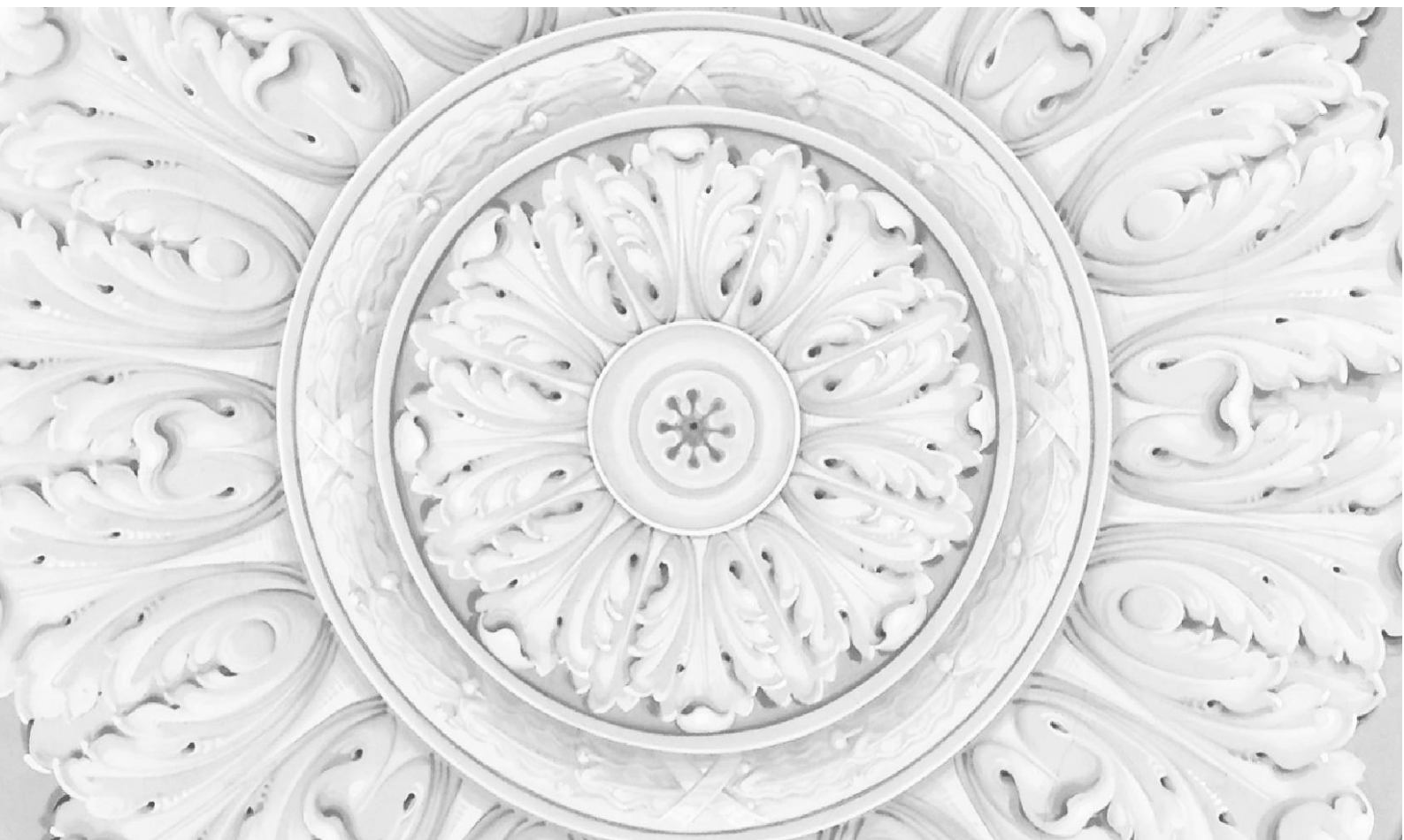




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Февраль 2017

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 1 (13)**

*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	4
1.1. Инфляция	4
1.1.1. Временные факторы способствовали снижению роста цен до уровня, согласующегося с достижением цели по инфляции	4
1.1.2. Трендовая инфляция продолжает медленное снижение	7
1.1.3. Ценовые индексы PMI в январе: сдержанная динамика цен	8
1.1.4. Прогнозы аналитиков по инфляции на 2017 год приблизились к 4%	9
1.2. Экономическая динамика	12
1.2.1. ВВП в 2016 году: глубина и продолжительность спада экономики могли быть переоценены	12
1.2.2. Задача по ускорению роста экономики России до уровня мировой реализуема, но требует приложения максимальных усилий	16
1.2.3. Промышленное производство в 2016 году: подтверждение оптимизма опережающих индикаторов	18
1.2.4. PMI в январе: существенное улучшение в начале 2017 года	19
1.2.5. Обработывающая промышленность в 2016 году: рост в большинстве отраслей	23
1.2.6. Потребительская активность: сокращение розничных продаж на фоне роста потребительских ожиданий	26
1.2.7. Рынок труда вернулся в благополучные 2012-2013 годы	29
1.2.8. Платежный баланс в 2016 году: снижение оттока капитала при восстановлении импорта	32
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	35
1.3.1. В начале года монетарные власти не торопятся вносить новые коррективы в свою политику	35
1.3.2. Укрепление доллара США остановилось	44
1.3.3. Товарные рынки: риски сохранения излишка на нефтяном рынке остаются высокими	48
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	55
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	55
2.1.1. Предварительные PMI в США и еврозоне говорят о перспективах ускорения роста	55
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	56
2.2.1. Улучшение индексной оценки ВВП указывает на уверенный рост	56
3. В фокусе. Потребление: падение или рост?	58

Краткое содержание

1. Итоги

- Инфляция остается в рамках прогнозной динамики Банка России на фоне умеренно благоприятных внешнеэкономических и финансовых условий. Экономическая активность в последние месяцы демонстрирует устойчивую позитивную динамику, подтверждая оптимизм опережающих показателей.
 - Инфляция за последние месяцы вышла на траекторию, ведущую к цели 4% в 2017 году. Этому способствовали в том числе временные благоприятные факторы. Риски недостижения цели по инфляции сохраняются, учитывая, что улучшение динамики экономической активности происходит в условиях повышенных инфляционных ожиданий, которые снижаются медленно. Указанные факторы в совокупности свидетельствуют в пользу сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики.
 - Экономическая активность показывает все более уверенную динамику. Пересмотренные Росстатом данные по ВВП, а также краткосрочные макроэкономические показатели и опросные данные говорят о росте экономики, превосходящем ожидания Банка России.
 - Денежно-кредитные условия остаются умеренно жесткими. При сохранении такого положения покупка Минфином валюты на рынке не создаст дополнительные инфляционные риски.

2. Взгляд в будущее

- Индексная оценка ВВП на I и II кварталы 2017 года, основанная на краткосрочных статистических данных, была существенно улучшена, что указывает на продолжающийся рост экономики.
- Ожидания аналитиков по инфляции на конец 2017 года приблизились к 4%, отражая доверие к дезинфляционной политике Банка России в условиях выросших нефтяных цен.
- Опережающие индикаторы указывают на уверенный рост экономики США и позитивную динамику деловой активности стран еврозоны.

3. В фокусе. Потребление: падение или рост?

- Методология Росстата может недооценивать объемы розничного товарооборота, приводя к занижению конечного потребления в структуре ВВП.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Инфляция продолжила замедление в соответствии с прогнозом Банка России, получая поддержку от укрепления рубля. Снижение ожиданий финансовых аналитиков по росту цен в конце 2017 года говорит о продолжающемся росте доверия к антиинфляционной политике Банка России. Тем не менее инфляционное давление пока остается на повышенном уровне. Трендовая инфляция снижается умеренными темпами. По мере исчерпания действия временных благоприятных факторов и закрепления экономики на траектории роста возможно возникновение дополнительных рисков для достижения цели по инфляции к концу 2017 года в условиях повышенных инфляционных ожиданий. Таким образом, существующий баланс инфляционных рисков по-прежнему говорит в пользу сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

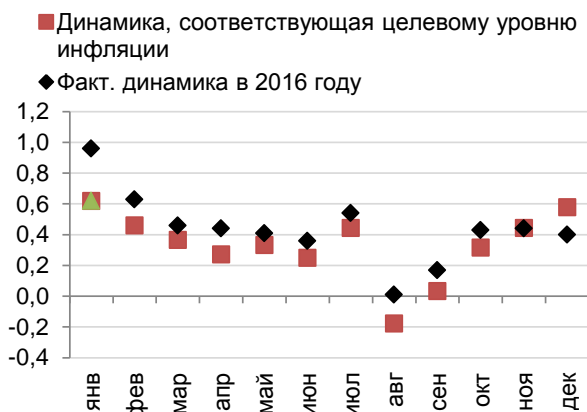
1.1.1. Временные факторы способствовали снижению роста цен до уровня, согласующегося с достижением цели по инфляции

- Рост цен за последние месяцы вышел на траекторию, необходимую для достижения целевого уровня 4% в 2017 году, замедлившись во многом благодаря действию временных факторов.
- Риски недостижения цели по инфляции сохраняются, особенно учитывая возможные последствия в результате улучшения динамики экономической активности в условиях повышенных инфляционных ожиданий.
- Индексация тарифов на транспорт и рост цен на бензин компенсируются благоприятной динамикой продовольственных цен.

Сезонно сглаженный рост потребительских цен в декабре 2016 года составил 0,2% м/м. За последние два месяца 2016 года фактическая инфляция оказалась ниже уровня, соответствующего целевому (Рисунок 1). Отчасти это замедление роста цен связано с временными факторами, объясняясь во многом динамикой цен продовольственных товаров (Рисунок 2). В декабре сезонно сглаженный рост цен продовольственных товаров оказался нулевым за счет крайне низкого по сравнению с обычной сезонностью роста цен на плодоовощную продукцию. По нашей оценке, цены на плодоовощную продукцию после очистки от сезонности снизились на 3,2% м/м. При этом рост цен на продовольственные товары, исключая плодоовощную продукцию, остался на уровне ноября – 0,4% м/м. Наиболее вероятными причинами сильного снижения цен на плодоовощную продукцию стали ускорившиеся в конце

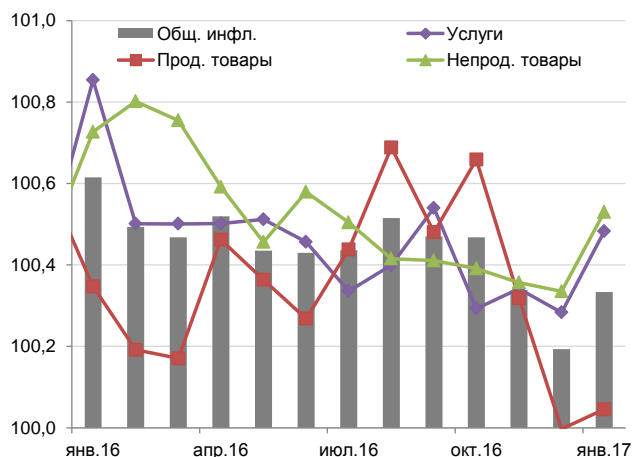
года темпы укрепления рубля, а также высокий урожай отечественных производителей. Не исключено также, что меняется сезонность динамики цен на плодоовощную продукцию из-за изменения структуры рынка (снижение импорта, рост производства овощей закрытого грунта, увеличение мощностей по хранению). Такого рода изменения в сезонности невозможно учесть с помощью стандартных статистических подходов.

Рисунок 1. Рост цен, соответствующий целевому уровню Банка России



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Сезонно сглаженная инфляция, м/м, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Помимо замедления роста цен на ряд продовольственных товаров, благоприятное влияние на снижение инфляции в целом оказывает динамика курса российской валюты. Рассчитанная нами декомпозиция инфляции подтверждает, что часть замедления роста цен в последние месяцы вызвана временными факторами, в частности, укреплением рубля (Рисунок 3). В настоящий момент мы не наблюдаем каких-либо отклонений валютного курса от уровней, соответствующих его фундаментальному равновесию. С учетом того, что дальнейший рост цен на нефть маловероятен, дезинфляционный эффект от курсовой динамики близок к своему исчерпанию.

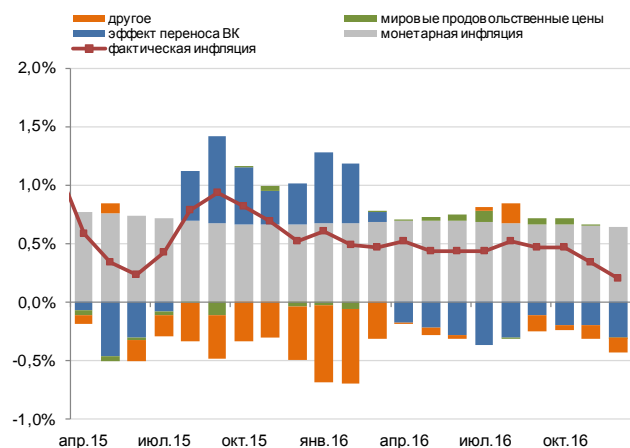
Косвенно о повышенном относительно целевого уровня ценовом давлении говорит динамика отдельных товаров и услуг в составе ИПЦ. Например, цены на бытовые услуги, которые не должны сильно зависеть от динамики курса, последние полгода растут на 0,45–0,5% м/м¹, причем в декабре даже наблюдалось их небольшое ускорение по сравнению с осенними месяцами.

Рост потребительских цен в январе составил 0,62% м/м, позволив инфляции снизиться до 5,0% по сравнению с 5,4% в декабре. Месячный рост цен в январе оказался в диапазоне, соответствующем годовому уровню инфляции 4% (Рисунок 1). Наши оценки говорят о том, что сезонно сглаженный рост цен в январе составил 0,33% м/м.

¹ После очистки от сезонности.

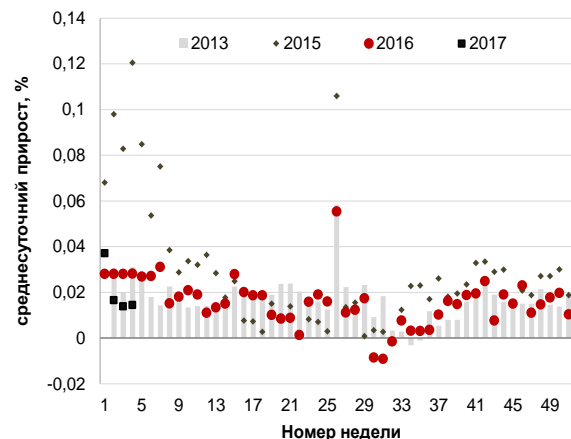
Значительный вклад в рост цен в январе пришелся на первую неделю – с 1 по 9 января он составил 0,3% за счет достаточно существенной индексации тарифов на проезд в общественном транспорте и роста цен на бензин и алкоголь, в том числе из-за повышения акцизов. При этом в последующие три недели среднесуточные темпы роста цен стабилизировались на уровне ниже, чем в январе 2013 и 2016 годов, когда не наблюдалось значительных проинфляционных шоков (Рисунок 4).

Рисунок 3. Декомпозиция сезонно сглаженной инфляции, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В среднем стоимость проездных билетов на городской общественный транспорт² повысилась более чем на 7%, что совпадает с масштабом индексации прошлого года и превосходит целевой уровень инфляции на 2017 год. Тарифы на проезд в поездах дальнего следования также повысились, однако масштаб индексации оказался гораздо ближе к целевому уровню Банка России. Согласно данным РЖД, тарифы на перевозки в плацкартных и общих вагонах поездов дальнего следования с января 2017 года индексируются на 3,9%, а в купе, СВ и «люксах» – на 5%.

Что касается цен на бензин, то, согласно прогнозам аналитиков, прибавка акциза в 2017 году составит в среднем 1,5 рубля в расчете на литр бензина и 2,0 рубля на литр дизельного топлива. По итогам первых четырех недель текущего года розничные цены на бензин выросли на 0,3 рубля, а на дизельное топливо – на 0,7 рублей. В целом в январе цены на бензин выросли на 0,8% м/м. Обычно последствия от повышения акцизов перекладывается на потребителей постепенно, что может отражаться на ценах в течение нескольких недель.

Индексация тарифов на городской транспорт и рост цен на бензин, в отличие от прошлого года, компенсируются медленным³ ростом цен на отдельные категории продовольственных товаров, связанных с высоким урожаем отечественных производителей. Исключением являются цены на молочную продукцию, которые в целом продолжают расти в том числе из-за динамики мировых цен на молоко. Индекс ми-

² Метро, автобус, трамвай и троллейбус.

³ Относительно обычной сезонности.

ровых цен на молочные продукты⁴ за последние полгода суммарно вырос на 50%, а в январе наблюдалось его небольшое снижение всего на 3,5%.

Замедление роста цен до уровня, сопоставимого с целевым, в последние месяцы говорит об общем снижении ценового давления. Тем не менее не стоит забывать о действии временных благоприятных факторов, которые способствовали замедлению инфляции. Например, наши расчеты говорят, что и в январе сезонно сглаженный рост цен на продовольствие находился около нуля (0,1% м/м), отражая благоприятные последствия хорошего урожая 2016 года и укрепления рубля.

Риски не достичь цели по инфляции в конце 2017 года остаются повышенными. Возможный существенный рост спроса на фоне восстановления экономической активности, снижения безработицы, продолжающегося роста реальных заработных плат, единовременной выплаты надбавки к пенсии в январе и индексации пенсий в феврале могут создать инфляционное давление, тормозя дальнейшее замедление инфляции к цели.

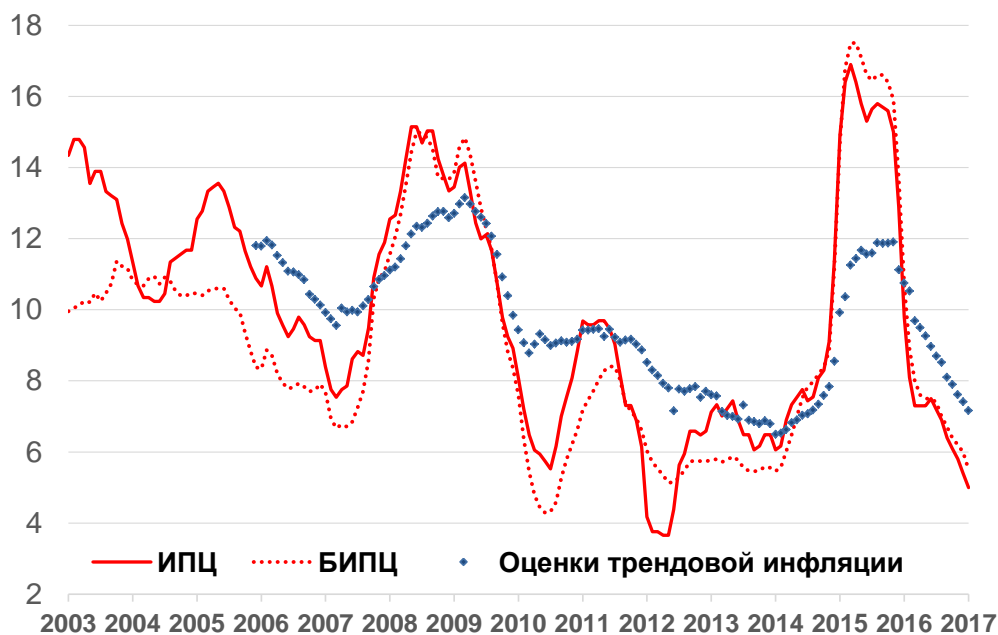
1.1.2. Трендовая инфляция продолжает медленное снижение

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции⁵ в январе 2017 г. снизилась до уровня 7,2% с 7,4% в декабре 2016 г., отражая дальнейшее ослабление инфляционного давления (Рисунок 5)
- Трендовая инфляция снижается умеренными темпами, ее замедление сдерживается неоднородностью вкладов в дезинфляцию разных компонент.
- При сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов мы ожидаем дальнейшего постепенного снижения оценок трендовой инфляции.
- Такая динамика трендовой инфляции говорит о сохранении рисков недостижения цели.

⁴ Торги проводятся на специализированной площадке GlobalDairyTrade два раза в месяц.

⁵ В качестве уровня трендовой инфляции используется медианное значение из трех оценок, полученных на основе выделения ненаблюдаемой общей компоненты из набора ценовых показателей с помощью динамических факторных моделей. Метод оценки трендовой инфляции описан в докладе об экономических исследованиях в Банке России (Дерюгина Е., Пономаренко А., Синяков А., Сорокин К. [Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России](#). Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России. – март 2015 г., №4) и Аналитической записке Департамента исследований и прогнозирования «[Внутриэкономические факторы инфляции](#)» – май 2016 года, №2. Начиная с октября 2016 года показатели трендовой инфляции рассчитываются на скользящем 5-летнем периоде. Предыдущие оценки, представленные на рисунке, не пересчитывались.

Рисунок 5. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % г/г



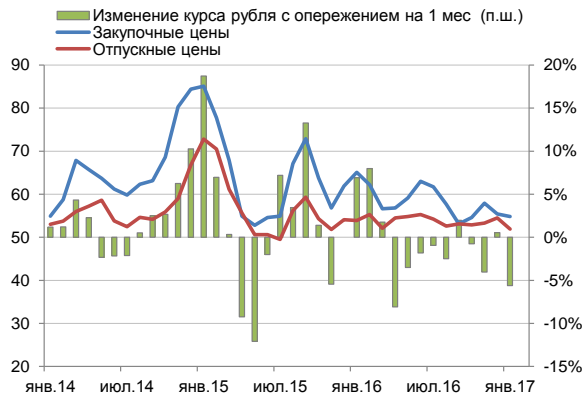
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.3. Ценовые индексы PMI в январе: сдержанная динамика цен

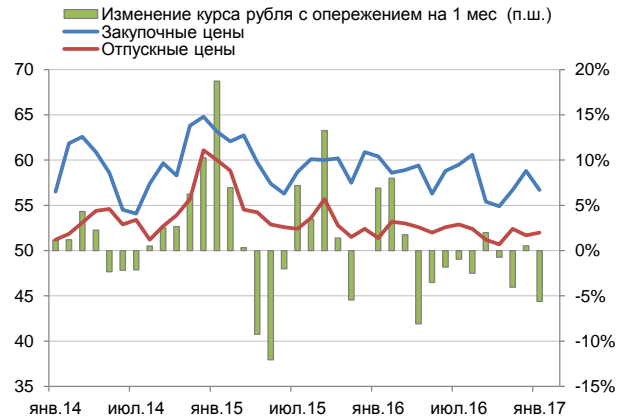
- Несмотря на восстановление экономической активности в обрабатывающем секторе, индекс PMI отпускных цен в обработке снизился до минимального значения с середины 2015 года, составив 51,8 пункта.
- Сдержанная динамика отпускных цен, скорее всего, объясняется наблюдавшимся в последние месяцы укреплением рубля, а также снижением инфляционных ожиданий.

Ценовые индексы PMI продолжают указывать на рост как закупочных, так и отпускных цен, однако темпы роста в январе в целом снизились, несмотря на восстановление экономической активности (см. раздел 1.2.4. PMI в январе: существенное улучшение в начале 2017 года). Индекс отпускных цен в обрабатывающей промышленности снизился до 51,8 пункта, минимального уровня с ноября 2015 года. Вместе с ним снизился и индекс закупочных цен (Рисунок 6). В секторе услуг произошло небольшое повышение индекса отпускных цен, однако он по-прежнему находится на низком по историческим меркам уровне (Рисунок 7).

Основным фактором, способствующим замедлению роста цен, сейчас является укрепление рубля, которое с небольшими перерывами продолжается с апреля 2016 года. Практика последних трех лет показывает, что ценовая конъюнктура достаточно чувствительна к колебаниям курса рубля. Тем не менее, стабилизация и снижение инфляционных ожиданий бизнеса также могли внести лепту в замедление роста цен.

Рисунок 6. Ценовые индексы PMI в обрабатывающей промышленности, пункты

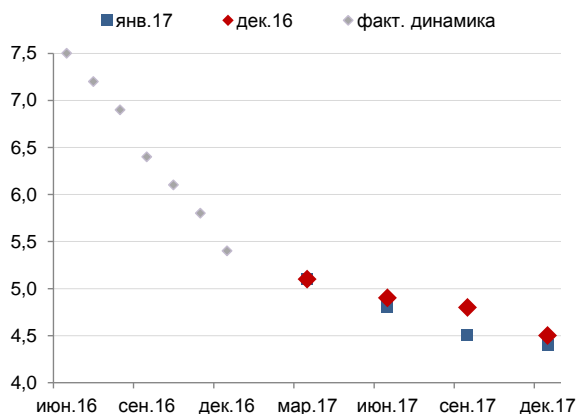
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 7. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пункты

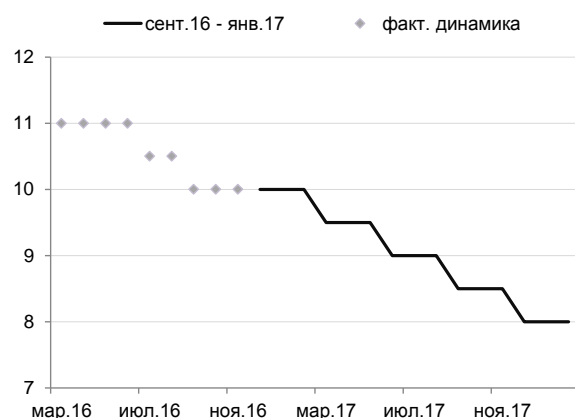
Источник: Bloomberg Finance L.P.

1.1.4. Прогнозы аналитиков по инфляции на 2017 год приблизились к 4%

- Финансовые аналитики, опрошенные в январе Bloomberg, продолжили снижать свои прогнозы по инфляции на 2017 год до 4,4% по сравнению с 4,5% в декабре (Рисунок 8). Аналогичный опрос Reuters показал снижение инфляционных ожиданий до 4,3% в январе (и 4,9% в декабре).
- Снижение инфляционных ожиданий финансовых аналитиков показывает, что проводимая Банком России политика продолжает завоевывать доверие.
- Однако большинство аналитиков все еще прогнозирует инфляцию по итогам 2017 года на уровне выше целевого.
- По состоянию на 27 января консенсус-прогноз Bloomberg по ключевой ставке на конец 2017 года составляет 8,0% годовых (Рисунок 9).

Рисунок 8. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 9. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Об оценке инфляционных ожиданий центральными банками различных стран

Инфляционные ожидания являются ключевым фактором, определяющим будущую инфляцию. Особенно важен этот показатель для центральных банков, таргетирующих инфляцию. Однако оценка самих ожиданий - не простая задача, и практика центральных банков других стран говорит о большом количестве вариантов ее решения. В частности, важно оценивать компоненту инфляционных ожиданий, которая определяет фактическую модель принятия финансовых решений домашними хозяйствами и приводит к «инфляции спроса», требующей реакции денежно-кредитной политики.

Первый опрос домохозяйств относительно инфляционных ожиданий начал проводить Мичиганский университет более полувека назад. Основной вопрос, приведенный в анкете, касается инфляционных ожиданий на горизонте 1 год и на период от 5 до 10 лет. Оценка инфляционных ожиданий рассчитывается как медианное значение и она, по определению очищена от влияния экстремальных ответов. Медианная оценка также используется в Новой Зеландии и в ряде других стран.

Распространенным методом расчета является также модифицированная средняя оценка. Например, в Чехии 5% от максимальных и минимальных ответов домашних хозяйств удаляются из расчета, а ожидания вычисляются как среднее арифметическое оставшихся 90% наблюдений. В Австралии инфляционные ожидания населения также оцениваются как усеченное среднее, однако центральный банк страны не приводит точные проценты отсекаемых значений, которые не следует рассматривать при анализе.

При подсчете ожиданий профессиональных участников рынка и компаний также используют простое среднее арифметическое значение прогнозов, предполагая низкую долю «экстремальных» ответов среди экспертов.

Методология расчета инфляционных ожиданий домохозяйств в некоторых странах

	Чехия	Австралия	США	Новая Зеландия
Метод	Опрос с помощью анкет; домохозяйства связываются с сотрудниками маркетинговой компании	-	Опрос с помощью анкет (по телефону)	Интервью по телефону. Телефонный номер выбирается случайно
Участники	600 домохозяйств	1200 домохозяйств	500 домохозяйств	750-1000 домохозяйств
Период	квартальный	ежемесячный	ежемесячный	квартальный
Перечень вопросов	Инфляционные ожидания на 12 и 36 мес. вперед.	Ожидаемый уровень инфляции на 1 год вперед	Ожидаемый уровень инфляции на год вперед и на период от 5 до 10 лет	Оценка наблюдаемой инфляции, ожидаемой инфляции на 1 год и 5 лет вперед

Оценка	5% макс. и 5% мин. Удаляются; ожидания находятся как среднее арифметическое оставшихся 90%	Усеченная средняя	Медиана	Медиана/средняя
Источник	https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/infloc_en.pdf	http://www.rba.gov.au/statistics/tables/xls/q03hist.xls	<p>Описание домохозяйств: https://data.sca.isr.umich.edu/fetchdoc.php?docid=24774</p> <p>Описание оценки: https://data.sca.isr.umich.edu/fetchdoc.php?docid=24772</p>	http://www.rbnz.govt.nz/statistics/m13

1.2. Экономическая динамика

Макроэкономическая статистика и опросные данные все более отчетливо свидетельствуют о выходе экономики на траекторию устойчивого роста. Восстановление производственной активности наблюдается по все более широкому кругу отраслей. Отчетливые признаки оживления начинают демонстрировать потребительский спрос. Умеренно жесткая денежно-кредитная политика, проводимая Банком России, оказывает позитивное влияние на экономический рост, способствуя снижению макроэкономической неопределенности.

1.2.1. ВВП в 2016 году: глубина и продолжительность спада экономики могли быть переоценены

- Росстат улучшил оценку по приросту ВВП в 2015 году до -2,8% с -3,0% в конце декабря, а также опубликовал первую оценку за 2016 год на уровне -0,2%, которая оказалась существенно лучше ожиданий.
- Пересмотр в значительной степени объясняется включением расходов на военное оборудование в состав валового накопления основного капитала в соответствии с новой методикой системы национальных счетов.
- Согласно обновленным оценкам ДИП рецессия в экономике продолжалась семь кварталов – с III квартала 2014 года по I квартал 2016 года.
- Пересмотренная Росстатом оценка динамики ВВП за 2016 год в большей степени соответствует краткосрочным экономическим показателям и опережающим индикаторам, формализованным в рассчитываемой ДИП индексной оценке ВВП.

Согласно данным Росстата ВВП в постоянных ценах снизился в 2016 году относительно 2015 года на 0,2%. При этом была уточнена годовая оценка на 2015 год – снижение на 2,8% (ранее, в конце декабря, оценка по ВВП в 2015 году была улучшена с -3,7% до -3,0%).

Основной вывод из новых данных заключается в том, что падение расходов на конечное потребление (прежде всего, потребление населения) в статистике Росстата ВВП по использованию существенно сильнее, чем предполагали предварительные оценки (вклад в ВВП в размере -2,6 п.п.). Хотя это не противоречит недавно опубликованным (и также слабым) результатам оборота розничной торговли и платных услуг населению. Такое положение вещей существенно расходится, например, с темпами роста реальных заработных плат, достаточно хорошими индикаторами потребительской уверенности, оценками снижения инфляционных ожиданий и иными результатами опросов потребителей. Между тем на уровне общего потребления эти

результаты были смягчены благодаря улучшению оценки снижения потребления государственного сектора.

С точки зрения компонент использования важный вывод из новых оценок заключается в том, что повышение оценки ВВП за 2016 год произошло главным образом за счет улучшения показателя валового накопления основного капитала. Мы отмечаем, что Росстат фиксирует значительное уменьшение степени снижения инвестиций в основной капитал. Одновременно наблюдается и масштабное восстановление товарно-материальных запасов. Положительный эффект от влияния этих факторов на ВВП, по нашим оценкам, составил около 3 п.п. Можно предполагать, что такая динамика уже служит отражением улучшения ожиданий производителей и инвесторов. Вполне возможно, что активизация восстановления запасов в меньшей степени является признаком ошибочных оценок относительно спроса на продукцию и все больше отражает начало положительных тенденций в экономической активности. Даже с учетом фактора пониженной Росстатом оценки по инвестициям в 2015 году, что меняет базу сравнения в пользу более быстрого восстановления инвестиций в 2016 году, масштабы улучшения показателя инвестиций в основной капитал являются значительными. Это подтверждается сравнением данных по инвестициям в терминах номинальных величин.

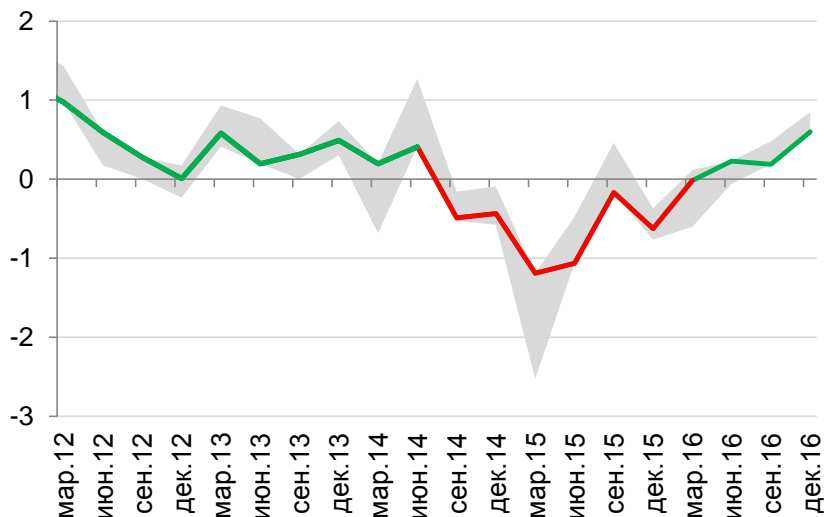
Вклад чистого экспорта по итогам года остался положительным, однако уже вскоре эта тенденция должна измениться, учитывая наметившееся ускорение восстановления импорта.

Наблюдается также несколько интересных технических особенностей пересмотра оценок ВВП на ретроспективе. При традиционно устойчивых к корректировке показателях чистого экспорта, основные изменения в силу особенностей методологии касаются структуры потребления и товарно-материальных запасов. И если переоценка запасов является неотъемлемой частью уточнения данных по инвестициям, то ситуация с корректировкой показателей потребления выглядит менее очевидной. Нельзя не отметить, что оценка по потреблению населения от версии к версии пересматривалась в сторону более глубокого падения, что в конечном итоге балансируется графой «*Ошибки и пропуски*». Этот фактор может быть косвенным подтверждением того, что статистика по обороту розничной торговли и, как следствие, потреблению населения в ВВП по использованию, занижает реальные показатели потребительской активности. Это может приводить к недооцениванию степени улучшения динамики ВВП.

На основе ранее опубликованных данных по квартальной динамике ВВП, пересмотрев годовых данных и значения за 2016 год была произведена оценка квартального темпа роста ВВП с учетом сезонной корректировки. Согласно обновленным оценкам ДИП рецессия в российской экономике продолжалась семь кварталов – с III квартала 2014 года по I квартал 2016 года (Рисунок 10). Для сравнения в виде серой области на графике представлен диапазон оценок с учетом различных спецификаций настроек сезонного сглаживания, а также возможных сценариев с округлением новых годовых оценок Росстата. Как видно из представленного диапазона сезонно

сглаженных оценок, в содержательном плане они оказываются достаточно устойчивыми к выбираемым при сглаживании статистическим настройкам⁶.

Рисунок 10. Динамика ВВП в постоянных ценах, % к/к (сезонность устранена)



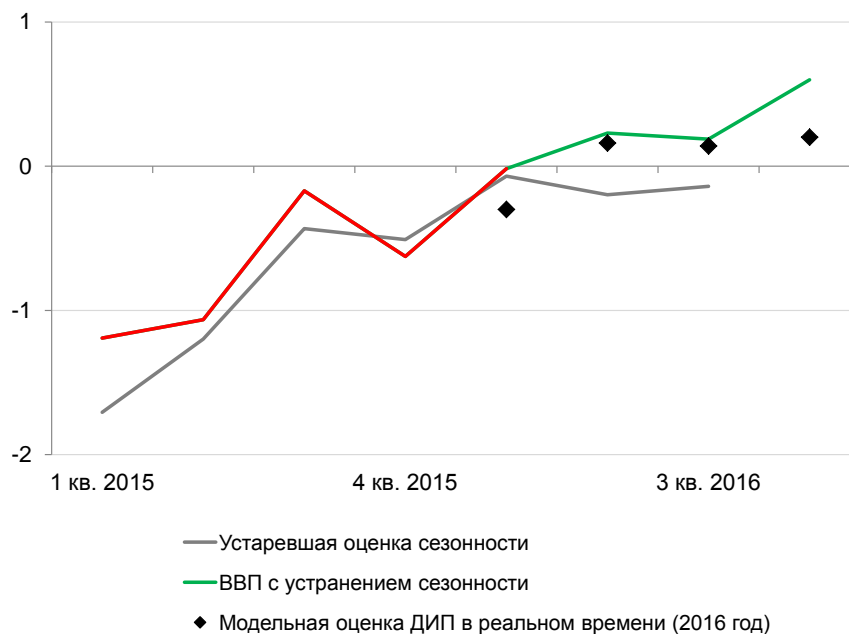
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Начиная со II квартала 2016 года темпы роста вышли в положительную область, причем в IV квартале 2016 года они значительно ускорились до 0,6% к/к (после 0,2 % к/к в III квартале). Эти результаты заметно контрастируют с нашими оценками, которые предшествовали опубликованной Росстатом первой оценке по ВВП за 2016 год, и исходили из спада по итогам прошедшего года на уровне 0,5–0,6%: тогда рецессия оценивалась как гораздо более продолжительная – вплоть до III квартала 2016 года.

В значительной степени более оптимистичная картина по динамике экономической активности на протяжении большей части прошлого года находила отражение в динамике краткосрочных статистических показателей. Об этом свидетельствует динамика индексных оценок ВВП, рассчитываемых ДИП на базе динамической факторной модели с использованием более 100 показателей краткосрочной статистики, а также опережающих индикаторов. На протяжении I–III кварталов модельные оценки ДИП квартальных темпов прироста ВВП после устранения сезонности оказывались систематически выше сезонно сглаженных темпов прироста, формируемых на базе более ранних оценок ВВП от Росстата, которые публиковались приблизительно в те же сроки (Рисунок 11).

⁶ Следует отметить, что текущая сезонно сглаженная оценка ВВП сформирована без учета фактической квартальной динамики показателя, соответствующей проведенному Росстатом пересмотру за 2014 и 2015 гг., а также, вероятно, актуализированной динамике ВВП за I–III кварталы 2016 г., которая соответствует годовому снижению ВВП на 0,2%. В связи с этим, при формировании сезонно сглаженной оценки годовые пересмотры по ВВП были предварительно распределены нами по кварталам равномерным путем. По рабочей информации специалистов Росстата, обновленная поквартальная разбивка за 2014–2016 годы будет опубликована не ранее марта 2017 года, одновременно с разбивкой динамики ВВП за весь 2016 год по компонентам использования.

Рисунок 11. Динамика ВВП с устранением сезонности и индексная оценка ДИП в реальном времени, % к/к (сезонность устранена)



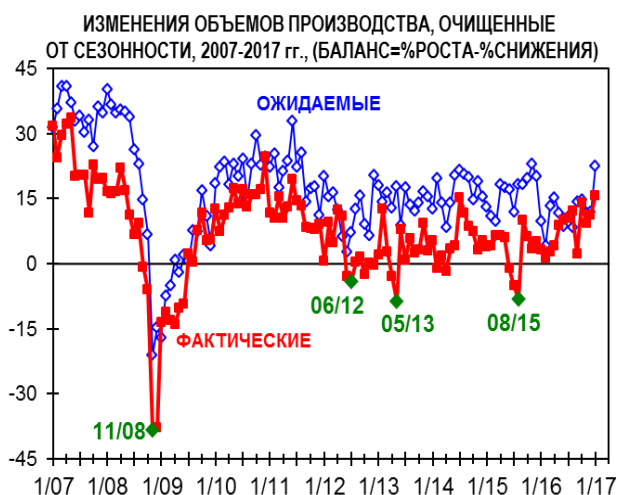
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Как следствие, широкий спектр месячных статистических данных в определенной степени оказался более информативным в части оперативной оценки ВВП по сравнению с комплексом данных и статистических подходов, применяемых Росстатом на этапе формирования ранних оценок по показателям СНС.

Если попытаться детально проанализировать причины более успешного предсказания ВВП на ранних этапах с помощью модельных расчетов, то следует обратить внимание на существенный вклад в индексную оценку ДИП со стороны опросных показателей. В частности, предварительно полученные нами квартальные оценки ВВП за 2016 год с поправкой на сезонность в последнее время хорошо коррелируются с индексами PMI.

Вывод о позитивной динамике экономической активности после публикации оценки Росстата также стал лучше соотноситься и с результатами опросов, основанных на более расширенном и при этом различном по структуре охвате предприятий. Так, данные конъюнктурных опросов Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара (ИЭП) указывают на заметный рост балансовых оценок изменения объемов производства (см., в частности, Рисунок 12). Если останавливаться на результатах опросов ИЭП, то об улучшении экономической ситуации также косвенно свидетельствует наметившийся тренд на снижение оценки предприятиями уровня недоступности кредитов (Рисунок 13).

Рисунок 12



Источник: ИЭП.

Рисунок 13



Источник: ИЭП.

При этом следует отметить, что систематического завышения темпов прироста ВВП в рамках модельных оценок ДИП в 2016 году, согласно нашей предварительной сезонной корректировке ВВП, не наблюдалось. Таким образом, учет в структуре ВВП дополнительных компонентов в соответствии с новой методологией СНС, скорее всего, полностью отражен в спектре краткосрочных показателей, используемых нами при формировании индексной оценки ВВП.

1.2.2. Задача по ускорению роста экономики России до уровня мировой реализуема, но требует приложения максимальных усилий

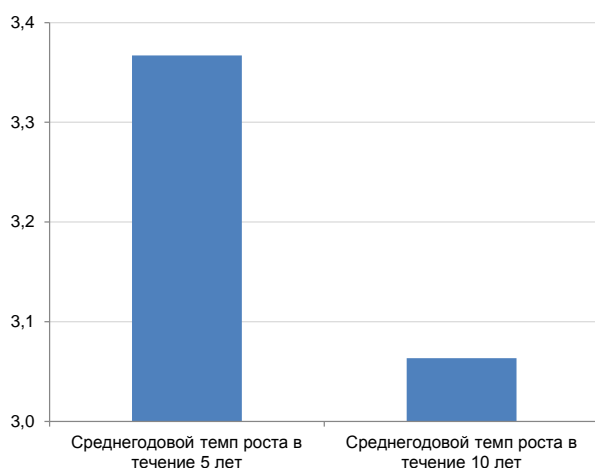
- Разрабатываемый Правительством по поручению Президента Российской Федерации план по ускорению экономического роста предполагает выход России на сравнимые с мировыми темпы экономического роста к 2019–2020 году.
- Исторически средний темп роста экономики в других странах за первые 5 лет после достижения уровня ВВП, сопоставимого с российским, составлял 3,4%, что говорит о реализуемости задачи по ускорению роста экономики в России.
- Однако решение задачи потребует проведения масштабных реформ, коренной трансформации и улучшения условий ведения бизнеса и инвестиционного климата.

В ходе Послания Федеральному собранию Президент Российской Федерации дал поручение Правительству по разработке плана по ускорению экономического роста до 2025 года. Его реализация должна позволить российской экономике в 2019–2020 годах выйти на темпы роста не ниже мировых, а впоследствии опередить их.

По данным Всемирного банка, ВВП России на душу населения по паритету покупательной способности в 2012–2014 годах достиг отметки в 25 тыс. долл. США (в

ценах 2011 года). По этому показателю Россия находится гораздо выше большинства развивающихся стран, включая всех представителей БРИКС. Мы оценили, какую динамику демонстрировал показатель ВВП на душу населения в других странах, после того как он достигал российского уровня в 2012–2014 годах. По имеющимся с 1980 года данным МВФ и Всемирного банка, в анализ попали 19 стран, среди которых Япония, Великобритания, Испания, Франция, Сингапур, Южная Корея, Австралия, Новая Зеландия, Израиль и другие. Ни одна страна за следующие 10–15 лет не опустилась ниже достигнутого уровня ВВП на душу населения. В среднем первые 5 лет темпы роста показателя составляли почти 3,4%, а первые 10 лет – 3,1% (Рисунок 14). Повторение средней динамики других стран может вывести ВВП на душу населения в России через 10 лет на уровень выше 30 тыс. долл. США, который сопоставим с текущими показателями в Италии и Испании (Рисунок 15).

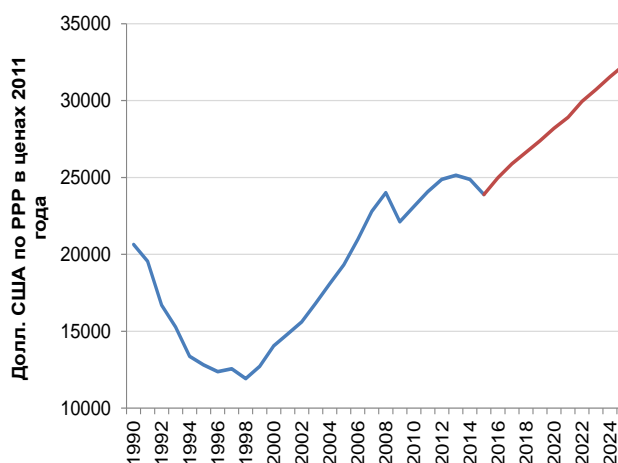
Рисунок 14. Средний рост ВВП на душу населения (по РРР) в постоянных ценах стран после достижения уровня Российской Федерации в 2012–2014 годах



* В анализ вошли 19 стран.

Источники: МВФ, Всемирный банк.

Рисунок 15. Динамика ВВП Российской Федерации на душу населения в постоянных ценах от текущего уровня при повторении средней динамики других стран



Источники: МВФ, Всемирный банк, расчеты ДИП.

МВФ прогнозирует темпы роста мировой экономики в 2019–2020 году на уровне 3,7%. Численность населения в России в этот период в целом будет стабильна⁷, поэтому показатели роста ВВП и роста ВВП на душу населения в Российской Федерации будут практически одинаковыми. Учитывая, что исторически страны с текущих уровней ВВП росли в среднем на 3,4% в первые 5 лет, задача выхода России на темпы роста мировой экономики к 2019–2020 году выглядит амбициозной, но реализуемой. Однако для ее решения будет необходимо проведение действительно масштабных и всеобъемлющих реформ, коренная трансформация условий ведения бизнеса и инвестиционного климата, обеспеченная стабильность и предсказуемость макроэкономической политики государства.

⁷ Прогноз Росстата. Одновременно будет происходить снижение численности населения в трудоспособном возрасте.

1.2.3. Промышленное производство в 2016 году: подтверждение оптимизма опережающих индикаторов

- Рост промышленности в ноябре и декабре 2016 года стал в большей степени соответствовать динамике индекса PMI обрабатывающих отраслей...
- ...которые говорят о вероятном продолжении позитивной динамики в начале 2017 года.
- Рост промышленности поддержал рекорд по добыче нефти за весь постсоветский период: 549 млн тонн и +2,6% г/г.

В декабре 2016 года промышленное производство выросло на 0,4% м/м⁸ (после поправки на сезонный и календарный факторы) и 3,2% г/г. Однако комментарии Росстата, сопровождавшие публикацию данных как за ноябрь, так и за декабрь, не позволяют однозначно интерпретировать динамику показателя в последние месяцы 2016 года. Это связано с тем, что Росстат учел накопленные с начала 2016 года *наиболее существенные* изменения, внесенные респондентами в ранее предоставленные данные, в оценках индекса промышленного производства за январь-ноябрь и январь-декабрь 2016 года.

Именно по обозначенной выше причине темпы роста промышленности в ноябре и декабре резко ускорились: до +2,7% м/м и +2,7% г/г и до +7,4% м/м и +3,2% г/г соответственно на фоне стагнационной динамики промышленности в январе-октябре 2016 года (+0,3% г/г). Годовые и месячные темпы роста показателя за январь-октябрь 2016 года пересмотрены не были. Согласно Росстату, все изменения вместе с ретроспективным пересмотром данных по месяцам 2015 и 2016 годов будут отражены при последующих оценках индекса промышленного производства. Стоит отметить, что уточнение данных по динамике промышленного производства в 2015 и 2016 годах вместе с пересмотром темпов падения ВВП в 2015 году с 3,7% г/г до 3,0% г/г может привести к пересмотру квартальной динамики ВВП в 2016 году⁹.

По предварительным оценкам, итоговый рост промышленности в 2016 году составил 1,1% г/г. Основной вклад в рост внесла добывающая промышленность (+2,5% г/г) за счет достижения максимума объемом добычи нефти за весь постсоветский период (549 млн тонн, +2,6% г/г) и продолжения наращивания добычи угля (+3,4% г/г). Добыча газа в 2016 году осталась на уровне 2015 года (0% г/г).

⁸ Оценки Росстата и ДИП совпадают.

⁹ В связи с этим анализ годовых темпов роста промышленного производства не совсем корректен в настоящий момент. Оценки месячных темпов роста, очищенные от влияния сезонности и календарного эффекта, неправильно отразят динамику промышленности из-за несопоставимости данных в январе-октябре и ноябре-декабре 2016 года. Кроме того, с января 2017 года Росстат перейдет на оценку индекса промышленного производства по новым классификаторам видов экономической деятельности (ОКВЭД2) и продукции (ОКПД2). Это дополнительно затруднит анализ сезонно сглаженных темпов роста промышленности в 2017 году до момента ретроспективного пересмотра данных за продолжительный период времени, достаточный для выявления сезонных паттернов.

Обрабатывающая промышленность в 2016 году выросла на незначительные 0,1% г/г. Согласно опубликованной продуктовой разбивке выпуска отраслевая динамика промышленности оказалась разнородной. Рост показателей объемов производства зафиксировали как ряд отраслей, ориентированных на внутренний рынок, так и некоторые экспортоориентированные отрасли. Производство продуктов питания выросло за счет хорошего урожая и российских контрсанкций, а динамику химической промышленности и производства машин и оборудования поддержали перспективы наращивания экспортных поставок и субсидии из федерального бюджета. Однако дальнейший рост в указанных отраслях может быть затруднен в связи с высокой загрузкой, а также долей неконкурентных мощностей (см. также раздел 1.2.5. «Обрабатывающая промышленность в 2016 году: рост в большинстве отраслей»).

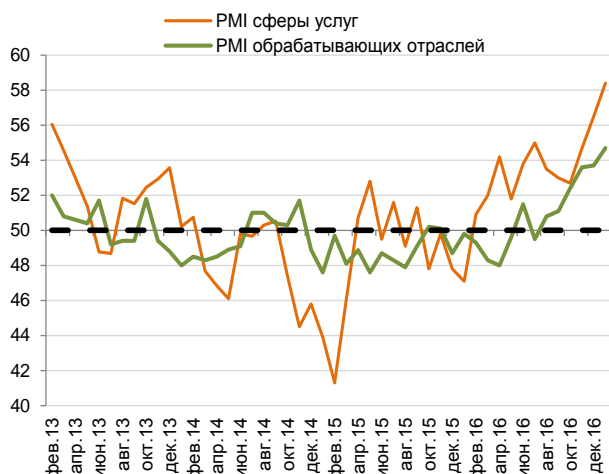
Отметим, что уточненные данные по промышленности за ноябрь и декабрь 2016 года стали в большей степени соответствовать динамике индекса PMI обрабатывающих отраслей. Кроме того, январские индексы PMI и данные конъюнктурных опросов ИЭП говорят о вероятном продолжении позитивной динамики обрабатывающей промышленности и в начале 2017 года (подробнее см. раздел 1.2.4. «PMI в январе: существенное улучшение в начале 2017 года»).

В то же время на динамику объемов промышленного производства может негативно повлиять выполнение соглашения о снижении добычи нефти российскими нефтяными компаниями. Озвученный Минэнерго план по предварительной оценке отнимет от годового темпа роста добычи нефти 1,3% в I квартале, и 2% во II квартале 2017 года.

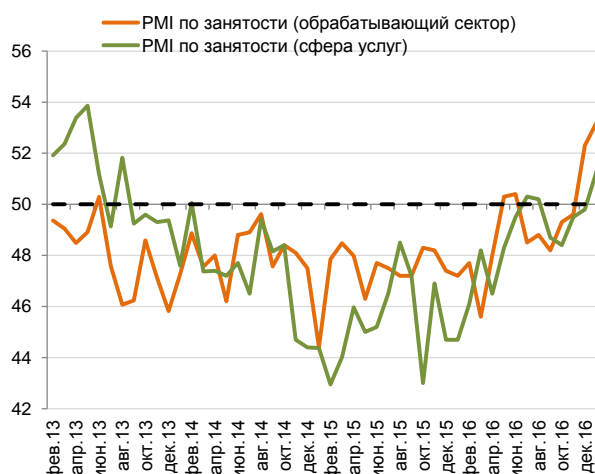
1.2.4. PMI в январе: существенное улучшение в начале 2017 года

- По итогам января индексы деловой активности PMI в обработке и сфере услуг в очередной раз обновили локальные максимумы.
- Наблюдаемое улучшение рыночной конъюнктуры в значительном числе компаний позволяет говорить о том, что экономика сейчас растет более быстрыми темпами, чем ожидалось Банком России.
- Текущий уровень цен на нефть позволяет ожидать продолжения экономического роста в ближайшие месяцы.
- Поддержку росту в России должна оказать позитивная экономическая динамика основных торговых партнеров.

Январские индексы деловой активности PMI указали на очень бодрое начало 2017 года (Рисунок 16). PMI обрабатывающих отраслей достиг 54,7 п.п. (53,7 п.п. в декабре), зафиксировав максимальное за почти шесть лет улучшение рыночной конъюнктуры. PMI сферы услуг вырос до 58,4 п.п. (56,5 п.п. в декабре) – максимума за восемь с половиной лет.

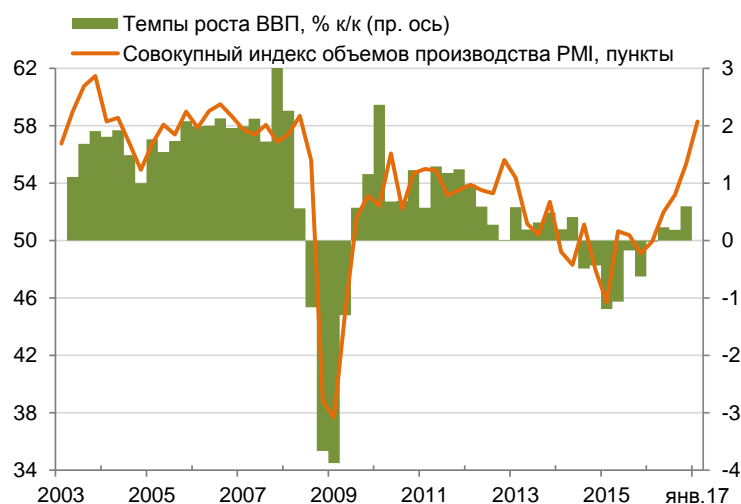
Рисунок 16. Динамика индексов PMI, пункты

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 17. Динамика индексов занятости PMI, пункты

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Существенное улучшение деловой ситуации в частном секторе российской экономики поддерживает устойчивый рост новых заказов со стороны внутреннего рынка. В январе темпы их роста как в обрабатывающей промышленности, так и в сфере услуг превысили средний исторический уровень исследования. При этом новые экспортные заказы по-прежнему не растут.

Рисунок 18. Динамика квартальных темпов роста ВВП и совокупного индекса объемов производства PMI

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

Продолжающиеся сокращение запасов готовой продукции и рост объемов незавершенных работ послужили стимулом для возобновления найма работников. В январе рост занятости в компаниях обрабатывающей промышленности продемонстрировал максимальные с марта 2011 года темпы роста, в компаниях сферы услуг – максимальные темпы почти за три с половиной года (Рисунок 17). Усиление спроса поддерживает объемы производства на многолетних максимумах, создавая основу

для роста оптимизма российских компаний. В январе деловые ожидания среди компаний российской сферы услуг достигли 44-месячного максимума, отражая перспективы роста деловой активности, связанные с запуском новых видов услуг.

Индекс совокупных объемов производства в январе 2017 вырос до 58,3 п.п., достигнув максимального значения с июня 2008 года (Рисунок 18). Близость текущего индекса PMI к уровням, когда экономика росла темпами ~1,5% к/к (что существенно выше темпов роста, которые заложены в текущий официальный прогноз Банка России), не должна вводить в заблуждение и заставлять ожидать аналогичных темпов роста экономики сейчас. В связи с этим, *с одной стороны*, текущий рост индекса до максимальных с 2008 года значений может указывать на то, что улучшение рыночной конъюнктуры отмечают достаточно большое число компаний. Таким образом, это скорее свидетельствует о достижении экономикой поворотной точки, окончательном переходе от стагнации к росту.

С другой стороны, определенная взаимосвязь между значениями индексов PMI и фактическими темпами роста ВВП, несомненно, существует. С этой точки зрения высокие уровни PMI-индексов могут объясняться тем, что экономика имеет перспективы как минимум для временного выхода на более высокие темпы роста по сравнению с базовым сценарием прогноза Банка России при цене нефти Urals на уровне 40 долл. США за барр. Так, фактическое пребывание экономики в сценарии с растущими ценами на нефть текущего прогноза центрального банка при нефтяных ценах свыше 50 долл. США за барр. (безотносительно устойчивости этих уровней) способно оказать определенный отложенный (в пределах двух кварталов) положительный эффект на ВВП. Также поддержку росту российской экономики может оказать позитивная динамика экономической активности в странах – основных торговых партнерах России (см. бокс «О динамике российского сводного индекса PMI на фоне глобального»). Однако с позиции текущих оценок потенциального ВВП ожидать выхода экономики на устойчивые высокие темпы роста, соответствующие уровню начала 2008 года, в настоящее время нет оснований.

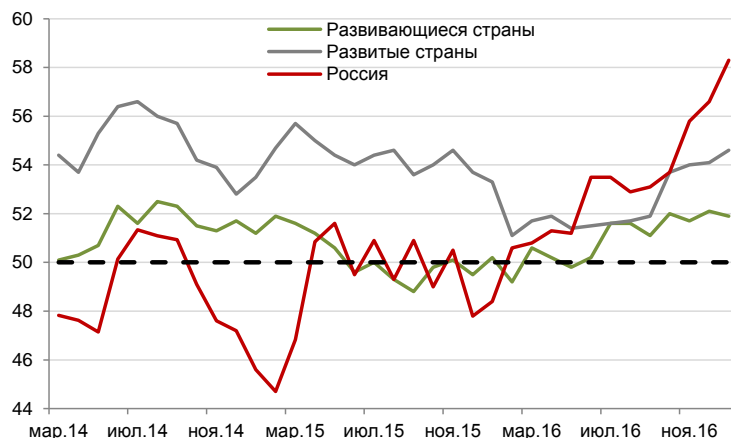
О динамике сводного индекса PMI в России и в мире

Значительный рост сводного индекса PMI в России в последние месяцы был отчасти связан с мировыми тенденциями.

В конце 2014 – начале 2015 года российская экономика испытала на себе последствия снижения нефтяных цен (Рисунок 19). Однако вскоре наметилась стабилизация, и вторая волна снижения цен конца 2015 – начала 2016 года прошла гораздо менее болезненно для экономики. В целом в этот период динамика российского индекса PMI напоминала динамику индексов как развитых, так и развивающихся стран: медленное снижение с периодическими колебаниями индексов около понижающего тренда. Ускорение роста деловой активности в России началось несколько раньше, чем в развитых и развивающихся странах. Вероятно, к тому моменту за-

вершилась адаптация экономики к прошедшим шокам, к тому же начался рост нефтяных цен.

Рисунок 19. Динамика сводного индекса PMI, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P., Росстат, расчеты ДИП.

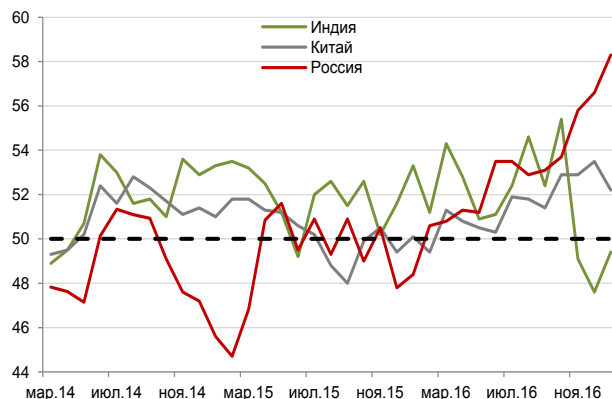
Затем позитивную экономическую динамику могло поддержать общее оживление экономик развивающихся и развитых стран, которое началось во втором полугодии 2016 года. Важно отметить то, что динамика сводного российского индекса PMI сонаправлена с аналогичным индикатором для Китая и еврозоны, занимающими ведущее место в российском внешнеторговом обороте. При этом кумулятивный рост российского индекса PMI заметно превосходит рост показателя в других странах. Оптимизм среди развитых и развивающихся стран вернул значения PMI соответствующих стран на уровни 2014–2015 годов, а в России был зафиксирован максимум с 2008 года (Рисунок 20, Рисунок 21).

Рисунок 20. Динамика индексов PMI, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 21. Динамика индексов PMI, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

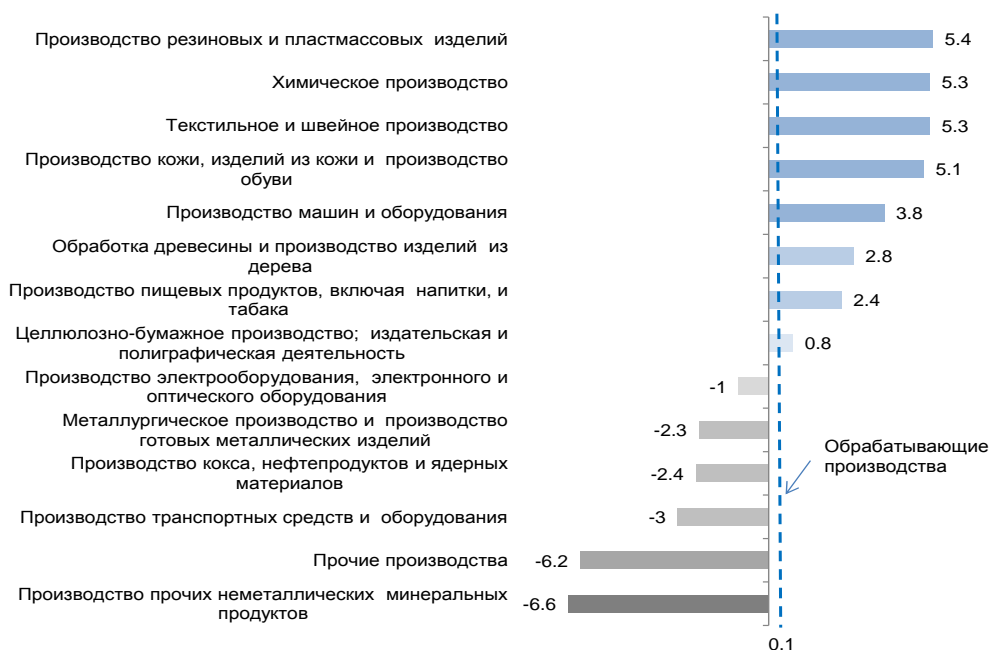
1.2.5. Обрабатывающая промышленность в 2016 году: рост в большинстве отраслей

- В пищевой, легкой и деревообрабатывающей промышленности сохраняется потенциал для дальнейшего роста, опирающегося на проведенную модернизацию производственных фондов.
- В других отраслях с позитивной динамикой потенциал для увеличения производства ограничивается высоким уровнем загрузки мощностей, позволяющих производить конкурентоспособную продукцию (химическая, целлюлозно-бумажная промышленность, производство резиновых и пластмассовых изделий, кожи и обуви, машин и оборудования).
- Среди отраслей, снизивших производство в прошлом году, предпосылки для роста сформировались в секторе низкого передела (металлургия) и технически несложных сборочных производствах (производство транспортных средств и электрооборудования).

По итогам 2016 года можно выделить несколько групп отраслей, продемонстрировавших различную динамику производства и отличающихся по потенциалу прироста выпуска за счет имеющихся мощностей.

К **первой группе** можно отнести отрасли, увеличившие производство в прошлом году и имеющие потенциал для его дальнейшего увеличения, который может быть реализован за счет дозагрузки имеющихся мощностей.

Рисунок 22. Темп прироста выпуска отраслей обрабатывающей промышленности в 2016 году, г/г



Источник: Росстат.

Одной из наиболее успешных отраслей этой группы является *пищевая промышленность*. Отрасль имеет хорошие перспективы увеличения выпуска продукции в связи с продолжающимися процессами импортозамещения. Схожая ситуация складывается и в *деревообрабатывающей промышленности*. Эти отрасли характеризуются высокой интенсивностью обновления мощностей. В итоге средний возраст оборудования в производстве пищевых продуктов и деревообработке является низким – 9 лет против 12 лет в среднем по обработке¹⁰. В *текстильной и швейной промышленности* средний возраст мощностей является одним из самых низких в обработке – 7 лет¹¹, несмотря на то, что за последние 15 лет объем мощностей в отрасли упал более чем в 2 раза за счет выбытия фондов.

Во всех трех отраслях данной группы доля неконкурентных¹² мощностей невысока (9–14%). Потенциал прироста выпуска за счет дозагрузки составляет не менее 10% в пищевой и деревообрабатывающей промышленности и 15% в текстильной промышленности.

Отрасли **второй группы** также продемонстрировали рост в 2016 году. Однако потенциал увеличения производства ограничен в силу недостаточности производственных мощностей, которые могут быть загружены при росте рынков, либо их модернизацией только в сегменте товаров с низкой добавленной стоимостью.

Производство *резиновых и пластмассовых изделий* растет в основном за счет увеличения производства шин для сельскохозяйственной техники и легковых автомобилей, производители которых получают активную государственную поддержку. По пластмассовым изделиям: происходило интенсивное обновление производственных фондов за последние пять лет. Данный фактор может оказаться драйвером дальнейшего роста отрасли.

Несмотря на высокую инвестиционную активность в отрасли на фоне устойчивого роста выпуска, в *химической промышленности* многие предприятия вышли на проектные мощности, и потенциал их дозагрузки невелик по сравнению с другими отраслями. При этом рост производства характерен для сегментов химической промышленности с низкой добавленной стоимостью.

Аналогичная ситуация сложилась в *целлюлозно-бумажной промышленности*. Инвестиционная активность в отрасли сосредоточена на производстве продукции нижнего передела. В сегменте конечных товаров, напротив, происходит сокращение мощностей. При этом коэффициент загрузки – один из наибольших среди отраслей обрабатывающей промышленности (82%), что препятствует сохранению устойчивой положительной динамики в отрасли.

¹⁰ Здесь и далее оценки характеристик мощностей по видам деятельности представлены на основе результатов исследования (Сальников В.А., Апокин А.Ю., Галимов Д.И. и др. [Анализ важнейших структурных характеристик производственных мощностей обрабатывающей промышленности](#) // ЦСР, ЦМАКП, 2017).

¹¹ Статистика мощностей не включает производство одежды.

¹² Неконкурентоспособными считаются мощности с возрастом свыше 10 лет, не загружаемые по меньшей мере последние 5 лет.

В *кожевенно-обувной промышленности* по итогам 2016 года отрасль показала рост преимущественно за счет выпуска обуви благодаря процессам импортозамещения. Развитие отрасли осложняется недостаточной модернизацией производственных фондов и выводом устаревшего оборудования.

В производстве *машин и оборудования* основные фонды также являются тормозом для развития, поскольку доля неконкурентных мощностей составляет 26%. В 2016 году наблюдался рост в 3,8%, который был обусловлен увеличением производства сельскохозяйственной и бытовой техники. В то же время, производство станков и механического оборудования продолжило сокращение.

Отрасли, в которых в 2016 году было отмечено снижение производства, но существует потенциал для роста в будущем, включены в **третью группу**.

Выпуск в *металлургии* сократился в 2016 году. Однако в последние месяцы был отмечен всплеск производства на фоне положительных тенденций на мировом рынке. Потенциал прироста выпуска в отрасли за счет дозагрузки является ограниченным – не более 6–7%. Кроме того, модернизация в отрасли была смещена в сторону секторов низкого передела. При этом в отрасли сосредоточены крупные и высокоэффективные компании, которые в случае появления новых рыночных ниш и роста спроса на мировом и внутреннем рынках могли бы привлечь финансовые ресурсы для расширения мощностей.

В производстве *строительных материалов* с 2000 года прошло интенсивное обновление производственных фондов, в результате к 2015 году обновлено около 70% мощностей, а доля неконкурентоспособных мощностей оценивается лишь в 15%. При условии восстановления активности в строительной сфере отрасль имеет потенциал для обеспечения роста выпуска.

При реализации прогнозов восстановления российской экономики вероятен рост и в отрасли *транспорта и оборудования*. Несмотря на снижение в 2016 на 3% в целом по отрасли, в производстве отдельных товаров (легковые автомобили и железнодорожный транспорт) наблюдался рост выпуска, который может продолжиться в 2017 году. По этим товарам в отрасли произошел существенный прирост мощностей, в то время как по другим мощности простаивали из-за падения спроса на продукцию.

К **четвертой группе** относятся отрасли с негативной динамикой в 2016 году и ограниченным потенциалом для роста выпуска в перспективе. В производстве *электрооборудования* возможность выхода на траекторию роста ограничивается наличием в отрасли неконкурентных производственных мощностей, которые по отдельным товарам достигают 30%. Прошедшая модернизация в отрасли представляла в основном наращивание сборочных мощностей с минимальной добавленной стоимостью. Одной из причин негативных тенденций в производстве *кокса и нефтепродуктов* является налоговый маневр. При этом загрузка мощностей наибольшая (около 90%), что существенно снижает потенциал увеличения выпуска за счет дозагрузки оборудования.

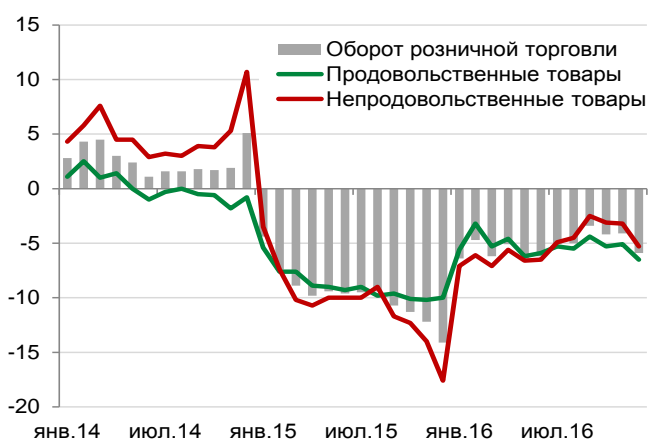
1.2.6. Потребительская активность: сокращение розничных продаж на фоне роста потребительских ожиданий

- В декабре снижение розничного товарооборота ускорилось до 5,9% г/г. Традиционный предпраздничный рост продаж оказался наименьшим за последние восемь лет.
- Альтернативные оценки и косвенные показатели, в том числе опросные, говорят о гораздо лучшей динамике потребления домохозяйств по сравнению с данными Росстата.
- При этом индекс потребительской уверенности свидетельствует об улучшении потребительских настроений населения.

В декабре снижение розничного товарооборота ускорилось и составило 5,9% г/г (-4,1 г/г в ноябре). При этом продажи продовольственных товаров в годовом выражении сократились существенно, чем непродовольственных: 6,5% и 5,3% соответственно (Рисунок 23). Такая динамика нетипична для потребления в период экономической рецессии, что ставит под сомнение корректность статистики розничных продаж (подробнее см. в разделе 3 «В фокусе. Потребление: падение или рост?»).

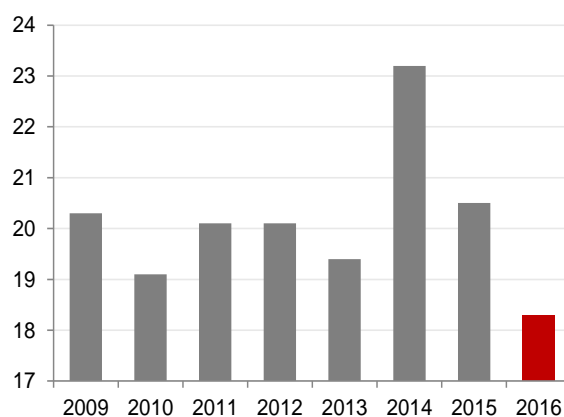
По данным Росстата, за год темп снижения оборота розничной торговли замедлился с 10,0% в 2015 году до 5,2% в 2016 году. Однако оценки Росстата по обороту розничной торговли в 2016 году будут уточнены после подведения итогов по формам, получаемым от организаций с годовой и квартальной периодичностью.

Рисунок 23. Динамика оборота розничной торговли, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

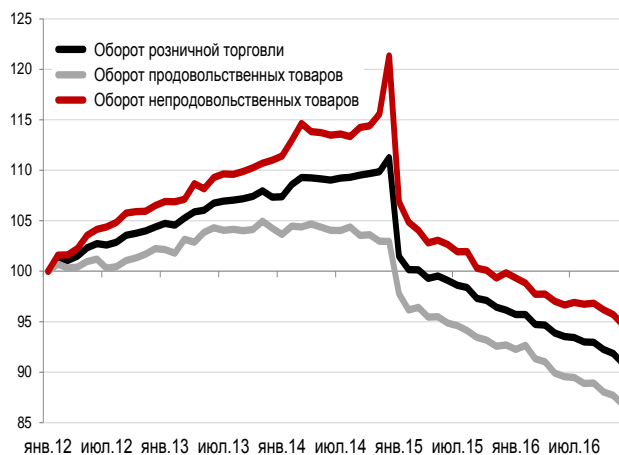
Рисунок 24. Прирост оборота розничной торговли в декабре по годам, % м/м (сезонность не устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Прирост розничных продаж с ноября по декабрь 2016 года оказался минимальным за последние восемь лет (Рисунок 24). По оценке ДИП, снижение оборота розничной торговли в декабре с устранением сезонного фактора составило 1,1% м/м и оказалось самым существенным падением за 2016 год (Рисунок 25).

Рисунок 25. Динамика оборота розничной торговли и его компонент (% , янв. 2012 = 100%, сезонность устранена)

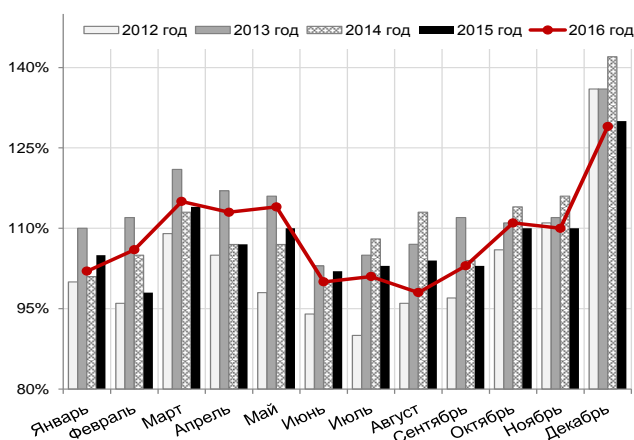


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Вполне возможно, что с учетом структурных изменений в экономике, в том числе поведения потребителей, сезонность динамики розничных продаж внутри года изменилась. В частности, традиционный декабрьский бум сейчас может быть меньше, чем наблюдалось ранее. Однако методы сезонного сглаживания могут учесть колебание сезонности только через 3 года после ее изменения, поэтому текущая оценка динамики оборота за декабрь 2016 года может быть заниженной.

Данные исследовательского холдинга «Ромир» о повседневных расходах россиян также указывают на меньшее увеличение потребительского спроса в декабре, традиционно связанное с предпраздничными закупками¹³. В декабре 2016 года они оказались самыми низкими из декабрьских значений за последние пять лет. При этом разница с 2015 годом оказалось незначительной и составила 1 п.п. (Рисунок 26).

Рисунок 26. Динамика реальных повседневных расходов населения (% , янв. 2012 = 100%)



Источник: Romir Scan Panel.

Рисунок 27. Динамика платных услуг населению (% , г/г) и индекса PMI сферы услуг



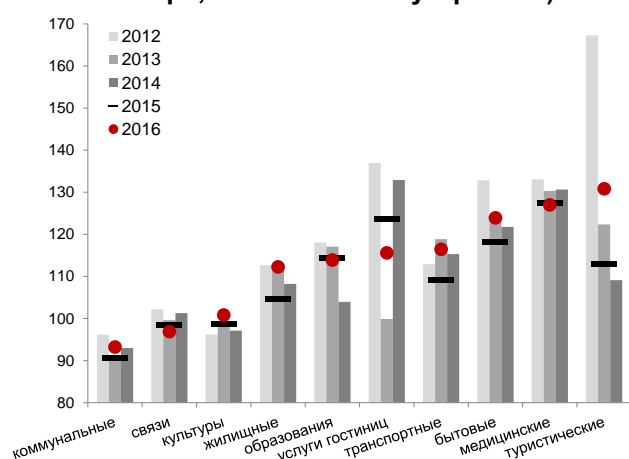
Источники: Росстат, Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

¹³ Исследовательский холдинг Ромир «Экономный новый год», 12.01.2017.

Тем не менее, спрос на платные услуги населению был достаточно устойчивым в 2016 году. По предварительным данным, в декабре объем платных услуг практически не изменился по сравнению с предыдущим годом (-0,1% г/г), приведя к незначительному годовому снижению в -0,3% г/г в 2016 году. Рост спроса на услуги в декабре (4,2 % м/м без учета сезонности) сопровождался существенным ростом PMI в сфере услуг, который достиг максимума с декабря 2012 года (Рисунок 27). Увеличение спроса, по мнению респондентов, являлось ключевым фактором роста в декабре.

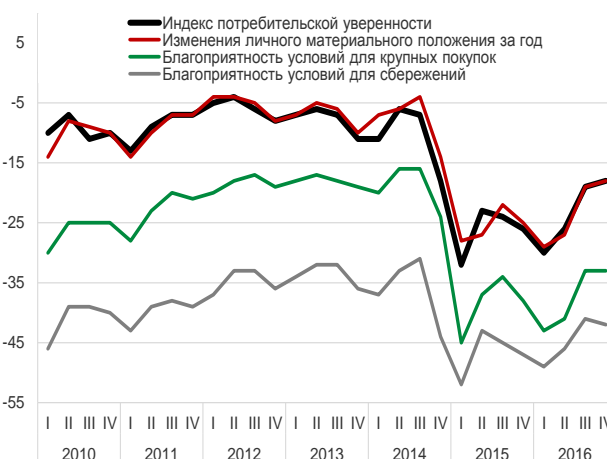
Анализ динамики реальных объемов предоставления основных видов услуг с января по ноябрь показывает устойчивый спрос на определенные категории услуг, в то время как спрос на медицинские и коммунальные услуги, услуги связи, образования сохранился на уровне прошлых лет; к ноябрю 2016 года¹⁴ наблюдался рост предоставления транспортных, бытовых, туристических услуг и услуг культуры относительно предыдущего года (Рисунок 28). Это может говорить о постепенном оживлении потребительского спроса.

Рисунок 28. Объем платных услуг населению по основным видам услуг (% , накопленный рост к ноябрю относительно января, сезонность не устранена)¹⁵



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Индекс потребительской уверенности и его компоненты



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

О позитивных условиях для увеличения потребительского спроса также свидетельствуют результаты обследования Росстата потребительских ожиданий (Рисунок 29). В IV квартале потребительские ожидания населения продолжили улучшаться. Согласно результатам опроса, личное материальное положение россиян за последний год возросло. При этом индекс благоприятности для сбережений снизился на фоне стабилизации индекса благоприятности для крупных покупок.

¹⁴ Данные по динамике отдельных видов платных услуг населению за декабрь 2016 года еще не опубликованы.

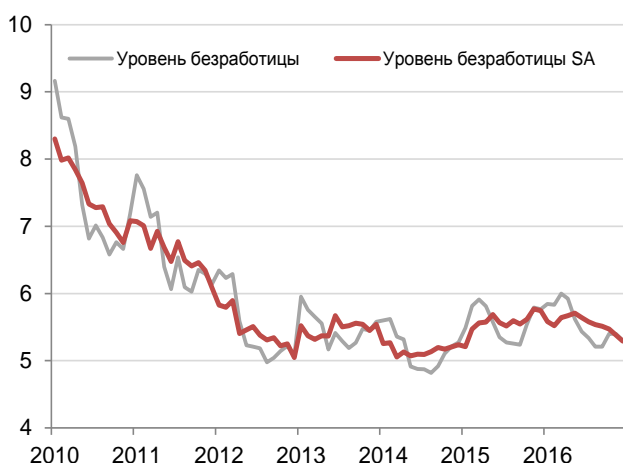
¹⁵ На основе реальных объемов продаж по соответствующему виду услуг.

1.2.7. Рынок труда вернулся в благополучные 2012-2013 годы

- Уровень безработицы в 2016 году снизился на 0,5 п.п. до 5,3 п.п., вернувшись к уровню 2012-13 годов.
- Занятость населения достигла высокого уровня. Учитывая демографические тенденции, численность занятых в скором времени достигнет потолка.
- Снижение численности экономически активного населения можно замедлить за счет увеличения вовлеченности в рынок труда людей старше 60 лет, однако этот путь может столкнуться с проблемой более низкой производительности труда.
- Улучшение динамики экономической активности во втором полугодии 2016 года поддерживает рост реальных заработных плат.

Ситуация на рынке труда продолжает улучшаться. Уровень безработицы в декабре 2016 года снизился до 5,3%¹⁶ (Рисунок 30). Таким образом, за прошедший год показатель сократился на 0,5 п.п. и достиг уровня конца 2014 – начала 2015 года. Снижение безработицы в декабре было вызвано сокращением численности безработных при одновременном росте численности занятых и численности экономически активного населения. Это привело к тому, что уровень занятости населения¹⁷ в декабре достиг 66% (с устранением сезонности) - максимального значения за новейшую историю России. Уровень экономической активности населения в январе 2017 года также находился на максимуме – 69,9% (Рисунок 31).

Рисунок 30. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Уровень занятости и экономической активности (сезонно сглаженные)



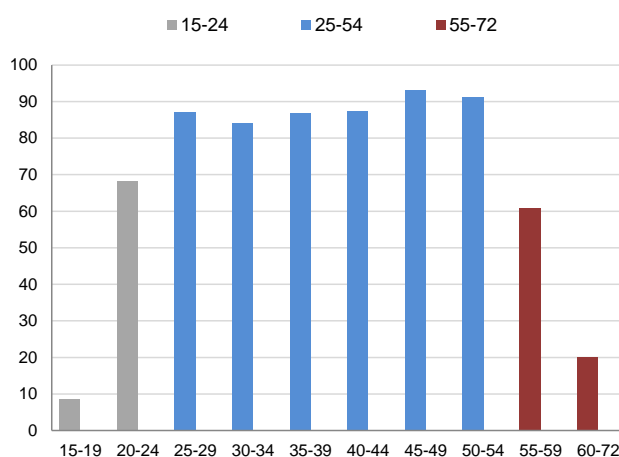
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹⁶ Как без исключения, так и с исключением сезонного фактора.

¹⁷ Отношение численности занятых к численности населения в трудоспособном возрасте.

В ближайшие годы российский рынок труда столкнется с ограничением роста предложения труда из-за изменений в структуре и численности экономически активного населения¹⁸. Вызвано это демографическими особенностями, а именно, сокращением численности населения в возрасте 25-54 лет, где показатель вовлеченности в рынок труда максимальный – около 85-90% (Рисунок 32).

Рисунок 32. Уровень экономической активности по возрастным группам, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Согласно прогнозам Росстата, численность данной возрастной группы будет сокращаться, а вместе с ним и основная численность экономически активного населения (Рисунок 34, Рисунок 33). При этом будет наблюдаться опережающий прирост населения в возрасте 55-72 года, что и станет ключевым фактором снижения экономической активности.

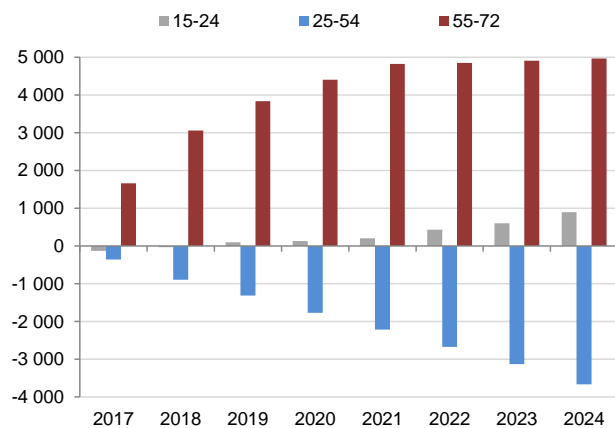
Наши расчеты показывают, что при существующих демографических тенденциях и сохранении вовлеченности в рынок труда в возрастных категориях на текущем уровне (Рисунок 32) численность экономически активного населения к 2020-2021 году сократится примерно на 2 млн. человек (около 2,5% от текущего уровня). Сохранение численности экономически активного населения, т.е. предложения труда, на текущем уровне потребует увеличения вовлеченности населения в рынок труда (уровня участия в рабочей силе). В возрастной группе 25-54 года она уже и так высока, поэтому резерва для ее дальнейшего роста практически нет. Возможности пополнения рабочей силы за счет молодежи также ограничены из-за того, что большая часть молодых людей в возрасте 15-24 лет занята своим образованием, хотя развитие практики совмещения учебы и работы может представлять определенный резерв для рынка труда.

Основные резервы могут быть найдены в возрастной категории 55-72 года. Важно отметить, что основной рост численности населения в этой группе придется на возрастной диапазон 60-72 года (а не 55-59 лет), несмотря на низкий уровень вовлеченности в экономически активное население (20%). Согласно нашим расчетам,

¹⁸ По определению МОТ показатель рассчитывается для лиц в возрасте 15-72 лет.

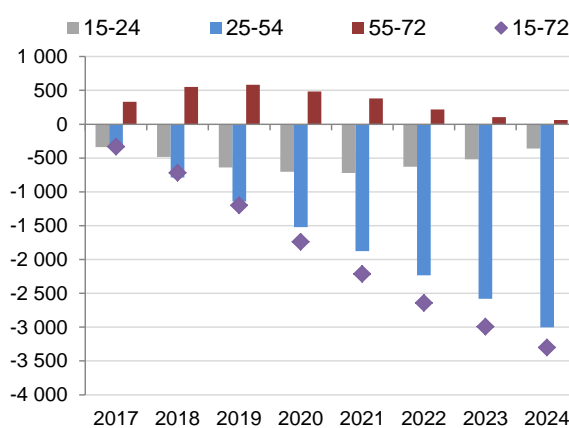
повышение уровня экономической активности до 30% в данной группе позволило бы удержать уровень экономически активного населения на текущем уровне до 2020-2021 года. Однако этот путь может столкнуться с проблемой более низкой производительности труда, что может сказаться на темпах роста ВВП и до конца не решить проблему нехватки трудовых ресурсов.

Рисунок 33. Накопленное изменение возрастных групп относительно 2016 года, тыс. чел



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Накопленный прирост экономически активного населения по возрастным группам относительно 2016 г*, тыс. чел



* рассчитано исходя из динамики численности населения в возрастных группах (Рисунок 33) и неизменности уровня экономической активности внутри них (Рисунок 32). Без учета потенциального миграционного прироста населения.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Улучшение экономической ситуации, которое сказывается на росте занятости, поддерживает и рост заработных плат, номинальных и реальных. Замедление инфляции в декабре до 5,4% позволило реальным заработным платам ускорить рост до 2,4% г/г в декабре с 2,1% в ноябре, при том, что рост номинальных заработных плат незначительно замедлился (Рисунок 35). Дальнейшее замедление инфляции в 2017 г. будет поддерживать рост реальных заработных плат.

Опубликованные данные по заработной плате по видам экономической деятельности за ноябрь говорят о сохранении намеченных ранее тенденций (Рисунок 36). Рост заработных плат в частном секторе колеблется в диапазоне 8-10%, а в госсекторе держится на уровне около 5%. Небольшое ускорение роста зарплат в госсекторе до 6% г/г было вызвано эффектом низкой базы. Запланированная индексация заработных плат в соответствии с майскими указами приведет к значительному ускорению роста заработных плат госсектора (скорее всего во втором полугодии 2017 года).

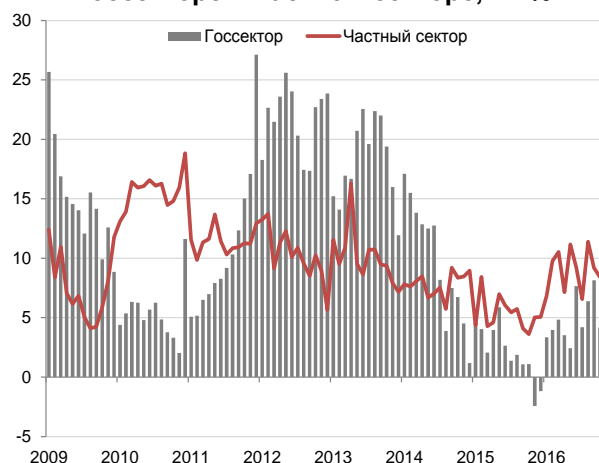
Это может нести в себе инфляционные риски, особенно если ускорение перекинется на частный сектор экономики в условиях невысокой безработицы. Однако предыдущий эпизод ускоренного роста заработных плат в госсекторе (2011-2013 годы) не вызвал ускорения роста оплаты труда в частном секторе.

Рисунок 35. Динамика номинальных и реальных заработных плат, г/г %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Динамика заработных плат в госсекторе и частном секторе, г/г %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

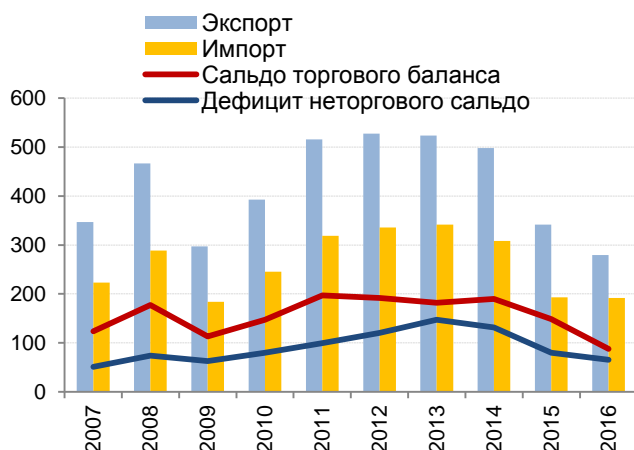
1.2.8. Платежный баланс в 2016 году: снижение оттока капитала при восстановлении импорта

- Снижение профицита текущего счета происходит на фоне восстановления импорта...
- ...рост которого может ускориться в случае сохранения текущих цен на нефть.
- Уменьшение чистого оттока капитала обусловлено сокращением выплат по внешнему долгу со стороны банковского сектора.
- Покупки валюты Минфином, вероятно, окажут незначительное влияние на платежный баланс.

Из главных тенденций платежного баланса в IV квартале 2016 г. и за 2016 г. можно выделить сокращение чистого оттока капитала и снижение профицита текущего счета. Чистый отток капитала в 2016 г. упал до 15,4 млрд. долл. против 57,5 млрд. долл. в 2015 г., что преимущественно объясняется естественным снижением интенсивности выплат по внешнему долгу со стороны банковского сектора (при наличии ограничений на привлечение нового долга за рубежом) и рефинансированием внешней задолженности корпоративным сектором.

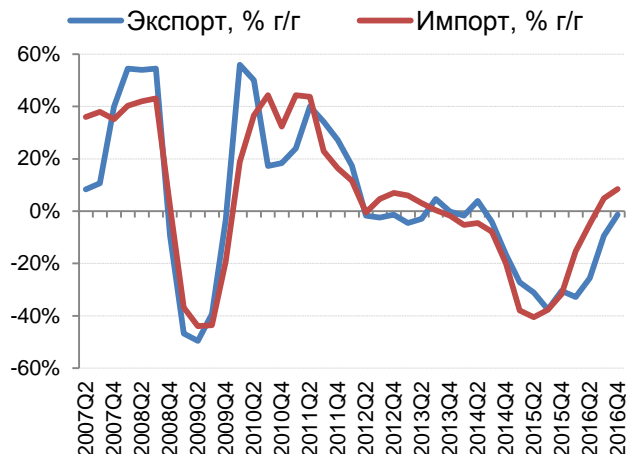
Профицит текущего счета в 2016 г. сократился более чем втрое – до 22,2 млрд долл. против 69 млрд долл. в 2015 году. Это произошло на фоне снижения профицита торгового баланса (до 87,8 млрд долл. против 148 млрд долл. в 2015 г.), при том что сокращение дефицита неторгового сальдо (до -65,5 млрд долл. против -79,5 млрд долл. в 2015 г.), напротив, удерживало текущий счет от дальнейшего снижения. В то же время баланс инвестиционных доходов остался практически на уровне 2015 г. (-32,5 млрд долл. в 2016 г.).

Рисунок 37. Динамика избранных компонентов платежного баланса, млрд долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Динамика экспорта и импорта (% г/г)



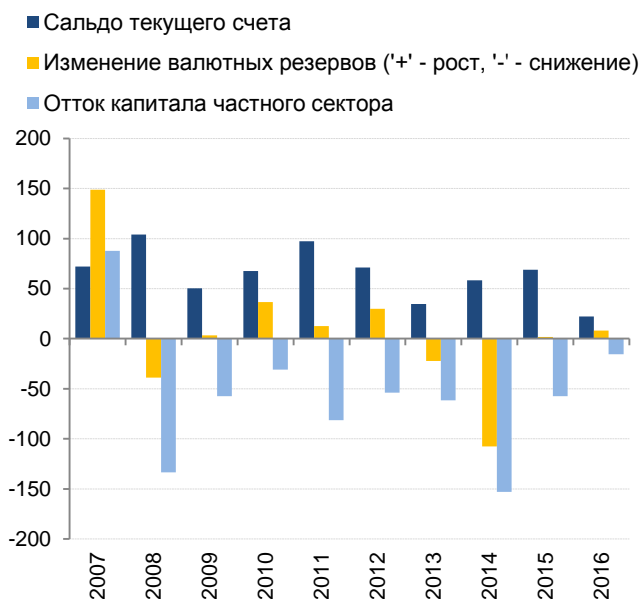
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Особенностью IV квартала 2016 г. стало улучшение динамики как сырьевого (+5,8 млрд. долл. к/к до 43,8 млрд долл.), так и несырьевого экспорта (+3,1 млрд долл. к/к до 36,2 млрд долл.). Физические объемы экспорта также выросли. Рост экспорта обеспечил увеличение профицита текущего счета в IV квартале до 7,8 млрд долл. против 0,4 млрд долл. в III квартале 2016 г., компенсировав восстановление импорта.

В то же время рост импорта ускорился до 8,6% г/г в IV квартале против 5,6% г/г в III квартале 2016 г. В результате по итогам 2016 г. импорт практически не изменился по сравнению с 2015 г. (-0,8% г./г.), составляя 191,4 млрд долл. При этом достаточно активное улучшение динамики инвестиционного импорта пока еще слабо отражается в динамике инвестиций в основной капитал.

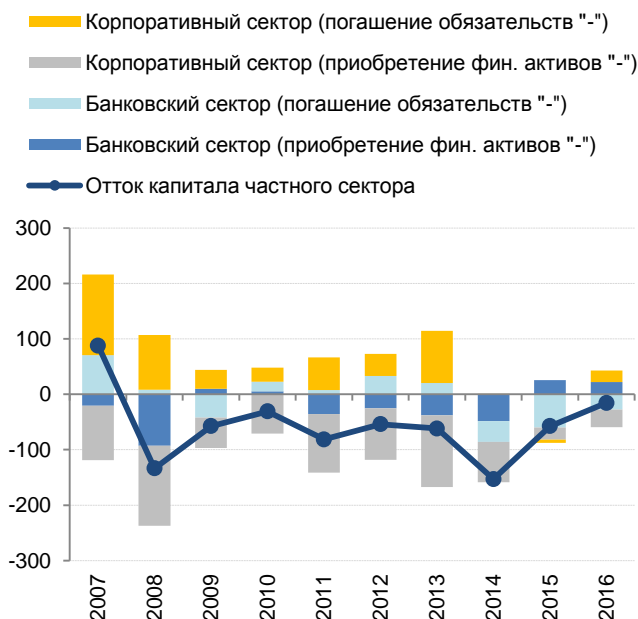
Согласно данным за IV квартал 2016 г., чистый отток капитала усилился до 6,4 млрд долл. против оттока в 1,4 млрд долл. кварталом ранее. Главным источником оттока капитала остается банковский сектор. Так, чистый отток капитала из банковского сектора в IV квартале 2016 г. составил 8,1 млрд долл. Основным фактором оттока по-прежнему является погашение внешнего долга: согласно предварительным оценкам обязательства банков перед нерезидентами в IV квартале сократились на 7,5 млрд долл. (после снижения на 7,7 млрд долл. в III квартале 2016 г.). Динамика иностранных активов банковского сектора в IV квартале 2016 г. была нетипичной – прекратилось сокращение иностранных активов, которое на протяжении всего года было основным источником компенсации крупных выплат по внешнему долгу. Вместо этого был зафиксирован небольшой прирост иностранных активов банков на 0,6 млрд долл. Данное увеличение носит временный характер и включает чистое привлечение банками валюты в рамках РЕПО с Банком России на 1,5 млрд долл.

Рисунок 39. Динамика основных компонентов платежного баланса, млрд. долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Динамика компонентов чистого притока/оттока капитала, млрд. долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Нефинансовый сектор в IV квартале 2016 г. зафиксировал небольшой приток капитала в размере 3,2 млрд долл. При этом чистое принятие обязательств перед нерезидентами достигало 18,5 млрд. долл.: из них 15,2 млрд. долл. составляет приток прямых инвестиций, отражающий сделку с Роснефтью. Однако данный положительный эффект был практически полностью нивелирован за счет сильного увеличения иностранных активов нефинансовым сектором (на 15,3 млрд. долл.), из которого 11,7 млрд. долл. объясняется приростом «прочих активов». Это подразумевает передачу прав требований по кредиту вместе с обеспечением «Роснефтегазу» (22 декабря 2016 г.), тогда как консорциум Glencore и QIA вступил в права владения доли «Роснефти» только 3 января 2017 года. Таким образом, без учета сделки с «Роснефтью» в нефинансовом секторе в IV квартале мог произойти небольшой чистый отток капитала.

Покупки валюты Минфином в рамках перехода к постоянно действующему бюджетному правилу снизят зависимость реального эффективного курса рубля от нефтяных цен. В среднесрочной перспективе это позволит обеспечить большую устойчивость и предсказуемость процентных ставок в российской экономике, включая ключевую, а также уменьшит необходимость реагирования мерами денежно-кредитной политики на растущие или снижающиеся нефтяные цены.

Покупки валюты Минфином в рамках реализации переходного бюджетного правила при текущих нефтяных ценах, вероятно, будут иметь незначительное влияние на платежный баланс. Учитывая данный в феврале сигнал о дальнейших решениях по ключевой ставке, в ближайшее время возможно некоторое уменьшение рыночных ожиданий смягчения денежно-кредитной политики, что может привести к более

плоской кривой доходностей ОФЗ. Тем самым усилится влияние денежно-кредитной политики.

В то же время в целом менее крепкий рубль (относительно сценария без покупок валюты Минфином) будет ограничивать восстановление импорта. Ожидается умеренный рост экспорта на фоне более высоких цен на нефть и небольшого стимулирующего влияния курса на несырьевой экспорт. В совокупности это будет способствовать улучшению состояния профицита счета текущих операций.

Таким образом, покупки валюты Минфином приведут к незначительным изменениям текущего и финансового счета платежного баланса.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. В начале года монетарные власти не торопятся вносить новые коррективы в свою политику

- ФРС ожидаемо сохранил ставку по федеральным фондам на прежнем уровне. Возможные меры фискального стимулирования пока не закладываются рынком в прогнозы по дальнейшей нормализации монетарной политики.
- Показатели экономической активности еврозоны демонстрируют умеренно позитивную динамику, однако ускорение инфляции пока обусловлено главным образом энергетической компонентой.
- Банк Японии сохранил параметры монетарной политики на неизменном уровне. Надежды на рост экономики связываются рынками с ослаблением иены после победы Дональда Трампа на президентских выборах в США.
- ВВП Великобритании поддерживается ростом расходов, что объясняется мотивом предосторожности в связи с нарастанием макроэкономической неопределенности вокруг последствий Brexit.

США: в ожидании параметров фискального стимулирования

Комитет по открытым рынкам (FOMC) ФРС США на заседании 31 января – 1 февраля, как и ожидалось, сохранил ставку федеральных фондов неизменной. Оценки экономической динамики также практически не изменились по сравнению с декабрем. Кроме того, в пресс-релизе не нашел отражения вопрос о возможном начале сокращения баланса ФРС США, поднятый несколькими членами комитета в конце января. Возможно, расшифровка заседания покажет, что этот вопрос все-таки начал обсуждаться. Сейчас баланс ФРС США составляет 4,5 трлн долл. США. По оценкам Morgan Stanley, только отказ от реинвестирования доходов от погашения

ценных бумаг может привести к сокращению баланса на 600 млрд долл. США в течение первых двух лет.

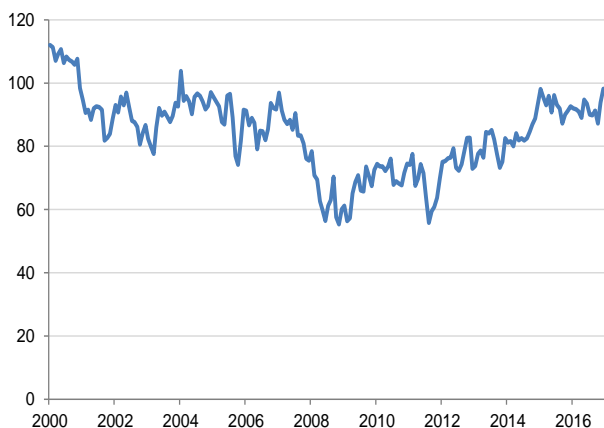
Члены комитета заняли выжидательную позицию до конкретизации сроков, объема и мер возможного фискального стимулирования. Вероятно, свои предложения на этот счет Дональд Трамп представит публике в совместном заседании палат Конгресса в конце февраля. Последующие обсуждения в обеих палатах Конгресса могут внести изменения. До выработки единого решения ФРС США вряд ли явно инкорпорирует фискальное стимулирование в прогноз траектории повышения ставки. Напомним, что в декабрьском пресс-релизе члены ФРС США ожидали три повышения ставки в 2017 году. Рынок пока ждет два повышения ставки в 2017 году, и первое состоится не ранее мая (вероятность повышения ставки в мае составляет 50,1%).

Макроэкономическая статистика за ноябрь и декабрь в целом была оптимистичной. Так в январе в частном секторе американской экономики было создано 227 тыс. новых рабочих мест. Это намного выше декабрьских данных (157 тыс.) и ожиданий аналитиков (175 тыс.). Уровень безработицы составил 4,8%. Сейчас главная задача роста новых рабочих мест – восстановление предкризисного уровня участия в рабочей силе (Рисунок 42).

Эффект низкой базы, связанной с динамикой цен на нефть, привел к ускорению инфляции в декабре до 2,1% г/г (1,7% г/г). БИПЦ в декабре вырос на 2,2% г/г. Инфляционное давление будут поддерживать не только высокие цены на нефть в первые месяцы 2017 года (относительно прошлого года), но и начавшееся ускорение роста заработных плат.

ВВП в IV квартале 2016 г. вырос на 1,9% saar, оказавшись ниже консенсуса и результатов III квартала 2016 г. (3,5% saar). Отчасти замедление экономического роста связано с эффектом базы – высокий рост ВВП в III квартале 2016 г. поддержал нехарактерный всплеск экспорта соевых бобов на фоне плохого урожая в Южной Америке. В IV квартале внешний сектор, напротив, внес отрицательный вклад в рост, -1,7%пп. Отрицательный вклад внешнего сектора скомпенсировал внутренний спрос. Потребление выросло на 2,5% saar (3% saar кварталом ранее), бизнес-инвестиции – на 2,4% saar. По итогам года, экономика США прибавила только 1,6% - это минимум за последние пять лет. Однако динамика опережающих индикаторов говорит о высокой вероятности продолжения умеренного роста экономики в I квартале 2017 года. Восстановление рынка труда вместе с перспективой снижения налогов поддерживают индекс потребительской уверенности университета Мичигана вблизи максимального за 13 лет уровня (Рисунок 41). Динамика индекса PMI также указывает на возможность ускорения роста в данном секторе промышленности в ближайшие месяцы, несмотря на укрепление доллара.

Рисунок 41. Индекс потребительской уверенности университета Мичигана, пп



Источник: University of Michigan

Рисунок 42. Динамика уровня участия в рабочей силе, % (сезонность устранена)



Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

Еврозона: временный оптимизм статистики

В соответствии с ожиданиями, заседание Управляющего Совета ЕЦБ 19 января 2017 года не принесло значимых новостей. Ставки по основным операциям банка и параметры QE остались неизменными. Вполне возможно, что все заседания ЕЦБ останутся проходными до осени (без изменений в параметрах проводимой политики), когда регулятор должен будет решить судьбу продления QE в 2018 году.

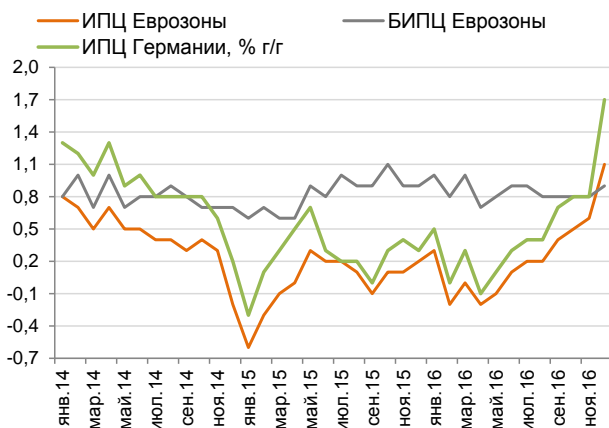
На пресс-конференции по итогам заседания Марио Драги охарактеризовал текущее ускорение инфляции в еврозоне (ИПЦ – 1,8% г/г, БИПЦ – 0,9% г/г в январе 2017 года) как временное. Несмотря на то, что динамика инфляции может оказаться выше декабрьских прогнозов ЕЦБ, оно не приведет к устойчивому повышению инфляционного давления в экономике. М. Драги перечислил необходимые условия перехода к нормализации денежно-кредитной политики. Ускорение инфляции должно происходить в среднесрочном периоде и носить устойчивый характер, не связанный с проводимой мягкой монетарной политикой. Кроме того, ускорение инфляции должно наблюдаться в еврозоне *в целом*. В этой связи, текущее ускорение инфляции и ее вероятное превышение уровня 2% в Германии не приведут к пересмотру монетарной политики ЕЦБ.

Экономика еврозоны в IV квартале 2016 прибавила уверенные 0,5% к/к, 1,8% г/г после 0,4% к/к в III квартале 2016 (пересмотрен вверх с +0,3% к/к). Динамичный рост был характерен для Германии (+0,5% к/к), Франции (+0,4% к/к) и Испании (+0,7% к/к). Рост по итогам 2016 года составил 1,7% г/г, впервые с 2008 года превысив темпы роста американской экономики. Опережающие индексы PMI и экономических настроений Еврокомиссии указывают на высокую вероятность сохранения динамичного роста экономики на уровне 0,4% к/к в I квартале 2017 года. Однако дальнейшая динамика менее однозначна – ускорение инфляции может притормозить рост потребления и ВВП.

Промышленное производство в еврозоне в ноябре выросло сразу на 1,5% м/м (0,1% м/м в октябре). Рост промышленности был характерен для большинства стран и отраслей производства (Рисунок 44). Различные индикаторы указывают на высокую вероятность продолжения роста промышленности. Так, новые промышленные заказы растут три месяца подряд, а индексы PMI находятся вблизи локальных максимумов. Хорошие данные по промышленности поддержат статистику ВВП. Однако промышленность – это около 1/5 ВВП еврозоны. Для динамики экономического роста в 2017 году гораздо важнее влияние, которое окажет временное ускорение инфляции на потребительский спрос.

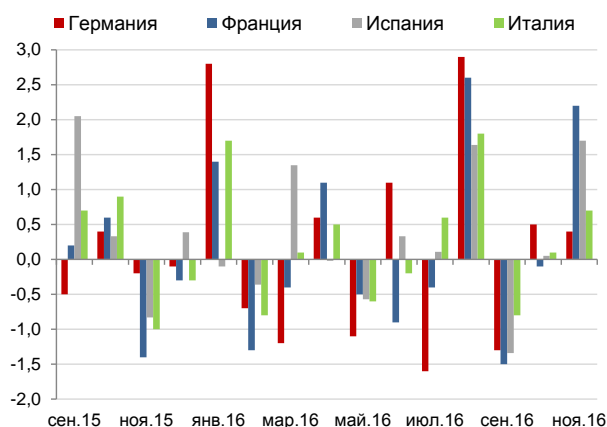
Последние данные макроэкономической статистики говорят о положительных трендах в динамике экономики еврозоны. Однако не все они носят устойчивый характер и поэтому требуют взвешенного подхода к интерпретации тенденцией и проводимой политике ЕЦБ. Так ускорение инфляции, вероятно, окажет сдерживающее влияние на потребительский спрос в 2017 году, что сохранит низкое инфляционное давление в экономике. После исчерпания эффекта базы ИПЦ и БИПЦ, вероятнее всего, останутся ниже таргета ЕЦБ, что с большой вероятностью обусловит необходимость продления программы «количественного смягчения» в 2018 году. На фоне перспективы трехкратного повышения ставки федеральных фондов ФРС США в 2017 году, вполне вероятно ослабление евро до паритета или даже ниже него.

Рисунок 43. Динамика инфляции в Германии и еврозоне



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 44. Динамика промышленности, % м/м



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Япония: победа Дональда Трампа как главный способ выхода экономики Японии из дефляционной ловушки

На заседании по монетарной политике 30-31 января 2017 года Банк Японии сохранил основные параметры денежно-кредитной политики неизменными в полном соответствии с консенсус-прогнозом аналитиков. Они же не ожидают никаких изменений в монетарной политике до конца 2017 года. Это сильно контрастирует с активными изменениями политики Банка Японии в 2016 году, которые во многом оказались недостаточными для создания инфляционного давления. Сейчас в попытке вы-

браться из дефляционной ловушки ставки сделаны на канал валютного курса, заметному ослаблению которого помогла победа Дональда Трампа.

Изменения претерпели некоторые параметры квартального прогноза Банка Японии. Недавнее ослабление иены и более оптимистичные ожидания по динамике мировой экономики повысили ожидания по темпам роста японской экономики в 2017-18 гг. на 0,2пп до 1,5% г/г и 1,1% г/г соответственно. Несмотря на то, что инфляция в последние месяцы 2016 года несколько превышала ожидания (хотя и осталась в зоне дефляции), ее прогнозная динамика на ближайшие годы не претерпела изменений. Банк Японии еще в октябрьском прогнозном раунде заложил достаточно высокую динамику инфляции, которая даже сейчас, на волне ослабления иены и высоких цен на нефть, кажется оптимистичной (Рисунок 45).

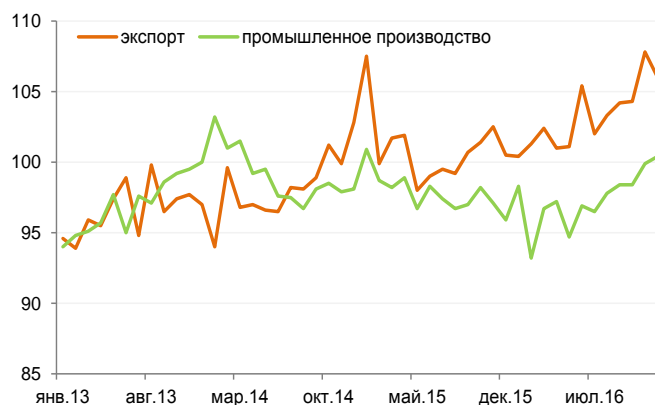
Статистика последних месяцев говорит о том, что экономика Японии вышла на тренд медленного восстановительного роста. Промышленность в последние месяцы 2016 года показывала уверенный рост¹⁹, во многом, отражая улучшение в динамике экспорта (Рисунок 46) на фоне ослабления иены. Падение в расходах домохозяйств также к концу года также значительно замедлилось. Безработица в японской экономике в декабре составила 3,1% (минимум за 21 год), а показатель численности вакансий к количеству соискателей вырос до 25-летнего максимума. Напряженность на рынке труда должна найти отражение в ускорении роста заработных плат, инфляции, потребительского спроса и роста ВВП. Рост в фискальном 2016 году, по прогнозам, составит 1,4% г/г и сохранится на этом уровне в ближайшие годы.

Рисунок 45. Динамика медианы прогнозов членов Совета по монетарной политике Банка Японии, % г/г

	фиск. 2016		фиск. 2017		фиск. 2018	
	янв. 17	окт. 16	янв. 17	окт. 16	янв. 17	окт. 16
ВВП	1,4	1	1,5	1,3	1,1	0,9
Инфляция	-0,2	-0,1	1,5	1,5	1,7	1,7

Источник: Bank of Japan.

Рисунок 46. Динамика экспорта и промышленности (сезонность исключена)



Источник: Japan Macro Advisors.

Великобритания: негативные эффекты Brexit проявятся позднее

В январе 2017 года Верховный суд Великобритании постановил, что формальная процедура выхода из ЕС, регламентированная 50-й статьей Лиссабонских соглашений, не может быть запущена без одобрения парламента. Законопроект по за-

¹⁹ На 1,5% м/м в ноябре и на 0,5% м/м в декабре, в обоих случаях оказавшись лучше ожиданий.

пуску процедуры Brexit должен получить одобрение в обеих палатах парламента. Несмотря на возникшие очевидные временные препятствия, Тереза Мэй намерена уложиться в озвученные ранее сроки по запуску процедуры до конца марта 2017 года. В целом вероятность одобрения законопроекта обеими палатами парламента высока – лидер оппозиционной лейбористской партии призвал не идти против результатов референдума, а имеющих ярых противников Brexit в парламенте недостаточно для формирования большинства.

Еще до вердикта Верховного суда Великобритании Тереза Мэй говорила о том, что отношения с ЕС после Brexit будут регулироваться соглашением о свободной торговле и сама торговля будет беспопшлинной и максимально гибкой. Кроме того, планируется подписание торговых соглашений с режимом наибольшего благоприятствования со странами, не входящими в ЕС. При этом был обещан отраслевой подход к обсуждению условий соглашений. Следствием ожидаемых изменений станет прекращение перечислений в бюджет ЕС.

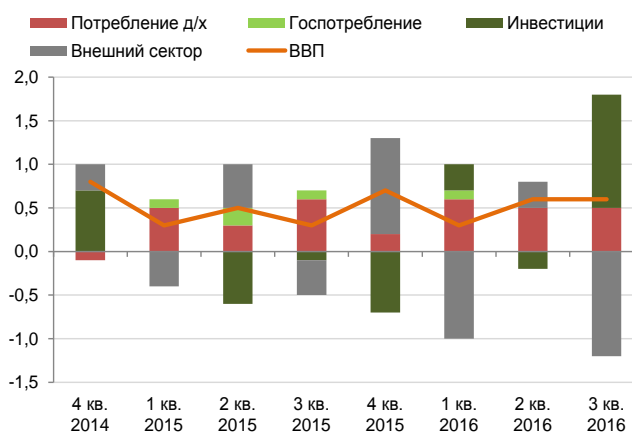
ВВП Великобритании сохранил динамичный рост на 0,6% к/к в III и IV кварталах 2016 года вопреки ожиданиям торможения экономики после результатов референдума по Brexit. При этом основной вклад в рост ВВП внес не внешний сектор, в котором ослабление фунта стерлингов повысило конкурентоспособность британских товаров и снизило привлекательность импортных товаров (Рисунок 47). Рост поддерживает внутренний спрос (Рисунок 48).

Рисунок 47. Вклад в квартальный рост ВВП некоторых отраслей британской экономики, пп



Источник: Office for National statistics.

Рисунок 48. Динамика ВВП и вклада в квартальный рост компонент



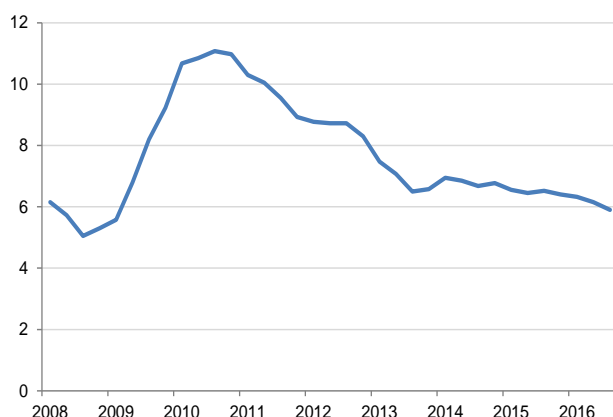
Источник: Office for National statistics.

Ключ к разгадке, в том числе, в падении нормы сбережений (Рисунок 49). Британцы на волне роста неопределенности решили увеличить текущее потребление, в том числе за счет кредитов (Рисунок 50). Среди возможных объяснений такого поведения – ожидания роста цен в будущем на волне ослабления фунта стерлингов. Так уже в декабре 2016 года на фоне ускорения инфляции до 0,5% м/м и 1,6% г/г, розничные продажи сократились на 0,7% м/м при ожиданиях падения только на 0,4% м/м. При этом, наибольшее падение было характерно для продаж непродоволь-

ственных товаров. В последнем обзоре по инфляции Банк Англии прогнозирует дальнейшее падение нормы сбережений до минимума с 1963 года (самая ранняя статистика), в том числе за счет смягчения условий кредитования. Вместе с инкорпорированием государственной программы инвестиций²⁰ это стало одним из поводов для значительного пересмотра темпов роста экономики в 2017 году (с 1,4 до 2% г/г). Кроме того, Банк Англии пересмотрел свои оценки состояния рынка труда. По мнению регулятора, естественный уровень безработицы находится ниже, чем ранее предполагалось. Это позволяет регулятору быть более терпимым к росту внутреннего спроса, которое приведет сначала к дозагрузке свободной рабочей силы, а уже потом, возможно, к дополнительному инфляционному давлению. В этой связи, прогноз по динамике инфляции практически не претерпел изменений.

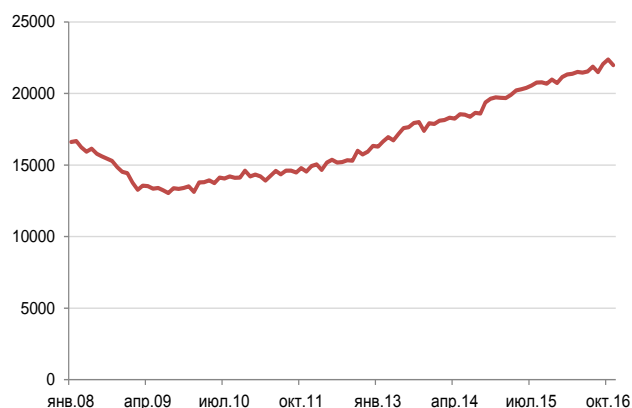
Отметим также, что Банк Англии на своем заседании 2 февраля также не изменил ключевую ставку и сохранил параметры монетарного стимулирования неизменными.

Рисунок 49. Динамика нормы сбережений (скользящая средняя за четыре квартала), %



Источник: Office for National statistics.

Рисунок 50. Объем потребительских кредитов, млн. фунтов стерлингов (сезонность устранена)



Источник: Office for National statistics.

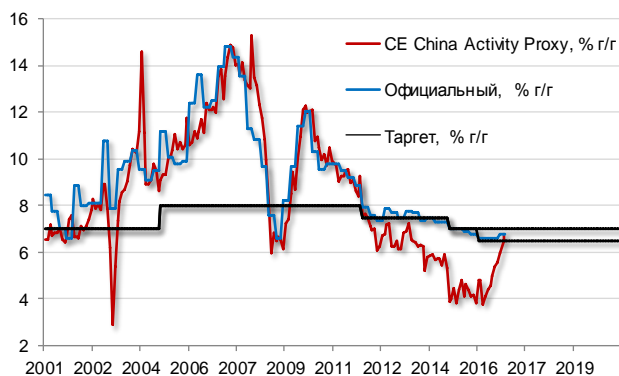
Китай: пик роста экономики на фоне ужесточения денежно-кредитной политики

В IV квартале рост ВВП Китая активизировался до 6,8% г/г после 6,7% г/г в первых трех кварталах 2016 года (Рисунок 51). В секторальном разрезе драйвером остается сектор услуг, рост которого ускорился до 8,3% г/г. Показатели PMI значительно улучшились в IV квартале и сохранились на высоком уровне в январе 2017 года (Рисунок 52). Официальный и Caixin PMI в обрабатывающей промышленности с ноября находятся на максимальных уровнях за четыре года. Улучшилась динамика как внутренней экономической активности, так и экспортных заказов. Альтернативные оценки экономического роста Китая от Capital Economics показывают, что в де-

²⁰ Десятилетняя программа инвестиций на 23 млрд. фунтов стерлингов в транспортную инфраструктуру, технологии и жилье.

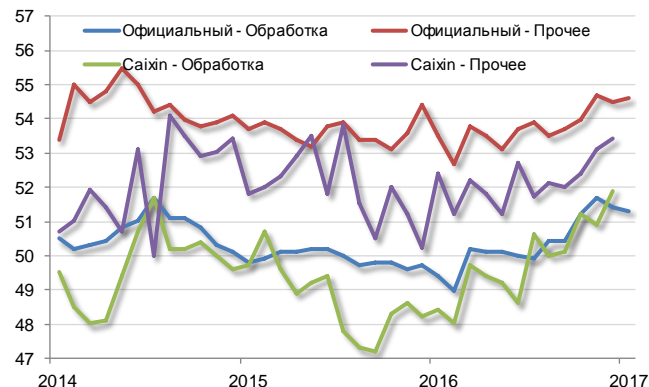
кабре закрылся существовавший с 2011 года разрыв их оценок с официальными (Рисунок 51).

Рисунок 51. Рост ВВП Китая официальный и по оценкам Capital Economics (CE) (сезонное сглаживание CE) и официальные таргеты



Источнику: Bloomberg Finance L.P., Capital Economics.

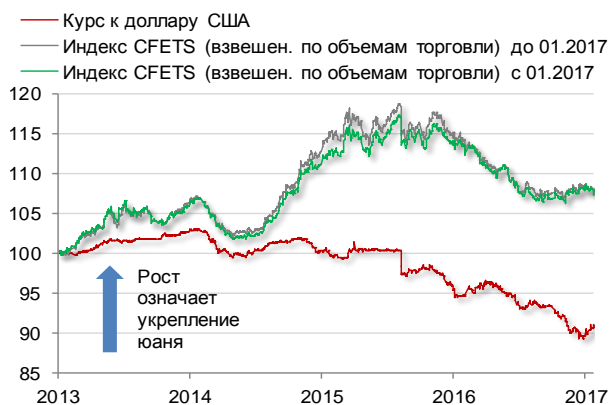
Рисунок 52. PMI официальный и Caixin в обработке и прочих секторах, пунктов



Источник: Bloomberg Finance L.P.

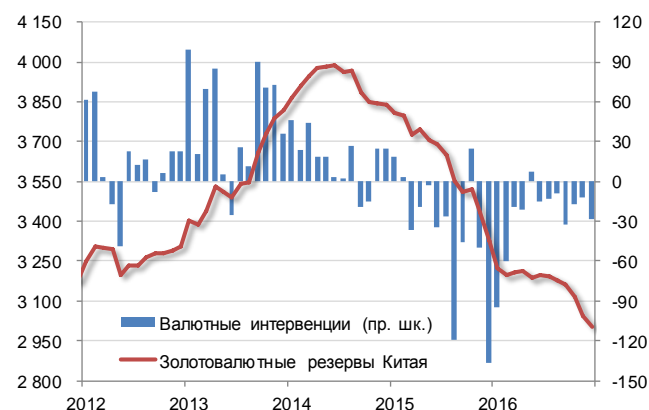
На фоне высоких темпов роста экономики в Китае сохраняются большой отток капитала из страны и давление на обменный курс юаня, который во второй половине 2016 года был стабилен к корзине валют, но существенно ослабился к доллару США (Рисунок 53). Власти продолжают активно ужесточать контроль за оттоком капитала как в отношении физических, так и юридических лиц. Также, по нашим оценкам, в декабре существенно выросли валютные интервенции Народного банка Китая (НБК) (Рисунок 54). За 2016 год золотовалютные резервы (ЗВР) НБК снизились на 10%, достигнув почти 3 трлн долл. США. Однако запас прочности остается высоким. По оценкам Capital Economics на основе стандартов МВФ, без контроля за потоками капитала достаточный уровень ЗВР был бы близок к фактическому – 2,9 трлн. долл. США. Однако при текущей политике этот уровень существенно ниже – 1,8 трлн. долл. США.

Рисунок 53. Индексы обменного курса китайского юаня к доллару США и корзине валют (01.01.2013 = 100)



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

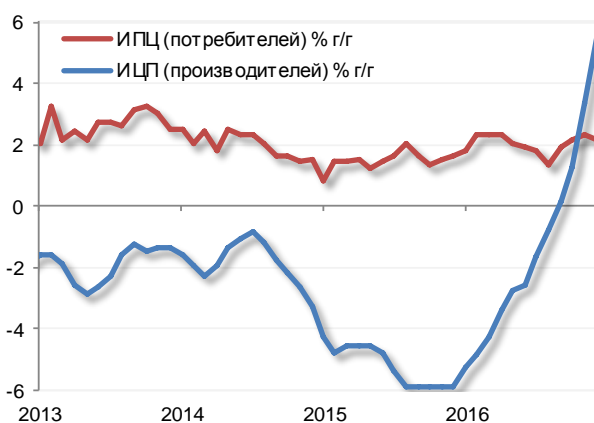
Рисунок 54. Золотовалютные резервы и валютные интервенции Народного банка Китая



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

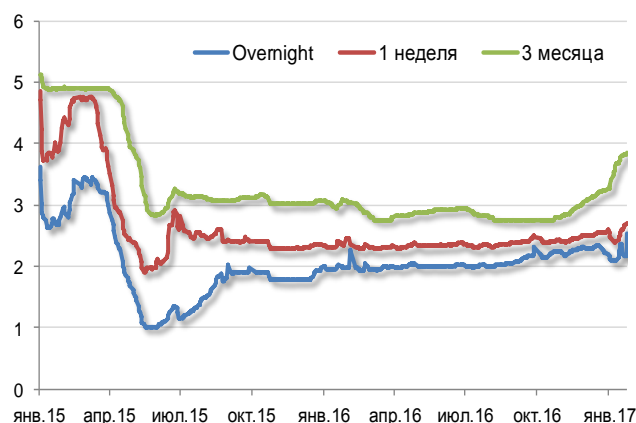
Потребительская инфляция в декабре снизилась до 2,1% г/г (в ноябре – 2,3% г/г) за счет ослабления роста цен продуктов питания (Рисунок 55). Однако индекс цен услуг и базовая инфляция остаются на восходящем тренде, к которому они перешли в начале 2016 года. Кроме того, продолжил активно расти индекс цен производителей, составив в декабре 5,5% г/г (в ноябре – 3,3% г/г). Учитывая более раннюю дату китайского Нового года в 2017 году (конец января), можно ожидать ускорения роста цен в начале 2017 года.

Рисунок 55. Рост потребительских цен и цен производителей в Китае



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 56. Ставки межбанковского рынка Китая Shibor, п.п.

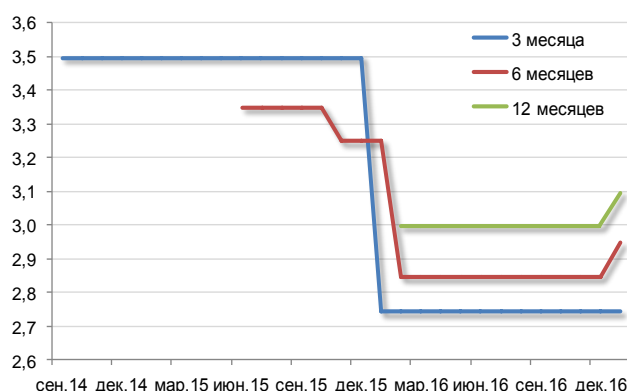


Источник: CEIC.

Контроль за ускорением инфляции, оттоком капитала и ослаблением обменного курса юаня, а также борьба с финансовыми рисками в декабре были озвучены НБК в качестве приоритетов на 2017 год. В IV квартале 2016 года НБК последовательно проводил ужесточение денежно-кредитной политики посредством смещения от краткосрочных инструментов предоставления ликвидности к более дорогим среднесрочным, что повысило ставки межбанковского рынка Shibor (Рисунок 56). 24 января НБК впервые повысил на 0,1 п.п. ставки по инструментам предоставления ликвидности на 6 и 12 месяцев до 2,95 и 3,1% соответственно (Рисунок 57). В условиях ухудшения ситуации с ликвидностью в январе это представляется сигналом, и повышение ставок НБК может продолжиться. Ставки межбанковского рынка указывают на ожидания ужесточения ситуации с ликвидностью (Рисунок 56).

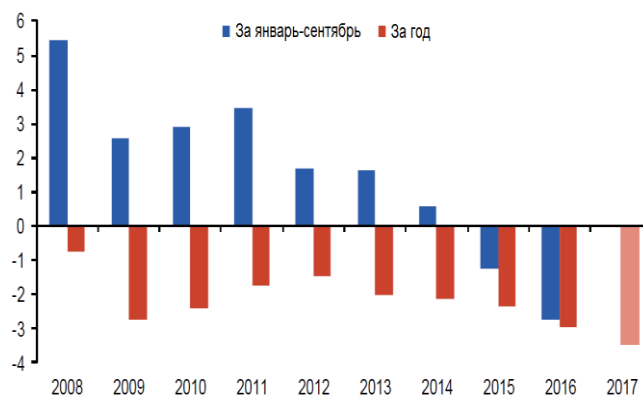
Высокие темпы роста китайской экономики являются следствием как монетарного, так и фискального стимулирования в 2016 году (Рисунок 58). Вероятно, это продолжит оказывать поддержку экономике и в начале 2017 года. Однако без дальнейших стимулирующих мер можно ожидать постепенного снижения темпов роста до равновесных, составляющих по оценкам Capital Economics, 4,5-5,0% г/г.

Рисунок 57. Ставки предоставления ликвидности НБК на 3-12 месяцев, п.п.



Источник: CEIC.

Рисунок 58. Размер бюджетного дефицита в Китае, % ВВП



Источник: Mizuho.

Высока вероятность того, что власти не смиряются с существенным замедлением роста экономики. Цель по росту до 2020 года составляет 6,5-7,0% (Рисунок 51). Кроме того, в конце текущего года пройдут выборы генерального секретаря Коммунистической партии Китая. В условиях ужесточения денежно-кредитной политики новые стимулирующие меры предположительно будут проведены за счет дальнейшего ослабления бюджетной политики. Так, Mizuho ожидает расширения бюджетного дефицита с запланированных на 2016 год 3,0 до 3,5% ВВП (Рисунок 58). Уровень государственного долга Китая невелик (41% ВВП), а высокий темп роста номинального ВВП позволяет иметь относительно высокий дефицит и при этом избегать роста долга к ВВП.

1.3.2. Укрепление доллара США остановилось

- Укрепление доллара США в январе остановилось. Курс американской валюты снизился к большинству валют как развитых, так и развивающихся стран.
- Рост аппетита к риску на рынках акций привел к обновлению рекордных значений всех основных индексов акций в США.
- Действия Народного банка Китая по ограничению оттока капитала привели к укреплению юаня на международном сегменте за счет резкого взлета ставок на межбанковском рынке.
- Кривая ОФЗ приняла необычную форму из-за возможной ребалансировки портфелей инвесторов в пользу более короткой дюрации.

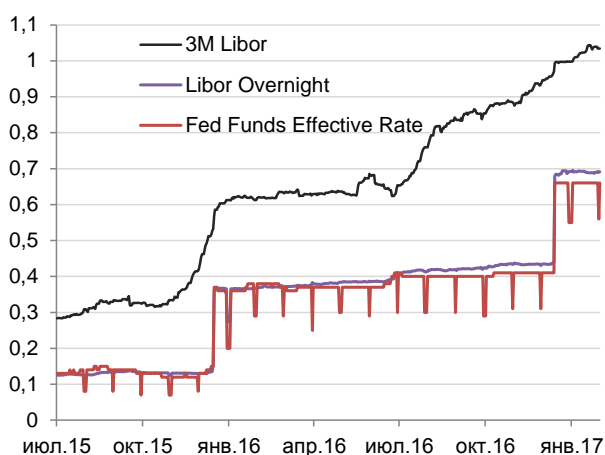
Глобальные рынки

Начало года было отмечено разворотом тенденций, которые преобладали на рынках в последние месяцы 2016 года, особенно это касается облигаций и валют. В конце декабря – начале января заметно снизились доходности гособлигаций США

из-за переоценки ожиданий масштаба возможной программы фискального расширения нового президента США. Однако во второй половине месяца началось повышение доходностей по мере выхода хороших данных по динамике экономики США. При этом в еврозоне признаки ускорения инфляции привели к росту доходностей. Спред между доходностями гособлигаций США и Германии снизился с максимумов, которые были достигнуты в ноябре-декабре.

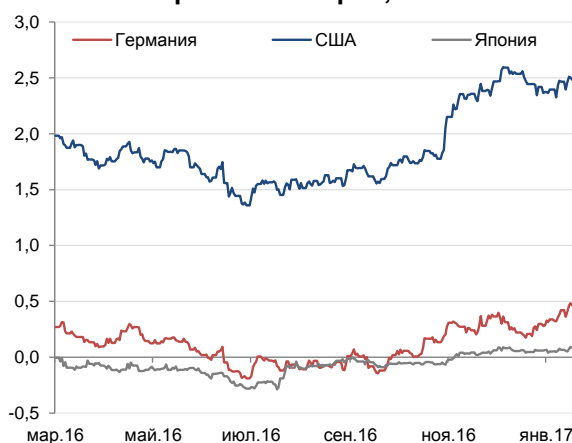
Доллар в начале года снизился к основным мировым валютам развитых стран. Одной из причин стали различные словесные интервенции со стороны нового президента США и представителей его администрации, которые сделали несколько заявлений по поводу излишней слабости валют некоторых торговых партнеров относительно доллара. Большинство валют развивающихся стран, включая рубль, укрепились к доллару США с начала года. Аутсайдером остается турецкая лира, которая потеряла более 6,5% к доллару за январь.

Рисунок 59. Долларовая ставка LIBOR, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

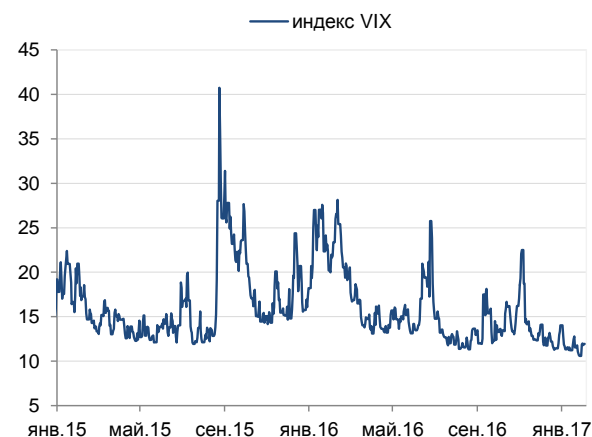
Рисунок 60. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

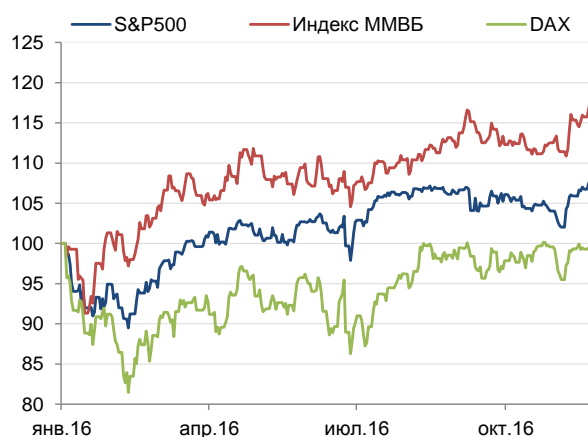
Превосходящая ожидания отчетность американских компаний за IV квартал, а также обещания Дональда Трампа снизить корпоративный налог на прибыль с максимальных 35% до 15% привели к тому, что все три ведущих индекса акций США (Dow Jones, S&P 500 и Nasdaq) обновили свои максимальные исторические значения. Волатильность (индекс VIX) приблизилась к минимальным значениям (Рисунок 61).

Рисунок 61. Индекс VIX (S&P500)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 62. Индексы акций в локальной валюте, 1 янв 2016 = 100



Источник: Bloomberg Finance L.P.

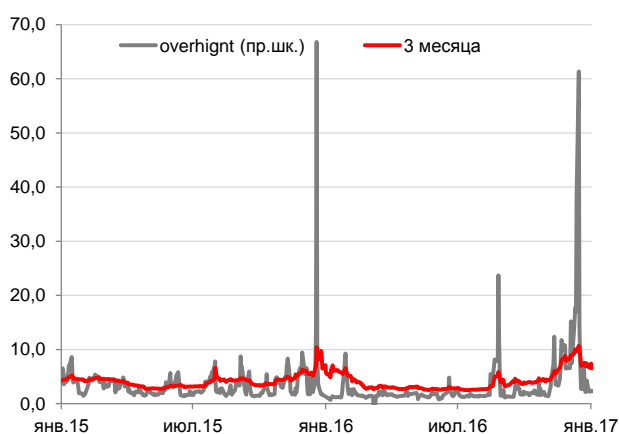
В течение первой недели января наблюдалось резкое укрепление курса юаня к доллару США, причем это укрепление началось на международном сегменте. В итоге впервые за долгое время офшорный юань стал торговаться с существенной премией к оншорному юаню (Рисунок 63). До этого в основном сохранялся дисконт, поскольку многие участники рынка предпочитают использовать для игры на понижение юаня менее зарегулированный рынок офшорного юаня. Укрепление произошло из-за резкого сжатия юаневой ликвидности, о чем можно судить по резкому всплеску ставок межбанковского рынка: ставки overnight поднимались до 60-70% годовых (Рисунок 64). Участники рынка считают, что снижение ликвидности произошло из-за действий Народного банка Китая, однако прямых подтверждений этому не нашлось.

Рисунок 63. Динамика курса юаня к доллару США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 64. Ставки МБК на международном сегменте рынка китайского юаня



Источник: Bloomberg Finance L.P.

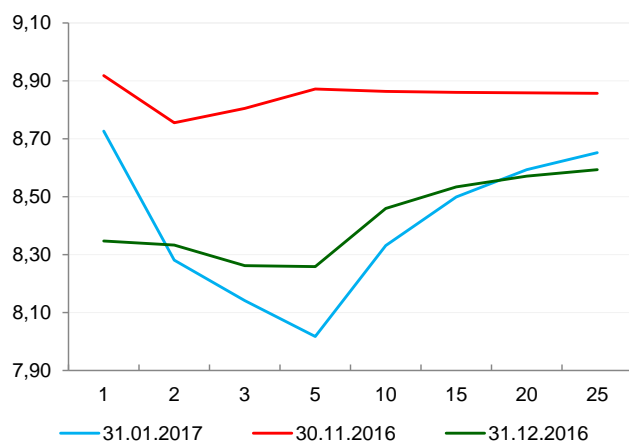
В целом Народный банк Китая может начать переход от мягких мер по ограничению оттока капитала, которые заключались в усложнении и удлинении процедур, необходимых для вывода средств из страны, к прямым действиям по контролю за оттоком капитала. Агентство Bloomberg сообщает о том, что Народный банк Китая

запретил некоторым банкам осуществлять переводы в юанях за рубеж до тех пор, пока их объем не сравняется с объемом приходящих из-за рубежа платежей в юанях. Дело в том, что в последние несколько месяцев большая часть оттока капитала была номинирована в юанях, а не в иностранной валюте²¹. Это означает, что резкое замедление оттока юаней создает проблемы с ликвидностью международного сегмента, повышая на нем ставки и осложняя игру на ослабление валюты.

Российские рынки

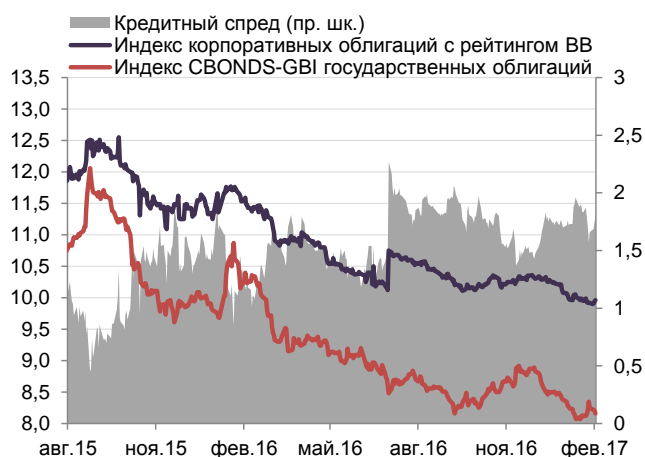
Кривая доходностей ОФЗ приняла необычную форму: доходности среднесрочных облигаций (дюрация 3–5 лет) оказались ниже, чем доходности коротких (до 2 лет) и длинных (более 5 лет). Если сравнивать доходности с концом ноября, когда был достигнут локальный пик по доходности, то снижение на коротком конце составило 0,2%, на среднем – 0,8%, на длинном – 0,2%. Ускоренное снижение доходностей среднесрочных облигаций по сравнению с долгосрочными может быть вызвано изменением стратегии крупных игроков, которые на волне роста рынка, появившейся в декабре, могли в среднем сокращать дюрацию портфеля, то есть предъявлять относительно больший спрос на среднесрочные бумаги по сравнению с долгосрочными. Учитывая, что потенциал снижения доходностей, если опираться на консенсус-прогноз Bloomberg²², остается небольшим, такое поведение инвесторов объяснимо, поскольку ограничивает потенциальную «просадку» стоимости облигационного портфеля в случае развития неблагоприятной ситуации на рынке.

Рисунок 65. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 66. Динамика доходности рублевых облигаций, %



Источник: Cbonds.

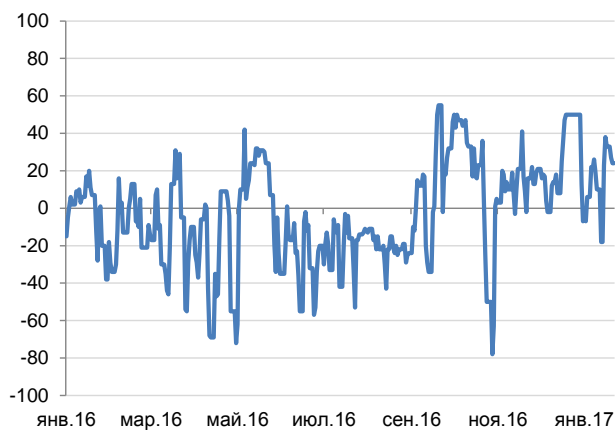
Российская премия за риск вернулась на досанкционные уровни: 5-летняя CDS-премия опустилась до уровня 180 пунктов еще в декабре и продолжает держаться вблизи этого значения. Рост нефтяных цен и ожидания смягчения или снятия меж-

²¹ С января по ноябрь 2016 года отток юаней составил 309 млрд долл. США.

²² Консенсус-прогноз предполагает, что доходности 5- и 10-летних ОФЗ к концу 2017 года окажутся на уровне 8,0%, что очень близко к текущему уровню.

дународных санкций с России с приходом нового президента США стали главными причинами такого сильного снижения российских риск-метрик. Снижение цен на нефть или отсутствие изменений в режиме санкций может привести к развороту тенденции, что при прочих равных условиях может негативно отразиться на динамике валютного курса и рынка облигаций.

Рисунок 67. Спред RUONIA к ключевой ставке Банка России, б.п.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 68. Динамика чистой ликвидной позиции банков перед Банком России, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

1.3.3. Товарные рынки: риски сохранения излишка на нефтяном рынке остаются высокими

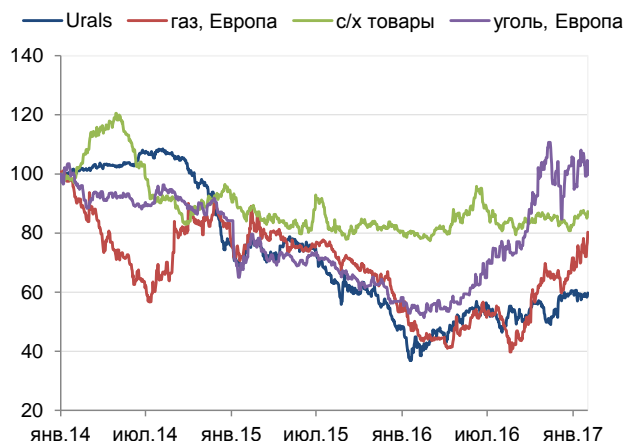
- Данные по объемам добычи нефти в январе указывают на высокую степень следования стран ОПЕК и вне ОПЕК обязательствам по сокращению добычи, а длинные и чистые позиции по нефти марки WTI являются максимальными за всю историю...
- ...однако международные организации по-разному оценивают перспективы скорой балансировки нефтяного рынка.
- Риски роста предложения нефти исходят от Ливии и Нигерии, а также сланцевых производителей. Последние демонстрируют все больше сигналов активизации деятельности, хотя большинство компаний пока не готово наращивать добычу.
- Окончание действия квот несет риски нового, более сильного противостояния стран за долю на рынке и повышенного давления на нефтяные цены.

В январе цены большинства товаров и металлов выросли, но это объясняется произошедшим ослаблением курса доллара США (Рисунок 69, Рисунок 70). Индекс сырьевых товаров Bloomberg повысился незначительно.

Нефтяные цены после роста на 13% в декабре и более чем на 50% за 2016 год в целом в январе 2017 года потеряли 2% на опасениях, что согласованные странами

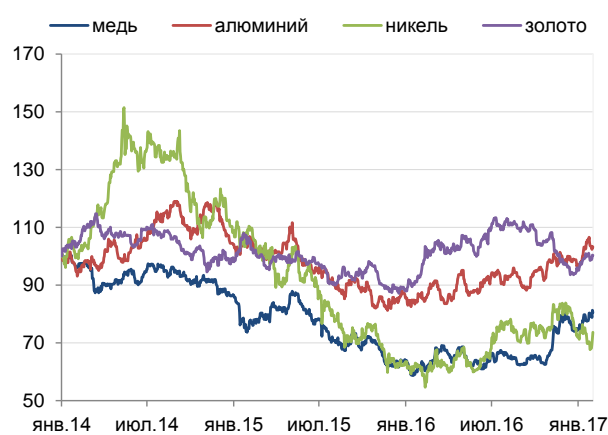
– экспортерами нефти меры по ограничению добычи будут недостаточно эффективными, чтобы сбалансировать рынок и привести запасы к пятилетним средним уровням, соответствующим условиям «нормального рынка».

Рисунок 69. Цены на основные товары
(январь 2014 года = 100)



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

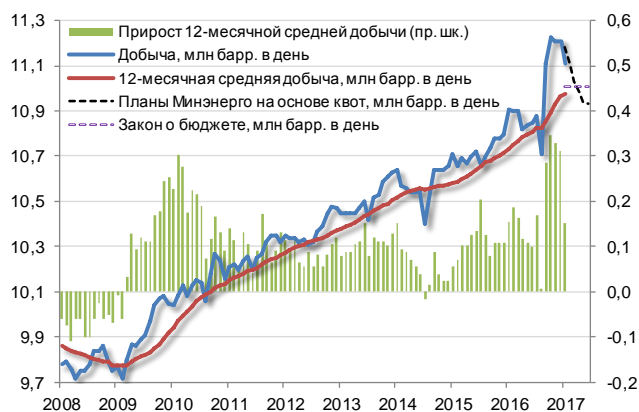
Рисунок 70. Цены на основные металлы
(январь 2014 года = 100)



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

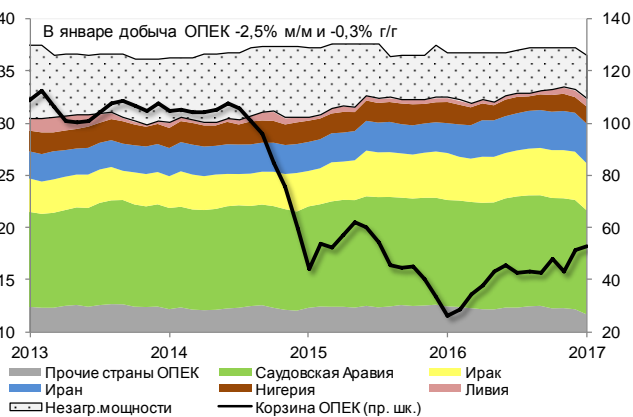
В декабре страны ОПЕК и большая часть стран, не входящих в картель, договорились о сокращении добычи нефти суммарно на 1,55 млн барр. в день относительно октября 2016 года. Январские данные указывают на высокую степень следования стран взятым обязательствам. Россия, планирующая снижать добычу постепенно в течение первого полугодия, следует с опережением озвученного министром энергетики России А. Новаком графика, сократив добычу в январе на 0,1 млн барр. в день (Рисунок 71). По оценкам Bloomberg, 11 стран ОПЕК (без Ливии и Нигерии) в январе сократили добычу на 1,05 млн барр. в день, или на 83% от своих обязательств, а отклонение от квот почти целиком лежит на Ираке. Степень следования квотам существенно выше как сопоставимой цифры аналогичного соглашения 2009 года (60%), так и ожиданий инвесторов.

Рисунок 71. Добыча нефти в России



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

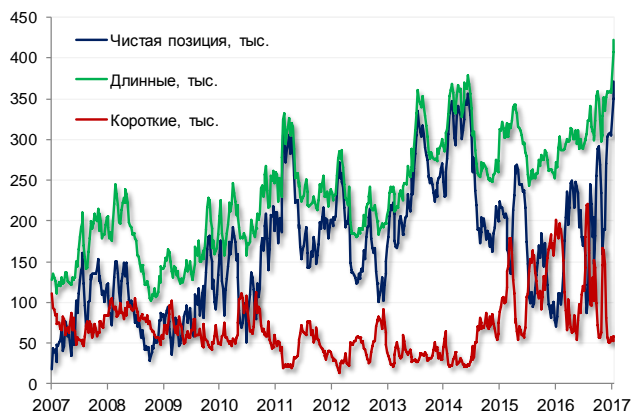
Рисунок 72. Добыча нефти в странах ОПЕК по оценкам Bloomberg



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Это поддерживает «бычий» настрой на рынке: число длинных и чистых позиций по нефти марки WTI максимально за всю историю (Рисунок 73). Однако негативные новости могут развернуть динамику и вызвать снижение нефтяных цен.

Рисунок 73. Число контрактов на фьючерсы и опционы на нефть марки WTI



Источник: Bloomberg Finance L.P.

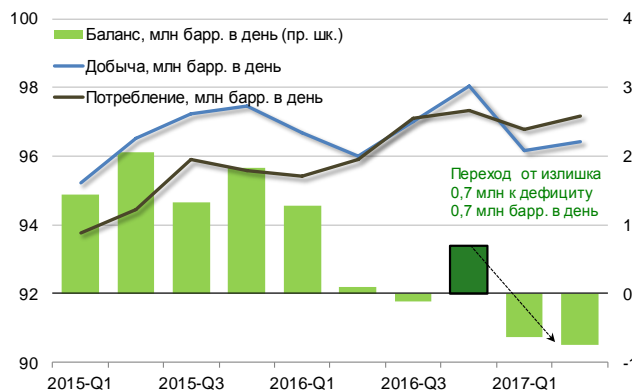
Рисунок 74. Совокупные коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США



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

Ведущие международные организации – Международное энергетическое агентство (МЭА), ОПЕК и Минэнерго США (EIA) – далеки от консенсуса относительно ситуации на нефтяном рынке в конце 2016 года и по-разному оценивают перспективы его скорой балансировки. Разброс оценок масштаба излишка нефти на рынке в IV квартале 2016 года большой – от 0,7 млн барр. в день (МЭА) до 2,0 млн барр. в день (EIA). Как следствие, МЭА прогнозирует переход к дефициту нефти на рынке в первом полугодии 2017 года в размере 0,7 млн барр. в день (Рисунок 75), а EIA – лишь сокращение излишка при сохранении рынка в состоянии перепроизводства, по крайней мере до конца 2018 года (Рисунок 76). Примечательно, что оценки ОПЕК ближе к позиции EIA, но наиболее авторитетными для инвесторов являются оценки МЭА.

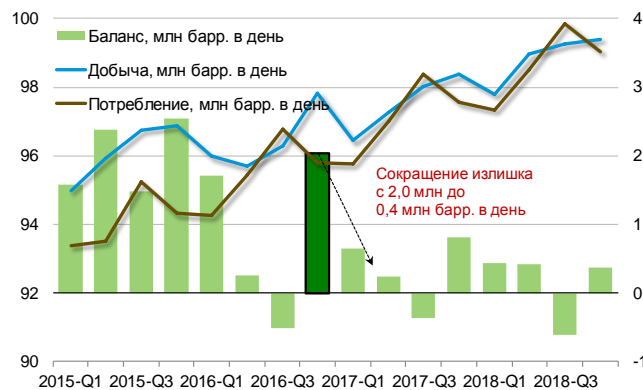
Рисунок 75. Оценки МЭА основных показателей рынка жидкого топлива*



* В расчеты заложено полное следование стран установленным квотам.

Источник: МЭА.

Рисунок 76. Оценки EIA основных показателей рынка жидкого топлива*



* В расчеты заложена высокая степень следования стран установленным квотам.

Источник: EIA.

Текущие высокочастотные данные по запасам нефти и нефтепродуктов в США пока свидетельствуют о сохранении большого излишка нефти на рынке: изменение запасов в январе соответствует повышенной динамике последних двух лет и далеко от привычной сезонности предыдущих лет и ожиданий EIA (Рисунок 74). Однако это во многом объясняется лагом в поставках нефти: в настоящее время в США поступает нефть, добытая в конце 2016 года, до начала действия квот.

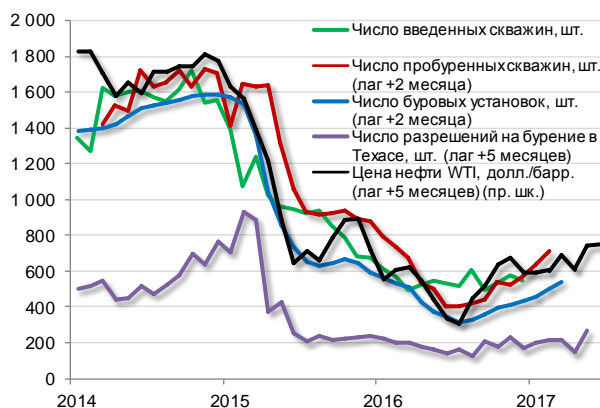
Эффективность мер по ограничению добычи нефти может оказаться недостаточно высокой из-за «темных лошадей» в лице Ливии, Нигерии и производителей сланцевой нефти. По данным The Wall Street Journal, ливийские власти на фоне постепенной разблокировки месторождений оппозиционными силами заявили о планах нарастить в I квартале добычу на 0,25 млн барр. в день, а к концу 2017 года увеличить вдвое до 1,2 млн барр. в день. Добыча нефти в Нигерии, по оценкам Bloomberg, в декабре была ниже январской на 0,6 млн барр. в день (Рисунок 72), и исходя из информации, что власти вернулись к практике платы боевикам за охрану нефтепроводов, может существенно восстановиться. Вряд ли Ливия и Нигерия смогут полностью реализовать свои возможности в ближайшие кварталы, но с высокой вероятностью окажут давление на нефтяные цены. По оценкам Bloomberg, в январе совокупный рост добычи в Ливии и Нигерии составил 0,2 млн барр. в день.

Возможно, не меньшие риски для скорой балансировки нефтяного рынка связаны с неопределенностью относительно скорости и масштабов реакции добычи в США на произошедший рост нефтяных цен. Регулярные и зачастую существенные пересмотры EIA показателей сланцевой индустрии (в сторону большей устойчивости) показывают, что EIA также недостаточно хорошо представляет ее возможности.

По нашим оценкам, с момента шока нефтяных цен до пика добычи на сланцевом месторождении проходит примерно шесть месяцев. Первый этап, включающий подготовительные операции, в частности получение разрешения на бурение, а также непосредственно бурение скважины, занимает порядка трех месяцев (Рисунок 77). Второй этап – введение месторождения в эксплуатацию – еще в среднем два месяца (Рисунок 77). Наконец, пик добычи достигается на второй месяц после введения месторождения в эксплуатацию (Рисунок 78). При этом мы отмечаем тенденцию к ускорению скорости реакции сланцевых производителей в последние полгода.

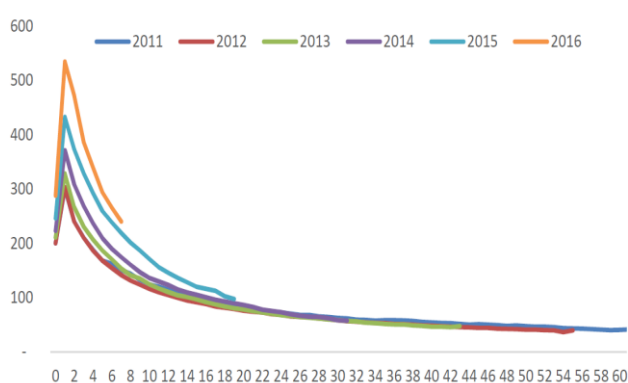
Анализ опережающих показателей добычи сланцевой нефти в США позволяет ожидать существенной активизации добычи нефти в конце I квартала как реакции на предварительное соглашение о сокращении добычи конца сентября, а особенно в конце II квартала как реакции на окончательное соглашение в начале декабря.

Рисунок 77. Лаги реакции активности сланцевых производителей на изменение цены нефти



Источники: Bloomberg Finance L.P., Railroad Commission of Texas, расчеты ДИП.

Рисунок 78. Кривая добычи нефти отдельными компаниями на месторождениях Permian по месяцам (барр. в день)

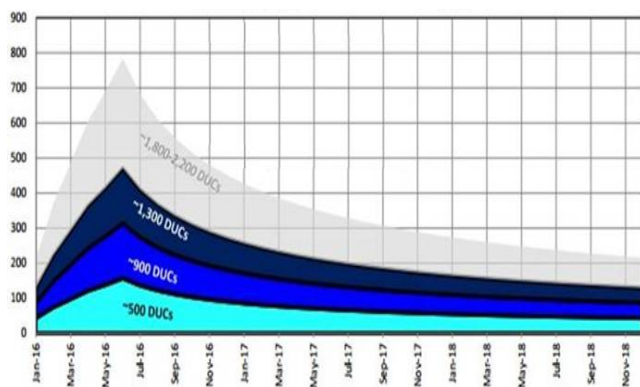


Источник: The Oxford Institute for Energy Studies.

При этом роста добычи нефти в США можно ожидать и в ближайшие месяцы. Произошедший рост нефтяных цен может стать хорошим катализатором для использования законсервированных скважин, число которых, по оценке EIA, составило 5,4 тыс. единиц на конец 2016 года. Потенциальный эффект, который даст рост добычи при условии введения законсервированных скважин, на пике может превысить 0,5 млн барр. в день (Рисунок 79). В реальности эффект такого масштаба практически невозможен из-за ограниченного числа сервисных бригад, а также предположения, что существенная часть скважин рентабельна только при значительно более высоких ценах.

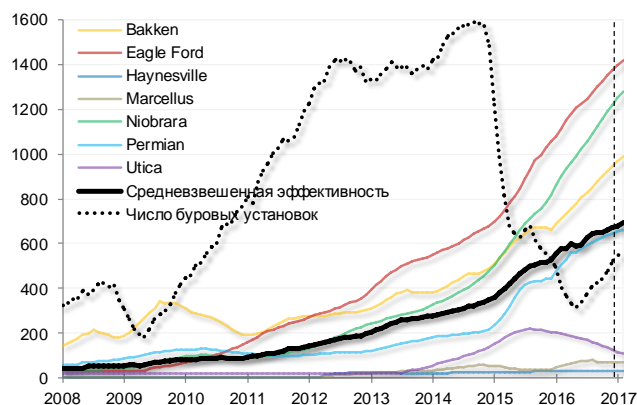
Важным фактором повышения устойчивости сланцевых производителей является продолжающийся рост эффективности добычи (Рисунок 80). Однако оценки Rystad Energy на примере компании Whiting показывают, что примерно в равной мере снижение себестоимости добычи нефти объясняется структурными и циклическими факторами (Рисунок 81). К важному структурному фактору можно отнести все более активное смещение от вертикального способа бурения скважин к горизонтальному, который требует больше времени и финансовых вложений, но является в несколько раз более производительным (Рисунок 82).

Рисунок 79. Оценка эффекта на добычу нефти в США от введения в эксплуатацию законсервированных скважин (DUCs) (тыс. барр. в день)



Источник: Oil and Gas.

Рисунок 80. Соотношение числа вертикальных и горизонтальных скважин и их продуктивности на примере бассейна Permian



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

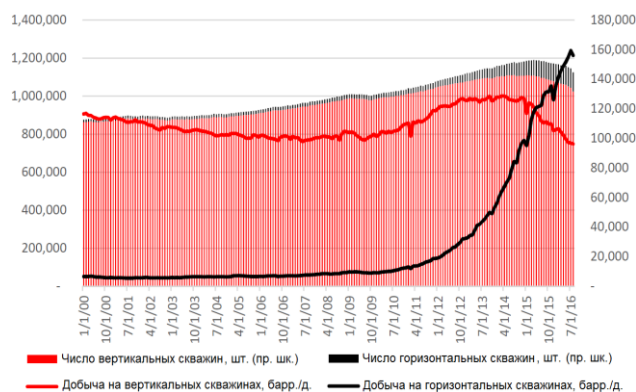
К циклическим факторам относятся смещение добычи в лучшие районы и снижение стоимости услуг сервисных бригад. Всплеск роста эффективности добычи в начале 2015 года совпал со снижением числа действующих буровых установок (Рисунок 80). Циклические факторы будут отыгрываться по мере роста нефтяных цен. Так, по данным Financial Times, сервисные компании уже заявили о повышении цен на свои услуги вследствие роста нефтяных цен.

Рисунок 81. Число буровых установок (шт.) и эффективность добычи сланцевой нефти в США (барр. в расчете на буровую установку)



Источник: Rystad Energy.

Рисунок 82. Факторы изменения цены отсечения добычи нефти у компании Whiting в бассейне Bakken



Источник: The Oxford Institute for Energy Studies.

Однако, несмотря на произошедший рост нефтяных цен и улучшение своего финансового положения, пока только часть сланцевых компаний готова усиливать активность. Согласно отчету ФРС–Даллас²³, за IV квартал 2016 года деловая активность сланцевых компаний повысилась по всем показателям: впервые за долгое время они стали больше нанимать, чем увольнять сотрудников и начали увеличивать оплату труда. Ускорился рост капитальных затрат, которые перешли к положи-

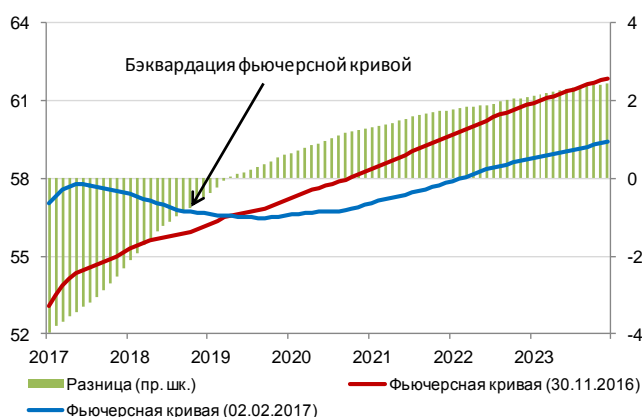
²³ Показывает экономическую активность нефтяных и газовых компаний одиннадцатого округа США, включающего Техас и соседние территории, где расположены ключевые сланцевые регионы США.

тельной динамике кварталом ранее. Однако лишь треть компаний готова активизировать разработку и добычу нефти в ответ на произошедший рост цен. В первую очередь это объясняется тем, что более половины опрошенных компаний не верят, что страны-экспортеры будут следовать своим квотам и, как следствие, не верят в устойчивость текущего уровня нефтяных цен. Таким образом, даже несмотря на активное хеджирование, вывод о котором можно сделать из «бэквордации»²⁴ фьючерсной кривой нефти марки WTI на среднем участке (Рисунок 83), масштаб реакции от добычи сланцевой нефти, по крайней мере, временно будет ограничен.

EIA ожидает, что добыча сланцевой нефти пройдет «дно» в январе и вырастет на 0,2 млн барр. в день в течение 2017 года (Рисунок 83). Gunvor и Goldman Sachs озвучили оценки роста добычи на 0,5-0,6 млн барр. в день, которые нам представляются более реалистичными.

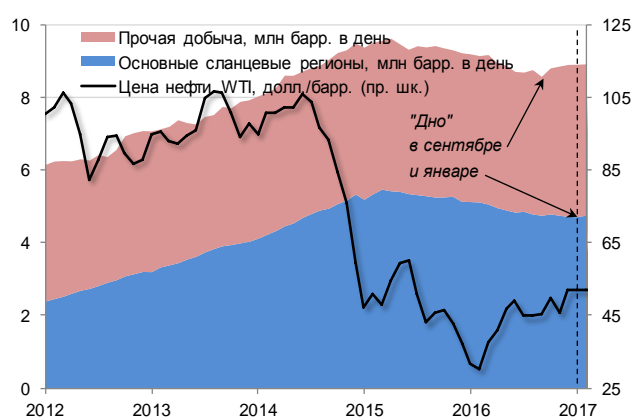
Окончание действия квот несет риски нового, более сильного противостояния стран – экспортеров нефти за долю на мировом рынке. Энергетический отчет BP до 2035 года указывает, что объем извлекаемых при существующих технологиях запасов нефти в мире примерно в два раза превышает совокупный спрос до 2050 года. Учитывая замедление роста спроса на нефть (с 1,3% в среднем за 1995–2015 годы до 0,7% в последующие два десятилетия), BP ожидает изменения политики компаний в сторону ее ускоренной добычи. Дополнительным риском существенного роста добычи нефти после отхода от квот является тот факт, что, по данным The Wall Street Journal, страны-экспортеры намерены использовать период ограничения добычи для ускоренных ремонтных работ и модернизации инфраструктуры.

Рисунок 83. Фьючерсная кривая нефти WTI, долл. США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 84. Добыча сланцевой и традиционной нефти в США и цена нефти WTI



Источник: EIA, расчеты ДИП.

²⁴ Стоимость последующего фьючерса дешевле, чем предыдущего.

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

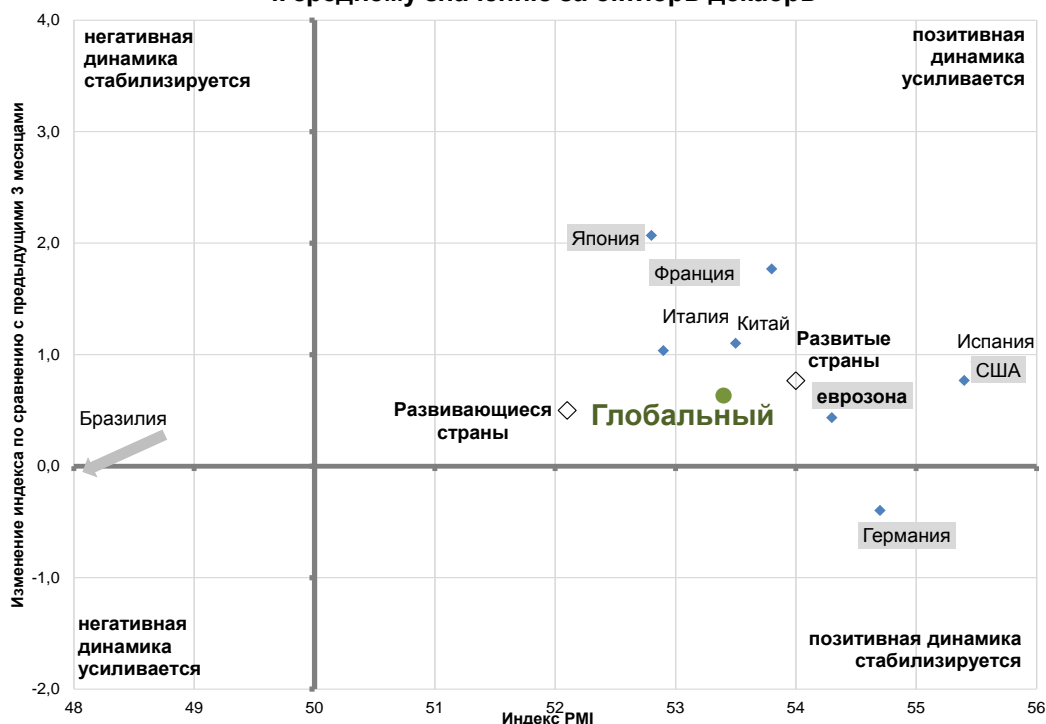
2.1.1. Предварительные PMI в США и еврозоне говорят о перспективах ускорения роста

Предварительные данные по композитным индексам PMI (Рисунок 85, выделены серым) демонстрируют сохранение уверенного роста частного сектора экономик США и еврозоны в начале 2017 года.

Композитный индекс PMI в США вырос с 54,1 п.п. до 55,1 п.п., отразив улучшение рыночной конъюнктуры как в обрабатывающих отраслях (рост с 54,3 п.п. до 55,1 п.п.), так и в секторе услуг (рост с 53,7 п.п. до 55,1 п.п.). Продолжающийся уверенный рост числа рабочих мест указывает на оптимистичный настрой компаний, поддержанный хорошей статистикой внутренних заказов (максимум за 28 месяцев).

PMI еврозоны в январе практически не изменился по сравнению с высоким уровнем декабря: 54,3 п.п. и 54,4 п.п. соответственно. Однако статистика PMI указала на целую серию обнадеживающих тенденций в деловой активности экономики еврозоны. Это максимальный за девять лет месячный рост занятости на волне хорошей статистики новых заказов и роста деловой уверенности, а также нарастание инфляционного давления в закупочных ценах компаний обрабатывающей промышленности и сектора услуг.

Рисунок 85. Динамика композитного индекса PMI за январь и изменение к среднему значению за октябрь-декабрь



* Серым выделены предварительные данные за январь.

Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

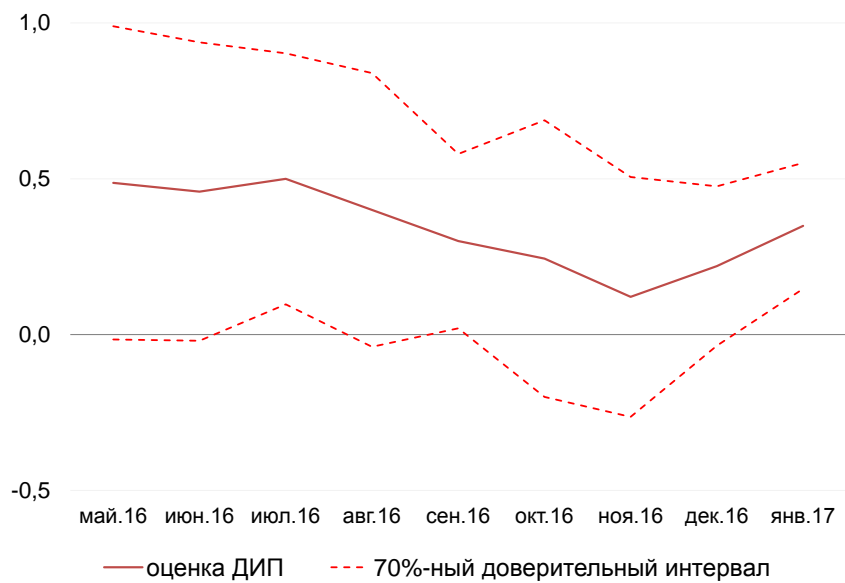
2.2.1. Улучшение индексной оценки ВВП указывает на уверенный рост

- Индексная оценка ВВП за IV квартал повышена до 0,35% к/к (с устранением сезонности) с 0,2% к/к в декабре (Рисунок 86)²⁵.
- Оценки на ближайшие два квартала предполагают сохранение и укрепление положительной динамики ВВП. Оценка на I квартал 2017 г. составляет 0,4% к/к, на II квартал 2017 г. – 0,5-0,6% к/к после устранения сезонности.
- Улучшение прогнозов на первое полугодие 2017 г. пока в значительной степени основывается на данных по опережающим индикаторам деловой активности (прежде всего, индексов PMI), позитивная динамика которых в конце года нашла затем отражение в краткосрочной статистике Росстата.
- Оценка роста ВВП в I-II кварталах 2017 г. исходит из предположения о цене нефти марки Urals на уровне около 48 долл. США/барр.
- Несопоставимость данных Росстата по промышленному производству за ноябрь-декабрь 2016 года и в более ранние периоды вносят неопределенность в наши текущие оценки ВВП.

	Январь 2017 года	Декабрь 2016 года
	% к/к SA	% к/к SA
IV квартал 2016	0,35	0,2
I квартал 2017	0,4	0,2-0,3
II квартал 2017	0,5-0,6	0,5

²⁵ Приведенные оценки могут быть пересмотрены по мере публикации новых статистических данных, а также их актуализации на ретроспективе.

**Рисунок 86. Оценка темпа прироста ВВП
в IV квартале 2016 года,
% к/к после устранения сезонности**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

3. В фокусе. Потребление: падение или рост?

- Росстат может недооценивать реальный объем потребления домохозяйств из-за методологических особенностей расчета оборота розничных продаж, в том числе дефляторов и ИПЦ.
- Динамика продаж отдельных товаров, а также ряда альтернативных показателей свидетельствует о более благоприятной динамике розничного товарооборота.
- Это говорит о возможной недооценке динамики конечного потребления в статистике ВВП.

Оборот розничной торговли в реальном выражении, как основной показатель динамики потребления домохозяйств, падает в годовом выражении на протяжении двух последних лет. В 2016 году темп падения оборота розничной торговли ощутимо замедлялся только в сентябре, после чего ускорил свое падение (Рисунок 87). Статистика ВВП по использованию за 2016 говорит о том, что потребление домашних хозяйств внесло наибольший негативный вклад в динамику российской экономики. Действительно ли потребительский спрос продолжает снижаться при восстановлении других компонент ВВП? По нашему мнению, оценка оборота розничной торговли, осуществляемая Росстатом, может занижать динамику потребления в силу ряда методологических особенностей построения показателя.

Простым примером, демонстрирующим наличие сложностей с оценкой динамики оборота розничной торговли, служит тот факт, что в течение второго полугодия 2016 года продажи продовольственных товаров снижались быстрее (в годовом выражении), чем непродовольственных. Такая сравнительная динамика нелогична, поскольку в условиях снижающихся доходов и роста неопределенности потребители обычно сокращают объемы потребления не первой необходимости, т.е. непродовольственных товаров (в том числе товаров длительного пользования), а не продуктов питания (Рисунок 87).

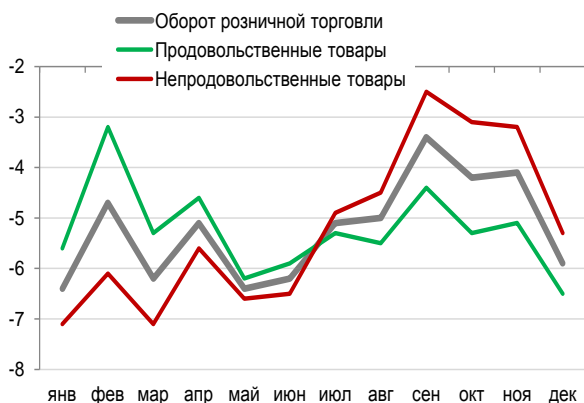
Динамика общего объема розничного товарооборота не очень хорошо соотносится с данными по продажам отдельных категорий товаров. На основе данных по динамике продаж отдельных товаров, публикуемых на квартальной основе в докладе Росстата о социально-экономическом положении России мы рассчитали общий индекс²⁶ для оценки динамики розничных продаж. Расхождение этого показателя с индексом физического объема оборота розничной торговли²⁷ особенно велико в 2016 году (Рисунок 88), что может говорить о переоценке глубины падения общего оборота розничной торговли. Впрочем, квартальная статистика за прошедший год

²⁶ Индекс представляет собой средневзвешенное из основных категорий продовольственных и непродовольственных товаров, суммарный вес которых в среднем составляет более 70% всего оборота розничной торговли. При этом используется товарная структура года, предшествующего расчетному.

²⁷ Использовались как уточненные данные, так и данные до пересмотра, публикуемые Росстатом одновременно с данными по товарам.

сформирована на основе оперативных данных, то есть форм статистической отчетности, получаемых Росстатом с месячной и квартальной периодичностью, и не является окончательной. Данные будут уточняться с учетом форм годовой отчетности, а также с привлечением сопряженных показателей, таких как индексы промышленного производства, реальные располагаемые доходы и так далее.

Рисунок 87. Динамика оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 88. Динамика оборота розничной торговли, % с начала года к соответствующему периоду предыдущего года



Источники: Росстат, расчеты ДИП

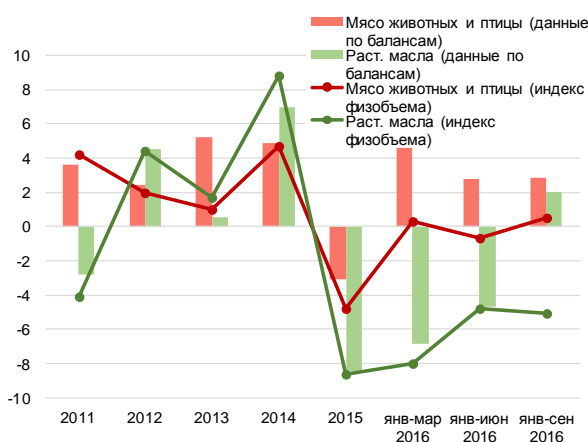
В качестве дополнительной оценки Росстат публикует данные о продажах некоторых категорий продовольственных товаров, рассчитанные балансовым методом, в соответствии с которым учитываются объемы экспорта и импорта, изменение запасов продукции, а также производство и промежуточное потребление. При этом все объемы берутся в натуральном выражении (а не через расчет изменения физических объемов с помощью дефлятора через номинальные объемы²⁸). Эти оценки включаются в число показателей, применяемых для уточнения годового оборота розничной торговли по отдельным категориям товаров. На примере статистики по мясопродуктам и растительным маслам видно, что эти показатели в предыдущие годы достаточно хорошо соотносились с уточненными годовыми оценками Росстата по названным товарам (Рисунок 89).

Для сравнения мы посчитали динамику оборота по продовольственным товарам с оценкой по балансовому методу и по методу корректировки номинального оборота через дефлятор²⁹ (Рисунок 90). Разница в динамике г/г за январь-сентябрь составила более 2% в пользу балансового метода, причем это нельзя объяснить эффектом базы 2015 года – в данный период оцененное по балансам падение оборота розничной торговли также оказалось меньше.

²⁸ Так рассчитывается динамика общего оборота розничной торговли, а также динамика продаж отдельных товаров, которая упоминалась выше.

²⁹ В расчет включены такие продовольственные товары как мясо и птица, растительные и животные масла, сыры, мука, крупа. Суммарный вес этих товаров составляет около 25% оборота розничной торговли продовольственных товаров.

Рисунок 89. Оборот розничной торговли и объем продаж мясoproдуктов и растительного масла, % к соответствующему периоду прошлого года



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 90. Оборот розничной торговли и объем продаж основных продовольственных товаров, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Одной из причин переоценки глубины падения потребления может быть завышенность дефлятора, применяемого для расчета индекса изменения физического объема оборота розничной торговли. Он представляет собой агрегированный индекс цен, рассчитанный на основе данных о товарной структуре оборота розничной торговли и индекса потребительских цен по товарам. Например, согласно методологии Росстата, в расчете ИПЦ не учитываются скидки, период действия которых меньше недели. Большое количество крупных ритейлеров устанавливают более короткие периоды скидок по промоакциям, к которым относятся, например, акции выходного дня, а также постоянно меняют ассортимент продукции, реализуемой по сниженной цене. Кроме того, практически во всех крупных торговых сетях существует накопительная система скидок, которая также не учитывается в статистике цен. Росстат также не учитывает другие формы скидок и промоакций для покупателей³⁰.

Вместе с тем количество покупателей, совершающих более половины своих покупок по акциям, продолжает расти и составляет около 19%, а доля покупок товаров повседневного спроса по промо акциям составляет 35%³¹. Результаты исследования Nielsen Promo Pressure за I квартал 2016 года³² свидетельствуют о том, что 46% продаж осуществлялись по промоакциям, что на 9 п.п. больше, чем в I квартале 2015 года. В 2015 году произошло увеличение как размера средней скидки, так и количества товарных позиций, продающихся по промоакциям. Вероятно, данная тенденция сохранилась и в 2016 году. Хотя больше продаж по скидкам зафиксировано в секторе непродовольственных товаров, доля продовольственных товаров,

³⁰ Подробная информация – в п. 4.4 приказа Росстата от 30.12.2014 № 734 «Об утверждении Официальной статистической методологии организации статистического наблюдения за потребительскими ценами на товары и услуги и расчета индексов потребительских цен».

³¹ По состоянию на сентябрь 2016 года: http://romir.ru/studies/828_1475010000/

³² Nielsen «Промоакции в России: чем больше, тем лучше?», 06.06.2016: <http://www.nielsen.com/ru/ru/insights/news/2016/q1-promo-pressure-Russia.html>.

продающихся по промоакциям, постоянно увеличивается. Снижения объема продаж по ценовым и неценовым акциям не наблюдается ни в одной из анализируемых категорий.

В последнее время предпринимаются попытки составить альтернативные оценки роста цен, цель которых показать фактические изменения конечных цен для потребителей, учитывая факторы, которые не отражаются в ИПЦ из-за особенностей методологии построения показателя. Одним из таких показателей является индекс «Пятерочки», который публикуется на сайте X5 Retail Group и показывает соотношение стоимости продовольственного набора по средним ценам в магазинах торговой сети «Пятерочка» и стоимости минимального перечня продуктов, рассчитываемой Росстатом³³. Так, в декабре текущего года стоимость продовольственного набора, который можно было приобрести по средним ценам «Пятерочки», оказалась на 5% ниже, чем стоимость этого же набора, рассчитанная по средним ценам Росстата. При этом в декабре 2015 года разница составляла всего 0,5%³⁴.

Еще одна проблема, связанная с применением дефлятора, состоит в том, что он не учитывает возможное изменение потребительских предпочтений или ассортимента товаров в течение года. Обычно специалисты территориальных органов государственной статистики в каждом городе самостоятельно отбирают конкретные марки и модели товаров для регистрации цен (как правило, не менее пяти) пропорционально объему их продаж, которые оцениваются на основе опросов продавцов. Данный список обновляется не чаще одного раза в год (с некоторыми исключениями³⁵). В течение года потребители могут переключаться на более дешевые бренды, например при покупке бытовой техники, поэтому даже при неизменном объеме продаж в денежном выражении вероятен рост продаж в натуральном выражении. Расчет через дефлятор с большой вероятностью покажет более скромную динамику.

Устойчивая отрицательная динамика годовых темпов роста оборота розничной торговли, официально публикуемая Росстатом, не согласуется с динамикой альтернативных показателей. Например, согласно данным исследовательского холдинга «Ромир» о повседневных расходах россиян³⁶, в декабре 2016 года реальные расходы потребителей оказались незначительно ниже значения за 2015 год (разница составила 1 п.п.) При этом в ноябре 2016 года реальные расходы оказались на уровне ноября 2015 года (Рисунок 91).

³³ Индекс «Пятерочки» за декабрь 2016 года:

https://www.x5.ru/ru/Pages/Media/Index_Pyaterochka.aspx.

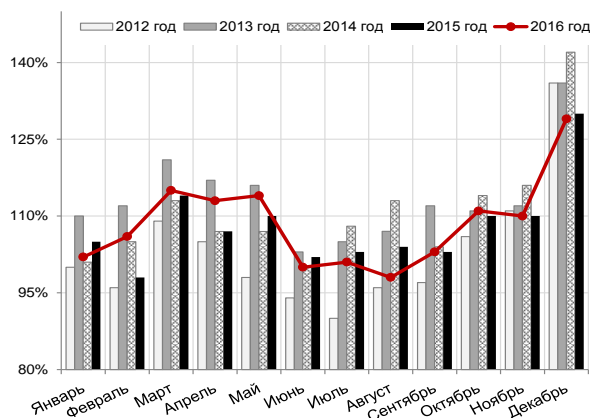
³⁴ Такая динамика, помимо описанных выше причин, может быть связана с изменением ценовой политики ритейлера. Впрочем, динамика валовой рентабельности X5 Retail Group не говорит о значительном увеличении инвестиций в цены.

³⁵ Подробная информация – в п. 4.5 приказа Росстата № 734 от 30.12.2014 «Об утверждении Официальной статистической методологии организации статистического наблюдения за потребительскими ценами на товары и услуги и расчета индексов потребительских цен».

³⁶ Исследовательский холдинг Ромир «Экономный новый год», 12.01.2017:

http://romir.ru/studies/745_1452632400

Рисунок 91. Динамика реальных повседневных расходов населения, %, янв. 2012 = 100%



Источник: Romir Scan Panel.

С учетом того, что Росстат проводит оценку динамики конечного потребления домохозяйств в статистике по ВВП, в том числе учитывая данные по розничным продажам, возможная недооценка объемов розничных продаж из-за различных методологических особенностей расчета может приводить к недооценке объемов конечного потребления и, как следствие, всего ВВП (см. раздел 1.2.1 «ВВП в 2016 году: глубина и продолжительность спада экономики могли быть переоценены»).

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Ирина Богачева

Сергей Власов

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Андрей Синяков

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева