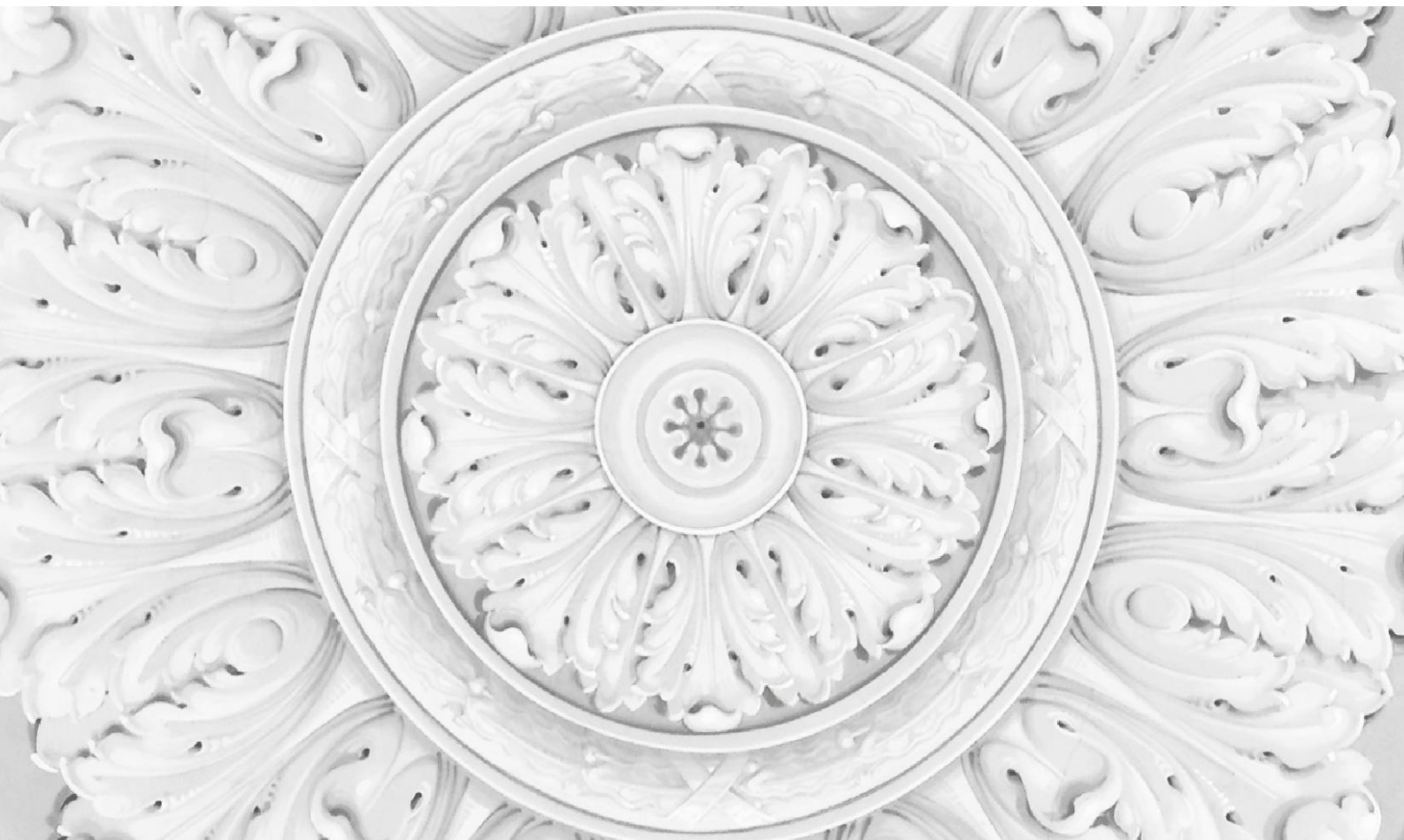




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Сентябрь 2016

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 10**

*Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,  
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

*Замечания и предложения по содержанию бюллетеня просим отправлять по адресу  
[dip\\_bulletin@mail.cbr.ru](mailto:dip_bulletin@mail.cbr.ru)*

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Итоги</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1.1. Вероятность снижения инфляции до 5,5% по итогам текущего года повысилась	4
1.1.2. Инфляционные ожидания населения прекратили снижение	6
1.1.3. Восстановление маржи фирм-продавцов товаров длительного пользования препятствует замедлению инфляции	8
1.1.4. Трендовая инфляция продолжает постепенно замедляться	11
1.1.5. О влиянии индексации тарифов на инфляцию	12
1.1.6. Рост цен производителей продолжает замедляться	15
1.1.7. Инфляционные риски со стороны рынка труда нарастают	16
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>20</b>
1.2.1. «Новая сезонность» в обрабатывающей промышленности	20
1.2.2. Продолжение спада в отраслях промежуточного и инвестиционного спроса	24
1.2.3. Динамика импорта в августе указывает на восстановление инвестиционной активности	26
1.2.4. Сдержанное восстановление потребительского спроса	28
1.2.5. PMI в обрабатывающем секторе: сохранение роста деловой активности	31
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>33</b>
1.3.1. Большинство ведущих экономик мира на пороге новой волны смягчения монетарных условий	33
1.3.2. Снижение аппетита к риску на глобальных рынках	38
1.3.3. Товарные рынки: страны ОПЕК договорились?	42
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>47</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>47</b>
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>48</b>
2.2.1. Индексная оценка ВВП продолжает указывать на рост	48
2.2.2. Ужесточение риторики Банка России понизило ожидания аналитиков по инфляции	49
<b>3. В фокусе. Экспорт российского угля: риски в свете глобальных тенденций</b>	<b>51</b>

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- В сентябре динамика инфляции продолжала оставаться в рамках базового сценария Банка России, а внешнеэкономические и финансовые условия были благоприятными. По предварительным оценкам, в III квартале экономика выросла, хотя наблюдалась значительная неоднородность секторальной динамики экономической активности.
  - Инфляция остается на нисходящей траектории, в том числе благодаря проводимой денежно-кредитной политике, однако произошедшее замедление темпов роста цен пока недостаточно для уверенного достижения цели 4% в 2017 году. Значительная инерционность инфляционных ожиданий населения и бизнеса, неопределенность относительно параметров среднесрочного бюджета и риски возврата потребительской модели поведения, по-прежнему, сдерживают темпы снижения инфляционного давления. Тем не менее, проводимая умеренно-жесткая денежно-кредитная политика обеспечит дальнейшее снижение инфляционного давления.
  - Наблюдается стабилизация экономической ситуации в целом и потребительских ожиданий, в частности. Экономическая активность в III квартале показала более уверенную динамику, чем во II квартале. Сохраняются признаки выхода экономики на траекторию медленного роста при продолжении спада в отдельных отраслях.
  - Сохраняя жесткость, денежно-кредитные условия продолжили смягчение, как в части уровня процентных ставок, так и в части неценовых условий кредитования.

### 2. Взгляд в будущее

- Индексная оценка ВВП на III квартал незначительно ухудшилась по сравнению с прошлым месяцем, но позволяет рассчитывать на слабый положительный рост экономики в прошедшем квартале.
- Последовавшая за сентябрьским заседанием Совета директоров Банка России жесткая риторика Банка России заставила финансовых аналитиков снизить ожидания по инфляции.
- Неопределенность в отношении стабильности глобального финансового сектора, высеченная падением акций Deutsche Bank, привела к снижению аппетита инвесторов к риску.

### 3. В фокусе. Экспорт российского угля: риски в свете глобальных тенденций

- Основным фактором риска для российских экспортеров угля является неопределенность будущей динамики спроса на уголь в мире. Она связана с реализацией крупнейшими странами-потребителями новой политики в сфере энергетики, принятием экологических программ, протекционистскими мерами со стороны Китая, а также неясным потенциалом роста угледобычи в Индии.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция

Текущая динамика инфляции соответствует официальному прогнозу Банка России на 2016 год в базовом сценарии (5,5%-6,0%). При отсутствии в ближайшие месяцы новых негативных ценовых шоков рост цен к концу года окажется около нижней границы данного диапазона. Вместе с тем, ускорение месячного роста цен в сентябре связано не только с сезонностью цен на плодоовощную продукцию, но и с сохраняющимся устойчивым давлением со стороны роста цен на непродовольственные товары из-за восстановления торговой наценки. Инфляционные ожидания перестали снижаться, оставаясь на повышенном уровне. В этой связи риски недостижения цели по инфляции в 2017 году сохраняются. Умеренная индексация тарифов естественных монополий менее чем на 4% способствовала бы замедлению инфляции при более низких процентных ставках в экономике.

#### ***1.1.1. Вероятность снижения инфляции до 5,5% по итогам текущего года повысилась***

- В сентябре произошло ускорение месячной инфляции за счет плодоовощной продукции, что соответствует сезонности.
- В годовом выражении инфляция продолжила снижение. Эффект высокой базы будет способствовать быстрому замедлению годовой инфляции в IV квартале 2016 г. – I квартале 2017 года.
- Скользящая трехмесячная инфляция с поправкой на сезонность, которая наиболее показательна для оценки среднесрочных тенденций сезонно очищенной инфляции, за последние недели снизилась до 4,7%. Однако инфляция пока еще находится на повышенном уровне.
- Хотя последние недельные данные говорят о небольшом усилении инфляционного давления, инфляция продолжает находиться вблизи требуемой траектории.

Согласно опубликованной статистике, потребительские цены в сентябре выросли на 0,2% после нулевого прироста в августе. Основной вклад в сентябрьский рост цен внесла плодоовощная продукция, цены на которую возобновили рост в конце месяца. Это указало на окончание сезонной дезинфляционной тенденции. Подобная динамика объясняется характерным для осени постепенным затуханием положительного эффекта от удешевления плодоовощной продукции.

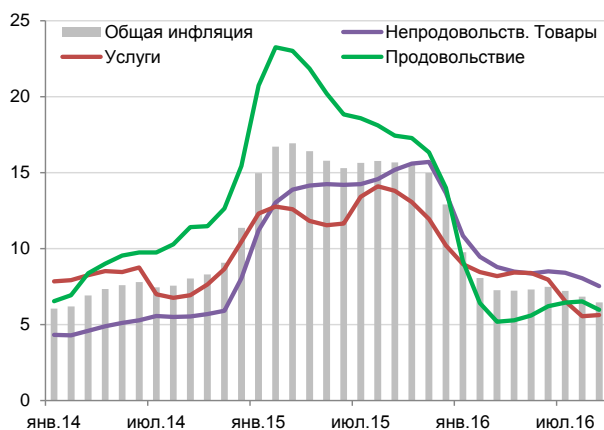
В годовом выражении продолжается замедление роста цен: в сентябре инфляция опустилась до 6,45% против 6,85% по итогам августа (Рисунок 1), что было

ожидаемым из-за эффекта высокой базы прошлого года. Этот же эффект будет способствовать быстрому замедлению годовой инфляции в IV квартале 2016 – I квартале 2017 гг. при отсутствии новых ценовых шоков.

Что касается компонентов инфляции, то они также показывают понижающую динамику, за исключением услуг, цены на которые в годовом исчислении выросли с 5,5% до 5,6%. Аналогичный вывод можно сделать из сезонно-сглаженных месячных данных: ускорился рост цен на услуги, в то время как месячный рост цен на продовольственные и непродовольственные товары замедлился.

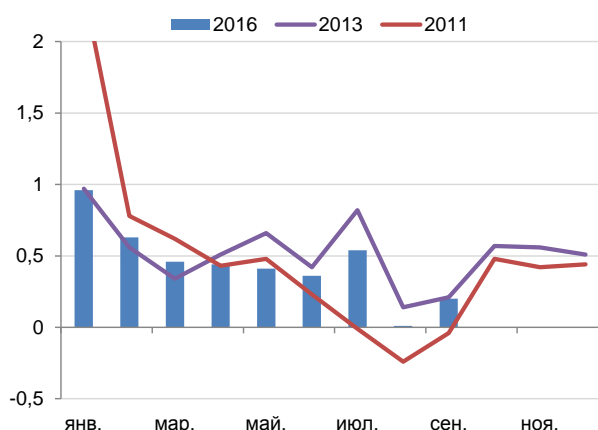
Предварительные расчеты, основанные на сезонной корректировке недельных данных по инфляции, также показали, что в сентябре сезонно очищенная инфляция снижалась за счет сокращения темпов роста цен как продовольственных, так и непродовольственных товаров.<sup>1</sup> Тем не менее, повышательное давление на цены непродовольственных товаров сохраняется.

**Рисунок 1. Темпы роста компонентов инфляции, г/г, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 2. Месячная инфляция, %**



Источники: Росстат

Отметим, что в 2011-2013 гг. также наблюдалось падение уровня цен, обусловленное хорошим урожаем и отсутствием колебаний валютного курса (Рисунок 2), поэтому динамика инфляции этих лет схожа с текущей динамикой инфляции и может использоваться для сравнения. В среднем по итогам года инфляция в указанные периоды составляла 6,0 – 6,5%, что сопоставимо с текущим уровнем инфляции. На данный момент сентябрьская инфляция в 0,2% соответствует инфляции аналогичного периода 2013 года, и лишь немного выше соответствующего показателя за 2011 год, когда в сентябре наблюдалась дефляция. Схожесть инфляционной динамики этих периодов позволяет сконструировать динамику роста потребительских цен до конца 2016 года на основе исторической ценовой динамики с учетом наблюдаемой тенденции постепенного замедления месячной инфляции с корректировкой на сезонность. Расчеты показывают, что инфляция по итогам этого

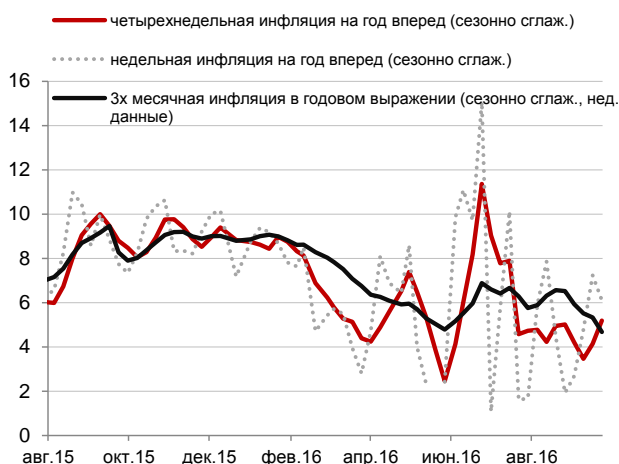
<sup>1</sup> Оценка инфляции с устранением сезонности по компонентам будет уточнена по мере публикации детальной статистики Росстата по полному перечню товаров и услуг, входящих в ИПЦ.

года должна выйти на уровень 5,5%. Такая динамика соответствует прогнозной траектории Банка России по инфляции, выводящей на 4% к концу 2017 г.

Скользкая трехмесячная инфляция, которая наиболее показательна для оценки среднесрочных тенденций сезонно очищенной инфляции, снижается пятую неделю подряд, опустившись до 4,7% (Рисунок 3). Однако, этот уровень по-прежнему является повышенным. Сезонно сглаженная 4-х недельная инфляция (в расчете на год вперед) ускорилась с 4,2% до 5,19%, согласно последним недельным данным. Это указывает на недостаточную устойчивость тенденции к замедлению инфляции.

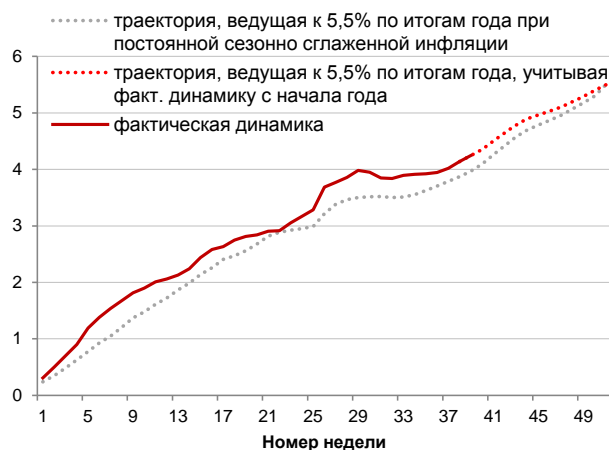
К настоящему времени, накопленный с начала года рост цен составляет 4,1%. До конца сентября сохранялось небольшое отклонение от траектории, ведущей к инфляции 5,5% по итогам года (Рисунок 4). Однако при отсутствии негативных шоков к концу года оно, скорее всего, исчезнет.

**Рисунок 3. Сезонно сглаженная недельная инфляция в расчете на год вперед, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 4. Динамика накопленной с начала года инфляции (недельные данные), %**



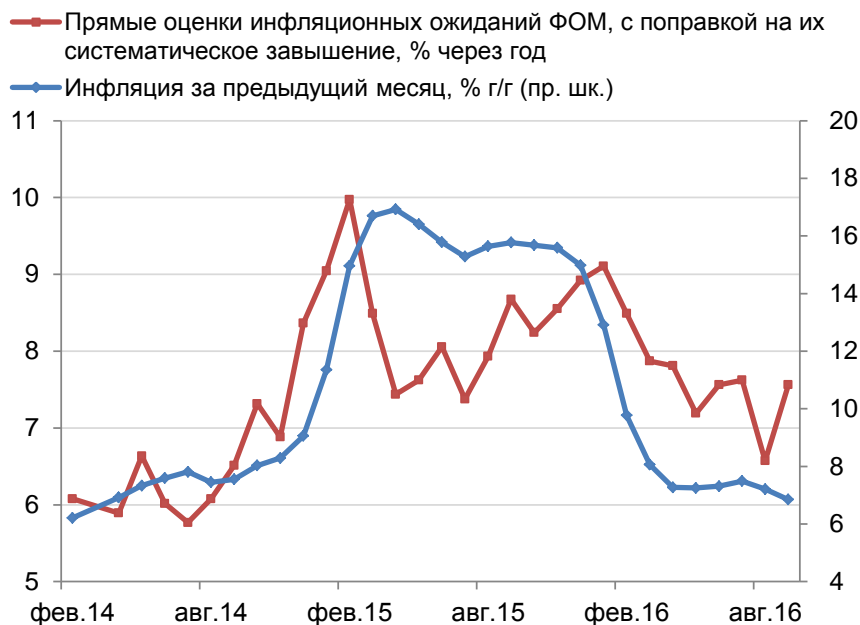
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.1.2. Инфляционные ожидания населения прекратили снижение

- Инфляционные ожидания на год вперед с поправкой на их систематическое завышение повысились в сентябре – до 7,6% (Рисунок 5)
- Исчерпание положительного эффекта от временных благоприятных факторов, способствовавших замедлению недельных темпов роста цен в последние месяцы, может замедлить снижение инфляционных ожиданий.

- Несмотря на сохранение умеренно жестких денежно-кредитных условий и продолжающееся снижение инфляции, инфляционные ожидания остаются на повышенном уровне...
- ... сохраняя риски для достижения цели по инфляции в 4% к концу 2017 года.

**Рисунок 5. Инфляционные ожидания, %**



Источники: инфОМ, расчеты ДИП

### О методике расчета инфляционных ожиданий с поправкой на систематическое завышение

Для расчета инфляционных ожиданий с поправкой на их систематическое завышение ДИП используется оцененная на месячных данных парная регрессия следующего вида:

$$\pi_{t+12} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \pi_{\text{expt}+12}$$

где

$\pi_{\text{expt}+12}$  – медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед, рассчитанное ООО «инФОМ» по ответам на вопрос об уровне инфляции;

$\alpha_0, \alpha_1$  – постоянные коэффициенты.

Линейный коэффициент и свободный член из приведенной регрессии отражают поправку на систематическое завышение респондентами ожиданий по инфляции, показывая, в какой степени инфляционные ожидания отклоняются от фактической инфляции через год.

Следует подчеркнуть, что указанный расчет, хотя и представляется полезным в первом приближении, все же не лишен ряда объективных методологических недостатков. *Во-первых*, метод слабо учитывает эффект от непредвиденных шоков инфляции. Например, из полученных результатов следует, что пик потребительской инфляции в годовом выражении в начале 2015 г. был предсказан большой долей респондентов еще в I квартале 2014 года. Данный вывод, очевидно, неверен. *Во-вторых*, парная линейная регрессия сама по себе является достаточно упрощенным подходом, который не отражает полноценно трансформации инфляционных ожиданий домашних хозяйств в фактическую инфляцию.

Как следствие, к расчетам инфляционных ожиданий с поправкой на систематическое завышение следует относиться с максимальной осторожностью. Интерпретируя их результаты, важно помнить, что влияние инфляционных ожиданий экономических агентов на фактические цены реализуется через модель принятия финансовых решений домашними хозяйствами и фирмами в части потребительских и инвестиционных расходов. Указанные решения принимаются, в том числе, и теми респондентами, которые склонны существенно завышать будущую инфляцию. Конечно, ответы данной категории медианных респондентов на вопрос об уровне инфляции через год в действительности могут не совсем соответствовать их фактической поведенческой модели. Однако численность данной категории населения достаточно большая, чтобы пренебрегать этим при формировании оценок по инфляционным ожиданиям опросным путем. В связи с этим, показатель медианного значения ожидаемой будущей инфляции без каких-либо поправок, публикуемый Банком России на основе данных опросов ООО «инФОМ», не теряет своей информативности.

### ***1.1.3. Восстановление маржи фирм-продавцов товаров длительного пользования препятствует замедлению инфляции***

- Темпы роста рублевых цен на импортируемые непродовольственные товары заметно снизились в последние месяцы...
- ...что не привело к сопоставимому замедлению роста внутренних цен...
- ...из-за возросшего инфляционного давления со стороны фирм-продавцов, восстанавливающих торговую наценку.
- Это может привести к сохранению повышенных инфляционных ожиданий и стать фактором их «заякоривания» на этом уровне.

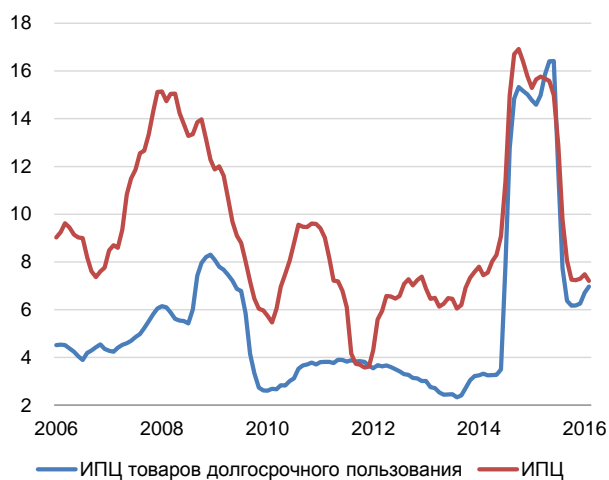
Цены непродовольственных промышленных товаров, как правило, характеризуются невысокой частотой изменения (примерно один раз в полгода), и поэтому их динамика в большей степени отражает долгосрочные инфляционные ожидания



фирм, чем инфляция цен продовольственных товаров или топлива. В России с конца 2014 года цены на товары длительного пользования стабильно растут более высокими темпами (Рисунок 7). В результате, их разрыв с общим показателем инфляции резко сократился (Рисунок 6).

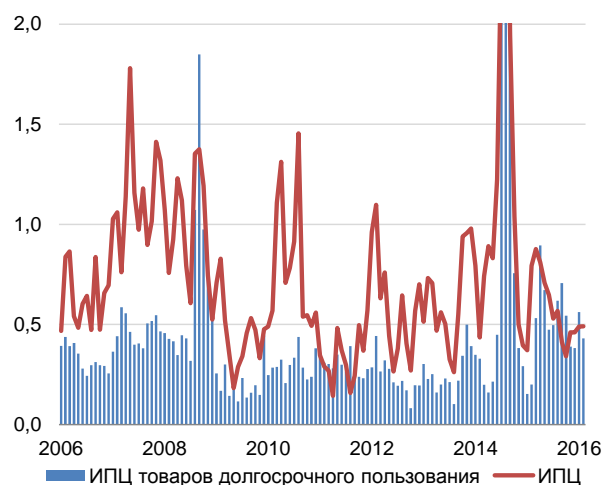
В конце 2014 - начале 2015 одновременный значительный рост ИПЦ и ИПЦ на товары длительного пользования можно было объяснить эффектом переноса на цены после резкого ослабления рубля. Сохранение повышенных темпов роста цен в 2016 году свидетельствует о препятствиях для снижения цен до более привычных, низких уровней. Прежде всего, они могут указывать на начавшееся восстановление маржи фирм-продавцов. Согласно данным Росстата, на фоне первых признаков оживления спроса начала расти торговая наценка в сегменте непродовольственных товаров. А это означает, что повышенный темп роста цен на эту категорию товаров может сохраниться, как минимум, еще несколько месяцев. Таким образом, в этом сегменте продолжается перенос на цены ослабления рубля, временно отложенный в 2015 г. из-за слабости спроса.

**Рисунок 6. Динамика ИПЦ и ИПЦ товаров длительного пользования, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 7. Динамика ИПЦ и ИПЦ товаров длительного пользования, % м/м с устранением сезонности**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Для оценки ценового влияния изменения ожиданий фирм-продавцов мы сопоставили динамику темпов роста рублевых цен на импортируемые непродовольственные товары<sup>2</sup>, рассчитанных на основе данных ФТС, и динамику ИПЦ по аналогичным группам товаров. Наибольший интерес представляет величина вклада

<sup>2</sup> Индекс представляет собой агрегированный показатель, построенный из темпов роста цен, рассчитанных на основе таможенной статистики о стоимости товаров и их физическом объеме. Поскольку данные федеральной таможенной службы публикуются в долларах США, то цены были скорректированы с учетом данных по динамике курса рубля к доллару США. К товарам, вошедшим в расчет, относятся текстильные изделия, одежда и белье, обувь (кожаная, текстильная и комбинированная), моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, галантерея (все позиции, кроме коляски детской, зонта, тюля, щетки зубной), электротовары и другие бытовые приборы. Суммарный вес этих категорий составляет 13,2% в общей потребительской корзине товаров и услуг, применяемой для расчета ИПЦ.

фактора восстановления спроса в увеличение торговой наценки (маржи) фирм-продавцов.

**Рисунок 8. Динамика цен на непродовольственные импортируемые товары, % г/г**



Источник: ФТС, Росстат, Банк России

Данные свидетельствуют о том, что увеличение индекса таможенных цен на многие импортируемые непродовольственные товары произошло значительно раньше, чем увеличение инфляции на потребительском рынке. Примерами могут служить категории, входящие в такие товарные группы как одежда (в т.ч. белье и текстильные изделия), обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, галантерея, а также электротовары. Темпы роста таможенных цен на эти категории начали увеличиваться вслед за началом резкого ослабления рубля в сентябре 2014 года, в то время как увеличение потребительских цен началось только в декабре (Рисунок 8).

Это подтверждает предположение о том, что на этапе резкого ослабления курса рубля и связанного с этим ускорения инфляции на непродовольственные импортируемые товары, фирмы-продавцы адаптировались к новым реалиям потребительского спроса путем снижения до возможного минимума собственной маржи. Устойчивые ожидания низкого спроса в результате ослабления рубля долгое время вынуждали продавцов придерживать цены, чтобы не потерять покупателей<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Нужно признать, что в периоды наиболее острого ослабления рубля по многим из перечисленных категорий непродовольственных товаров (например, моющие и чистящие средства, а также парфюмерно-косметические товары) наблюдалось увеличение производства и внутреннего потребления отечественных товаров при снижении потребления импортных товаров, что сдерживало влияние курса на инфляцию и также оказывало влияние на более низкий уровень торговой наценки. Однако, мы считаем влияние этого фактора второстепенным. Доля данных категорий товаров в общем ИПЦ составляет 2,26%.

Среди факторов, сдерживающих подобным образом инфляцию на непродовольственные товары, можно выделить особенности поведения компаний-ритейлеров. В стремлении сохранить спрос и лояльность покупателей многие из них компенсировали потери, связанные с ростом закупочных цен, путем повышения цен на менее потребляемые товары дорогого сегмента, в то время как для поддержания интереса к товарам основного ассортимента среди продавцов становились популярными распродажи и специальные акции для покупателей. Такая ценовая политика в итоге приводит к менее сильным издержкам для продавцов и менее выраженному эффекту на инфляцию, поскольку в ИПЦ больший вес имеют именно товары основного ассортимента.

Однако продолжительное сдерживание маржи впоследствии, как только спрос начнет восстанавливаться, может иметь негативные инфляционные последствия. Тот факт, что на протяжении нескольких последних месяцев наблюдается устойчивая динамика курса, сопровождающаяся улучшением ожиданий фирм-продавцов относительно будущего спроса и покупательной способности населения, может стать сигналом к активному восстановлению маржи и дополнительному ценовому давлению.

Согласно результатам нашего исследования, ИПЦ рассматриваемых категорий непродовольственных товаров в последние месяцы слабо реагирует на улучшение динамики курса, в то время как снижение темпов роста рублевых цен импортируемых товаров продолжается достаточно активно. Восстановление маржи началось с начала этого года и на данный момент в большей степени связано с замедлением роста цен импортируемых непродовольственных товаров. Остаются риски того, что продавцы будут увеличивать маржу за счет роста цен по мере ожидаемого улучшения экономической ситуации.

В любом случае, сохранение повышенного роста цен на ряд непродовольственных товаров будет препятствовать замедлению инфляции. Это может стать фактором «заякоривания» инфляционных ожиданий на повышенном уровне, что несет в себе риски для достижения цели по инфляции в 2017 году.

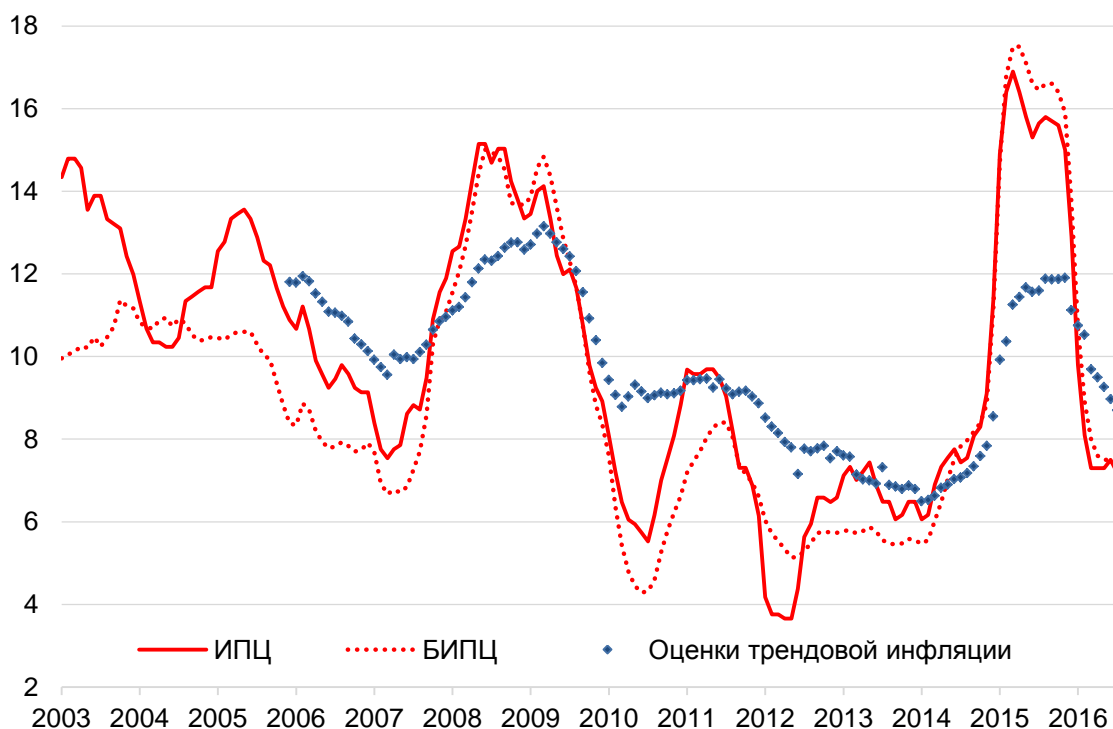
#### **1.1.4. Трендовая инфляция продолжает постепенно замедляться**

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции<sup>4</sup> в августе снизилась до 8,5% с 8,7% в июле, отражая ослабление инфляционного давления (Рисунок 9).
- Трендовая инфляция снизилась до уровня конца 2011 года.

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

- При сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов мы ожидаем дальнейшего постепенного снижения оценок трендовой инфляции.
- Однако дальнейшее снижение трендовой инфляции может сдерживаться сохраняющимися на повышенном уровне инфляционными ожиданиями.
- Риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 года сохраняются. Трендовая инфляция все еще остается на высоком уровне и снижается медленно.

**Рисунок 9. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции ЦБ РФ, % за год**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

### 1.1.5. О влиянии индексации тарифов на инфляцию

- Умеренная индексация тарифов естественных монополий менее чем на 4% способствовала бы замедлению инфляции при более низких процентных ставках в экономике.
- Снижение индексации тарифов на один процентный пункт уменьшает темпы роста потребительских цен на 0,2 п.п.

Динамика тарифов, регулируемых государством, имеет как прямой, так и косвенный канал воздействия на инфляцию.

## Прямое влияние

Прямое влияние обусловлено тем, что услуги, оказываемые потребителям по регулируемым тарифам, входят в потребительскую корзину, применяемую для расчета ИПЦ. К таким услугам относятся некоторые услуги связи, услуги пассажирского транспорта и жилищно-коммунальные услуги. Их суммарный вес в последние годы составляет около 12-13% всей потребительской корзины. В последние годы динамика цен регулируемых тарифов существенно расходилась с общей инфляционной динамикой (Рисунок 10).

С 2006 по 2013 год темпы роста регулируемых тарифов обычно превышали темпы роста остальных цен. Это приводило к тому, что вклад в инфляцию роста тарифов превышал их долю в корзине ИПЦ (Рисунок 11). В 2014–2016 годах инфляционный шок из-за ослабления курса рубля снизил вклад регулируемых тарифов в инфляцию. По мере того как влияние этого шока уходит и Банк России стремится к достижению целевого уровня инфляции на среднесрочном горизонте, динамика тарифов и их влияние на инфляцию становятся существенной темой.

Прямое влияние индексации тарифов рассчитать просто. Оно равняется произведению их доли в корзине ИПЦ на размер индексации. Нейтральной для целевого уровня инфляции в 4% будет считаться индексация тарифов в сопоставимом размере. В таком случае ее вклад в рост цен составит около 0,48%.

**Рисунок 10. Динамика ИПЦ и темпа прироста регулируемых тарифов, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 11. Вклад динамики тарифов в годовую инфляцию**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## Косвенное влияние

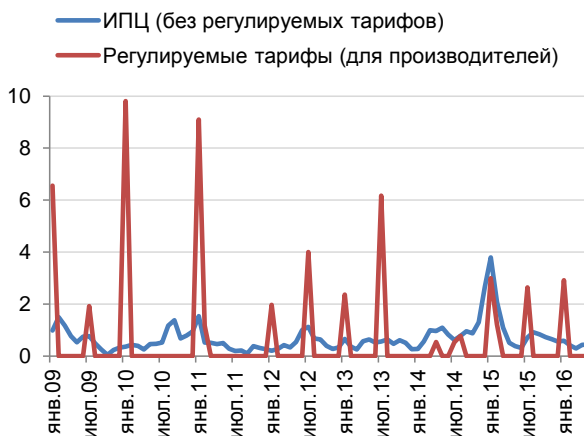
Косвенное влияние роста регулируемых тарифов объясняется увеличением издержек производителей, которое транслируется на потребительские цены.

Для определения косвенного влияния регулируемых тарифов производителей, были оценены уравнения регрессии. В качестве зависимой переменной выступал сезонно очищенный темп роста цен м/м без учета регулируемых для потребителей

тарифов. В качестве объясняющих переменных использовались как текущие, так и лаговые значения номинального эффективного валютного курса (для устранения влияния динамики курса рубля на инфляцию) и интегрального показателя роста регулируемых тарифов для производителей. Последний рассчитывался как средневзвешенное изменение тарифов на газ, теплоэнергию, электроэнергию и грузовые железнодорожные перевозки для производителей (Рисунок 12).

Анализ показал, что изменение регулируемых тарифов на 1% приводит к совокупному изменению цен на 0,06%. При этом большая часть роста приходится на тот месяц, когда происходит индексация тарифов. Таким образом, если годовой темп роста регулируемых тарифов для производителей составит 4% г/г, то косвенный вклад роста тарифов в инфляцию составит 0,24% г/г.

**Рисунок 12. Динамика сезонно очищенного ИПЦ и темпа прироста регулируемых тарифов для производителей, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### Совокупное влияние

Предыдущие расчеты показывают, что каждый процентный пункт индексации тарифов приводит к росту потребительских на 0,12% в результате действия прямого эффекта и еще на 0,06% - в результате действия косвенного эффекта. Таким образом, общее влияние одного процентного пункта индексации тарифов на годовую инфляцию, при прочих равных условиях, составляет 0,18%.

Если бы администрируемые цены и тарифы остались, например, неизменными по сравнению со случаем индексации тарифов вровень с целевым уровнем инфляции Банка России, то это бы уменьшило годовой рост потребительских цен на 0,72 п.п. Это позволило бы замедлить инфляцию до целевого уровня при более низких процентных ставках в экономике.

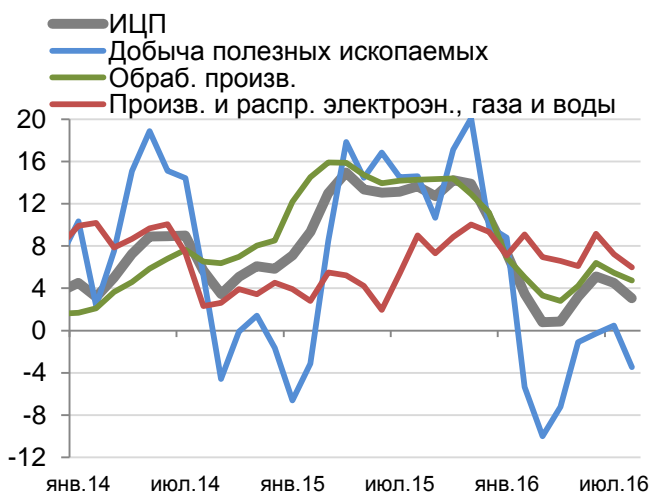
### 1.1.6. Рост цен производителей продолжает замедляться

- Рост цен производителей продолжает замедляться в основном за счет снижения цен на нефть.
- Низкое ценовое давление в производственной сфере создает предпосылки для замедления потребительской инфляции...
- ...однако в некоторых секторах (продовольствие, мебель, обувь) темпы роста цен производителей стали превышать потребительскую инфляцию, что может препятствовать ее замедлению.

В августе инфляция цен производителей продолжила снижение, составив 3,1% г/г, что на 1,5 п.п. ниже июльского значения. Замедление темпов роста цен производителей произошло по всем основным видам деятельности. В добывающем секторе цены производителей продолжили снижаться (до 3,5% г/г) после небольшого роста в июле. Рост цен в обрабатывающем секторе замедлился с 5,5% г/г в июле до 4,8% г/г в августе за счет низких темпов роста цен в производстве нефтепродуктов и химическом производстве. В производстве и распределении электроэнергии, газа и воды темпы роста цен замедлились с 7,2% г/г до 6,0% г/г (Рисунок 13).

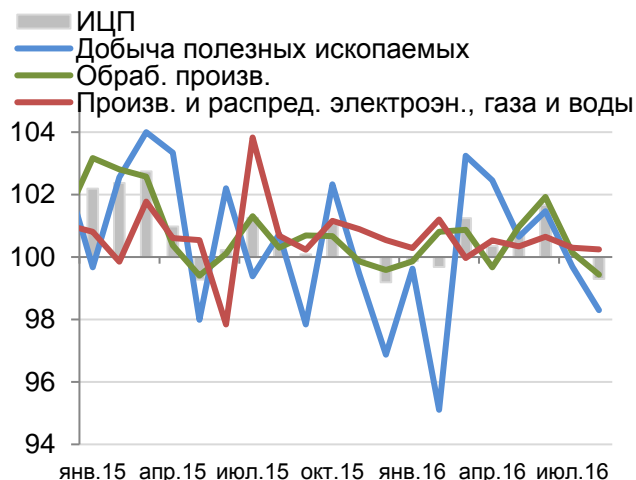
Сезонно сглаженные темпы снижения цен производителей промышленных товаров составили 0,7% м/м. Замедление инфляционной динамики в августе по сравнению с июлем произошло во всех отраслях. Сильнее всего на замедление общей инфляционной динамики повлияли производители нефтепродуктов, а также производители готовых металлических изделий. В этих отраслях индекс цен производителей снизился более чем на 3 п.п. (Рисунок 14).

Рисунок 13. Динамика основных компонент ИЦП, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Динамика основных компонент ИЦП, % м/м сезонно очищенная



Источники: Росстат, расчеты ДИП.



**Рисунок 15. Динамика цен на продовольствие, % г/г**

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост цен производителей по-прежнему ниже темпов роста потребительских цен, что создает благоприятные условия для дальнейшего снижения инфляции.

Однако есть ряд секторов, где риски ускорения темпов роста потребительских цен или их стабилизации на высоком уровне остаются. Например, рост цен производителей пищевых продуктов (включая напитки) третий месяц подряд оказывается выше роста потребительских цен продовольственных товаров (Рисунок 15). Такие же тенденции наблюдаются по некоторым группам непродовольственных товаров (например, обувь, мебель).

### **1.1.7. Инфляционные риски со стороны рынка труда нарастают**

- Ситуация на рынке труда продолжает улучшаться: уровень безработицы снижается.
- Экономическая активность населения растет на фоне увеличения числа занятых и снижения численности населения в трудоспособном возрасте.
- Показатели скрытой безработицы U5 и U6<sup>5</sup> во II квартале продемонстрировали лучшую динамику по сравнению с I кварталом.
- Растущая потребность в кадрах при пониженном уровне безработицы несет инфляционные риски.

<sup>5</sup> Данная классификация применяется для расчета различных показателей безработицы Бюро трудовой статистики США (Bureau of Labor Statistics). Для их расчета используются данные на основе статистики, выходящей на квартальной основе. Показатель U5 помимо числа безработных включает долю экономически неактивного населения, которое на данный момент не ищет работу или отчаялось ее найти, но готово приступить к работе. Показатель U6 включает U5 и занятых, работающих неполный рабочий день (менее 30 часов в неделю).



По данным Росстата в августе уровень безработицы достиг 5,2% – минимального значения с октября 2014 года. С устранением сезонного фактора безработица по сравнению с предыдущим месяцем практически не изменилась, ее уровень составил 5,6% (Рисунок 36). В августе прошлого года уровень безработицы составил 5,3%. Снижение показателя в этом году произошло за счет уменьшения численности безработных и увеличения численности занятых. В совокупности это привело к росту рабочей силы: уровень экономической активности населения<sup>6</sup> продолжает обновлять максимальные значения (Рисунок 17).

**Рисунок 16. Уровень безработицы, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 17. Уровень экономической активности населения, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

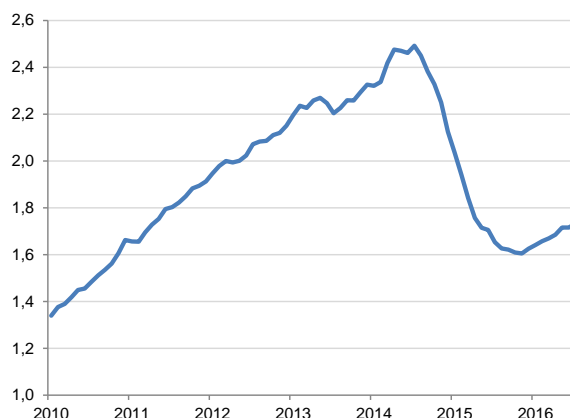
О продолжающемся улучшении ситуации на рынке труда и в экономике говорит структура безработицы. Доля безработных, оставивших прежнее место работы в связи с высвобождением или сокращением численности работников, ликвидацией организации или собственного дела, снизилась по сравнению с августом 2015 года, а доля тех, кто уволился по собственному желанию, увеличилась.

С конца 2015 года наблюдается восстановление уровня незанятых вакансий<sup>7</sup>, о чем можно судить по динамике потребности работодателей в работниках, заявленной в государственные учреждения службы занятости (Рисунок 18). Рост потребности в работниках на фоне стабильного количества занятых и снижения уровня безработицы говорит о возможности возникновения ценового давления на рынке труда. В условиях роста потребности в кадрах, особенно квалифицированных, и снижения предложения труда из-за демографической ситуации, конкуренция между работодателями может усилиться, что приведет к ускорению роста заработных плат.

<sup>6</sup> Аналог labor force participation – отношение численности рабочей силы к населению в трудоспособном возрасте.

<sup>7</sup> Рассчитывается как отношение потребности работодателей в работниках, заявленной в государственные учреждения службы занятости населения, к экономически активному населению.

Рисунок 18. Уровень незанятых вакансий, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

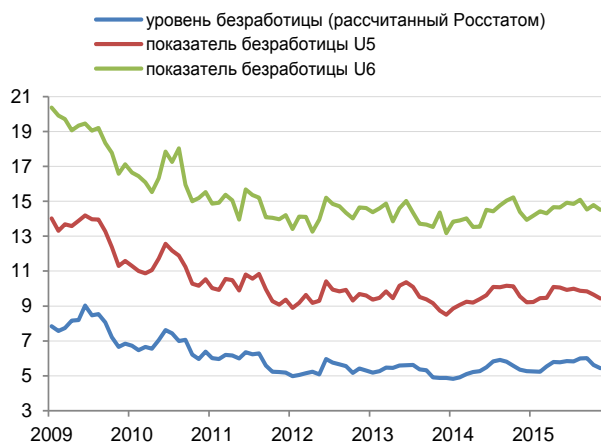
Во втором квартале 2016 года произошло снижение показателя безработицы U5, который за три месяца сократился с 9,7% до 9,6%<sup>8</sup> (Рисунок 19). Более широкий показатель безработицы U6 также опустился до 14,6% в июле с 14,8% в марте. Улучшение динамики расширенных показателей безработицы U5 и U6 связано со снижением общего уровня безработицы U3, который публикует Росстат. Все рассмотренные показатели имеют одинаковую динамику, поэтому для более глубокого анализа ситуации на рынке труда следует рассматривать разницу между ними<sup>9</sup>. Последние данные Росстата указывают на улучшение ситуации на рынке труда. Во II квартале сократилась разница между показателем U6 и U3 по сравнению с I кварталом (Рисунок 20).

По оценкам ДИП, естественный уровень безработицы NAIRU составляет 5,9%. Фактический уровень безработицы уже ниже этого уровня. Оценка NAIRU может быть завышена в связи со структурными изменениями на рынке труда, в частности, ухудшением демографической ситуации. Тем не менее, близость текущего уровня безработицы к NAIRU может создавать дополнительное инфляционное давление.

<sup>8</sup> С учетом сезонной корректировки

<sup>9</sup> Например, рост разницы между показателями U3 и U6 говорит об увеличении числа людей, вынужденных работать по сокращенному графику, а также лиц, фактически являющихся безработными, но формально не относящихся к рабочей силе, отражая ухудшение ситуации на рынке труда.

**Рисунок 19. Динамика различных показателей безработицы, %, сезонность устранена**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

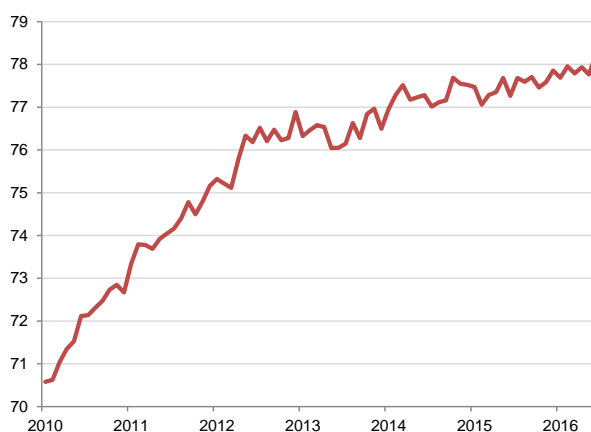
**Рисунок 20. Разница между показателями безработицы U3 и U6, %, сезонность устранена**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Улучшение ситуации на рынке труда подтверждают данные по занятости населения. Ее рост наблюдается как в формальном, так и в неформальном секторах. Их суммарная доля в общем количестве трудоспособного населения продолжает находиться на максимальном уровне (Рисунок 21). Наряду с ростом занятости на улучшение показателя влияет сокращение численности населения в трудоспособном возрасте. В дальнейшем данный показатель может продолжить рост, что может вылиться в повышение конкуренции за трудовые ресурсы, которое может нести определенные инфляционные риски.

**Рисунок 21. Доля общего числа занятых (вкл. неформальный сектор) от численности трудоспособного населения, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 1.2. Экономическая динамика

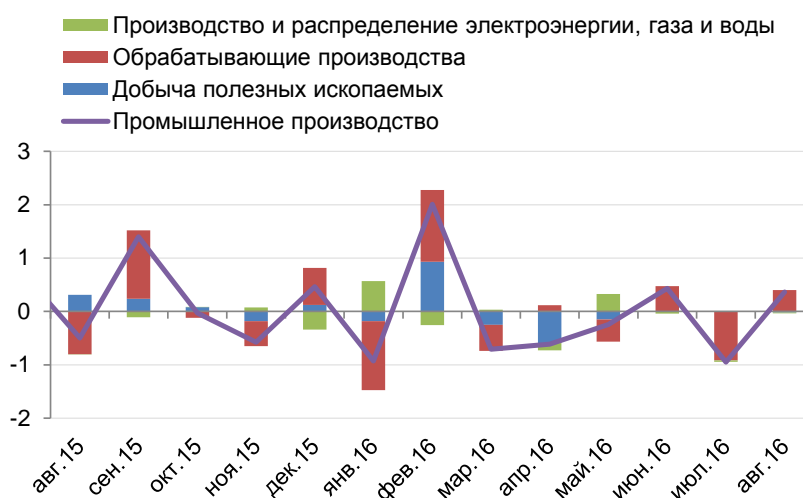
Динамика краткосрочных показателей деловой активности в сентябре улучшилась. Большинство показателей опроса также позволяют рассчитывать на начало слабого роста экономики уже в текущем году, в том числе за счет восстановления инвестиционной активности. Преодоление стагнации по-прежнему сдерживается структурными ограничениями в ряде ключевых отраслей – это является одним из первоочередных факторов риска для устойчивого роста.

### 1.2.1. «Новая сезонность» в обрабатывающей промышленности

- В августе рост промышленного производства на 0,4% м/м практически целиком был обеспечен ростом обрабатывающей промышленности
- Оживление импорта инвестиционных товаров может служить предвестником возобновления устойчивого роста в обрабатывающем секторе

Согласно данным Росстата, в августе промышленное производство вернулось к росту, как в годовом (+0,7% г/г), так и в месячном выражении (+0,5% м/м с исключением сезонного и календарного факторов). По нашим оценкам, рост промышленности в августе составил 0,4% м/м и практически целиком был обеспечен ростом обрабатывающей промышленности (+0,4% м/м). Для добывающей промышленности была характерна стагнация выпуска (0% м/м). Тем не менее, в годовом выражении сектор продолжает демонстрировать внушительные темпы роста: +2,4% г/г в январе-августе 2016 года.

**Рисунок 22. Вклад отдельных компонент в динамику индекса промышленного производства, %, м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В последние месяцы на фоне стагнации добычи и выпуска в распределительном секторе динамика обрабатывающей промышленности стала определяющей (Рисунок 22). Но говорить о положительных тенденциях преждевременно. На динамику промышленности в июле–августе существенное влияние оказывал календарный фактор. Так, в августе было на два рабочих дня больше как по сравнению с июлем 2016 года, так и по сравнению с августом прошлого года. В июле, напротив, количество рабочих дней было на 2 меньше, чем год назад. Трудности устранения сезонного и календарного факторов (см. бокс «О различных факторах неопределенности сезонно сглаженных оценок краткосрочных месячных показателей экономической активности») осложняют содержательную интерпретацию динамики промышленности.

Помимо обычных методологических сложностей учета календарного и сезонного эффектов, осторожности в трактовке месячных темпов роста требует и «новая» сезонность, проявляющаяся в динамике обрабатывающей промышленности. В результате на протяжении более полугода в обрабатывающей промышленности месяц роста устойчиво сменяется месяцем падения и наоборот. Такая зигзагообразная динамика, по всей видимости, связанная с соответствующим циклом производства в одной из отраслей, затрудняет выделение «истинной» сезонности и оказывает влияние на получаемые оценки. Не исключено, что в сентябре падение промышленности на этом фоне возобновится. Тем не менее отмеченное оживление инвестиционного импорта (см. раздел [1.2.3. Динамика импорта в августе указывает на восстановление инвестиционной активности](#)) может служить предвестником скорого перелома в динамике обрабатывающей промышленности. В статистике ФТС не видны отрасли – реципиенты импорта машин и оборудования, но если он не сконцентрирован в добыче, то возобновление устойчивого роста в обработке вероятно уже в ближайшие месяцы. Оно должно потянуть за собой восстановление роста и всей промышленности.

#### **О различных факторах неопределенности сезонно сглаженных оценок краткосрочных месячных показателей экономической активности**

Анализ краткосрочных тенденций многих макропоказателей требует устранения сезонной составляющей временных рядов. Вместе с тем неточности сезонной корректировки, вызванные рядом причин, среди которых нестабильность динамики краткосрочных макропоказателей, эволюция сезонной волны, влияние кризисов (*т.н. эхо-эффекты*<sup>10</sup>), порождают проблему содержательной интерпретации этих показателей, что может привести к искажению оценки макроэкономической динамики в целом и принятию неверных решений.

Стандартные алгоритмы сезонной корректировки, применяемые во многих странах мира (такие как TRAMO-SEATS, X11 и подобные им), при добавлении новых наблюдений в конце ряда могут выбрать другую модель (которая, строго гово-

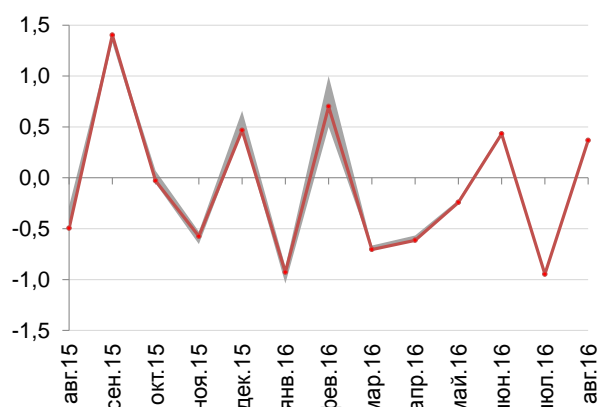
<sup>10</sup> Подробнее см. Бессонов В.А., Петроневич А.В. «Сезонная корректировка как источник ложных сигналов» - Экономический журнал ВШЭ, №4 (2013).

ря, не обязательно лучше прежней), что приводит к пересмотру ретроспективной оценки сезонной компоненты. Мировая практика публикации краткосрочных макроэкономических показателей свидетельствует о том, что пересмотры сезонно скорректированных рядов происходят в то же время, что и добавление нового месяца или квартала к статистическому показателю. Однако расчеты, проведенные на примере индекса промышленного производства, показывают, что последовательное добавление новых данных не вносит существенных изменений в оценку сезонной компоненты ряда (Рисунок 23). Примечательно, что полученный нами диапазон колебаний месячных сезонно сглаженных оценок ряда промышленного производства гораздо меньше корректировок, которые после добавления к указанному ряду одного наблюдения вносит Росстат (Рисунок 25).

Использование общего программного обеспечения и общепринятых методов сезонной корректировки способствует повышению сопоставимости международных статистических данных. На сегодняшний день наиболее распространенными являются адаптивные и модельные методы, а именно X11 (и подобные) и TRAMO-SEATS, каждый из которых предполагает возможность задания разных исходных спецификаций и регрессионных переменных. Эти методы основываются на принципиально разных алгоритмах (TRAMO-SEATS применяет фильтры сезонной корректировки исходя из статистических моделей для выявления составляющих временного ряда, в то время как метод X11 выбирает из заранее предусмотренных фильтров скользящего среднего), однако результаты сезонной корректировки с их применением по определению различаются незначительно.

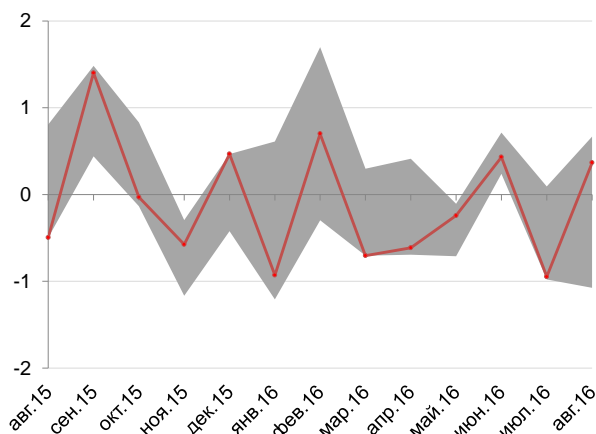
При использовании разных исходных настроек в рамках одного метода дифференциация результатов демонстрирует большой разрыв. Анализ результатов сезонной корректировки индекса промышленного производства показал, что на оценку сезонности во многом влияет календарный эффект и сдвиги уровня ряда (Рисунок 24). Использование разных исходных настроек в рамках одного метода воздействует на изменение сезонного паттерна гораздо больше, чем последовательное добавление новых наблюдений или пересмотр ретроспективных данных.

**Рисунок 23. Диапазон оценок сезонно сглаженных месячных темпов прироста промышленного производства при последовательном добавлении новых наблюдений, % м/м (красная линия – сглаженный ряд на текущей полной выборке до августа 2016 года включительно)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

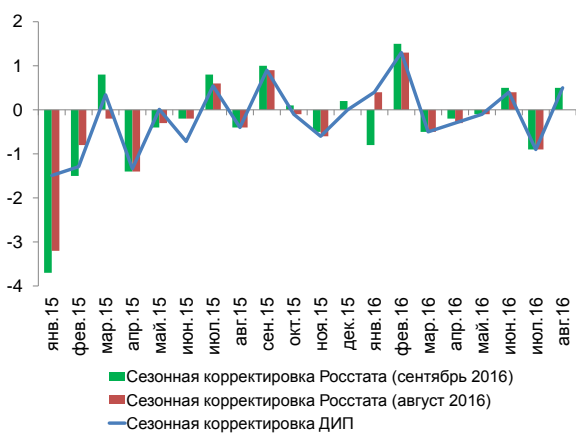
**Рисунок 24. Диапазон оценок сезонно сглаженных месячных темпов прироста промышленного производства с учетом различных возможных параметров сезонной корректировки, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Также следует отметить, что помимо трудностей оценки сезонности, вызванных проблемами эконометрического характера, дополнительную неопределенность могут создавать периодически проводимые Росстатом пересмотры данных. Тем не менее оценка сезонной составляющей ряда по обороту розничной торговли, по которому в марте 2016 года произошел пересмотр статистики за несколько предшествующих периодов, свидетельствует о том, что по мере поступления новой информации периодические уточнения данных не оказывают, по нашим оценкам, значимого влияния на изменения выводов на качественном уровне (Рисунок 26).

**Рисунок 25. Промышленное производство с сезонной корректировкой: результаты сглаживания Росстата и ДИП**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 26. Динамика оборота розничной торговли, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### **1.2.2. Продолжение спада в отраслях промежуточного и инвестиционного спроса**

- В отраслях инвестиционного спроса временный рост сменился сокращением производства.
- В отраслях потребительского спроса сохраняется незначительный рост на фоне снижения производства товаров длительного пользования.
- Негативный тренд в металлургии определяет негативную динамику в отраслях промежуточного спроса, несмотря на возобновление роста в химической и нефтеперерабатывающей промышленности.

В августе 2016 года индекс производства в группе отраслей инвестиционного спроса опустился до значений весны этого года (Рисунок 27). Всплеск производства машин и оборудования в июне-июле 2016 года носил кратковременный характер и был связан со стимулирующим эффектом государственной поддержки в области сельскохозяйственного машиностроения. Однако по данным на сентябрь выбытие парка осуществляется более высокими темпами, чем ввод, несмотря на субсидирование производителей и покупателей техники. В других отраслях инвестиционного спроса производство сокращается примерно теми же темпами, как и раньше.

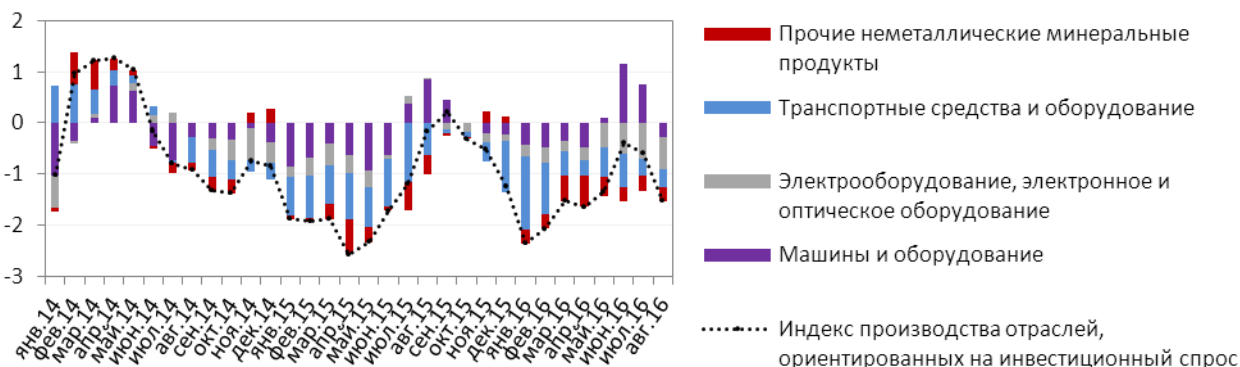
На фоне замедления падения розничного товарооборота, а также реальных заработных плат индекс производства в отраслях потребительского спроса в августе демонстрирует положительную динамику (Рисунок 28). Положительный вклад по-прежнему вносит пищевая промышленность. В последние два месяца наблюдался рост в издательской деятельности, связанный, вероятно, с подготовкой к выборам в Государственную Думу. Производство товаров длительного пользования, как и прежде, сокращается в связи с недостаточным спросом.

Незначительный положительный вклад в динамику индекса потребительских отраслей вносит производство кожи, изделий из кожи и обуви. Здесь наблюдается переориентация потребителей с более дорогой импортной обуви на обувь отечественного производства. Процессы импортозамещения происходят и в производстве одежды, однако не столь активно. Развитию швейного производства препятствует отсутствие качественного отечественного сырья и фурнитуры. Кроме того, недостаточный спрос продолжает оказывать давление на обувную и швейную промышленность, а также на производство таких товаров длительного пользования, как мебель.

В отраслях, ориентированных на промежуточный спрос, падение замедляется (Рисунок 29). Эта динамика разнонаправлена в различных отраслях. В химической промышленности возобновился рост производства – он вызван восстановлением в фармацевтической промышленности. В последние месяцы наметился рост в нефтеперерабатывающей промышленности. Положительная динамика там определяется ростом первичной переработки нефти в связи со стабилизацией цен на топливо с апреля 2016 на уровне 40-50 долл./баррель. Однако по-прежнему ключевую роль играет металлургия, в которой сохраняются негативные тенденции на фоне низкого внутреннего спроса и переизбытка предложения на мировом рынке.

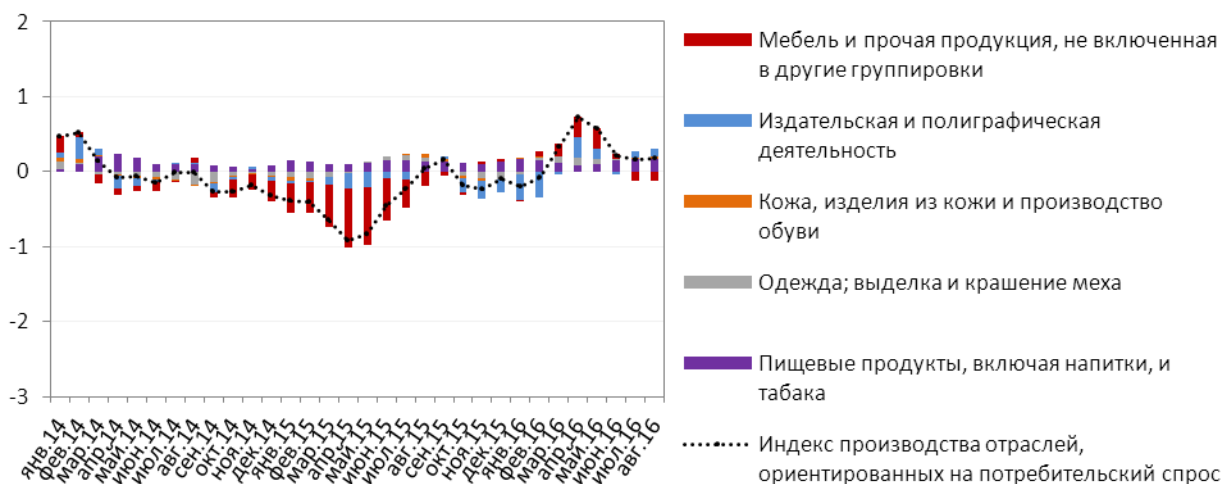


**Рисунок 27. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (тренд), м/м %**



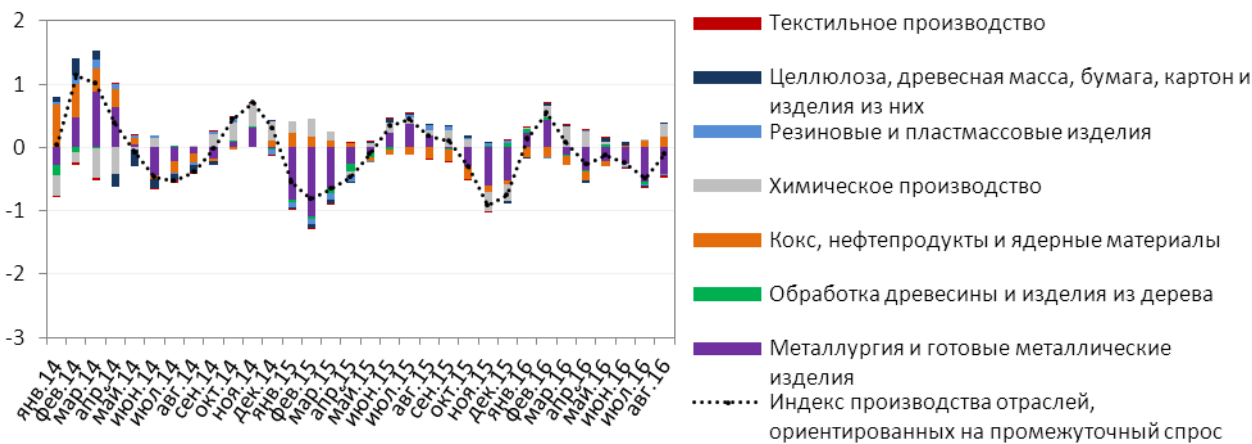
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 28. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос (тренд), м/м %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на промежуточный спрос (тренд), м/м %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.2.3. Динамика импорта в августе указывает на восстановление инвестиционной активности

- Предварительные данные ФТС указывают на ускорение роста импорта из дальнего зарубежья, причем за счет инвестиционных товаров...
- ...что указывает на высокую вероятность восстановления инвестиционной активности в ближайшие месяцы.
- Вместе с тем спад в строительстве может продолжиться, что сдержит общее улучшение показателя инвестиционной активности.

Согласно предварительным данным ФТС, импорт из стран дальнего зарубежья продемонстрировал неожиданный всплеск в августе 2016 года. Несмотря на ожидания, что показатели импорта выйдут на траекторию восстановительного роста, до текущего момента статистические данные не давали четкого подтверждения этой наметившейся тенденции. В августе импорт из стран дальнего зарубежья вырос до 15,8 млрд долл. против 13,7 млрд долл. в июле и 13,65 млрд долл. за аналогичный период предыдущего года. Таким образом, заметное улучшение наблюдалось как в годовом, так и в месячном сопоставлении.

**Рисунок 30. Темпы роста компонентов импорта из стран дальнего зарубежья, % г/г**



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

**Рисунок 31. Динамика компонентов инвестиционного импорта, % г/г**



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

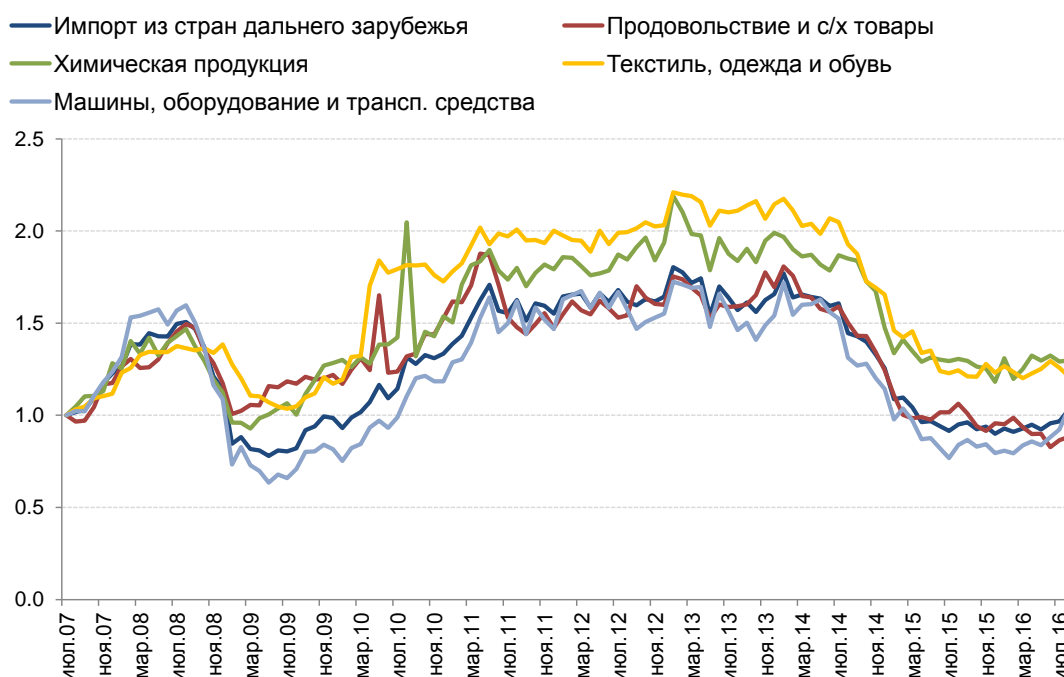
Даже с устранением сезонности импорт в августе показал значительное ускорение роста. По нашим оценкам, сезонно сглаженные темпы роста импорта из стран дальнего зарубежья в прошлом месяце возросли до 6,6% м/м против 1% м/м в июле. Причем восстановление импорта наблюдается уже третий месяц подряд.

Главным фактором перехода показателей импорта в положительную область стал сильный рост импорта машин и оборудования – инвестиционной категории,

которая в среднем формирует около 50% всего импорта. Между тем остальной импорт (прежде всего потребительский) все еще сохраняет негативную динамику, что говорит о неустойчивом характере восстановления потребительской активности.

Рост импорта машин и оборудования с устранением сезонности в августе составил внушительные 12,7%, тогда как в предшествующие месяцы он оставался на уровне около 5%. Основная часть роста обусловлена увеличением закупок механического оборудования и транспортных средств, которые составляют около 30% всего импорта и около 60% инвестиционного импорта.

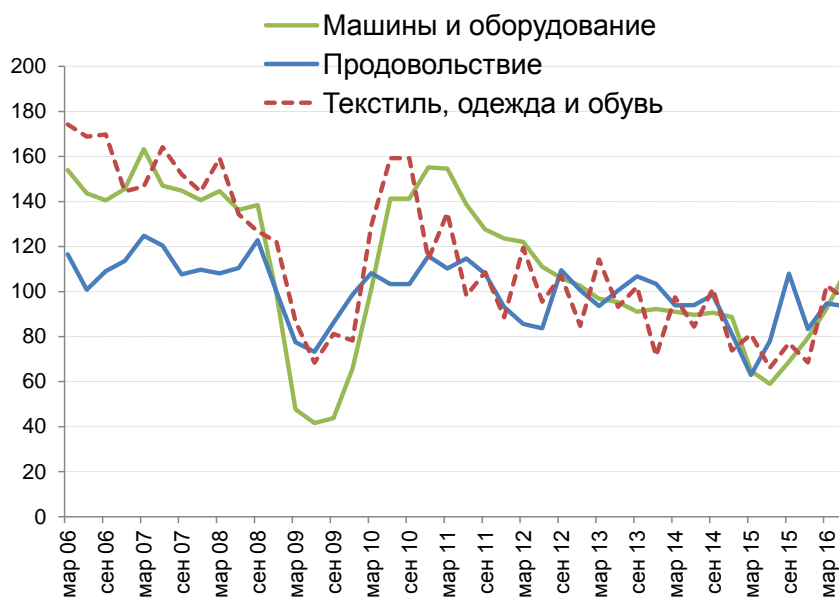
**Рисунок 32. Динамика основных компонентов импорта из стран дальнего зарубежья, накопленным итогом с устранением сезонности, п.п.**



Источники: ФТС, оценка ДИП.

Следует отметить, что инвестиционный спрос на данные товары обычно восстанавливается в первую очередь, что подтверждается историческими данными. Это неудивительно, поскольку инвестиции в машины и оборудование являются наиболее производительным и одновременно наиболее гибким видом. Обновление оборудования и производственных активов может осуществляться достаточно оперативно, тогда как для восстановления других инвестиций требуется гораздо более продолжительное время.

Рисунок 33. Индекс физических объемов основных компонент импорта, % г/г



Источники: ФТС, оценка ДИП.

Таким образом, инвестиции в машины и оборудование являются хорошим опережающим индикатором инвестиционной активности. Их положительная динамика, которая подтверждается новой статистикой, говорит о том, что инвестиционный спрос может активизироваться в самые ближайшие месяцы.

В то же время необходимо учитывать, что динамика основной составляющей инвестиций – капитального строительства – по-прежнему отрицательна. Скорее всего, строительная активность, которой труднее адаптироваться к восстановлению внутреннего спроса, все еще будет оставаться слабой в ближайшем будущем, сдерживая динамику общего показателя инвестиций.

#### 1.2.4. Сдержанное восстановление потребительского спроса

- Признаки восстановления потребительского спроса все отчетливее прослеживаются в сегменте непродовольственных товаров и услуг, что в отдельных группах товаров объясняется импортозамещением.
- Относительно скромная на этом фоне динамика розничного товарооборота связана в том числе с развитием личных подсобных хозяйств.
- Восстановлению потребительского спроса в дальнейшем может препятствовать возобновившееся снижение реальных зарплат.

Данные Росстата указали на смешанную динамику компонент потребительской активности в августе. Так, в годовом выражении спад розничной торговли несколько сократился (с -5,2 до -5,1% г/г). Но при усиливающемся эффекте низкой ба-

зы замедление падения оказалось достаточно скромным и не дотянуло до -4,9% г/г, ожидавшихся рынком. Кроме того, негативный пересмотр данных по розничным продажам за II квартал и июль текущего года<sup>11</sup> говорит об их еще более низком уровне, чем представлялось ранее. Напротив, объем платных услуг населению вырос сразу на 1,0% г/г после сокращения на 1,0% г/г в июле, подтвердив уверенный рост PMI в сфере услуг на протяжении последних месяцев.

Анализ показателей с учетом сезонности позволяет выделить некоторые признаки восстановления потребительского спроса (Рисунок 36). Так, по оценкам ДИП, второй месяц подряд растут розничные продажи непродовольственных товаров (+0,3% м/м) и объем платных услуг населению (+0,1% м/м). В то же время в августе возобновилось падение розничных продаж продовольствия (-0,6% м/м). Однако последнее не обязательно свидетельствует о слабости внутреннего спроса и может быть связано с возросшей ролью в потреблении продовольственных товаров продукции личных подсобных хозяйств. Косвенно об этом свидетельствует зафиксированный в 2015 году рост численности населения, занятого в домашнем хозяйстве производством продукции для собственного конечного потребления. В 2016 году данная тенденция могла продолжиться. Расхождение динамики розничных продаж продовольствия и непродовольственных товаров может быть вызвано возобновлением роста розничного кредитования (+0,8% м/м после поправки на валютную переоценку в августе). На этом фоне все же следует подчеркнуть, что приведенные сезонно сглаженные оценки в отдельных случаях сопряжены с достаточно высоким уровнем неопределенности.

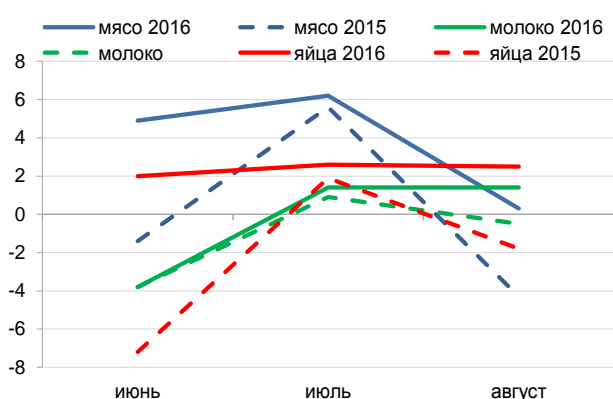
В связи с этим проведенный нами дополнительный анализ месячных данных по динамике розничного товарооборота в реальном выражении (по 41 категории товаров) позволил выявить несколько тенденций.

*Во-первых*, в последние месяцы лета розничные продажи картофеля и овощей сокращались более быстрыми темпами, чем в соответствующий период предыдущих лет. Так, в августе розничные продажи картофеля сократились более чем на 20% м/м, овощей – более чем на 15% м/м. *Во-вторых*, примерно в это же время начался более быстрый по сравнению с соответствующими месяцами 2015 года рост продаж мясных и молочных продуктов, яиц и рыбы. *В-третьих*, в течение июня–августа нехарактерно высокие темпы роста относительно 2013–2015 годов отмечаются в розничных продажах строительных материалов и бензина. В совокупности эти тенденции свидетельствуют о том, что личные подсобные хозяйства действительно влияют на динамику и структуру розничной торговли. Деньги, сэкономленные на выращенных на дачных участках овощах, население может частично направлять на покупку других продовольственных товаров, потребление которых в 2015 году сократилось. Кроме того, выросшая дачная активность косвенно подтверждается увеличением продаж бензина и строительных материалов.

<sup>11</sup> Динамика роста показателя стала на 0,2 п.п. ниже.

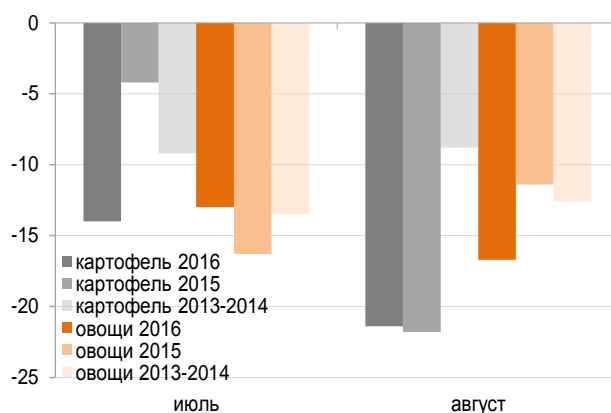
В динамике розничных продаж в реальном выражении прослеживаются успехи импортозамещения в кожевенной продукции. В июле–августе 2016 года темпы роста продаж кожаной обуви превосходили соответствующие показатели предыдущих лет. Также довольно сильная динамика роста в летние месяцы была характерна для ряда товаров бытовой техники. Но по абсолютному значению уровень розничных продаж остается ниже предкризисного уровня. Не исключено, что недавнее оживление в продажах связано с возобновлением роста кредитной активности населения.

**Рисунок 34. Динамика месячных темпов роста розничных продаж в реальном выражении, % (сезонность не устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 35. Динамика месячных темпов роста розничных продаж в реальном выражении, % (сезонность не устранена)**



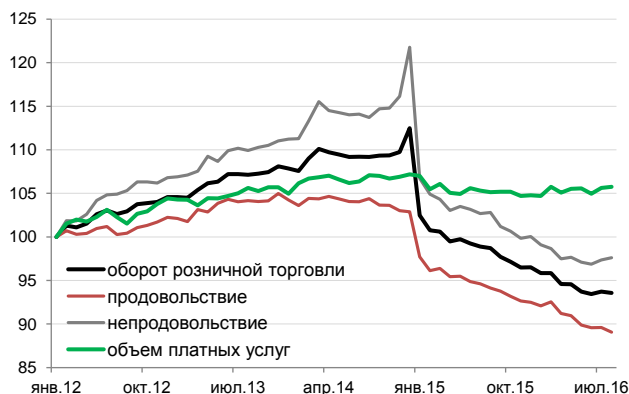
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Неопределенность относительно дальнейшей динамики потребительских расходов остается высокой. В последние месяцы реальные располагаемые доходы населения и зарплаты сокращались. Последние после пересмотра вниз данных за июль практически отыграли весь рост, наблюдавшийся в первые месяцы года (Рисунок 37). Возвращение отрицательного роста зарплат в реальном выражении стало результатом их меньшей номинальной индексации в начале второго полугодия (+5,8% г/г). Судя по всему, цифры, которые мы видим в июле и августе – это тот уровень индексации зарплат, на который реально готовы пойти работодатели в текущих условиях. Более высокие темпы роста номинальных зарплат в первом полугодии, видимо, были связаны с временным ростом бонусов и премий. Работодатели могли компенсировать снижение зарплат в реальном выражении в 2015 году в условиях наличия ресурсов для такой компенсации. Напомним, прибыль организаций в 2015 году выросла на 51,3% г/г. Такой расклад позволяет в некоторой степени объяснить различия в динамике спроса и зарплат, наблюдавшейся в первой половине 2016 года. Повышение нефиксированной части оклада могло расцениваться домохозяйствами как временный фактор, поэтому ее не пускали на потребление, что поддерживало норму сбережений на высоком уровне.

Учитывая ожидаемое замедление инфляции, весьма вероятно, что уже к концу 2016 года зарплаты в реальном выражении вернутся к росту и при текущих темпах

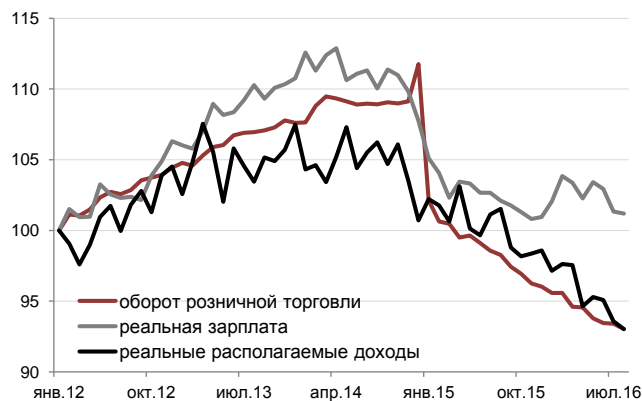
индексации. Но до этого динамика потребительского спроса может оставаться достаточно слабой.

**Рисунок 36. Динамика основных компонент потребительского спроса, январь 2012 = 100, сезонность устранена**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 37. Динамика розничных продаж, зарплата и располагаемых доходов, январь 2012 = 100, сезонность устранена**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Однако к предложенному анализу покомпонентной разбивки динамики продаж стоит относиться с осторожностью. По нашим оценкам, дефляторы по некоторым категориям товаров оказались ниже, что могло привести к искажению реальной динамики розничных продаж.

### **1.2.5. PMI в обрабатывающем секторе: сохранение роста деловой активности**

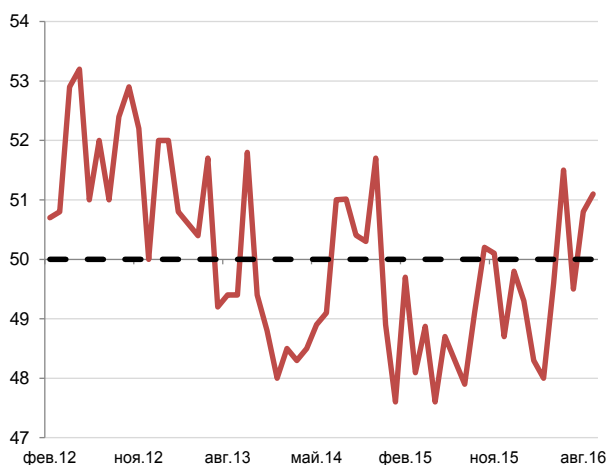
- В сентябре индекс PMI в обрабатывающем секторе зафиксировал рост деловой активности третий раз с начала года.
- Темп роста выпуска ускорился до максимума с ноября 2014 года, сопровождаясь увеличением новых заказов и существенным ростом закупочной активности.
- Динамика выпуска поддерживается внутренним спросом, при сдерживающем влиянии новых экспортных заказов и занятости.

В сентябре индекс PMI обрабатывающего сектора вырос до 51,1 с 50,8 пунктов в августе, превысив пограничное значение в 50 пунктов, отделяющее рост от спада экономической активности, третий раз с начала года (Рисунок 38). Росту деловой активности способствовало существенное ускорение роста выпуска по сравнению с августом: индекс PMI по выпуску в обработке вырос с 52,0 до 53,4 пунктов, достигнув максимального значения с ноября 2014 года (Рисунок 39).



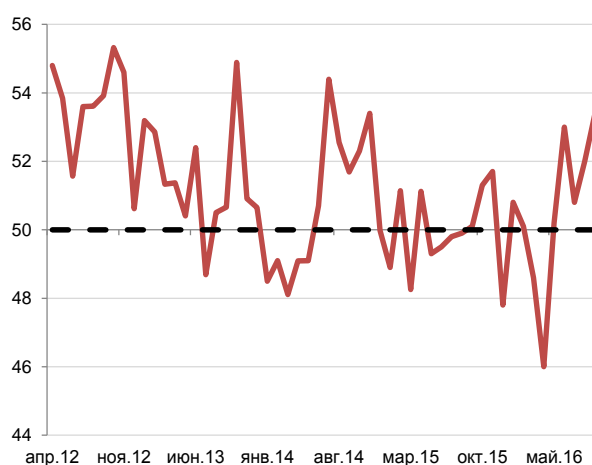
Рост выпуска и повышение деловой активности были продиктованы оживлением внутреннего спроса: в сентябре рост новых внутренних заказов продолжился, достигнув после пика в июне второго по величине значения с начала года. В то же время падение новых экспортных заказов ускорилось до максимального с июля 2014 года значения (Рисунок 40).

**Рисунок 38. Индекс PMI обрабатывающего сектора, пункты**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 39. Индекс выпуска PMI обрабатывающего сектора, пункты**



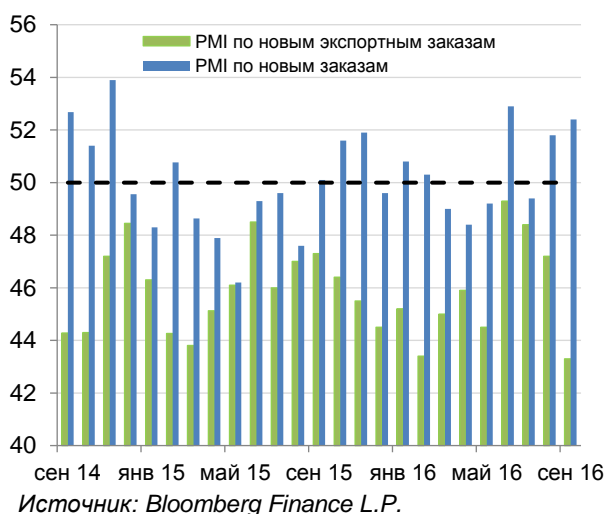
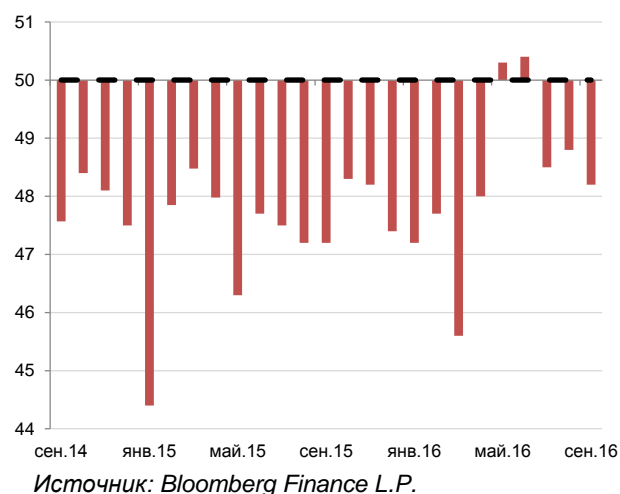
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Несмотря на разнонаправленную динамику внутренних и внешних заказов, в сентябре существенно увеличился темп закупочной активности (до 53,2%), достигнув максимума с июня 2013 года. По результатам опроса компаний увеличение объемов закупок было связано с возросшим выпуском и новыми заказами.

Рост выпуска и закупочной активности предприятий сопровождался ускорившимся сокращением занятости, продолжающимся с июля (Рисунок 41). Тем не менее, переход темпов сокращения занятости к близким к нулю значениям в мае и июне и умеренные темпы сокращения занятости в последние месяцы, говорят о начале восстановительного процесса, по крайней мере, в части подсекторов обрабатывающего производства. На фоне роста новых заказов и выпуска и с учетом высокой загрузки производственных мощностей в секторе есть основания ожидать постепенной стабилизации занятости в секторе в последующие месяцы.

Из динамики индексов PMI в обрабатывающем секторе в сентябре можно сделать вывод о продолжающемся оживлении деловой активности в обработке. В пользу этого говорит восстановление закупочной активности, на фоне роста внутренних заказов и выпуска.



**Рисунок 40. Индекс новых заказов PMI обрабатывающего сектора, пункты****Рисунок 41. Индекс занятости PMI обрабатывающего сектора, пункты**

Тем не менее, рано делать слишком оптимистичные выводы из результатов опросов PMI в обрабатывающей промышленности, поскольку они существенно зависят от выборки компаний. Так, индекс Росстата предпринимательской уверенности в обработке за сентябрь сохранился на уровне прошлого месяца, указывая на неизменный уровень выпуска и небольшое улучшение оценки спроса. О восстановлении внутреннего спроса говорит и сокращение удельного веса компаний, отметивших недостаточный внутренний спрос в качестве ограничивающего фактора и деятельности. В то же время, по данным Росстата ограничивающее влияние недостаточного спроса на внешнем рынке на рост выпуска сохранилось в сентябре на неизменном уровне.

Разнонаправленная динамика опросных показателей может быть вызвана отсутствием единого восстановительного тренда среди обрабатывающих производств, что подтверждается последней статистикой по промышленному производству. Таким образом, ввиду неравномерного восстановления производства в подсекторах и сохранении волатильности в динамике индексов PMI, в последующие месяцы колебания сводного индекса деловой активности в положительной зоне близко к отметке, отделяющей рост от снижения, могут продолжиться.

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

#### 1.3.1. Большинство ведущих экономик мира на пороге новой волны смягчения монетарных условий

- ФРС США и ЕЦБ не стали менять основные параметры денежно-кредитной политики на своих заседаниях в сентябре. В декабре от ФРС США ожидается

повышение ставки, от ЕЦБ – расширение политики количественного смягчения.

- Банк Японии перешел к управлению доходностью 10-летних облигаций и пообещал устойчивое превышение инфляцией двухпроцентного уровня.
- В Китае сильная августовская макростатистика снижает вероятность принятия новых стимулирующих мер до конца года.

ФРС США, несмотря на сохранение ставки по федеральным фондам по итогам сентябрьского заседания на прежнем уровне, скорее всего, подходит вплотную к возобновлению цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Об этом говорит неоднозначная, но в целом умеренно позитивная макроэкономическая статистика за август–сентябрь. Другие ведущие центральные банки развитых стран, напротив, задумываются о смягчении монетарных условий нетрадиционными мерами. Месячная статистика по Китаю преподнесла сюрприз со знаком «плюс», в связи с чем от китайских властей вряд ли стоит ждать значимого расширения стимулирующего пакета до конца года.

### **США: снижение оценок потенциального роста и уровня долгосрочных ставок**

На сентябрьском заседании Комитет по открытым рынкам ФРС США (FOMC) сохранил ключевую ставку на уровне 0,25–0,5 п.п., предрешив итоги декабрьского заседания. На высокую вероятность повышения ставки на последнем заседании в году указывает не только рынок, но и непривычно сильное разделение голосов на последнем заседании: 3 из 10 голосующих директоров были готовы к немедленному повышению ставки. В пресс-релизе было также отмечено, что условия для повышения ставки стали более благоприятными, а риски, которые могут оказать влияние на дальнейшую динамику экономики, – более сбалансированными. Такие изменения в тоне пресс-релиза также служат сигналом к скорому повышению ставки.

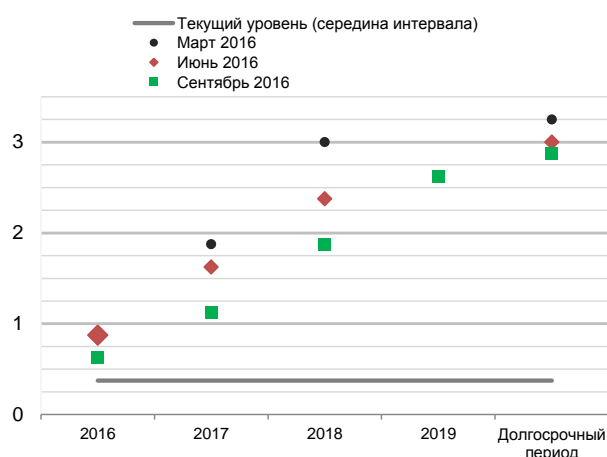
По итогам сентябрьского заседания были обновлены экономические прогнозы. В очередной раз траектория дальнейшего движения ключевой ставки была пересмотрена вниз (Рисунок 42). Теперь (по медианной оценке) ожидается два повышения ставки в 2017 году (до 1–1,25%) и по три повышения в 2018 и 2019 годах. Оценка ФРС равновесной долгосрочной ставки снижена до 2,75–3% на фоне продолжающегося снижения оценок потенциального роста (до 1,8 % г/г) (Рисунок 43).

Изменить настрой на повышение ставки в декабре может только очень плохая макроэкономическая статистика. Пока же, по оценкам ФРС, рынок труда демонстрирует устойчивый рост рабочих мест, а инфляция остается низкой во многом из-за падения мировых цен на нефть и, согласно прогнозам, должна прийти к целевому уровню. Вышедшая в конце сентября макростатистика в целом оказалась позитивной. Аннуализированный рост ВВП во II квартале составил 1,4% к/к (консенсус-

прогноз аналитиков был чуть ниже – 1,3% к/к). Данные по заказам на товары длительного пользования за август оказались заметно выше ожиданий рынка (0,0% против консенсус-прогноза -1,4% м/м). Индекс потребительских настроений Conference Board и вовсе достиг локального пика с августа 2007 года.

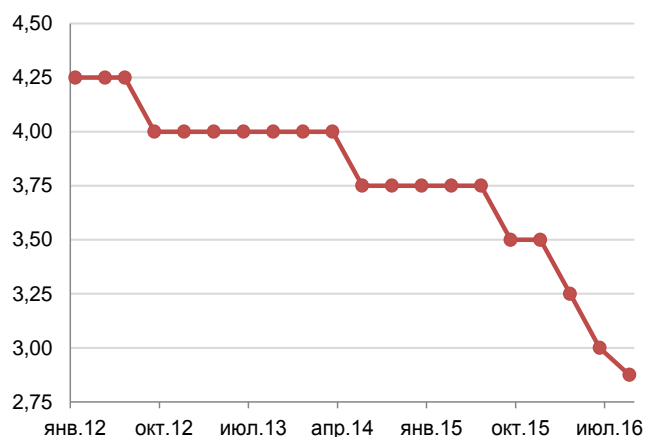
Среди негативных новостей по США – слабая макроэкономическая статистика за август по розничным продажам (-0,1% м/м при прогнозе +0,4% м/м) и промышленному производству (-0,4% м/м против консенсус-прогноза -0,2 % м/м). На фоне более благоприятной динамики других краткосрочных показателей эти данные, скорее, должны видаться регулятором как временное ухудшение, не способное повлиять на траекторию движения ставки. В целом, по оценкам ФРС, уровень безработицы уже находится на своем долгосрочном уровне, а инфляция достигнет 2% в 2018 году.

**Рисунок 42. Изменение собственных ожиданий ФРС по динамике ключевой ставки, %**



Источники: Bloomberg Finance L.P., ФРС США.

**Рисунок 43. Динамика оценок ФРС долгосрочной процентной ставки, %**



Источники: Bloomberg Finance L.P., ФРС США.

## Еврозона: поток плохих новостей из Германии и бездействие ЕЦБ

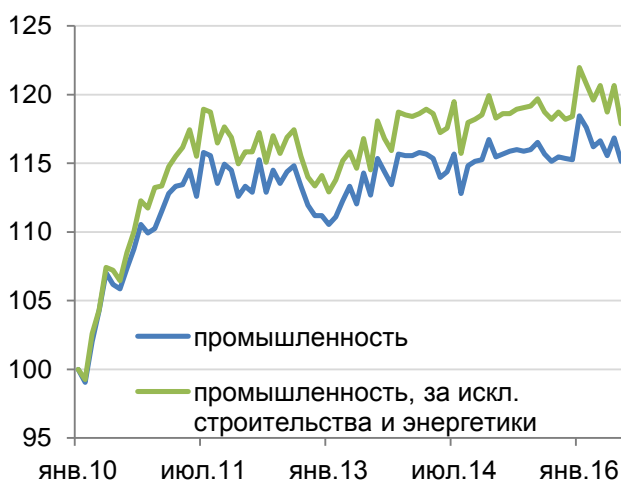
По итогам прошедшего 7 сентября заседания Управляющего совета ЕЦБ все параметры основных операций центрального банка остались на неизменном уровне. Видимо, все важные решения припасены на конец года. Вместе с продлением программы покупок облигаций по крайней мере на полгода, до сентября 2017 года, не исключены и новые шаги по увеличению объемов количественного смягчения и расширению перечня покупаемых бумаг.

Как всегда, М. Драги призвал правительства стран еврозоны стимулировать рост структурными реформами и мерами фискальной политики, в частности увеличением расходов на инфраструктуру. Председатель ЕЦБ особо подчеркнул роль, которую в этом процессе может и должна сыграть Германия, имеющая значительный профицит бюджета (+1,2% ВВП в первом полугодии 2016 года).

ЕЦБ также обновил свой квартальный прогноз, в котором в очередной раз отметил возможность небольшого снижения темпов роста экономики и уровня инфляции (Рисунок 45). Инфляция в 2017 году составит 1,2% г/г (вместо ожидавшихся ранее 1,3% г/г) и останется ниже цели до 2018 года включительно. ВВП еврозоны в следующем году вырастет на 1,6% г/г, а не на 1,7% г/г, как ожидалось ранее. Пересмотр вниз вызван влиянием более слабого внешнего спроса, обусловленного Brexit, хотя он пока не является масштабным.

Большой поток тревожных новостей в прошедшем месяце пришел из Германии. Помимо плохих данных по промышленности<sup>12</sup> (Рисунок 44), индикатору ZEW и PMI, свидетельствующих о том, что страна может потерять роль локомотива роста еврозоны, внимание рынков было приковано к ситуации вокруг Deutsche Bank. На этот раз поводом стало требование Минюста США выплатить 14 млрд долл. за регулирование претензий, всплывших в ходе расследования операций с ипотечными бумагами. Урегулирование претензий почти наверняка приведет к недостаточности капитала банка. На этом фоне акции банка практически достигли 30-летнего минимума, а рынки заговорили о возможном повторении последствий банкротства Lehman Brothers. Учитывая признаки паники среди клиентов Deutsche Bank и действующие законы Германии, не позволяющие ему самостоятельно решить проблему повышения уровня капитализации, вмешательство официальных властей становится все реальной.

**Рисунок 44. Динамика промышленности Германии (янв. 2010 = 100)**



Источник: CEIC.

**Рисунок 45. Сравнение сентябрьского и июньского прогнозов ЕЦБ**

	2016		2017		2018	
	сент	июнь	сент	июнь	сент	июнь
Рост ВВП, % г/г	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7
Инфляция, %	0,2	0,2	1,2	1,3	1,6	1,6
Безработица, %	10,1	10,2	9,9	9,9	9,6	9,5

Источник: ЕЦБ.

### Япония: переход к таргетированию долгосрочных ставок

Банк Японии на своем сентябрьском заседании изменил концепцию денежно-кредитной политики. Отныне политика регулятора называется «количественное и

<sup>12</sup> -1,5% м/м, -1,2% г/г в июле после +1,1% м/м и +0,9% г/г в июне.

качественное смягчение с контролем кривой доходности» и предполагает контроль краткосрочных и долгосрочных процентных ставок до тех пор, пока инфляция устойчиво не превысит двухпроцентный уровень.

Предполагается, что короткий участок процентной кривой будет контролироваться ставкой по текущим счетам финансовых организаций в Банке Японии, оставшейся неизменной по итогам сентябрьского заседания (-0,1%). Долгосрочные ставки будут управляться через таргетирование доходности 10-летних гособлигаций примерно на нулевом уровне. Пока предполагается, что скорость скупки государственных облигаций останется примерно на прежнем уровне – 80 трлн иен в год, что несколько противоречит идее таргетирования доходности облигаций. Возможно, регулятор откажется от такой привязки на одном из последующих заседаний, когда рынок перестанет уделять пристальное внимание количеству купленных бумаг.

Изменив основной инструмент денежно-кредитной политики, Банк Японии теперь нацелен на достижение более высокого уровня инфляции. Раньше политика была направлена на достижение двухпроцентной инфляции, теперь двухпроцентная инфляция – таргет на весь бизнес-цикл: дефляция сейчас должна быть компенсирована инфляцией выше двух процентов в будущем. Ключевой вопрос – поверят ли экономические агенты Банку Японии на этот раз после трех лет неуспешных попыток поднять инфляцию до 2%. В августе цены на потребительские товары не выросли по отношению к июлю, а в годовом выражении снизились на 0,5%.

Рынок воспринял решение об изменении концепции денежно-кредитной политики как сигнал безвыходного положения регулятора, почти исчерпавшего инструменты денежно-кредитной политики. Единственным положительным следствием решения Банка Японии может стать ослабление давления на маржу банков и доходность институциональных инвесторов, страдавших от отрицательных ставок. После оглашения итогов заседания акции финансовых институтов выросли.

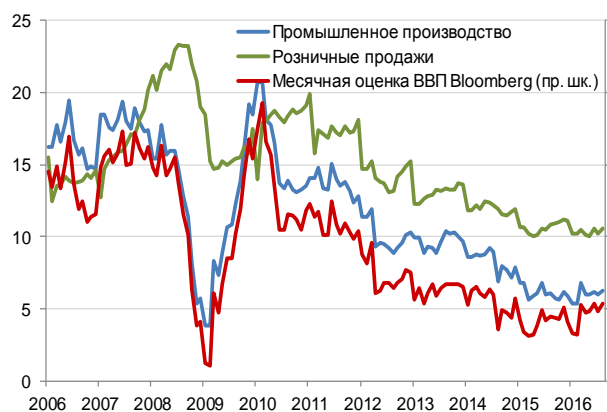
### **Китай: вероятность новых стимулирующих мер в 2016 году снижается**

По оценкам Bloomberg, месячный темп экономического роста Китая в августе оказался максимальным с конца 2014 года (Рисунок 46). Впервые с ноября 2014 года оба вида как официального, так и Caixin PMI оказались не ниже 50,0 пунктов. Розничные продажи выросли на 10,6% г/г (в июле – на 10,2% г/г) на фоне продолжающегося бума электронной торговли (за январь–август рост на 27% г/г). Промышленное производство выросло на 6,3% г/г (в июле – на 6,0%) (Рисунок 46). Темпы роста как государственных, так и частных инвестиций в основной капитал отскочили с минимума предыдущего месяца (Рисунок 47).

Сильная августовская статистика во многом объясняется календарным фактором (23 рабочих дня против 21 в 2015 году), особенно относительно июльских цифр (наблюдалась обратная ситуация). Рассмотрение усредненных за июль–август величин позволяет сделать вывод, что относительно июня по большинству

показателей все же наблюдается ухудшение динамики. Однако в целом аналитики сходятся во мнении, что экономика Китая находится в лучшем состоянии, чем считалось ранее, и принятия новых стимулирующих мер до конца года не потребуется.

**Рисунок 46. Рост ВВП, промышленное производство и розничные продажи, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 47. Темп роста инвестиций в основной капитал по видам собственности, % г/г**



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

### 1.3.2. Снижение аппетита к риску на глобальных рынках

- Позитивные настроения инвесторов на фоне мягкой монетарной политики развитых стран...
- ... сменились снижением аппетита к риску и ростом опасений в отношении стабильности глобального финансового сектора на фоне падения акций Deutsche Bank.
- При общем достаточном запасе ликвидности в банковском секторе неравномерность ее распределения ведет к повышению краткосрочных ставок рынка МБК.

#### Глобальные рынки

Большой поток тревожных новостей в прошедшем месяце пришел из Германии. Помимо плохих данных по промышленности<sup>13</sup> (Рисунок 44), индикатору ZEW и PMI, свидетельствующих о том, что страна может потерять роль локомотива роста еврозоны, внимание рынков было приковано к ситуации вокруг Deutsche Bank. На этот раз поводом стало требование Минюста США выплатить многомиллиардную сумму за урегулирование претензий, всплывших в ходе расследования операций с

<sup>13</sup> -1,5% м/м, -1,2% г/г в июле после +1,1% м/м и +0,9% г/г в июне.

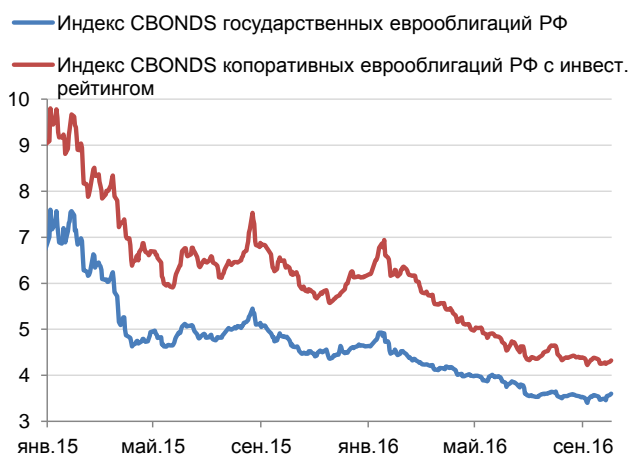
ипотечными бумагами. Урегулирование претензий почти наверняка приведет к недостаточности капитала банка. На этом фоне акции банка практически достигли 30-летнего минимума, а рынки заговорили о возможном повторении последствий банкротства Lehman Brothers. Учитывая действующие законы Германии, не позволяющие банку самостоятельно решить проблему повышения уровня капитализации, вмешательство официальных властей становится все реальной.

### Российские рынки

В сентябре наблюдалось изменение ситуации на денежном рынке. Если в предыдущем месяце на протяжении всего периода наблюдался отрицательный спред RUONIA к ключевой ставке<sup>14</sup>, то в конце сентября разница между этими ставками впервые с весны вернулась в положительную зону. Причем RUONIA повысилась, несмотря на наблюдаемый в сентябре чистый приток ликвидности в банковский сектор<sup>15</sup>.

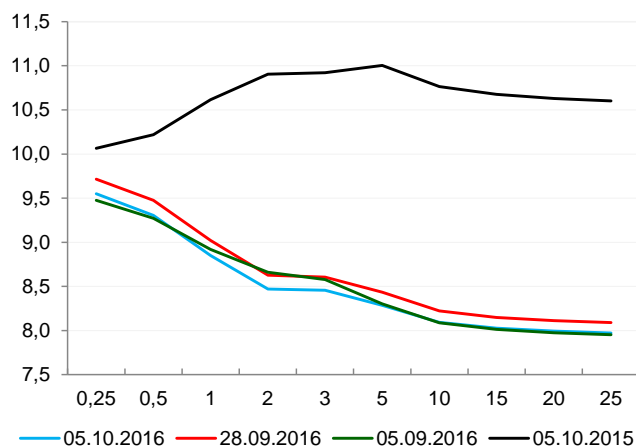
Данный приток в значительной степени был связан с увеличением задолженности банков перед госсектором на фоне роста потребности банков в дополнительной ликвидности. В отсутствие достаточных поступлений с казначейских счетов от расходования бюджетных средств банки были вынуждены компенсировать недостаток ликвидности за счет привлекаемых средств Банка России.

**Рисунок 48. Динамика доходности российских еврооблигаций, %**



Источник: Cbonds.

**Рисунок 49. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %**

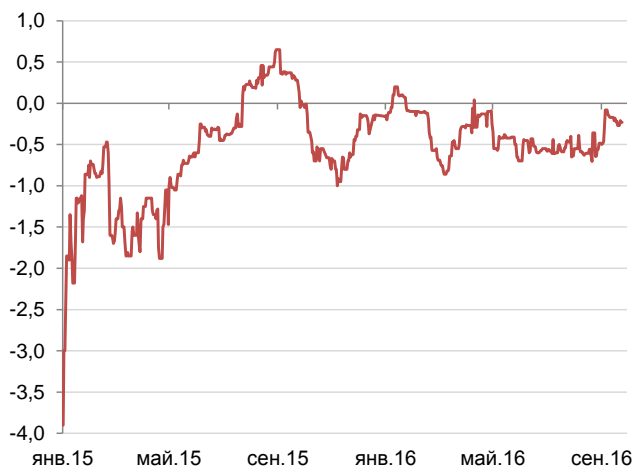


Источник: Московская Биржа.

<sup>14</sup> Тенденция, которая продолжается с весны.

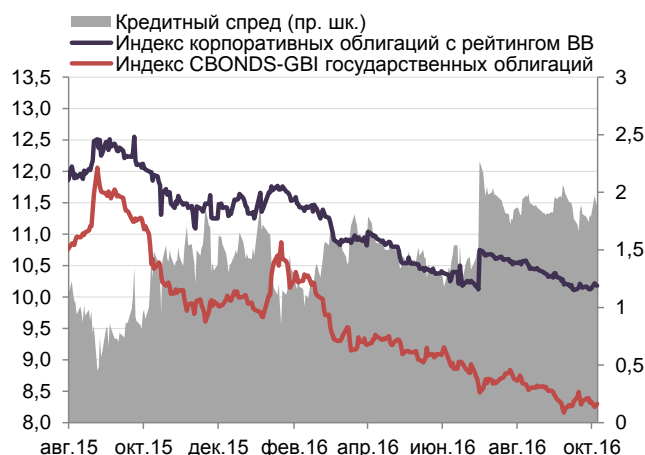
<sup>15</sup> 508 млрд руб.

**Рисунок 50. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых**



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

**Рисунок 51. Динамика доходности рублевых облигаций, %**



Источник: Cbonds.

Наиболее вероятной причиной резкого роста спроса на рублевые средства стала необходимость большего запаса ликвидности для соответствия новому уровню нормативов обязательного резервирования (НОР). НОР были повышены еще в августе, однако основной эффект от этой меры стал заметен в сентябре вследствие слишком низкого уровня остатков на корсчетах в Банке России в начале нового периода усреднения (с 10 сентября)<sup>16</sup>. К примеру, к 16 сентября уровень остатков на корсчетах в Банке России опустился до локального минимума 1,36 трлн руб. В течение нескольких дней с помощью инструментов Банка России он был восстановлен до 2,5 трлн руб. за счет аукционов недельного РЕПО и временного привлечения крупными банками краткосрочных кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами. Это способствовало временному возвращению спреда RUONIA к ключевой ставке Банка России в отрицательную зону.

На последней неделе месяца абсорбирование ликвидности со стороны Банка России возобновилось. Замена недельного аукциона РЕПО депозитным аукционом вынудило банки погасить крупный объем задолженности по аукционному РЕПО (-620 млрд руб.), значительная часть которого была заменена РЕПО с Банком России по более высокой фиксированной ставке<sup>17</sup>. Кроме того, в рамках депозитного аукциона из системы временно было изъято около 180 млрд руб. Некоторые банки нарастили задолженность по инструментам Казначейства РФ на 440 млрд руб. Учитывая концентрацию данных средств в очень небольшом количестве банков, такое распределение ликвидности не способствовало улучшению ситуации на денежном рынке. В результате, к концу месяца краткосрочные ставки денежного рынка превысили ключевую ставку Банка России, чего не наблюдалось с весны 2016 года<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> Навес ликвидности, накопленный на корсчетах и депозитах в Банке России, был постепенно израсходован во время налогового периода.

<sup>17</sup> Ставка по которому выше минимальной ставки по аукционному РЕПО на 1 п.п.

<sup>18</sup> До +50 б.п. к ключевой ставке Банка России.



Между тем необходимо учитывать, что в целом банковская система на данный момент аккумулировала достаточный запас ликвидности, и произошедший рост ставок скорее связан с неравномерностью циркуляции денежных средств и высокой сегментированностью денежного рынка, нежели с недостатком средств. Вполне возможно, что основной приток ликвидности, генерируемый расходами Резервного фонда, переходит в депозиты Банка России. Это ограничивает переток средств на рынок МБК. Как бы то ни было, отклонения краткосрочных рыночных ставок МБК от ключевой ставки по-прежнему невелики.

**Рисунок 52. Спред RUONIA к ключевой ставке Банка России, б.п.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 54. Динамика чистой ликвидной позиции банков перед Банком России, млрд руб.**



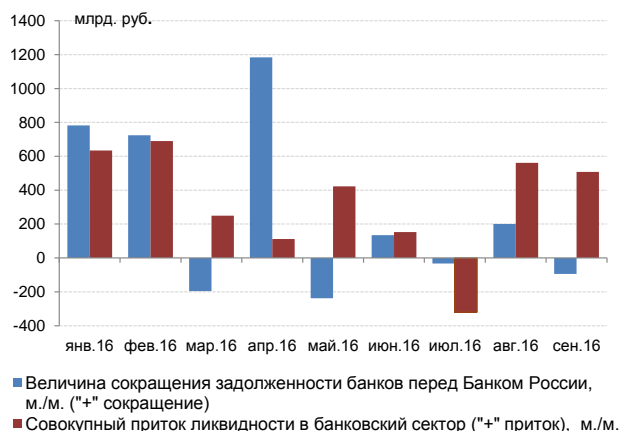
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 53. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 55. Сравнительная динамика сокращения задолженности банков перед Банком России и чистого притока ликвидности**



\* Оценка ДИП по данным за 1–30 сентября.

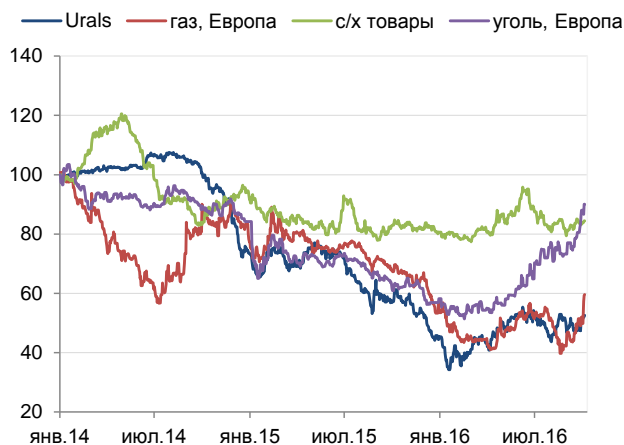
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### 1.3.3. Товарные рынки: страны ОПЕК договорились?

- В сентябре фундаментальные факторы продолжили давить на нефтяные цены: рост добычи в мире, в том числе из-за стабилизации добычи в США, привел к смещению ожидаемой балансировки нефтяного рынка на более поздний срок (вторую половину 2017 года)...
- ... однако по итогам сентября нефтяные цены выросли благодаря соглашению стран ОПЕК о сокращении добычи нефти...
- ... которое будет сложно реализовать, результатом чего может стать лишь временный всплеск нефтяных цен.
- Поддержку нефтяным ценам также оказывает Китай, где добыча продолжает снижаться, а накопление стратегических запасов нефти активизировалось.

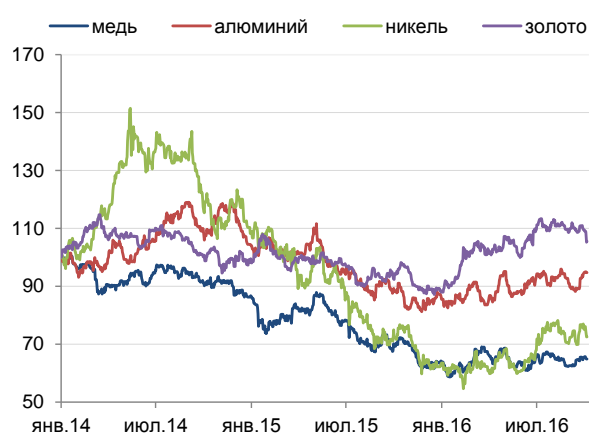
В сентябре цены на товары и металлы выросли (Рисунок 56, Рисунок 57). Индекс сырьевых товаров Bloomberg увеличился на 3%.

**Рисунок 56. Цены на основные товары  
(январь 2014 = 100)**



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

**Рисунок 57. Цены на основные металлы  
(январь 2014 = 100)**



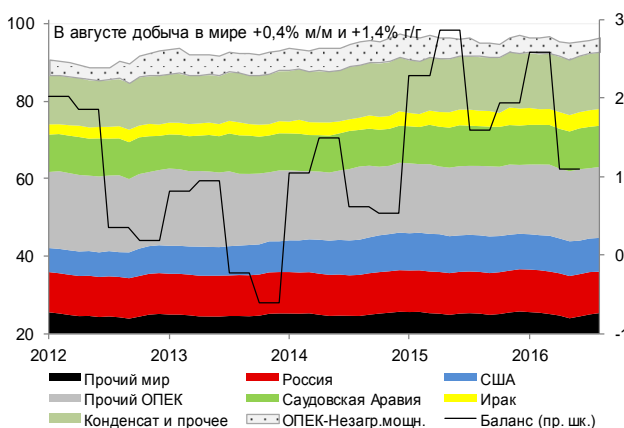
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Нефтяные цены в сентябре остались под давлением со стороны фундаментальных факторов. По данным Bloomberg, в августе добыча нефти и жидкого топлива выросла на 0,4% м/м и 1,4% г/г с положительной динамикой как в странах ОПЕК, так и в других странах (Рисунок 58). Сентябрьские данные могут показать дальнейшее улучшение динамики. В частности, по данным Bloomberg, страны ОПЕК и Россия обновили свои рекорды добычи нефти.

Международное энергетическое агентство, ОПЕК и Минэнерго США (EIA) пересмотрели прогноз предложения вверх опережающим темпом относительно спроса, а момент балансировки рынка сместили на более поздний период – не ранее середины 2017 года (Рисунок 59).

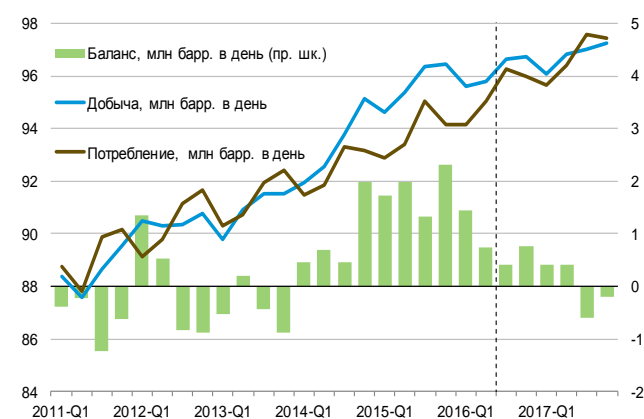
При этом оценки JBC Energy показывают, что балансировка нефтяного рынка может отложиться на годы, поскольку в ближайшие кварталы ожидается появление на рынке миллионов баррелей нефти из новых месторождений в традиционных районах добычи. Они начали разрабатываться в периоды высоких цен и должны не только заместить иссякающие месторождения, но и добавить к предложению около 2,7 млн барр. в день. Если данные расчеты верны, то замедляющийся рост спроса сможет абсорбировать подобные объемы нефти не менее чем за три года.

**Рисунок 58. Добыча и баланс на нефтяном рынке, млн барр. в день**



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

**Рисунок 59. Оценки EIA добычи, потребления и баланса на мировом рынке жидкого топлива**



Источник: EIA.

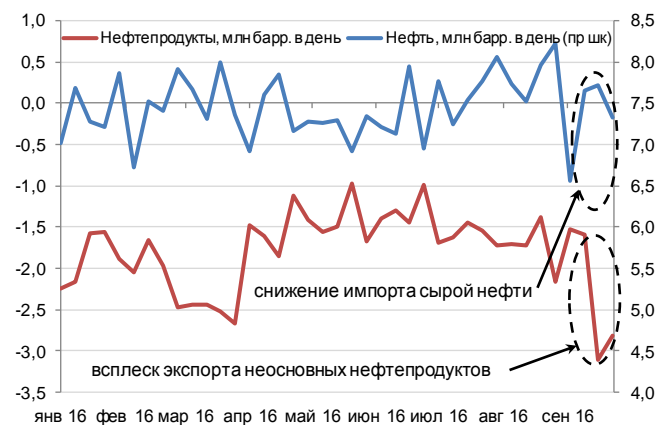
Статистика по нефтяному рынку США продолжает оказывать давление на цены. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов показали слабую отрицательную динамику (Рисунок 60), но это является следствием временного снижения импорта нефти, прежде всего из-за последствий урагана, а также в связи со всплеском экспорта неосновных нефтепродуктов<sup>19</sup> (Рисунок 61). Данные, очищенные от влияния этих факторов, не позволяют сделать вывод об улучшении ситуации на нефтяном рынке.

**Рисунок 60. Совокупные коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 61. Чистый импорт нефти и нефтепродуктов в США**



Источник: EIA.

<sup>19</sup> Статистика EIA не позволяет выявить конкретные виды углеводородов.

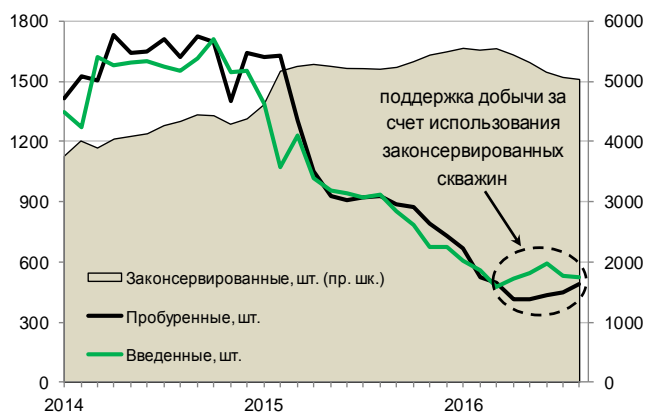
EIA снова повысило оценку устойчивости добычи нефти в США к низким ценам, и мы полагаем, что она может продолжить улучшаться – добыча стабилизируется возле отметки 8,5 млн барр. в день (Рисунок 62). Анализ показывает, что добыча сланцевой нефти продолжает сокращаться во всех регионах за исключением Permian, и еще большее снижение добычи сдерживает последовательное введение в действие законсервированных скважин начиная с апреля (Рисунок 63). Однако в последние месяцы замедление темпа снижения добычи сланцев происходит все в большей мере за счет фундаментальных факторов: возрастающей буровой активности (+4% за четыре недели к 30 сентября – Рисунок 64) и продолжающегося роста эффективности добычи (+2% м/м в августе – Рисунок 65).

**Рисунок 62. Добыча нефти в США**



Источник: EIA.

**Рисунок 63. Пробуренные и введенные в эксплуатацию сланцевые скважины (в месяц) и законсервированные скважины (на конец месяца) в США\***



\* Сентябрь–октябрь 2016 года – прогноз EIA.

Источники: EIA, расчеты ДИП.

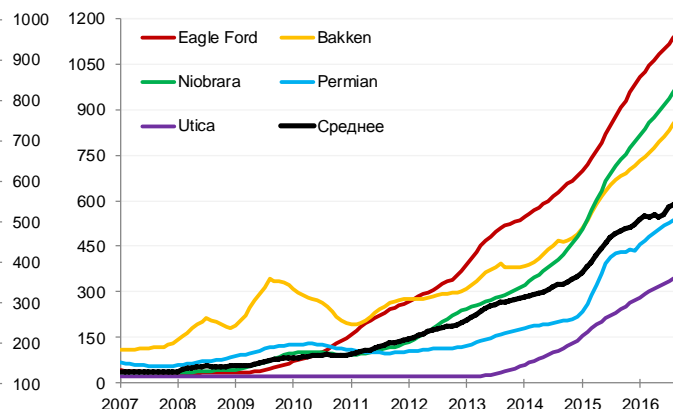
Энергетический обзор ФРС Далласа за III квартал 2016 года показывает, что экономическая активность энергетических компаний в одиннадцатом округе США, куда входят Техас и прилегающие территории соседних штатов, растет. Это справедливо как для компаний, занимающихся непосредственно добычей, так и для обслуживающих их фирм. В частности, в III квартале выросли капитальные расходы, компенсировав негативную динамику в II квартале.

**Рисунок 64. Число буровых установок и разрешений на бурение в Техасе**



Источники: EIA, Railroad Commission of Texas.

**Рисунок 65. Средняя эффективность добычи нефти на сланцевых месторождениях в США, барр. в день**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Однако по итогам сентября нефтяные цены выросли (Brent на 4%) благодаря решению ОПЕК об ограничении добычи на уровне 32,5–33,0 млн барр. в день, что, по данным Bloomberg, на 0,5–1,0 млн барр. ниже текущего уровня. Основываясь на оценках избытка нефти на рынке со стороны ведущих международных организаций, это может сдвинуть момент балансировки рынка на конец 2016 года – начало 2017 года.

При этом большинство аналитиков скептически относятся относительно возможности реализации данного соглашения. Очевидно, что реализация соглашения возможна только в случае участия подавляющего большинства стран ОПЕК. Также логично предположить, что решение должно предусматривать сокращение каждой из стран доли своей добычи (исходя из августовского уровня добычи ОПЕК – на 1,5–3,0%). Кроме того, очевидно, что отдельно взятая страна не будет принимать участия в реализации соглашения, если это вызовет потери в доходах относительно их текущего состояния, с учетом возможностей по наращиванию добычи в ближайшие месяцы.

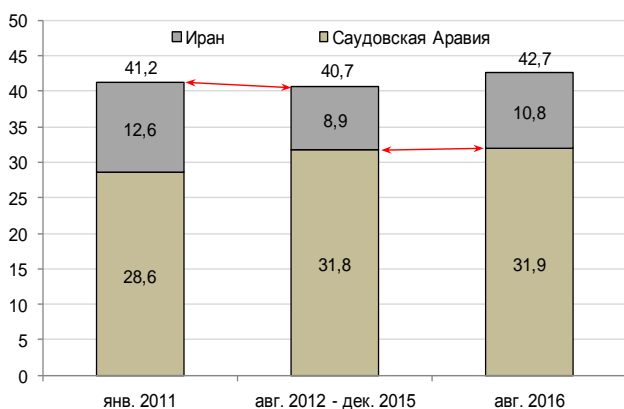
Попытка договориться о страновых квотах была предпринята уже на встрече в Алжире. Однако, во-первых, страны пытались завянуть объемы своей добычи. Так, Ирак и Иран уверяли, что ОПЕК недооценивает их добычу на 0,3 и 0,2 млн барр. в день соответственно. Во-вторых, страны добивались принятия в качестве основы для расчетов разные, наиболее благоприятные для себя периоды. Иран назвал своей целью возвращение доли в ОПЕК до введения против него санкций – по данным Bloomberg, около 12,6% в январе 2011 года, или почти на 2 п.п. выше, чем в августе 2016 года. Значительную часть этой доли заняла Саудовская Аравия, которая продолжает ее сохранять после снятия санкций с Ирана (Рисунок 66). В течение 2016 года также происходили существенные изменения долей стран. Например, в августе относительно января существенно снизились доли Венесуэлы и Ирака.

Это позволяет предположить, что реализация соглашения возможна лишь при непропорционально высоком вкладе в сокращение добычи со стороны Саудовской Аравии и других относительно богатых стран ОПЕК, что не в их интересах. Вероятность реализации решения о сокращении добычи еще больше снижается, если

учесть, что вероятным условием со стороны ОПЕК будет присоединение к сокращению добычи стран, не входящих в организацию.

Наконец, даже если страны ОПЕК придут к соглашению по распределению квот на сокращение добычи между странами, опыт показывает, что такие соглашения часто нарушаются: за 1999–2015 годы фактическая добыча в среднем более чем на 4% превышала установленные ОПЕК квоты (Рисунок 67). В текущих условиях это порядка 1,35 млн барр. в день.

**Рисунок 66. Доли Саудовской Аравии и Ирана в добыче ОПЕК, %**



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

**Рисунок 67. Сопоставление квот с фактической добычей странами ОПЕК**

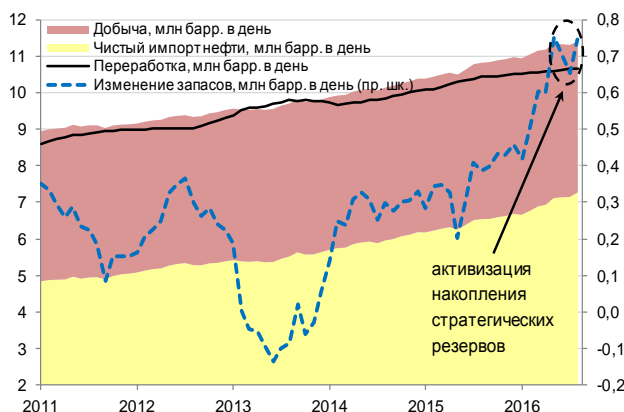


\* Ирак не был включен в систему квот.

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

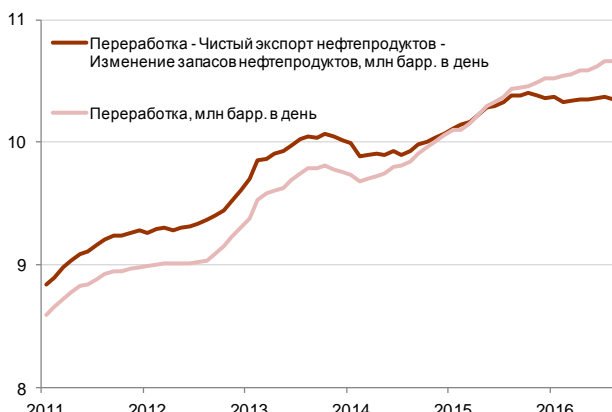
Китай продолжает оказывать поддержку нефтяным ценам. Со стороны предложения продолжается заметное снижение добычи, которое за январь–август составило 0,4 млн барр. в день, или почти 10% объема добычи (Рисунок 68). Со стороны спроса активизировалось накопление стратегических резервов, которое в июле–августе составило, по нашим оценкам, почти 0,9 млн барр. в день (Рисунок 68). При этом потребление нефтепродуктов продолжает стагнировать (Рисунок 69).

**Рисунок 68. Добыча, чистый импорт, переработка и изменение запасов нефти в Китае, 12-месячные средние**



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

**Рисунок 69. Переработка и потребление нефти в Китае, 12-месячные средние**



Источники: Bloomberg Finance L.P., Xinhua News Agency, расчеты ДИП.

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

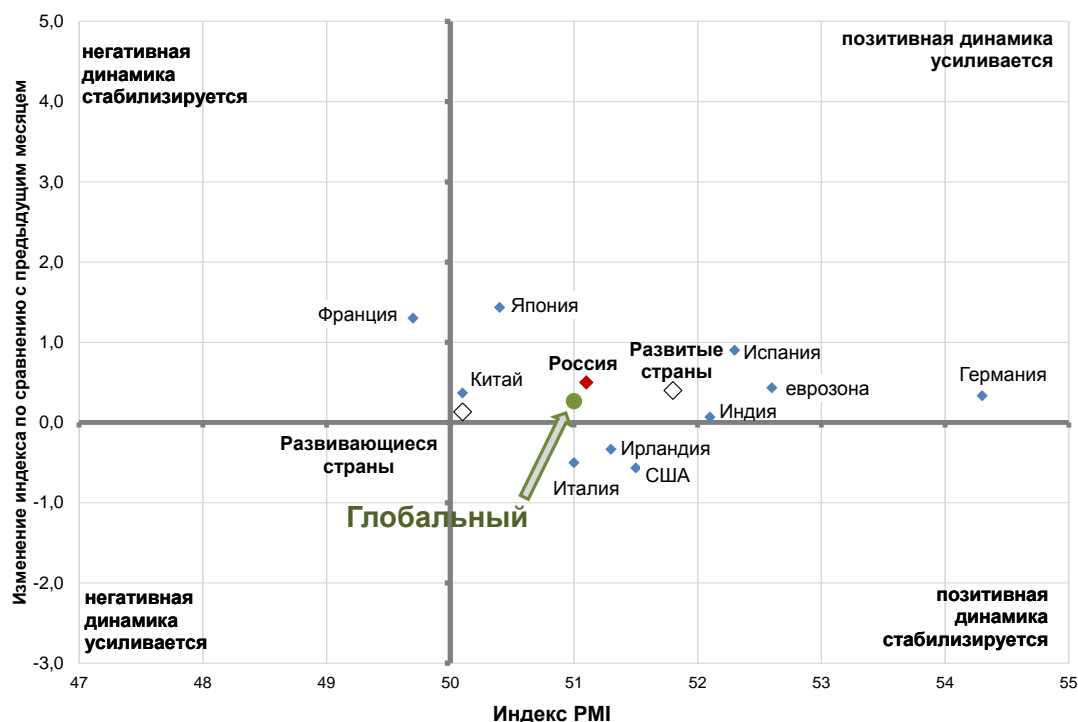
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

Данные по индексам PMI за сентябрь (Рисунок 70) указывают на замедление темпов роста деловой активности в США при ускорении - в еврозоне.

Для США был опубликован только предварительный PMI в обрабатывающей промышленности, который в сентябре снизился с 52,0 до 51,4. В еврозоне композитный PMI опустился до минимума за 20 месяцев, а Германия теряет роль локомотива – ее композитный PMI (52,7) оказался ниже композитного PMI Франции (53,3). В целом по еврозоне индекс PMI в обрабатывающих отраслях вырос, а в секторе услуг было зафиксировано заметное замедление роста деловой активности. Динамика опережающих компонент также не предполагает существенного ускорения в этом секторе в ближайшее время.

Таким образом, глобальные опережающие индикаторы сигнализируют об отсутствии предпосылок для ускорения роста мировой экономик в ближайшие месяцы.

**Рисунок 70. Динамика индекса PMI в обрабатывающей промышленности за сентябрь и изменение к среднему значению за июнь-август**



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

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

### 2.2.1. Индексная оценка ВВП продолжает указывать на рост

- Индексная оценка ВВП за III квартал в сентябре практически не изменилась по сравнению с аналогичной оценкой в августе: результаты модельных расчетов продолжают указывать на положительный прирост ВВП в текущем квартале на уровне 0,1-0,2% к/к с сезонной корректировкой.

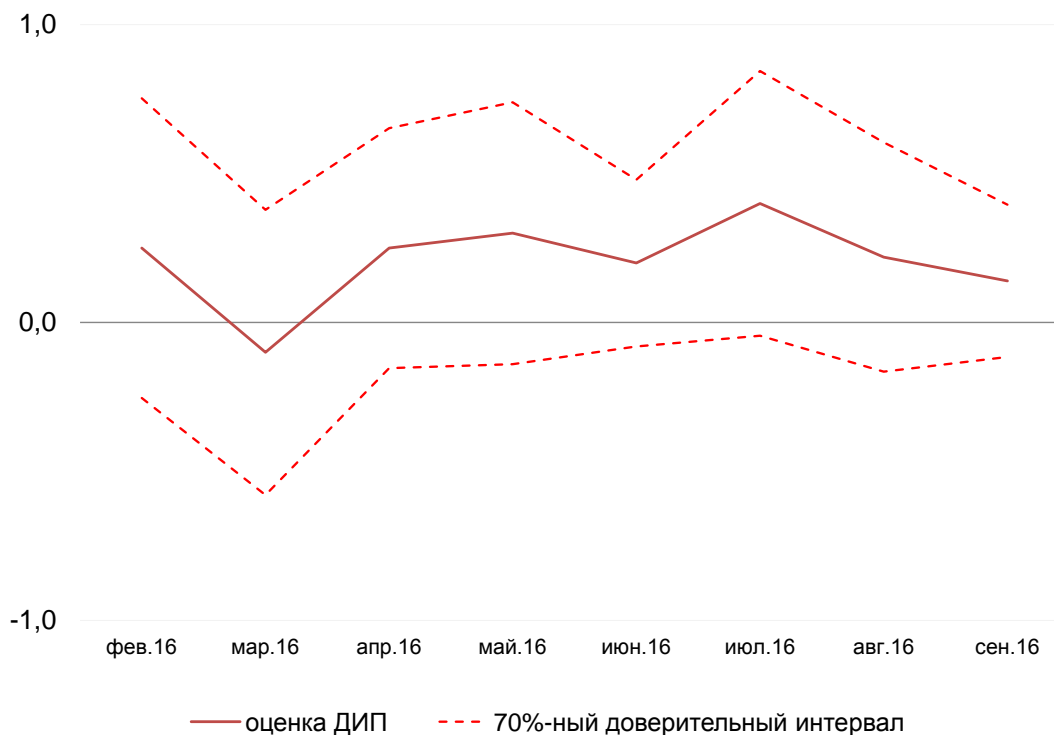
	<b>Сентябрь 2016 года</b>	<b>Август 2016 года</b>
	<b>В % к предыдущему кварталу</b>	<b>В % к предыдущему кварталу</b>
III квартал 2016	<b>0,1-0,2</b>	<b>0,2</b>
IV квартал 2016	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
I квартал 2017	<b>0,3</b>	-

*Расчетные значения приведены с учетом первой оценки Росстата по ВВП за II квартал на уровне -0,6% г/г*

- Фактическая динамика экономической активности в течение последних нескольких месяцев достаточно отчетливо следует за опережающими показателями деловой активности – за последние полгода изменения модельных оценок было минимальным (Рисунок 71).
- Наши расчеты также показали, что индексная оценка ВВП, рассчитанная ДИП с учетом опубликованных данных Росстата по краткосрочным показателям экономической активности за август, может варьироваться в зависимости от результатов сезонной корректировки данных показателей. Однако соответствующая погрешность модельных расчетов не превышает 0,1 п.п.
- Модельный расчет на I квартал 2017 года указывает на рост ВВП на 0,3% к/к с устранением сезонности. Однако данная оценка пока еще сопряжена с высоким уровнем неопределенности и в дальнейшем может быть неоднократно скорректирована.
- По итогам 2016 года рост, по нашим оценкам, окажется ближе к нижней границе текущего официального прогноза Банка России в базовом сценарии (спад на 0,3-0,7%).



**Рисунок 71. Оценка темпа прироста ВВП в III квартале 2016 года,  
% к/к**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### **2.2.2. Ужесточение риторики Банка России понизило ожидания аналитиков по инфляции**

- Финансовые аналитики пересмотрели свои ожидания по ключевой ставке в сторону повышения...
- Это привело к повышению прогнозов аналитиков по ключевой ставке в 2017 года, но траектория снижения ключевой ставки Банка России в будущем году ожидается прежней
- Разрыв между ожиданиями по инфляции в конце 2017 года по-прежнему значительно превышает отметку в 4%.

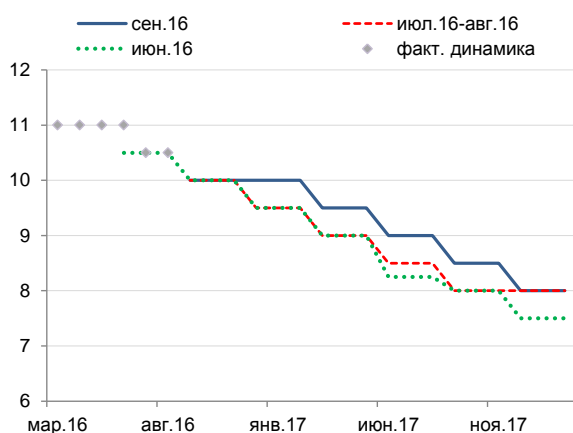
Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, в сентябре финансовые аналитики изменили свои ожидания как по ключевой ставке, так и по инфляции.

В пресс-релизе по итогам прошедшего 16 сентября Совета директоров, на котором было принято решение снизить ключевую ставку на 50 б.п., до 10% годовых, Банк России подчеркнул, что будет поддерживать достигнутый уровень ключевой ставки до конца 2016 года с возможностью ее снижения в I–II квартале 2017 года. Принятое решение о поддержании процентной ставки на текущем уровне, по мнению Банка России, позволит снизить инфляционные ожидания.

На фоне относительно жесткого пресс-релиза о намерениях Банка России (forward guidance) медианный прогноз аналитиков по поводу ключевой ставки был автоматически пересмотрен вверх (Рисунок 72). В то же время аналитики не скорректировали существенным образом траекторию дальнейшего снижения ключевой ставки Банка России, которое при отсутствии новых внешних шоков позволит достичь цели по инфляции 4% к концу 2017 года. Таким образом, эксперты в целом поумерили свои ожидания смягчения денежно-кредитной политики и в своих прогнозах последовали за риторикой Банка России о необходимости сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий. В 2017 году, согласно медианному прогнозу, предполагается четыре снижения ключевой ставки по 50 б.п. Ожидается, что на конец I квартала 2017 года ключевая ставка составит 9,5%.

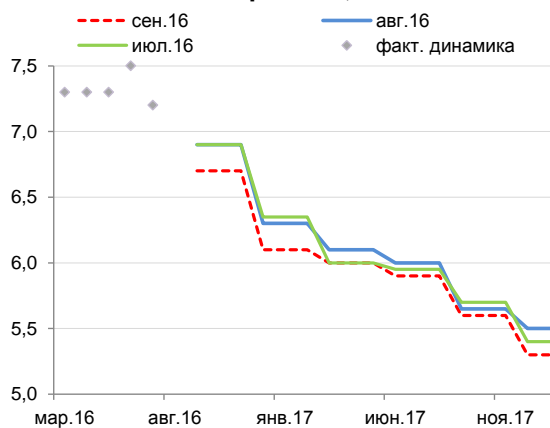
Сопровождавшая предыдущий пресс-релиз более жесткая, чем ожидалось ранее, риторика Банка России также могла выступить своеобразным сигналом о четком намерении центрального банка снизить инфляцию до заявленной целевой отметки к концу будущего года. Так, консенсус-прогноз по потребительской инфляции был понижен по сравнению с результатами опросов в июле–августе (Рисунок 73). Тем не менее медианные ожидания по инфляции в 2017 году все еще находятся выше отметки 5,0%.

**Рисунок 72. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 73. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

### 3. В фокусе. Экспорт российского угля: риски в свете глобальных тенденций

- Выполнение странами обязательств в рамках экологических программ может привести к снижению мирового спроса на уголь.
- Однако переход на новую энергетическую политику требует времени и инвестиций, и, скорее всего, обязательства стран по сокращению использования угля не будут выполнены в намеченные сроки. Поэтому скорость и масштабы перемен, связанных с выполнением экологических программ, остаются неясными.
- Главной неопределенностью рынка остается политика Китая и Индии.
- Реформа угольной отрасли в Китае, направленная на поддержку собственных производителей, проводится в ущерб импорту угля. В перспективе ожидается постепенное снижение издержек в отрасли, что будет ограничивать возможности для конкуренции импортных поставок угля на китайском рынке.
- С учетом имеющихся возможностей по наращиванию собственной угледобычи в Индии траектория развития индийского импорта остается неопределенной.
- В свете мировых тенденций существует риск, что планы по расширению российского экспорта угля в восточном направлении и развития необходимой для этого транспортной и портовой инфраструктуры могут быть реализованы не в полном объеме.

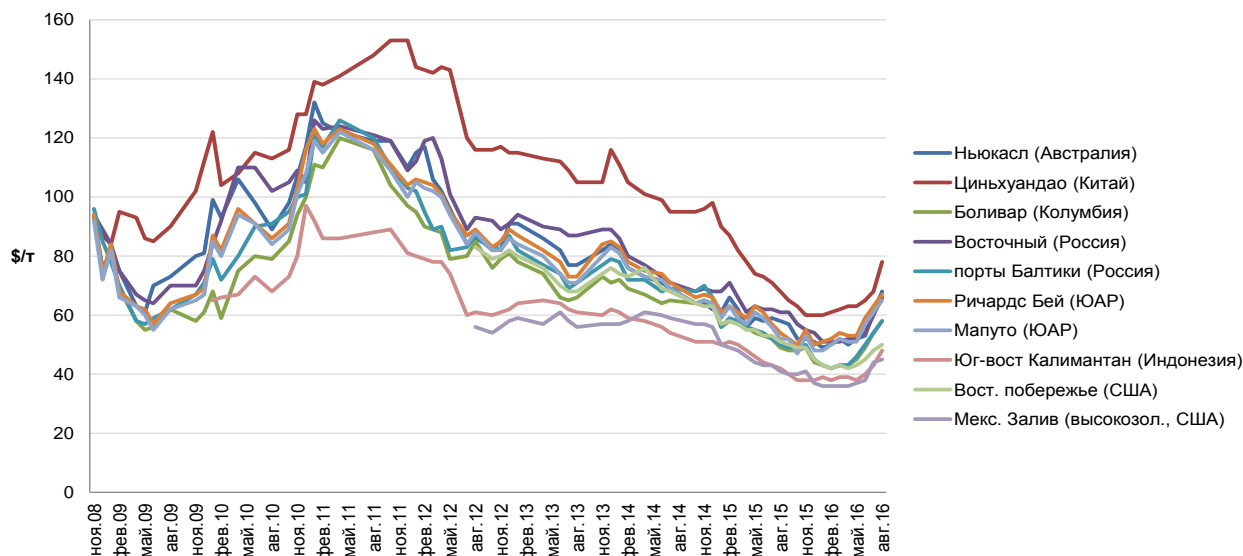
В условиях стагнации внутреннего спроса на уголь экспорт выступает основным драйвером развития угольной отрасли в России. Его доля в структуре поставок растет (46,4% в 2015 году) при относительно стабильном объеме поставок угля на внутренний рынок.

За 2002–2011 годы потребление угля в мире выросло в полтора раза, в 2012–2014 годах наблюдалась стабилизация потребления, а в 2015 году наметилось снижение его объемов. Глобальный рынок угля пришел в состояние избыточного предложения, а цены на энергетический уголь к началу 2016 года упали до минимального уровня с 2012 года (Рисунок 74). Неопределенность мирового спроса на уголь в среднесрочной перспективе может сказаться на объемах российского экспорта. Это несет риски для долгосрочного развития угледобычи в России.

Во-первых, остаются пока неясными скорость и масштабы перемен, связанных с обязательствами ЕС и США по сокращению выбросов углекислого газа и Китая по выполнению программы реконструкции угольной генерации. С одной стороны, эти меры должны привести к снижению мирового спроса на уголь. По оценкам Международного энергетического агентства (IEA), в случае выполнения странами экологических программ потребление угля в мире останется на текущем уровне (8 млрд т)

до 2020 года, а в дальнейшем будет уменьшаться на 2,5–3,5% в год, до 5 млрд т к 2035 году<sup>20</sup>.

**Рисунок 74. Цена на энергетический уголь на спотовом мировом рынке в портах отгрузки, FOB, долл./т**



Источник: Росинформуголь.

С другой стороны, переход к новой энергетической политике требует времени и инвестиций, и, скорее всего, страны не выполнят взятые на себя экологические обязательства. По мнению S&P, изменения в структуре энергетики Китая, США и ЕС могут стабилизировать рост спроса на уголь течение следующих лет, и существенное сокращение использования угля в среднесрочной перспективе маловероятно ввиду отсутствия альтернативных источников, которые могли бы обеспечить весь потребляемый объем энергии за этот период.

Во-вторых, главной неопределенностью рынка остается политика Китая и Индии. Мировые цены на уголь в среднесрочной перспективе будут чувствительны к импорту из этих стран.

Китай является лидером по производству и потреблению (45% от мирового потребления) угля в мире. Однако, вероятно, китайский спрос на уголь не будет расти прежними темпами (7,5% в год). С 2015 года КНР приступила к выполнению программы реконструкции угольной генерации, в соответствии с которой планируется ограничение объема добычи и потребления угля в стране и переход на более экологически чистые источники энергии – природный газ и возобновляемые источники энергии. Согласно этой программе к 2020 году объемы потребления угля не должны превысить 4,2 млрд т (при текущих 3,9 млрд т), а среднегодовой темп роста потребления снизится до 3,5%.

<sup>20</sup> Carbon Constraints Cast A Shadow Over The Future Of The Coal Industry. *Standard & Poor's RatingsDirect*. 2015. Aug. 27.

Спрос на уголь в Китае будет также сдерживаться замедлением темпов экономического развития и отсутствием больших объемов угля высокого качества в долгосрочной перспективе, создавая риски для экономики, ориентированной на угляегенерацию. По данным ВР, существующих запасов угля в объеме 113 млрд т, половина из которых приходится на уголь низкого качества, при текущем уровне производства хватит на 30 лет<sup>21</sup>.

Газ может стать альтернативой углю в долгосрочной перспективе. По плану правительства КНР производство сланцевого газа к 2020 году вырастет до 150–250 млн т в эквиваленте угля, что составит лишь 4–6% от его потребления в стране<sup>22</sup>. К тому же поставленные цели могут быть и не выполнены с учетом геологических проблем, отсутствия необходимой инфраструктуры и пр. Другим источником являются поставки природного газа из России, которые планируется начать в 2019–2021 годах. С помощью этих поставок Китай собирается удвоить потребление природного газа к 2020 году. Чтобы достичь этой цели, потребуется строительство объектов для хранения сжиженного природного газа. В связи с этим эффект от введения новых программ займет некоторое время.

Низкие цены на импортируемый уголь заставили китайских производителей снижать цены на внутреннем рынке. Это привело к потерям во всей отрасли. В 2015 году порядка 70% предприятий угольной промышленности Китая были убыточными. В апреле 2016 года правительство Китая приняло меры по реструктуризации угольной отрасли в рамках реформы, направленной на сокращение мощностей, прежде всего за счет снижения количества рабочих дней в году для угледобывающих предприятий с 330 до 276.

Регулирующие действия Китая стали глобальным драйвером цен на уголь в 2016 году. При отсутствии вмешательства государства на китайском рынке глобальные цены на энергетический уголь могли бы оставаться на уровне 50 долл./т, достигнутом к концу прошлого года. Это соответствует минимуму за период с 2012 года. Вместо этого к концу лета текущего года мировые цены приблизились к уровню цен в КНР. Ценовой арбитраж между ценами на китайский и австралийский уголь (основной ориентир в глобальной торговле углем) сократился, что снижает стимулы Китая импортировать его из других стран. Таким образом, текущая политика по поддержке китайских производителей проводится в ущерб импорту угля.

Частичному восстановлению цен на энергетический уголь со II квартала текущего года способствовали сбои в морских поставках угля из-за наводнения в Индонезии, слабый доллар и продолжающееся укрепление цен на нефть. Однако слабый спрос по-прежнему ухудшает ситуацию на рынке.

Мировые цены на уголь, поставляемый морским транспортом, будут и в дальнейшем поддерживаться политикой Китая. В этом контексте, по прогнозам Goldman

<sup>21</sup> Carbon Constraints Cast A Shadow Over The Future Of The Coal Industry. *Standard & Poor's RatingsDirect*. 2015. Aug. 27.

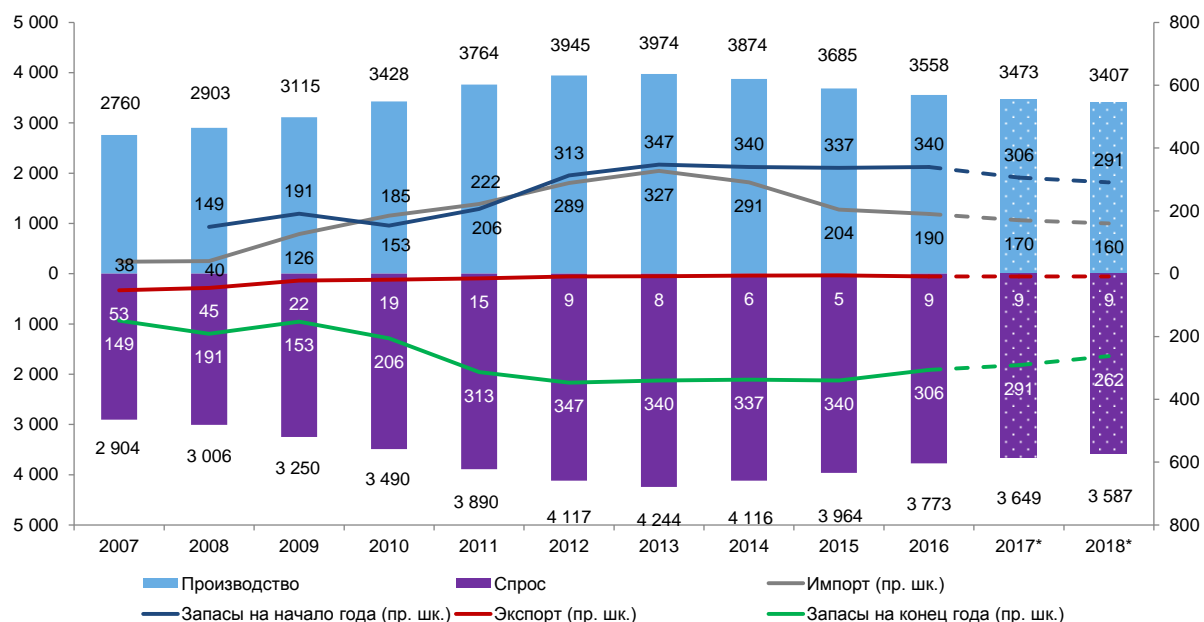
<sup>22</sup> Там же.

Sachs, мировые цены на энергетический уголь (Newcastle, Австралия) в ближайшие 12 месяцев поднимутся с минимума 50 долл./т, но не превысят 60–65 долл./т<sup>23</sup>. Это соответствует уровню цен начала 2015 года. В то же время реструктуризация шахт, сокращение объемов избыточной рабочей силы и снижение курса юаня по отношению к доллару будут способствовать снижению издержек в отрасли и смещению положения китайских производителей на кривой затрат влево, так как спрос на уголь в Китае продолжает падать.

В долгосрочной перспективе, однако, равновесие будет смещаться. Поддержка государства закончится после того, как сектор сократится до такой степени, чтобы сохранить жизнеспособность в условиях продолжающегося спада доли угля в мировом топливном балансе и связанного с ним сокращения прибыли.

Согласно данной реформе, правительство Китая намерено сократить мощности по добыче угля на 500 млн тонн в течение 3–5 лет. Это вызовет сокращение численности рабочих на 1,3 млн человек (с 6 млн человек, занятых сегодня в отрасли). Снижению напряженности на рынке труда будет способствовать отрицательная динамика численности занятых и доли занятых в населении страны, а также замедление притока мигрантов. К тому же увеличивается возраст мигрантов, и, как следствие, сокращается потребность в рабочих местах, поскольку снижается период до выхода на пенсию. Кроме того, рабочая сила может быть перераспределена между секторами (к примеру, в строительный сектор, сферу услуг или в производство возобновляемых ресурсов).

Рисунок 75. Спрос и предложение угля в Китае, млн тонн



Источник: Goldman Sachs.

<sup>23</sup> China: Metals & Mining: The New Old China – Why capacity exits will accelerate from 2H16, June 27, 2016. Goldman Sachs Global Investment Research.

Создание специального фонда для субсидирования местных властей, достигших поставленных целей по сокращению мощностей, должно стимулировать региональные правительства к проведению реформы.

По оценкам Goldman Sachs<sup>24</sup>, мощности по добыче угля могут быть сокращены даже в большей степени, чем планирует правительство, – на 800 млн т, или на 16%, в течение 2016–2020 годов. При этом уровень использования мощностей должен вырасти с текущих 72 до 77%. Предполагается, что при увеличении загрузки и отсутствии других шоков рентабельность капитала крупнейших предприятий после минимальных значений в 2015–2016 годах начнет медленный подъем. Лидеры отрасли окажутся в выгодном положении благодаря своей рыночной доле и конкурентоспособности по издержкам. Это приведет к тому, что возможности для конкуренции импортных поставок угля на китайском рынке снизятся.

В условиях снижения спроса со стороны Китая происходит тенденция смещения акцентов на Индию, где добыча угля сильно отстает от потребления. По данным S&P, с учетом текущих темпов роста в Индии спрос на уголь может возрасти до 1,1 млрд т к 2020 году с текущих 900 млн т. В связи с этим, по разным оценкам, импорт может увеличиться с 230 млн т до 300–400 млн т. Однако непонятно, по какой траектории будет развиваться индийский импорт и сможет ли он покрыть выпадающие объемы поставок на китайский рынок. В стране имеются большие запасы угля, и, если получит развитие собственное производство, это приведет к еще большей разбалансировке глобального рынка.

В США угольная промышленность находится в состоянии стагнации. Обнаружение больших запасов сланцевого газа в США в начале 2010 года привело к резкому падению цен на газ и переходу с угля на газовые источники энергии. Введение более жестких норм, связанных с регулированием выбросов, и падение цен на уголь привели к тому, что многие предприятия угледобывающей промышленности стали убыточными.

Дополнительным фактором, усугубляющим положение отрасли, является отток инвестиционных средств из предприятий. Система пенсионного страхования будет изымать денежные средства из угледобывающих предприятий из-за их низких финансовых показателей и негативного воздействия на окружающую среду.

В 2014 году угледобывающие производства США экспортировали около 110 млн т энергетического угля. В 2016 году экспорт из США, по предварительным данным, может упасть до 80 млн т.

Однако полное замещение угля сланцевым газом в США не представляется возможным. По данным S&P, дешевый газ может заместить 100–200 млн т угля

---

<sup>24</sup> China: Metals & Mining: The New Old China – Why capacity exits will accelerate from 2H16, June 27, 2016. Goldman Sachs Global Investment Research.

(12–24% от текущего потребления угля в стране)<sup>25</sup>. К тому же повышение цен на нефть будет поддерживать дальнейшее использование угля.

Страны ЕС также сокращают потребление угля в условиях ужесточения экологических норм. В 2015 году поставки российского угля упали в Великобритании и Германии. В Европе производство альтернативных источников энергии в условиях низких цен на энергоресурсы нерентабельно и дотируется государством. В условиях замедления роста экономики отдельных европейских стран (например, Германии) снижается субсидирование возобновляемых источников энергии, что стимулирует потребление газа.

Программы по снижению выбросов углекислого газа не должны оказывать сильного влияния на добычу угля в развивающихся азиатских странах. В большинстве стран Юго-Восточной Азии (Вьетнам, Таиланд, Малайзия, Индонезия) фиксируются высокие темпы роста потребления угля, однако абсолютные значения пока остаются невысокими.

В свете глобальных тенденций объем российского экспорта угля в атлантическом направлении (страны Европы и СНГ) в среднесрочной перспективе сохранится примерно на текущем уровне – около 80 млн т, но может иметь тенденцию к снижению. В восточном направлении планы по расширению экспорта (с 72 млн т в 2015 году до 84–115 млн т к 2020 году и 110–160 млн т к 2030 году<sup>26</sup>) и развитию необходимых для этого дополнительных центров добычи, транспортной и портовой инфраструктуры, скорее всего, могут быть реализованы не в полном объеме.

<sup>25</sup> Carbon Constraints Cast A Shadow Over The Future Of The Coal Industry. *Standard & Poor's RatingsDirect*. 2015. Aug. 27.

<sup>26</sup> В соответствии с Государственной программой развития угольной промышленности России на период до 2030 года.



## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Ирина Богачева

Сергей Власов

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Пономаренко

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Андрей Синяков

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева