



Банк России

№ 6 (34)



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

## Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

СЕНТЯБРЬ 2019

## СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. ИТОГИ	4
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1.1. Инфляционное давление в августе оставалось близким к 4%	4
1.1.2. Замедление трендовой инфляции в августе 2019 года	10
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>12</b>
1.2.1. Положительная динамика в промышленности сохраняется	12
1.2.2. Индексы IHS PMI: оживление деловой активности в сфере услуг на фоне падения внешнего спроса в обработке	16
1.2.3. Рост потребления немного замедлился	18
1.2.4. Стабилизация рынка новых легковых автомобилей	20
1.2.5. Индикаторы рынка труда указывают на замедление экономики	21
1.2.6. Восстановление импорта при снижении экспорта увеличивает инфляционные риски	23
1.2.7. Замедление роста розничного кредитования	26
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>29</b>
1.3.1. Смягчение монетарной политики в США и еврозоне	29
1.3.2. Замедление мировой экономики – источник волатильности развивающихся рынков	34
1.3.3. Эскалация торгового противостояния США и Китая ударила по ценам сырьевых товаров	39
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ	43
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>43</b>
2.1.1. Ухудшение деловой конъюнктуры в США в начале III квартала	43
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>44</b>
2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики в III квартале остается ниже потенциала	44
2.2.2. Инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными	45

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 15.09.2019.

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

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

### 1. Итоги

- В августе годовая инфляция ожидаемо замедлилась преимущественно из-за действия временных дезинфляционных факторов и уже находится вблизи 4%. При этом инфляционное давление, определяемое как месячный рост цен наиболее устойчивых компонентов потребительской корзины, сохраняется вблизи целевого уровня. Это предопределяет закрепление инфляции вблизи 4%. Инфляционные ожидания стабилизировались, оставаясь повышенными и незаякоренными, указывая на сохранение связанных с этим среднесрочных проинфляционных рисков. Несмотря на уверенный рост кредитования, экономическая активность в июле-августе в целом была пониженной, в основном из-за неблагоприятных внешнеэкономических факторов. Тем не менее до конца года ожидается некоторое ускорение темпов роста экономики. Этому способствует ожидаемое сокращение отставания бюджетных расходов от плановых, смягчение денежно-кредитных условий и в целом благоприятная ситуация на финансовых рынках.
  - Динамика потребительских цен и текущий уровень инфляционного давления в экономике указывают на стабилизацию инфляции вблизи 4% в дальнейшем. При достижении баланса между краткосрочными дезинфляционными и проинфляционными рисками, риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают на среднесрочном горизонте.
  - Судя по показателям экономической активности, рост российской экономики в III квартале несколько ускорился в годовом сопоставлении. Вместе с тем темпы роста остаются пониженными из-за уменьшения экспорта и слабости внутреннего спроса в условиях торможения мировой экономики, неблагоприятных демографических тенденций и других структурных и институциональных проблем в российской экономике. Во втором полугодии бюджетные расходы и смягчение денежно-кредитных условий будут способствовать общему росту спроса в экономике, в то время как замедление инфляции поддержит потребительский спрос.
  - Готовность ФРС США и ЕЦБ смягчать монетарную политику на фоне роста рисков для мировой экономики сохраняет умеренный аппетит к риску на глобальных финансовых рынках, включая российские. Вместе с тем увеличивается неопределенность, связанная со способностью центральных банков предотвратить сползание мировой экономики в рецессию в условиях продолжающихся торговых споров.

### 2. Взгляд в будущее

- Согласно индексной оценке ВВП, рост российской экономики во втором полугодии несколько ускорится, оставаясь пониженным относительно потенциала.

## 1. ИТОГИ

### 1.1. Инфляция

Годовая инфляция остается на нисходящем тренде. Краткосрочные дезинфляционные и проинфляционные риски сбалансировались из-за появления некоторых проинфляционных рисков в связи с ослаблением рубля в августе. В результате годовой рост потребительских цен в дальнейшем стабилизируется вблизи 4% с учетом принятых решений по ДКП.

Темпы роста наиболее устойчивых компонентов индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов, сохраняются на уровне, соответствующем 4%-ной инфляции в условиях пониженной динамики экономической активности и денежно-кредитных условиях, еще не полностью отразивших произошедшее смягчение денежно-кредитной политики Банка России. Вместе с инертностью инфляционных ожиданий, находящихся на повышенном уровне, это свидетельствует о том, что краткосрочная нейтральная процентная ставка в настоящее время может превышать долгосрочную. Такая неопределенность в условиях вхождения в нейтральный диапазон процентных ставок требует от центрального банка осторожных действий при тщательном контроле за возможными изменениями в балансе рисков, связанных с ценовой динамикой.

На среднесрочном горизонте проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Среди основных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, неопределенность бюджетной политики, возможные вторичные эффекты, связанные с повышенными и незаякоренными инфляционными ожиданиями бизнеса и населения, рост дефицита кадров на рынке труда.

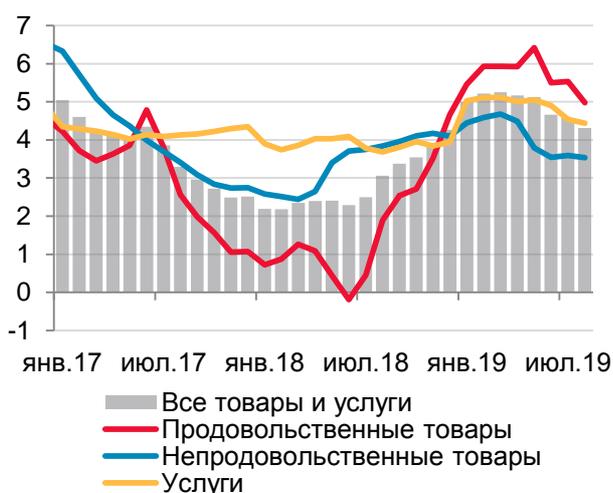
#### 1.1.1. Инфляционное давление в августе оставалось близким к 4%

- В августе инфляция ожидаемо замедлилась до 4,31% с 4,58% г/г в июле. Снижение роста цен отмечается по всем трем основным компонентам ИПЦ, однако основное сдерживающее влияние оказало замедление роста цен на плодоовощную продукцию.
- За месяц цены снизились на 0,24%. Сезонно сглаженный рост цен ускорился до 0,26% м/м, приблизившись к траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год.
- Оценки модифицированных показателей базовой инфляции практически не изменились по сравнению с июлем. Они находятся несколько ниже уровня, соответствующего инфляции 4%, что связано с дезинфляционным влиянием укрепления рубля в первом полугодии.

- Вместе с тем инфляционное давление с очисткой от влияния валютного курса и других временных факторов остается вблизи 4%. Это предполагает стабилизацию инфляции вблизи 4% в рамках сложившихся денежно-кредитных условий после исчерпания действия дезинфляционных и проинфляционных факторов.
- Произошедшее в августе ослабление рубля в ближайшие месяцы в значительной степени нейтрализует эффект на инфляцию по итогам 2019 г. от укрепления рубля в первом полугодии.

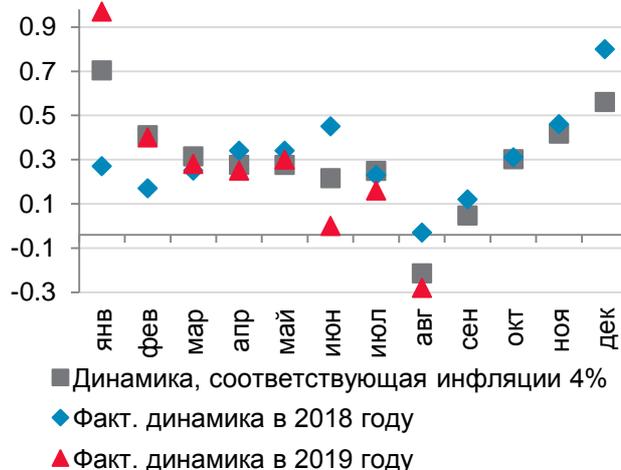
Годовая инфляция продолжила снижение, составив 4,31% в августе после 4,58% в июле (Рисунок 1). Основное сдерживающее влияние оказала динамика цен на продовольственные товары – годовые темпы роста цен сократились с 5,53% в июле до 4,98% в августе. На рынке непродовольственных товаров и услуг инфляция незначительно замедлилась, составив 3,53 и 4,44% в августе после 3,59 и 4,54% соответственно в июле.

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

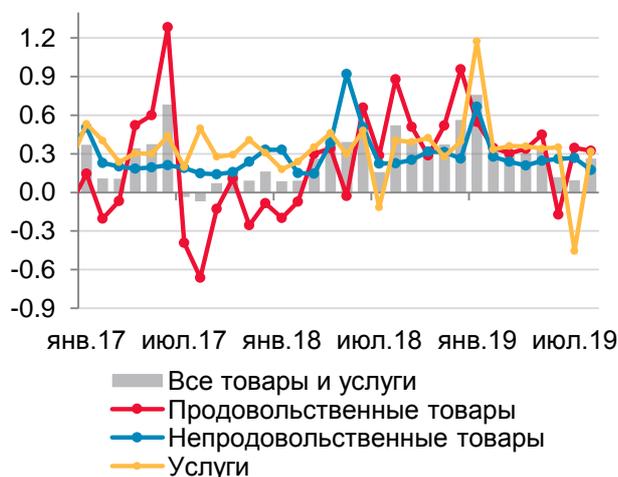
\* Значение за август является предварительной оценкой.

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

Ежемесячная динамика потребительских цен приблизилась к траектории, соответствующей инфляции 4% (Рисунок 2). Так, в августе цены снизились на 0,24%, что соответствует росту на 0,26% с поправкой на сезонность. Темпы роста цен на продовольственные товары практически не изменились по сравнению с июлем и оказались на уровне 0,32% м/м SA. Темп удорожания непродовольственных товаров понизился до 0,18% м/м SA. Темпы роста цен на услуги с поправкой на сезонность после разового снижения в июле, по большей части связанного с техническими аспектами учета се-

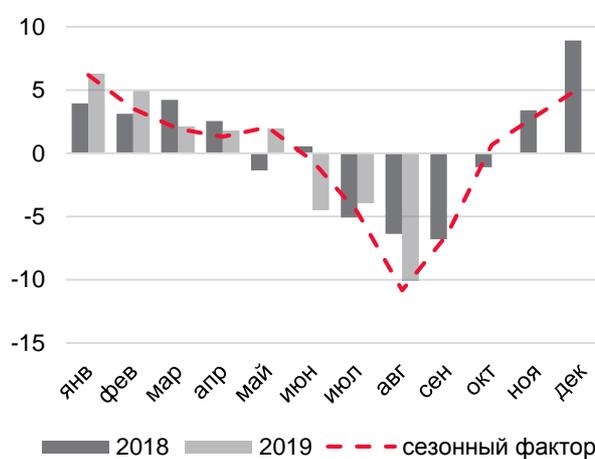
зонного фактора в динамике тарифов ЖКХ<sup>1</sup>, вернулись в диапазон, установившийся в феврале–июне, достигнув отметки 0,32% м/м SA.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 4. Рост цен на плодоовощную продукцию, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Основным фактором снижения продовольственной инфляции выступила динамика цен на плодоовощную продукцию. Значительное замедление роста цен на плодоовощную продукцию с 5,43% г/г в июле до 1,28% г/г в августе обеспечено эффектом высокой базы августа 2018 года. Тогда цены снижались медленнее, чем предполагает обычная сезонность (Рисунок 4). В этом году снижение цен составило 10,1% м/м, что близко к нормальной сезонной динамике. При этом недельные оценки Росстата указывали на значительно более сильное снижение цен на плодоовощную продукцию в августе (около 12%), однако динамика цен ненаблюдаемых на недельной основе товаров (в основном импортируемые фрукты и цитрусовые) компенсировала ускоренное снижение цен на овощи.

Без учета плодоовощной продукции годовой рост цен на продовольствие незначительно замедлился – до 5,39% в августе (в июле – 5,52%). Стоит отметить динамику цен на сахар, в которой произошел переход от роста цен на 0,17% г/г в июле к снижению на 2,21% г/г в августе. С начала года цены на сахар снизились на 14,1%, или на 6,6% с учетом сезонности. По мнению экспертов отрасли<sup>2</sup>, основным фактором продолжающегося снижения цен на сахар является сформировавшийся в последние два года избыток предложения на мировом рынке. Учитывая ожидаемый высокий уровень производства в текущем году<sup>3</sup>, снижение цен, вероятно, продолжится.

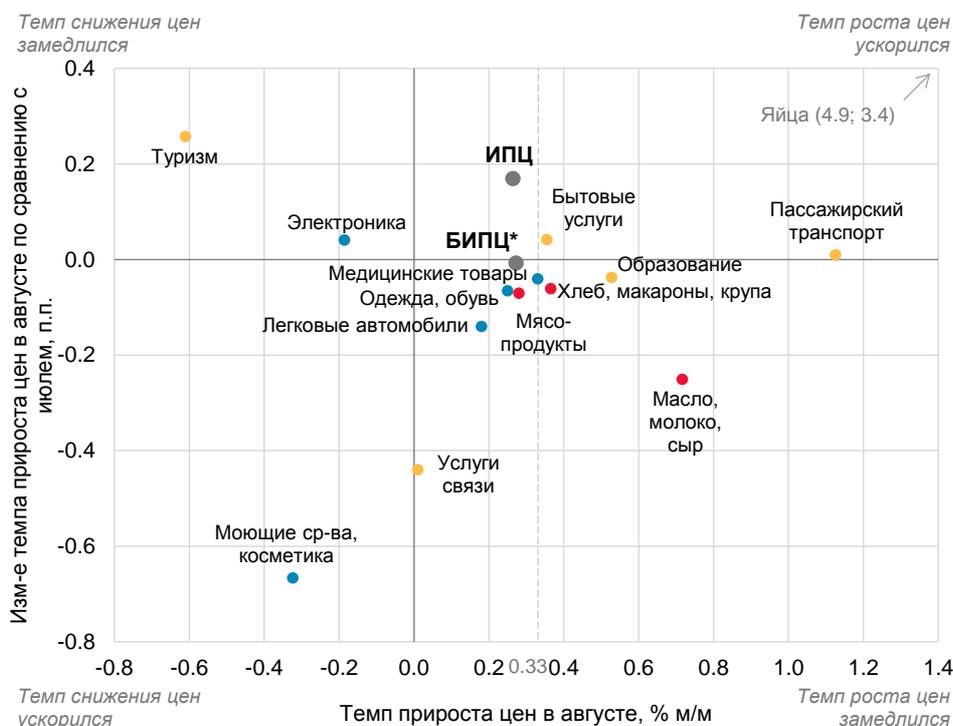
<sup>1</sup> Так как этот сектор является регулируемым, к нему применяется специфический метод сезонного сглаживания. В качестве сезонного фактора на июль текущего года заложено повышение 4%. Однако, в связи с повышением НДС, индексация тарифов на коммунальные услуги в текущем году проходила в два этапа, что привело к июльскому повышению тарифов на величину, меньшую, чем было заложено в сезонный фактор.

<sup>2</sup> Агроинвестор. [«Избыток сахара на рынке продолжит давить на цены». 03.09.2019.](#)

<sup>3</sup> Согласно прогнозу Международной организации по сахару, в сезоне 2019–2020 гг. производство сахара может составить 6,5 млн тонн против 5,9 млн тонн в сезоне 2018–2019 годов.

Третий месяц подряд отмечается замедление годовых темпов роста цен на мясо и птицу. По мере ухода из расчета высоких значений конца прошлого года сокращение годовых темпов роста цен на мясную продукцию продолжится.

**Рисунок 5. Сезонно сглаженные темпы роста цен в августе и их изменение относительно июня, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Модифицированный показатель базовой инфляции, рассчитанный методом усечения.

Среди продовольственных товаров, для которых было характерно заметное ускорение роста цен, можно выделить куриные яйца. Принимая в расчет отмечаемое в начале месяца Росптицесоюзом отсутствие предпосылок к повышению потребительских цен на куриные яйца<sup>4</sup>, а также тот факт, что динамика цен на этот продукт отличается высокой волатильностью, наблюдаемое ускорение роста цен, скорее всего, окажется краткосрочным.

Инфляция на рынке непродовольственных товаров остается ниже 4%. В августе сезонно сглаженные темпы роста цен на большинство основных категорий непродовольственных товаров замедлились (Рисунок 5), что является следствием продолжающегося переноса в цены укрепления рубля, которое наблюдалось вплоть до начала августа. Укрепление рубля продолжало отражаться и в динамике цен на отдельные услуги. Так, за месяц с учетом сезонности цены на услуги зарубежного туризма снизились почти на 1%.

<sup>4</sup> РИА Новости. [«Росптицесоюз не видит предпосылок для роста цен на яйца». 08.08.2019.](#)

**Рисунок 6. Медиана роста цен товаров и услуг, сильно и слабо зависимых от динамики курса**



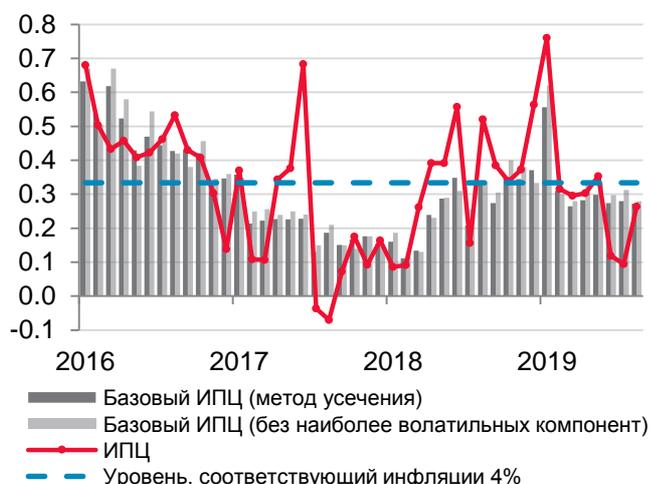
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Плюс означает обесценение российского рубля к иностранным валютам, минус – укрепление российского рубля к иностранным валютам.

Медиана распределения темпов приростов цен товаров, имеющих сильную зависимость от динамики курса, остается на пониженном уровне (Рисунок 6), что также говорит о сохраняющемся влиянии со стороны наблюдаемого в первом полугодии укрепления рубля на динамику потребительских цен. Хотя ослабление рубля, произошедшее в августе, пока не успело заметно отразиться в ценах, в ближайшие месяцы оно, вероятно, в значительной степени нейтрализует эффект от укрепления рубля в первой половине года.

Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции понизилось до 0,28% м/м в августе (0,30% м/м – в июле) (Рисунок 7). Нахождение оценок показателей ниже уровня, соответствующего 4%, связано с тем, что их динамика подвержена влиянию временных факторов, хотя и в гораздо меньшей степени, чем общий ИПЦ. Оценки с поправкой на влияние динамики курса указывают на стабилизацию инфляционного давления на уровне, близком к 4% (Рисунок 8).

**Рисунок 7. Модифицированные показатели базовой инфляции, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 8. Модифицированный показатель базовой инфляции, %, скользящее за 3 месяца в годовом выражении**

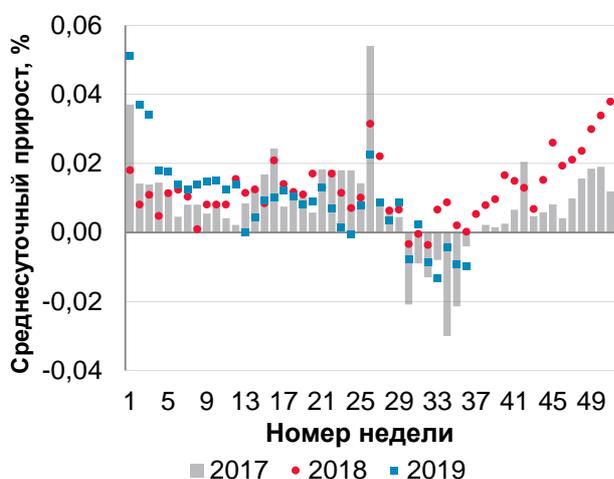


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В начале сентября потребительские цены продолжили снижение. Среднесуточные недельные темпы изменения цен остались отрицательными, в то время как в сопоставимый период прошлого года они находились в положительной области (Рисунок 9). Это означает, что замедление инфляции в скользящем годовом выражении продолжается.

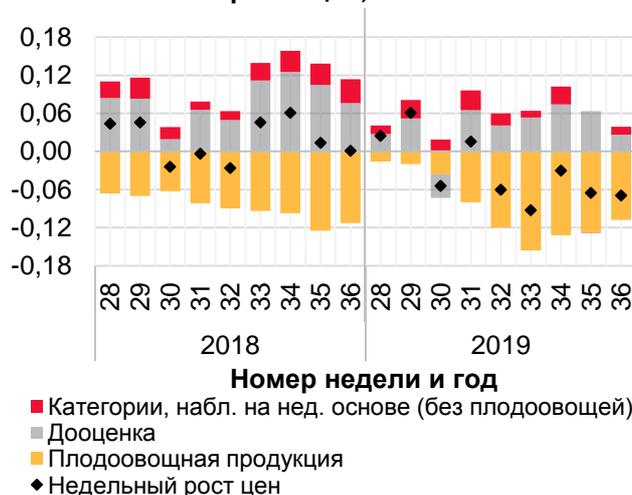
Разница текущего и прошлогоднего уровней инфляции обусловлена главным образом динамикой цен на наблюдаемые на недельной основе категории — рост стоимость наблюдаемой корзины (без плодоовощной продукции) был гораздо меньше, чем год назад (Рисунок 10). Это же, скорее всего, объясняет и расхождение в уровнях дооценки по ненаблюдаемым на недельной основе категориям, поскольку показатель строится на основе наблюдаемой корзины.

**Рисунок 9. Среднесуточный рост цен, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 10. Декомпозиция недельных темпов роста цен, п.п.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Цены на плодоовощную продукцию за неделю с 3 по 9 сентября снизились на 2,7%. В сопоставимую неделю прошлого года овощи и фрукты в среднем дешевели немного быстрее (на 2,9%). Обращает на себя внимание начавшийся раньше обычного рост цен на огурцы, последовавший после значительного снижения в предыдущие месяцы. Это может сигнализировать о предстоящем более раннем, чем обычно, росте цен и на другие виды плодоовощной продукции из-за более раннего прохождения пика урожая в этом году.

С учетом этого фактора предварительная оценка роста цен в целом за месяц составляет 0,1% м/м, что, в зависимости от второго знака после запятой, соответствует годовой инфляции на уровне 4,2–4,3% и сезонно сглаженному росту цен в диапазоне 0,3–0,4% м/м.

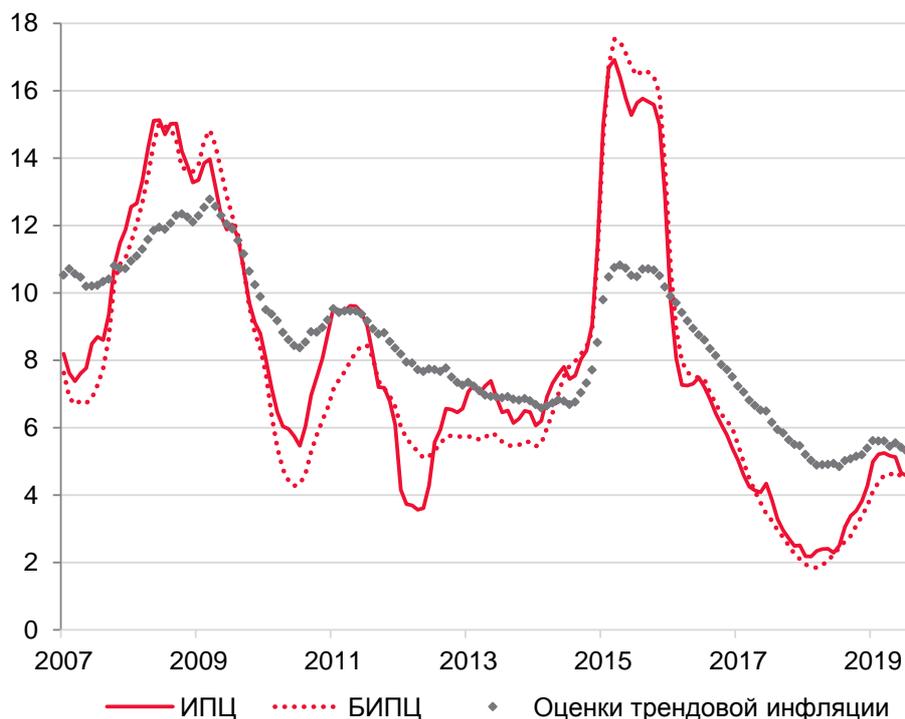
### 1.1.2. Замедление трендовой инфляции в августе 2019 года

- Оценка трендовой инфляции<sup>5</sup> в августе 2019 г. понизилась до 5,28% с 5,30% в июле (Рисунок 11). Оценка трендовой инфляции, рассчитанная на более коротком трех-летнем временном интервале, понизилась в августе до 3,86 с 4,02% в июле (Рисунок 12).
- Небольшое снижение оценок трендовой инфляции по сравнению с более заметным снижением годового темпа роста потребительских цен говорит в пользу преобладания временных факторов в замедлении инфляции.
- В целом динамика оценок трендовой инфляции указывает на сохранение инфляционного давления на потребительском рынке на уровне, близком к цели по инфляции.
- Проинфляционные риски на среднесрочном горизонте пока преобладают, несмотря на снижение оценок трендовой инфляции.

---

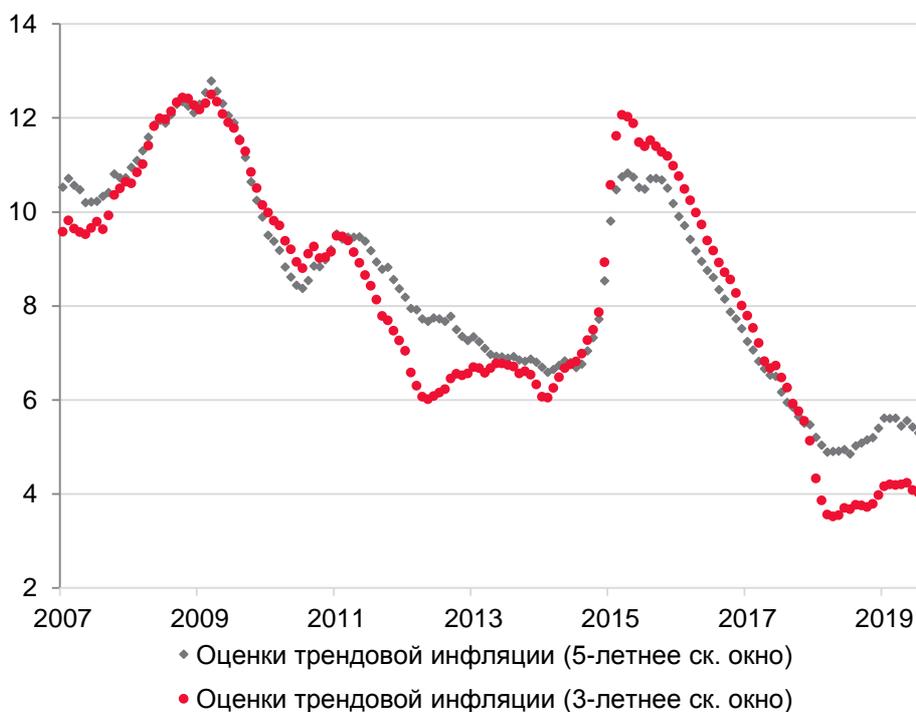
<sup>5</sup> Метод оценки трендовой инфляции описан в докладе об экономических исследованиях в Банке России: Е. Дерюгина, А. Пономаренко, А. Синяков, К. Сорокин [Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России](#) // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России, март 2015 г., №4 и Аналитической записке Департамента исследований и прогнозирования [Внутриэкономические факторы инфляции](#), май 2016 г., №2.

Рисунок 11. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России<sup>6</sup>, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. Оценки трендовой инфляции, рассчитанные на 3- и 5-летнем скользящих периодах, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>6</sup> Данный показатель трендовой инфляции рассчитывается на скользящем 5-летнем периоде.

## 1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики, по оценкам, остается пониженным, несколько ускорившись по сравнению с началом года. Замедление мировой экономики все сильнее сказывается на динамике российского экспорта, удерживая рост российской экономики ниже потенциала, несмотря на существенный положительный кредитный импульс от роста корпоративного и розничного кредитования, который поддерживает спрос в экономике. Таким образом, денежно-кредитные условия в настоящее время как минимум, не препятствуют росту экономической активности.

Ожидающееся оживление бюджетных расходов ускорит рост российской экономики до конца года при отсутствии значимых внешнеэкономических шоков, среди которых – дальнейшее торможение мировой экономики.

### 1.2.1. Положительная динамика в промышленности сохраняется

- Рост промышленного производства в июле замедлился вследствие торможения роста в обрабатывающей промышленности до 2,8 с 3,4 % г/г в июне.
- Несмотря на стабильный уровень добычи нефти, в целом добыча полезных ископаемых сохраняет положительный тренд за счет сектора цветных металлов, нерудных полезных ископаемых и услуг в данной области.
- Несмотря на волатильность, тренд на постепенный рост в обрабатывающей промышленности сохраняется. В июле снижение обрабатывающей промышленности составило 0,8% м/м SA, в основном за счет возвращения выпуска электронной промышленности на обычный уровень после аномалии в прошлом месяце.
- Сохраняется негативный тренд в экспорте, основной вклад вносит снижение поставок минерального топлива и черных металлов практически во все страны.

Годовой прирост промышленного производства в июле составил 2,8% г/г, замедлившись с 3,3% г/г в июне. По оценкам ДИП относительно июня объем выпуска снизился на 0,4% м/м SA (Рисунок 13).

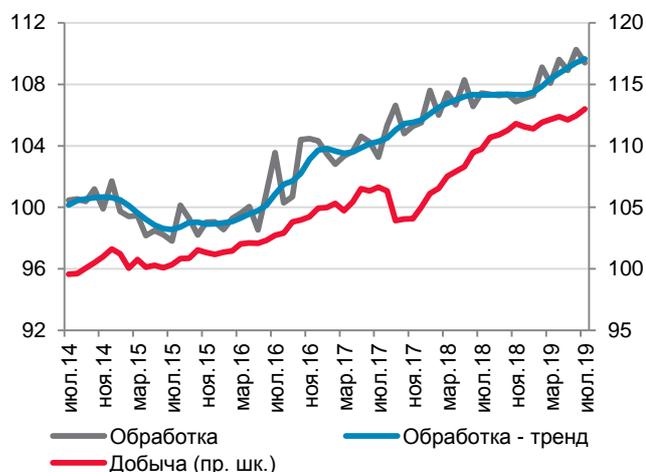
В динамике добычи полезных ископаемых сохраняется положительный тренд. В июле рост ускорился до 3,0% г/г с 2,3% г/г в июне. Относительно прошлого месяца объем добычи увеличился на 0,5% м/м SA (Рисунок 14), при этом добыча нефти находилась несколько ниже уровня квот по соглашению ОПЕК+. В годовом выражении в июле 2019 добыча нефти снизилась на 0,6% г/г. Высокий темп роста добычи полезных ископаемых обеспечивается активным наращиванием добычи других видов сырья: цветных металлов (+3,1% г/г), нерудных полезных ископаемых (+15,7% г/г). Также положительный вклад вносит рост сервисных услуг в этой области (+16,7% г/г).

**Рисунок 13. Динамика индекса промышленного производства (2002 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 14. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2002 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

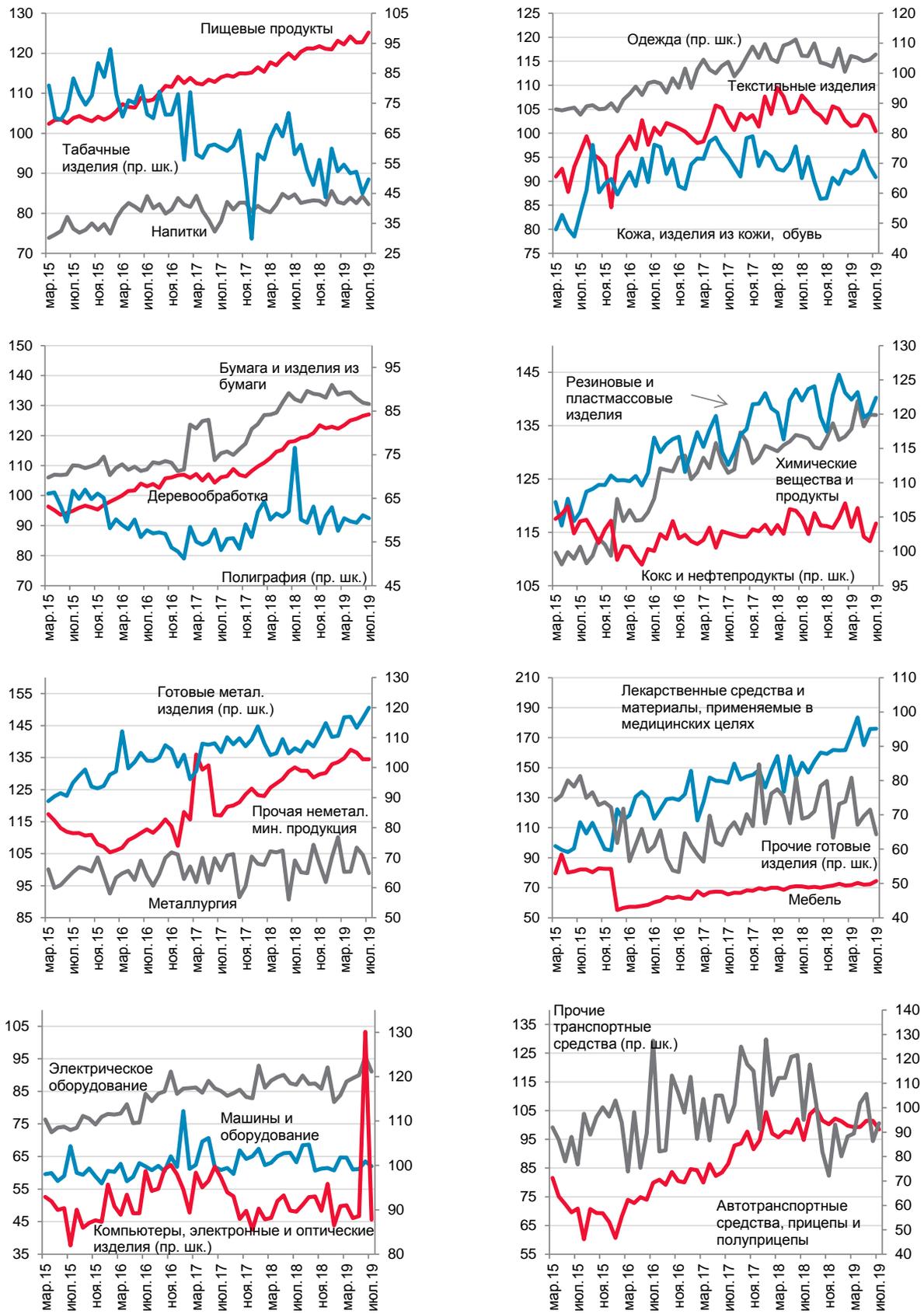
Динамика выпуска обрабатывающих производств остается волатильной. Сезонно сглаженное снижение выпуска в июле в большей степени обусловлено нормализацией объемов производства электроники после значительного роста в июне. При этом положительный тренд в обработке сохраняется. В июле он был поддержан умеренным ростом в крупнейших отраслях, а не точечным всплеском в отдельной отрасли.

В июле возобновился рост в пищевой промышленности (+2% м/м SA) за счет увеличения выпуска производства мяса и рыбы. Другая крупная отрасль, нефтепереработка, также продемонстрировала значительный рост в июле (2,6% м/м SA). Вероятно, началось возвращение производства к прежним уровням после снижения в предыдущие месяцы. Выпуск прочих транспортных средств в июле прибавил 8,5% м/м SA, тем самым отрасль вернулась на восстановительную траекторию. Однако выпуск остается ниже прошлогодних уровней.

Черная металлургия в июле выросла на 2% м/м SA. Однако это было перекрыто снижением на 10% м/м SA производства цветных и драгоценных металлов, ядерного топлива. В итоге в июле металлургия в целом продемонстрировала снижение на 5,5% м/м. Эта отрасль внесла значимый вклад в отрицательную динамику обработки в целом наряду со снижением в электронной промышленности.

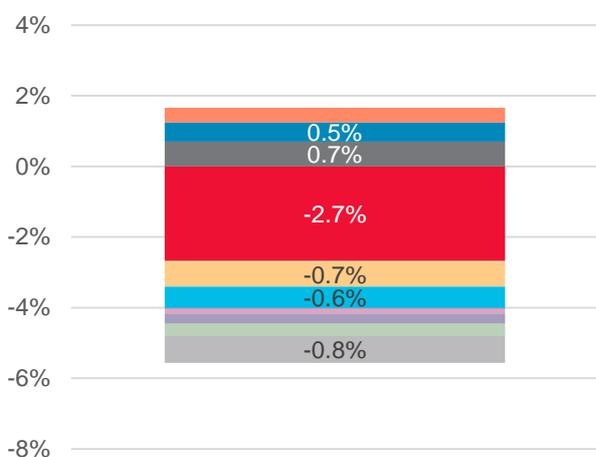
В большинстве отраслей, ориентированных на производство потребительских товаров длительного пользования, сохраняются отрицательные тенденции, в том числе в легкой промышленности и производстве прочих готовых изделий. Динамику потребительских отраслей также сдерживает снижение выпуска автотранспортных средств (-3% м/м SA).

**Рисунок 15. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, декабрь 2012=100%, сезонность устранена\***



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

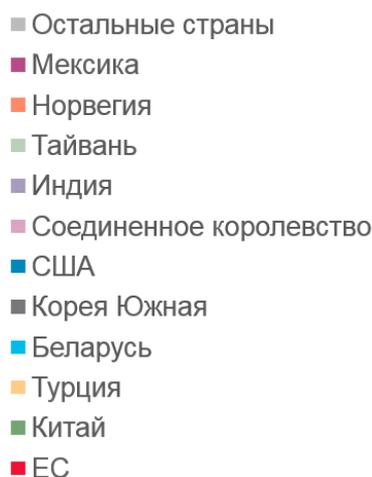
**Рисунок 16. Вклады отдельных стран в прирост экспорта, первое полугодие, % г/г**



**Рисунок 17. Вклады отдельных стран в прирост экспорта минерального топлива, первое полугодие, % г/г**



**Рисунок 18. Вклады отдельных стран в прирост экспорта черных металлов, первое полугодие, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

На промышленном производстве негативно сказывается снижение экспортных поставок. За первое полугодие было экспортировано на 3,6% в стоимостном выражении меньше, чем в первом полугодии прошлого года. Снизились и физические объемы экспорта: на 2,4% г/г<sup>7</sup>. Основной вклад в негативную динамику внесли поставки минерального топлива, а также черных металлов. В большинство стран экспорт сохранился на уровне прошлого года. В том числе практически не изменился ввоз в Китай (второй крупнейший партнер России). Сильнее всего на динамике в целом сказалось снижение поставок в ЕС на 6% г/г в стоимостном выражении в первом полугодии (Рисунок 16).

<sup>7</sup> По данным об экспорте важнейших товаров, которые составляют 70% от всего экспорта в стоимостном выражении

Сокращение экспорта минерального топлива сконцентрировано в направлении ЕС как в номинальном, так и реальном выражении. Последнее может быть связано с временными факторами.

Экспорт черных металлов в первом полугодии в стоимостном выражении снизился на 18% г/г. Сокращение затронуло все основные типы экспортируемой продукции. Стоит отметить, что в отличие от поставок минерального топлива, снижение распределено по большинству направлений. Основной вклад вносит сокращение поставок в Турцию – на 30% г/г, в ЕС – на 12% г/г и в США – на 36% г/г.

### 1.2.2. Индексы IHS PMI: оживление деловой активности в сфере услуг на фоне падения внешнего спроса в обработке

- Динамика сводного индекса PMI указывает на небольшое ускорение роста экономики в августе за счет улучшения динамики в сфере услуг. На рост сводного индекса PMI в августе указывала оценка новостного индекса ДИП.
- В обрабатывающей промышленности деловая активность снижается из-за ускорения падения новых заказов. Вероятно, основную лепту вносит замедление роста мировой экономики: снижение экспортных заказов стало максимальным с сентября 2016 года.

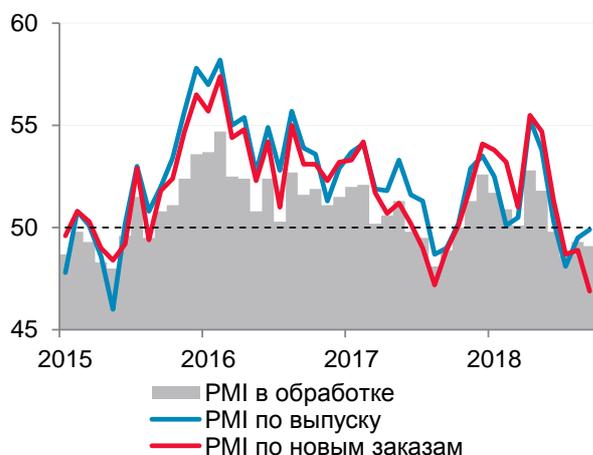
Индекс IHS PMI обрабатывающих отраслей свидетельствует о продолжении снижения деловой активности в российских обрабатывающих производствах в августе: значение индекса снизилось до 49,1 с 49,3 п. в июле (Рисунок 19). По оценкам ЦМАКП из-за ошибок выборки опросное истинное значение PMI лежит в доверительном интервале 46,5–51,7 пункта<sup>8</sup>. Таким образом, пока нельзя с уверенностью говорить о выраженном негативном тренде в деловой активности. Например, PMI в обработке по выпуску вырос до 49,9 п., формально указывая на стабилизацию объемов выпуска в отрасли после снижения в июне-июле.

Снижение общего индекса связано с ухудшением динамики новых заказов, что в дальнейшем может привести к ухудшению динамики выпуска. Соответствующий индекс сократился с 48,9 п. до 46,9 пункта. Респонденты отмечают потерю ключевых клиентов и ослабление спроса как основные причины снижения объема новых заказов. При этом основным драйвером снижения общего объема заказов, вероятно, стало продолжающееся замедление роста мировой торговли: индекс экспортных заказов упал с 48,3 п. до 44,8 п., минимального значения с сентября 2016 года.

Несмотря на негативные тенденции в вышеперечисленных индексах, предприятия обрабатывающей промышленности отмечают максимальную степень оптимизма с марта текущего года (69,1 п.) относительно будущего роста объемов выпуска своих предприятий.

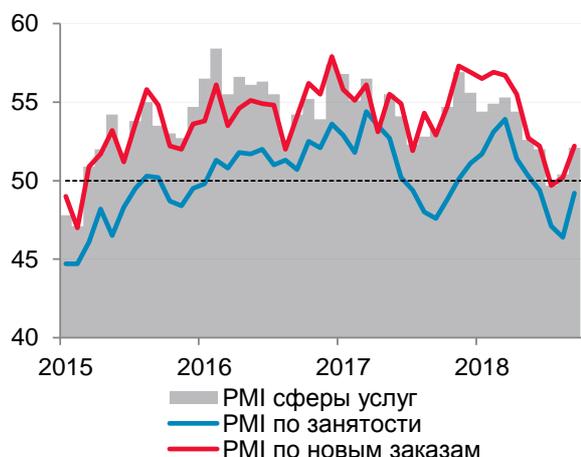
<sup>8</sup> ЦМАКП «О косвенной оценке производственной активности в экономике в июле»

**Рисунок 19. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, п.п.**



Источник: IHS Markit.

**Рисунок 20. Динамика индексов PMI в сфере услуг, п.п.**



Источник: IHS Markit.

Динамика индекса PMI и его компонент в сфере услуг, наоборот, улучшилась и указывает на расширение в августе деловой активности в секторе: соответствующий индекс PMI вырос с 50,4 п. до 52,1 п. (Рисунок 20). Драйвером роста стало расширение объема заказов со стороны как внутренних, так и внешних клиентов. Несмотря на положительные оценки по спросу, компании не отметили соответствующий рост занятости (компании продолжают сокращать количество рабочих мест, но более медленными темпами: индекс по занятости в августе составил 49,2 п. против 46,4 п. в июле). Кроме этого, в отличие от обрабатывающего сектора, предприятия сферы услуг выражают обеспокоенность по поводу будущего состояния экономики: индекс ожиданий опустился на минимальные значения с марта текущего года.

**Рисунок 21. Сводный индекс PMI и новостной индекс**



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

**Рисунок 22. Динамика сводных индексов PMI по России**



Источник: IHS Markit.

Сводный индекс PMI по выпуску в августе снова превысил «пограничную» отметку 50 п., отделяющую рост от снижения, и составил 51,5 п. (Рисунок 22). Сводный индекс

является взвешенным из динамики индексов выпуска обрабатывающего сектора и сферы услуг. Он вышел в положительную область за счет существенного расширения объема новых заказов в сфере услуг, вес которых в ВВП гораздо больше, чем у обрабатывающего сектора. Компании сферы услуг также сыграли определяющую роль в формировании общего уровня ожиданий в экономике: сдержанный пессимизм относительно будущего экономического роста (соответствующий индекс: 65,3 п. – минимум с сентября 2018 г.).

Сложившиеся тенденции в сводном PMI согласуются с динамикой [Новостного индекса деловой активности](#) ДИП, который в августе вырос (Рисунок 21).

### 1.2.3. Рост потребления немного замедлился

- В июле годовой рост розничного товарооборота замедлился – как в продовольственном, так и в непродовольственном сегменте.
- Ускорение роста реальной заработной платы не оказало сильной поддержки потребительскому спросу, поскольку было сконцентрировано в одной отрасли. Стабилизация роста потребительского кредитования также сказывается на динамике потребления.

В июле рост розничного товарооборота замедлился до 1,0 с 1,4% г/г в июне (Рисунок 23). Замедлился рост продаж как продовольственных, так и непродовольственных товаров: в обоих сегментах до 1,0% г/г. Июльское замедление роста розничных продаж может быть связано с ростом летнего выездного туризма за границу. Так, в первом полугодии Ассоциация туроператоров отмечает рост продаж и спроса на массовые зарубежные направления и ожидает дальнейшего увеличения выездного турпотока по завершении летнего сезона<sup>9</sup>. Поэтому можно предположить, что увеличение туристических поездок из России могло оказать некоторое сдерживающее влияние на внутреннее потребление. По предварительным оценкам, рост выездного туризма на 5-10% в июле мог вычесть из годового роста розничной торговли 0,1-0,2%.

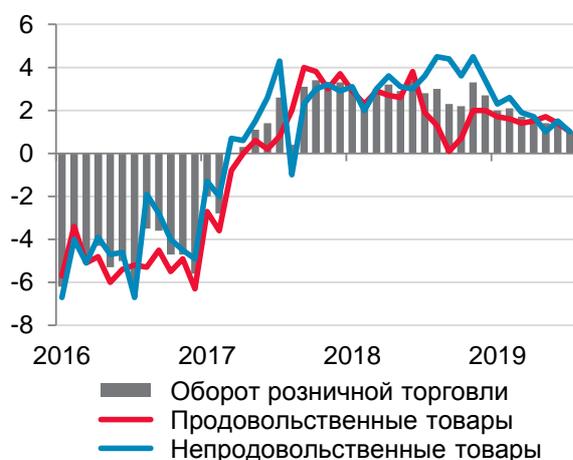
Месячные данные с устранением сезонности указывают на снижение розничного товарооборота в июле на 0,1% м/м. При этом в отчетном месяце произошло сокращение продаж продовольственных товаров на 0,4% м/м и небольшое увеличение продаж товаров непродовольственных категорий на 0,1% м/м.

<sup>9</sup> По сравнению с 2018 годом рост продаж туроператоров оценивается от 5 до 20% в зависимости от страны, а темпы роста выездного турпотока из России в первом полугодии увеличились до 6,67% (в 2018 г. – 9,1%).

[АТОР: туроператорский рынок демонстрирует стабильность этим летом](#) / АТОР. 14.08.2019.

[Выездной турпоток из России в первом полугодии увеличился на 6,67%](#) / АТОР. 12.08.2019.

**Рисунок 23. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 24. Динамика оборота розничной торговли (январь 2015 = 100%, сезонность устранена), %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Темп роста реальной заработной платы продолжил ускоряться в июле на фоне замедления инфляции (Рисунок 25). Однако сильной поддержки потребительскому спросу в отчетном месяце это не оказало: ускорение носило точечный характер и было ограничено одной отраслью (см. подраздел 1.2.2.). Стабилизация роста розничного кредитования (см. подраздел 1.2.3) также оказывает сдерживающее влияние на динамику спроса на непродовольственные товары. Вместе с тем динамика реальных повседневных расходов населения (данные опроса исследовательского холдинга «Ромир»<sup>10</sup>, Рисунок 26) указывает на переориентацию спроса на эту категорию расходов.

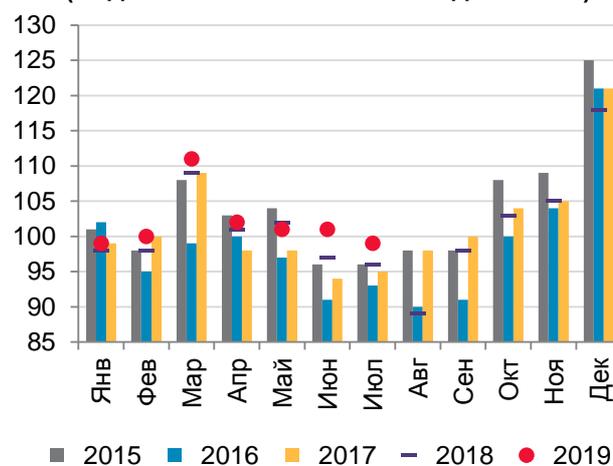
**Рисунок 25. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

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

**Рисунок 26. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (медианное значение 2012 года = 100%)**



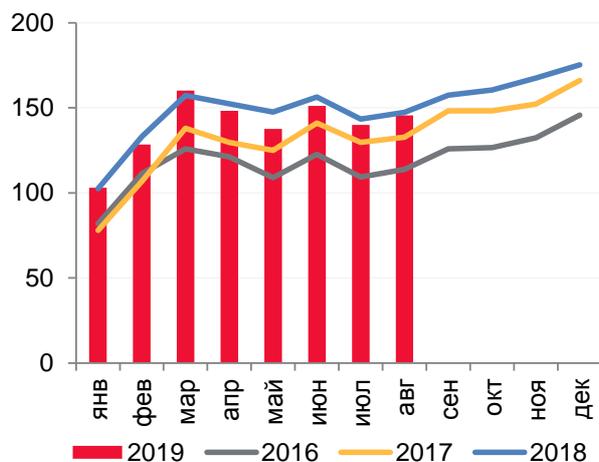
Источник: Ромир.

<sup>10</sup> [Сезонное снижение потребительской активности](#) / Исследовательский холдинг «Ромир». 08.08.2019.

### 1.2.4. Стабилизация рынка новых легковых автомобилей

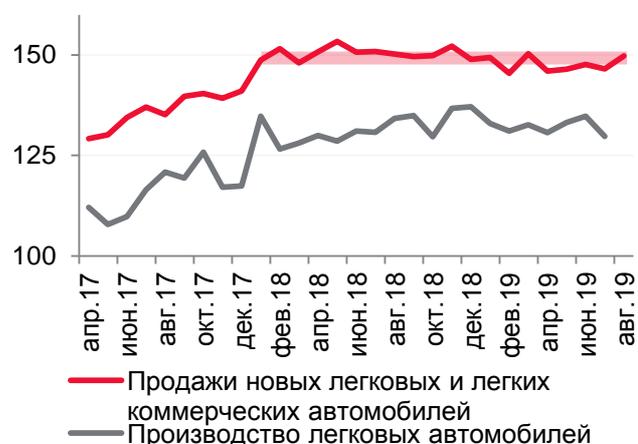
- Согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), в августе 2019 г. объем продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей остался ниже уровня прошлого года – на 1,3% г/г (Рисунок 27). По итогам восьми месяцев 2019 года спрос на автомобили уменьшился на 2,3% г/г.
- Тем не менее, в настоящее время ситуация на рынке в целом стабилизировалась. Месячная динамика после устранения сезонности (Рисунок 28) показала, что в августе спрос вырос на 2,2% м/м SA после сокращения в июле на 0,7% м/м SA.
- Уровень продаж от месяца к месяцу может изменяться значительно, но достаточно долгое время колеблется около одного уровня. Если рассчитать среднемесячное значение продаж за период с января 2018 г. до настоящего момента и оценить доверительный интервал данного среднего значения, то можно увидеть, что колебания уровня продаж после сезонного сглаживания в большинстве случаев укладываются в границы доверительного интервала (Рисунок 28, красная область, уровень значимости – 5%). Следовательно, пока нельзя уверенно говорить о выраженной негативной тенденции в автомобильном секторе. Объемы продаж на рынке вышли на плато и при этом находятся значительно выше уровней 2016–2017 гг., когда рынок восстанавливался после шока 2014-2015 годов.
- На продажи также влияет изменение валютного курса (из-за высокой доли импортных составляющих в цене автомобилей). Средний 12-месячный курс рубля к доллару снижался с 2 квартала 2018 г. по 1 квартал 2019 г., что негативно сказалось на годовой динамике продаж автомобилей с лагом примерно в один квартал. Стабилизация среднего 12-месячного валютного курса с 2 квартала 2019 г. способствует стабилизации рынка автомобилей в настоящее время.
- Автокредиты и господдержка – еще один фактор роста рынка. По данным НБКИ, в июле 2019 г. была выдана рекордная сумма кредитных средств на покупку легковых автомобилей: 69,5 млрд руб. против 51,8 млрд руб. в июле 2018 года. Данный рост может частично объясняться выделением дополнительных средств со стороны государства на программы поддержки льготного автокредитования.
- В июле производство легковых автомобилей снизилось на 3,8% м/м (Рисунок 28), что существенно отразилось на общем уровне выпуска товаров, ориентированных на потребительский спрос. За семь месяцев текущего года динамика также отрицательная (-1,8% г/г), в то время как за тот же период прошлого года в автомобильной промышленности зафиксирован рост (+19% г/г).

**Рисунок 27. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. шт.**



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

**Рисунок 28. Продажи и производство легковых автомобилей, сезонность устранена, тыс. шт.**



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

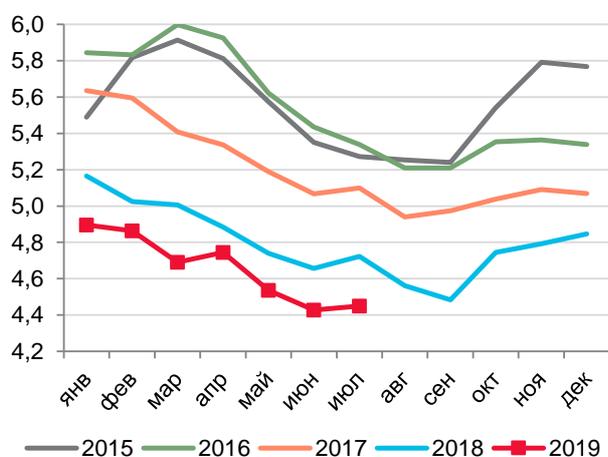
### 1.2.5. Индикаторы рынка труда указывают на замедление экономики

- Уровень безработицы с устранением сезонной составляющей продолжает держаться близко к минимальным уровням.
- Рост спроса на рабочую силу в этом году замедляется, отражая пониженную экономическую динамику.
- Ускорение роста номинальной заработной платы сконцентрировано в нескольких отраслях и пока не носит общего характера.

Уровень безработицы, по данным Росстата, возрос с 4,4% в июне до 4,5% в июле (Рисунок 29). С устранением сезонной компоненты уровень безработицы в июле также немного вырос (с 4,60 до 4,66%), но остается вблизи минимальных исторических уровней.

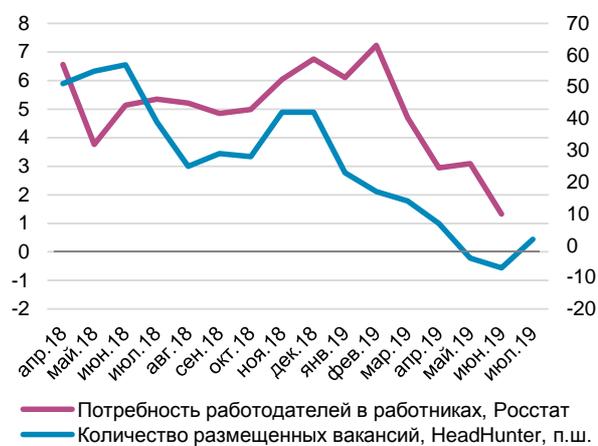
Неблагоприятная демографическая ситуация продолжает сказываться на динамике численности рабочей силы, приводя к ее уменьшению. Так, по сравнению с июлем прошлого года она снизилась на 0,9% г/г (0,67 млн.), при этом численность экономически неактивного населения выросла на 1,1% г/г (0,48 млн.). При этом наряду со снижением предложения на рынке труда в этом году проявляются признаки замедления роста спроса. Так, заявленные вакансии на бирже труда в июне показали наименьший темп роста за последние несколько лет: потребность работодателей в работниках выросла всего на 1,3% г/г. Другой показатель – количество размещенных вакансий на портале HeadHunter – также демонстрирует слабую по сравнению с предыдущими годами динамику (Рисунок 30).

Рисунок 29. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат.

Рисунок 30. Потребность работодателей в работниках по данным Росстата и HeadHunter, г/г %



Источники: Росстат, HeadHunter.

Замедление роста вакансий отражает замедление экономического роста в первом полугодии 2019 года. Изменение потребности работодателей в работниках сильно коррелировано с темпом роста ВВП (Рисунок 31).

По предварительным данным Росстата, рост реальной заработной платы в июле ускорился до 3,5 с 2,9% г/г в июне (Рисунок 32). Вклад в ускорение темпа роста внесли как рост номинальной заработной платы, так и замедление инфляции.

Рост номинальной заработной платы в июне был пересмотрен вверх с 7,1 до 7,7% г/г, реальной – с 2,3 до 2,9% г/г. Ускорение роста заработной платы наблюдалось в частном секторе (с 6,5 до 7,7% г/г), тогда как в госсекторе темп роста остался на уровне прошлого месяца (7,7% г/г).

Рисунок 31. Потребность работодателей в работниках и ВВП, % г/г



Источники: Росстат.

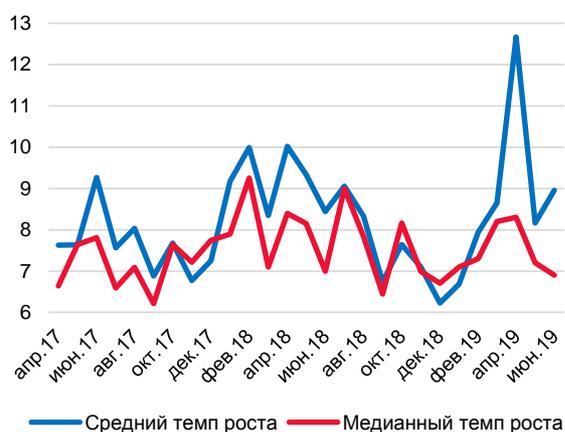
Рисунок 32. Темп роста номинальной и реальной заработной платы, % г/г



Источники: Росстат.

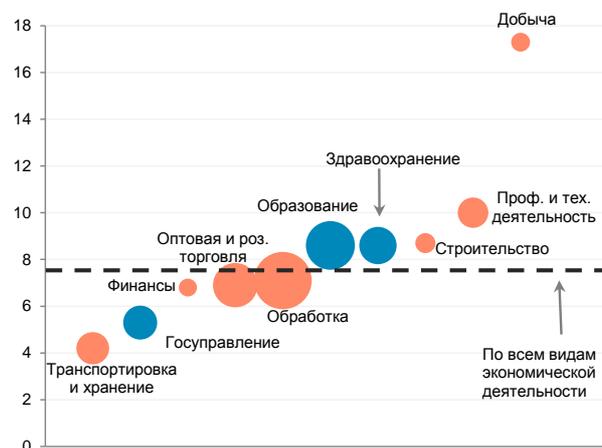
В частном секторе средний темп роста зарплаты превышает медианный, что говорит о том, что ускорение наблюдается в небольшом количестве отраслей, тогда как общая динамика в течение последних двух месяцев была, скорее, понижательной (Рисунок 33). Например, единственной крупной отраслью частного сектора, где наблюдался двухзначный рост номинальной зарплаты в июне, стала «Добыча полезных ископаемых» (+17,3% г/г, Рисунок 34). Среди подотраслей можно отметить «Добычу сырой нефти и природного газа» (зарплата выросла более чем в три раза в Москве), а также «Добычу прочих полезных ископаемых» (зарплата за месяц выросла в 4 раза в Магаданской области). Данная динамика нетипична для добычи: обычно зарплаты растут максимальным темпом в апреле/мае, после чего темп роста замедляется. В данном случае высокий рост зарплаты в добыче скорее связан с разовым фактором – смещением сезонности различных дополнительных выплат с апреля–мая на июнь.

**Рисунок 33. Средний и медианный темп роста номинальной зарплаты в частном секторе, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 34. Темп роста номинальной зарплаты по отраслям в июне, % г/г**



Источник: Росстат.

Размер круга – доля в общем фонде оплаты труда.

### 1.2.6. Восстановление импорта при снижении экспорта увеличивает инфляционные риски

- В июле–августе импорт из стран дальнего зарубежья вырос на 2,9% г/г после снижения на 2,8% в первом полугодии. Укрепление рубля и низкая база второго полугодия 2018 г. могут поддержать динамику импорта в ближайшие месяцы.
- Драйвером улучшения динамики импорта стали инвестиционные и промежуточные товары. Восстановление импорта инвестиционных товаров должно позитивно сказаться на общей инвестиционной активности в экономике во втором полугодии.
- Рост импорта и снижение экспорта на фоне замедления мировой экономики уменьшают профицит счета текущих операций. Это увеличивает риски повышения волатильности курса рубля из-за возросшей чувствительности к динамике потоков капитала.

Импорт из стран дальнего зарубежья в июле–августе вырос на 2,9% г/г. Это положительно сказалось на общей динамике импорта за период с начала года: так, падение на 2,7% г/г, зарегистрированное по результатам I квартала 2019 г., значительно замедлилось. По итогам восьми месяцев можно говорить о гораздо менее выраженном снижении импорта – по оценкам, всего на 1,3% г/г. Отрицательная динамика, наблюдавшаяся в начале 2019 г., была вызвана, с одной стороны, эффектом высокой базы 2018 г., и, с другой стороны, отложенным эффектом от реального ослабления рубля к валютам основных торговых партнеров по итогам 2018 года.

Однако сейчас эти факторы, скорее всего, начнут действовать в обратную сторону: во втором полугодии 2018 г. импорт отреагировал на ослабление рубля, обеспечив низкую базу для расчета годовых темпов, в то время как укрепление рубля в 2019 г. приводит к постепенному наращиванию импорта в терминах «месяц к месяцу» с поправкой на сезонность во втором полугодии 2019 года. Впрочем, ослабление рубля в августе может несколько сдержать восстановительную динамику.

По нашим оценкам, импорт после очистки от сезонности в июле–августе превысил средний уровень второго полугодия 2018 – первого полугодия 2019 года. При этом он оставался ниже локальных пиков второго полугодия 2017 – первого полугодия 2018 года.

На улучшение общей динамики импорта повлияло постепенное восстановление инвестиционного импорта, а именно импорта машин, оборудования и транспортных средств: в июле–августе он снизился на 0,6% г/г. В I и II кварталах падение было более сильным: на 3,7 и 5,4% г/г соответственно. Улучшение годовой динамики по сравнению с первым полугодием наблюдалось по всем крупнейшим компонентам: импорту механического оборудования, наземного транспорта, оптического оборудования и электрооборудования. Восстановление импорта инвестиционных товаров должно позитивно сказаться на общей инвестиционной активности в экономике во втором полугодии.

**Рисунок 35. Импорт и курс рубля**



Источник: CEIC.

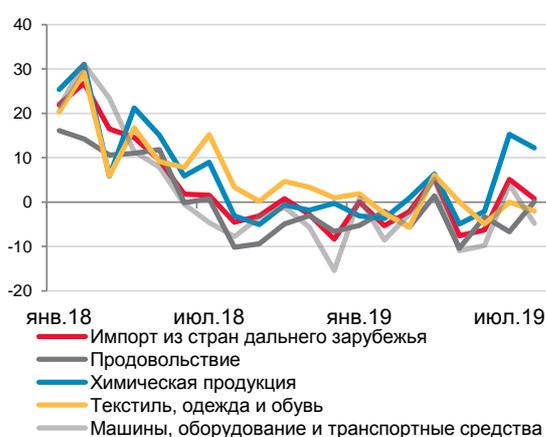
Снижение импорта продовольственных товаров из стран дальнего зарубежья в июле-августе было сопоставимым с динамикой в первом полугодии. Положительный разворот сейчас представляется маловероятным на фоне сохраняющихся ограничений на импорт продовольствия из некоторых стран и возросшей в последние годы конкуренции со стороны отечественных производителей. Динамика импорта текстиля, одежды и обуви также не изменилась по сравнению с первым полугодием, что объясняется сдержанным ростом потребительского спроса.

Стоит отметить значительное ускорение роста импорта продукции химической промышленности – до 13,8% г/г после снижения на 1,0% г/г в первом полугодии. Лидер роста – импорт фармацевтической продукции (+30% г/г). Столь бурный рост мог быть вызван увеличением госзакупок и может оказаться временным.

Оценки Банка России указывают и на улучшение динамики импорта услуг в июле-августе: рост на 5,8% г/г после 0,8% в II квартале и снижения на 2,3% г/г в I квартале. Основной вклад в улучшение динамики внесли поездки, что говорит об увеличении выездного туризма в этом году.

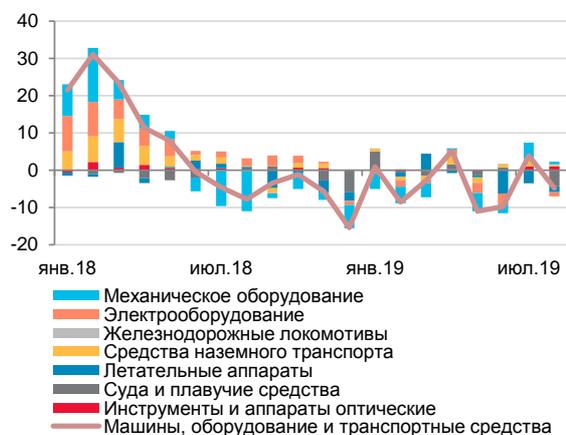
По оценке Банка России, профицит счета текущих операций в июле-августе 2019 г. составил 8,6 млрд долл. США, уменьшившись почти в два раза по сравнению с прошлым годом (+16,5 млрд долл.). Небольшое восстановление объемов импорта и ухудшение динамики экспорта на фоне снижения цен на нефть и общего уменьшения физических объемов нефтегазового экспорта и ряда крупных позиций нефтяного экспорта из-за замедления роста мировой экономики создают предпосылки для дальнейшего уменьшения сальдо торгового баланса и сальдо счета текущих операций (с поправкой на сезонность). В условиях снижения профицита счета текущих операций волатильность курса рубля может повыситься из-за растущей чувствительности к динамике поток капитала.

**Рисунок 36. Темпы роста компонентов импорта из стран дальнего зарубежья, долл. США, темпы роста (г/г)**



Источники: CEIC, ФТС, расчеты ДИП.

**Рисунок 37. Декомпозиция роста стоимостных объемов импорта машин и оборудования по компонентам, г/г**



Источники: CEIC, ФТС, расчеты ДИП.

### 1.2.7. Замедление роста розничного кредитования

- Корпоративное кредитование в августе замедлило годовые темпы роста, но ускорило месячный рост с поправкой на сезонность.
- Сдерживающее влияние на динамику розничного кредитования оказало очередное переоформление части портфеля ипотечных кредитов на ипотечного агента для последующих размещений ипотечных ценных бумаг в июне и июле.
- Учет динамики долга по ипотечным ценным бумагам (ИЦБ) и переоформления кредитов в пользу ипотечного агента указывает на дальнейшее замедление роста розничного кредитования в августе с высоких уровней начала года. При этом в пересчете на год сезонно сглаженный рост розничных кредитов остается в диапазоне 15-20%.
- В сентябре вполне возможно временное ускорение роста необеспеченного потребительского кредитования в преддверии ввода с 1 октября новой шкалы надбавок к коэффициентам риска с учетом показателя долговой нагрузки населения. Кроме того, в ближайшие месяцы спрос на кредитование может поддержать снижение ставок по кредитам.

В начале III квартала 2019 г. годовой рост кредитования замедлился. Темпы роста и по корпоративному, и по розничному портфелю одновременно развернулись вниз (Рисунок 38). Тем не менее возобновившееся снижение ставок по кредитам может поддержать рост кредитования в ближайшие месяцы.

Годовые темпы роста корпоративной задолженности замедлились с 6,8% г/г в июне до 5,2% г/г по итогам августа<sup>11</sup>, по рублевой части портфеля – с 12,1% в июне до 10,6% г/г в августе. Однако сезонно сглаженный рост рублевого корпоративного кредитования в августе ускорился до 0,8% м/м после 0,3% м/м в июле. Процесс дедолларизации корпоративных кредитов продолжается – валютная задолженность сокращается.

В статистике банковского сектора темпы роста розничного кредитования после поправки на сезонность в последние месяцы колебались от 1,1 до 1,5% м/м. Однако они не учитывают списания части розничного портфеля банковского сектора на ипотечного агента в обеспечение будущих выпусков ИЦБ в июне и июле 2019 года. Из-за этого анализ только динамики розничного кредитования по данным статистики банковского сектора может приводить к неверным выводам.

Учет динамики основного долга по кредитам, служащим обеспечением ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), и описанного выше переоформления части розничного портфеля указывают на стабилизацию сезонно сглаженных темпов роста розничного кредитования на уровне около 1,5% м/м в июне-июле и небольшое замедление в августе до 1,3% м/м (Рисунок 39). Таким образом, продолжается постепенное охлаждение розничного кредитования после значительного ускорения в 2018 году. В пересчете на год сезонно

<sup>11</sup> За вычетом эффекта переоценки и по банкам, действовавшим на последнюю отчетную дату.

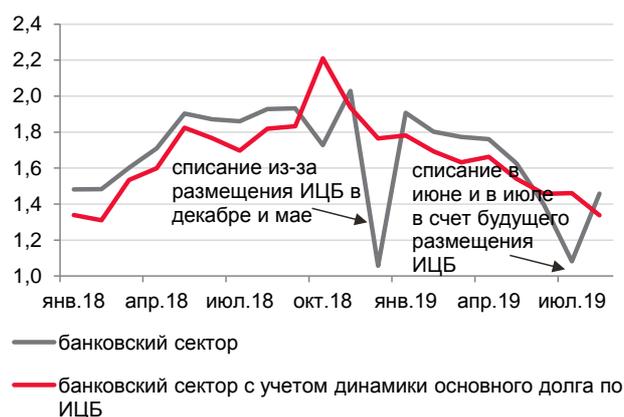
сглаженный рост остается в диапазоне 15-20%. Банк России заинтересован в том, чтобы рост кредитного портфеля был устойчивым. Применяемые макропруденциальные меры ограничивают рост в наиболее рискованных сегментах, но не препятствуют удовлетворению спроса на кредиты надежных заемщиков.

**Рисунок 38. Годовые темпы роста кредитной задолженности, % г/г**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 39. Темпы роста розничного кредитования, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

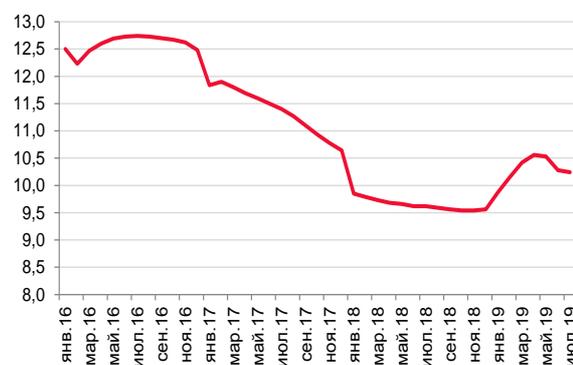
Рост ипотечного кредитования после учета списания портфеля одним из банков и динамики долга по кредитам в основе ИЦБ в последние месяцы (март-июль) держался на уровне около 1,4% м/м. В августе рост незначительно замедлился (Рисунок 40). Максимальные годовые темпы роста по ипотечному портфелю достигли 25,4% г/г по итогам 2019 г. и с тех пор плавно замедляются – до 19,4% г/г по итогам августа (до 20,0% г/г с учетом списанного портфеля). Однако начавшееся снижение ставок по ипотечным кредитам может дополнительно поддержать его рост в ближайшие месяцы (Рисунок 41).

**Рисунок 40. Темпы роста ипотечного кредитования, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 41. Ставка по предоставленным ипотечным кредитам, %**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Автокредитование в июле показало ускорение темпов роста до 2,0% м/м, что может быть отчасти связано с возобновлением действия программ льготного приобретения автомобилей. В августе рост замедлился до 1,5% м/м. С учетом достаточно быстро выбранных в начале года лимитов на льготное кредитование возобновление этих программ могло привести к опережающему росту спроса. Однако после исчерпания дополнительных средств вполне возможно замедление роста показателя.

Необеспеченное потребительское кредитование также демонстрирует некоторое замедление темпов роста относительно начала года и их стабилизацию в мае–августе в диапазоне 1,5-1,7% м/м (Рисунок 42), что в аннуализированном выражении все еще близко к 20%. При этом возросла выдача крупных кредитов. По данным НБКИ, доля выданных в первом полугодии 2019 г. потребительских кредитов на сумму свыше 500 тыс. рублей составила 55,1%, увеличившись на 4,1 п.п. относительно соответствующего периода предыдущего года<sup>12</sup>.

**Рисунок 42. Темпы роста необеспеченного потребительского кредитования**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Высокая распространенность кредитов на большие суммы говорит о том, что наблюдаемый рост кредитования никак не может быть объяснен лишь ростом спроса на «кредиты до зарплаты». Это подтверждают и кредитные бюро, согласно данным которых, банки сохраняют избирательную политику в выборе розничных заемщиков — займы выдаются клиентам с хорошей историей и с более высоким уровнем доходов. Более того, по данным Сбербанка<sup>13</sup>, самые популярные направления трат среди клиентов банка в следующие несколько месяцев после получения кредитов — кредиты на ремонт и мебель, что, судя по всему, связано с ростом ипотечного кредитования. Учитывая некоторое замедление роста ипотечного кредитования по новым выдачам, связанный с этим спрос на потребительские кредиты (на ремонт, на мебель и так далее)

<sup>12</sup> Доли займов с размерами «ниже 100 тыс. руб.», «от 100 до 300 тыс. руб.» и «от 300 до 500 тыс. руб.», по данным НБКИ, сократились в общих выдачах потребительских кредитов. См. <https://www.nbki.ru/company/news/?id=25410>

<sup>13</sup> <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2019/08/14/808795-sberbank>

тоже может начать замедляться, хотя и с задержкой. При этом в сентябре вполне возможно ускорение роста кредитования: банки могут ускорить выдачу новых кредитов перед введением с 1 октября шкалы надбавок к коэффициентам риска с учетом показателя долговой нагрузки населения.

## 1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

### 1.3.1. Смягчение монетарной политики в США и еврозоне

- Макростатистика по США пока говорит об ограниченном влиянии торгового противостояния на деловую активность – сильный внутренний спрос компенсирует снижение выпуска в промышленности. Тем не менее неопределенность относительно эффектов затяжного торгового конфликта на показатели занятости и инфляции составляют главный риск для денежно-кредитной политики ФРС США.
- ФРС США снизила ключевую ставку по итогам сентябрьского заседания на 25 б.п., как и ожидалось участниками рынка. Дальнейшее снижение ставок не выглядит предопределенным, на что указывает усиление разногласий по траектории ставок среди членов комитета по открытым рынкам.
- ЕЦБ анонсировал широкий пакет мер поддержки экономики, используя практически все инструменты своего арсенала, но его может оказаться недостаточно для стимулирования инфляции и роста экономики, столкнувшейся, прежде всего, с негативными внешними факторами. ЕЦБ в очередной раз призвал и к фискальному стимулированию.
- Макростатистика Китая за июль-август оказалась заметно хуже ожиданий, указывая на возобновление замедления роста экономики. Негативное влияние торгового противостояния с США растет, хотя частично нивелируется реэкспортом через страны АСЕАН. Основные потери несут иностранные компании.

#### **США: рецессия в обработке пока не затронула внутренний спрос, но темпы роста занятости замедляются**

В преддверии сентябрьского заседания ФРС США макроэкономическая статистика давала смешанные сигналы относительно состояния американской экономики. С одной стороны, сильный внутренний спрос продолжает поддерживать рост деловой активности. Помимо положительного пересмотра статистики по потреблению домохозяйств за II квартал 2019 с 4,0 до 4,7% в аннуализированном выражении, это подтвердили данные по розничным продажам в июле. Они выросли на 0,7% м/м, а продажи контрольной группы товаров – на 1% м/м. Негативные последствия торговых войн пока целиком ограничены обрабатывающей промышленностью. В июле выпуск в отрасли сократился на 0,4% м/м после сокращения на 3,1% saar во II квартале 2019 года.

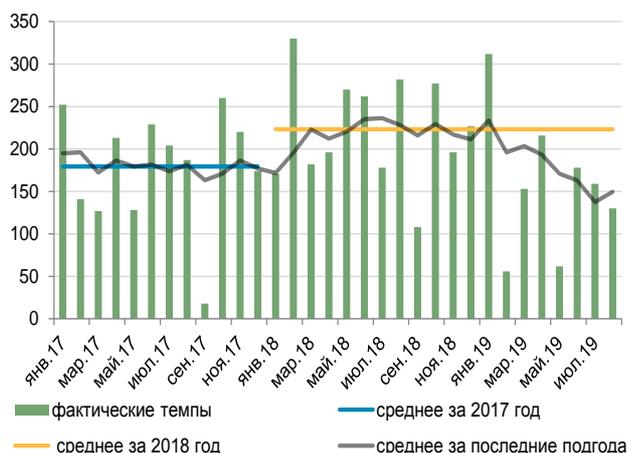
С другой стороны, в статистике по рынку труда явно прослеживается тренд на замедление темпов создания новых рабочих мест в 2019 году. В августе было создано только 130 тыс. новых рабочих мест, что существенно ниже средних темпов за прошлый год (Рисунок 43). При этом, занятость в обрабатывающей промышленности выросла на 4 тыс. рабочих мест, что стало сюрпризом на фоне пессимистичной динамики опережающих индикаторов и макростатистики в секторе.

В результате наиболее вероятно, что пока сильный внутренний спрос компенсирует снижение в промышленности, позволяя говорить скорее лишь о замедлении темпов роста экономики, чем о рецессии. Однако риски дальнейшего замедления экономики и распространения негативной динамики промышленности на сектор услуг и внутренний спрос от затяжного торгового конфликта кажутся существенными.

Судя по выступлению Дж. Пауэлла в Джексон-холле и заявлениям членов Управляющего комитета по открытым рынкам, ФРС США будет реагировать на то, как торговая война влияет на показатели занятости и инфляции и их отклонение от прогноза. При этом пока отсутствует четкое понимание масштаба влияния торгового противостояния на текущую и будущую экономическую динамику.

ФРС снизила ключевую ставку по итогам сентябрьского заседания на 25 б.п., как и ожидалось участниками рынка. Дальнейшее снижение ставок не выглядит предопределенным, на что указывает усиление разногласий по траектории ставок среди членов комитета по открытым рынкам.

**Рисунок 43. Новые рабочие места в несельскохозяйственном секторе экономики**



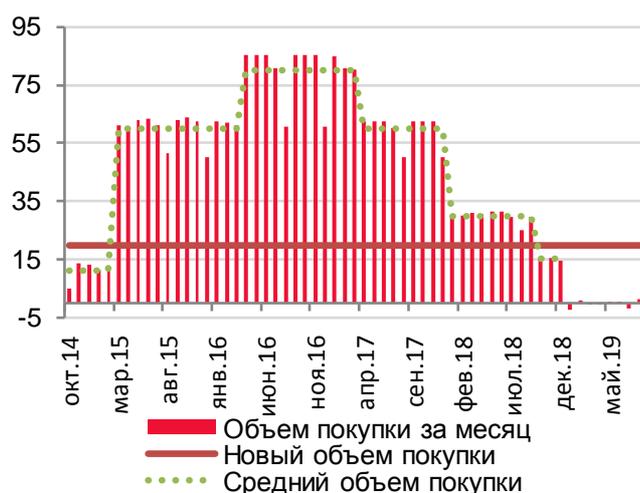
Источник: Bloomberg Finance L.P.

## Еврозона: ЕЦБ анонсировал щедрый пакет мер поддержки экономики

На заседании 12 сентября 2019 г. ЕЦБ принял несколько ключевых решений для стимулирования экономики и достижения цели по инфляции:

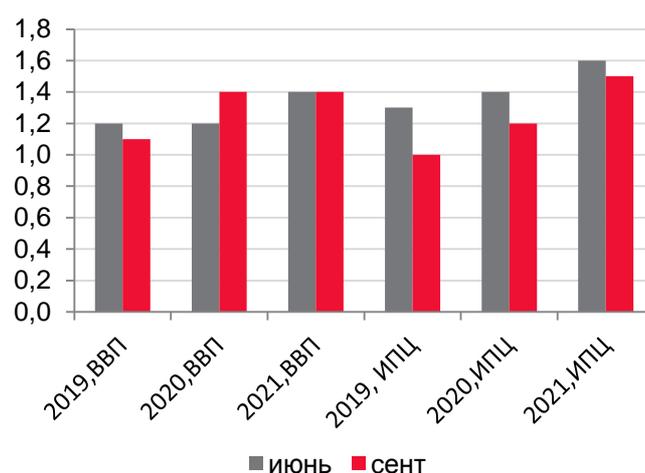
- **Ставка по депозитам была снижена до -0,5%** с -0,4%. Новое снижение ставки было ожидаемым как рынком, так и аналитиками.
- **Регулятор дал очень мягкий сигнал на будущее:** теперь ожидается, что ставки будут либо оставаться на текущем уровне, либо снижаться до тех пор, пока *инфляция не будет устойчиво приближаться к целевому уровню на прогнозном горизонте*. Напомним, что на прошлом заседании в июне регулятор обещал сохранять ставки либо на прежнем, либо на более низком уровне до середины 2020 года.
- Чтобы освободить часть избыточных резервов от отрицательных ставок **будет введена двухуровневая система ставок (tiered system)** по депозитам коммерческих банков в ЕЦБ. Похожая практика уже успешно используется в частности в Дании и Швейцарии.
- ЕЦБ официально **объявил о возобновлении программы покупки активов с 1 ноября текущего года на сумму в €20 млрд ежемесячно**. Сумма покупок новой программы несколько ниже медианной оценки ожиданий аналитиков и прошлых темпов покупки активов (Рисунок 44), однако все же существенна для повышения эффективности снижения ставок на длинном конце кривой. Продолжительность новой программы не определена и, по заявлению регулятора, покупки продолжатся столько времени, сколько потребуется для усиления эффекта снижения ставок и прекратятся незадолго перед их повышением.
- ЕЦБ **смягчил условия по TLTRO III**, снизив ставки по этим операциям и удлинив срок предоставления кредитов в рамках этой программы с 2х до 3х лет.

Рисунок 44. Объемы покупки активов ЕЦБ, млрд евро



Источник: ЕЦБ.

Рисунок 45. Прогнозы ЕЦБ по темпам роста ВВП и инфляции в еврозоне, %



Источник: ЕЦБ

В свете очередного ухудшения обновленных прогнозов ЕЦБ по ВВП и инфляции в еврозоне (Рисунок 45), введенные меры призваны увеличить инфляцию до целевого уровня и поддержать экономический рост. Однако, новое снижение ставок может также

иметь негативные последствия для банковского сектора еврозоны как минимум по трем причинам:

1. У коммерческих банков может сократиться процентный спред и упасть прибыльность из-за сложностей в установлении отрицательных ставок по депозитам населению. Но по словам М. Драги, негативные ставки не спровоцируют коллапс финансовой системы.
2. Снижение ставки ведет к увеличению издержек по хранению избыточной ликвидности на счетах ЕЦБ. После снижения ставки на 10 б.п. годовые издержки хранения избыточных резервов увеличатся на 25% и составят около €10 млрд. Для снижения данных издержек регулятор введет двухуровневую систему ставок **для избыточной ликвидности, но, по оценкам Capital Economics, она не снизит издержки сектора до нуля.**
3. Падение прибыльности в результате снижения ставки банковский сектор может компенсировать наращиваем доли более высокодоходных и рискованных активов. Это в свою очередь может привести к увеличению рисков финансовой стабильности банковской системы.

Отметим, что введение существенного стимулирующего пакета также может быть сопряжено с ростом торговых рисков. Действия ЕЦБ могут повлечь ответную реакцию со стороны США. В последний год Д. Трамп неоднократно заявлял о том, что главной целью снижения ставок ЕЦБ является обесценение евро и рост конкурентоспособности европейских товаров, а не на выполнение мандата регулятора по поддержанию целевого уровня цен. По словам Д. Трампа, снижение ставки является манипулированием валютой, и США может предпринять ряд ответных мер, в частности увеличить тарифы на европейские автомобили и вино, что, в свою очередь, может существенно снизить эффект новых стимулирующих мер. Учитывая негативную динамику промышленного производства еврозоны в текущем году, а также высокую экспортоориентированность валютного союза, это может стать существенным риском для экономики еврозоны.

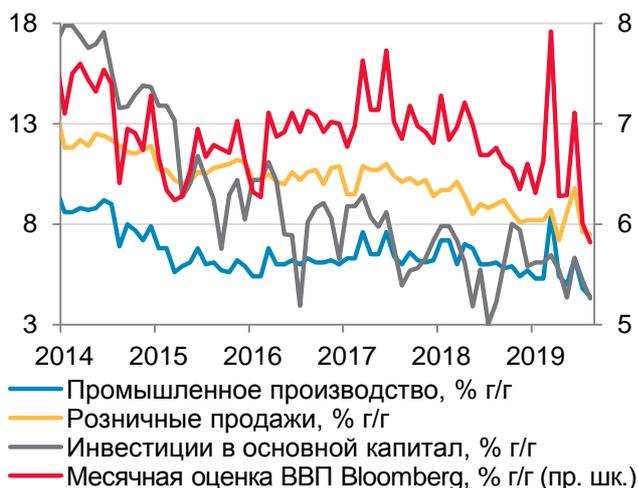
В то же время, многие аналитики сходятся во мнении, что несмотря на достаточно широкую анонсированную поддержку, этого может быть недостаточно для поддержки роста и усиление инфляционного давления. ЕЦБ вслед за ЕК в очередной раз призвал к поддержке экономики и мерами фискальной политики. Отрицательные процентные ставки по облигациям крупнейших экономик – хорошая и прибыльная возможность наращивать госрасходы.

### **Китай: иностранные компании несут основные убытки от растущего торгового противостояния с США, стараясь обойти пошлины через реэкспорт**

Основные макроэкономические показатели Китая в июле-августе оказались хуже ожиданий. По оценкам Bloomberg, в августе рост экономики опустился до уровня немногим выше «дна» кризиса 2009 года (Рисунок 46). Рост промышленного производства замедлился до 4,4% г/г (минимальный за 17 лет), розничных продаж – до 7,5% г/г, инвестиций в основной капитал – до 4,3% г/г (в июле соответственно 4,8, 7,6 и 5,2% г/г).

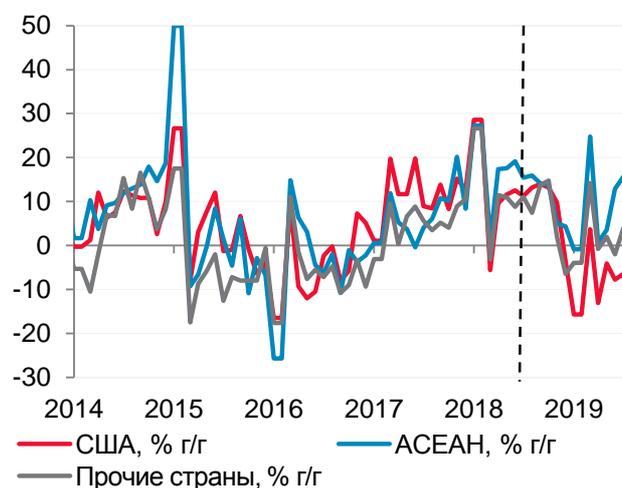
Негативное влияние также оказал чистый экспорт. Оценки Capital Economics показывают снижение сезонно-сглаженного объема экспорта. Негативный эффект замедления роста внешнего спроса усиливается влиянием торгового противостояния с США.

**Рисунок 46. Основные макроэкономические показатели Китая**



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

**Рисунок 47. Экспорт товаров из Китая (в долларовом выражении)\***



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

\* Данные за январь-февраль усреднены.

Рост экспорта в США продолжает отставать от соответствующего показателя по другим странам (Рисунок 49). Частично оно нивелируется реэкспортом попавших под пошлины товаров через соседние страны АСЕАН. При этом, по оценкам Capital Economics, относительно большие потери от торгового противостояния несут в Китае иностранные компании, 30% продаж которых обеспечивают зарубежные покупатели против 5% у отечественных компаний. Экспортные поставки иностранных компаний (40% совокупного экспорта) сократились в первой половине года на 5% г/г, а у отечественных компаний выросли на 4% г/г. Рост промышленного производства иностранных компаний опустился до минимальных значений, в то время как аналогичный показатель отечественных компаний, которые получают основную поддержку властей, показывает устойчивый рост (Рисунок 48).

В последующие месяцы замедление роста китайской экономики, вероятно, продолжится. Этому будет способствовать усиление торгового противостояния с США: 1 сентября США и Китай обменялись новыми пошлинами. США ввели 15%-ные пошлины на сельскохозяйственную продукцию, одежду, обувь стоимостью около 110 млрд долл. Мы полагаем это может замедлить рост экономики Китая на 0,05–0,1 процентного пункта. Еще около 0,15 п.п. могут стоить Китаю тарифы США, запланированные на 1 октября и 15 декабря. Негативный эффект от введенных ранее тарифов мы оценивали в 0,3 процентного пункта. Совокупный эффект на рост китайской эконо-

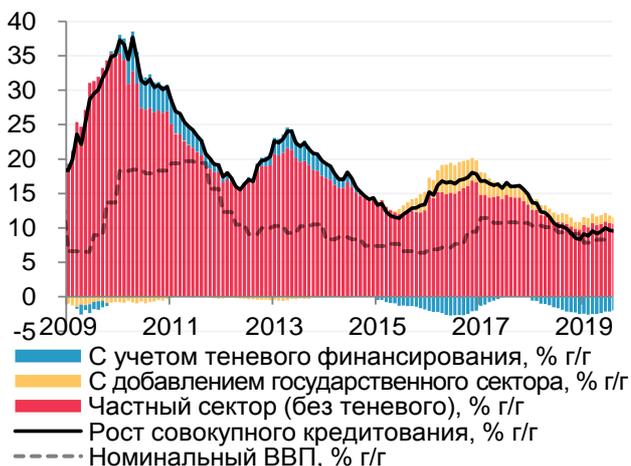
мики может оказаться около 0,5 п.п., что может транслироваться в замедление роста экономики России на 0,2–0,25 процентного пункта.<sup>14</sup>

**Рисунок 48. Рост промышленного производства отечественных и зарубежных компаний Китая, скользящий за 3 месяца, г/г**



Источник: Capital Economics.

**Рисунок 49. Рост кредитования экономики в Китае**



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

Негативное влияние на рост экономики должно оказать также ужесточение регулирования строительного сектора, показывавшего признаки перегрева, но при этом оказывавшего значимую поддержку росту экономики. Ограничение возможности девелоперов по привлечению облигационного фондирования и теневого финансирования, а также ужесточение условий выдачи ипотечных кредитов вызвали в июле-августе замедление роста показателя совокупного кредитования китайской экономики в целом и всех основных компонент в частности (Рисунок 49). Кроме того, действуют структурные факторы: старение населения, перестройка на новую модель роста.

Для сдерживания замедления роста экономики власти озвучили новые меры денежно-кредитной и бюджетной политики: снижение нормы резервирования и сокращение налогов и сборов в государственный бюджет.

### 1.3.2. Замедление мировой экономики – источник волатильности развивающихся рынков

- Продолжающееся замедление роста мировой экономики, эскалация торгового противостояния между США и Китаем, а также рост различного рода политических рисков определяли динамику мировых финансовых рынков в августе – начале сентября.

<sup>14</sup> Подробнее см. подраздел 1.3.1. «ФРС переходит к нейтральной денежно-кредитной политике, ЕЦБ и Банк Японии не спешат с нормализацией» бюллетеня «О чем говорят тренды» за октябрь 2018 года, №27.

- Многие центральные банки стран с формирующимися рынками в августе – начале сентября смягчали денежно-кредитную политику. Вкупе с более мягкой риторикой центральных банков развитых стран это привело к смягчению денежно-кредитных условий в большинстве СФР<sup>15</sup>.
- Вместе с тем, центральные банки некоторых развитых стран и стран с формирующимися рынками ужесточают денежно-кредитную политику на фоне роста инфляционных рисков. В сентябре ставки повысили центральные банки Норвегии, Казахстана и Грузии.
- Динамика российских рынков в целом определялась глобальными тенденциями. Введение второго пакета «химических» санкций в августе не оказало значительного влияния на динамику финансовых рынков.
- Российские финансовые рынки нейтрально отреагировали на ожидавшееся решение Банка России снизить ключевую ставку на 25 базисных пунктов.

### Глобальные рынки

Продолжающееся замедление роста мировой экономики, эскалация торгового противостояния между США и Китаем, а также рост различного рода политических рисков определяли динамику мировых финансовых рынков в августе – начале сентября.

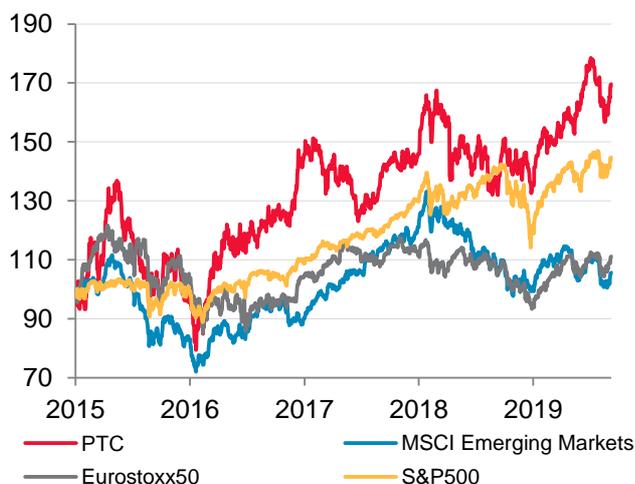
Обмен повышением таможенных пошлин США и Китая на фоне продолжающегося замедления роста мировой экономики привели к росту волатильности на мировых финансовых рынках и снижению интереса к рисковым активам. Дополнительным негативным фактором стал рост вероятности жесткого сценария Brexit из-за действий нового премьер-министра Великобритании Б. Джонсона. Ближе к концу августа США и Китай начали говорить о возможности сесть за стол переговоров в октябре, а британский парламент принял закон, запрещающий выходить Великобритании из ЕС без сделки. Все это вернуло интерес к рисковым активам и привело к снижению волатильности.

В США и Великобритании спред доходности к погашению длинных (10 лет) и коротких (2 года) государственных облигаций впервые с 2008 г. оказался отрицательным. Такое наблюдалось в США перед всеми предыдущими рецессиями. Снижение спредов может сигнализировать не только об ожиданиях более низких коротких ставок ФРС США на 10-летнем горизонте по сравнению с 2-летним, но и о более низких премиях для более длинных горизонтов, что может указывать на уменьшение склонности инвесторов к риску, прежде всего из-за ухудшения перспектив глобальной экономики. В связи с этим инверсия кривой доходности является скорее следствием текущего замедления роста мировой экономики и переоценки рисков глобальными инвесторами, а не сигналом скорого начала рецессии в США.

---

<sup>15</sup> СФР – страны с формирующимися рынками

**Рисунок 50. Динамика индексов акций  
(январь 2015 = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 51. Динамика курсов валют  
развивающихся стран и доллара США**



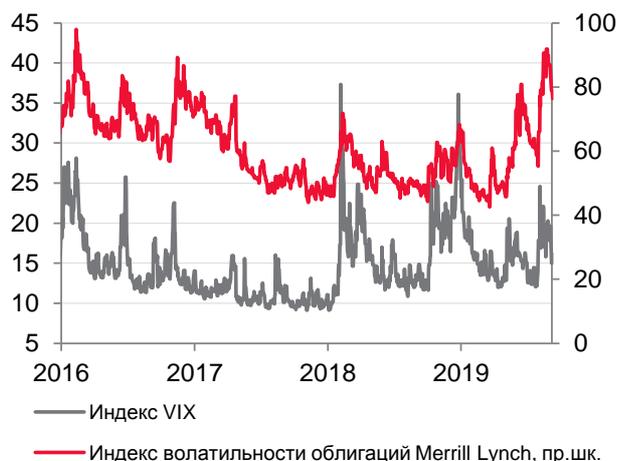
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Многие центральные банки стран с формирующимися рынками продолжили смягчение политики в августе – начале сентября. Ставки снизили центральные банки Индии, Чили, Индонезии, Мексики, Перу, Филиппин, Таиланда и Сербии. Многие центральные банки указывают на уже происходящее ослабление инфляционного давления или понижение прогнозов по инфляции на фоне ухудшения динамики внешнего спроса из-за замедления мировой экономики. Вместе с тем, центральные банки некоторых развитых стран и стран с формирующимися рынками ужесточили денежно-кредитную политику на фоне роста инфляционных рисков. В сентябре ставки повысили центральные банки Норвегии, Казахстана и Грузии.

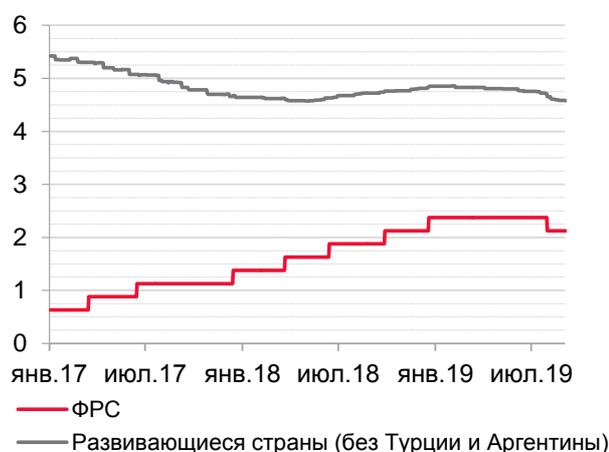
Мягкая риторика центральных банков развитых стран и собственные действия центральных банков стран с формирующимися рынками обеспечили снижение доходностей по гособлигациям большинства последних как в национальной, так и в иностранной валюте, смягчив денежно-кредитные условия.

Исключением стала Аргентина, где очередная волна ослабления песо из-за роста политических рисков вынудила власти ввести ограничения на потоки капитала. Впрочем, значительного влияния на динамику рынков других стран с формирующимися рынками ухудшение ситуации в Аргентине не оказало.

В дальнейшем развитие ситуации на глобальных финансовых рынках и направленность ДКП в ряде стран с формирующимися рынками, включая Россию, будет зависеть от того, удастся или нет обеспечить «мягкую посадку» мировой экономики в условиях продолжающихся торговых споров и значительных геополитических рисков.

**Рисунок 52. Динамика индексов волатильности**

Источник: Bloomberg Finance L.P.

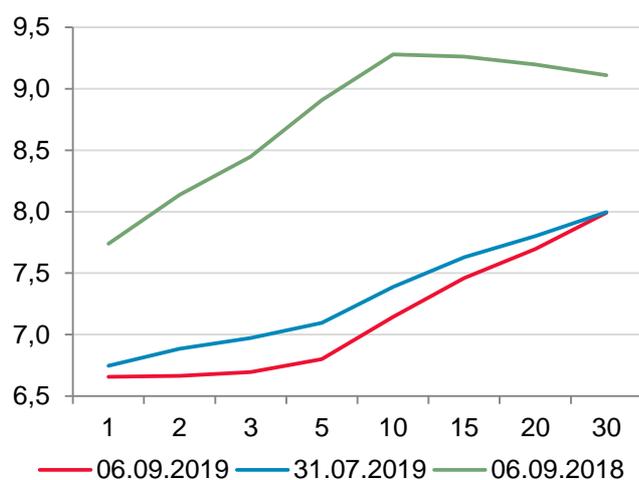
**Рисунок 53. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых**

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

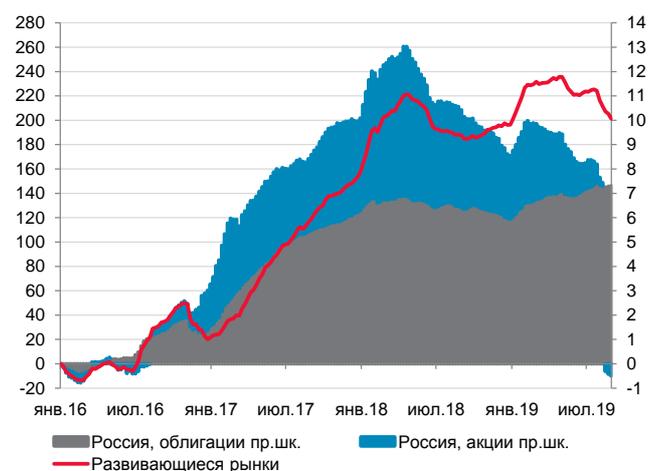
## Российские рынки

Динамика российских финансовых рынков в целом определялась глобальными факторами и оказалась схожей с другими странами с формирующимися рынками.

Доходности ОФЗ снизились с начала августа, как и доходности большинства других стран с формирующимися рынками. Объявление второго пакета «химических» санкций США оказало лишь кратковременное негативное влияние на динамику российского долгового рынка.

**Рисунок 54. Кривая доходности ОФЗ, %**

Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 55. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд. долл., накопленным итогом с начала 2016 года**

Источник: EPFR.

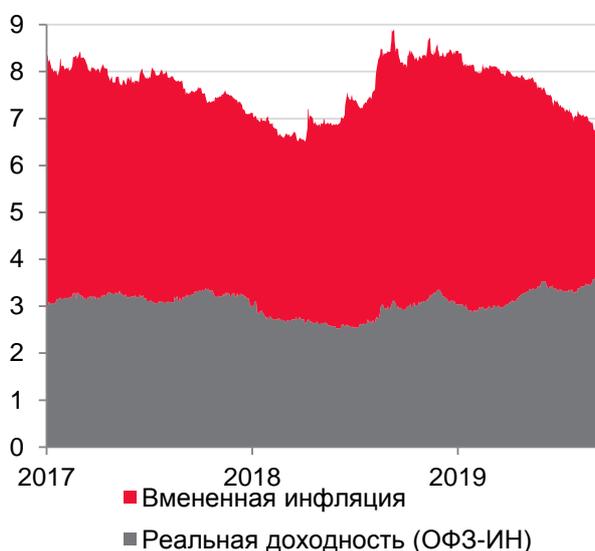
В середине августа Минфин разместил на сумму чуть больше 5 млрд. руб. ОФЗ с защитой от инфляции (ОФЗ-ИН) с погашением в 2028 году. Спрос превысил предложение почти в 4 раза, а доходность размещения составила 3,5%. Доходность по обраща-

ющимся ОФЗ с защитой от инфляции<sup>16</sup> в конце августа – начале сентября достигла максимальных значений с момента размещения, превысив 3,5. Рост реальной доходности ОФЗ может косвенно указывать на то, что часть инвесторов не ждет снижения оценок нейтрального или равновесного уровня ставок Банка России в обозримой перспективе. Более того, уровень доходности скорее соответствует верхней границе диапазона оценок нейтральной ставки Банка России.

При этом доходности номинальных ОФЗ в августе-сентябре достигли локальных минимумов. Все это привело к снижению спреда номинальной и реальной доходности ОФЗ, выпущенных на один и тот же срок, до минимумов. Этот спред называют вмененной инфляцией, технически он отражает инфляционные ожидания, зашитые в динамику финансовых инструментов. Кроме непосредственно инфляционных ожиданий на динамику этого спреда влияют различные премии/дисконты: например, база инвесторов в номинальных и реальных ОФЗ разная, к тому же ликвидность инфляционных бумаг значительно ниже, чем номинальных.

Снижение показателя вмененной инфляции ниже 4% в августе вряд ли означает, что участники рынка ждут стабилизации инфляции на пониженном относительно цели Банка России уровне в ближайшие 4–9 лет. Скорее это указывает на сильный спрос на номинальные ОФЗ на ожиданиях снижения ключевой ставки Банка России. По мере стабилизации инфляционного давления и ключевой ставки около равновесных значений эта дополнительная премия может уйти.

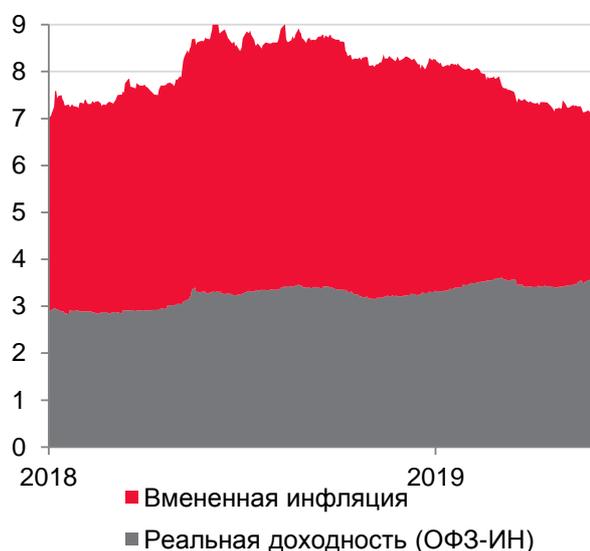
**Рисунок 56. Динамика доходности номинальной ОФЗ\* и ОФЗ-ИН с погашением в 2023 году**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

\* Сумма реальной доходности и вмененной инфляции – доходность номинальной ОФЗ

**Рисунок 57. Динамика доходности номинальной ОФЗ\* и ОФЗ-ИН с погашением в 2028 году**

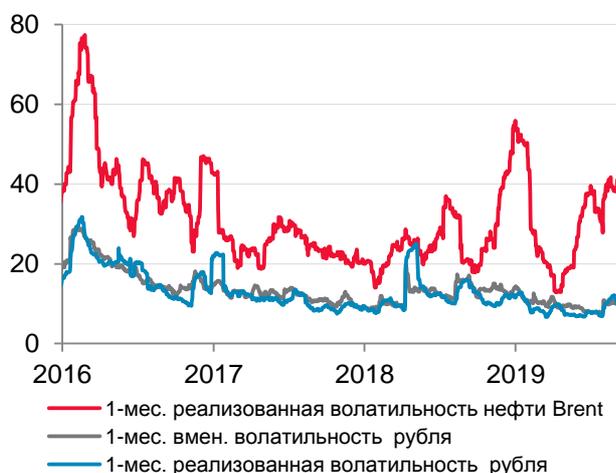


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Российские финансовые рынки сдержанно отреагировали на решение Банка России снизить ключевую ставку до 7,0%, поскольку оно было ожидаемым. Динамика различных финансовых инструментов указывает на то, что рынки ожидают еще как минимум одного снижения ставки до конца года.

<sup>16</sup> С погашением в 2023 и 2028 годах. Объем выпусков в обращении – уже более 250 млрд. руб. по номиналу.

**Рисунок 58. Волатильность курса рубля и цены нефти**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 59. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



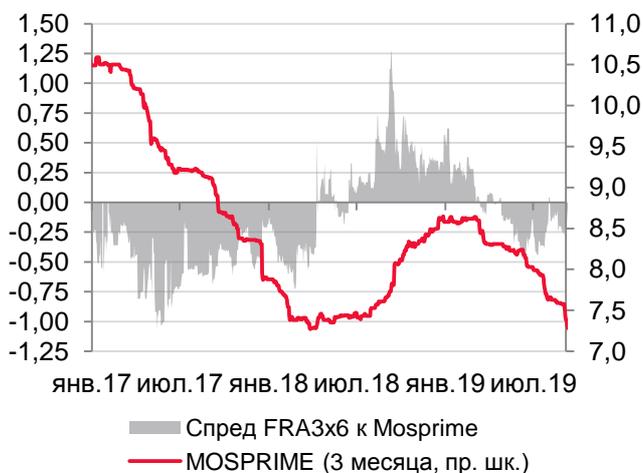
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 60. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 61. Спред FRA3x6 к ставке Mosprime на 3 месяца, п.п.**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

### 1.3.3. Эскалация торгового противостояния США и Китая ударила по ценам сырьевых товаров

- Эскалация торгового противостояния США и Китая вызвала снижение цен сырьевых товаров за исключением «защитных» драгоценных металлов. Особенно высоки риски для нефтяного рынка: помимо замедления роста мирового спроса, ухудшение отношений между Китаем и США может способствовать возобновлению приобретения Китаем иранской нефти.

- Ведущие международные организации ухудшили перспективы рынка жидкого топлива: рост мирового предложения будет опережать рост спроса, и сокращение нефтяных запасов в III квартале сменится излишком нефти на рынке по крайней мере до конца 2020 года.
- В августе существенно выросла добыча в России и странах ОПЕК, на которые распространены квоты, из-за чего степень следования квотам ОПЕК+, вероятно, существенно снизилась с 149% в июле.
- В середине сентября вследствие атаки на нефтяную инфраструктуру Саудовской Аравии, временно сократившей мировую добычу на 6%, нефтяные цены взлетели до 65-70 долл./барр.

За период с конца июля по 8 сентября индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 1%: цены энергетических и сельскохозяйственных товаров снизились на 1 и 6% при росте цен драгоценных и промышленных металлов на 6 и 3% соответственно (Рисунок 62). Цена нефти Urals, по данным Reuters, уменьшилась на 6%, до 61 долл. США / барр. (Рисунок 63). В основе динамики цен сырьевых товаров эскалация торгового противостояния США и Китая и повышение рисков на стороне спроса, что также стимулирует рост спроса на «защитные» металлы. Относительно слабая динамика цен сельскохозяйственных товаров и нефти объясняется тем, что торговое противостояние затрагивает их в относительно большей мере. При этом существенную поддержку котировкам российской нефти оказало восстановление премии к цене Brent после формирования в мае дисконта вследствие ухудшения качества поставляемой по трубопроводу «Дружба» нефти (Рисунок 63).

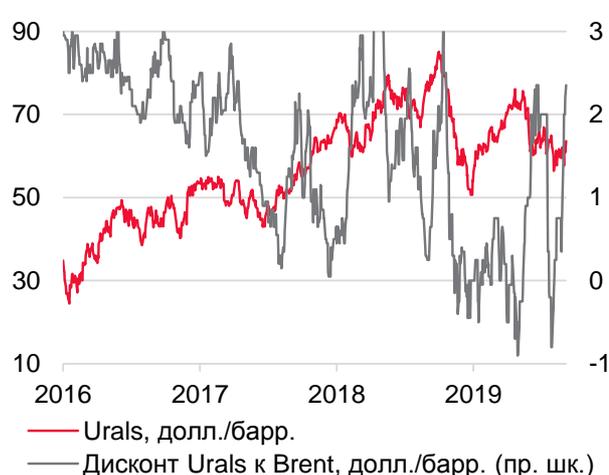
В середине сентября сильно возрос вклад в цену нефти геополитического фактора. Атака на нефтяную инфраструктуру Саудовской Аравии временно лишила ее 3/5, а мир 6% объема добычи нефти. Цены взлетели почти на 15%, закрепившись в интервале 65-70 долл./барр.

**Рисунок 62. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2016 = 100%)**



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

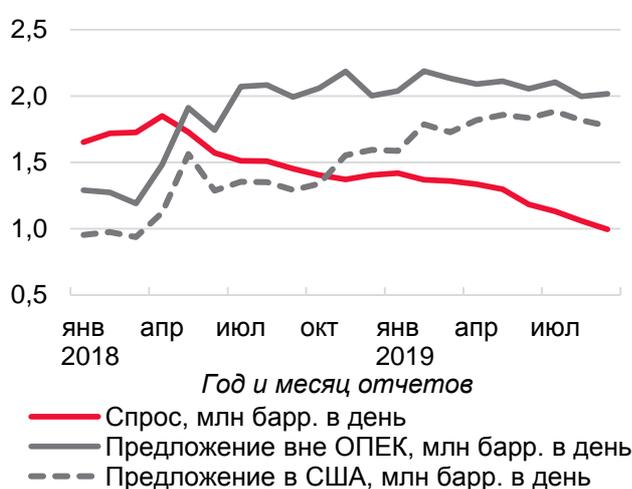
**Рисунок 63. Цена нефти Urals и премия Urals к Brent (североморская), долл. США / барр.**



Источник: Thomson Reuters.

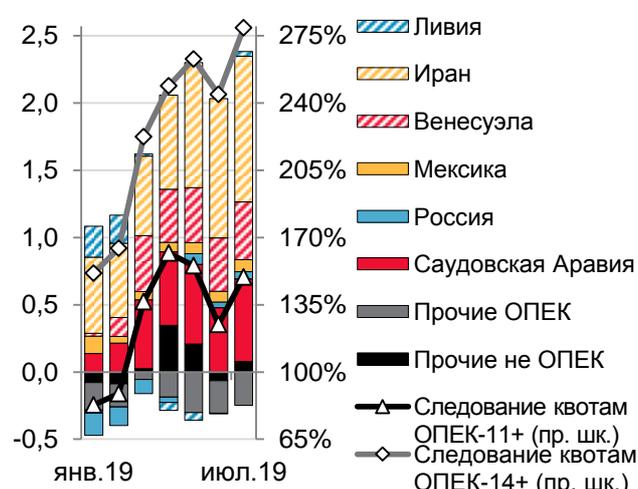
В сентябрьских отчетах ведущие международные организации (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК) ухудшили перспективы балансировки рынка жидкого топлива. Мировой спрос в отчетные месяцы оказался заметно хуже ожиданий, годовой рост потребления в январе–июле сложился наименьшим с 2008 года. Агентства также продолжили пересматривать вниз прогноз роста мирового спроса в 2019 и 2020 гг. вслед за ухудшением перспектив роста мировой экономики (Рисунок 64). Причем влияние эскалации противостояния между США и Китаем учтено не полностью, и велика вероятность дальнейшего ухудшения прогноза роста спроса.

**Рисунок 64. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2019 г. в месячных отчетах ведущих организаций (в среднем по EIA, МЭА, ОПЕК)**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 65. Степень следования квотам ОПЕК+ (положительное значение показывает превышение квот), млн барр. в день и %**



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Сторона предложения оказывает умеренную поддержку нефтяным ценам, но она заметно снизилась в последний месяц. Степень следования квотам странами ОПЕК+ после существенного роста в июле (до 149% против 125% в июне) (Рисунок 65) могла существенно снизиться по итогам августа. Данные вторичных источников показывают, что большинство стран ОПЕК нарастили добычу, а степень следования квотам странами картеля, на которые они распространены, снизилась до 120% (148% в июле). Внутри картеля соглашение по-прежнему держится на Саудовской Аравии, которая в 2,5 раза превышает свою квоту, а также на Кувейте и ОАЭ, которые строго следуют квотам, в то время как прочие страны показывают высокую степень следования квотам, как правило, лишь находясь в состоянии естественного снижения добычи или в случае перебоев. В августе также значительно выросла добыча в России – после перевыполнения квоты в мае–июле из-за проблем с нефтепроводом «Дружба» (степень следования квоте: 114–136%) в августе степень следования квоте Россией упала до 57% (Рисунок 66).

Ограничение предложения странами ОПЕК+, вынужденные перебои поставок и фактически обнуление (официального) экспорта нефти из Ирана позволили снизить коммерческие нефтяные запасы стран ОЭСР (Рисунок 67). Однако ведущие междуна-

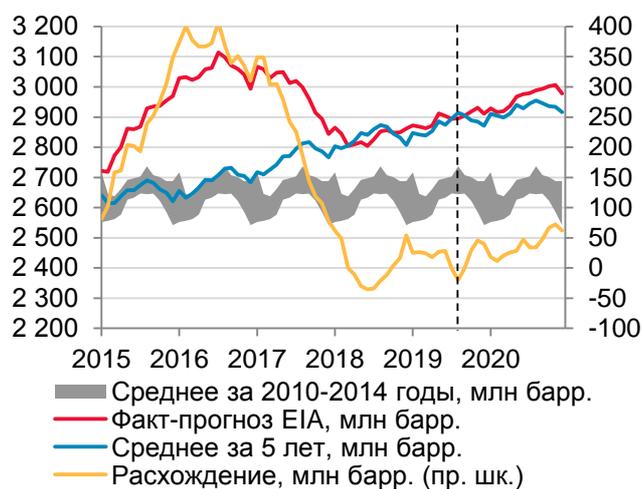
родные организации ожидают, что в следующие кварталы рост мирового предложения в целом будет обгонять рост спроса, и излишек жидкого топлива будет иметь место по крайней мере до конца 2020 г. (Рисунок 68). Прогноз на ближайшие полтора года ухудшен.

Рисунок 66. Добыча нефти в России



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

Рисунок 67. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

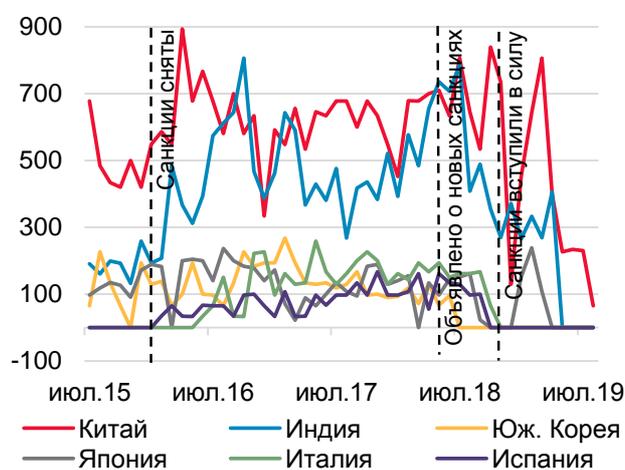
Дополнительным риском, который беспокоит инвесторов на фоне эскалации противостояния США и Китая, является возможное снижение эффективности санкций США в отношении нефтяного сектора Ирана. По оценкам Bloomberg, Китай последним из стран почти полностью прекратил в июле закупку иранской нефти (по крайней мере, официально) (Рисунок 69). Это должно способствовать дальнейшему падению ее добычи. Однако если Китай возобновит закупки в объемах, имевших место последние годы (в среднем 0,65 млн барр. в день), это существенно изменит баланс на нефтяном рынке и вызовет дальнейшее снижение нефтяных цен без новых ограничительных мер.

Рисунок 68. Основные показатели рынка жидкого топлива



Источник: EIA.

Рисунок 69. Приобретение иранской нефти ее крупнейшими потребителями, тыс. барр. в день



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

## 2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

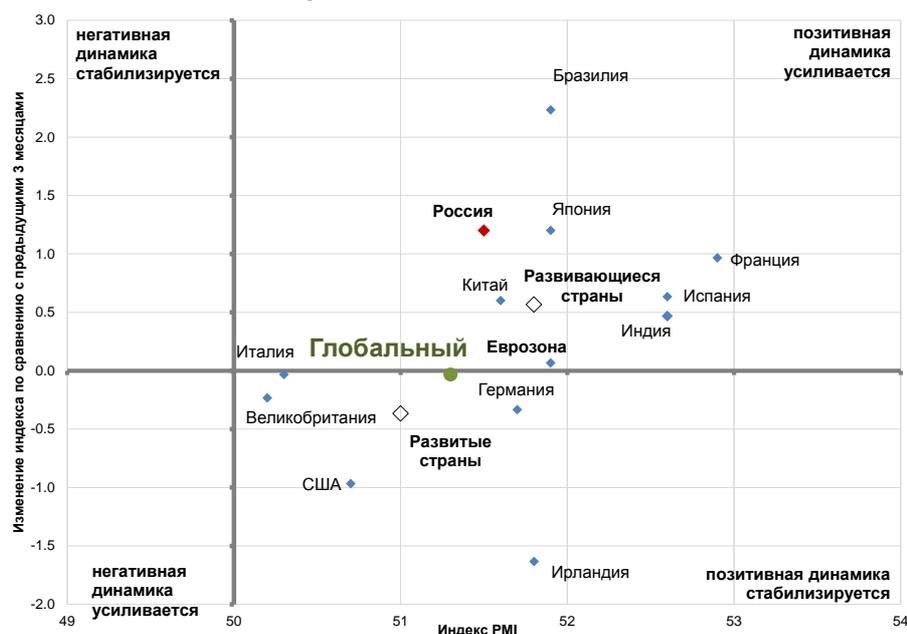
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Ухудшение деловой конъюнктуры в США в начале III квартала

Оценки индекса PMI в августе 2019 г. указывают на резкое ухудшение деловой конъюнктуры в США при небольшом улучшении ситуации в еврозоне (Рисунок 70). Сектор услуг остается драйвером роста, устойчивость которого на фоне признаков рецессии в обрабатывающих отраслях и роста неопределенности остается, однако, под вопросом.

В США сводный индекс PMI снизился с 52,6 до 50,7 п.п. до минимума с марта 2016 года. Окончательная оценка индекса PMI обрабатывающих отраслей составила 50,3 п.п. и оказалась выше предварительной оценки – 49,9 процентного пункта. Тем не менее, большинство тенденций (самые слабые данные по новым заказам и экспортным продажам за последние 10 лет) по-прежнему характерны для сектора, что сохраняет риски рецессии. Слабость роста в обрабатывающих отраслях, где соответствующий индекс PMI снижается с начала года, отразилась на внутреннем спросе и в секторе услуг (с 53 до 50,7 п.п.). На фоне слабого потока новых заказов компании притормозили найм. Это говорит о рисках дальнейшего замедления роста деловой активности. Текущее значение индекса PMI в III квартале соответствует росту менее чем на 1,5% в аннуализированном выражении.

Рисунок 70. Динамика композитного индекса PMI за август и изменение к среднему значению за май-июль.



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

В еврозоне сводный индекс PMI вырос с 51,5 до 51,9 п.п., указав на небольшое улучшение ситуации. Однако индекс обрабатывающих отраслей все равно остался в зоне сокращения экономической активности (47 п.п. после 46,5 п.п.), а улучшение в сфере услуг было незначительным – с 53,2 до 53,5 процентного пункта. Кроме того, текущее улучшение ситуации, на которое указывают головные индексы, может оказаться неустойчивым. Новое обострение торгового противостояния привело к снижению бизнес-ожиданий до минимума за последние более чем 6 лет, а в Германии они опустились ниже 50 пунктов. Компании обрабатывающих отраслей еврозоны сокращают занятых четвертый месяц подряд. На этом фоне высокими темпами снижается объем невыполненных работ и сокращается длительность поставок материалов, что вместе указывает на появление свободных мощностей в секторе. Текущие значения сводного PMI согласуются с ростом ВВП на ~0,1–0,2% к/к и риском возникновения технической рецессии в Германии по итогам III квартала 2019 года.

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

### 2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики в III квартале остается ниже потенциала

- По итогам вышедшей к 30 августа статистики оценка роста ВВП в III квартале 2019 г. была понижена до 0,2% к/к SA. Таким образом, рост пока остается ниже своего потенциального уровня.
- Постепенное ускорение роста ВВП ожидается в начале 2020 года. При этом текущая индексная оценка III–IV кварталы по построению модели не учитывает возможный дополнительный импульс от ускорения расходования бюджетных средств.
- Приведенные оценки квартальных темпов прироста ВВП предполагают рост ВВП по итогам 2019 г. на уровне около 1,0%.

	<b>Август</b>	<b>Июль</b>
	<b>% к/к SA</b>	<b>% к/к SA</b>
III квартал 2019 года	<b>0,2</b>	0,3
IV квартал 2019 года	<b>0,2</b>	0,3
I квартал 2020 года	<b>0,3-0,4</b>	

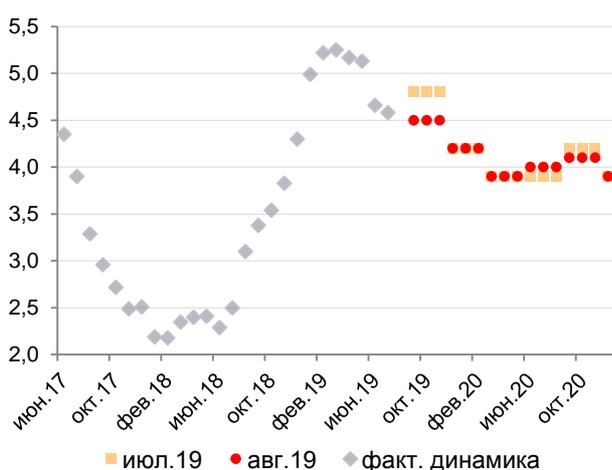
## 2.2.2. Инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными

- Краткосрочные ожидания аналитиков по инфляции немного снизились вслед за фактической динамикой роста цен в последние месяцы. При этом среднесрочные ожидания остаются заякоренными на целевом уровне Банка России 4%.
- Ожидания по ключевой ставке в августовских опросах были пересмотрены вниз после сигнала, данного на июльском заседании Совета директоров Банка России. Большинство аналитиков в настоящее время ожидают снижения ключевой ставки Банка России до 6,50% годовых к середине 2020 года.

Краткосрочные инфляционные ожидания аналитиков ожидаемо продолжили снижаться. По их оценкам инфляция в III квартале замедлится до 4,5% и в дальнейшем продолжит постепенно уменьшаться, достигнув в конце года 4,2% г/г (Рисунок 71). Среднесрочные инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными на уровне 4,0% г/г.

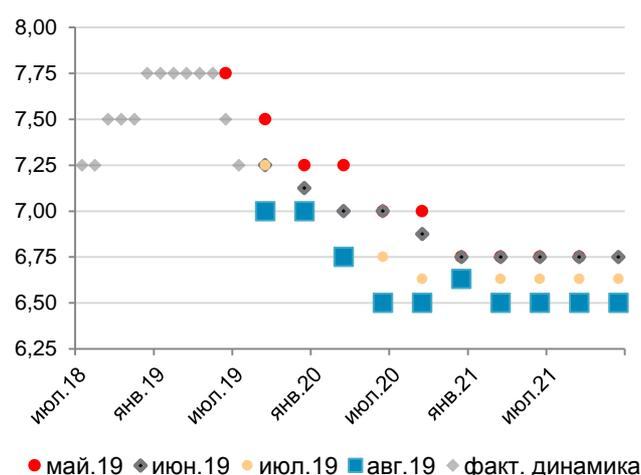
Ожидания по ключевой ставке на всем временном горизонте были пересмотрены вниз после июльского решения Банка России и сигнала о возможности дальнейшего снижения ставки в июле (Рисунок 72). Мы ожидаем, что решение Совета директоров Банка России о снижении ключевой ставки до 7,0% годовых, принятое на заседании 6 сентября, и последовавшие за ним официальные сопроводительные комментарии значимо не повлияют на среднесрочные ожидания аналитиков по ключевой ставке в ходе предстоящих сентябрьских опросов.

Рисунок 71. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 72. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых



Источники: Bloomberg Finance L.P.

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталья Карлова

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева