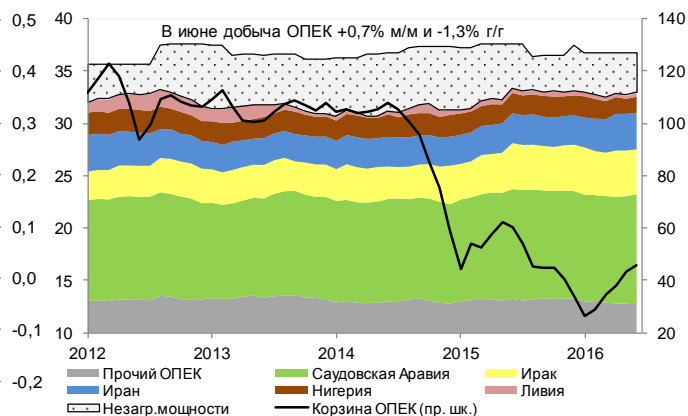
Данные по добыче нефти в странах ОПЕК в июне оказали понижающее давление на нефтяные цены из-за частичного восстановления добычи в Нигерии и Ливии, а также увеличения добычи в большинстве стран Персидского залива на фоне летнего активного пользования кондиционерами. При этом второй месяц подряд снижается добыча в Ираке и не растет в Иране, который, по всей видимости, достиг своего предела, почти восстановив досанкционный уровень добычи. В целом добыча в ОПЕК в июне выросла на 0,7% м/м, но снизилась на 1,3% г/г (Рисунок 79). Прогноз добычи нефти в ОПЕК по-прежнему подвержен повышенному влиянию со стороны временных факторов

Рисунок 78. Добыча нефти в России



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

Рисунок 79. Добыча нефти в странах ОПЕК



Источник: Bloomberg Finance L.P.

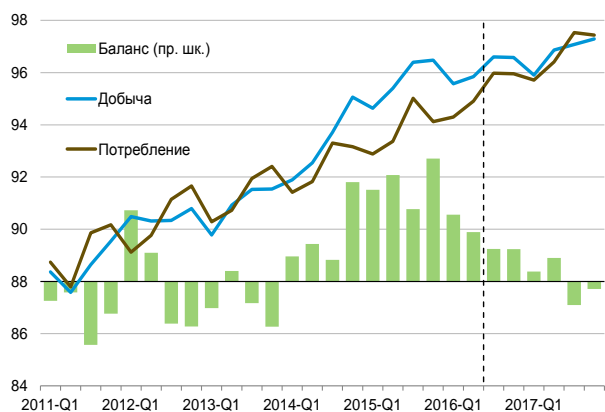
В России в июне добыча нефти сохранилась на майском уровне – 10,84 млн барр. в день (Рисунок 78). Рост добычи к соответствующему месяцу предыдущего года замедлился, при этом 12-месячная средняя продолжила расти. Мы сохраняем мнение, что международные организации, в частности [EIA](#), недооценивают перспективы роста добычи нефти в России.

Месячные отчеты Минэнерго США (EIA), Международного энергетического агентства и ОПЕК оказались неоднозначными. С одной стороны, все отмечают существенное сокращение излишка на нефтяном рынке во II квартале, в том числе благодаря регулярному пересмотру вверх прогноза роста спроса. С другой стороны, данный источник иссякает или уже иссяк, в то время как со стороны предложения можно ждать скорее расширения за счет постепенного сокращения перебоев поставок, что наблюдалось в июне. В оставшиеся месяцы года ожидается продолжение роста запасов, сдерживающее рост цен.

Китай сокращает спрос на нефть. В июне к продолжающему стагнировать внутреннему потреблению добавилось существенное сокращение темпа формиро-

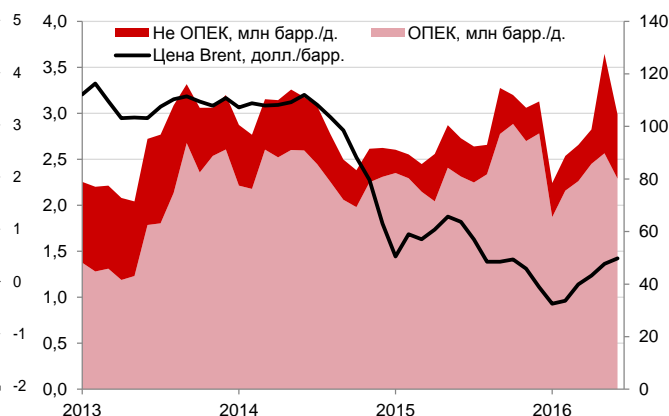
вания стратегических запасов. По нашим оценкам, в июне спрос, обусловленный данным фактором, снизился до 0,6 млн барр. в день с 1,1 млн барр. в день в мае (Рисунок 82, Рисунок 83). Мы по-прежнему ожидаем завершения первой фазы формирования стратегических запасов нефти и дальнейшего снижения спроса в ближайшие месяцы.

**Рисунок 80. Добыча нефти в США**



Источник: EIA.

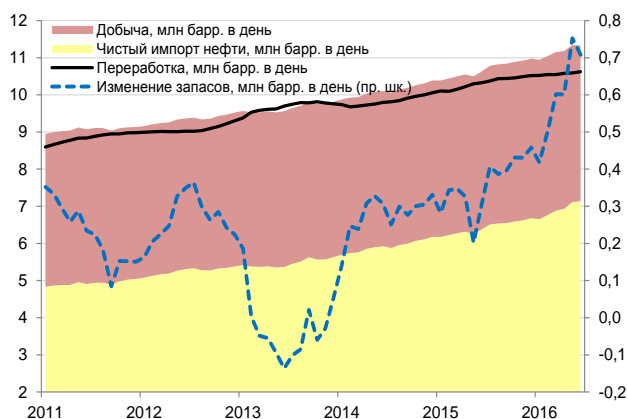
**Рисунок 81. Вынужденный простой мощностей добычи и цена нефти Brent**



Источники: EIA, Bloomberg Finance L.P.

При этом в Китае также продолжается сокращение добычи нефти вследствие сворачивания низкорентабельных проектов (Рисунок 82). В июне добыча уменьшилась на 1,3%, а за полугодие – на 8,7%, или 0,35 млн барр. в день. Это сдерживает понижательное давление на нефтяные цены.

**Рисунок 82. Добыча, чистый импорт, переработка и изменение запасов нефти в Китае, 12-месячные средние**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 83. Переработка и потребление нефти в Китае, 12-месячные средние**

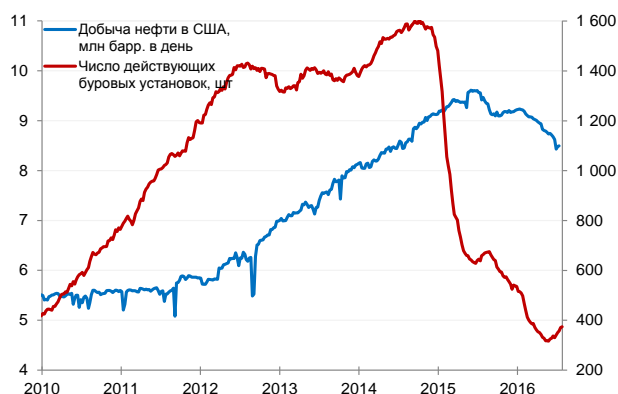


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Основное беспокойство участников рынка в конце месяца вызвала статистика из США. Неожиданно выросли запасы сырой нефти, что нетипично для июля, и продолжился сезонный рост запасов нефтепродуктов. Быстрое увеличение по-

следних оказывает давление на нефтяные цены. Текущий объем запасов бензина в США на 11,8% выше уровня прошлого года. Судя по всему, нефтеперерабатывающие компании переоценили потенциал роста спроса на бензин во время сезона отпусков, что привело к его избыточному накоплению. Спрос действительно не растет так быстро, как предполагалось ранее: среднегодовое потребление нефтепродуктов держится на неизменном уровне уже больше месяца. Третью неделю подряд продолжается рост добычи нефти, что является результатом начавшегося в конце мая увеличения количества работающих буровых установок.

**Рисунок 84. Добыча нефти в США**



**Рисунок 85. Потребление нефтепродуктов в США**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

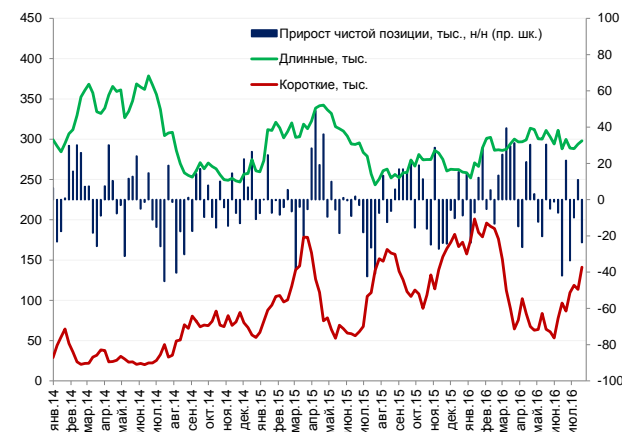
**Рисунок 86. Совокупные коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 87. Динамика открытых позиций на фьючерсном рынке нефти**



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

В США нефтеперерабатывающие заводы традиционно в конце лета – начале осени останавливают часть мощностей для проведения ремонта и переналадки на выпуск зимнего топлива. Учитывая очень высокий уровень накопленных запасов нефтепродуктов, остановка заводов может начаться раньше и продлиться дольше, чем обычно. Это будет означать снижение физического спроса на нефть и может привести к ускоренному росту запасов сырой нефти в условиях возобновившегося

роста добычи. Данный фактор также, по нашему мнению, будет оказывать давление на цену нефти.

По информации CFTC, за неделю с 12 по 19 июля количество коротких позиций во фьючерсах на нефть на бирже NYMEX<sup>20</sup> увеличилось до 141,2 тыс. со 113,5 тыс. Количество коротких позиций с конца мая<sup>21</sup> выросло уже в 2,6 раза. При этом количество открытых длинных позиций за этот же период не претерпело существенных изменений. Сохранение негативного новостного фона может привести к продолжению роста количества открытых коротких позиций и сохранению понижающего давления на нефтяные цены в ближайшее время.

---

<sup>20</sup> Открытых инвестиционными фондами, хедж-фондами и другими участниками финансового рынка.

<sup>21</sup> Тогда был достигнут локальный минимум.

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

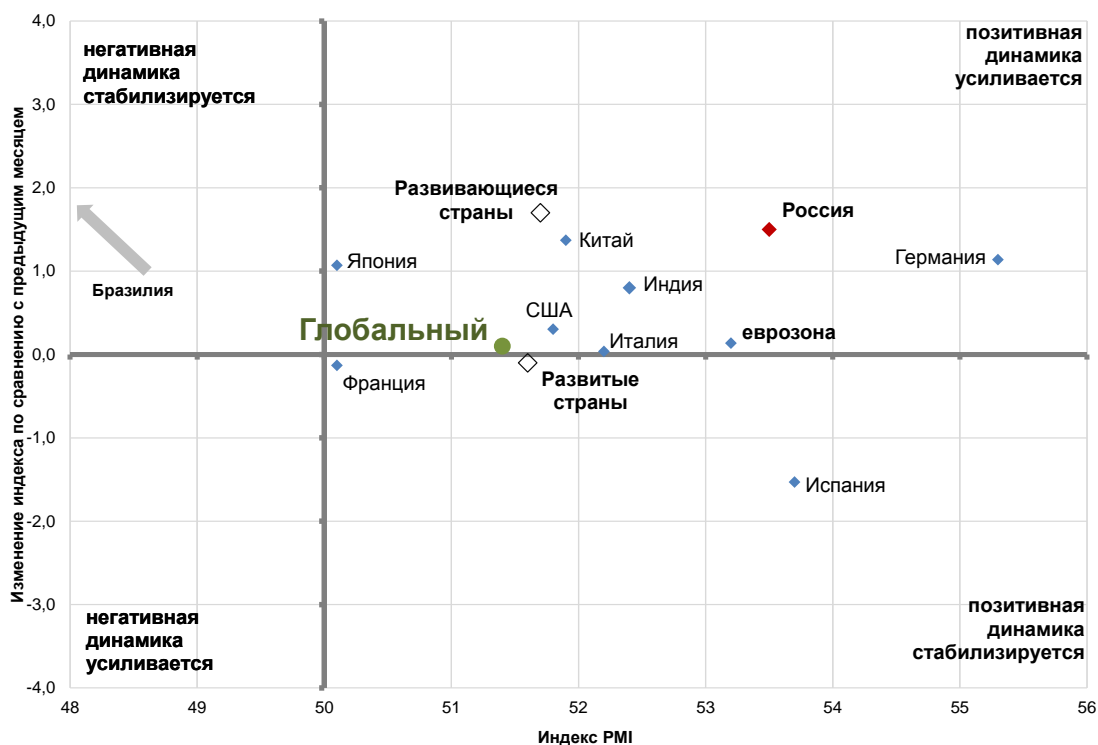
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Краткосрочные последствия Brexit для экономики еврозоны оказались незначительными

Экономический рост в развитых странах остается достаточно слабым, что подтверждается данными по росту ВВП за II квартал в США и еврозоне и оценками сводных индексов PMI за июль. Значения индексов в развитых странах практически не изменились по сравнению со средним значением за II квартал, за исключением Германии, где наблюдался существенный прирост (Рисунок 88).

При этом стабилизацию индексов PMI европейских стран после Brexit можно расценить как позитивный сигнал. Европейская экономика является крупнейшим экономическим партнером Великобритании, поэтому отсутствие немедленной реакции в динамике активности говорит о том, что оценки краткосрочных рисков Brexit для роста европейской экономики оказались завышенными.

Рисунок 88. Динамика сводного индекса PMI за июль и изменение к среднему значению за II квартал 2016 года.



Источник: IHS Markit.



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

### 2.2.1. Индексная оценка ВВП: рецессия – позади, впереди – медленный рост экономики

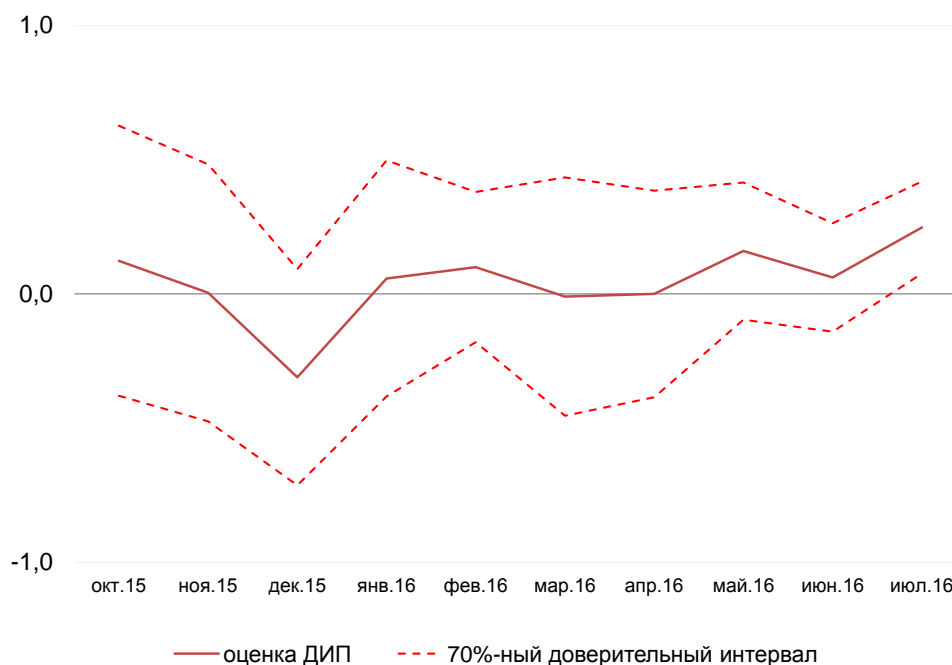
- Индексная оценка ВВП за II квартал в июле была повышена по сравнению с июньской оценкой: с устранением сезонности экономика в апреле–июне выросла на 0,2–0,3% к/к (Рисунок 89), а не стагнировала, как следовало из предыдущей оценки.
- Модельная оценка ВВП на III квартал также была улучшена с 0,2% к/к в июне до 0,4% к/к в июле. Оценка на IV квартал составляет 0,5% к/к, что близко к нашим оценкам, сделанным месяцем ранее.

	Июль 2016 года	Июнь 2016 года
	в % к предыдущему кварталу	в % к предыдущему кварталу
II квартал 2016 года	0,2–0,3	0,0–0,1
III квартал 2016 года	0,4	0,2
IV квартал 2016 года	0,5	0,4–0,5

- Позитивная июньская статистика по динамике производства в обрабатывающем секторе оказалась основным источником улучшения наших оценок.
- Вместе с тем пересмотр оказался достаточно умеренным ввиду того, что позитивные макроэкономические данные за июнь, по нашим оценкам, в значительной степени были отражены в опубликованных ранее опережающих индикаторах, которые также учитываются в наших модельных оценках.
- Рост цен в мае до отметки 50 долл./барр. рассматривался нами в рамках предыдущих оценок как краткосрочный. В связи с этим мы ожидаем, что текущее снижение цен на нефть до 40 долл./барр. и сохранение их вблизи этого уровня в целом соответствует сделанным нами ранее оценкам перспективной динамики экономической активности.
- Необходимо отметить, что колебания краткосрочных макроэкономических показателей за последние месяцы были достаточно существенными. Однако наши оценки могут в дальнейшем снова улучшиться, если намечающаяся

тенденция к восстановлению производственной активности найдет отражение в будущих статистических данных.

**Рисунок 89. Оценка темпа прироста ВВП во II квартале 2016 года, % к/к**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

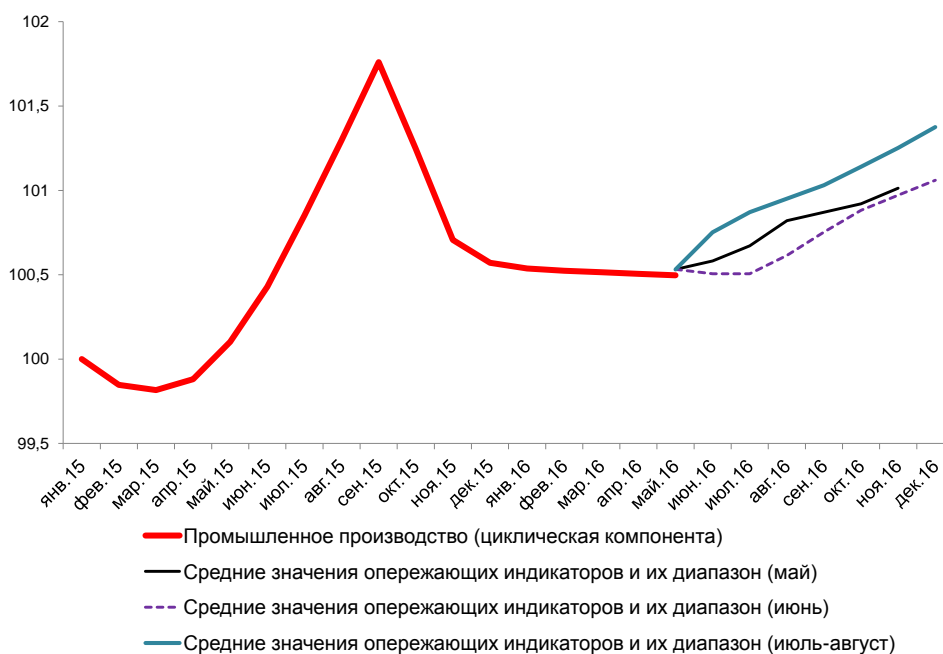
### **2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности: перспективы роста улучшаются**

- Оценка сводного опережающего индикатора деловой активности была пересмотрена в сторону повышения по сравнению с результатами предыдущего месяца (Рисунок 90).
- Наши ожидания вероятного начала восстановления экономики во втором полугодии были подкреплены опубликованными данными Росстата за июнь (прежде всего, позитивной статистикой из обрабатывающего сектора), а также июльскими PMI-индексами в сфере услуг.
- При интерпретации указанных результатов, вместе с тем, необходимо учитывать, что а) динамика экономической активности по видам деятельности остается достаточно неоднородной, б) текущее улучшение оценок индикатора в значительной степени связано с хорошей статистикой по PMI в сфере услуг (в частности, данными по гостиничному и ресторанному бизнесу, которые не являются достаточно репрезентативными с точки зрения оценки перспектив эко-

номики в целом) и в) используемые в расчетах индекса месячные данные в последнее время отличаются значительной волатильностью.

- Упомянутые выше факторы позволяют утверждать, что рассчитанный нами по последним данным сводный опережающий индикатор деловой активности может завышать прогнозы по темпам роста циклической компоненты промышленного производства.
- Наши последующие оценки также могут быть в дальнейшем пересмотрены вниз в случае реализации базового сценария официального прогноза Банка России (снижения цен на нефть до отметки 40 долл. США/барр.), что, тем не менее, не будет исключать возможности роста экономики уже в ближайшие месяцы

**Рисунок 90. Циклическая компонента промышленного производства (январь 2015 = 100, сезонность устранена) и опережающий индекс деловой активности**



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

### **2.2.3. Консенсус-прогноз по инфляции на конец 2017 года повысился, но остается близким к целевому уровню Банка России**

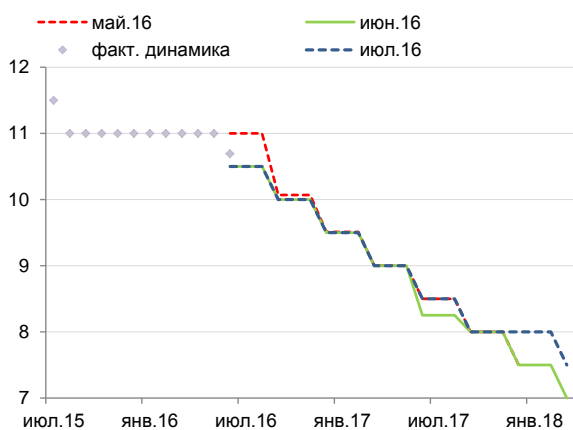
- Консенсус-прогноз аналитиков по инфляции на 2016 год продолжил снижение, ожидания на 2017 год в среднем немного выросли.
- Однако ожидания на конец 2017 года остались неизменными и находятся близко к целевому уровню Банка России.

- Рост прогнозов по среднегодовому темпу роста цен в 2017 году мог стать причиной небольшого пересмотра вверх динамики ключевой ставки.

Согласно опросу Bloomberg, проводившемуся с 22 по 27 июля, финансовые аналитики продолжили пересмотр ожиданий по инфляции по итогам 2016 года: с 6,5 до 6,3% (Рисунок 92). При этом прогноз роста цен во II и III кварталах 2017 года был немного пересмотрен вверх. Тем не менее ожидания по инфляции на конец 2017 года остались без изменений – 4,7%. Разброс оценок уменьшился по сравнению с июнем, однако остается достаточно широким: от 3 до 6,7%.

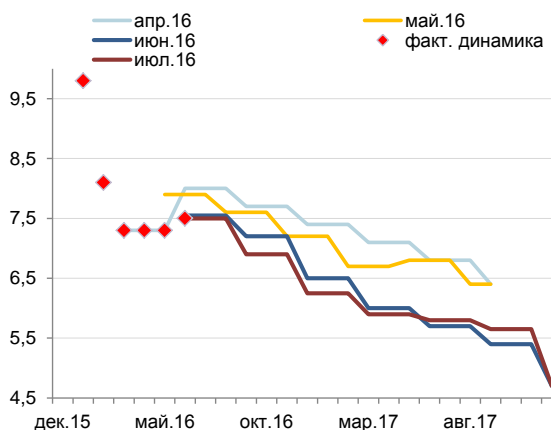
Ожидания по динамике ключевой ставки в 2016 году остались без изменений. Медианный прогноз по-прежнему предполагает два снижения ключевой ставки до уровня 9,5% к концу года (Рисунок 91). Немного вверх был пересмотрен ожидаемый уровень ключевой ставки на конец следующего года – с 7,0 до 7,5%. Это могло быть вызвано небольшим ростом ожиданий по среднегодовой инфляции в 2017 году<sup>22</sup> и соответствующей этому реакцией Банка России.

**Рисунок 91. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 92. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

<sup>22</sup> Среднего значения ожидаемой инфляции на конец каждого квартала 2017 года

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Сергей Власов

Арина Зарова

Екатерина Ильичева

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Андрей Синяков

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева