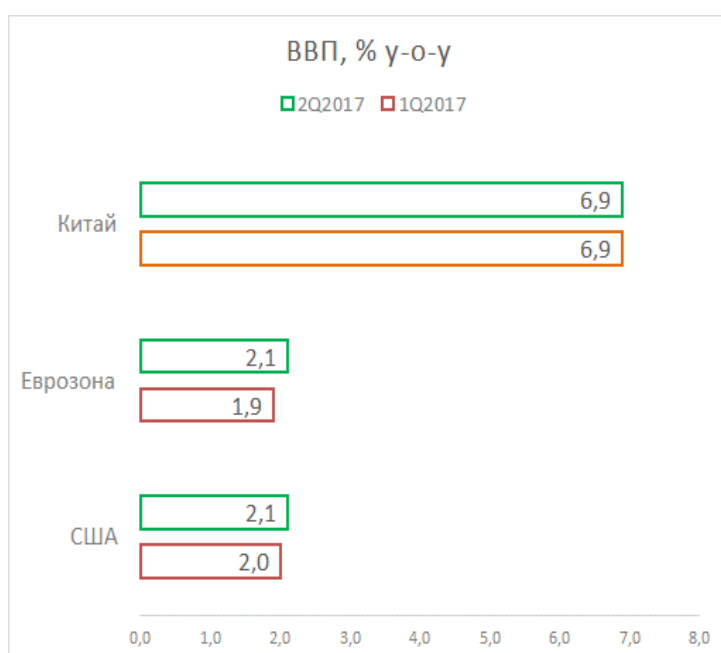




## КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ Июль-август 2017 года



**Предварительные итоги II квартала по темпам роста ведущих экономик внешне позитивны – в США и еврозоне наблюдается ускорение.**

Тем не менее, детали не дают поводов для большого оптимизма. Это следует, например, из пофакторного анализа динамики ВВП в США.

### **Изменение вкладов во II квартале по сравнению с I кварталом:**

**PCE** – потребление домохозяйств и некоммерческих организаций;

**FPDI** – инвестиции в основной капитал в частном секторе;

**Inv** – изменение запасов материальных оборотных средств в частном секторе;

**GCGI** – потребление и валовые инвестиции в госсекторе;

**Nexp** – чистый экспорт товаров и услуг.



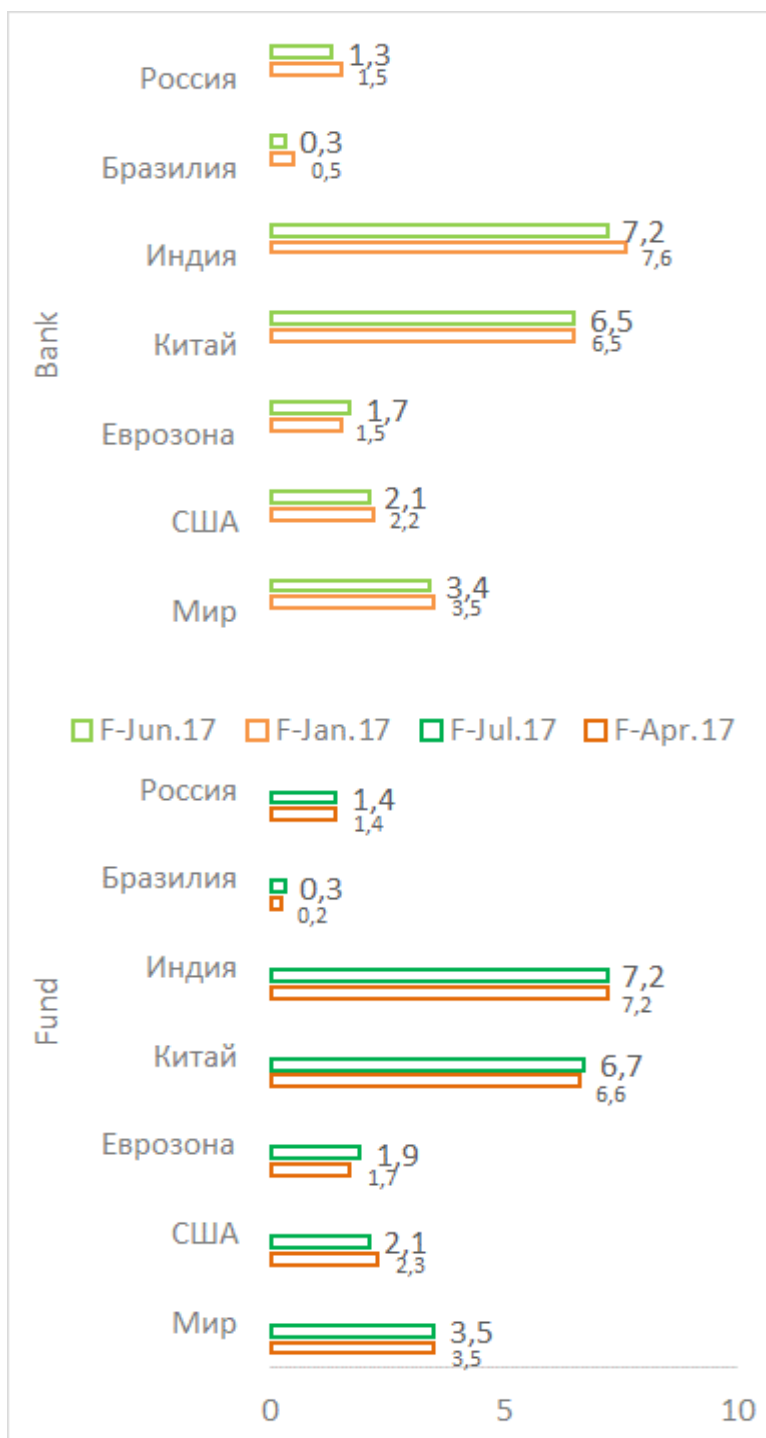
Рост потребления домохозяйств замедлился (темпы оказались самыми низкими за 5 кварталов). Компенсирующим фактором послужило изменение запасов материальных оборотных средств. Убывание их чистого прироста из квартала в квартал наблюдалось как тенденция, начиная с 2015 года, а во втором квартале нынешнего года запасы сократились. Таким образом, вклад остался отрицательным, но стал меньше из-за убывания веса и не столь большого разрыва между динамикой запасов в отчетном и базовом периодах, что и оказало в итоге положительное влияние на рост ВВП.

Сокращение товарных запасов – неблагоприятный признак. Предыдущий раз оно было отмечено в середине 2011 года в довольно сложный момент для американской экономики из-за кризиса в еврозоне, а до того – в тяжелый период рецессии в 2008-2009 годах. Нынешнее сокращение – очень небольшое, и при последующих корректировках статистики, возможно, окажется ошибкой предварительных наблюдений. Тем не менее, оно посылает неблагоприятный сигнал.

В итоге повышение темпов роста ВВП на 0,1 процентного пункта стало результатом небольшого (0,2% у-о-у) увеличения расходов федерального оборонного бюджета США, а также региональных бюджетов. Следует отметить, что сокращение из года в год оборонных расходов наблюдалось как тенденция, начиная с 2011 года, за исключением III квартала 2016 года, когда, как и сейчас, был отмечен их небольшой рост.

Таким образом, предварительные данные о ВВП США за II квартал нынешнего года не позволяют говорить об оживлении роста под влиянием факторов экономического порядка и, напротив, можно увидеть признаки потери динамизма. Если обратиться к анализу роста ВВП относительно предыдущего квартала, где на поверхности также видно ускорение, то и здесь три четверти всего положительного вклада обеспечено нюансами изменения товарных запасов (при том что сами они сократились) и ростом оборонных расходов; лишь четверть – возвращением темпов роста потребления домохозяйств к уровню, наблюдавшемуся во второй половине прошлого года перед снижением в I квартале нынешнего.

В Китае рост ВВП не ускорился (с 2015 года его темпы остаются ниже 7%). Высокие показатели деловой активности по-прежнему концентрируются в отраслях услуг (неторгуемых товаров). Поддерживающие экономику факторы по-прежнему замыкаются на внутреннее потребление без признаков повышения спроса извне. Но надо упомянуть, что в материалах Национального бюро статистики Китая отмечается увеличение объемов торговли с партнерами по инициативе Экономического пояса Шелкового пути, в том числе Россией и Казахстаном.



## Прогнозы

МВФ и Всемирный банк в последних выпусках экономических прогнозов снизили оценки темпов роста ВВП США. МВФ в объяснениях ссылается на то, что пакет фискальных стимулов, реализация которого прежде закладывалась в прогнозы, пока так и остается лишь в замысле. Всемирный банк добавляет, что даже в случае снижения налогов и финансовых вливаний в инфраструктурные проекты эффект может быть сглажен повышением ФРС процентной ставки, которое в этом случае может происходить быстрее. Банк теперь придерживается несколько более консервативного по сравнению с Фондом прогноза в отношении всей мировой экономики.

Среди рисков отмечают:

- «жесткая посадка» перекредитованной экономики Китая в случае, если власти страны будут задерживаться с ужесточением макропруденциальной политики;
- опасность резкого оттока капитала из формирующихся рыночных экономик, спровоцированного предстоящей нормализацией баланса ФРС;
- уклон в протекционизм;
- геополитические риски.

## Инфляция

В июле поставлены два новых рекорда низкой для своих экономик инфляции:

в Бразилии 2,7%,

в России 3,9% –

в обоих случаях ниже целевых значений, на приближение к которым ориентирована политика центральных банков.

Объединяющим для двух экономик является не только проведение денежно-кредитной политики в формате таргетирования инфляции. Обе они лишь начинают восстанавливаться после рецессии, ранее находились под давлением высоких процентных ставок, сейчас ставки снижаются.

до 19.10.2016 ..... с 27.07.2017

Центральный банк Бразилии

(Selic target rate)

14,25%

9,25%

-5 п.п.

до 1.02.2015 ..... с 19.06.2017

Банк России

(ключевая ставка)

17,00%

9,00%

-8 п.п.

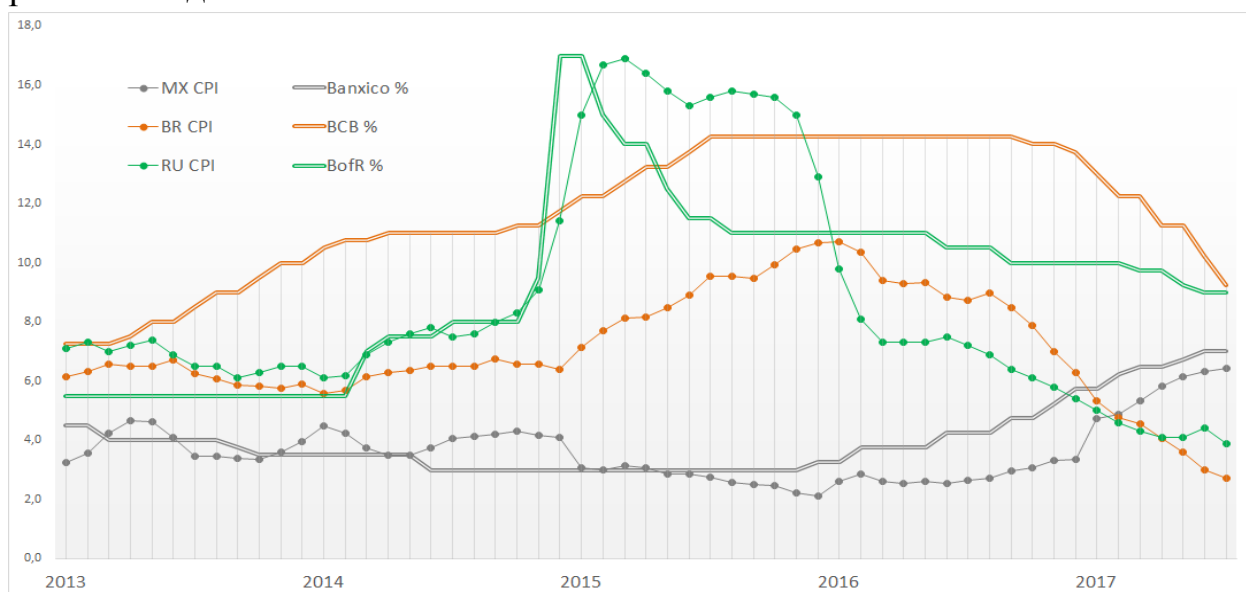
Обращает внимание, что в Бразилии инфляция сейчас не только ниже центрального целевого значения (4,5%), но и выходит за нижнюю границу интервала допустимых отклонений от него на 1,5 п.п. (аналогичный интервал толерантности относительно основной цели – 4% – прежде декларировался и Банком России).

Снижение инфляции в обеих экономиках – не результат особенностей развития ценовых процессов в какой-либо отдельной товарной группе; темпы роста цен на продовольственные и непродовольственные товары одинаково низкие. Повлияли отчасти фундаментальные факторы (снижение реальных доходов в период рецессии), отчасти стабилизация валютных курсов и отсутствие сейчас ощутимых инфляционных импульсов со стороны мирового рынка энергоносителей и продовольствия.

В сочетании этих факторов обнаружилось, что предшествовавшее ужесточение денежно-кредитной политики оказало дезинфляционный эффект сильнее чем тот на который было рассчитано. По крайней мере, в Бразилии это очевидный факт. В принципе, этим подразумевается наличие пространства для дальнейшего снижения процентных ставок.

Российский центральный банк «агрессивно» снижал ставку в первой половине 2015 года в расчете на близкое исчерпание девальвационного эффекта (его повторение стало неожиданностью), бразильский – с IV квартала 2016 года после изменения тренда инфляции. Сейчас номинальные ставки в двух странах почти на одинаковом уровне, реальная в Бразилии все еще на 1,5 п.п. выше чем в России. Со следующим шагом бразильского банка, если будут выдерживаться примерно те же темпы смягчения что и в последние месяцы, его ставка может оказаться ниже российского аналога в номинальном, а возможно и в реальном выражении. Между тем, среди формирующихся рыночных экономик Бразилия привычно служит образцом страны с наиболее высокими ставками.

Запас времени, в течение которого низкая инфляция все еще позволит снижать процентные ставки, может оказаться не столь большим. Разворот ФРС к нормализации баланса и геополитические риски не исключают перспективы роста курсовой волатильности, а климатические аномалии нынешнего года подразумевают возможную дороговизну продуктов растениеводства.



Примером может служить Мексика – страна с 15-летней историей таргетирования инфляции, опирающаяся при этом на «ресурс» устойчивого на среднесрочном горизонте роста производительности труда. После стабильного периода 2011-2016 годов, в течение которого инфляция в основном не выходила из интервала допустимых отклонений на 1 п.п. от цели (3%), в нынешнем году она резко возросла, превысив 6%. Повлияло сочетание предшествовавшего ослабления песо с повышением регулируемых тарифов и цен на агропродукцию. Банк Мексики в 2016 году заблаговременно начал повышение ключевой ставки, и сейчас она уже намного ближе к уровню в Бразилии или России, чем была год назад.

## Товарные рынки

Период повышения темпов роста цен на первичные (биржевые) товары в конце прошлого – первые месяцы нынешнего года был непродолжительным. Существенную роль играл фактор уменьшения статистической базы, в то время как новые импульсы к повышению цен так и не сформировались, напротив, во II квартале цены снова «просели».

Динамика рассчитываемых МВФ индексов цен по основным агрегированным группам товаров к середине года уже не демонстрировала роста относительно уровней 12-месячной давности.

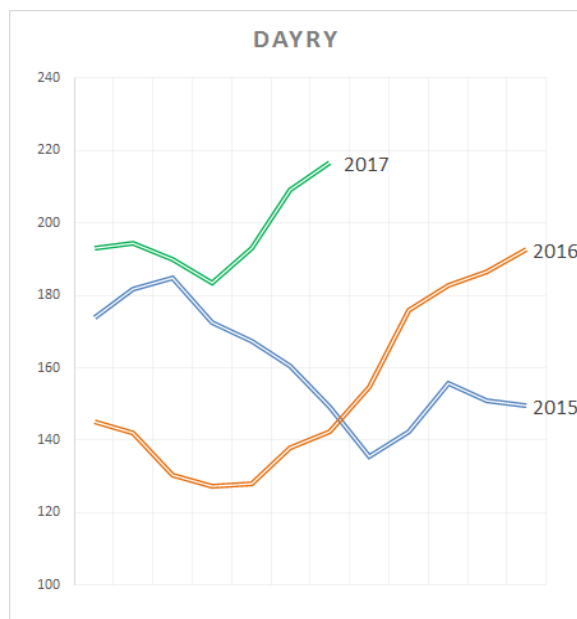
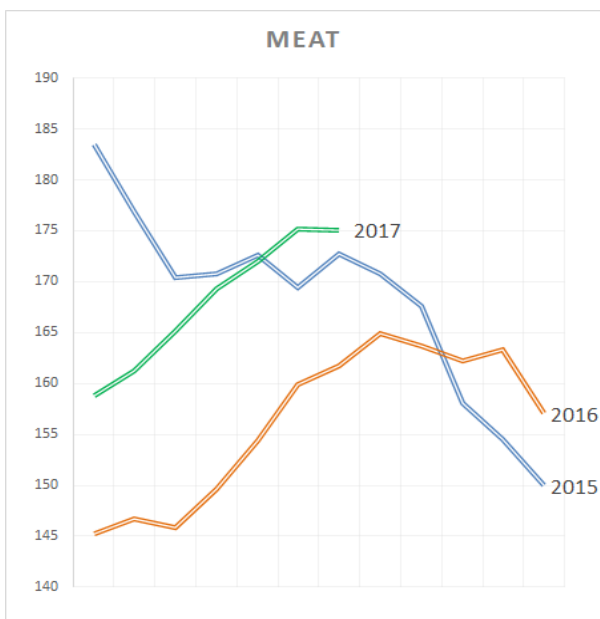
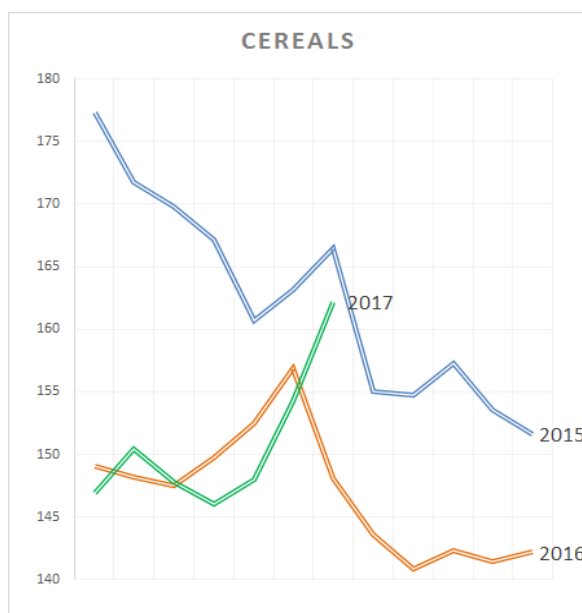
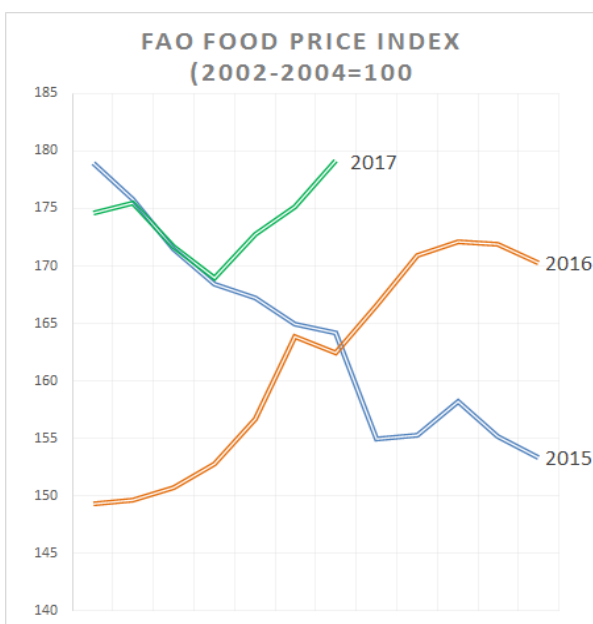


Из-за неравномерного влияния эффекта статистической базы в разных товарных группах можно, наблюдая 12-месячную динамику, прийти к ошибочному выводу об относительной устойчивости цен на металлы. На самом деле именно в этой группе наблюдалось наиболее значительное падение цен за II квартал, тогда как наименее волатильными и склонными скорее к росту, чем к снижению в апреле-июне были цены на агропродукцию продовольственной группы.

Для металлов текущая конъюнктура по-прежнему неблагоприятна. Ожидания сильного спроса со стороны китайской сталелитейной промышленности, приводящие к наращиванию добычи железной руды, не оправдываются. В Китае проводится целенаправленная политика сокращения производства стали и, кроме того, идет на спад строительство (ситуация усугубляется слухами о подготовке к реформе налогообложения недвижимого имущества) и в целом деловая активность остается в подавленном состоянии.

Что же касается сельхозпродукции, здесь на краткосрочном горизонте могут повлиять факторы со стороны предложения, подразумевающие ее подорожание.

Индекс продовольственных цен ФАО (композиционно отличающийся от индекса, рассчитываемого МВФ) рос в последние три месяца (май-июль). Подорожание наблюдалось по зерновым и мясомолочной продукции. К росту цен на зерновые сейчас ведут невысокие виды на урожай североамериканской пшеницы после засушливого лета. Как повлияла на урожайность сельскохозяйственных культур необычно холодная погода в посевной сезон на европейской территории России пока окончательно не ясно (ввиду неясности со временем завершения уборки урожая).



## РОСТ ВВП

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

	2015				2016				2017				* 2017	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Россия	-1,9	-3,4	-2,7	-3,2	-0,4	-0,5	-0,4	0,3	0,5				↑	
США	3,8	3,3	2,4	2,0	1,4	1,2	1,5	1,8	2,0	2,1			↑	↑
Канада	1,9	0,7	0,8	0,4	1,3	1,1	1,5	2,0	2,3				↑	
Япония	-0,1	1,7	2,0	0,9	0,5	0,9	1,1	1,7	1,5	2,0			↓	↑
Соед. Королевство**	2,8	2,4	1,8	1,7	1,6	1,7	2,0	1,9	2,0	1,7			↑	↓
Евросоюз**	2,1	2,2	2,1	2,1	1,8	1,8	1,8	2,0	2,1	2,2			↑	↑
Еврозона**	1,8	1,9	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,9	1,9	2,1			→	↑
Германия**	1,1	1,8	1,7	1,3	1,8	1,8	1,7	1,8	1,7				↓	
Франция**	1,2	0,9	0,8	1,0	1,2	1,2	0,9	1,2	1,1	1,8			↓	↑
Италия**	0,3	0,7	0,7	1,0	1,1	0,8	1,0	1,1	1,2				↑	
Испания**	2,7	3,1	3,4	3,6	3,4	3,4	3,2	3,0	3,0				→	
Португалия**	1,7	1,7	1,6	1,4	1,0	0,9	1,7	2,0	2,8				↑	
Греция**	0,1	0,4	-2,4	0,7	-0,8	-0,4	2,1	-1,0	0,4				↑	
Бельгия**	1,4	1,6	1,3	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1	1,6				↑	
Нидерланды**	2,8	2,4	2,3	1,5	1,5	2,0	2,4	2,7	2,5				↓	
Финляндия**	-0,7	0,4	-0,1	0,4	1,9	1,1	2,3	2,3	2,8				↑	
Швеция**	3,1	3,4	4,3	4,6	4,0	3,2	2,6	2,1	2,4	3,9			↑	↑
Дания**	1,7	2,7	1,5	0,6	1,0	0,9	2,0	2,9	2,6				↓	
Норвегия	1,5	2,3	2,6	0,2	0,7	2,6	-0,9	1,9	2,6				↑	
Швейцария	1,4	0,7	0,8	0,5	1,2	2,0	1,3	0,7	1,1				↑	
Китай	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9			↑	→
Индия	6,8	7,6	8,4	7,4	9,2	7,9	7,5	7,0	6,1				↓	
Бразилия	-1,8	-2,9	-4,6	-5,7	-5,4	-3,6	-2,9	-2,5	-0,4				↑	
ЮАР	2,6	1,3	0,9	0,6	-0,6	0,3	0,7	0,7	1,0				↑	
Турция	3,5	7,2	5,9	7,4	4,5	5,3	-1,3	3,5	5,0				↑	
Польша**	4,0	3,4	3,8	4,2	2,5	3,0	2,2	2,9	4,2				↑	
Мексика	2,8	2,5	2,8	2,5	2,2	2,6	2,0	2,3	2,8				↑	
Корея (Респ.)	2,6	2,4	3,0	3,2	2,9	3,4	2,6	2,4	2,9	2,7			↑	↓
Тайвань	4,0	0,7	-0,7	-0,8	-0,2	1,1	2,1	2,8	2,6				↓	
Индонезия	4,7	4,7	4,7	5,0	4,9	5,2	5,0	4,9	5,0				↑	
Малайзия	5,8	4,9	4,7	4,6	4,1	4,0	4,3	4,5	5,6				↑	
Австралия	2,5	2,1	2,6	2,4	2,5	3,1	1,6	2,5	1,7				↓	
Аргентина	0,0	3,9	3,8	2,6	0,6	-3,7	-3,7	-1,9	0,3				↑	
Чили	2,6	2,1	2,4	1,9	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1				↓	
Венгрия**	3,8	2,8	2,7	3,1	1,2	2,2	2,1	1,9	3,8				↑	
Чешская Респ. **	5,2	5,8	5,7	4,9	3,5	2,8	1,8	1,8	3,0				↑	
Словакия**	3,4	3,7	4,0	4,2	3,6	3,5	3,1	2,9	3,1				↑	
Беларусь	-2,0	-4,3	-4,2	-4,5	-3,7	-1,4	-3,5	-1,9	0,4	1,5			↑	↑
Украина	-16,0	-14,5	-7,0	-2,4	0,1	1,5	2,3	4,8	2,5				↓	
Казахстан	2,5	1,7	-0,1	0,7	-0,1	0,2	1,3	2,3	3,6				↑	

\* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

\*\* Источник Евростат; на базе сезонно сглаженных динамических рядов ВВП (Словакия - на базе сезонно не сглаженного динамического ряда).



## ИНФЛЯЦИЯ

(отчетный месяц относительно соответствующего месяца предыдущего года, %)

	Год	Месяцы												
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Россия	2016	9,8	8,1	7,3	7,3	7,3	7,5	7,2	6,9	6,4	6,1	5,8	5,4	
	2017	5,0	4,6	4,3	4,1	4,1	4,4	3,9						
Основные торговые партнеры России	США (РСЕРИ*)	2016	1,1	0,9	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,4	1,6	1,5	1,8
		2017	2,0	2,2	1,8	1,7	1,5	1,4						
	Китай	2016	1,8	2,3	2,3	2,3	2,0	1,9	1,8	1,3	1,9	2,1	2,3	2,1
		2017	2,5	0,8	0,9	1,2	1,5	1,5	1,4					
	Индия**	2016	5,7	5,3	4,8	5,5	5,8	5,8	6,1	5,0	4,4	4,2	3,6	3,4
		2017	3,2	3,7	3,9	3,0	2,2	1,5	2,4					
	Япония	2016	-0,1	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	0,5	0,3
		2017	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4						
	Украина	2016	40,3	32,7	20,9	9,8	7,5	6,9	7,9	8,4	7,9	12,4	12,1	12,4
		2017	12,6	14,2	15,1	12,2	13,5	15,6	15,9					
Беларусь	2016	11,4	12,8	12,8	12,6	12,4	12,0	12,2	11,8	11,1	11,0	11,4	10,6	
	2017	9,5	7,0	6,4	6,3	6,1	6,5	6,0						
Казахстан**	2016	14,4	15,2	15,7	16,3	16,7	17,3	17,7	17,6	16,6	11,5	8,7	8,5	
	2017	7,9	7,8	7,7	7,5	7,5	7,5	7,1						
Швейцария	2016	-1,3	-0,8	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	
	2017	0,3	0,6	0,6	0,4	0,5	0,2	0,3						
Турция**	2016	9,6	8,8	7,5	6,6	6,6	7,6	8,8	8,1	7,3	7,2	7,0	8,5	
	2017	9,2	10,1	11,3	11,9	11,7	10,9	9,8						
Евросоюз***	2016	0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6	1,1	
	2017	1,8	2,0	1,5	1,9	1,4	1,3							
Отдельные страны, входящие в валютный союз	Германия***	2016	0,4	-0,2	0,1	-0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,5	0,7	0,7	1,7
		2017	1,9	2,2	1,5	2,0	1,4	1,5						
	Франция***	2016	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8
		2017	1,6	1,4	1,4	1,4	0,9	0,8						
	Италия***	2016	0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,5
		2017	1,0	1,6	1,4	2,0	1,6	1,2						
	Нидерланды***	2016	0,2	0,3	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	0,1	-0,1	0,3	0,4	0,7
		2017	1,6	1,7	0,6	1,4	0,7	1,0						
	Испания***	2016	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	-1,1	-0,9	-0,7	-0,3	0,0	0,5	0,5	1,4
		2017	2,9	3,0	2,1	2,6	2,0	1,6						
Словакия***	2016	-0,6	-0,3	-0,5	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-0,5	-0,3	-0,2	0,2	
	2017	0,8	1,2	1,0	0,8	1,1	1,0							
Бельгия***	2016	1,8	1,1	1,6	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0	1,8	1,9	1,7	2,2	
	2017	3,1	3,3	2,5	2,7	1,9	1,5							
Финляндия***	2016	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	1,1	
	2017	0,9	1,4	0,9	1,0	0,9	0,9							
Соед. Королевство***	2016	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	1,0	0,9	1,2	1,6	
	2017	1,8	2,3	2,3	2,7	2,9								
Швеция	2016	0,8	0,4	0,8	0,8	0,6	1,0	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4	1,7	
	2017	1,4	1,8	1,3	1,9	1,7	1,7							
Польша	2016	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	
	2017	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7						
Венгрия	2016	0,9	0,3	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,6	1,0	1,1	1,8	
	2017	2,3	2,9	2,7	2,2	2,1	1,9	2,1						
Чехия	2016	0,6	0,5	0,3	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5	0,8	1,5	2,0	
	2017	2,2	2,5	2,6	2,0	2,4	2,3	2,5						
Корея (Респ.)	2016	0,6	1,1	0,8	1,0	0,8	0,7	0,4	0,5	1,3	1,5	1,5	1,3	
	2017	2,0	1,9	2,2	1,9	2,0	1,9	2,2						
Бразилия	2016	10,7	10,4	9,4	9,3	9,3	8,8	8,7	9,0	8,5	7,9	7,0	6,3	
	2017	5,3	4,8	4,6	4,1	3,6	3,0	2,7						
Норвегия	2016	2,9	3,2	3,3	3,3	3,4	3,7	4,4	4,0	3,6	3,7	3,6	3,5	
	2017	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9	1,5						
Канада	2016	2,0	1,4	1,3	1,7	1,5	1,5	1,3	1,1	1,3	1,5	1,2	1,5	
	2017	2,1	2,0	1,6	1,6	1,3	1,0							
ЮАР	2016	6,2	7,0	6,3	6,2	6,1	6,3	6,0	5,9	6,1	6,4	6,6	6,8	
	2017	6,6	6,3	6,1	5,3	5,4	5,1							
Чили	2016	4,8	4,7	4,5	4,2	4,2	4,2	4,0	3,4	3,1	2,8	2,9	2,7	
	2017	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	1,7	1,7						
Мексика	2016	2,6	2,9	2,6	2,5	2,6	2,5	2,7	2,7	3,0	3,1	3,3	3,4	
	2017	4,7	4,9	5,3	5,8	6,2	6,3	6,4						
Индонезия	2016	4,1	4,4	4,5	3,6	3,3	3,5	3,2	2,8	3,1	3,3	3,6	3,0	
	2017	3,5	3,8	3,6	4,2	4,3	4,4	3,9						

\* Personal Consumption Expenditure Price Index.

\*\* Официально денежно-кредитная политика строится на принципах таргетирования инфляции, но переход на эти принципы окончательно не завершен или они существенно модифицированы.

\*\*\* Источник Евростат; на базе гармонизированных индексов потребительских цен (ИПЦ).