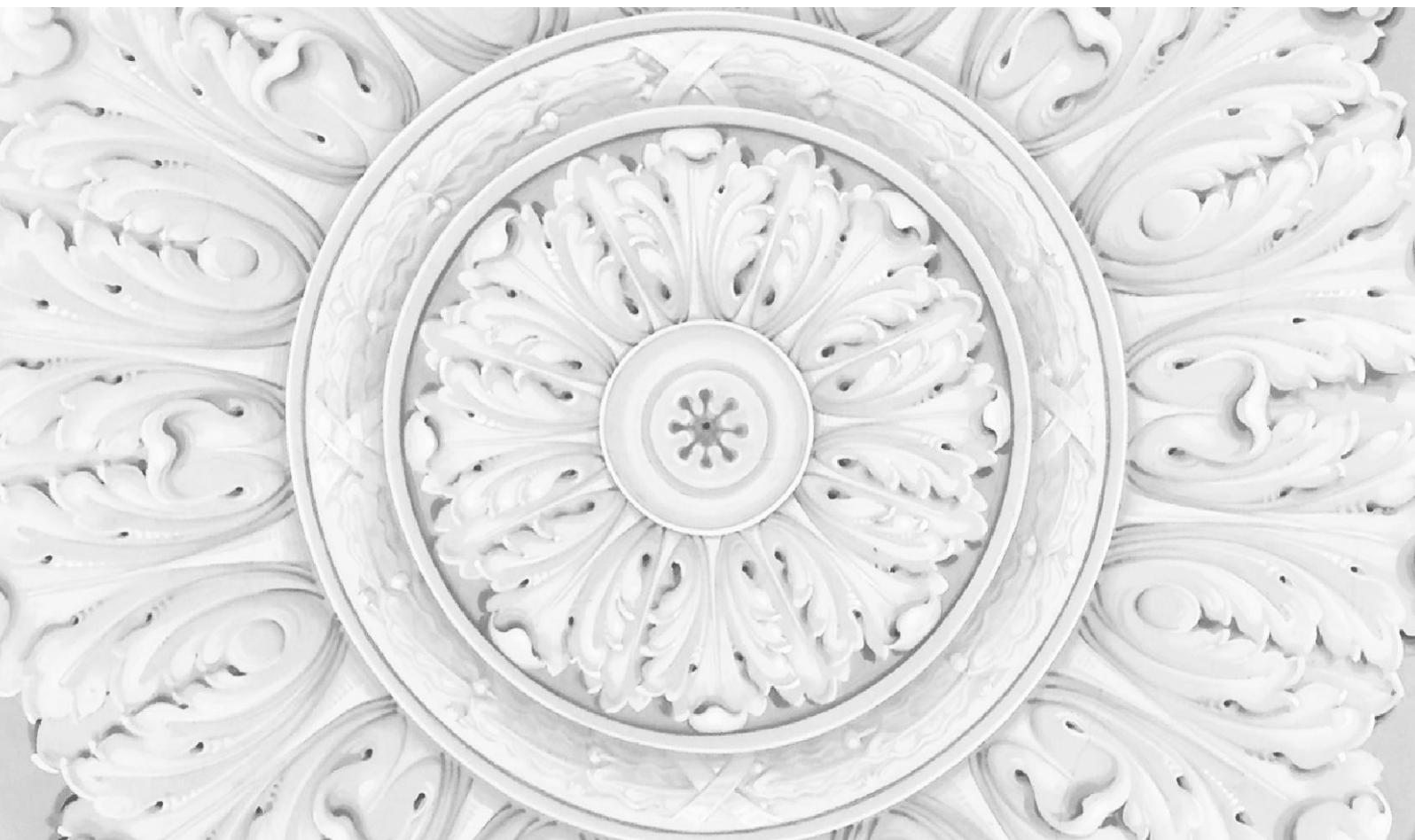




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Октябрь 2018

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 7 (27)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 08.10.2018
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	5
1.1. Инфляция	5
1.1.1. Инфляция ускорилась в сентябре, приближаясь к 4%	5
1.1.2. Трендовая инфляция в сентябре: среднесрочные риски превышения инфляцией 4% сохраняются	9
1.1.3. Ценовые индексы PMI: отпускные цены в обработке сильнее реагируют на рост издержек, чем в сфере услуг	10
1.1.4. Рост цен производителей замедлился	11
1.2. Экономическая динамика	13
1.2.1. Динамика ВВП по использованию за II квартал указывает на риски некоторого замедления роста к концу года	13
1.2.2. Добыча задавала тон промышленному росту в летние месяцы	15
1.2.3. Индексы PMI в сентябре: рост экономики немного ускоряется	16
1.2.4. Рост товарооборота непродовольственных товаров на фоне продолжающегося подъема в розничном кредитовании	18
1.2.5. Рынок труда: безработица стабилизировалась на низком уровне	22
1.2.6. Банковский сектор в августе – рост рублевого кредитования экономики на максимуме	24
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	26
1.3.1. ФРС переходит к нейтральной денежно-кредитной политике, ЕЦБ и Банк Японии не спешат с нормализацией	26
1.3.2. Повышенная волатильность на финансовых рынках сохранится	33
1.3.3. Риски со стороны предложения повышают нефтяные цены	37
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	42
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	42
2.1.1. Рост мировой экономики в III квартале замедлился	42
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	44
2.2.1. Индексная оценка ВВП: продолжение устойчивого роста в соответствии с ожиданиями	44
2.2.2. Инфляционные ожидания аналитиков закорены на 4%	44
3. В фокусе. Влияние повышения пенсионного возраста на государственные финансы и рынок труда	46

Краткое содержание

1. Итоги

- Годовая инфляция в сентябре продолжила движение к целевому уровню Банка России под действием преимущественно временных проинфляционных факторов. Месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность остается несколько выше уровня, соответствующего инфляции 4%. При этом, рост цен, скорректированный на действие разовых факторов, остается пониженным относительно цели Банка России. Экономический рост в сентябре продолжился на уровне, близком к потенциальному, при увеличении рисков замедления роста к концу года. Динамика российских финансовых рынков в начале октября ухудшилась на фоне общего оттока капитала из стран с формирующимися рынками и рисков ужесточения финансовых ограничений со стороны США.
 - Инфляция в сентябре повысилась до 3,4%, укрепив восходящий тренд. К концу года инфляция ожидается вблизи целевого уровня 4% под действием ряда факторов устойчивого и разового характера. Среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают. Из-за действия временных факторов инфляция превысит 5% в 2019 г., прежде чем вернется обратно к 4% в 2020 году. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к целевому, на горизонте двух-трех лет.
 - Рост экономики в последние месяцы оставался на уровне, соответствующем ее потенциалу, во многом благодаря экспорту. Однако результаты конъюнктурных опросов в России и мире указывают на возможное замедление роста российской и глобальной экономики в конце года. Потребительский спрос растет, получая поддержку от продолжающегося расширения потребительского кредитования и сохранения высоких темпов роста реальной заработной платы на фоне роста дефицита кадров на рынке труда.
 - Волатильность на российских финансовых рынках превысила среднюю волатильность в других странах с формирующимися рынками. На нее негативно повлияли опасения введения новых санкций со стороны США и «эффект заражения» от финансовых рынков Турции и Аргентины.

2. Взгляд в будущее

- Сентябрьские опросы выявили некоторое торможение роста развитых стран и стран с формирующимися рынками на фоне продолжающихся трений во внешней торговле между крупными странами.
- Опережающий показатель российского ВВП указывает на рост российской экономики в соответствии с потенциалом при вероятном небольшом замедлении роста в конце года.

3. В фокусе. Влияние повышения пенсионного возраста на государственные финансы и рынок труда

- Столкнувшись с демографическими вызовами, многие страны в последнее десятилетие приняли решение о повышении пенсионного возраста.
- Повышение пенсионного возраста в России с 2019 года обосновывается увеличением фактической и ожидаемой продолжительности здоровой жизни населения. Это должно стабилизировать долю пенсионеров в общей численности населения и коэффициент демографической нагрузки.
- Принятое решение замедлит снижение численности рабочей силы в ближайшие годы, что должно в значительной степени компенсировать негативное влияние данного фактора на потенциальные темпы роста российской экономики.
- Повышение пенсионного возраста позволит проводить ускоренную индексацию средней пенсии темпом выше инфляции. При этом расходы на выплату пенсий относительно ВВП будут постепенно снижаться с последующей стабилизацией по окончании переходного периода.
- Государственные финансы в перспективе ближайшего десятилетия могут столкнуться со снижением доходов относительно ВВП, в том числе по причине вероятного снижения цен на нефть. Для поддержания долгосрочной устойчивости государственных финансов расходы относительно ВВП также, скорее всего, должны будут сократиться. Снижение демографической нагрузки в результате повышения пенсионного возраста должно способствовать решению этой задачи.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Годовая инфляция в сентябре достигла 3,4%, укрепив тренд на возврат к 4% к концу года. Краткосрочные проинфляционные риски остаются повышенными из-за произошедшего ранее ослабления рубля к основным валютам и предстоящего повышения базовой ставки НДС.

К концу года ожидается достижение инфляцией 4% под действием ряда факторов устойчивого и разового характера. К первым относится некоторое повышение относительно прошлого года темпов роста наиболее устойчивых компонент индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов. Ко вторым можно отнести ускорение роста цен на продовольствие по сравнению с предельно низким уровнем прошлого года, влияние на цены ослабления рубля и опережающее повышение цен некоторыми производителями в преддверии увеличения базовой ставки НДС до 20%.

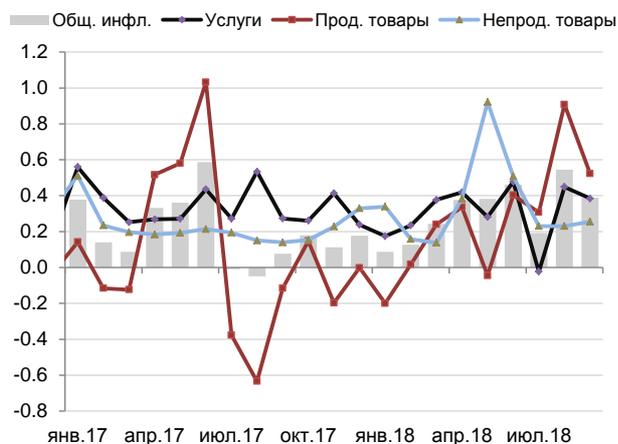
Среднесрочные проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Среди основных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, повышательное влияние на цены ускоряющегося роста потребительского кредитования, увеличение инфляционных ожиданий, рост дефицита кадров на рынке труда.

1.1.1. Инфляция ускорилась в сентябре, приближаясь к 4%

- Рост цен в сентябре составил 0,16% м/м, что с учетом сезонности составляет 0,39% м/м. Скользящий трехмесячный сезонно сглаженный рост цен составил 4,6% в годовом выражении.
- Рост цен, очищенный от влияния разовых факторов, пока находится немного ниже уровня, соответствующего 4% инфляции, но заметно вырос по сравнению с началом 2018 года.
- В сентябре годовая инфляция ускорилась до 3,38%. В ближайшие месяцы можно ожидать ее дальнейшего роста. Тем не менее, мы по-прежнему ожидаем, что на конец 2018 года инфляция окажется в диапазоне 3,8-4,2%.

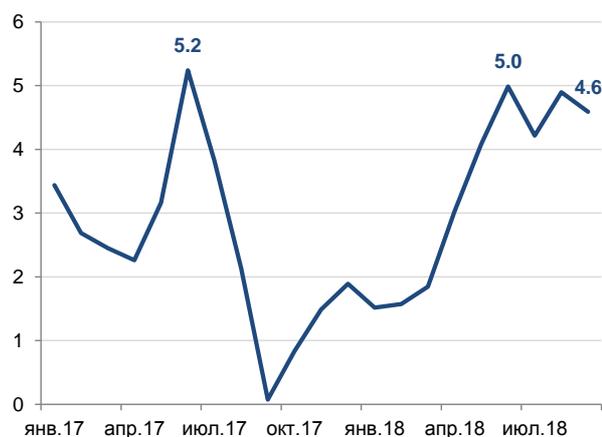
В сентябре рост потребительских цен составил 0,16% м/м. С учетом сезонности рост потребительских цен составил 0,39% м/м, что немного ниже августовского значения 0,54% м/м (Рисунок 1). Сезонно сглаженный рост цен в среднем за июль–сентябрь составил 4,6% в годовом выражении (Рисунок 2) и 5,7% – за август–сентябрь.

Рисунок 1. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 2. Скользящий за три месяца сезонно сглаженный рост цен в годовом выражении, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Годовая инфляция в сентябре составила 3,38% после 3,06% в августе (Рисунок 3). Ускорение инфляции было ожидаемо, в том числе в силу базовых эффектов: в прошлом году рост цен во втором полугодии держался значительно ниже траектории, соответствующей 4%, а в этом году – немного выше (Рисунок 4).

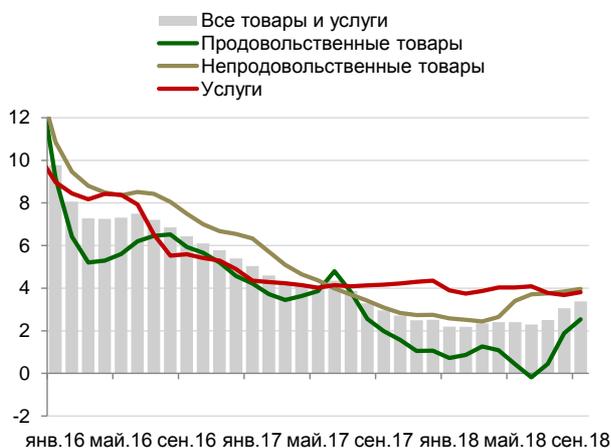
Риски небольшого превышения инфляцией 4% по итогам года в рамках прогнозного диапазона 3,8–4,2% сохраняются на фоне продолжения действия проинфляционных разовых факторов. При этом, по предварительной оценке, рост цен среди наиболее устойчивых компонент ИПЦ (то есть инфляция, очищенная от влияния временных факторов) оценивается ниже – на уровне 3,8% в годовом выражении. Главными проинфляционными факторами остаются влияние недавних эпизодов ослабления рубля и заблаговременное повышение розничных цен в преддверии повышения НДС. С их учетом сезонно сглаженный рост цен в IV квартале может составить 1,2–1,3% к/к¹. Принимая во внимание накопленный за январь–сентябрь рост цен, это приведет к дальнейшему приближению инфляции к 4%. Тем не менее, мы по-прежнему ожидаем, что на конец 2018 года инфляция окажется в диапазоне 3,8–4,2%.

На продовольственном рынке инфляция ускорилась до 2,54% г/г в сентябре с 1,89% г/г в августе, несмотря на стабилизацию роста цен на плодоовощную продукцию. Месячное изменение цен после снятия сезонности составило 0,52% м/м. Хотя это немного ниже августовского уровня 0,91% м/м, в целом на рынке продовольствия инфляционное давление остается повышенным. Так, цены на мясо и мясные продукты продолжили рост на фоне снижения предложения, которое в последнее время было вызвано сразу несколькими факторами (ограничение бразильского импорта, уход с рынка малоэффективных предприятий, вспышки вирусных заболева-

¹ Совокупный вклад разовых факторов в рост потребительских цен в IV квартале оценивается в 0,4–0,5 п.п. (0,1–0,2 п.п. – от повышения НДС и 0,3 п.п. – от ослабления рубля в августе–сентябре).

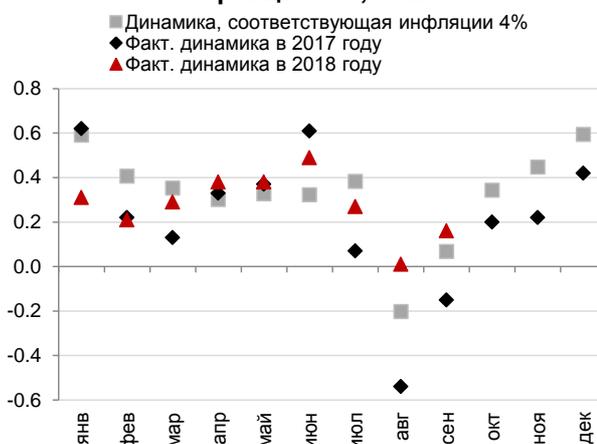
ний). Кроме того, ослабление рубля увеличивает издержки производителей сельскохозяйственной продукции.

Рисунок 3. Инфляция и ее компоненты, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В сентябре динамика цен на плодоовощную продукцию нормализовалась после временного августовского отклонения от обычной сезонности вследствие отставания в сроках уборки овощей открытого грунта. С учетом сезонности снижение цен на плодоовощную продукцию в сентябре составило 0,48% м/м после роста на 5,14% м/м в августе.

Мы ожидаем, что ускорение роста цен продовольственных товаров останется основным фактором ускорения инфляции в ближайшие месяцы (Рисунок 3). При этом годовой рост цен непродовольственных товаров и услуг стабилен на уровне около 4%. В сентябре началось нарастание ценового давления среди непродовольственных товаров, для которых характерна высокая зависимость от динамики курса. Так, за месяц цены на электротовары и бытовые приборы выросли на 0,49% м/м (в мае–августе темп роста держался на уровне 0,2–0,3% м/м), несмотря на то, что в начале сентября розничные сети сообщали о намерении сохранить цены без изменения². Учитывая, что эффект переноса курса в цены носит растянутый во времени характер, последние эпизоды ослабления рубля продолжают проявляться в динамике цен в ближайшие месяцы.

Модифицированные показатели базовой инфляции в сентябре немного отделились от уровня, соответствующего инфляции 4%, после того как в августе приблизились к нему вплотную (Рисунок 5). Динамика модифицированных показателей базовой инфляции указывает на то, что инфляционное давление заметно усилилось в апреле–мае (по сравнению с периодом 2017 – начала 2018 г.) и с тех пор остается на повышенном уровне, несмотря на некоторую волатильность. Волатильность показателей базовой инфляции связана с тем, что их динамика все же

² РБК. [Эффект переноса: что подорожает из-за падения рубля. 12.09.2018.](#)

подвержена влиянию временных факторов, однако в меньшей степени по сравнению с их влиянием на общую инфляцию.

Рост цен, очищенный от влияния всех разовых факторов, по-прежнему остается ниже уровня, соответствующего инфляции 4%. Медиана роста цен товаров, слабо зависимых от динамики курса, в среднем за последние три месяца составила 3,4% в годовом выражении (Рисунок 6). Медиана роста цен товаров, чувствительных к динамике курса, незначительно снизилась в сентябре по сравнению с августом, при этом в динамике показателя с апреля сохраняется повышательный тренд. Можно ожидать его сохранения в ближайшие месяцы, учитывая ослабление рубля в августе–сентябре.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Медианные значения роста цен товаров с разной чувствительностью к изменению курса, % м/м, сезонно сглаженные



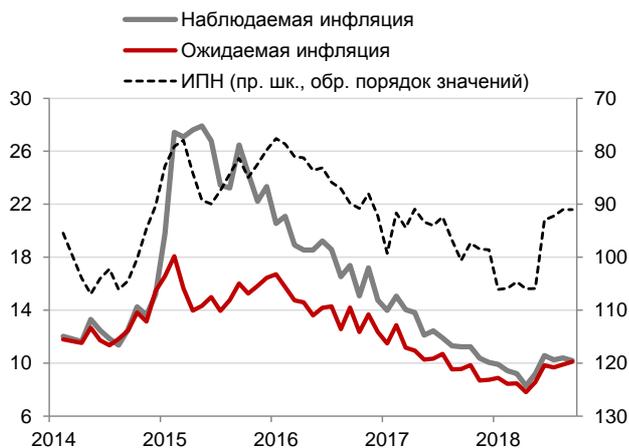
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

В сентябре инфляционные ожидания населения повысились до 10,1%, оказавшись на максимальном уровне с июля прошлого года (Рисунок 7). Разрыв между наблюдаемой и ожидаемой инфляцией сократился до 0,1 процентного пункта.

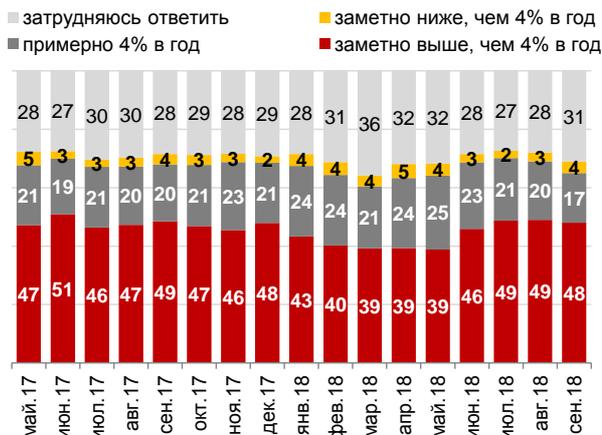
Рост инфляционных ожиданий происходил на фоне увеличения числа опрошенных, отмечающих высокий рост цен на мясо и птицу (до 41% в сентябре с 39% в августе). В ближайшее время этот фактор продолжит провоцировать рост инфляционных ожиданий, поскольку потребители достаточно остро реагируют на изменение цен на часто покупаемые товары. Примером может служить тот факт, что, несмотря на относительно стабильную динамику цен нефтепродуктов в последние месяцы, доля респондентов, отмечающих высокий рост цен на бензин, осталась весьма значительной – 36% (в августе – 40%).

Рисунок 7. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции



Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 8. Ожидания относительно уровня инфляции через три года³



Источник: ООО «инФОМ».

Среди причин будущей инфляции респонденты продолжают называть ослабление рубля и повышение НДС. Эти факторы и создаваемый на их основе новостной фон создают риски дальнейшего роста инфляционных ожиданий в ближайшие месяцы. Так, в сентябре доля тех, кто считает, что через год курс рубля по отношению к доллару снизится, составила 50%. Вместе с тем доля тех, кто считал в прошлом месяце, что курс не изменится, снизилась при росте доли тех, кто затрудняется с ответом. Таким образом, респонденты, ранее уверенные в стабильности курса, в сентябре начали в этом сомневаться.

Растет неопределенность и в ответах на вопросы о достижении инфляции 4% в долгосрочной перспективе: доля затруднившихся с ответом выросла при неизменности доли тех, кто ожидает, что цены будут расти заметно выше заявленного уровня (Рисунок 8). Впрочем, такое изменение разбросов ответов на соответствующий вопрос ООО «инФОМ» является достаточно типичным для эпизодов ослабления рубля (подобную картину мы наблюдали, например, в апреле–мае 2018 г.).

1.1.2. Трендовая инфляция в сентябре: среднесрочные риски превышения инфляцией 4% сохраняются

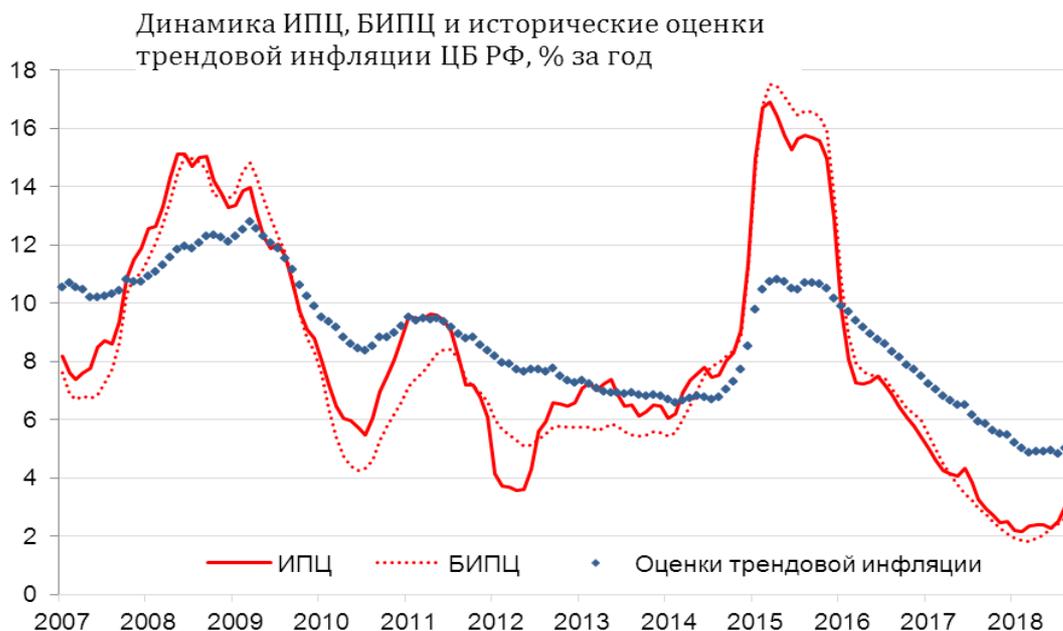
- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в сентябре 2018 г. незначительно повысилась и составила 5,08% (в августе – 5,02%)⁴.

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

⁴ В июле 2018 г. значения трендовой инфляции были пересчитаны в связи с переходом на новую методологию сезонной корректировки исходных рядов индексов цен, применяемых при расчете показателя. Подробнее вопрос сезонной корректировки ИПЦ и его подкомпонент рассматривается в докладе об экономических исследованиях в Банке России: А. Сапова, А. Поршаков, А. Андреев, Е. Шатило [Обзор методологических особенностей](#)

- Стабилизация трендовой инфляции в последние месяцы, вероятно, указывает на стабилизацию инфляционного давления среди отдельных наиболее устойчивых компонент ИПЦ на уровне, несколько превышающем 4%.
- На среднесрочном горизонте риски отклонения годовой инфляции вверх от 4% по-прежнему преобладают над рисками отклонения инфляции вниз.

Рисунок 9. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России, % г/г



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

1.1.3. Ценовые индексы PMI: отпускные цены в обработке сильнее реагируют на рост издержек, чем в сфере услуг

- Динамика ценовых индексов PMI IHS Markit в обрабатывающей промышленности и сфере услуг в сентябре была разнонаправленной. Ценовые индексы в обрабатывающей промышленности остаются на повышенном уровне, а в сфере услуг индекс отпускных цен снизился до минимального уровня за последние восемь месяцев, хотя респонденты отмечают рост издержек из-за ослабления рубля.

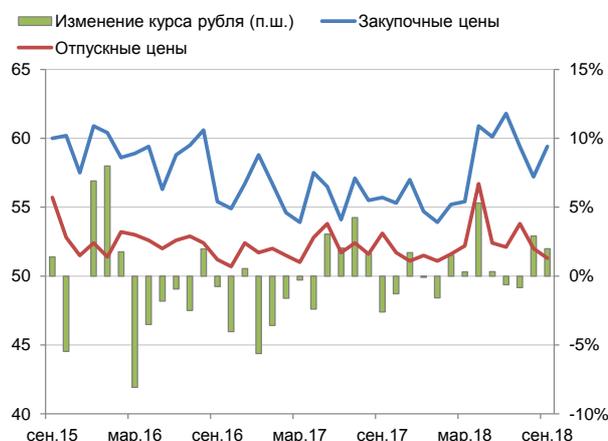
- Разнонаправленная динамика ценовых индексов указывает на то, что текущее ускорение роста цен вызвано в основном разовыми факторами: цены в обрабатывающей промышленности более чувствительны к курсовой динамике, чем в сфере услуг.
- Снижение индекса отпускных цен в сфере услуг до минимального с января уровня может указывать на то, что инфляционное давление без учета действия разовых факторов пока все же не достигло уровня, превышающего 4%-ную инфляцию в годовом выражении. Таким образом, вторичные эффекты на цены от ослабления рубля пока выражены слабо.

Рисунок 10. Ценовые индексы PMI в обработке, пункты



Источник: IHS Markit.

Рисунок 11. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пункты



Источник: IHS Markit.

1.1.4. Рост цен производителей замедлился

- В августе ускорение годовых темпов роста цен производителей прекратилось: значение показателя составило 15,3% г/г после 16,6% г/г в июле (Рисунок 12). Во многом этому способствовала стабилизация динамики внутренних цен на нефть и нефтепродукты, которая последовала за замедлением роста мировых цен на нефть (Рисунок 13).
- Рост цен производителей по корзине репрезентативных товаров⁵ впервые с конца 2015 г. превысил темп роста потребительских цен, хотя всего на 0,2 п.п. (Рисунок 14). Это служит сигналом усиления инфляционного давления на потребительском рынке в ближайшие месяцы.
- Устойчивое ускорение роста цен наблюдается в отрасли мясопереработки (Рисунок 15). Основная причина этого – рост цен в оптовом звене, вызванный сокращением предложения. В целях поддержания спроса торговые сети отказываются значительно увеличивать цены на продукты из мяса, несмотря на

⁵ Товары, которые входят в расчет и ИЦП, и ИПЦ.

запросы от мясопереработчиков. Это приводит к снижению маржинальной прибыли производителей мясопродуктов. По мнению экспертов отрасли, для них это оказывается более выгодным, чем невыполнение контрактов с торговыми сетями.

Рисунок 12. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Динамика индексов цен производителей нефти и нефтепродуктов, цены на нефть марки Urals в рублях, % г/г



Источники: Росстат, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 14. Изменение цен на некоторые товары⁶, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Динамика потребительских цен и цен производителей мясопродуктов, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁶ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, трикотажные изделия, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 32% от потребительской корзины.

1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики сохраняется на уровне, близком к потенциальному. Потребительский спрос остается одним из основных факторов роста на фоне стабилизации уровня безработицы на низком уровне, увеличения реальной заработной платы и продолжающегося быстрого роста потребительского кредитования. Вместе с тем в ближайшие кварталы ожидается некоторое замедление роста экономической активности, судя по результатам опросов и опережающим индикаторам. Также нужно учитывать, что некоторое замедление темпов роста мировой экономики в последние месяцы, вероятно, в краткосрочной перспективе негативно повлияет и на экономический рост в России, который в последнее время получал значимую поддержку от экспорта.

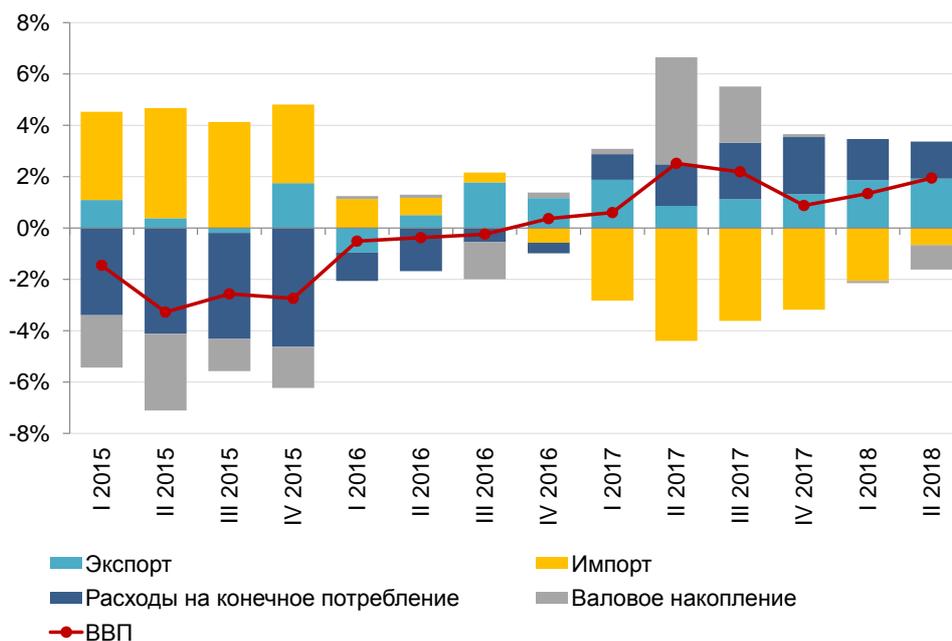
1.2.1. Динамика ВВП по использованию за II квартал указывает на риски некоторого замедления роста к концу года

- Оценка роста ВВП в II квартале 2018 г. была подтверждена Росстатом на уровне 1,9% г/г. Согласно нашей обновленной оценке, в II квартале с учетом сезонности ВВП вырос на 0,5% к/к после роста на 0,4% к/к в I квартале 2018 года.
- Таким образом, квартальный рост ВВП в II квартале ускорился, и новая оценка говорит о небольшом превышении фактического роста ВВП над первоначальными ожиданиями (разница в 0,1 п.п.).
- Ускорение роста ВВП произошло благодаря улучшению показателей чистого экспорта на фоне коррекции импорта. С учетом проявления признаков краткосрочного замедления роста мировой экономики рост экспорта, вероятно, уменьшит свою поддержку динамике российского ВВП. Исключением может стать III квартал на фоне наращивания добычи и экспорта нефти в рамках выполнения июньских договоренностей ОПЕК+.
- При этом показатели инвестиций ухудшились, а динамика потребления практически не изменилась. Снижение темпов роста инвестиций наблюдалось не только в годовом выражении (замедление до 1,0% после 1,8% в I квартале 2018 г.), но и в квартальном: инвестиции даже немного сократились в II квартале (-0,1% к/к, сезонно сглаженный) после небольшого роста в I квартале 2018 г. (+0,2% к/к).
- Накопление товарно-материальных запасов в II квартале существенно уменьшилось по сравнению с II кварталом 2017 года. В результате этот компонент привел к отрицательному темпу роста валового накопления во II квартале и внес значимый отрицательный вклад в рост ВВП г/г.
- Снижение объемов урожая основных сельхозкультур в этом году привело к уменьшению объемов производства растениеводства в III квартале г/г. Это

негативно отразится на производстве пищевой продукции во втором полугодии, несколько сдерживая общий рост экономики.

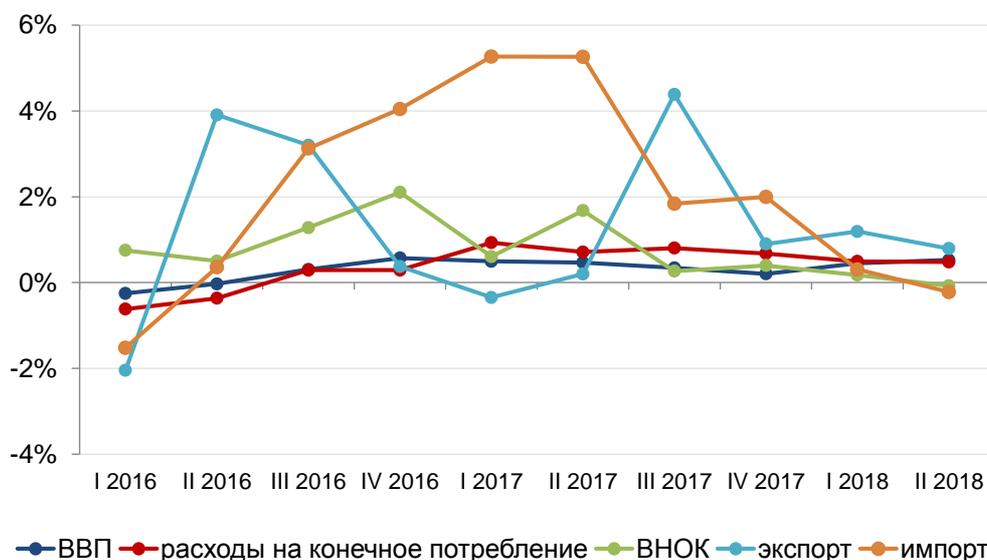
- С учетом высокой вероятности постепенного торможения экспортной динамики, замедление роста инвестиций при стабилизации темпов роста потребления домохозяйств (см. также подраздел 1.2.4.) указывает на риски замедления роста ВВП в IV квартале. При этом в I квартале 2019 г. временный негативный вклад в экономическую динамику внесет повышение НДС.

Рисунок 16. Вклад основных компонентов в темпы роста ВВП, п.п. г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Динамика основных компонентов ВВП, % к/к, сезонно сглаженный



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.2. Добыча задала тон промышленному росту в летние месяцы

- По оценкам Росстата, промышленное производство в августе 2018 г. выросло на 0,3% м/м SA. Оценки ДИП указывают на рост порядка 0,5% м/м SA за тот же период. Производство в промышленности в целом, в добыче и в обрабатывающих отраслях остаются на растущей траектории (Рисунок 17, 18).
- С начала лета произошла смена лидеров роста в промышленности: ускорение в секторе добычи частично компенсировало торможение в обработке.
- В августе обрабатывающая промышленность показала рост (+0,2% м/м SA⁷) после некоторого замедления в июне-июле.
- Лидерами роста в обработке стали отрасли машиностроения, в особенности производство автотранспортных и прочих транспортных средств (+7,5% м/м и +16,2% м/м SA соответственно).
- Автопром нарастил выпуск продукции после летних корпоративных каникул, реагируя на активизацию потребительского спроса в свете ожидаемого повышения цен на автомобили. В свою очередь, программы господдержки продолжают оказывать положительный эффект на развитие железнодорожного машиностроения.
- Рост производства пищевых продуктов (+1,2% м/м SA) по-прежнему вносит существенный вклад в динамику обрабатывающего сектора.
- Устойчивый рост показали деревообработка (+1,3% м/м SA), производство целлюлозно-бумажной продукции (+0,2 м/м SA), а также производство резиновых и пластмассовых изделий (+1,6% м/м SA). Положительная динамика в данных отраслях обусловлена устойчивым спросом на продукцию со стороны внешнего и внутреннего рынка и государственными мерами поддержки экспорта.
- Негативным фактором в августе стало снижение выпуска в крупнейших отраслях обработки: производстве химических веществ (-0,2% м/м SA), кокса и нефтепродуктов (-3,3% м/м SA) и металлургии (-1,6% м/м SA). На результаты металлургического комплекса продолжает оказывать влияние неустойчивая динамика выпуска цветных металлов и ядерного топлива.

⁷ Здесь и далее сезонно сглаженные оценки ДИП.

Рисунок 18. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)



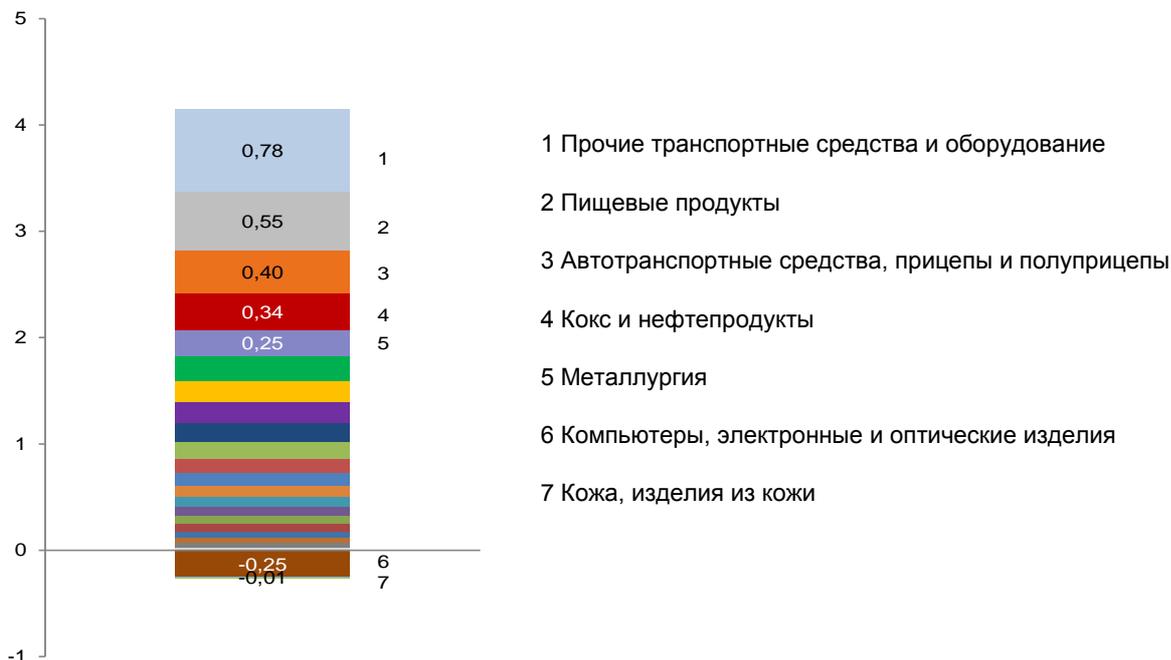
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Вклады отдельных отраслей в прирост выпуска обрабатывающих производств в январе–августе 2018, % г/г



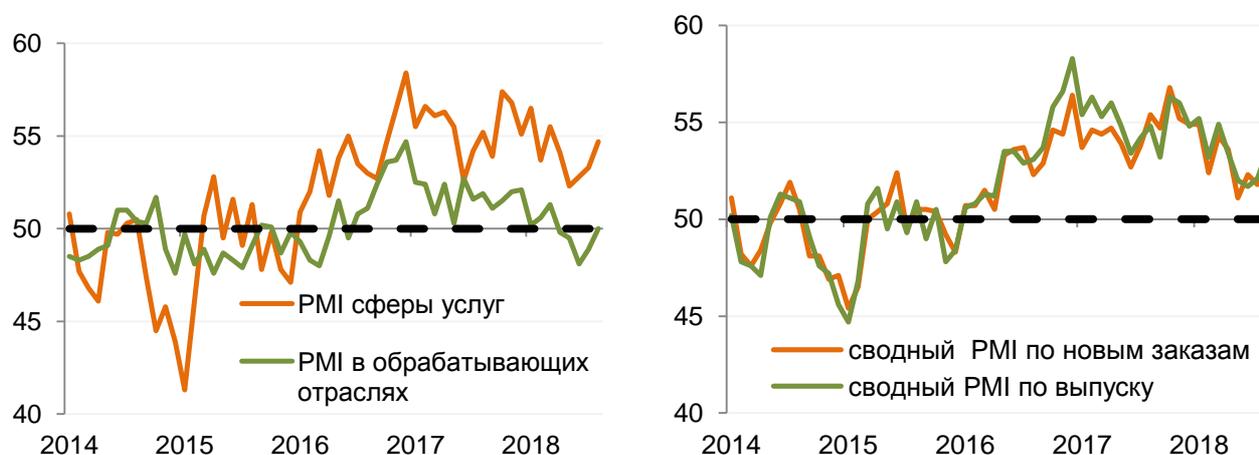
1.2.3. Индексы PMI в сентябре: рост экономики немного ускоряется

- Динамика индексов PMI указывает на небольшое ускорение экономического роста после летней паузы.

- Индекс PMI в сфере услуг вернулся к среднему уровню первого полугодия, в котором рост экономики был на уровне потенциального.
- PMI в обрабатывающей промышленности вышел из «зоны снижения» на фоне роста выпуска новых заказов. Ослабление рубля привело к ускорению роста экспортных заказов, которое может оказаться временным из-за замедления роста мировой экономики.

Небольшой спад деловой активности в обработке в июне–июле, судя по последним данным, оказался временным явлением. По итогам трех кварталов можно констатировать сохранение умеренных позитивных тенденций в экономике России.

Рисунок 21. Динамика индексов и подындексов PMI по России



Источник: IHS Markit.

Индекс PMI IHS Markit в обрабатывающем секторе вернулся к отметке 50 пунктов. Снижение⁸ выпуска и объема новых заказов прекратилось, респонденты связывают позитивную динамику с ростом заказов от новых клиентов. Особенно весомый прирост (с 51 до 53,1) показали новые экспортные заказы: оживившийся спрос со стороны иностранных клиентов отчасти может быть связан с недавним ослаблением курса рубля. При этом в среднем в развивающихся странах экспортные заказы уменьшились на фоне проявления признаков краткосрочного замедления роста глобальной экономики. Если оно продолжится, благоприятное влияние ослабления рубля на динамику экспортных заказов может оказаться кратковременным. Наконец, индекс деловых ожиданий на горизонте года оказался на максимуме (73,4) за всю историю опросов.

Индекс PMI в услугах в сентябре вырос до 54,7 п.п., указывая на ускорение роста в секторе услуг до среднего уровня первого полугодия (54,5). Рост новых заказов наблюдался во всех пяти секторах, особенно выражено – в информационно-

⁸ Нахождение соответствующих индексов ниже уровня 50 пунктов.

коммуникационном. Негативный сигнал из данных – очередное снижение занятости (48,8) и некоторое ухудшение ожиданий (65,4).

1.2.4. Рост товарооборота непродовольственных товаров на фоне продолжающегося подъема в розничном кредитовании

- В августе годовой темп роста розничного товарооборота составил 2,8% г/г после 2,7% г/г в июле. С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в августе увеличился на 0,3% м/м.
- Продолжилось замедление роста продаж продовольственных товаров, что отчасти связано со снижением туристического потока в июле–августе. Однако такая динамика, по нашему мнению, может также отражать ускорение роста цен на продовольствие.
- Ускорение роста продаж непродовольственных товаров продолжилось при поддержке со стороны быстрого роста потребительского кредитования.

Рост розничного товарооборота за январь–август составил 2,7% по отношению к аналогичному периоду прошлого года⁹. При этом в августе рост товарооборота составил 2,8% г/г, незначительно ускорившись с 2,7% г/г в июле (Рисунок 22). В продовольственном секторе рост продаж продолжил снижаться, составив 1,3% г/г после 1,8% г/г в июле и 3,4% г/г в июне. Можно предположить, что сокращение продаж продовольственных товаров носит корректирующий характер с учетом завершения чемпионата мира по футболу в середине июля. Вместе с тем на рынке продовольствия инфляционное давление продолжает оставаться повышенным. Это уже начало транслироваться в инфляционные ожидания населения и могло отразиться на потребительском поведении. В непродовольственном сегменте темп роста продаж вновь ускорился, составив 4,2% г/г в августе после 3,6% в июле.

Рост розничного товарооборота с поправкой на сезонный и календарный факторы, по нашим оценкам, в августе возобновился, составив 0,3% м/м, после паузы в июле (Рисунок 23). После ощутимого снижения продаж продовольственных товаров в июле на 0,5% м/м в августе прирост продаж оказался нулевым. Темп роста продаж непродовольственных товаров вернулся к уровню июня, составив 0,5% м/м, после незначительного замедления в июле до 0,3% м/м.

⁹ Данные с апреля по июль были пересмотрены Росстатом в связи уточнением респондентами ранее предоставленной информации.

Рисунок 22. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 = 100%, сезонность устранена)



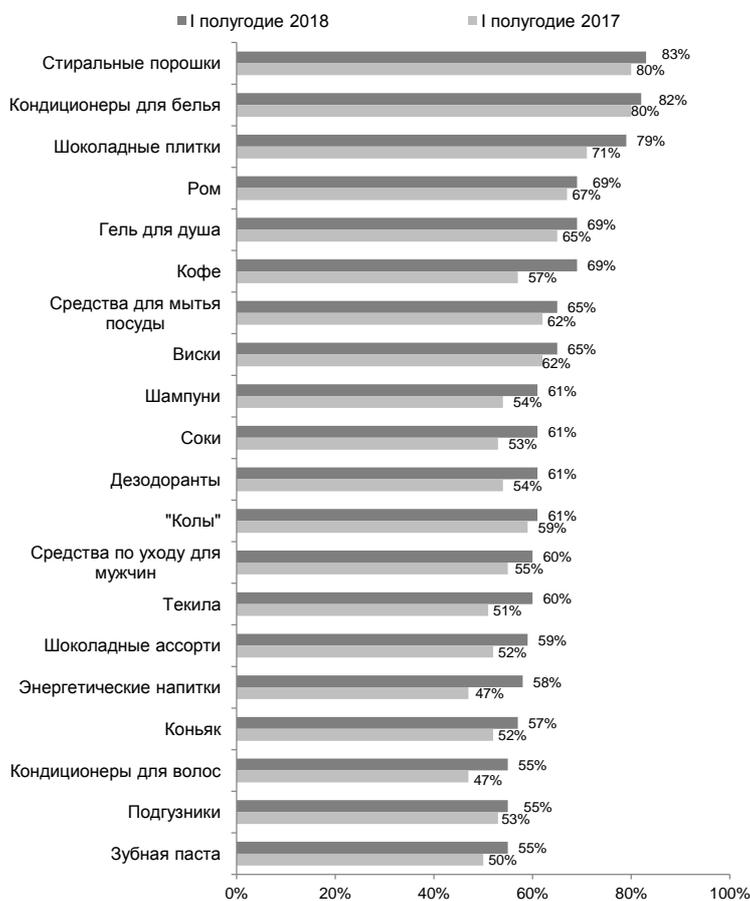
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В последние годы рост продаж непродовольственных товаров дополнительно поддерживается скидками и проводимыми магазинами промоакциями. Так, по данным исследования *Nielsen Promo Pressure*, в первом полугодии 2018 года произошел рост скидки в категории непродовольственных товаров до 30% с 27% в первом полугодии 2017 года.¹⁰ При этом количество акционных товарных единиц непродовольственных товаров, согласно данным исследования, не изменилось. Непродовольственные товары также продолжают лидировать по доле продаж по промоакциям в общем объеме продаж в первой половине 2018 года (Рисунок 24).

В целом количество товарных позиций, продающихся со скидкой, на один магазин современной торговли продолжило расти: с 10 в первой половине 2016 г. до 14 в первой половине 2018 г. за счет роста товарных позиций по продовольственным товарам (с 13 до 17). По данным упомянутого исследования, доля продаж в натуральном выражении по промоакциям в первом полугодии 2018 г. продолжила расти по сравнению с 2017 годом. Она составила 64% (в первом полугодии 2017 и 2016 г. – 58 и 53% соответственно). Тем не менее средневзвешенная скидка по продовольственным и непродовольственным товарам в первом полугодии 2018 г. не изменилась по сравнению с прошлым годом (23%), в 2016 г. она оценивалась на уровне 20%. Сохранение средней скидки на достаточно высоком уровне при наблюдающейся положительной динамике прибыли в секторе розничных продаж может объясняться спецификой включенных в выборку исследования товарных позиций и категорий, а также категорий проводимых промоакций: например, снижение цены может происходить при покупке большего числа товаров, приводя к росту продаваемых товаров в натуральном выражении в рассматриваемой товарной категории. Представленные выше результаты могут также искажаться за счет того обстоятельства, что на многие товары первоначальная цена может устанавливаться на повышенном уровне с учетом дальнейшей скидки.

¹⁰ [Nielsen Promo Pressure.](#)

Рисунок 24. Процент продаж по промоакциям от общих продаж категории в форматах современной торговли в первой половине 2017 – 2018 году (в натуральном выражении)



Источник: Nielsen Promo Pressure.

Согласно АКИТ¹¹, прогноз роста трансграничной торговли на 2018 г. был повышен с 470 до 750 млрд руб. в связи со значительным увеличением покупок в зарубежных интернет-магазинах в первом полугодии 2018 года. По сравнению с 2017 г. трансграничный сегмент в текущем году может вырасти в 2 раза. В связи с повышенным риском вытеснения локальных компаний с российского рынка интернет-торговли планируется со следующего года начать снижение беспрошльного порога на товары, приобретенные в зарубежных интернет-магазинах. Также обсуждается введение пошлины в размере 20% на все такие товары. Данные меры помогут поддержать отечественные онлайн-магазины, так как они сталкиваются с более высокими издержками в отличие от зарубежных интернет-компаний.

По мнению многих экспертов, влияние столь быстрого роста трансграничной торговли на обычную розничную торговлю может быть как положительным, так и отрицательным. С одной стороны, развивается рынок интернет-торговли из-за конкуренции, с другой – российские компании теряют свою долю на рынке.

¹¹ РБК. [«Россияне потратили в зарубежных интернет-магазинах уже более \\$5 млрд»](#). 04.10.2018.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

Рисунок 26. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов



Источник: опрос ООО «инФОМ».

Рисунок 27. Индекс потребительской уверенности Росстата и его компоненты



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост продаж непродовольственных товаров ускоряется, получая поддержку главным образом со стороны продолжающегося роста розничного кредитования при стагнации реальных располагаемых доходов (-0,9% г/г в августе, Рисунок 25). Согласно данным Национального бюро кредитных историй, в январе–августе средний размер выданных потребительских кредитов вырос почти на 30% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом количество выданных кредитов за тот же период сократилось на 0,9%¹². Таким образом, рост кредитования в 2018 г. происходит не за счет роста количества заемщиков, а за счет роста сумм выда-

¹² НБКИ. [«В 2018 году количество выдаваемых потребительских кредитов снижается, а объемы выдачи растут». 14.09.2018.](#)

ваемых кредитов, при этом банки активнее кредитуют заемщиков с хорошей кредитной историей (см. также подраздел 1.2.7).

Динамика объемов розничного кредитования согласуется с опросными показателями. Так, согласно данным ООО «инФОМ», в сентябре оценка благоприятности времени для покупок в кредит выросла как по сравнению с августом 2018 г., так и по сравнению с сентябрем 2017 г. (Рисунок 26). Оценка благоприятности текущего времени для крупных покупок практически не изменилась. Хотя по сравнению с сентябрем прошлого года ее значение немного снизилось, большинство опрошенных (59%) утверждают, что в течение года все же осуществляли крупные траты. Что касается потребительских ожиданий в целом, то, согласно результатам опроса, неизменной осталась оценка текущего материального положения при небольшом улучшении ожиданий относительно будущего.

Итоги выборочного обследования потребительских ожиданий населения, проводимого Росстатом, показали снижение индекса потребительской уверенности в III квартале по сравнению с предыдущим кварталом на 6 п.п. (Рисунок 27).

1.2.5. Рынок труда: безработица стабилизировалась на низком уровне

- Сезонно сглаженный уровень безработицы продолжает находиться на минимальной отметке – 4,8% – за счет снижения численности безработного населения.
- Расширенные показатели безработицы в II квартале с устранением сезонности остались практически без изменений по сравнению с I кварталом.

По данным Росстата в августе 3,5 млн человек в возрасте 15 лет и старше классифицировались как безработные. Уровень безработицы опустился до 4,6% после 4,7% в июле, сезонно сглаженный показатель также снизился до 4,80% с 4,86% (Рисунок 28). Уровень безработицы продолжает находиться вблизи нижней границы оцениваемого нами естественного уровня безработицы, характеризуя дефицит на рынке труда.

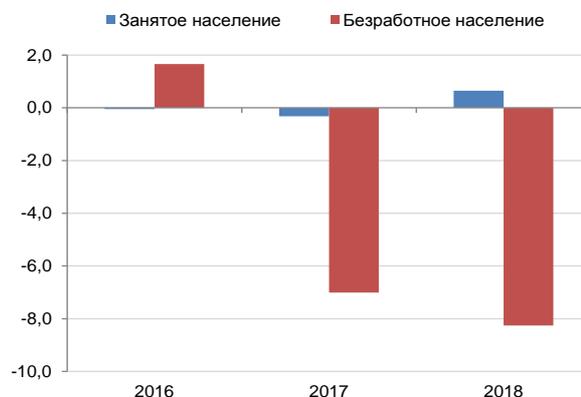
Снижение уровня безработицы происходит за счет сокращения численности безработного населения. С начала года она сократилась более чем на 8% г/г (Рисунок 29). Численность занятого населения с начала года выросла примерно на 1% г/г.

Рисунок 28. Уровень безработицы и оценки ее естественного уровня, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Изменение темпов роста занятого и безработного населения за январь–август, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Расширенные показатели безработицы U5 и U6¹³ в II квартале текущего года по сравнению с I кварталом с устранением сезонности остались практически без изменений (Рисунок 30). Рост значений показателей в июне, вероятно, носит временный характер, судя по стабильности уровня безработицы в июле-августе.

Рисунок 30. Расширенные показатели безработицы (сезонность устранена), %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Динамика реальной и номинальной заработной платы, прирост %/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В июле рост зарплат в госсекторе ускорился до 14,3% г/г¹⁴ (образование и здравоохранение – основные лидеры), однако с поправкой на эффект базы прошлого года можно ожидать замедления темпов роста в дальнейшем. В частном секторе рост зарплат ускорился до 8,9% г/г (Рисунок 32).

¹³ U3 – официальный уровень безработицы;

U5 – U3 + экономически неактивное население, которое не ищет работу, но могло бы к ней приступить;
U6 – U5 + занятые менее 30 часов в неделю.

¹⁴ Для расчета зарплат в частном секторе и госсекторе в качестве весов использовалась доля в фонде оплаты труда.

Рисунок 32. Динамика годового темпа роста номинальной заработной платы в частном секторе и в госсекторе, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.6. Банковский сектор в августе – рост рублевого кредитования экономики на максимуме

- Рост розничного и корпоративного кредитования достиг максимума в текущей фазе кредитного цикла, но далек от роста, происходившего в период бума кредитования 2011–2012 годов.
- Розничные рублевые и долларовые депозиты в августе сократились, в том числе из-за сезонности.
- Прибыль банковского сектора в августе осталась высокой, несмотря на рост доходностей ОФЗ.

Темпы роста рублевого кредитования как в розничном, так и в корпоративном сегменте в августе достигли максимума в текущей фазе роста (Рисунок 33). В структуре розничного портфеля ускорение роста продемонстрировали все сегменты кредитования. Ипотечный портфель прибавил 2% м/м¹⁵ (в июле – 1,9%), автокредитование – 1,5% м/м (1,1%), необеспеченные потребительские кредиты – 1,9% м/м (1,8%).

По данным НБКИ¹⁶, рост портфеля необеспеченных потребительских кредитов в 2018 г. происходит за счет роста размера займа, тогда как количество выдаваемых кредитов не увеличивается. Так, в январе-августе 2018 г. было выдано 9,9 млн

¹⁵ Здесь и далее в подразделе с учетом сезонности, если не сказано иное.

¹⁶ По данным 4100 кредиторов, передающих сведения в НБКИ.

единиц кредита (-0,9% г/г) на сумму 1,75 трлн руб. (+27,7% г/г). При этом рост среднего размера кредита происходил на фоне удлинения срока кредитования, которое облегчал заемщику процесс обслуживания долга (3,83 года в II квартале 2018 г. против 3,38 года за аналогичный период прошлого года).

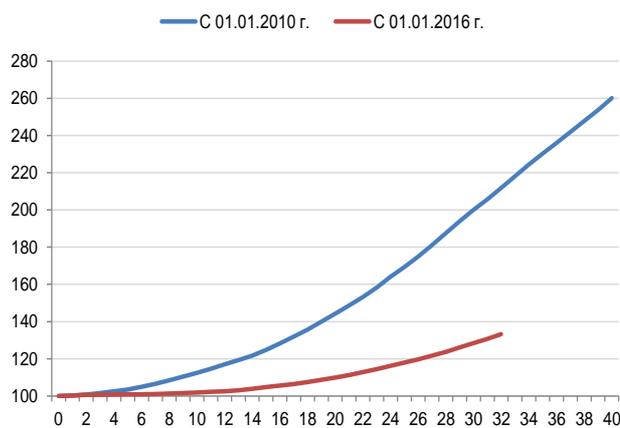
В целом в сегменте необеспеченных потребительских кредитов сохраняется избирательная политика кредитования. По данным НБКИ, банки более активно кредитуют заемщиков – физических лиц с хорошей кредитной историей и более высоким уровнем дохода. Ситуация в данном сегменте сильно отличается от поведения банков в ипотечном кредитовании. В нем, согласно НБКИ, одновременно растут и количество, и размер выдаваемых кредитов, и уровень одобрения ипотечных заявок. Благодаря более осторожной политике банков в потребительском кредитовании текущие темпы роста в розничном сегменте далеки от тех, которые наблюдались в период кредитного бума 2011–2012 гг., когда потребовался комплекс пруденциальных мер для предотвращения возникновения пузыря на рынке потребительского кредитования (Рисунок 34).

Рисунок 33. Динамика роста рублевого кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 34. Помесячная накопленная динамика роста розничного кредитования (сезонность устранена)



Примечание: в качестве месяца 0 выбран первый месяц роста розничного портфеля.

Источник: расчеты Банка России.

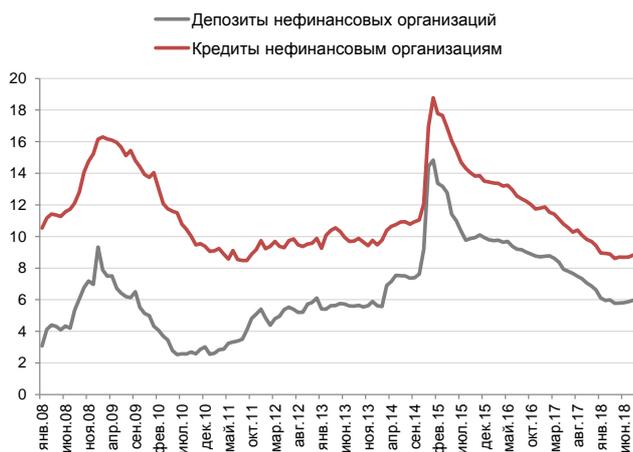
Повышенные коэффициенты риска по потребительским кредитам, вступившие в силу с 1 сентября 2018 г., вместе с уже действующими мерами по ограничению риска в ипотечном сегменте, возможно, приведут к более умеренному росту рублевого розничного кредитования в IV квартале 2018 года.

Мы также ожидаем увидеть дальнейший более умеренный рост корпоративного кредитования из-за уже произошедшего в июле-августе и, возможно, предстоящего дальнейшего повышения ставки по корпоративным кредитам в рублях (Рисунок 35). Повышение ставок произошло на фоне сдвига вверх трансфертной

кривой, исходя из которой банки устанавливают ставки по кредитам и депозитам, что связано с ростом доходностей ОФЗ.

В августе было также отмечено сокращение депозитов населения в рублях и в долларовом выражении (после поправки на валютную переоценку). В то же время рублевые депозиты нефинансовых организаций выросли в августе на 4,6% м/м.

Рисунок 35. Динамика средневзвешенных ставок в России, % годовых



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 36. Динамика роста компонент розничного портфеля, % г/г



Источник: расчеты Банка России.

Прибыль банковского сектора по итогам января–сентября 2018 г. составила 1,068 трлн рублей. Без учета банков, проходящих процедуру финансового оздоровления, прибыль сектора составила 1,3 трлн рублей. Главным фактором убытка у банков, проходящих процедуру финансового оздоровления, является досоздание резервов.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. ФРС переходит к нейтральной денежно-кредитной политике, ЕЦБ и Банк Японии не спешат с нормализацией

- ФРС США на сентябрьском заседании ожидаемо повысила ставку на 25 бп. до 2,0-2,25%. Сильная макростатистика оставляет крайне вероятным повышение учетной ставки в декабре.
- Краткосрочные макро данные из еврозоны и Японии пока заставляют монетарные власти откладывать начало цикла повышения ставок.

- Торговое противостояние с США вызовет умеренное замедление роста Китая благодаря компенсирующему влиянию масштабного ослабления курса юаня, стимулирующих мер властей и возможности переложить тарифы в цены ряда китайских товаров.
- По нашим оценкам, побочный отрицательный эффект от торгового противостояния США и Китая на рост ВВП России в краткосрочной перспективе, скорее всего, окажется в пределах 0,1–0,2 процентного пункта.

США: ФРС США продолжает нормализацию

Комитет по операциям на открытом рынке ФРС США (Federal Open Market Committee – FOMC) повысил ставку 25 бп. до 2,0-2,25% по итогам своего заседания 25-26 сентября. В целом это решение не принесло значимых новых сигналов рынку о политике ФРС США. Тон пресс-релиза остался уверенно оптимистичным. В подтверждение ФРС США заметно повысила прогноз экономического роста на 2018 и 2019 г. (Рисунок 37). Прогноз по инфляции остался неизменным.

Отметим, что из пресс-релиза регулятора в сентябре ушла фраза «ДКП остается стимулирующей». Через неделю после заседания FOMC глава ФРС США Дж. Пауэлл заявил, что нынешний диапазон значений учетной ставки пока, скорее, соответствует мягкой ДКП и все еще далек от нейтральности, однако завершение регулятором нормализации может на время потребовать перехода к умеренно жестким монетарным условиям. Отметим, что медиана прогнозов FOMC предполагает еще одно повышение ставки в 2018 году и три повышения в 2019 году. Рынок пока верит, скорее, только в два повышения ставки в 2019 году.

Рисунок 37. Макроэкономические прогнозы ФРС США

		ВВП, % г/г	Безработица, %	Инфляция (PCE), % г/г	Ставка федеральных фондов, %
2018	сентябрь	3.1	3.7	2.1	2.4
	июнь	2.8	3.6	2.1	2.4
2019	сентябрь	2.5	3.5	2	3.1
	июнь	2.4	3.5	2.1	3.1
2020	сентябрь	2	3.5	2.1	3.4
	июнь	2	3.5	2.1	3.4
2021	сентябрь	1.8	3.7	2.1	3.4
LR	сентябрь	1.8	4.5	2	3
	июнь	1.8	4.5	2	2.9

Источник: ФРС США.

Оценка долгосрочного уровня нейтральной ставки повысилась с 2,9% до 3,0%. Однако данная оценка традиционно сопровождается высокой неопределенностью.

Если верить последним высказываниям официальных лиц, ФРС сейчас не склонен сильно ориентироваться на формально имеющуюся количественную оценку нейтральной ставки при принятии решения о дальнейшей нормализации. Глава ФРБ Нью-Йорка Дж. Уильямс, комментируя сентябрьское решение ФРС, высказал мнение о том, что когда в процессе нормализации фактические ставки уже предположительно находятся вблизи нейтральных, с точки зрения закоривания ожиданий рынков опасно уделять слишком большое внимание конкретным оценкам нейтральной ставки и отсылать к ним при принятии дальнейших решений по ДКП.

В августе потребление в реальном выражении выросло на 0,2% м/м. Слабый рост отчасти скомпенсировал пересмотр вверх роста потребления в июле. В результате, рост потребления в III квартале может замедлиться незначительно относительно роста на 3,8% SAAR¹⁷ во II квартале 2018 года. Однако рост ВВП, вероятно, окажется заметно ниже 4,2% SAAR во II квартале 2018 г. из-за негативного вклада внешнего сектора.

Между тем, статистика по состоянию рынка труда за сентябрь, которая была опубликована уже через неделю после последнего решения ФРС, более чем соотносится с ожиданиями о дальнейшем повышении ставки в декабре. В сентябре в несельскохозяйственном секторе экономики было создано 134 тыс. новых рабочих мест при ожиданиях +185 тыс. мест (Рисунок 37). Положительный пересмотр данных за предыдущие месяцы (+87 тыс. кумулятивно) и поправка на последствия урагана указывают на то, что рынок труда продолжает демонстрировать признаки уверенного роста. Средние темпы создания новых рабочих мест в 2018 г. превышают аналогичные показатели 2016 и 2017 годов. Показатель безработицы снизился с 3,9 до 3,7% – минимума с 1969 года.

Рост оплаты труда в сентябре составил 0,3% м/м, но из-за эффекта базы в годовом выражении замедлился с 2,9% до 2,8% г/г. Однако этот же эффект базы, вероятно, обусловит превышение уровня 3% в октябре 2018 года.

Еврозона: замедление роста и отсутствие ускорения инфляции осложняют переход ЕЦБ к нормализации политики

Сентябрьское снижение индекса экономических настроений (ESI) и немецкого Ifo подтвердили снижающуюся динамику индекса PMI (Рисунок 38). Еврозона испытывает негативное влияние укрепления евро и замедления роста глобальной экономики на динамику промышленности и экономического роста. Однако, несмотря на снижение, значения индексов остаются на относительно высоких уровнях, соответствующая росту экономики на 0,4% к/к.

Таким образом, пока снижение опережающих индикаторов не должно изменить решения ЕЦБ о сворачивании программы покупки активов. Но регулятор должен с

¹⁷ Сезонно сглаженные аннуализированные темпы роста.

большой осторожностью подходить к вопросу повышения ставок. К тому же, инфляция по-прежнему не демонстрирует признаков начала повышательного тренда. По предварительной оценке, рост БИПЦ в сентябре вернулся к 0,9% г/г (Рисунок 39).

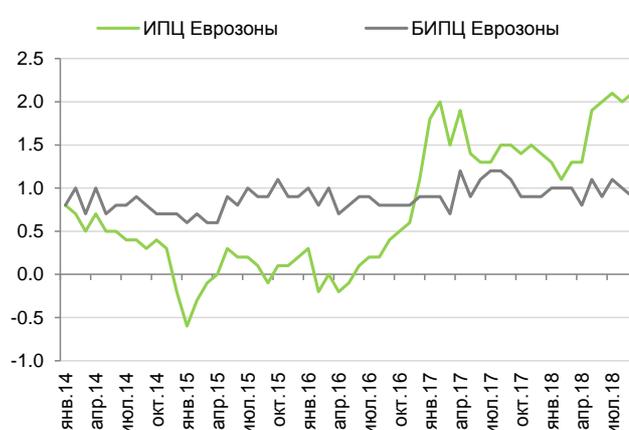
Еще одной проблемой для валютного союза может стать согласование проекта бюджета в Италии. В конце сентября популистское правительство страны объявило о намерении увеличить дефицит бюджета до 2,4% ВВП в 2019 г. (2,1% в 2020 г., 1,8% в 2021 г.) – намного сильнее, чем в планах предыдущего правительства и более ранних оценках министра финансов текущего правительства. Новость вызвала рост доходностей гособлигаций и негативно сказалась на акциях банков, поскольку банки держат на своих балансах около четверти госдолга страны.

Рисунок 38. Опережающие индикаторы еврозоны в сентябре



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 39. Динамика инфляции, % г/г



Источник: Eurostat.

Рост дефицита станет результатом выплат базового дохода бедным, налоговых стимулов для малого бизнеса и смягчения положений пенсионной реформы при уплате взносов в течение определенного количества лет. В результате, снижение долгового бремени будет идти медленнее, чем предполагалось ранее. По оценкам правительства – снижение на 4,5 п.п. к 2021 г. вместо -10 п.п. до 121% к 2021 г. в прежнем плане. Однако, ситуация осложняется наличием слишком оптимистичных предположений о росте итальянской экономики в ближайшие три года.

Правительство должно подать план бюджета в Еврокомиссию до 15 октября и пока отказалось реагировать на критику комиссии о нарушении прежних договоренностей. Таким образом, споры об итальянском проекте бюджета на некоторое время могут стать главным фактором динамики европейских рынков.

Банк Японии, скорее всего, повысит учетную ставку не ранее 2020 года

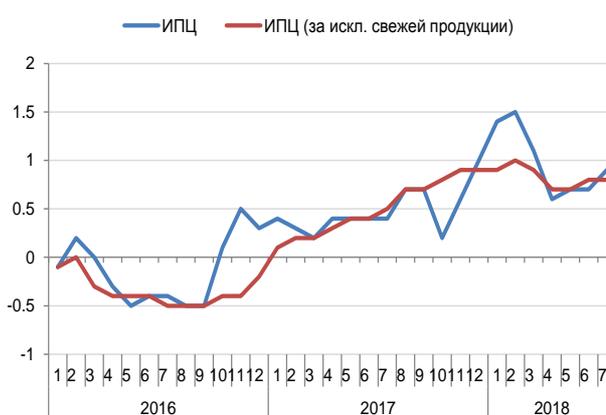
Банк Японии сохранил параметры проводимой ДКП неизменными. Решение регулятора на предыдущем заседании позволить таргетируемой доходности 10-летних гособлигаций колебаться в пределах $\pm 0,2$ п.п. привело к тому, что она закрепилась на уровне чуть выше 0,1% (Рисунок 38). Считается, что это решение увеличит ликвидность на рынке и снизит негативный эффект от ультранизких процентных ставок на прибыль финансовых институтов.

Рисунок 40. Доходность 10-летних гособлигаций, %



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 41. Динамика инфляции, % г/г



Источники: Japanese Government Statistics

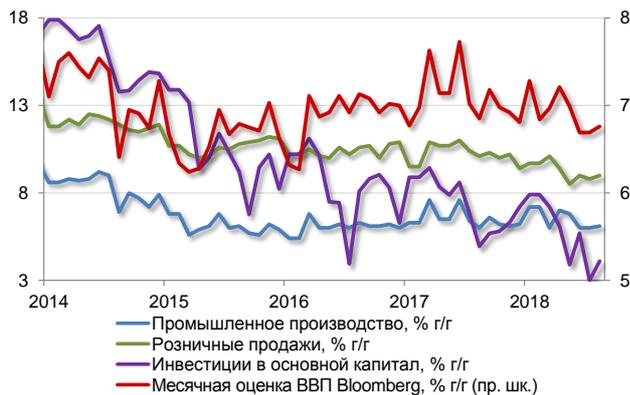
В целом регулятору удалось убедить рынок, что переход к таргету доходности $\pm 0,2$ п.п. не сигнализирует о начале цикла повышения ставок по аналогии с ведущими мировыми центральными банками. На сентябрьском заседании Банк Японии еще раз подчеркнул, что сохранит ставки на низком уровне как минимум до момента квантификации эффектов на экономическую активность и инфляцию от повышения налога с продаж в октябре 2019 года. Отметим, что текущая политика регулятора пока не приводит к ускорению инфляции, которая в последнее время устойчиво колеблется в диапазоне 0,5-1,0% (Рисунок 39). В связи с этим изменение ставки до 2020 года маловероятно.

Китай: торговые пошлины со стороны США окажут умеренный сдерживающий эффект на рост экономики

Макроэкономические показатели Китая в августе показали разнонаправленную динамику. Рост промышленного производства ускорился до 6,1% г/г (в июле – 6,0% г/г), розничных продаж – до 9,0% г/г (8,8% г/г), а рост инвестиций в основной капитал оттолкнулся от многолетнего минимума, составив 4,1% г/г (3,0% г/г) (Рисунок 42). В то же время рост товарного экспорта и импорта в долларовом выражении замедлился до 9,8 и 20,0% г/г (в июле – 12,2 и 27,3% г/г соответственно).

Прекращение замедления роста китайской экономики, вероятно, окажется временным. С одной стороны, в результате принятых мер властей в Китае перестал снижаться скользящий за 12 месяцев дефицит бюджетной системы (Рисунок 44) и почти прекратилось замедление роста кредитования (Рисунок 45). С другой стороны, даже если оба показателя проходят «дно», потребуется время, чтобы это транслировалось в рост экономики.

Рисунок 42. Макропоказатели китайской экономики



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

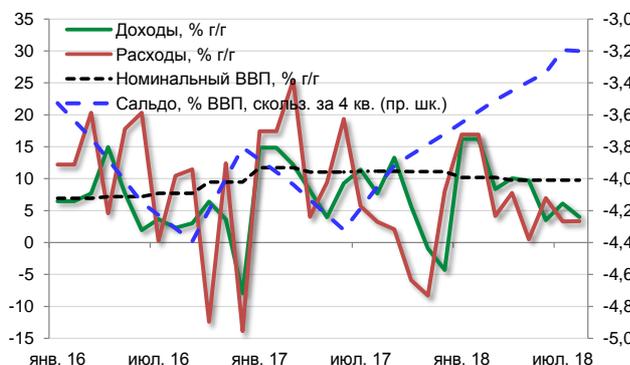
Рисунок 43. Показатели внешней торговли Китая



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

Примечание: Данные за январь и февраль усреднены.

Рисунок 44. Показатели бюджетной системы Китая



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

* Данные за январь и февраль усреднены.

Рисунок 45. Темп роста кредитования в Китае



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

К этому добавляются риски, связанные с торговым противостоянием с США. 24 сентября США ввели торговые пошлины 10% на 200 млрд долл. импорта из Китая. С 1 января 2019 года они должны вырасти до 25%. Вместе с предыдущими раундами введения тарифов (25% тарифы на импорт 50 млрд долл. из Китая и 10-50% тарифы для всех стран на сталь, алюминий, солнечные батареи и стиральные машины) это затрагивает импорт из Китая объемом немногим более 250 млрд долл. Текущий средневзвешенный дополнительный импортный тариф составляет 13%, с 1 января он вырастет до 25%.

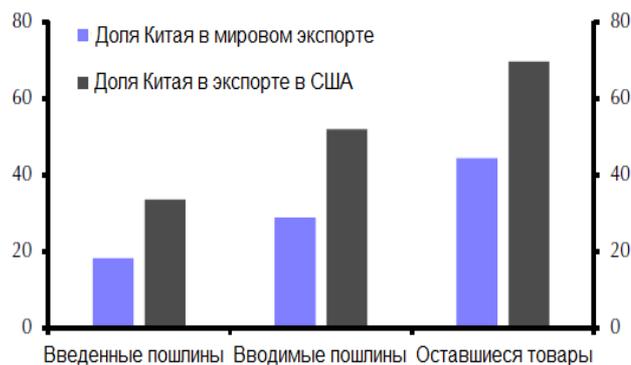
По оценкам Capital Economics, производство экспортируемых в США товаров на 250 млрд генерирует 1,3% ВВП Китая. Это максимально возможный негативный эффект от торгового противостояния с США на данном этапе. Однако реальный эффект будет сильно ниже. *Во-первых*, в значительной мере негативное воздействие сдержит произошедшее с начала конфликта масштабное ослабление обменного курса юаня (на 8% к доллару США и на 5% к корзине валют), которому власти в отличие от эпизода конца 2015 – начала 2016 годов несильно препятствовали (Рисунок 46). Это должно компенсировать значительную часть дополнительных издержек от повышенных тарифов в торговле с США, а также поддержать экспорт в другие страны. *Во-вторых*, власти уже приняли и планируют принять еще ряд стимулирующих мер, направленных на ослабление налоговой нагрузки, смягчение денежно-кредитных условий, а также привлечение иностранных инвестиций через повышение открытости китайской экономики. Таким образом, часть дополнительных издержек власти возьмут на себя, часть поможет компенсировать внешний сектор. *В-третьих*, по многим рассмотренным товарам Китай является доминирующим поставщиком США и в мировой торговле в целом (Рисунок 47), что предположительно позволит, по крайней мере, частично переложить повышение тарифов в цены.

Рисунок 46. Индекс обменного курса юаня к доллару США и корзине США, 01.01.2013=100



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

Рисунок 47. Доли Китая в мировом экспорте и экспорте в США по охвату пошлинами, %



Источник: Capital Economics.

Даже после повышения тарифов с 10 до 25% в соответствии с последним пакетом мер итоговое негативное влияние на рост экономики Китая должно оказаться умеренным. Влияние на рост ВВП тарифов в текущем виде (без повышения до 25% с 1 января 2019 г.) оценивается нами в пределах 0,15 процентного пункта. В сценарии, если США введут тарифы на оставшийся импорт из Китая (еще немногим более 250 млрд долл.), негативный эффект окажется выше. Однако, учитывая, что по большинству оставшихся товаров Китай является доминирующим поставщиком США и в мире в целом (Рисунок 47), администрация США может ограничиться относительно низкими тарифами, в пределах 10%. В этом случае общий эффект на рост ВВП Китая, по расчетам Capital Economics, должен оказаться в пределах 0,5 процентного пункта.

Замедление роста китайской экономики в первую очередь ощутят на себе соседние страны и экспортеры сырья. Оценка с использованием большой байесовской авторегрессионной модели ДИП для российской экономики¹⁸ показывает, что в случае, если запланированное повышение тарифов до 25% для последнего пакета импорта в 200 млрд долл. произойдет, то в среднесрочном периоде замедление роста китайской экономики вызовет замедление роста ВВП России на 0,1-0,15 п.п. Если угрозы США будут реализованы и будет обложен весь импорт китайских товаров в США, то негативное влияние повысится до 0,2-0,25 процентного пункта. В случае, если тарифы останутся на текущем уровне (США откажутся повышать тарифы с 10 до 25% для последнего пакета импорта) негативное влияние на рост российской экономики ограничится 0,05-0,1 п.п.

Нам представляется, что вероятность реализации более мягких сценариев выше, учитывая, что смещение от менее к более жесткому решению усилит негативное влияние на экономику США. Кроме того, учитывая эффект опережающих поставок (*front-loading*) в США, влияние повышенных тарифов на рост китайской экономики, вероятно, начнет реализовываться за пределами 2018 года.

1.3.2. Повышенная волатильность на финансовых рынках сохранится

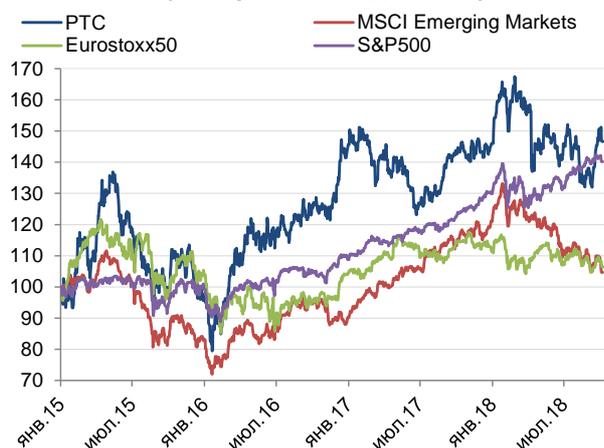
- Сентябрьские решения Банка России о повышении ключевой ставки на 25 б.п. и о приостановке покупки иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила послужили позитивным сигналом, оказав стабилизирующую поддержку финансовому рынку. Это происходило при общем улучшении ситуации на финансовых рынках развивающихся стран в сентябре.
- В начале октября на фоне значительного повышения доходностей гособлигаций США до многолетних максимумов снизился интерес к рисковым активам как развитых стран, так и стран с формирующимися рынками. Вслед за США потянулись и доходности госбумаг тех стран, где политика центральных банков остается более мягкой (еврозона, Япония).
- В результате на рынках развивающихся стран произошел разворот благоприятных тенденций, наблюдавшихся с середины сентября: риск-премии и доходности гособлигаций выросли, валюты ослабли, рынки акций упали.
- Последнее еще раз говорит о том, что основной источник волатильности августа-сентября – это постепенное ужесточение политики ФРС США, а проблемы отдельных стран стали одним из триггеров для распродажи. Российский рынок не остался в стороне от глобальных тенденций.

¹⁸ Дерюгина, Пономаренко (2015). Большая байесовская авторегрессионная модель для российской экономики / Серия докладов об экономических исследованиях Банка России. Влияние на рост ВВП России оценено через динамику цен на сырье и на рост ВВП основного торгового партнера России – Евросоюза.

Глобальные рынки

Ситуация в странах с формирующимися рынками (далее – СФР) в начале сентября развивалась стремительно – усиление оттока капитала спровоцировало дальнейшее падение валют, рост риск-премий и доходностей облигаций. Однако действия центральных банков многих стран (включая Банк России) по нормализации ситуации (Рисунок 50) привели к развороту динамики рынков в СФР. Впрочем, значительный рост наблюдался в основном в странах, наиболее пострадавших от усиления оттока капитала. При этом на рынках стран, которые в меньшей степени были затронуты распродажей августа-начала сентября, значительного улучшения ситуации не происходило. Наоборот, в некоторых из них давление на рынки постепенно нарастало (например, в Индонезии). Ситуация на мировых финансовых рынках во второй половине сентября улучшилась на фоне стабилизации на рынках СФР.

Рисунок 48. Динамика индексов акций (январь 2015 года = 100)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 49. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Однако в начале октября ситуация на мировых рынках стала ухудшаться на фоне переоценки перспектив темпов нормализации политики ФРС США. Экономика США по многим признакам находится близко к потенциальному уровню, либо его уже превысила. Это вызвало рост доходностей гособлигаций США до многолетних максимумов (Рисунок 51). Причем выросли как доходности номинальных облигаций, так и реальных¹⁹. Именно движение реальных доходностей по всей кривой стало определяющим, так как показатель вмененной инфляции²⁰ изменился не очень сильно. Это может указывать на то, что повышение доходностей вызвано прежде всего переоценкой ожиданий траектории ставок ФРС и, возможно, пересмотром риск-премии по госдолгу США.

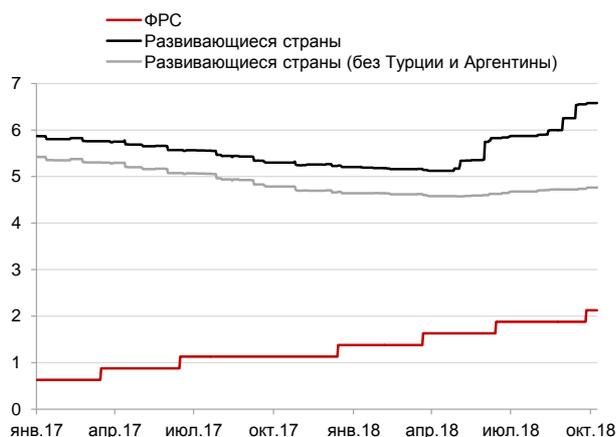
¹⁹ Индексируемые на инфляцию – TIPS (Treasury Inflation Protected Securities).

²⁰ Breakeven inflation – разница между доходностью номинальных и реальных облигаций на один и тот же срок. Включает в себя инфляционные ожидания в среднем на горизонте до погашения облигации, а также различные премии и дисконты: инфляционный риск, ликвидность и другие.

Резкое повышение доходностей гособлигаций США, основного безрискового актива для мировых рынков, толкает вверх доходности госбумаг тех стран, где политика центральных банков остается более мягкой (еврозона и Япония, Рисунок 51). Ужесточение денежно-кредитных условий (доходности гособлигаций используются как отправная точка для формирования процентных кривых по другим инструментам финансового рынка и банковских продуктов) может усилить тенденцию к замедлению роста в развитых странах.

Снижение интереса к рисковому активам развитых стран в начале октября не могло не отразиться и на динамике рынков в СФР. В целом характер динамики последних двух месяцев говорит в пользу того, что основной причиной ухудшения ситуации на рынках СФР стал эффект от нормализации политики ФРС США, а также признаки замедления роста мировой экономики из-за торговых противоречий крупнейших мировых экономик. При этом накопленные дисбалансы в некоторых странах стали триггером к усилению оттока, но не его первопричиной. Учитывая ожидаемое продолжение ужесточения политики ФРС, мы не предполагаем резкого и устойчивого разворота потоков капитала на рынки СФР.

Рисунок 50. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



Источник: BIS, расчеты ДИП.

Рисунок 51. Динамика доходностей 10-летних облигаций, % годовых



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Российские рынки

На динамику российских финансовых рынков в сентябре-начале октября влияли как общая ситуация на мировых рынках и ожидание новых санкционных ограничений, так и принятые Советом директоров Банка России решения по ставке и покупкам валюты.

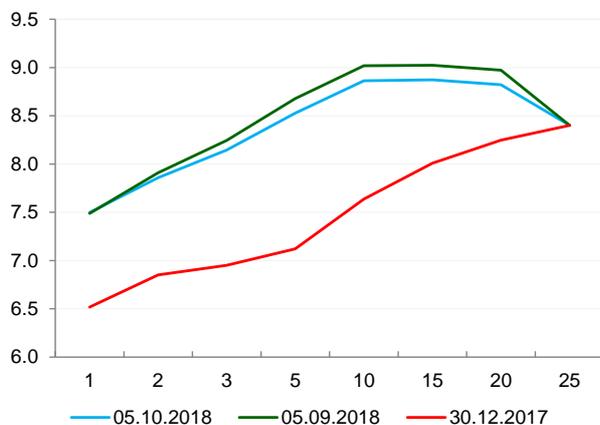
Неожиданное повышение ставки Центральным банком Турции на 6,25 п.п. до 24% за день до решения Совета директоров Банка России оказало благоприятное воздействие на конъюнктуру на рынках СФР, в том числе и в России. Повышение ключевой ставки Банка России на 0,25 п.п. до 7,5% годовых и приостановка покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила до конца года также способ-

ствовали улучшению настроений как на российском рынке, так и в целом на рынках СФР. Российский рубль стал одним из лидеров роста с середины сентября среди валют СФР (в том числе благодаря росту нефтяных цен), а риск-премия CDS (Рисунок 53) вернулась к уровню начала августа.

Решение Банка России оказало влияние на форму кривой доходности ОФЗ, сделав ее более плоской. После объявления решения доходности длинных облигаций снизились, а коротких – либо остались на месте, либо немного подросли.

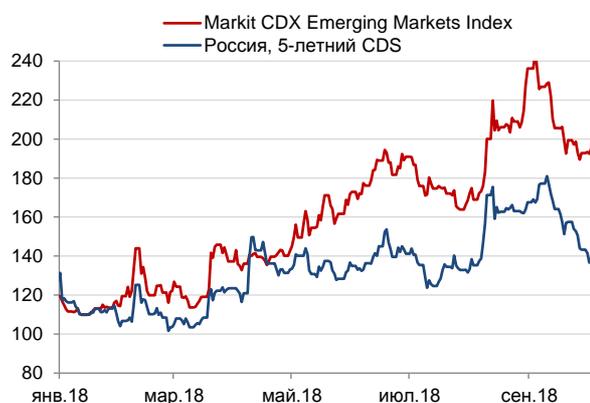
Разворот динамики на мировых рынках в начале октября сказался и на российском рынке. Кривая доходностей ОФЗ сместилась вверх на 15-20 б.п. за неделю с начала октября, рубль стал слабее, риск-премия немного подросла.

Рисунок 52. Кривая доходности ОФЗ, % годовых



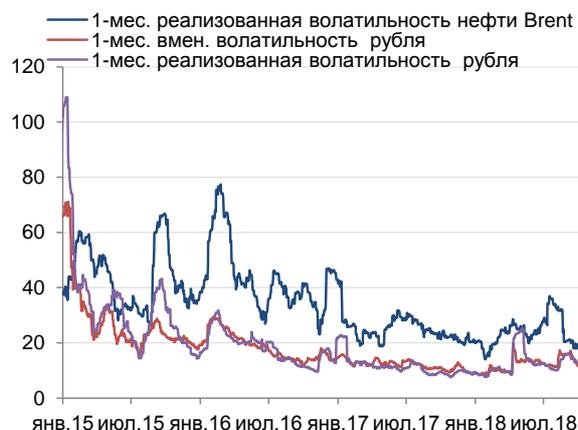
Источники: Bloomberg Finance L.P., Московская Биржа.

Рисунок 53. Динамика риск-премий развивающихся стран



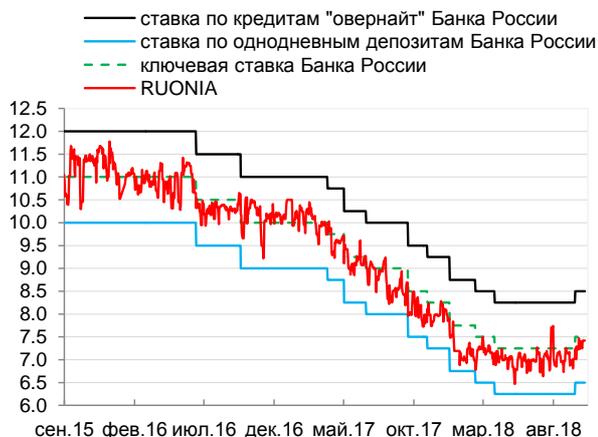
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 54. Волатильность курса рубля и цены на нефть



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 55. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



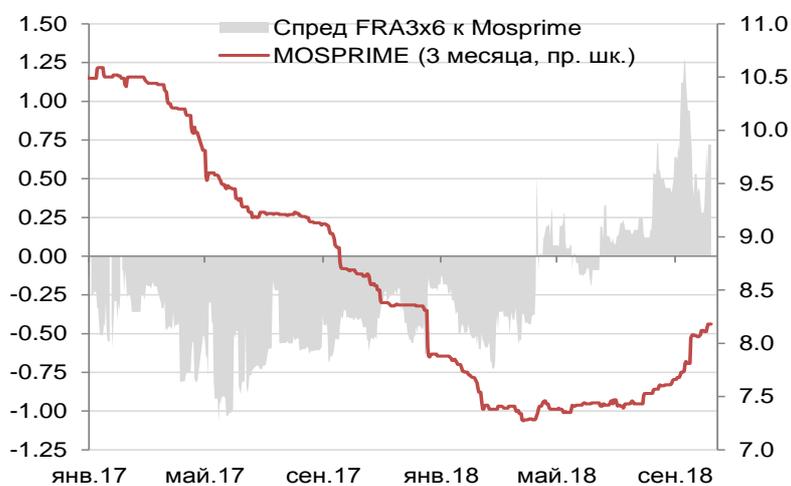
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Отклонение ставки межбанковского рынка RUONIA вниз от ключевой ставки Банка России в сентябре в среднем составило 23 б.п., не изменившись по отноше-

нию к августу (Рисунок 55). Ожидаемое к концу года сокращение профицита ликвидности из-за приостановки Банком России покупки валюты в рамках бюджетного правила может привести к уменьшению отклонения ставок денежного рынка от ключевой ставки Банка России.

Консенсус-прогноз аналитиков предполагает сохранение ключевой ставки Банка России до конца года на текущем уровне (Рисунок 56). Динамика инструментов финансового рынка предполагает дальнейший рост ставок денежного рынка (вслед за ключевой ставкой Банка России). Например, в цену форвардных контрактов закладывается рост 3-месячного Mosprime на 25-50 б.п. к концу года (Рисунок 56), а цены фьючерсных контрактов на ставку RUONIA²¹ предполагают повышение ключевой ставки Банка России на 25-50²² базисных пунктов.

Рисунок 56. Спред FRA3x6 к ставке Mosprime на 3 месяца



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Риски со стороны предложения повышают нефтяные цены

- Замедление роста спроса на жидкое топливо и повышение рисков из-за торгового противостояния Китая с США оказывают давление на цену нефти.
- Однако активное сокращение добычи и поставок иранской нефти, продолжающееся падение добычи в Венесуэле и ряде других стран, а также ставящаяся под сомнение возможность стран ОПЕК+ полностью компенсировать выпадающие баррели и сглаживать турбулентность на нефтяном рынке способствуют росту цены нефти выше 80 долл./баррель.
- В США рост активности нефтяных компаний остается высоким, но существующие ограничения негативно отражаются на возможности поддержания высокого темпа роста добычи.

²¹ <https://www.moex.com/ru/ruonia>

²² В зависимости от предположения о динамике отклонения RUONIA от ключевой ставки Банка России.

- Риски со стороны предложения и инфраструктурные ограничения в нефтяном бассейне США Permian могут способствовать нахождению цены нефти в ближайший год на повышенном уровне.

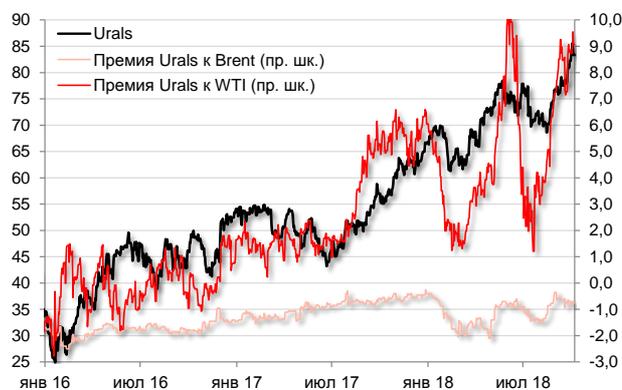
За сентябрь – первую неделю октября индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 4%: цены энергетических товаров выросли на 7%, промышленных металлов – на 3%, сельскохозяйственных товаров – на 1% (Рисунок 57). Цена нефти Urals выросла на 9%, закрепившись выше 80 долл./барр. (Рисунок 58).

Рисунок 57. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)



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

Рисунок 58. Цена нефти марки Urals и премия к Brent и WTI, долл./барр.



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

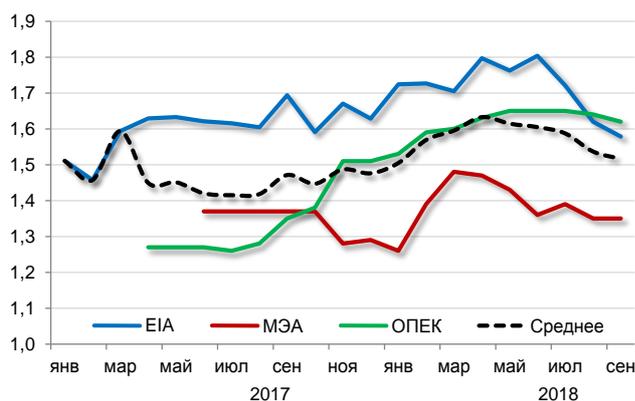
Спрос все меньше поддерживает нефтяные цены. По оценкам ведущих международных организаций (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК), замедление роста мирового спроса опережает ожидания: увеличение нефтяных цен и ослабление ряда национальных валют поспособствовали росту цен нефтепродуктов, что сдерживает их потребление. Прогноз роста спроса также ухудшился (Рисунок 61). Кроме того, повышаются риски на фоне усиления торгового противостояния между США и Китаем (см. подраздел 1.3.1.).

Однако давление на нефтяные цены со стороны спроса более чем компенсировалось поддержкой со стороны предложения. Основным фактором является активное сжатие иранского нефтяного сектора: потребители отказываются от иранской нефти из опасений попасть под санкции США, которые должны вступить в силу 5 ноября (Рисунок 60). Показательным является сокращение экспорта в Китай, который упал почти до уровня, наблюдавшегося в предыдущий период санкций (до 2016 года). По оценкам Bloomberg, добыча и экспорт нефти в сентябре сократились на 0,23 и 0,14 млн барр. в день, а с момента объявления о санкциях падение составило 0,8 и 0,45 млн соответственно. Это вызывает пересмотр вверх потенциально негативного эффекта от санкций США на предложение нефти. Некоторую поддержку поставкам нефти из Ирана должны оказать бартерные сделки с другими

странами – нефть в обмен на товары. Власти Ирана, использовавшие этот механизм в период предыдущих санкций, снова намерены прибегнуть к нему. По оценкам Qatarg Energy, это может оставить на рынке почти 0,2 млн барр. нефти в день.

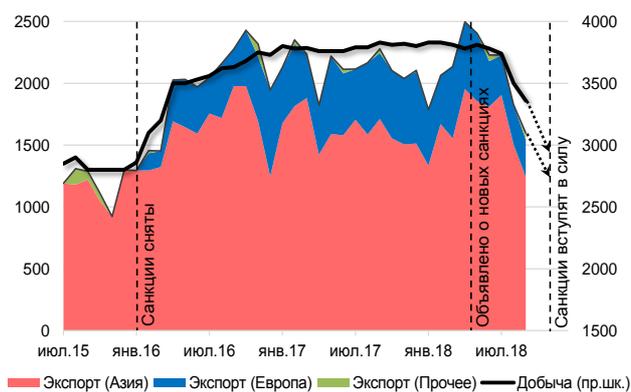
Активное устойчивое падение добычи происходит также в Венесуэле: только за последние 12 месяцев она потеряла 0,71 млн барр. в день, или более трети в условиях продолжающегося в стране экономического кризиса (Рисунок 61).

Рисунок 59. Прогнозы роста мирового спроса в 2018 году в месячных прогнозах ведущих организаций, млн барр. в день



Источники: EIA, ОПЕК, МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 60. Добыча и экспорт иранской нефти, тыс. барр. в день

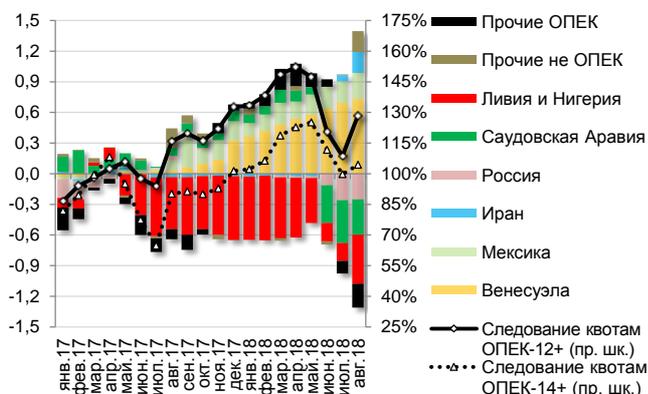


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Основные страны ОПЕК и Россия компенсируют падение добычи в Иране, Венесуэле и других странах: добыча в России выросла до нового рекордного уровня (Рисунок 62), в Саудовской Аравии – достигла уровня до начала действия квот. Вместе с тем, степень следования квотам по странам ОПЕК-12 (без Ливии и Нигерии) и ОПЕК-12+ в последние месяцы держится около 120% при поставленной странами цели выхода на 100% (Рисунок 61). На сентябрьской встрече страны ОПЕК+ отказались от идеи быстрого наращивания добычи. Многие аналитики ставят под сомнение наличие у стран ОПЕК+ свободных мощностей, достаточных для компенсации выпадающих баррелей и тем более сглаживания периодически имеющих место перебоев поставок.

В США рост активности нефтяных компаний остается высоким, но существующие ограничения негативно отражаются на перспективах. Рост бизнес-активности нефтяных компаний одиннадцатого и десятого округов США, основных нефтеносных регионов, сохраняется стабильно высоким (Рисунок 63). Производители оптимистично смотрят на текущую ситуацию и на ее развитие в перспективе: рост текущих капитальных затрат ускоряется, инвестиционные планы пересматриваются вверх, рост занятости замедляется, но остается относительно высоким. В целом по США на фоне стабильного числа буровых установок продолжается уверенный рост числа пробуренных и введенных скважин, как и рост добычи (Рисунок 64).

Рисунок 61. Степень следования квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение квот), млн барр. в день и %



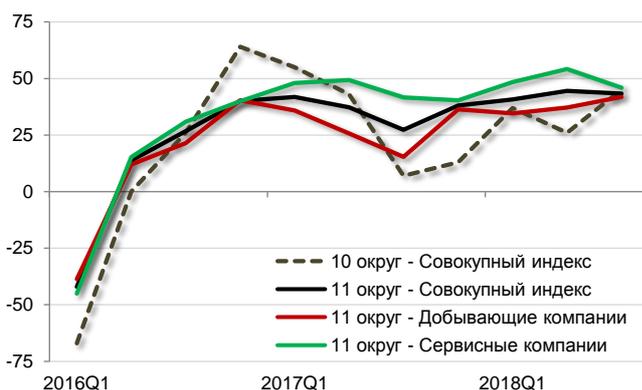
Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 62. Показатели добычи нефти и газового конденсата в России



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

Рисунок 63. Индикаторы бизнес активности нефтяных компаний ключевых округов США, п.п.



Источники: ФРБ Далласа, ФРБ Канзас Сити.

* Величина выше нуля показывает рост активности.

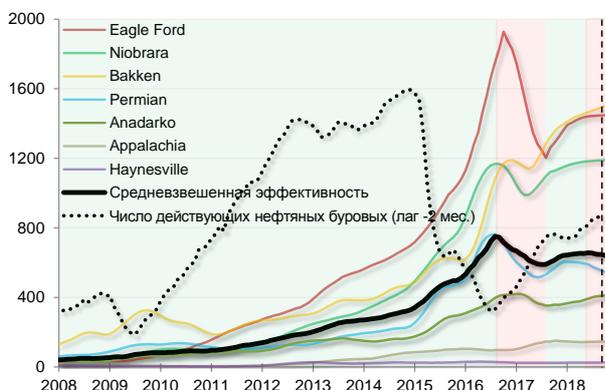
Рисунок 64. Опережающие индикаторы добычи сланцевой нефти в США с оцененными лагами после шока цены нефти



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

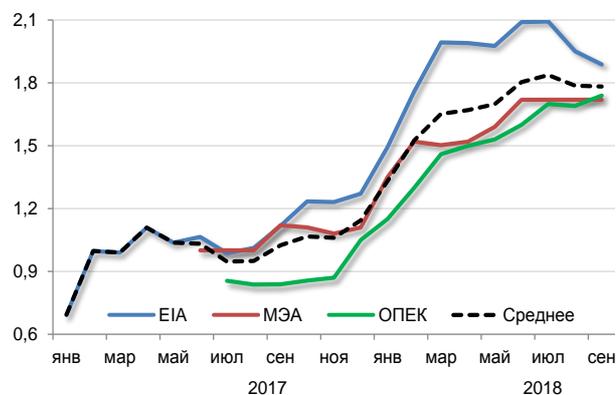
В то же время темпы роста основных показателей сланцевой индустрии замедляются, и сохраняется тенденция пересмотра в худшую сторону данных за отчетные месяцы. Хотя сланцевый бум, поддерживаемый относительно высокой ценой нефти, продолжается, компании все чаще сталкиваются с факторами, ускоряющими рост издержек и сдерживающими рост активности. Они включают в себя ограничения на рынке труда, растущие потребности в песке и воде для проведения гидроразрывов, рост стоимости заимствований вследствие повышения ставки ФРС США, а также инфраструктурные ограничения в бассейне Permian, оценка сдерживающего влияния которых повышена. В частности, растущие трудности с привлечением высококвалифицированного персонала и смещение от лучших районов добычи (*sweet spots*) вызывает последовательное снижение ее эффективности (Рисунок 65). EIA снова существенно снизило прогноз роста производства жидкого топлива в США (Рисунок 66).

Рисунок 65. Число буровых установок и эффективность бурения в расчете на новую скважину в сланцевых бассейнах США, барр. на буровую установку



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

Рисунок 66. Прогнозы роста добычи жидкого топлива в США, млн барр. в день



Источники: EIA, ОПЕК, МЭА, расчеты ДИП.

В целом с момента выхода прошлого выпуска бюллетеня ДИП ухудшились перспективы и существенно выросли риски на стороне предложения жидкого топлива, что сформировало высокую премию за риск в цене нефти. Инфраструктурные ограничения в бассейне Permian, которые, по оценкам нефтяных компаний США, разрешатся лишь в IV квартале 2019 года, будут сдерживать реакцию сланцевых компаний, являющихся маргинальными производителями на нефтяном рынке. В течение этого периода цена нефти может оставаться на повышенном уровне.

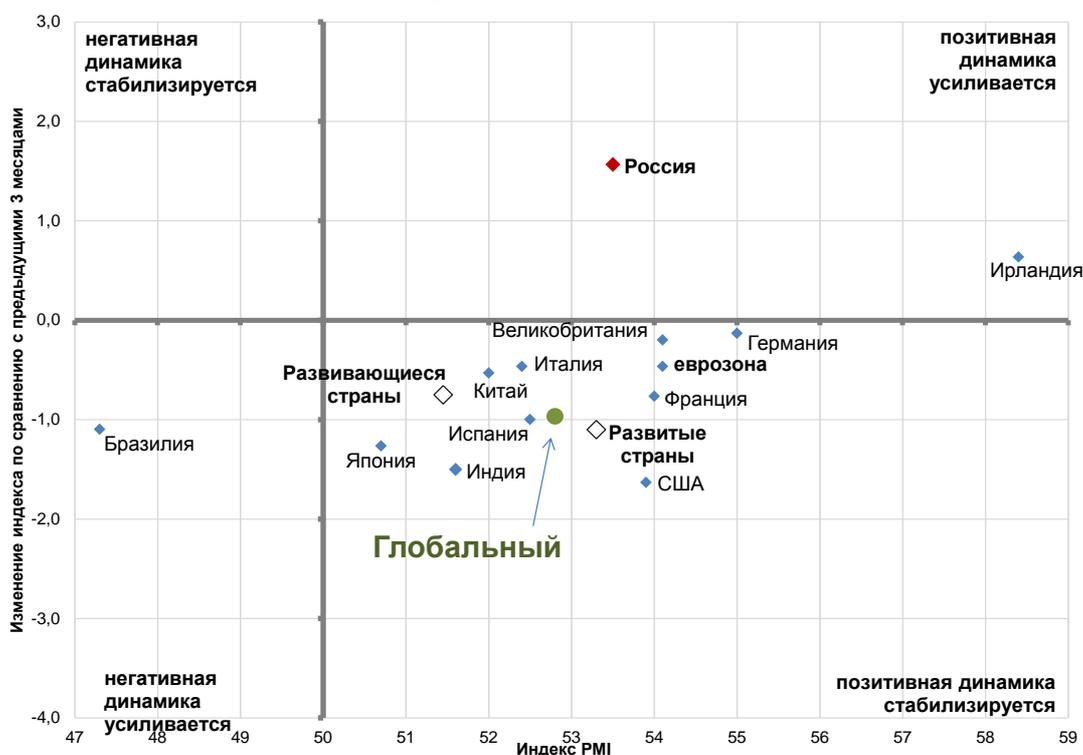
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Рост мировой экономики в III квартале замедлился

Глобальный сводный индекс PMI продолжил снижение в сентябре, достигнув минимального за последние два года уровня 52,8 п.п. (53,4 п.п. в августе). Это сигнализирует о продолжающемся замедлении роста мировой экономики. Замедление роста в сентябре наблюдалось в абсолютном большинстве крупных стран, за исключением России.

Рисунок 67. Динамика сводного индекса PMI за сентябрь и изменение к среднему значению за июнь-август



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Глобальный индекс PMI обрабатывающего сектора снизился до 52,2 п.п., минимального с конца 2016 года уровня (Рисунок 68). Значительная часть замедления приходится на развивающиеся страны, по всей видимости, оказавшиеся более чувствительными к росту внешнеторговых ограничений в мире: субиндекс «экспортные заказы» в целом по развивающимся странам находится в зоне снижения (ниже 50 п.п.) шестой месяц подряд. Среди развитых стран устойчивое ускорение роста обрабатывающей промышленности наблюдается в США, что связано с продолжающимся действием фискальных мер, которые толкают внутренний спрос вверх, однако в целом рост промышленности в развитых странах также устойчиво замедля-

ется. Вряд ли расхождение в динамике промышленности в США и остальном мире может продолжаться долго.

Динамика индекса PMI в секторе услуг также в последние месяцы является нисходящей, в основном, за счет развитых стран (Рисунок 69).

Судя по всему, замедление роста мировой экономики, которое прослеживается в краткосрочной статистике, может сказаться и на темпах роста российской экономики, поскольку в первом полугодии экспорт был одним из главных драйвером роста ВВП России.

Последние прогнозы МВФ, опубликованные в октябрьском World Economic Outlook, предполагают стабилизацию темпов роста глобальной экономики в 2018-2019 гг. на уровне роста прошлого года – 3,7%. Многие страны достигли или приблизились к уровню полной занятости, но рост стал менее сбалансированным. Реализация ряда рисков заставила МВФ понизить апрельские прогнозы на 0,2пп и вместо ускорения ожидать стабилизации темпов роста глобальной экономики. Вместе с тем, МВФ продолжает отмечать существующие риски для глобальной экономики. Среди них риски торговой политики и разворота потока капиталов с развивающихся рынков, а также риски, связанные с высокими уровнями корпоративного и суверенного долга. Тем не менее, рост мировой экономики по-прежнему представляется уверенным.

Рисунок 68. Глобальные индексы PMI обрабатывающего сектора, пункты



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 69. Глобальные индексы PMI сферы услуг, пункты



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Индексная оценка ВВП: продолжение устойчивого роста в соответствии с ожиданиями

- Текущая оценка и краткосрочные прогнозы по ВВП указывают на стабилизацию роста российской экономики на уровне потенциала.
- Индексная оценка роста ВВП на III квартал 2018 г. в сентябре составила +0,4% за квартал (с сезонной корректировкой), оставшись без изменений по сравнению с оценкой, сделанной в августе.
- Однако снижение объемов производства в растениеводстве из-за менее богатого урожая в этом году может снизить рост экономики в III квартале 2018 г. по сравнению с полученными нами оценками.
- Краткосрочные прогнозы на конец 2018 и начало 2019 годов указывают на возможное небольшое замедление квартальных темпов прироста ВВП в конце 2018 – начале 2019 годов. Согласно нашим модельным оценкам, это происходит под влиянием относительно слабой динамики опросных показателей в обрабатывающем секторе, которая наблюдается в последние месяцы.
- Согласно нашим дополнительным расчетам, представленная оценка и краткосрочные прогнозы указывают на вероятный рост ВВП по итогам 2018 г. на уровне около 1,7–1,8%²³.

	Сентябрь % к/к SA	Август % к/к SA
III квартал 2018 года	0,4	0,4
IV квартал 2018 года	0,35	0,35
I квартал 2019 года	0,3	0,35

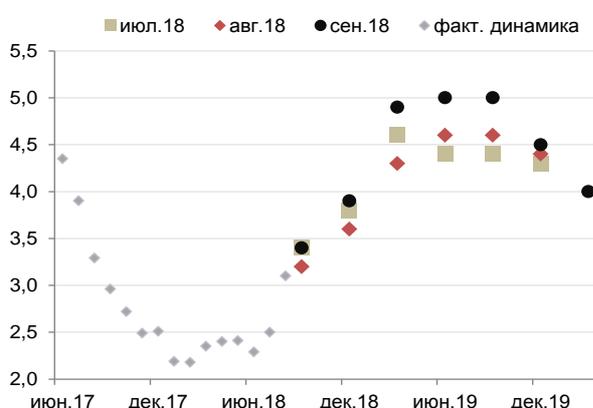
2.2.2. Инфляционные ожидания аналитиков заякорены на 4%

- Консенсус-прогнозы рыночных аналитиков по инфляции до конца 2020 года отражают высокую степень доверия к проводимой Банком России денежно-кредитной политике и «заякоренность» среднесрочных ожиданий по инфляции на уровне 4% среди экспертов.

²³ Индексная оценка ориентирована на уточненные оценки ВВП 2018 г. Росстата, которые будут выходить в 2020 г. и позднее.

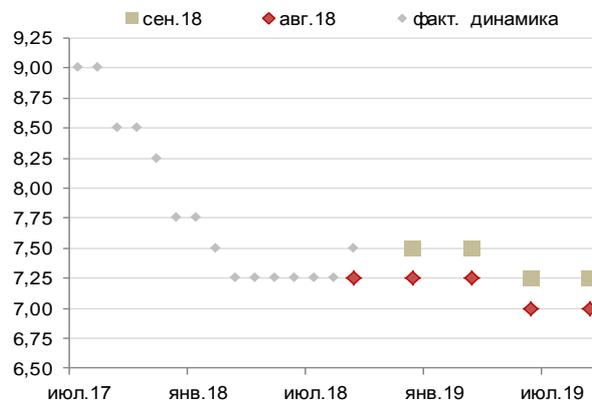
- По прогнозам аналитиков, на конец 2018 года инфляция составит 3,9%, а по итогам 2019 года повысится до 4,5-5,0% с учетом того, что временный проинфляционный эффект от повышения НДС и ослабления рубля проявится также за пределами 2018 года (Рисунок 70). Это ниже официального прогноза Банка России, который ожидает инфляцию в интервале 5,0-5,5% на конец 2019 года.
- Вместе с тем, неопределенность в отношении масштаба влияния временных факторов на рост цен до конца года предопределила разброс даже среди консервативных краткосрочных прогнозов по инфляции на конец текущего года: они варьируются от 3,8 до 4,1%, что практически соответствует интервалу сентябрьского официального прогноза Банка России в базовом сценарии (3,8 – 4,2%).
- Консенсус аналитиков по инфляции в 2020 году: 4%. Прогноз предполагает затухание эффектов от ослабления рубля, а также повышения НДС, на текущую ценовую динамику и возврат роста ИПЦ на траекторию, соответствующую 4%-ной годовой инфляции. Это свидетельствует о заякоренности инфляционных ожиданий на уровне цели по инфляции Банка России.
- Мы полагаем, что при анализе консенсус-прогнозов большее значение следует придавать не столько масштабу пересмотра (и, например, последующему сопоставлению с прогнозом Банка России), сколько общему направлению изменения медианного прогноза по инфляции на качественном уровне – особенно в соотношении с уровнем 4%. Это связано с тем, что многие аналитики нерегулярно обновляют свои публичные прогнозы.
- Консенсус-прогноз экспертов по состоянию на конец сентября предполагает сохранение ключевой ставки на уровне 7,50% годовых до первого полугодия 2019 года включительно (Рисунок 71).

Рисунок 70. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 71. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых



Источники: Bloomberg Finance L.P.

3. В фокусе. Влияние повышения пенсионного возраста на государственные финансы и рынок труда

- Столкнувшись с демографическими вызовами, многие страны в последнее десятилетие приняли решение о повышении пенсионного возраста.
- Повышение пенсионного возраста в России с 2019 года обосновывается увеличением фактической и ожидаемой продолжительности здоровой жизни населения. Это должно стабилизировать долю пенсионеров в общей численности населения и коэффициент демографической нагрузки.
- Принятое решение замедлит снижение численности рабочей силы в ближайшие годы, что должно в значительной степени компенсировать негативное влияние данного фактора на потенциальные темпы роста российской экономики. Вместе с тем, изменение возрастной структуры рабочей силы в пользу более старших поколений уменьшит положительный эффект повышения пенсионного возраста на потенциальный уровень ВВП.
- Повышение пенсионного возраста позволит проводить ускоренную индексацию средней пенсии темпом выше инфляции. При этом расходы на выплату пенсий относительно ВВП будут постепенно снижаться с последующей стабилизацией по окончании переходного периода. Более высокий демографический сценарий потребует больших бюджетных расходов на выплату пенсий.
- Государственные финансы в перспективе ближайшего десятилетия могут столкнуться со снижением доходов относительно ВВП, в том числе по причине вероятного снижения цен на нефть. Для поддержания долгосрочной устойчивости государственных финансов расходы относительно ВВП также, скорее всего, должны будут сократиться. Снижение демографической нагрузки в результате повышения пенсионного возраста должно способствовать решению этой задачи.

Повышение пенсионного возраста. Большое число стран в последнее десятилетие, столкнувшись с демографическими вызовами, приняло решение о повышении пенсионного возраста. Так, около половины стран ОЭСР находится в процессе повышения пенсионного возраста (Рисунок 72, Рисунок 73).²⁴ Россия, в отличие от других стран, не повышала возраст выхода на пенсию.

С 2017 года началось повышение пенсионного возраста для государственных служащих темпом полгода в год. Однако, поскольку их доля в общей численности занятого населения составляет всего 3%, влияние этой меры на рынок труда и бюджет незначительное.

²⁴ Пенсионные реформы в странах ОЭСР, в том числе по повышению пенсионного возраста, подробно представлены, например, в OECD (2017). *Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 Indicators* / OECD Publishing. Paris.

С 2019 года ежегодное повышение пенсионного возраста на полгода распространится на все население. Пенсионный возраст для мужчин и женщин постепенно будет повышен на 5 лет, до 65 и 60 лет, соответственно. Причем у женщин и после повышения пенсионного возраста показатели средней продолжительности жизни в период получения пенсии не будут уступать показателям стран ОЭСР, где пенсионный возраст в среднем выше, чем в России.²⁵ Кроме того, Россия останется одной из немногих стран, где сохранится существенный разрыв между возрастом выхода на пенсию у женщин и мужчин (Рисунок 72, Рисунок 73).

Переходный период повышения пенсионного возраста продлится до 2028 года, для госслужащих – на два года меньше. При этом люди первых двух возрастов, которых затронет реформа (мужчины 1959-1960 и женщины 1964-1965 годов рождения), получают право выйти на пенсию на полгода раньше законодательно устанавливаемого срока. В расчетах мы исходим из того, что все люди, которые получают такое право, начнут получать пенсию.

Рисунок 72. Текущий и ожидаемый расчетный пенсионный возраст у мужчин*, кол-во лет

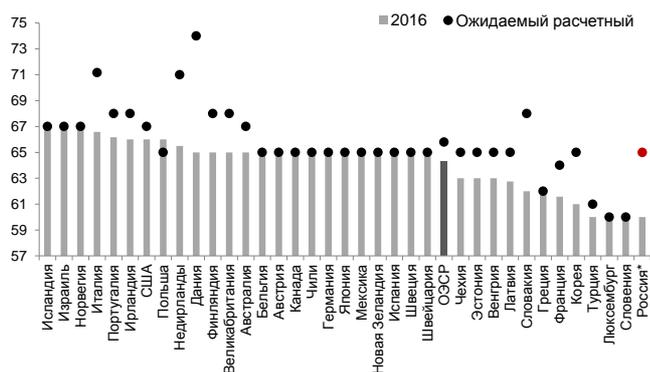
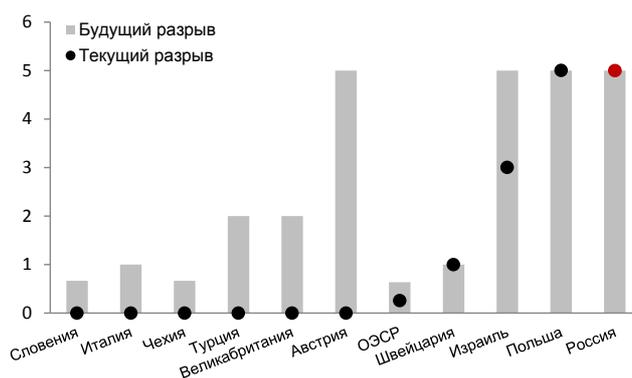


Рисунок 73. Текущий и будущий разрыв между пенсионным возрастом мужчин и женщин, кол-во лет



* Расчетный минимальный пенсионный возраст для мужчины, вышедшего на рынок труда в 20 лет в 2016 г. и претендующего на полную пенсию.²⁶ Для России указан стандартный пенсионный возраст.

Источники: OECD (2017)²⁷, Росстат.

Источники: OECD (2017), Росстат.

Одновременно с началом повышения пенсионного возраста ожидается переход к индексации пенсий по старости для неработающих пенсионеров темпом выше

²⁵ См. подробнее Ефремов (2018). [Почему пенсионный возраст надо не повышать, а уравнивать](#) / *Ведомости*. 31 июля.

²⁶ Расчетный пенсионный возраст учитывает страновые особенности пенсионных систем, например, привязку пенсионного возраста к ожидаемой продолжительности жизни и необходимый стаж работы, и основан на прогнозах ОЭСР по данным показателям. Так, в Люксембурге и Словении выход на пенсию в 60 лет возможен при условии 40 лет социальных выплат, иначе пенсионный возраст составляет 65 лет. Пенсионный возраст для Турции учитывает минимально необходимый стаж работы с осуществлением отчислений, иначе ожидаемый пенсионный возраст составляет 65 лет.

²⁷ OECD (2017). *Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 Indicators* / OECD Publishing. Paris.

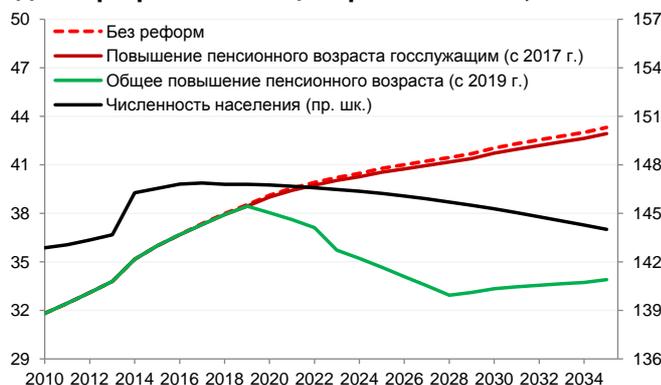
инфляции, т.е. произойдет рост покупательной способности пенсий. На ближайшие годы ожидается повышение пенсии в среднем на 1 тыс руб. в год.²⁸

Мы закладываем в расчеты, что в настоящее время доля работающих пенсионеров по старости и длительность их трудовой деятельности после достижения пенсионного возраста находятся вблизи уровней на начало 2016 года: 39,9% и 5 лет соответственно.²⁹ В последующие годы доля работающих пенсионеров будет сокращаться по мере их все большего включения в группу людей трудоспособного возраста.

Демографические сценарии. В октябре Росстат обновил демографический прогноз до 2035 года. По сравнению с предыдущей версией (февраль 2018 года) прогноз роста населения был ухудшен, в связи с опережающим снижением численности людей младше трудоспособного возраста из-за уменьшения рождаемости.

В *среднем* сценарии численность населения снижается ускоряющимися темпами с 2018 года: -2,9 млн чел. за 2018-2035 годы (Рисунок 74). Без повышения пенсионного возраста численность людей пенсионного возраста постоянно увеличивается с наибольшим ростом в ближайшие три года: 1,7 млн из 5,6 млн чел. за 2018-2035 годы. Коэффициент демографической нагрузки в части населения старше трудоспособного возраста³⁰ растет на всем прогнозном горизонте. При этом происходит стабилизация совокупного коэффициента демографической нагрузки³¹ с 2025 года за счет снижения числа людей младше трудоспособного возраста.

Рисунок 74. Совокупная численность населения и численность населения пенсионного возраста в среднем демографическом сценарии Росстата, млн чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Расчеты показывают, что повышение пенсионного возраста позволяет снизить численность людей старше трудоспособного возраста на 3,4 млн чел. за 2018-2035

²⁸ См., например, Regnum. [Рост пенсий в РФ в 2019 году в два раза превысит уровень инфляции](#). 29 августа 2018 года.

²⁹ По данным Росстата, с 2001 года доля работающих пенсионеров последовательно выросла на 21 п.п. до 36% в 2015 году.

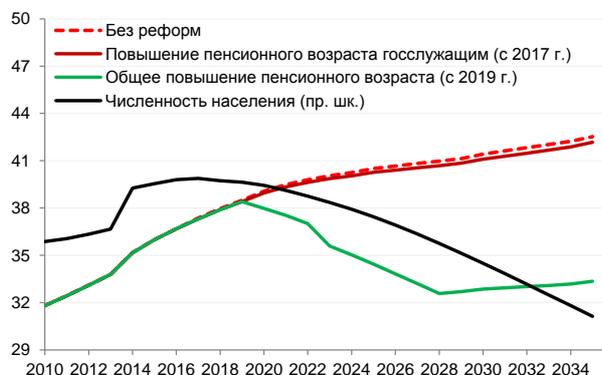
³⁰ Отношение численности населения старше трудоспособного возраста к численности населения трудоспособного возраста.

³¹ Отношение суммы численности населения старше и младше трудоспособного возраста к численности населения трудоспособного возраста.

годы, а также избежать роста коэффициента демографической нагрузки. В 2035 году на одного пенсионера приходится 2,6 человек трудоспособного возраста, в сценарии без повышения пенсионного возраста это соотношение составило бы только 1,8. При этом, до 2028 года численность пенсионеров будет сокращаться, а впоследствии рост численности пенсионеров возобновится. В результате этого к концу прогнозного горизонта показатель демографической нагрузки вернется на уровень 2013 года.

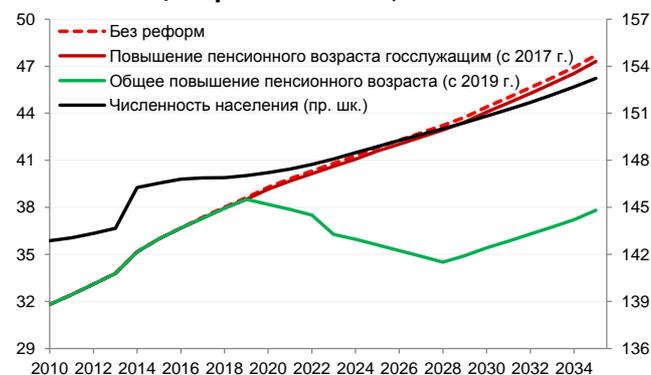
Для анализа демографических рисков мы также рассматриваем *низкий* и *высокий* сценарии. В *низком* сценарии численность населения в 2035 году на 4,1% меньше, чем в *среднем* сценарии (Рисунок 75). Низкий сценарий характеризуется меньшей численностью всех групп населения. В наибольшей степени это затрагивает население младше трудоспособного возраста, в меньшей степени – численность пенсионеров, доля которых в общей численности населения выше, чем в среднем сценарии. *Высокий* сценарий, в свою очередь, характеризуется последовательным ростом численности населения на всем прогнозируемом горизонте: рост к 2035 году на 4,3% по сравнению с 2017 годом и на 6,4% по сравнению с численностью населения в конце прогнозного горизонта для *среднего* сценария (Рисунок 76).

Рисунок 75. Совокупная численность населения и число людей пенсионного возраста в низком демографическом сценарии Росстата, млн чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 76. Совокупная численность населения и число людей пенсионного возраста в высоком демографическом сценарии Росстата, млн чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Другие сценарные развилки и предпосылки. Помимо трех демографических сценариев мы рассматриваем два сценария долгосрочного роста экономики России: рост на уровне 1,5% - рост экономики при отсутствии структурных реформ, и рост выше 3% на горизонте до 2035 года – при реализации структурных реформ, ускоряющих потенциальный рост российской экономики. Во всех расчетах рост реальной заработной платы в экономике немного отстает от реальных темпов роста экономики при стабильной инфляции на уровне 4%.

В качестве базовой предпосылки помимо повышения пенсионного возраста мы рассматриваем поддержание коэффициента замещения³² на неизменном уровне 35%, на котором он находился в 2017 году³³. Для сопоставления мы также делаем расчеты для варианта без повышения пенсионного возраста с индексацией пенсий на уровень инфляции. В первом варианте рост благосостояния пенсионеров и работающих граждан в среднем сопоставим, во втором – покупательная способность пенсий не ухудшается, но рост благосостояния пенсионеров в среднем отстает от роста благосостояния работающих граждан. В последние годы события развивались преимущественно по второму варианту, однако повышение пенсионного возраста должно позволить перейти к первому варианту.

Расходы на выплату пенсий по старости рассчитываются по следующей формуле:

$$PEx_t = PEx_{t-1} \left(1 + \text{indexation}(1 - \text{ratio}_{wp}) \right) \frac{N_t^{pens}}{N_{t-1}^{pens}}, \quad (1)$$

где PEx_t – расходы на выплату пенсий по старости в году t ;

indexation – темп индексации пенсий в году t ;

ratio_{wp} – доля работающих пенсионеров в году t ;

$\frac{N_t^{pens}}{N_{t-1}^{pens}}$ – рост численности людей старше пенсионного возраста.

Сценарный прогноз расходов бюджета на выплату пенсий по старости.

Выплаты пенсий по старости росли в последние годы как относительно ВВП, так и совокупного объема расходов бюджетной системы, достигнув в 2017 году 6,85% ВВП и 19,5% соответственно (без единовременной январской выплаты 6,65% ВВП и 18,9%) (Рисунок 75). С начала 2010-х годов число пенсионеров быстро росло, в среднем примерно на 0,8 млн чел. в год. Соответственно, быстро росли и выплаты пенсий.

Повышение пенсионного возраста позволит при росте средней пенсии в реальном выражении постепенно снизить пенсионные расходы относительно ВВП с их последующей стабилизацией после 2028 года в *среднем* и *низком* демографических сценариях³⁴ (Рисунок 77, Рисунок 78). В случае более высоких темпов роста экономики возможно дополнительное умеренное сокращение расходов на выплату пенсий по отношению к ВВП или дополнительный рост пенсий. Смещение от более

³² Отношение средней пенсии по старости к средней заработной плате в экономике.

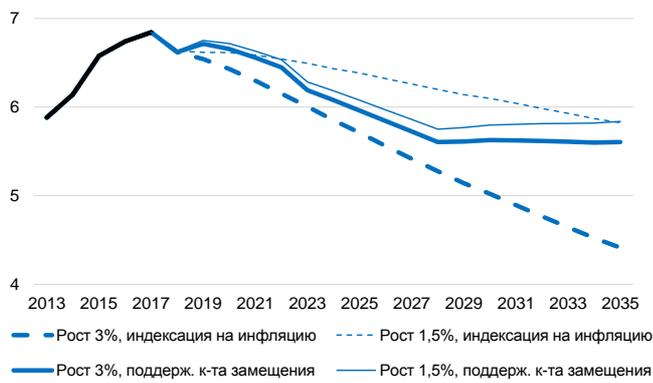
³³ Поддержание коэффициента замещения сопоставимо с запланированным повышением пенсии примерно на 1 тыс руб. в год в сценарии роста экономики выше 3%. В 2018 году коэффициента замещения немного снижается из-за опережающего роста заработной платы.

³⁴ В высоком сценарии рост пенсионных расходов относительно ВВП возобновится.

низкого к более высокому демографическому сценарию ведет к повышению бюджетных расходов. Однако это должно характеризоваться также и дополнительным ростом доходов бюджета.

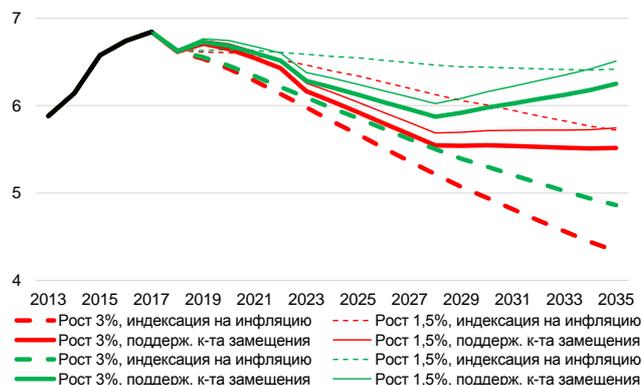
Повышение пенсионного возраста не приведет к экономии бюджетных средств. Расходы относительно ВВП к концу прогнозного горизонта в сценариях с повышением пенсионного возраста с поддержанием коэффициента замещения (сплошные линии) превышают сопоставимые показатели в сценариях без повышения пенсионного возраста с индексацией пенсий только на инфляцию (пунктирные линии) (Рисунок 77, Рисунок 78). Кроме того, в среднесрочной перспективе до 2022 года ожидается повышенный рост расходов на выплату пенсий как результат ускоренной индексации пенсий уже с 2019 года.

Рисунок 77. Сценарный прогноз динамики расходов бюджета на выплату пенсий по старости в среднем демографическом сценарии, % ВВП



Источники: Росказна, Росстат, Минэкономразвития России, расчеты ДИП.

Рисунок 78. Сценарный прогноз динамики расходов бюджета на выплату пенсий по старости в низком и высоком демографических сценариях, % ВВП



Источники: Росказна, Росстат, Минэкономразвития России, расчеты ДИП.

Сплошные линии - сценарии с повышением пенсионного возраста, пунктирные – без повышения.

Красные линии – низкий демографический сценарий, зеленый – высокий, синие – средний.

Государственные финансы в долгосрочной перспективе могут столкнуться со снижением доходов относительно ВВП. Это произойдет в том числе в результате ожидаемого снижения нефтяных цен. Минфин России в долгосрочном бюджетном прогнозе ожидает значительное сокращение расходов бюджетной системы относительно ВВП вследствие снижения нефтегазовых доходов³⁵ при нейтральной динамике ненефтегазовых доходов.³⁶ Поэтому для сохранения долгосрочной устойчивости государственных финансов расходы относительно ВВП также, вероятно, должны

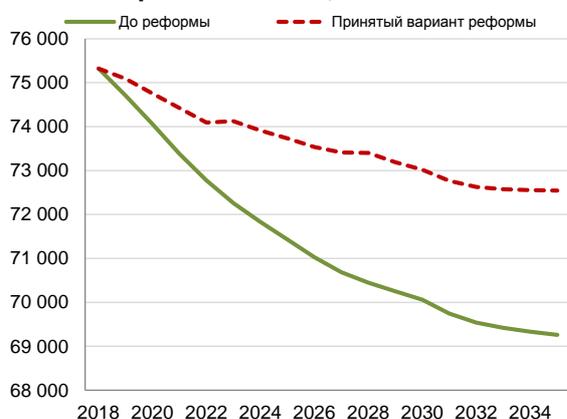
³⁵ Рост показателей, от которых зависит абсолютная величина нефтегазовых доходов (цены нефти и газа, объемы добычи и экспорта нефти, нефтепродуктов и газа, обменный курс рубля к доллару США), ожидается ниже темпа роста номинального ВВП или даже их снижение относительно текущих значений.

³⁶ Действие бюджетного правила лишь отчасти смягчит перенос динамики доходов в динамику расходов.

сократиться вслед за доходами. Снижение демографической нагрузки в результате повышения пенсионного возраста должно способствовать решению этой задачи.

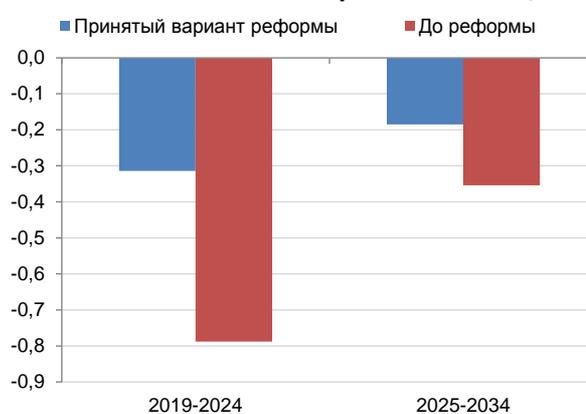
Влияние на рынок труда. Повышение пенсионного возраста позитивно повлияет на рынок труда. Наши оценки говорят о том, что поэтапное увеличение возраста выхода на пенсию до 65 лет у мужчин и до 60 лет у женщин позволит замедлить снижение численности рабочей силы в ближайшие 10-15 лет³⁷ (Рисунок 79). Средние темпы снижения численности экономически активного населения в ближайшие 5 лет (до 2024 года) составят 0,3% по сравнению с 0,8% в сценарии без пенсионной реформы, а в последующие 10 лет (2025-2034 годы) 0,2% по сравнению с 0,3% (Рисунок 80).

Рисунок 79. Оценка численности рабочей силы, тыс чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 80. Среднегодовые темпы снижения численности рабочей силы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

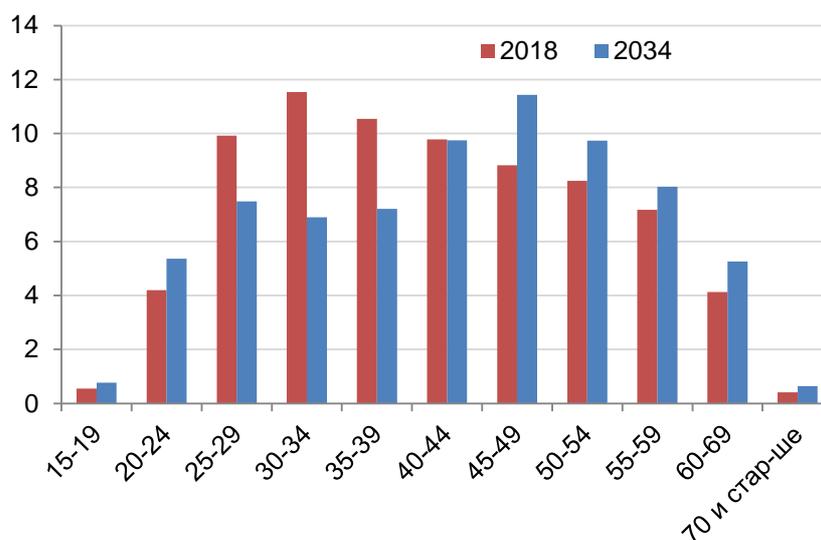
Смещение вверх траектории численности населения должно привести к сопоставимому повышению потенциального уровня выпуска в экономике за счет большей численности рабочей силы. Впрочем, структурный сдвиг на рынке труда будет в определенной степени сдерживать положительное влияние пенсионной реформы на потенциальный выпуск в России. Так, естественное смещение возрастной структуры экономически активного населения в сторону старших поколений из-за текущей демографической ситуации усилится ростом участия в рынке труда людей в возрасте 55-65 лет на фоне повышения возраста выхода на пенсию. В итоге средний возраст рабочей силы, по нашим оценкам, вырастет с 41,5 до 43,5 лет, а медианный – приблизительно с 40 до 44 лет.

Старение рабочей силы предполагает новые важные вызовы для рынка труда и экономической политики. Планируемый рост затрат на образование должен

³⁷ Все представленные в этом подразделе расчеты производились по среднему демографическому сценарию Росстата до 2035 года. Для расчета мы сделали предпосылку, что вовлеченность в рынок труда (уровень участия в рабочей силе) мужчин в возрасте 60-65 лет к 2028 году сравняется с вовлеченностью в возрасте 55-59 лет, которая была в 2017 году, а для женщин в возрасте 55-59 лет – с уровнем возраста 50-54 года 2017 года.

быть направлен не только на людей молодого поколения для получения ими начального, среднего и высшего образования, но также и на переобучение и повышение квалификации людей среднего и пожилого возрастов для лучшей адаптации к возможным изменениям спроса со стороны компаний на рынке труда. Также при повышении среднего возраста участников рынка труда важным фактором в поддержании высокого уровня участия в рабочей силе остаются меры по улучшению качества здравоохранения.

Рисунок 81. Структура рабочей силы по возрастным группам в 2018 и 2034 гг., млн чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Помимо этого, повышение пенсионного возраста приведет к увеличению числа работающих женщин в возрасте 55-59 лет и мужчин в возрасте 60-64 лет. В настоящее время, будучи на пенсии, они зачастую выполняют важные социальные функции в семье: воспитание внуков, уход за нетрудоспособными членами семьи т.д. Поэтому важно предусмотреть увеличение предложения таких услуг государством и частным сектором, включая НКО: увеличение количества мест в яслях и детских садах, гибкий график работы для молодых матерей, развитие патронажа и т.д.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталия Карлова

Алексей Киселев

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева