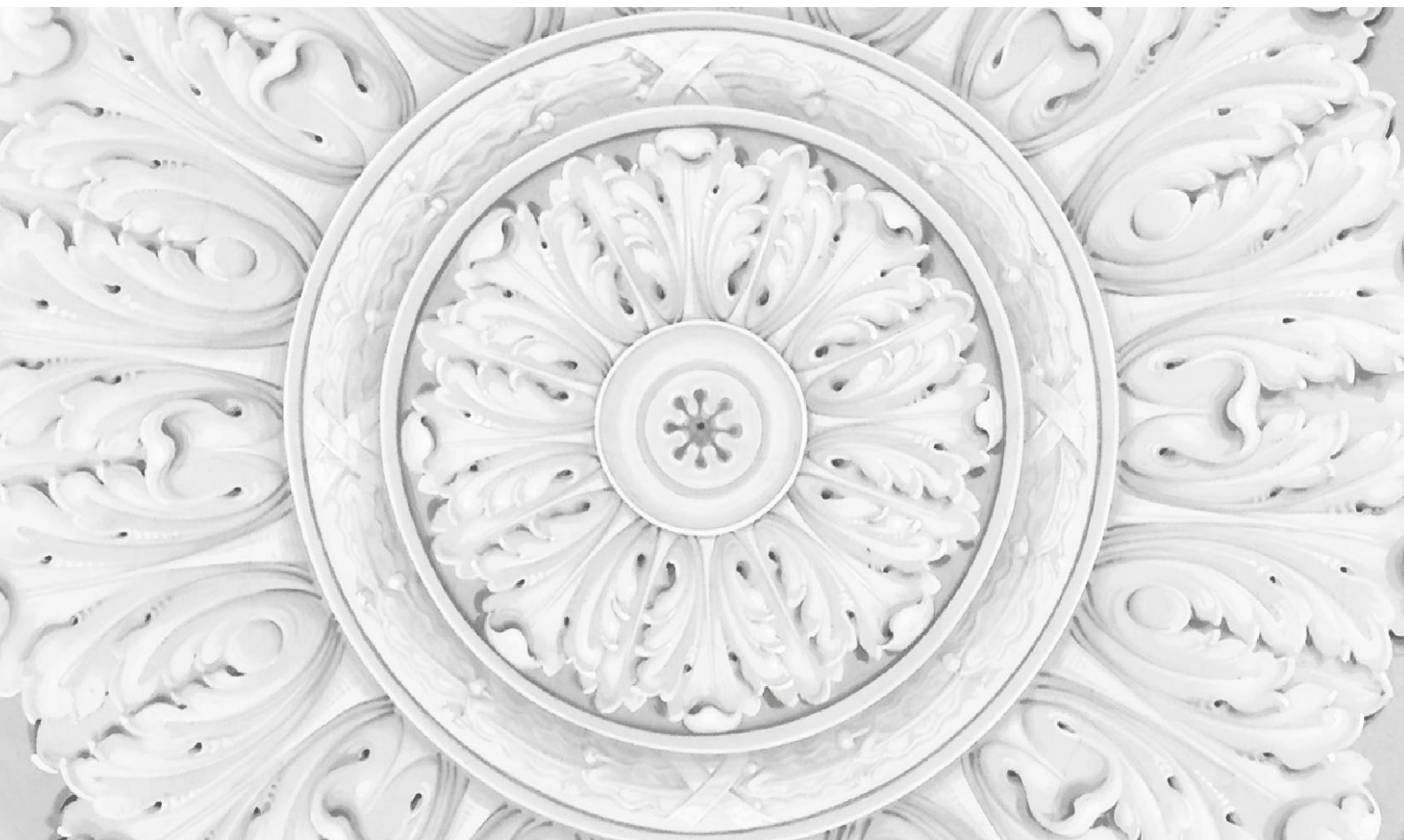




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Март 2016

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 5**

*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. Снижение инфляции пока во многом связано с действием временных факторов, высокие риски отклонения от цели по инфляции сохраняются</b>	<b>4</b>
1.1.1. Замедление продовольственной инфляции вызвано не только спросовыми ограничениями	4
1.1.2. Роль монетарных факторов, мировых цен на продовольствие и валютного курса в динамике российской инфляции	11
1.1.3. Инфляционные ожидания в марте: снижение пока еще не приобрело устойчивый характер	14
1.1.4. Трендовая инфляция продолжает снижаться медленно	15
1.1.5. Платежный баланс: высокая чувствительность курса рубля к внешним шокам несет в себе риски инфляции	17
<b>1.2. Происходящие структурные сдвиги смягчили спад, но пока не вернули российскую экономику на траекторию роста</b>	<b>17</b>
1.2.1. Промышленное производство в феврале: влияние погодного и календарного факторов затрудняет оценки текущей ситуации	17
1.2.2. Структурные сдвиги в обработке идут в направлении отраслей промежуточного спроса	23
1.2.3. Рост выпуска базовых отраслей в феврале не стоит переоценивать	27
1.2.4. Мартовский опрос PMI по производству: рост откладывается	30
1.2.5. Безработица остается стабильной	31
1.2.6. Российские производители сохраняют конкурентоспособность по отношению к китайским благодаря укреплению юаня	33
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>36</b>
1.3.1. Мягкий настрой крупнейших центральных банков сдерживает риски замедления мировой экономики	36
1.3.2. Финансовые рынки: снижение волатильности может оказаться временным	41
1.3.3. Товарные рынки: ралли с разворотом в конце месяца	45
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>50</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>50</b>
2.1.1. Оживление активности в развивающихся странах может оказаться недолгим	50
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>52</b>
2.2.1. Краткосрочная индексная оценка ВВП: февральские данные соответствуют нашим ожиданиям	52
2.2.2. Опережающий индикатор деловой активности: смешанные сигналы	56
2.2.3. Прогнозы финансовых аналитиков	57
<b>3. В фокусе</b>	<b>60</b>
Влияние неформальной занятости на динамику ВВП и инфляции	60

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- **В марте** замедление роста цен продолжилось, экономика балансировала между рецессией и стагнацией, риски для стабильности российских финансовых рынков снизились.
  - **Инфляционное давление** в марте снизилось сильнее, чем ожидалось, под влиянием денежно-кредитной политики. Положительную роль сыграло укрепление рубля и действие временных благоприятных факторов на рынке продовольственных товаров. Однако **риски превышения инфляцией цели 4%** в 2017 году по-прежнему высоки из-за сохраняющейся неопределенности бюджетной политики, медленного снижения инфляционных ожиданий и вероятного прекращения действия временных благоприятных факторов.
  - Динамика **производства** говорит о возросшей устойчивости экономики к снижению нефтяных цен. Риски возникновения нового витка спада не реализовались. На уровне отдельных отраслей и производств происходят структурные сдвиги в пользу торгуемого сектора и отмечается рост объемов выпуска.
  - Несмотря на неизменность ключевой ставки, **продолжается смягчение денежно-кредитных условий** из-за постепенного перехода от структурного дефицита ликвидности к профициту.

### 2. Взгляд в будущее

- Мягкий настрой крупнейших центральных банков мира позволяет говорить об уменьшении угрозы замедления роста мировой экономики. Однако среднесрочные риски остаются высокими из-за неопределенности относительно успешности процесса трансформации экономики Китая.
- Российские опережающие индикаторы деловой активности указывают на низкую вероятность возобновления устойчивого роста в экономике в ближайшие месяцы, несмотря на то, что экономика постепенно оправляется от зимнего падения нефтяных цен.

### 3. В фокусе: Влияние неформальной занятости на динамику ВВП и инфляции

- Феномен неформальной занятости сдерживает рост безработицы в текущих кризисных условиях...
- ...однако сохранение устойчивого роста неформальной занятости может усугубить структурные проблемы на рынке труда и создать дополнительные инфляционные риски в среднесрочной перспективе

## 1. Итоги

### **1.1. Снижение инфляции пока во многом связано с действием временных факторов, высокие риски отклонения от цели по инфляции сохраняются**

Инфляционное давление в марте снизилось сильнее, чем ожидалось, под влиянием денежно-кредитной политики. Положительную роль сыграло укрепление рубля и действие временных благоприятных факторов на рынке продовольственных товаров. Однако риски превышения инфляцией цели 4% в 2017 году по-прежнему высоки из-за сохраняющейся неопределенности бюджетной политики, медленного снижения инфляционных ожиданий и вероятного прекращения действия временных благоприятных факторов.

#### ***1.1.1. Замедление продовольственной инфляции вызвано не только спросовыми ограничениями***

- Продовольственные товары имеют меньшую эластичность спроса по цене по сравнению с непродовольственными, поэтому низкие темпы роста цен на эти товары нельзя объяснить только действием слабого спроса.
- Ряд факторов, лежащих на стороне предложения (снижение мировых цен на продовольствие, хороший урожай прошлого года и избыточное производство некоторых товаров), сдерживают рост продовольственных цен. Часть из этих факторов носит временный характер.
- Сильное замедление сезонно сглаженного роста цен плодоовощной продукции в первом полугодии может смениться во втором полугодии более значительным, чем обычно, ускорением роста цен.

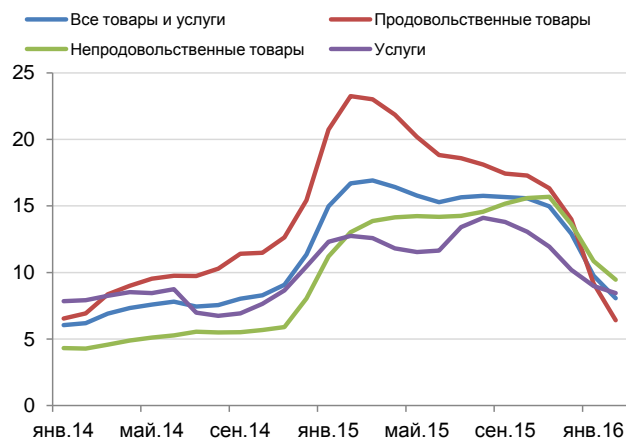
Годовая инфляция существенно замедлилась за последние несколько месяцев, что в значительной мере объясняется эффектом высокой базы прошлого года. Довольно неожиданно выглядит сильное замедление годовых темпов роста цен продовольственных товаров: в феврале и марте они оказались ниже, чем темпы роста цен непродовольственных товаров и услуг (Рисунок 1). Хорошим объяснением может служить «уход» из расчета годовой инфляции высоких темпов роста цен в начале прошлого года<sup>1</sup>. Однако анализ сезонно сглаженной динамики цен трех главных компонент индекса потребительских цен (ИПЦ) говорит о том, что замедление роста цен продовольственных товаров в последнее время происходит не только из-за эффекта высокой базы (Рисунок 2).

<sup>1</sup> Продовольственная инфляция была гораздо выше инфляции непродовольственных товаров и услуг, поэтому при прочих равных можно было бы ожидать симметричного снижения показателя инфляции через год.

Объяснить сильное замедление роста номинальных доходов может уменьшение общего ценового давления, в том числе из-за небольшого размера индексации пенсий и заработных плат в бюджетном секторе. Однако теоретически это должно сильнее проявляться в ценах непродовольственных товаров и услуг, нежели в продовольственных, из-за меньшей эластичности спроса на продовольственные товары по цене. Мы считаем, что замедлению продовольственной инфляции способствуют не только фактор низкого спроса, но и ряд других факторов, лежащих на стороне предложения товаров на рынке, а именно:

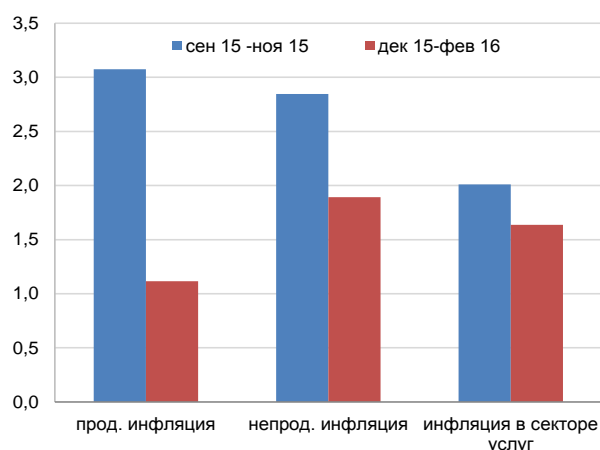
- снижение мировых цен на продовольствие;
- хороший урожай 2015 года в России;
- рост производства некоторых товаров на фоне слабого спроса.

**Рисунок 1. Динамика инфляции и ее компонент, % г/г**



Источник: Росстат

**Рисунок 2. Сезонно сглаженная инфляция, % за 3 месяца**



Источник: Росстат, расчеты ДИП

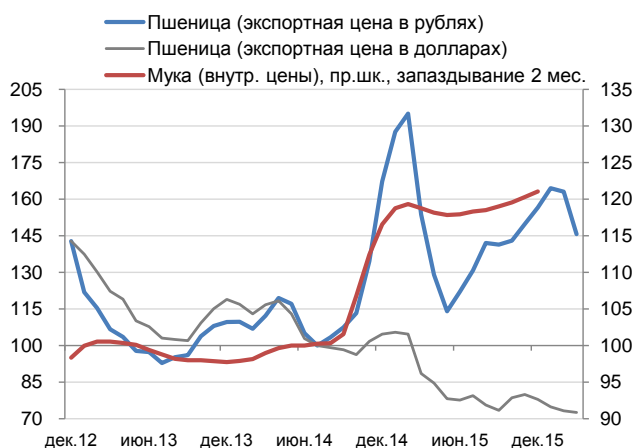
### Снижение мировых цен на продовольствие

Во второй половине 2015 года и начале 2016 года наблюдалось существенное снижение мировых цен на продовольствие, которое могло способствовать замедлению роста внутренних цен продовольственных товаров через компенсацию эффекта переноса от ослабления рубля. В случае снижения курса рубля и одновременного падения валютных цен на сырье рублевые цены растут медленнее, чем ослабляется рубль, или даже падают, если снижение мировых цен сильнее, чем ослабление рубля. Из-за этого некоторые товары могут демонстрировать замедленный рост по отношению к общей инфляционной динамике. Построенная нами декомпозиция инфляции (см. раздел 1.1.2. ) подтверждает наличие влияния динамики мировых цен на продовольствие на инфляцию в России.

Например, цена муки росла очень медленно после резкого всплеска в конце 2014 – начале 2015 года, что вполне сопоставимо с динамикой экспортных цен на

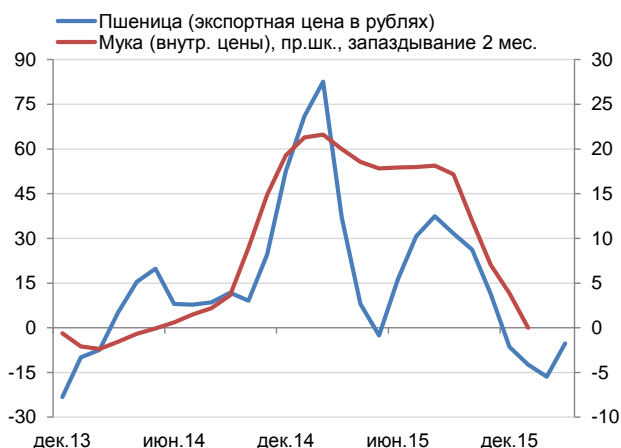
пшеницу в рублях<sup>2</sup>: Ослабление рубля было скомпенсировано падением долларо-вых цен на пшеницу на 30%, что стало одним из факторов стабильности рублевых цен<sup>3</sup> (Рисунок 3 и Рисунок 4).

**Рисунок 3. Цены на пшеницу и муку  
(индекс, 07.2014 = 100)**



Источник: Росстат, Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 4. Цены на пшеницу и муку  
(рост, % г/г)**



Источник: Росстат, Bloomberg Finance L.P.

### Хороший урожай 2015 года

Цены на плодоовощную продукцию растут гораздо медленнее, чем предполагается обычными сезонными тенденциями. В марте цены данной группы товаров снизились на 1,3%, что крайне нетипично для весеннего периода<sup>4</sup>. Мы считаем, что причинами более медленной ценовой динамики выступают не только ограничения со стороны спроса, поскольку товары повседневного спроса, к которым относятся фрукты и овощи, должны иметь меньшую эластичность спроса по цене<sup>5</sup>.

Причиной низких темпов роста цен на плодоовощную продукцию в начале года мог стать хороший урожай овощей 2015 года. Он достиг рекорда – 16,1 млн тонн, что на 3,9% больше, чем в 2014 году. Рост цен на плодоовощную продукцию оказывается существенно меньше в год, следующий за урожайным. Это следует из анализа динамики цен овощей в первые три месяца каждого года за последние 14 лет (с 2002 года)<sup>6</sup> (Рисунок 6). Данный вывод может быть связан с высоким уровнем запасов овощей, накапливаемых по итогам урожайного года, которые сдерживают рост цен в зимний и весенний периоды.

<sup>2</sup> Те, в свою очередь, повторяют динамику международных цен на пшеницу.

<sup>3</sup> Волатильность экспортной цены в рублях по определению выше, чем волатильность внутренних рублевых цен на муку, за счет высокой волатильности внутреннего курса.

<sup>4</sup> Обычно цены на плодоовощную продукцию начинают расти с октября–ноября и продолжают рост до мая–июня до появления нового урожая продукции, выращенной в открытых грунтах.

<sup>5</sup> Исключение могут составлять овощи и фрукты высокой ценовой категории в межсезонье.

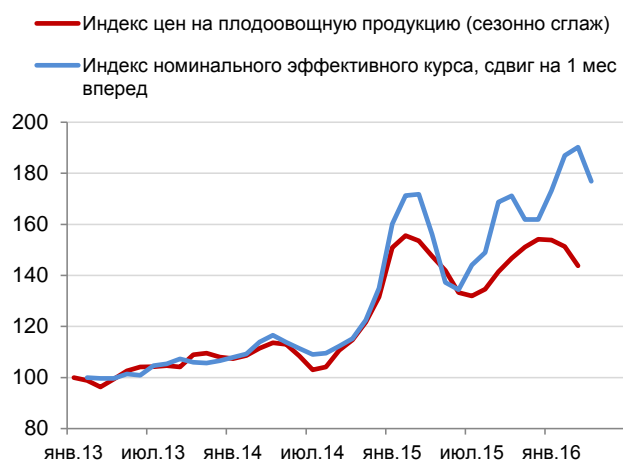
<sup>6</sup> Для картофеля эти выводы тоже справедливы. Его урожай в 2015 году также вырос и достиг максимального уровня с 1997 года.

Хороший урожай прошлого года может объяснить относительно слабый рост цен в начале этого года, несмотря на ослабление рубля (Рисунок 5). При наличии достаточных запасов продукции после урожайного года потребность в импорте для удовлетворения спроса в межсезонье снижается, что уменьшает чувствительность общего уровня цен плодоовощной продукции к курсовой динамике.

Менее выраженная сезонность в динамике цен на плодоовощную продукцию в начале года привела к уменьшению краткосрочного эффекта переноса в условиях ослабления рубля в конце 2015 – начале 2016 года. Помимо этого, она привела к снижению оценок сезонно сглаженного роста цен в I квартале, так как сезонное сглаживание исходит из предположения о «нормальной» сезонности.

Таким образом, оценка силы текущих инфляционных тенденций может занижаться. Другая причина занижения заключается также в сдерживающем влиянии понижения мировых цен на продовольственные товары.

**Рисунок 5. Динамика цен на плодоовощную продукцию и курса рубля**



Источник: Росстат, расчеты ДИП. База расчета индекса – декабрь 2012 года.

**Рисунок 6. Динамика цен на овощи за первые три месяца года, %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП. Серым отмечены годы, следующие за урожайными; 2016 год – данные за первые два месяца.

Важно также отметить, что низкий по сравнению с обычной сезонностью рост цен на плодоовощную продукцию несет инфляционные риски для второй половины года:

- Хороший урожай прошлого года искажает сезонность, и цены в начале года растут не так сильно, как обычно. Это означает, что традиционное снижение цен на плодоовощную продукцию в III квартале также будет меньше при прочих равных условиях. За период с 2002 по 2013 год<sup>7</sup> среднее снижение цен на овощи в III квартале составляло около 31%. В те годы, когда первые

<sup>7</sup> Мы исключили из расчета 2014 и 2015 годы, так как в этот период на цены действовал эффект переноса динамики валютного курса, волатильность которого сильно выросла.



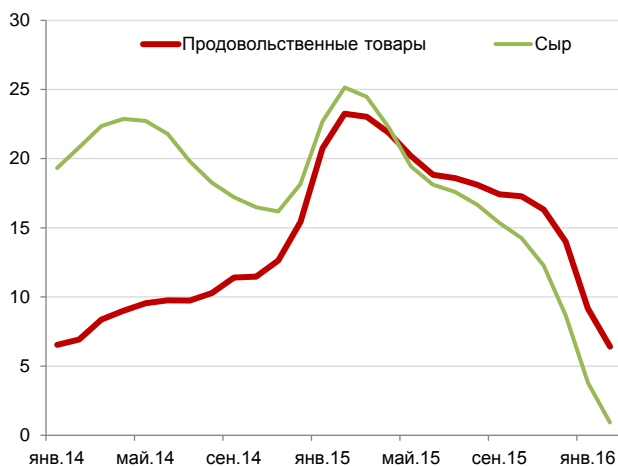
три месяца рост цен на овощи был относительно небольшим, падение цен в III квартале оказывалось меньше – около 21%. Поэтому во второй половине года мы можем увидеть менее выраженное сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию и более высокие месячные темпы роста потребительских цен с сезонной корректировкой. По нашим оценкам, «прибавка» к инфляции во втором полугодии может составить от 0,7 до 1,2% в зависимости от объемов урожая 2016 года.

- В 2015 году рост урожая овощей и картофеля в большей степени объяснялся повышением урожайности, нежели увеличением посевных площадей<sup>8</sup>. Поэтому еще сильнее растет риск меньшего сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию во второй половине года (если урожайность в этом году окажется ниже, чем в 2015 году, а посевные площади существенно не изменятся).

### Рост производства некоторых товаров на фоне слабого спроса

Действие спросовых ограничений нельзя рассматривать в отдельности от того, что происходит с предложением в той или иной товарной группе. Влияние на динамику цен в условиях замедления роста спроса или его падения может быть разным в зависимости от того, как ведет себя предложение. Например, если предложение товара падает быстрее, чем спрос на него, может наблюдаться рост цены, а если предложение растет при снижении спроса, может наблюдаться значительное снижение цены товара.

**Рисунок 7. Рост цен на сыр и продовольственные товары, % г/г**



Источник: расчеты ДИП, Росстат

**Рисунок 8. Динамика производства сыра и сырных продуктов, тонн**



Источник: Институт конъюнктуры аграрного рынка

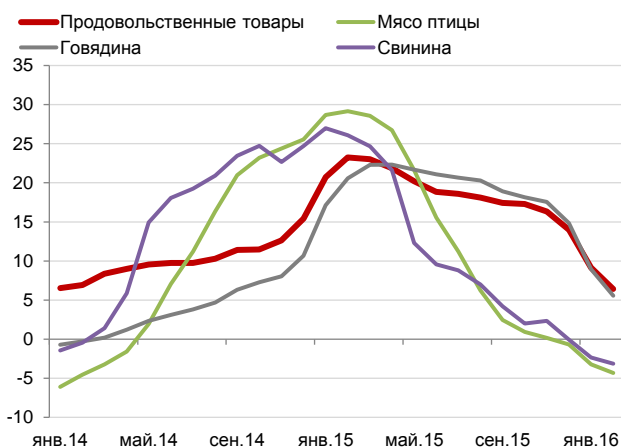
<sup>8</sup> Урожай картофеля вырос на 6,7% при росте посевных площадей на 0,8%, а урожай овощей – на 4% при росте площадей на 1,7%. В 2014 году наблюдалась схожая тенденция роста урожая за счет урожайности. Урожай картофеля вырос на 3% при снижении посевных площадей на 1,9%, урожай овощей – на 2,3%, а площадь под их посев – всего на 0,1%.



Наглядный пример пониженного ценового давления можно увидеть на рынке сыра и сырных продуктов. В условиях санкций и интенсификации импортозамещения производство сыра и сырных продуктов выросло на 20%<sup>9</sup> (Рисунок 8), причем рост производства оказался больше, чем выпавшие объемы импорта. Учитывая падение потребления молока и молочных продуктов<sup>10</sup>, включая сыры, рынок мог оказаться в ситуации перепроизводства. К тому же, в условиях замещения импорта увеличилось и производство, и потребление сыров в невысокой ценовой категории (мягких сортов и плавленых). Поэтому сильное замедление роста цен на сыры выглядит вполне объяснимым.

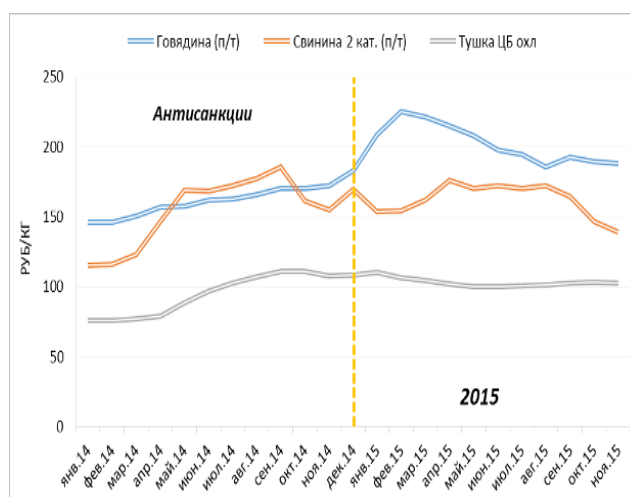
Интересно выглядит динамика цен на мясо, особенно на курицу и свинину, которые в январе–феврале упали в годовом выражении (Рисунок 9 и Рисунок 10). Важно отметить, что цены на говядину росли быстрее, чем на птицу и свинину, что связано с большей долей импорта в структуре продаж говядины и, как следствие, более сильным эффектом ослабления рубля.

Рисунок 9. Динамика цен на мясо, % г/г



Источник: расчеты ДИП, Росстат

Рисунок 10. Динамика оптовых цен на мясо, руб./кг



Источник: Институт конъюнктуры аграрного рынка

Снижение цен на курятину происходит на фоне роста ее потребления. В 2015 году он составил 5%, при этом производство мяса птицы в убойной массе выросло на 8%. Рост производства компенсировал выпавшие от снижения импорта объемы (Рисунок 11), однако рынок все равно оказался в ситуации избытка производства, что давило на цены. Институт конъюнктуры аграрного рынка (ИКАР) в статье об итогах аграрного рынка за 2015 год<sup>11</sup> указывает на несколько случаев продажи мяса птицы и свинины, накопившегося в избытке у крупных производителей, по ценам ниже рыночных, что в целом ограничивало рост цен. Снижение цен на ку-

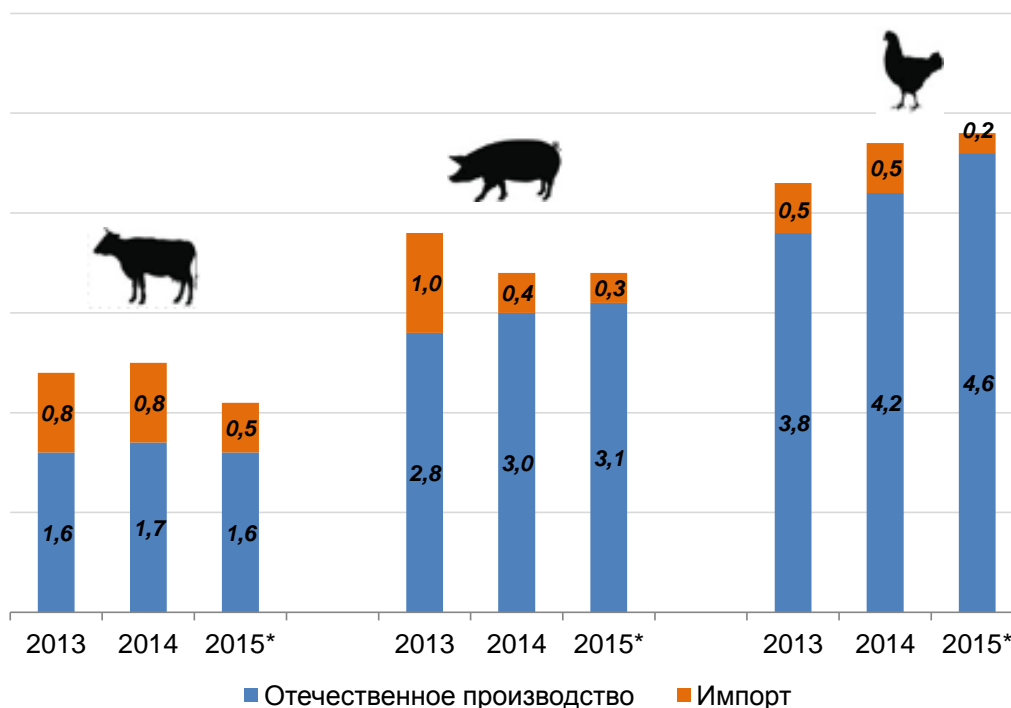
<sup>9</sup> Данные Союзмолока (январь–ноябрь 2015 года к январю–ноябрю 2014 года).

<sup>10</sup> 2–3% в 2015 году по данным Союзмолоко.

<sup>11</sup> URL: <http://www.ikar.ru/lenta/564.html#meat>

рятину, в свою очередь, сдерживает рост цен на свинину и говядину. Курятина является самым дешевым источником белка животного происхождения, поэтому при росте цены на свинину и говядину относительно цены курятины происходит переключение потребителей на курятину<sup>12</sup>. Данный механизм помогает сдерживать рост цен на мясную продукцию в целом.

Рисунок 11. Динамика емкости рынка мяса, млн тонн



Источник: Институт конъюнктуры аграрного рынка.

Все три описанных механизма снижения инфляционного давления на продовольственные товары имеют обратную силу: в случае ухудшения ситуации они могут создавать ценовое давление. Если мировые цены продовольственных товаров начнут расти, это может при прочих равных условиях привести к росту внутренних продовольственных цен<sup>13</sup>. Уменьшение урожая также может подстегнуть рост цен, а переизбыток производства – к увеличению экспорта продукции<sup>14</sup> или к уменьшению производства путем закрытия нерентабельных производств.

К тому же, благоприятное воздействие двух описанных выше явлений носит разовый характер. Влияние хорошего урожая прошлого года на цены плодовоощной продукции длится до начала сбора нового урожая, а снижение мировых цен на про-

<sup>12</sup> В большей степени это сказывается на свинине. Перекрестная эластичность спроса на говядину по цене курицы не очень высока.

<sup>13</sup> То есть при стабильном курсе рубля.

<sup>14</sup> Это не очень быстрый процесс из-за необходимости получения большого количества санитарных разрешений, однако в 2015 году уже был зафиксирован рост экспорта продовольственных товаров.

довольствие не может продолжаться бесконечно<sup>15</sup>. В такой ситуации Банк России не должен реагировать мерами ДКП на эти разовые шоки, чтобы не создать предпосылок для излишнего смягчения денежно-кредитных условий по мере исчерпания действия ЭТИХ шоков.

### **1.1.2. Роль монетарных факторов, мировых цен на продовольствие и валютного курса в динамике российской инфляции**

- На монетарные факторы приходится основной вклад в инфляцию, хотя роль этих факторов немного снизилась за последний год, а их вклад в инфляцию стал существенно ниже тех значений, которые наблюдались в 2006–2008 годах.
- Снижение мировых цен на продовольствие с середины 2014 года немного сдерживало рост цен в 2015 году.
- Изменение внешних условий несет в себе риски возникновения инфляционных шоков, как негативных, так и позитивных.

Простая динамика роста цен недостаточно информативна без ее разложения на отдельные компоненты. Мы провели декомпозицию инфляции для того, чтобы лучше понимать, какие компоненты влияют на изменение ее динамики. Были выделены условные монетарная и немонетарная составляющие инфляции. В качестве факторов, объясняющих немонетарную компоненту инфляции, были рассмотрены валютный курс, тарифы (на железнодорожный транспорт и коммунальные услуги) и мировые цены на сельскохозяйственную продукцию<sup>16</sup>.

#### **Методология ДИП для декомпозиции инфляции**

Инфляция в рассматриваемой методологии была разложена на четыре компоненты: монетарная инфляция, валютный курс, цены на продовольствие и другое<sup>17</sup>. В последнюю компоненту включаются любые неучтенные нами факторы, которые оказывают влияние на инфляцию, но при этом данное влияние очень мало, либо количественная оценка динамики самих факторов затруднена (например, влияние ограничений на инфляцию со стороны спроса). Декомпозиция проведена на месячных данных за период с 2006 по 2016 год. В эконометрической модели использовалась новая методология сглаживания фактической инфляции<sup>18</sup>, данные по которой доступны с 2006 года, что обусловило выбор периода для оценки.

«Монетарная» инфляция была рассчитана путем выделения общей низкочастотной компоненты в динамике ряда показателей, характеризующих основные номинальные процессы в экономике. Мы исходим из того, что данная компонента не подвержена влиянию специфических шоков, которые не являются общими для всех рассматриваемых показателей, а также краткосрочных колебаний, которыми для целей денежно-кредитной политики можно пренебречь. Рас-

<sup>15</sup> Снижение мировых продовольственных цен с пика, достигнутого в 2011 году, составило уже 30%. Начиная с 1991 года такое затяжное и глубокое падение наблюдалось только один раз с 1995 по 1999 год. Тогда цены упали на 38-39%.

<sup>16</sup> Мы исходим из того, что мировые цены на продовольствие влияют на внутренние цены ввиду того что большая доля потребляемого в России продовольствия импортируется.

<sup>17</sup> В результате анализа было выявлено, что тарифы оказывают незначительное влияние на инфляцию, поэтому данные компоненты были исключены из анализа и присутствуют в нашей модели в компоненте «другое».

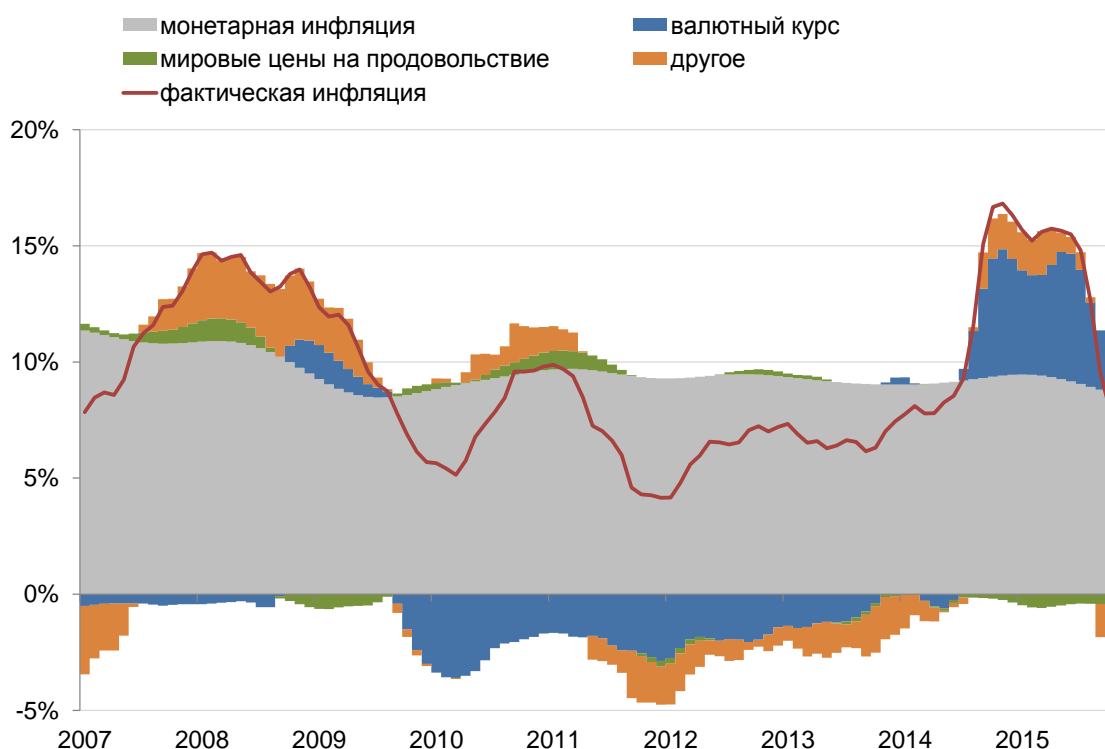
<sup>18</sup> Подробное описание методологии приведено в бюллетене ДИП [«О чем говорят тренды», \(№ 4, февраль 2016\)](#), раздел 3 «В фокусе: Проблема сезонной корректировки потребительской инфляции».

чет осуществлялся на основе динамической факторной модели. В качестве номинальных показателей был использован ИПЦ и семь других индикаторов, большая часть из которых является распространенными индикаторами внутреннего инфляционного давления (domestically generated inflation): цены услуг, цены на жилье, дефлятор инвестиций в основной капитал, дефлятор ВВП, удельные издержки на оплату труда, денежный агрегат M2Y, номинальный эффективный курс рубля. Использовались (при необходимости интерполированные) месячные сезонно сглаженные темпы прироста. Аналогичным образом была рассчитана монетарная составляющая изменений валютного курса.

Далее мы рассматривали влияние других факторов на немонетарную компоненту инфляции, полученную простым вычитанием монетарной составляющей из фактической инфляции. Динамика валютного курса также была очищена от вычисленной ранее монетарной компоненты. После этого с помощью обычного линейного регрессионного уравнения было оценено влияние динамики валютного курса и мировых цен на продовольствие на немонетарную инфляцию. Необъясненная динамика была отнесена к категории «другое» (Рисунок 12).

Результаты расчетов показали (Рисунок 12), что эффект переноса изменений валютного курса действует на цены в течение полугода. Наибольший эффект переноса валютного курса на инфляцию приходится на первые три месяца и составляет около 0,13, а совокупный эффект равен 0,19<sup>19</sup>. Изменения мировых цен на продовольствие также влияют на инфляцию и действуют в течение четырех последующих месяцев. Их совокупный эффект оказался равен 0,03.

Рисунок 12. Декомпозиция инфляции, % г/г



Источник: расчеты ДИП

<sup>19</sup> Эффект переноса в размере 0,19 означает, что при ослаблении (укреплении) валютного курса на 1% приводит при прочих равных условиях к ускорению (замедлению) инфляции на 0,19 процентного пункта.

На монетарную инфляцию приходится основная доля общей инфляции. Стоит отметить, что она немного снизилась за последний год, а ее уровень существенно ниже тех, что наблюдались в 2006–2008 годах. Согласно данной декомпозиции практически все ускорение роста цен, которое наблюдалось в конце 2014 – начале 2015 года объясняется ослаблением рубля. Влияние этого эффекта на годовую инфляцию уменьшается по мере того, как этот ценовой всплеск постепенно уходит из базы расчета. Снижение мировых цен на продовольствие с середины 2014 года<sup>20</sup> немного сдерживало рост цен в 2015 году (вклад около -0,5 процентного пункта).

К результатам приведенных расчетов нужно относиться с осторожностью. Одним из недостатков представленной декомпозиции инфляции является предположение о постоянности эффекта переноса динамики валютного курса на инфляцию во времени. Данный эффект является более гибким и иногда может меняться как по масштабу, так и по длительности. Например, рост цен товаров с высокой импортной составляющей в начале 2016 года намного скромнее того, что наблюдался в начале прошлого года. Это в том числе является следствием уменьшения эффекта переноса ослабления валютного курса. В случае с описанной декомпозицией указанный аспект выражается в появлении отрицательного вклада «прочих факторов» в последние 2–3 месяца.

Несмотря на упомянутые выше недостатки, описанная модель декомпозиции позволяет понять, что изменение внешних условий может приводить к достаточно сильным инфляционным шокам как в одну, так и в другую сторону.

#### **О текущем эффекте переноса валютного курса на цены**

Есть несколько версий того, почему на данный момент эффект переноса валютного курса кажется меньше, чем он был год назад. Одна из них предполагает, что продавцы сознательно не переносят рост издержек из-за ослабления рубля на потребительские цены, например, для того, чтобы в условиях слабого спроса сохранить долю рынка. В таком случае производителям и продавцам приходится жертвовать нормой прибыли, а в отдельных случаях она даже может быть нулевой или отрицательной. Такую тактику могут позволить себе большие международные корпорации, в общем объеме продаж которых Россия занимает небольшую долю, поэтому временное снижение маржи для них не катастрофично. Однако такая ситуация не может затягиваться надолго, и при появлении признаков устойчивого восстановления потребительского спроса производители могут повысить отпускные цены даже без роста издержек для того, чтобы восстановить норму прибыли до приемлемых уровней. Это является еще одним риском ускорения инфляции во второй половине этого года или в следующем году.

Подтверждением описанной выше версии может служить ситуация на рынке автомобилей, в частности импортируемых. Мы рассчитали стоимость ввозимых в Российскую Федерацию автомобилей в рублях и сравнили динамику потребительских цен на иномарки (Рисунок 13). В итоге получилось, что средняя долларовая цена ввозимых автомобилей в 2015 году практически не изменилась по отношению к 2014 году (около 18,5 тыс. долларов

<sup>20</sup> Индекс мировых цен на продовольствие, рассчитываемый МВФ, снизился с апреля 2014 года по февраль 2016 года на 27%.

США). Это значит, что рублевая стоимость импортируемого автомобиля с начала 2014 года увеличилась почти на 120%<sup>21</sup>, при этом розничные цены выросли всего на 28%. Следовательно, норма прибыли импортеров автомобилей (и их производителей) существенно сократилась и, возможно, даже стала отрицательной.

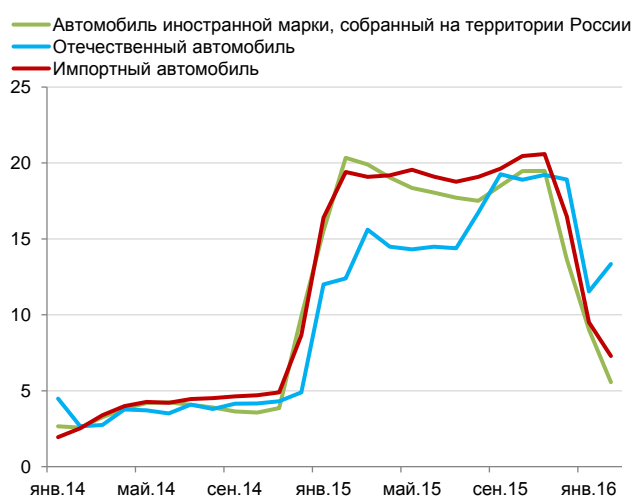
Косвенным доказательством служит динамика годовых темпов роста цен на различные категории автомобилей. Несмотря на сильное ослабление рубля в конце 2015 – начале 2016 года, темпы роста цен на импортные автомобили оказались меньше, чем на отечественные (Рисунок 14). Российские автопроизводители не могут похвастаться наличием какого-либо запаса прочности и возможностью сдерживать рост цен, потому что уже и так работают в убыток. Локализация производства российских автопроизводителей далека от 100%, поэтому они вынуждены перекладывать рост себестоимости комплектующих на розничные цены.

**Рисунок 13. Динамика рублевой стоимости ввозимых импортных автомобилей и их розничной цены**  
(индекс, 12.2012 = 100)



Источник: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 14. Динамика розничных цен на автомобили, % г/г**



Источник: Росстат, расчеты ДИП

### 1.1.3. Инфляционные ожидания в марте: снижение пока еще не приобрело устойчивый характер

Согласно результатам мартовских опросов ООО «инФОМ», скорректированным ДИП на систематическое завышение, инфляционные ожидания заметно снизились в марте с 9,2 до 8,5% (Рисунок 15)<sup>22</sup>.

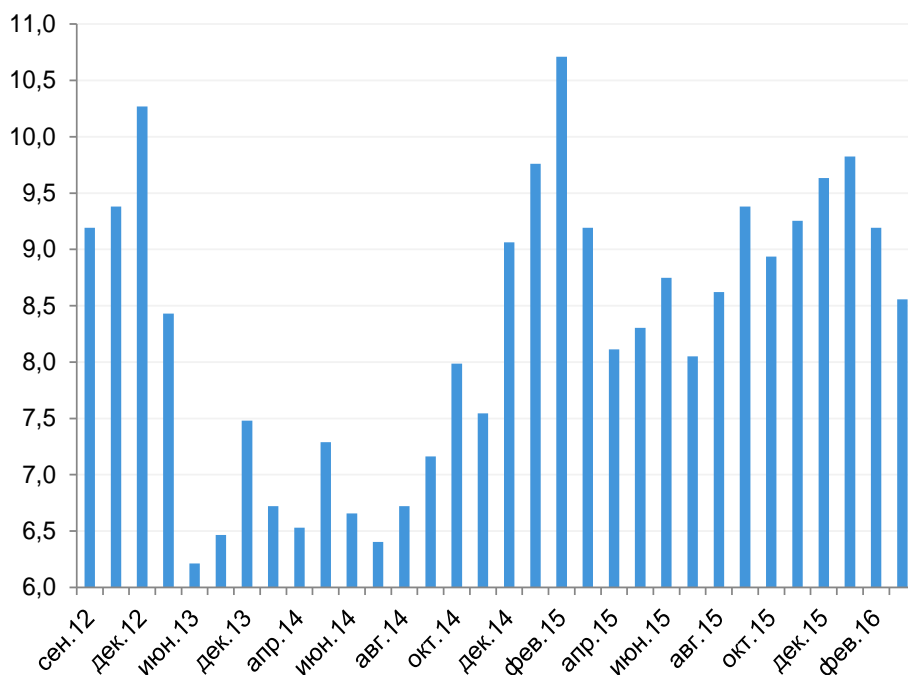
Динамика инфляционных ожиданий в значительной степени находится под влиянием ряда благоприятных факторов, которые, скорее всего, будут носить кратковременный характер. В этой связи об устойчивом тренде на снижение инфляци-

<sup>21</sup> По состоянию на январь 2016 года.

<sup>22</sup> Методология расчета изложена в предыдущем выпуске бюллетеня (см. [Бюллетень «О чем говорят тренды». № 3. Январь 2016](#), раздел 1.3.2 «Инфляционные ожидания в январе продолжали повышаться»).

онных ожиданий говорить преждевременно – инфляционные риски остаются высокими.

**Рисунок 15. Прямые оценки инфляционных ожиданий ООО «инФОМ» с поправкой на их систематическое завышение, % г/г через календарный год**



Источники: Росстат, ООО «инФОМ», расчеты ДИП.

#### 1.1.4. Трендовая инфляция продолжает снижаться медленно

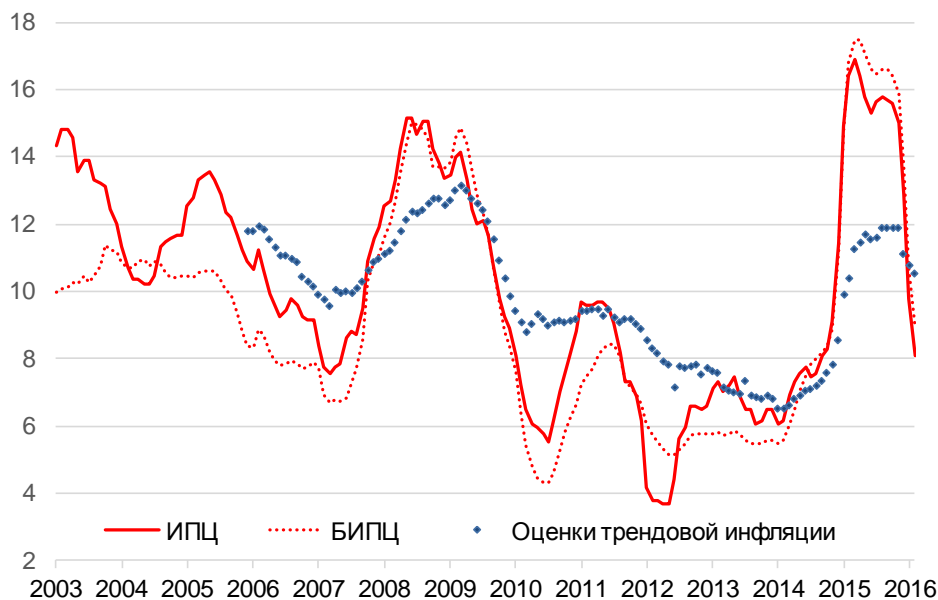
- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в феврале<sup>23</sup> снизилась до уровня 10,5% (Рисунок 16).
- При сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов мы ожидаем постепенного снижения оценок трендовой инфляции. Однако в случае реализации возросших инфляционных рисков снижение трендовой инфляции будет более медленным.
- Медленное торможение трендовой инфляции подтверждает, что: 1) замедление фактической инфляции помимо эффекта базы может быть связано с действием временных благоприятных факторов (подробнее см. разделы 1.1.1 и 1.1.3); 2) риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 года остаются высокими.

<sup>23</sup> Оценки трендовой инфляции за март будут опубликованы во второй декаде апреля, после публикации соответствующей статистики по инфляции Росстатом.



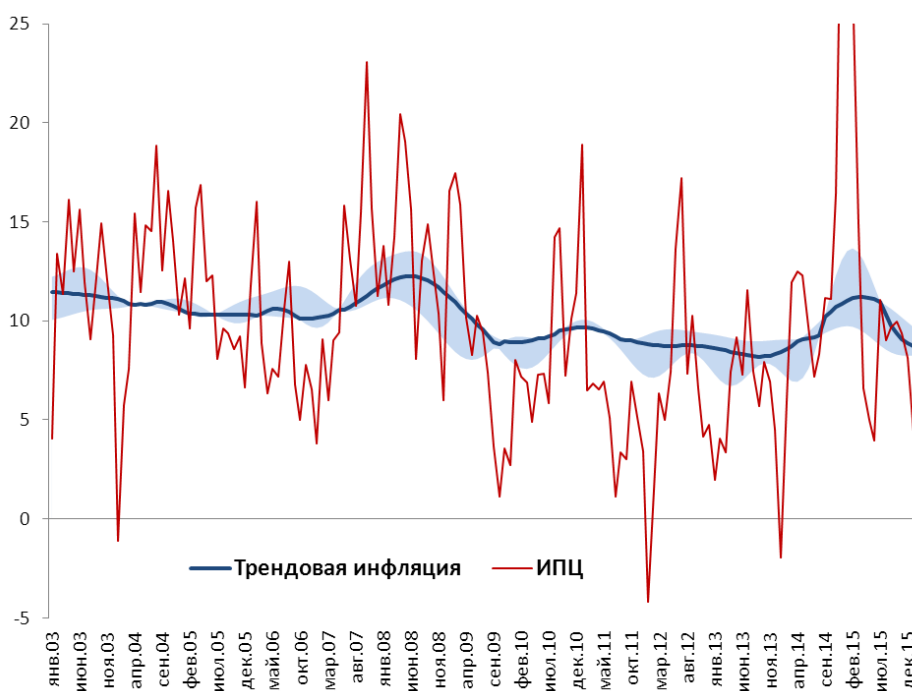
- Наши оценки показывают, что колебания, связанные с эффектом базы, в годовой динамике ИПЦ заметно больше, чем соответствующие колебания в годовых темпах роста трендовой инфляции (Рисунок 17).

Рисунок 16. Динамика ИПЦ, базового ИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 17. ИПЦ и трендовая инфляция (диапазон значений и его медиана), месячные приросты в годовом выражении, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП

### **1.1.5. Платежный баланс: высокая чувствительность курса рубля к внешним шокам несет в себе риски инфляции**

- Значительное снижение положительного сальдо текущего счета в этом году требует дальнейшего устойчивого сокращения оттока капитала. Это повышает восприимчивость курса рубля к шокам на мировых финансовых рынках.

Предварительная оценка платежного баланса Российской Федерации за январь–февраль указывает на снижение сальдо счета текущих операций по сравнению с соответствующим периодом прошлого года (9,7 млрд. долл. США в 2016 году по сравнению с 19,4 млрд. долл. США в 2015 году). Это должно объясняться прежде всего снижением сальдо торгового баланса в части товарного экспорта из-за снижения цен на нефть прошедшей зимой.

В свою очередь, оперативная статистика по финансовому счету показывает, что отток капитала продолжил замедляться. Российские банки сократили объем погашений внешних обязательств по сравнению с началом 2015 года, хотя их обязательства продолжили быстрое снижение.

При сохранении предпосылок текущего базового сценария официального прогноза Банка России (цена на нефть Urals на уровне в среднем 30 долларов США за баррель в 2016 год) значительное снижение положительного сальдо текущего счета в этом году требует дальнейшего устойчивого сокращения оттока капитала. Это повышает восприимчивость курса рубля к шокам на мировых финансовых рынках и может негативно сказаться на динамике инфляции.

## **1.2. Происходящие структурные сдвиги смягчили спад, но пока не вернули российскую экономику на траекторию роста**

Динамика производства говорит об возросшей устойчивости экономики к снижению нефтяных цен. Риски возникновения нового витка спада не реализовались. На уровне отдельных отраслей и производств происходят структурные сдвиги в пользу торгуемого сектора и отмечается рост объемов выпуска. Денежно-кредитная политика в целом оказывает нейтральное влияние на текущую экономическую активность.

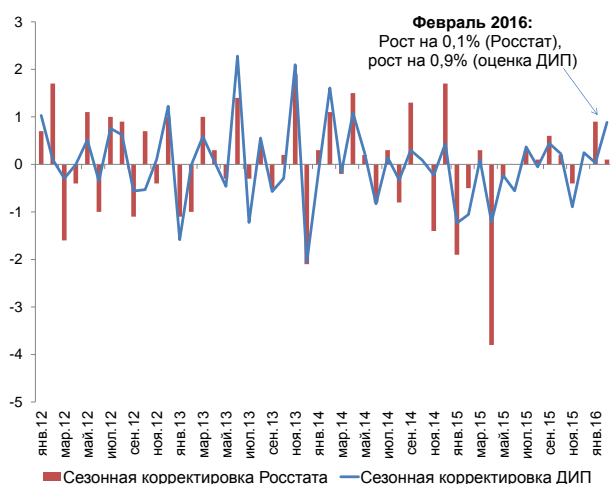
### **1.2.1. Промышленное производство в феврале: влияние погодного и календарного факторов затрудняет оценки текущей ситуации**

- Данные по промышленному производству в феврале показали позитивную динамику, что оказалось неожиданным для многих аналитиков.
- С учетом эффекта теплой погоды в феврале оценки ДИП сезонно сглаженного выпуска с поправкой на погодный фактор оказались более оптимистичными по сравнению с аналогичными оценками Росстата.

- Несмотря на позитивную февральскую динамику, стагнация вряд ли преодолена. Структурные изменения, требуемые для возобновления устойчивого роста в промышленности, вероятно, потребуют дополнительного времени.

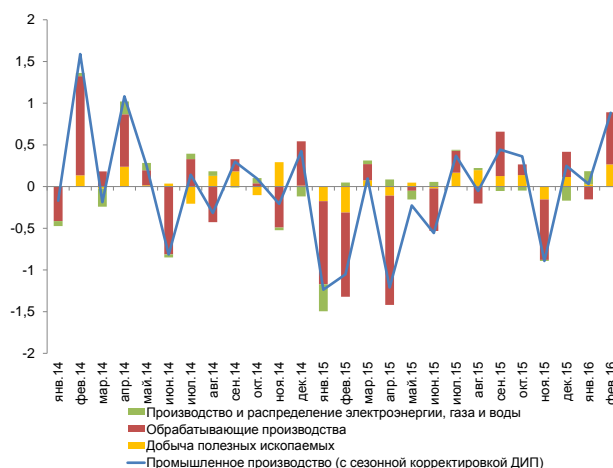
Согласно оценкам Росстата, рост промышленного производства в феврале составил 0,1% м/м. Оценки ДИП гораздо более оптимистичны и свидетельствуют о росте выпуска в обрабатывающей промышленности на 1,1% м/м, в добыче – на 0,7% м/м. Сформированная нами оценка прироста производства электроэнергии, газа и воды (ЭГВ) с поправкой на температурный фактор (в частности, сравнительно теплую погоду в прошлом месяце) указала на отсутствие существенно значимых изменений выпуска по указанному виду экономической деятельности (ВЭД) в феврале – снижение составило всего 0,1%. С учетом этого рост промышленного производства за февраль в целом оценивается нами на уровне 0,9% м/м с сезонной корректировкой (Рисунок 18).

**Рисунок 18. Промышленное производство, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 19. Вклад отдельных компонент в динамику индекса промышленного производства, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Февральская статистика показывает, что промышленность начинает постепенное восстановление после зимнего витка снижения нефтяных цен. В результате месячные темпы производства в промышленности могут в ближайшее время стабилизироваться на уровне октября–ноября прошлого года, когда нами отмечались позитивные признаки в динамике краткосрочной экономической активности.

В то же время, в производстве и распределении ЭГВ произошло снижение в размере 1,3% м/м с поправкой на сезонный фактор. Проведенный нами анализ показал, что недоучет погодного фактора в условиях значимых отклонений температуры воздуха от среднеклиматической нормы может привести к существенному завышению или занижению прироста промышленного производства при сезонной корректировке данного показателя.

Учитывая вышеизложенное, нами была проведена корректировка показателя производства и распределения ЭГВ на базе регрессионной модели, устанавливающей на ретроспективе статистическую взаимосвязь данного показателя с отклонением температуры воздуха от среднеклиматической нормы (подробнее см. бокс «Сезонное сглаживание индекса производства и распределения электроэнергии, газа и воды с поправкой на погодный фактор»). Результаты примененной методики показали, что получаемые таким образом оценки прироста производства и распределения ЭГВ с устранением сезонности характеризуются меньшей волатильностью и ближе к динамике сезонно сглаженного выпуска по остальным ВЭД.

Обозначенная оценка на 0,8 п.п. выше соответствующей оценки, опубликованной Росстатом. Из этого расхождения только 0,2–0,3 п.п. объясняется сделанной нами поправкой на эффект теплого февраля. Остальные 0,5–0,6 п.п. обусловлены разницей в других параметрах сезонного сглаживания. Практика показывает, что в условиях нестабильной динамики краткосрочных показателей результаты сезонной корректировки зачастую оказываются достаточно чувствительными не только к выбору методики сезонного сглаживания (например, TRAMO/SEATS, X12-ARIMA), но и к используемой при этом исторической выборке, процедурам автоматического выбора моделей и контролю качества результатов сезонного сглаживания, подходам к устранению календарного эффекта, идентификации выбросов в данных и т.д.

Говоря о феврале, необходимо также отметить действие положительного эффекта високосного года на показатели промышленного производства и общей экономической динамики. Хотя количество рабочих дней в феврале этого года не изменилось по сравнению с февралем прошлого года, лишний календарный день все равно должен создать положительный эффект для экономики. Этот эффект должен проявиться прежде всего через потребление товаров и услуг.

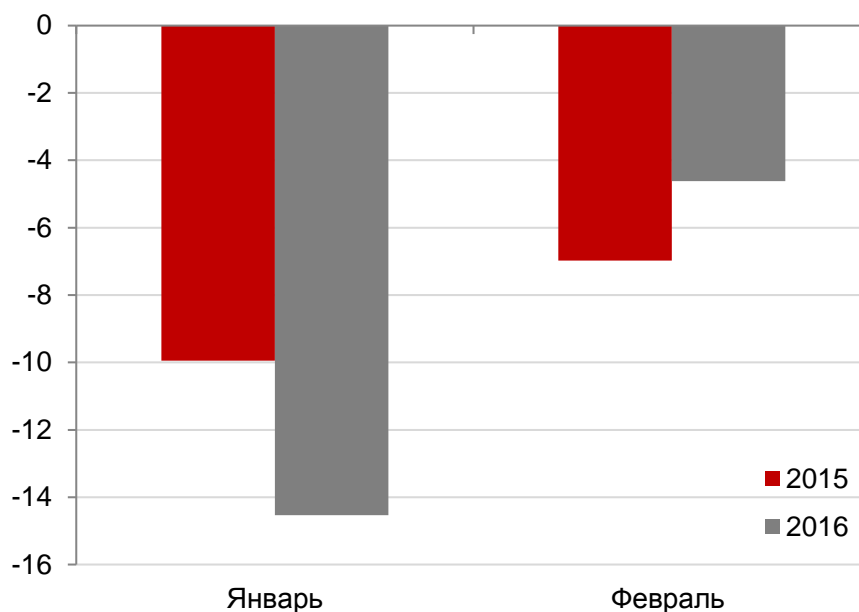
Несмотря на в целом оптимистичные выводы, мы продолжаем трактовать вышедшую статистику с осторожностью в связи с сохраняющейся высокой волатильностью месячных статистических данных и значительного расхождения сезонно сглаженных оценок прироста промышленного производства с Росстатом.

#### **Сезонное сглаживание индекса производства и распределения электроэнергии, газа и воды с поправкой на погодный фактор**

Рост производства и распределения ЭГВ в значительной степени связан с погодными условиями, в то время как контроль за данным фактором играет важную роль при формировании оценок сезонно сглаженных темпов прироста промышленного производства.

Данные о температуре наружного воздуха (Рисунок 20) показывают, что январь 2016 года был существенно холоднее января прошлого года, а февраль 2016 года, наоборот, значительно теплее февраля прошлого года. Отклонение среднемесячных температур от климатической нормы, особенно в зимний период, может достаточно сильно влиять на выработку тепловой энергии, необходимой для обогрева. Скорее всего, в феврале производство и распределение ЭГВ внесет существенный негативный вклад в динамику промышленного производства.

**Рисунок 20. Среднемесячная температура наружного воздуха в России, °С**



Источник: Системный оператор ЕЭС

Нами было проведено прямое сопоставление отклонения сезонно сглаженных темпов прироста производства ЭГВ от средних темпов выпуска в добыче и обрабатывающем секторе, с одной стороны, и превышения среднеклиматической нормы над средней температурой по России – с другой стороны. При этом особое внимание уделялось эпизодам, в которых отклонения сезонно сглаженного производства ЭГВ от выпуска в остальных ВЭД было значительным и превышало 1 п.п., что, скорее всего, объективно связано с недоучетом погодного фактора при сезонной корректировке.

Согласно полученным оценкам за последние три года, в те месяцы, когда наблюдалась относительно холодная погода (то есть когда превышение среднеклиматической нормы средней температуры было значительным), темпы прироста производства и распределения ЭГВ в большинстве случаев превышали темпы прироста выпуска по остальным ВЭД как минимум на 1–2 процентных пункта (Рисунок 21). В периоды, когда температура воздуха была существенно выше климатической нормы, производство и распределение ЭГВ снижалось, как правило, более чем на 1 п.п. по сравнению с остальными компонентами промышленного производства.

С учетом этого можно ожидать, что применение стандартных процедур к сезонной корректировке февральских данных по промышленному производству в значительной степени занизит оценку динамики выпуска в промышленности. Проблема разработки эффективных подходов к устранению температурного эффекта при сезонном сглаживании, таким образом, приобретает особую актуальность на фоне необходимости отслеживания поворотных тенденций в динамике экономической активности с учетом волатильной краткосрочной статистики и наблюдаемых эффектов аномальной погоды.

**Рисунок 21. Отклонение температуры наружного воздуха от среднеклиматической нормы и прирост производства и распределения ЭГВ (с поправкой на динамику промышленного производства в целом)**



Источники: Росстат, Системный оператор ЕЭС, сезонное сглаживание ДИП

В целях выполнения сезонной корректировки ряда производства и распределения ЭГВ на погодный фактор нами была построена модель линейной регрессии со следующей спецификацией:

$$Y_t = \alpha_1 x_{1t} \delta + \beta Z_t + \varepsilon_t, \quad \text{где}$$

$Y$  – превышение сезонно сглаженных темпов прироста производства и распределения ЭГВ (без поправки на погодный фактор) над темпами прироста производства по остальным ВЭД (добыча полезных ископаемых, обрабатывающие производства);

$x_1$  – превышение нормой средней температуры воздуха среднеклиматической нормы (град. С, по данным ЦДУ ЕЭС);

$Z$  – матрица прочих объясняющих факторов;

$\delta$  – дамми-переменная, равная **единице** для «зимнего» периода (с ноября по март включительно), и **нулю** в остальные месяцы;

$\alpha_1, \beta$  – векторы неизвестных оцениваемых параметров;

$\varepsilon$  – случайная ошибка.

На основе приведенной выше регрессионной модели мы попытались распространить данный вывод на все предыдущие временные периоды и протестировать гипотезу о наличии

статистически значимой взаимосвязи между отклонением температуры воздуха от нормы и колебаниями в динамике производства и распределения ЭГВ.

При этом дополнительное включение в модель фиктивной переменной  $\delta$  позволило нам отделить условно зимние месяцы, выработка электроэнергии в которые предположительно более чувствительна к погодным аномалиям (к данным месяцам были отнесены *ноябрь, декабрь, январь, февраль и март*), от остальных месяцев года и оценить регрессионное уравнение, в том числе с учетом только указанных наблюдений.

Параметризация уравнения с помощью обычного метода наименьших квадратов дала оценку ключевого коэффициента  $\alpha_1 = -0,42$ , которая оказалась статистически значимой при 95-процентном уровне доверия. Данная эластичность также имеет «правильный» знак, то есть, чем *теплее (холоднее)* в зимний период погода относительно среднеклиматической нормы, тем в большей степени традиционное сезонное сглаживание без поправки на температуру воздуха *занижает (завышает)* темпы прироста производства и распределения ЭГВ. При этом, если проводить параметризацию модели для остальных, более теплых месяцев, соответствующая оценка в подтверждение нашей исходной гипотезе оказывается существенно меньше –  $\alpha_1 = -0,10$ , однако при этом остается отрицательной и статистически значимой.

С учетом полученных оценок скорректированная сезонно сглаженная оценка прироста производства и распределения ЭГВ ( $Q_{\text{скорр.}}^{\text{ЭГВ}}$ ) была далее получена нами из исходного сглаженного временного ряда без поправки на погодный фактор ( $Q^{\text{ЭГВ}}$ ) и показателя отклонения температуры воздуха от нормы ( $x_1$ ) по формулам

$$Q_{\text{скорр.}}^{\text{ЭГВ}} = Q^{\text{ЭГВ}} + 0,42 \times x_1 - \text{для периода с ноября по март включительно};$$

$$Q_{\text{скорр.}}^{\text{ЭГВ}} = Q^{\text{ЭГВ}} + 0,10 \times x_1 - \text{для периода с апреля по октябрь включительно}.$$

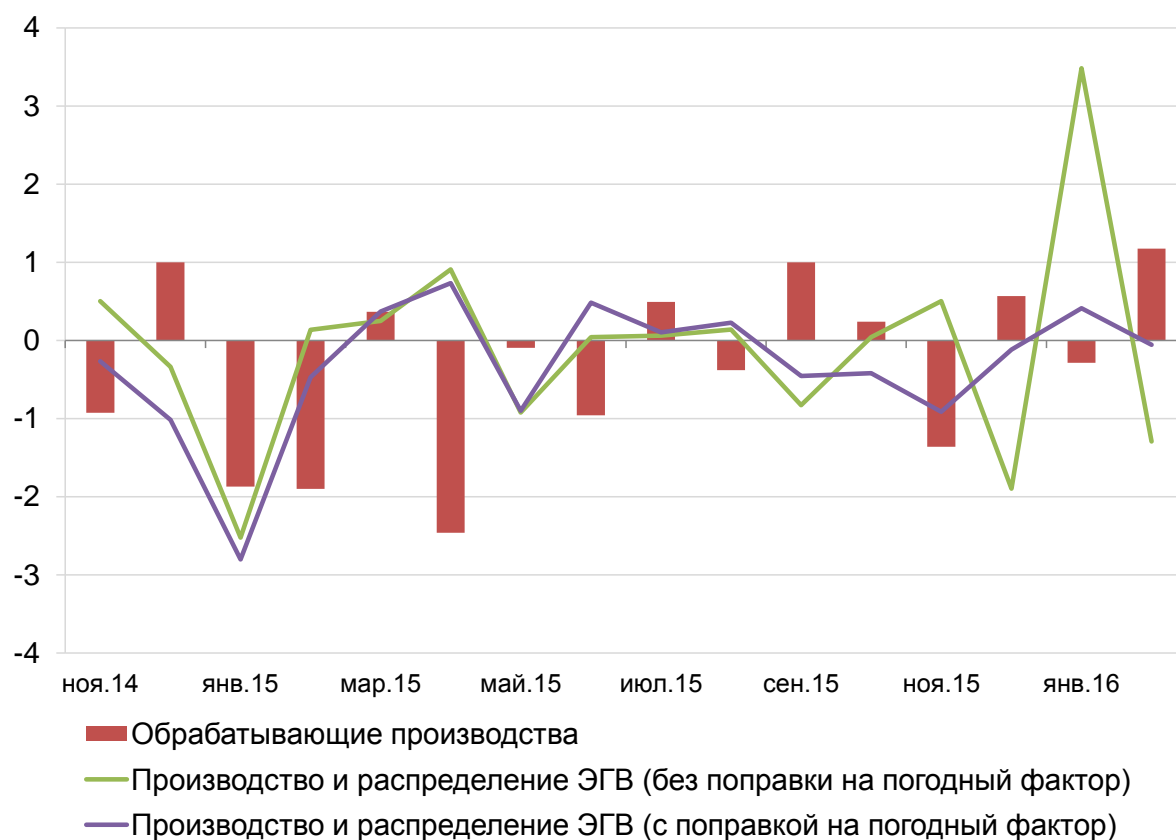
Таким образом, сезонно сглаженные темпы прироста были исправлены на величину «объясненной» температурным фактором доли их колебаний относительно выпуска по остальным ВЭД.

Важный вывод из проведенного нами анализа заключается в том, что сезонное сглаживание ряда производства и распределения ЭГВ с учетом погодного фактора не только устраняет из динамики ряда предположительно лишнюю и малоинформативную волатильность. Динамика модифицированного ряда становится заметно ближе к колебаниям выпуска в обработке, которая в соответствии с валовой добавленной стоимостью (ВДС) является наиболее весомой составляющей промышленного производства (Рисунок 22), то есть становится в большей степени коррелированной с ситуацией в промышленности в целом. За последние полтора года это наиболее отчетливо прослеживается для зимнего периода, где корректировка в соответствии с нашим подходом была наибольшей.

При этом следует подчеркнуть, что в отдельные периоды разрывы между динамикой выпуска в обработке и производства и распределения ЭГВ могут быть вполне обоснованными и не связанными с несовершенствами процедуры сезонного сглаживания. Последнее объясняется, например, тем обстоятельством, что предприятия в значительной степени осуществляют расход электроэнергии просто на собственные нужды.



**Рисунок 22. Динамика обрабатывающих производств и производства и распределения ЭГВ с учетом и без учета погодного фактора, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

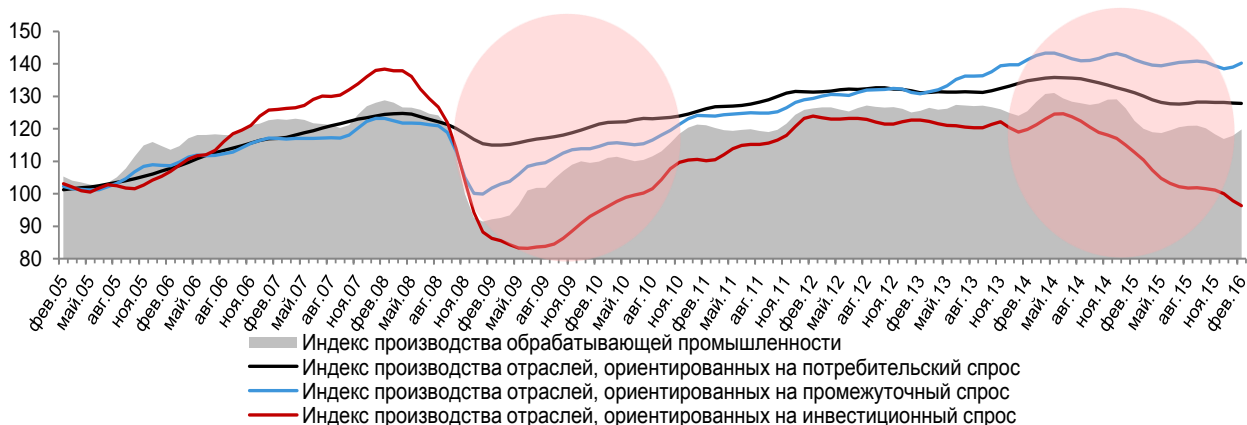
Необходимо также иметь в виду, что наш подход к устранению погодного фактора пока что реализован в первом приближении и не учитывает температурные наблюдения в рабочие/выходные дни, дневные/ночные часы, соответствующие данные в региональном разрезе и т.д. Тем не менее ограниченность представленных нами результатов не снижает актуальности проведения корректировки динамики промышленного производства с учетом погодного фактора.

### **1.2.2. Структурные сдвиги в обработке идут в направлении отраслей промежуточного спроса**

- В феврале 2016 года индекс производства в отраслях инвестиционного и потребительского спроса продолжил падение, в то время как в отраслях промежуточного спроса произошло укрепление тенденции к росту, отражая происходящие структурные сдвиги.
- По сравнению с периодом спада 2008-2009 годов текущие изменения в структуре выпуска в обработке менее интенсивны, но происходят поступательно и носят преимущественно структурный, а не циклический характер.

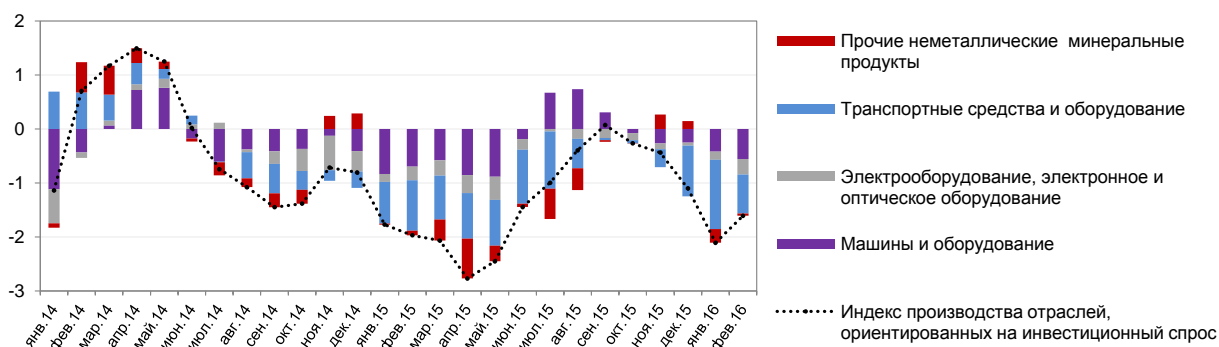
В условиях текущего промышленного спада обрабатывающие производства, ориентированные на удовлетворение инвестиционного спроса (машиностроение, строительные материалы), испытали наиболее глубокое падение (Рисунок 23). В феврале 2016 года под давлением низкого уровня инвестиционной активности в экономике тенденция к снижению производства сохранилась (Рисунок 24). Однако впервые за последние шесть месяцев темп падения начал сокращаться за счет улучшения ситуации в производстве транспортных средств и оборудования и неметаллических минеральных продуктов. Последнее обусловлено ростом строительных работ с конца прошлого года.

**Рисунок 23. Динамика трендовой составляющей производства в обрабатывающей промышленности и по группам отраслей, декабрь 2004 = 100%**



Источник: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 24. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос\* (тренд), % м/м**



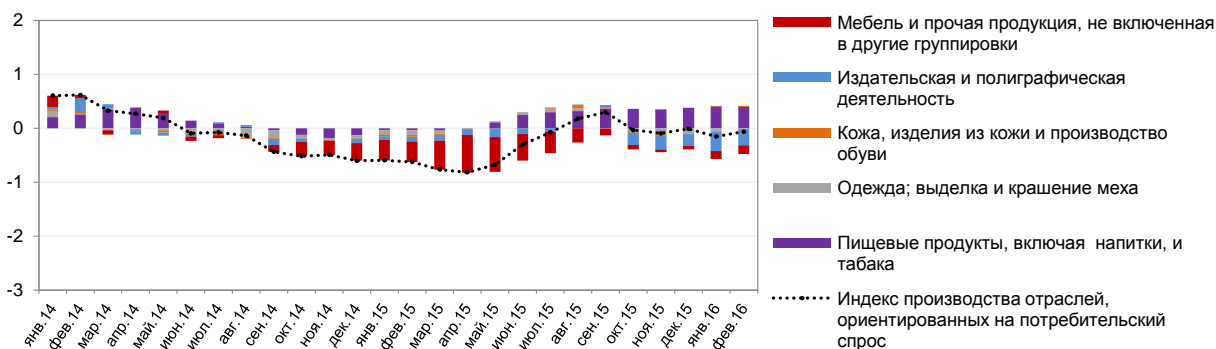
Источник: Росстат, расчеты ДИП

Индекс производства отраслей потребительского спроса в условиях текущего кризиса был подвержен менее глубокому спаду, чем в 2008–2009 годах (Рисунок 23), и поддерживался положительной динамикой в пищевой промышленности. В феврале 2016 года производство пищевой продукции также внесло положительный вклад в формирование индекса, но рост происходил в условиях исчерпания остаточного потенциала импортозамещения. Другие отрасли данной группы, ориентированные на производство потребительских товаров длительного пользования (мебель, одежда, полиграфическая продукция), продолжили падение. В январе–

феврале 2016 года наметился малозаметный перелом негативного тренда только в производстве кожи, изделий из кожи и производстве обуви (Рисунок 25).

Наиболее устойчивой динамикой в 2015 году характеризовалась группа отраслей промежуточного спроса, традиционно ориентированных на внешний рынок (Рисунок 23). С января текущего года производство в сегменте промежуточных товаров демонстрирует тенденцию к росту (Рисунок 26). Потенциал воздействия факторов, способствующих сохранению устойчивого роста в перспективе, остается весьма ограниченным. Предпосылки для существенного увеличения физических объемов экспорта отсутствуют, а положительный импульс со стороны смежных производств на фоне спада потребительского и инвестиционного спроса пока не сформирован.

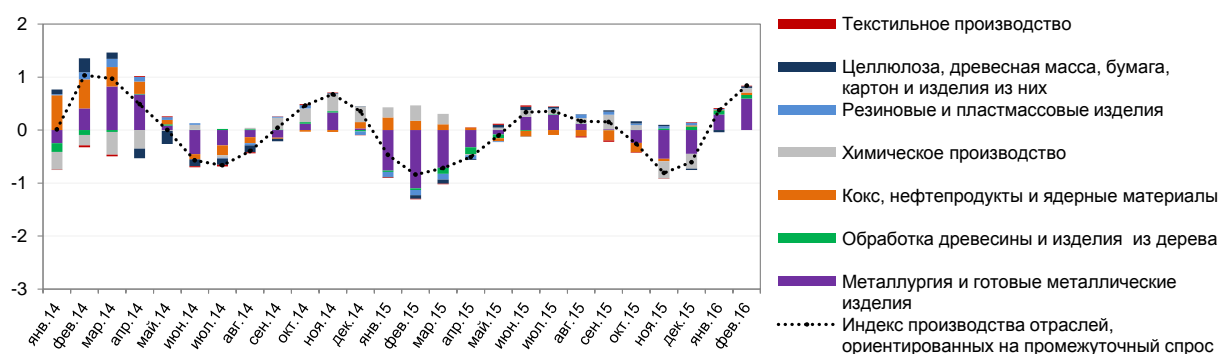
**Рисунок 25. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос (тренд)\*, % м/м**



\* С учетом данных за январь–февраль 2016 года динамика трендовой составляющей выпуска транспортных средств и оборудования была пересмотрена. Чтобы избежать ложного определения скачков производства в будущем, были изменены настройки сезонной корректировки в TRAMO/SEATS.

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 26. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на промежуточный спрос\* (тренд), % м/м**

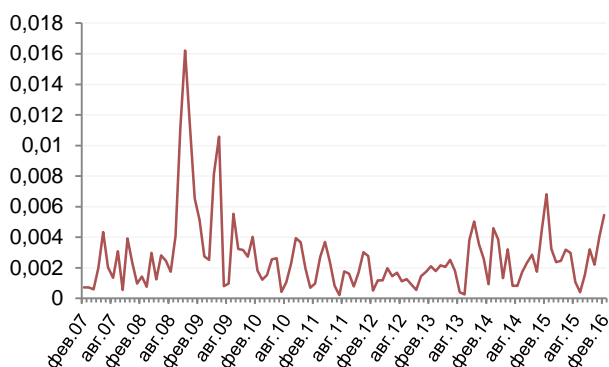


Источник: Росстат, расчеты ДИП

Более сдержанная динамика отраслей промежуточного спроса при относительно большем снижении выпуска в отраслях потребительского и инвестиционного спроса определяет происходящие структурные сдвиги в обрабатывающей про-

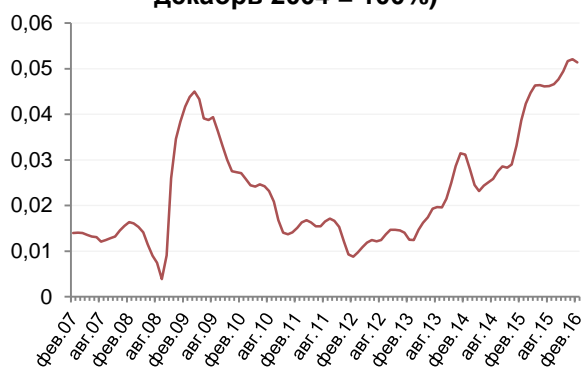
мышленности. Такое направление структурных сдвигов представляется вполне естественным для экономики, ориентированной на экспорт сырья и продуктов низкой степени переработки.

**Рисунок 27. Индекс интенсивности структурных сдвигов между группами отраслей обрабатывающей промышленности<sup>24</sup>**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 28. Индекс поступательности структурных сдвигов между группами отраслей обрабатывающей промышленности (базисный индекс, декабрь 2004 = 100%)<sup>25</sup>**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рассчитанные нами индексы, которые характеризуют интенсивность и поступательность структурных сдвигов<sup>26</sup>, показывают, что по сравнению с периодом спада 2008–2009 годов текущие изменения в структуре выпуска в обработке менее интенсивны, но происходят поступательно, то есть имеют в своем развитии тенденцию.

О том, что в обрабатывающем производстве происходит интенсификация структурных изменений, свидетельствует индекс интенсивности структурных сдвигов, который отражает скорость этих изменений между группами отраслей (Рисунок 27). Чем больше значение данного показателя, тем быстрее происходят изменения в структуре выпуска. С 2014 года амплитуда колебаний индекса выросла, но в значительно меньшей степени по сравнению с кризисом 2008–2009 годов. Это говорит о том, что в текущем периоде экономического спада структурные изменения осу-

<sup>24</sup>  $I_{\text{интенсивности}} = \frac{\sum_{j=1}^3 w_j |I_j - I|}{I}$ , где  $w_j, j = \overline{1,3}$  – доля группы отраслей (инвестиционного, потребительского и промежуточного спроса) в ВДС обрабатывающей промышленности ( $\sum_{j=1}^3 w_j = 1$ );  $I_j, j = \overline{1,3}$  – цепной индекс трендовой составляющей физического объема производства группы отраслей (инвестиционного, потребительского и промежуточного спроса);  $I$  – цепной индекс трендовой составляющей физического объема выпуска обрабатывающей промышленности.

<sup>25</sup>  $I_{\text{поступательности}} = \frac{\sum_{j=1}^3 w_j |I_j - I|}{I}$ , где  $w_j, j = \overline{1,3}$  – доля группы отраслей (инвестиционного, потребительского и промежуточного спроса) в ВДС обрабатывающей промышленности ( $\sum_{j=1}^3 w_j = 1$ );  $I_j, j = \overline{1,3}$  – базисный индекс трендовой составляющей физического объема производства группы отраслей (инвестиционного, потребительского и промежуточного спроса);  $I$  – базисный индекс трендовой составляющей физического объема выпуска обрабатывающей промышленности.

<sup>26</sup> Методика расчета индексов интенсивности и поступательности структурных сдвигов приведена в следующей работе: Бессонов В.А. Проблемы анализа российской макроэкономической динамики переходного периода. М.: ИЭПП, 2005.

ществляются медленнее. Однако при умеренной интенсивности эти сдвиги не являются результатом нерегулярных колебаний выпуска, а происходят поступательно. Об этом свидетельствует индикатор поступательности структурных сдвигов, который с 2013 года имеет тенденцию к росту. В 2008-2009 годы индекс поступательности был подвержен сильным, но краткосрочным колебаниям, имеющим нерегулярный характер, ввиду того, что тогда изменения выпуска носили преимущественно циклический, а не структурный характер (Рисунок 28).

Анализ интенсивности и поступательности структурных сдвигов не позволяет делать выводы о том, насколько изменения структуры в обрабатывающей промышленности являются качественными, то есть сопровождаются ростом доли продукции высокой степени переработки. Как было отмечено выше, с начала 2014 года мы наблюдаем опережающее падение производства товаров потребительского и инвестиционного спроса, то есть продукции более высокой степени переработки по сравнению с динамикой промежуточных товаров. И это косвенно может указывать на ухудшение качества структуры промышленного производства в обрабатывающих отраслях.

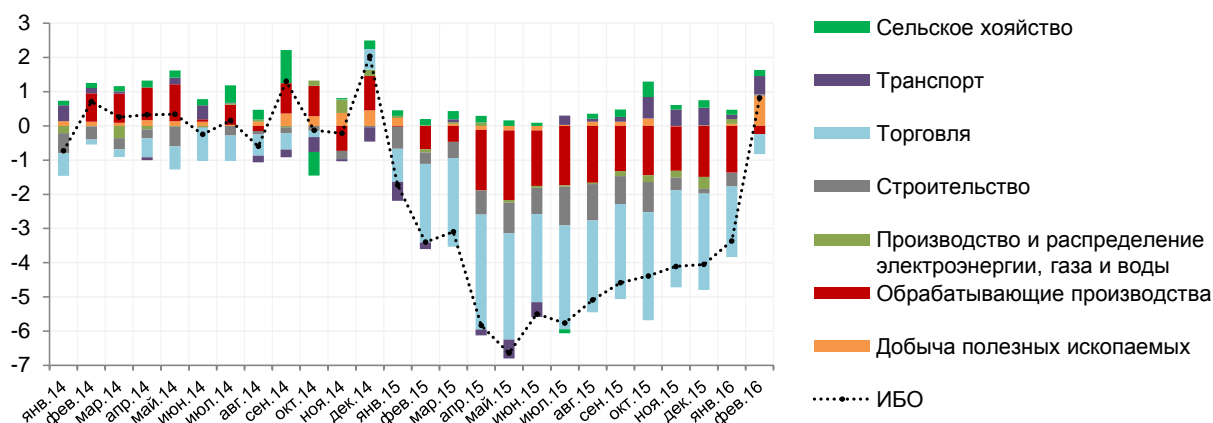
### ***1.2.3. Рост выпуска базовых отраслей в феврале не стоит переоценивать***

- Выпуск базовых отраслей в целом по России в феврале 2016 года вырос, однако говорить о начале восстановительного роста пока преждевременно.
- Региональный индекс базовых отраслей демонстрирует улучшение экономической активности по сравнению с предыдущим годом почти во всех федеральных округах, во многом благодаря эффекту високосного года и низкой базы февраля прошлого года.

В феврале 2016 года производство базовых отраслей впервые за последние 14 месяцев показало рост в годовом выражении. Индекс базовых отраслей (ИБО)<sup>27</sup> в феврале составил 0,8%, увеличившись за месяц на 4,2 п.п. (Рисунок 29). Росту ИБО способствовала низкая база февраля 2015 года, а также рост к предыдущему месяцу почти всех индикаторов, входящих в состав ИБО, за исключением оборота розничной торговли. В результате сезонно скорректированный объем выпуска базовых отраслей увеличился на 0,6% в феврале по сравнению с январем. Учитывая неустойчивость динамики выпуска в базовых отраслях в последние месяцы, возможную недооценку влияния фактора високосного года, а также сохраняющееся влияние неопределенности экономической ситуации, как одного из основных факторов, лимитирующего выпуск базовых отраслей, говорить о начале восстановительного роста пока явно преждевременно.

<sup>27</sup> ИБО рассчитан путем агрегирования пяти отраслевых показателей год к году (производство продукции сельского хозяйства; промышленное производство; объем работ, выполненных по виду деятельности «Строительство»; оборот оптовой и розничной торговли; грузооборота транспорта) с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС региона в 2013 году.

Рисунок 29. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в РФ в 2014–2016 году, % г/г



Источник: Росстат, оценка ДИП.

Региональный индекс базовых отраслей (РИБО)<sup>28</sup> демонстрирует в феврале улучшение динамики во всех федеральных округах (кроме Дальневосточного), в то время как в еще в конце 2015 года индекс показывал ухудшение в подавляющем большинстве регионов (Рисунок 30). Замедление темпов падения экономической активности в годовом выражении зафиксировано в Центральном, Южном, Приволжском и Сибирском федеральных округах. В трех федеральных округах (Северо-Западном, Северо-Кавказском и Уральском) происходило ускорение экономической активности. И только в Дальневосточном федеральном округе после роста в январе вновь отмечено падение деловой активности.

Природа факторов, оказавших положительное влияние на динамику РИБО в отдельных регионах, достаточно разнообразна и обусловлена, главным образом, отраслевой специализацией территории.

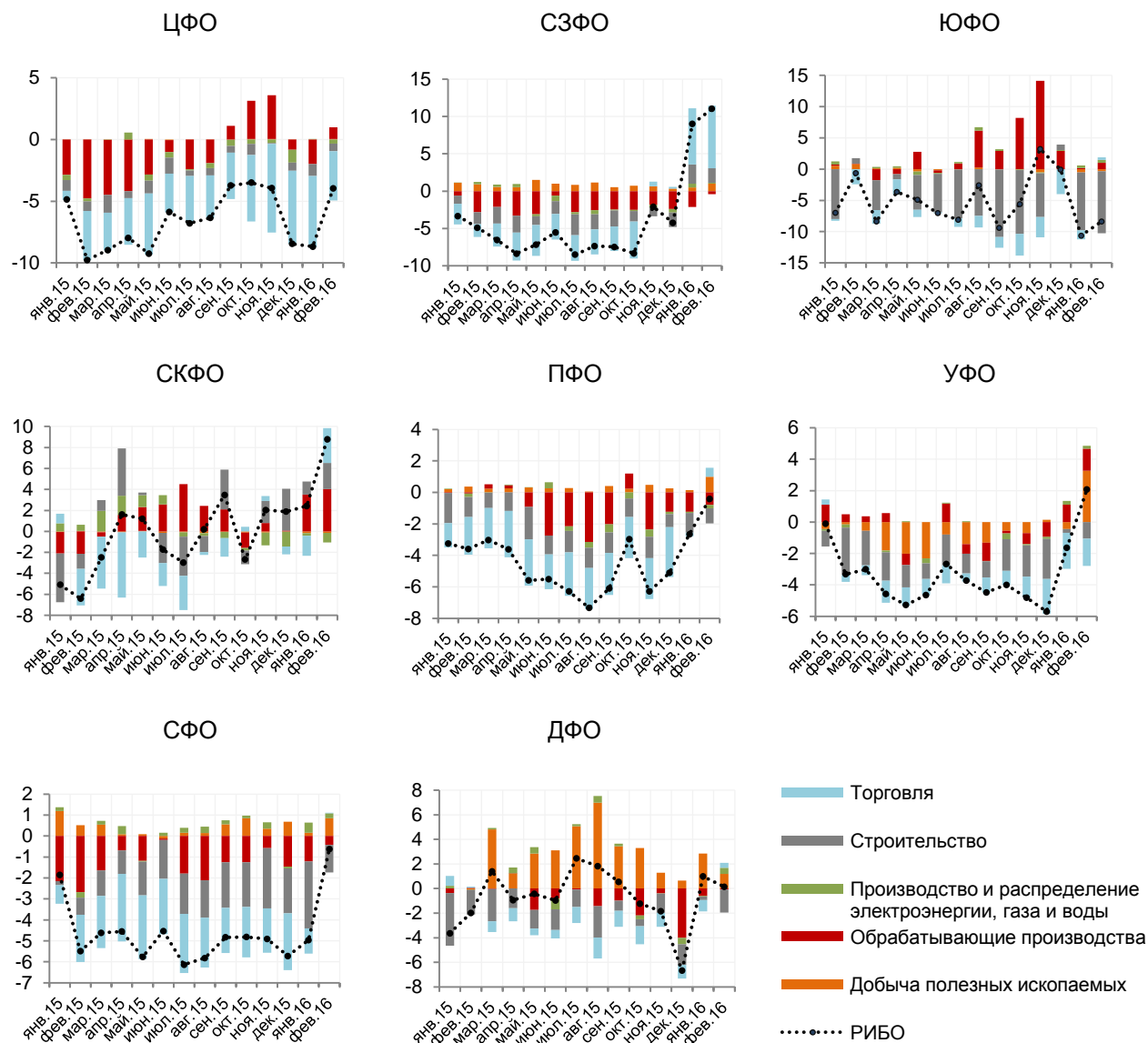
Во всех добывающих регионах (кроме Дальневосточного) наращивание объемов добычи в феврале по сравнению с январем увеличило её положительный вклад в динамику региональных индексов. В Уральском федеральном округе добыча стала основным фактором роста.

Благодаря влиянию эффекта низкой базы прошлого года, вклад торговли в динамику РИБО в феврале оказался положительным для всех федеральных округов, за исключением Уральского и Центрального. Последний, как финансово-экономический центр, принял самый сильный удар от снижения спроса, что обусловило сильно отрицательный вклад торговли в изменение индекса на протяжении всего 2015 года. В то же время, в Северо-Западном федеральном округе в последние месяцы торговля является основным фактором роста экономической активно-

<sup>28</sup> Региональный индекс базовых отраслей (РИБО) разработан с целью оперативного мониторинга экономической ситуации в отдельных регионах. В силу отсутствия официальной информации по производству продукции сельского хозяйства и грузообороту транспорта в региональном разрезе, для ФО представлена оценка РИБО по трем отраслевым показателям: промышленное производство, строительство, оборот оптовой и розничной торговли.

сти. Торговая сфера традиционно вносит весомый вклад в региональный валовый продукт ряда регионов округа.

Рисунок 30. Вклад отраслевых компонент в динамику РИБО в 2015–2016 году, % г/г



Источник: Росстат, оценка ДИП

Выпуск обрабатывающих производств в феврале по сравнению с январем увеличился только в Северо-Кавказском и Уральском федеральных округах. В последнем на фоне увеличения объемов добычи идет развитие связанных с нефтедобычей обрабатывающих отраслей: производства кокса и нефтепродуктов, а также химического производства. На Северном Кавказе положительные темпы роста в обработке обусловлены запуском новой газоперерабатывающей установки в Ставропольском крае и увеличением производства транспортных средств и оборудования в Республике Дагестан (возможно, в рамках оборонзаказа).



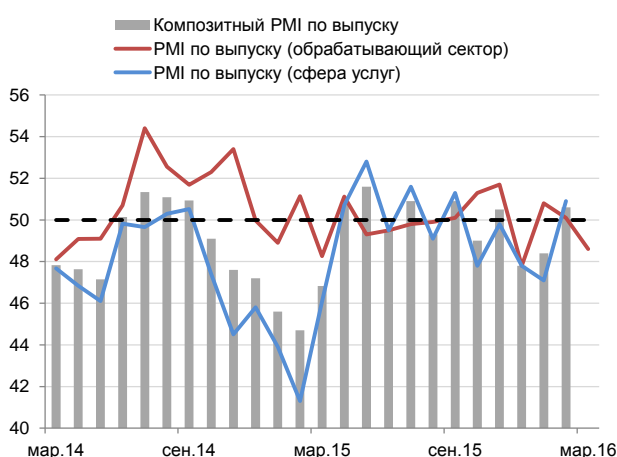
### 1.2.4. Мартовский опрос PMI по производству: рост откладывается

- Заметное снижение индексов занятости, выпуска и новых заказов PMI говорит о том, что промышленная динамика макроэкономических показателей в начале II квартала может оказаться слабой.

Динамика PMI обрабатывающих отраслей России в марте оказалась существенно хуже ожиданий. После стабилизации индекса вблизи пограничной зоны (50 пунктов), которая наблюдалась за последние пару месяцев, он снизился до минимального с июля 2015 уровня 48,3 пункта. Сильное ухудшение наблюдалось в компоненте занятости, которая снизилась до 45,6 пунктов, что является минимальным значением с января 2015 года и может указывать на интенсификацию процесса высвобождения персонала.

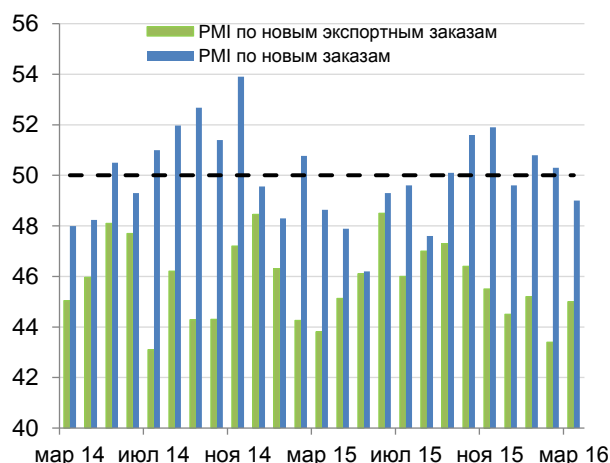
Индекс PMI по выпуску в марте снизился по отношению к февралю и перешел в зону сокращения объемов выпуска. Это подтверждает наш вывод о том, что февральское оживление в промышленном секторе могло носить временный характер (Рисунок 31). Динамика компонент новых заказов указывает на то, что мартовский спад выпуска может затянуться. Новые заказы снизились до минимального с августа 2015 года уровня (Рисунок 32). Небольшое восстановление показателя новых экспортных заказов на фоне снижения общего показателя новых заказов может говорить о достаточно сильной просадке в объеме новых внутренних заказов, которые до этого показывали позитивную динамику.

**Рисунок 31. Динамика индексов PMI России по выпуску, пункты**



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

**Рисунок 32. Динамика индексов PMI России по новым заказам в обрабатывающем секторе, пункты**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Заметное снижение индексов занятости PMI, а также выпуска и новых заказов говорит о том, что динамика макроэкономических показателей в начале II квартала может оказаться слабой. Перспективы общего восстановления активности в промышленности пока туманны, и периодически возникающие признаки роста обычно связаны с улучшением ситуации в отдельных секторах.

Необходимо учитывать, что, возможно, февральские и мартовские индексы PMI несколько искажают реальную картину. Сезонная очистка показателей PMI может не в полной мере учитывать эффект високосного года. В результате февральские значения PMI могут оказаться завышенными, а мартовские – заниженными. В этой связи апрельские данные могут в большей степени пролить свет на текущее состояние показателей.

### **1.2.5. Безработица остается стабильной**

- При стабильных показателях безработицы происходит медленный переток трудовых ресурсов из неторгуемых секторов (строительство, финансы) в торгуемые (добыча, химия и т.д.).
- Низкая трудовая мобильность, которая накладывается на особенности демографии в России и рост неформальной занятости, может замедлять переход экономики к новому равновесию и затянуть период стагнации.

По данным Росстата, уровень безработицы в феврале остался на январских значениях и составил 5,84% (Рисунок 33). Уровень безработицы (с исключением сезонного фактора) снизился с 5,6% в январе до 5,5% в феврале. Четвертый месяц подряд (с ноября 2015 года) число безработных сохраняется на отметке 4,4 млн человек, что на 0,4 млн выше минимального значения июня 2015 года. С начала 2016 года наблюдается замедление активных процессов высвобождения рабочей силы.

В дополнение к уровню безработицы, определяемому Росстатом, мы рассчитали более широкие показатели безработицы U5 и U6<sup>29</sup> (Рисунок 34). В конце 2015 года наблюдался рост показателя U5. Это было связано с уходом части населения из расчета рабочей силы<sup>30</sup>. В условиях экономической неопределенности и снижения активности предприятия были вынуждены сокращать часть занятых в конце 2015 года и снизили спрос на рабочую силу.

<sup>29</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 зарегистрированных безработных включает экономически неактивное население, которое на данный момент не ищет работу или отчаялось ее найти, но выразило желание работать. Показатель U6 включает U5 и занятых, работающих неполный рабочий день (менее 30 часов в неделю).

<sup>30</sup> Часть населения перестает искать работу и технически исключается из расчета рабочей силы.

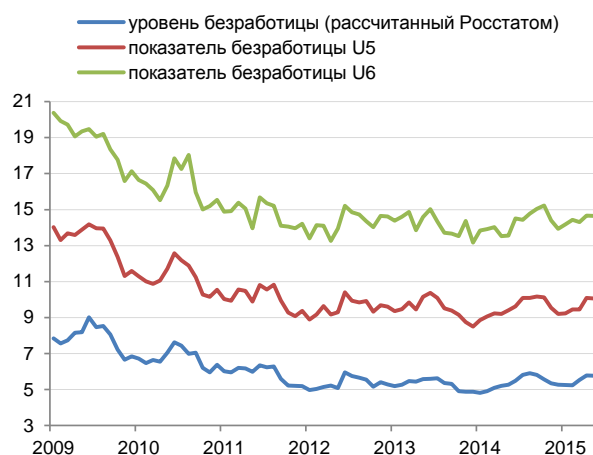
Показатель U6 также растет, однако более медленными темпами, чем U5. Предприятия все еще стараются избегать масштабных сокращений штата, переводя работников при необходимости на неполный режим занятости (менее 30 часов). В пользу этого довода также могут свидетельствовать данные Росстата, показывающие рост занятого населения, ищущего дополнительную работу.

Рисунок 33. Уровень безработицы, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 34. Динамика уровня безработицы, в том числе с учетом неполной занятости и готовности искать работу, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП

В январе 2016 года общее количество замещенных рабочих мест в организациях снизилось на 3% г/г. Число рабочих мест за рассматриваемый период продолжает сокращаться практически по всем видам экономической деятельности за редким исключением. Наибольший спад наблюдается в финансовой сфере и в строительстве – 11% и 10% соответственно. В торговле, обрабатывающих производствах, государственном секторе и в производстве и распределении электроэнергии падение составило чуть менее 4%. Положительная динамика наблюдается в таких секторах, как гостиничный и ресторанный бизнес – рост 3,0% г/г, а также в некоторых подсекторах обрабатывающего производства (производство нефтепродуктов – 3,2%, химическое производство – 0,3%) и в подсекторе добычи топливно-энергетических полезных ископаемых – 1,5%.

В целом такая динамика говорит о том, что имеет место переток трудовых ресурсов из неторгуемых секторов (строительство, финансы) в торгуемые (добыча, химия и т.д.), который должен происходить при таких сильных изменениях условий внешней торговли и относительных цен. Однако масштаб этих изменений крайне мал по сравнению с тем, что происходит с точки зрения характера структурной перестройки экономики в целом. Низкая трудовая мобильность, которая накладывается на особенности демографии в России, а также рост неформальной занятости, могут замедлить переход экономики к новому равновесию.

### **1.2.6. Российские производители сохраняют конкурентоспособность по отношению к китайским благодаря укреплению юаня**

- Рост номинальной заработной платы в Китае в течение последних двух лет незначительно опережает рост ВВП. При этом рост заработных плат в России в нынешний кризис остается высоким с учетом текущей динамики производительности...
- ... это позволяет Китаю с середины 2014 года повышать конкурентоспособность промышленности с точки зрения удельных издержек на оплату труда рабочей силы относительно России...
- ... однако потеря конкурентоспособности российской промышленности относительно китайской в части роста заработных плат была полностью компенсирована номинальным укреплением юаня по отношению к рублю в последнее время.

Нами было проведено сопоставление динамики конкурентоспособности России и Китая в промышленности с помощью показателя удельных издержек на оплату труда работников (далее – ULC, от англ. *unit labor costs*). Согласно общепринятой методике расчета данного показателя для разных стран, которая официально применяется Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и Eurostat, он определяется как отношение номинального фонда заработной платы (то есть произведение средней номинальной заработной платы на общую численность занятых) к реальному выпуску.

С учетом товарной структуры экспорта Китая анализ конкурентоспособности производства с торговыми партнерами при этом целесообразно проводить, оперируя соответствующими показателями (средняя номинальная заработная плата, численность занятых и выпуск) только применительно к обрабатывающему сектору.

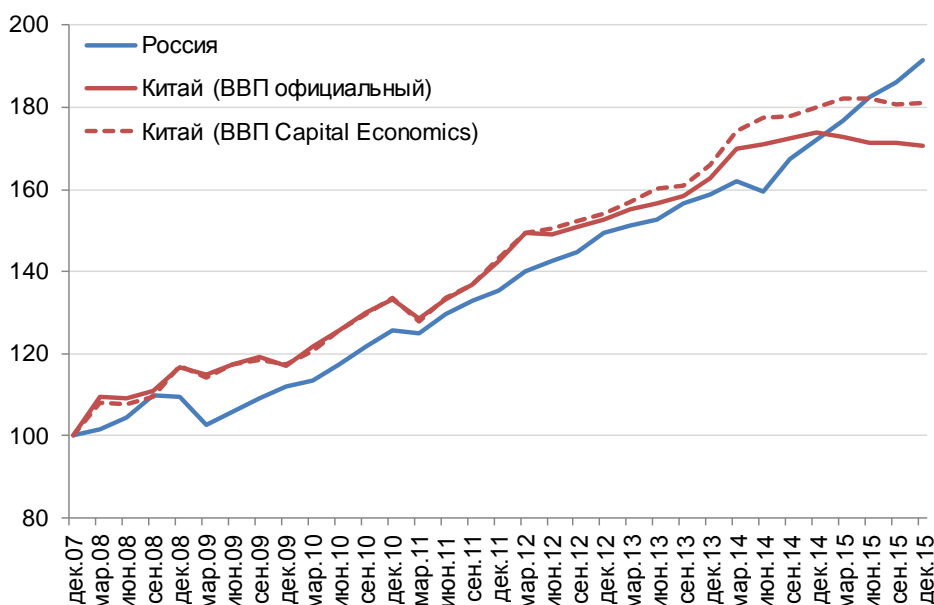
Исходя из ограничений по имеющимся данным, прежде всего по Китаю, сравнительный анализ динамики ULC для двух стран был выполнен нами в квартальном разрезе для периода 2008–2015 годов.

Рисунок 35 показывает, что конкурентоспособность российской продукции, измеряемая через ULC, росла относительно китайской в начале 2009 года и середине 2014 года в результате подстройки рынка труда к кризисным явлениям в экономике. Однако данные эпизоды были скорее исключением из общего правила. Так, до последнего времени наблюдался отчетливый тренд на рост заработных плат в Китае, в связи с чем конкурентные преимущества китайской экономики вследствие дешевой рабочей силы были в значительной степени нивелированы.

Указанное явление обусловлено целым рядом объективных факторов. *Во-первых*, это постепенно исчерпывающая себя догоняющая модель экономического роста, при которой рост ВВП и, соответственно, заработных плат долгое время происходил опережающими по сравнению с более развитыми экономиками темпа-

ми. Во-вторых, это объясняется возрастанием конкуренции в промышленных областях на фоне проводимой Китаем политики в части регулирования демографической ситуации. Текущая ситуация показывает, что сформировавшаяся до последнего времени долгосрочная тенденция к росту заработных плат в китайской экономике является одним из первоочередных факторов, сдерживающих экономический рост в стране.

Рисунок 35. Динамика ULC России и Китая (IV квартал 2007 = 100)



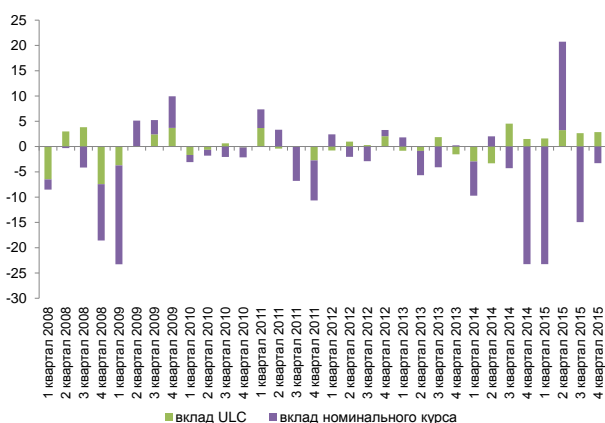
Источники: CEIC, Bloomberg Finance L.P., National Bureau of Statistics of China, Capital Economics, Росстат, расчеты и сезонное сглаживание ДИП.

Что касается последних двух лет, то показатель ULC Китая является стабильным с первой половины 2014 года, в то время как ULC России активно повышается. Так, номинальный рост заработных плат в России по-прежнему наблюдается, несмотря на рецессию. С середины 2014 года, когда наметились признаки сокращения российского ВВП, образовавшийся с 2008 года разрыв конкурентоспособности между Россией и Китаем стал постепенно сокращаться, и относительная конкурентоспособность Китая вновь возрастала. Относительно IV квартала 2007 года российская промышленность стала проигрывать китайской в конкурентоспособности по ULC с начала 2015 года.

Мы также провели расчеты ULC на основе альтернативных оценок ВВП Китая – China Activity Proxy Capital Economics (Рисунок 35). Данные оценки, по нашему мнению, лучше отражают реальное соотношение конкурентоспособности промышленности России и Китая, в том числе влияние структурной перестройки китайской экономики и снижение вклада промышленности в рост ВВП Китая. Они снижают относительную конкурентоспособность Китая по ULC, однако не меняют наш общий вывод: с середины 2014 года наблюдается рост конкурентоспособности китайской промышленности относительно России с точки зрения показателя ULC.

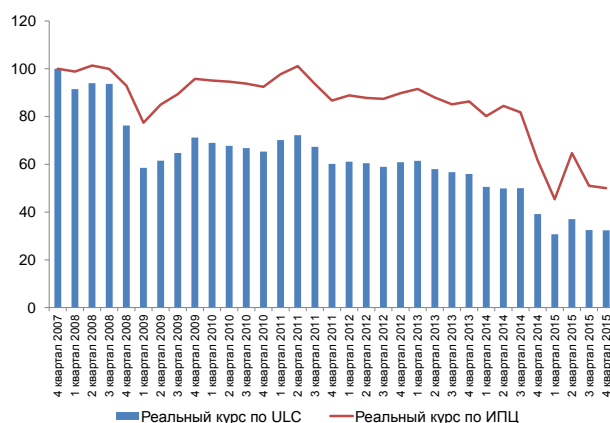
Дальнейший анализ показал, что обозначенный выше рост конкурентоспособности Китая с 2014 года был фактически компенсирован номинальным укреплением юаня к рублю, которое было связано как с эпизодами девальвации рубля в связи с санкциями и снижением цен на нефть, так и поддержкой китайскими властями национальной валюты посредством продажи резервов на валютном рынке. Согласно нашим оценкам, реальный курс рубля к юаню за последние годы даже в относительно спокойные периоды, когда влияние внешних шоков было минимальным, определялся динамикой реального курса приблизительно на 70% и только на 30% – дифференциалом ULC (Рисунок 36).

**Рисунок 36. Реальный курс рубля к юаню: вклад номинального курса и дифференциала ULC между Россией и Китаем, % к/к**



Источники: CEIC, Bloomberg Finance L.P., National Bureau of Statistics of China, Capital Economics, Росстат, расчеты и сезонное сглаживание ДИП.

**Рисунок 37. Динамика реального эффективного курса рубля к юаню, рассчитанного через ИПЦ и ULC (IV квартал 2007 = 100)**



Источники: CEIC, Bloomberg Finance L.P., National Bureau of Statistics of China, Capital Economics, Росстат, расчеты и сезонное сглаживание ДИП.

Кроме того, показатель реального курса рубля, рассчитанного через инфляционный дифференциал (который, в частности, публикуется на официальном сайте Банка России по отношению к доллару США, евро и валютам основных торговых партнеров России в целом), вероятно, значительно искажает представление о динамике конкурентоспособности России и Китая во внешней торговле по отношению друг к другу. Это связано с тем, что закладываемая в его расчет потребительская инфляция рассчитывается как по неторгуемым, так и по торгуемым товарам.

Показатель реального курса, вычисленный описанным выше способом, не показывает, например, существенно значимых колебаний в периоды, когда наблюдался опережающий рост заработных плат в Китае, а также ложно сигнализирует о реальном укреплении в периоды, когда кратковременные всплески инфляции не сопровождались ростом заработных плат в промышленности (Рисунок 37). В свою очередь, реальный курс рубля к юаню, посчитанный через дифференциал ULC, демонстрирует отчетливую тенденцию к ослаблению российской валюты по отношению к китайской в реальном выражении с 2011 года, что свидетельствует в поль-

зу сохраняющейся высокой конкурентоспособности российского производства. Данный вывод имеет важное значение с точки зрения перспектив активизации торгово-экономических отношений между двумя странами.

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

#### ***1.3.1. Мягкий настрой крупнейших центральных банков сдерживает риски замедления мировой экономики***

- ФРС США смягчает тон и прогнозируемую траекторию повышения ставок, несмотря на улучшения на рынке труда и признаки ускорения инфляции.
- ЕЦБ смягчает ДКП, но эффективность данных мер остается под вопросом, особенно на фоне изменения взглядов ФРС.
- Китай возвращается к проверенным способам поддержки экономики, снижая краткосрочные риски и увеличивая долгосрочные.

#### ***США: ФРС смягчает тон на фоне высоких рисков для мировой экономики***

Ситуация на рынке труда продолжает улучшаться. Рост количества рабочих мест в несельскохозяйственных секторах экономики по-прежнему держится выше отметки 200 тыс. При этом уровень безработицы в марте вырос с 4,9 до 5,0% за счет возврата населения на рынок труда, что является позитивным сигналом. Показатель участия в рабочей силе<sup>31</sup> вырос до 63% – максимального за последние два года уровня. ФРС, как и ожидалось, по итогам заседания 16–17 марта Комитета по открытым рынкам (Federal Open Market Committee) оставила ключевую ставку без изменений в диапазоне 0,25–0,5%. Восстановление финансовых рынков после падения в начале года, ускорение базовой инфляции до максимального с 2012 года уровня (Рисунок 39) и благоприятная ситуация на рынке труда позволяли ожидать жесткую риторику от ФРС относительно направления монетарной политики. Однако тон заявлений ФРС оказался достаточно мягким, а прогноз ключевой ставки был существенно снижен.

Медианные прогнозы по ключевой ставке на ближайшие три года и более длительную перспективу снизились по сравнению с декабрем (Рисунок 38). ФРС теперь ожидает два повышения ставки в этом году по сравнению с четырьмя всего три месяца назад. При этом рыночные ожидания<sup>32</sup> сходятся лишь на одном повышении ставки до конца текущего года.

<sup>31</sup> Labor force participation rate – доля рабочей силы (экономически активного населения) в общем количестве трудоспособного населения.

<sup>32</sup> На основе динамики фьючерсов на ставку по федеральным фондам.

**Рисунок 38. Медианный прогноз ФРС по динамике ключевой ставки, %**



Источник: ФРС.

**Рисунок 39. Динамика инфляции в США, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Несмотря на признаки улучшения ситуации в экономике и ускорения роста цен, ФРС видит достаточно высокие риски, связанные с ситуацией на финансовых рынках и в мировой экономике. Замедление роста китайской экономики рассматривалось как один из самых больших рисков для мировой экономики еще в начале этого года.

### **Еврозона: ЕЦБ готов платить банкам за рост кредитования экономики**

ЕЦБ сумел удивить участников рынка по итогам заседания 10 марта, смягчив денежно-кредитную политику сильнее, чем предполагалось. Помимо ожидавшегося снижения депозитной ставки до -0,4% ЕЦБ снизил на символические 5 б.п. другие ключевые ставки: ставку рефинансирования до 0 с 0,05% и ставку кредитования до 0,25 с 0,3%. Месячный объем программы выкупа активов был увеличен с 60 до 80 млрд евро, при этом в пул активов для выкупа будут включены небанковские облигации инвестиционного рейтинга в евро. Кроме того, ЕЦБ предоставит четыре транша по программе долгосрочного кредитования (TLTRO II) на четыре года. Последнее стало главным сюрпризом, учитывая что банки при определенных условиях могут получать их по ставке, равной депозитной. Во время пресс-конференции Марио Драги указал на то, что процентные ставки регулятора могли достичь своего минимального уровня.

Объявленные решения говорят о том, что ЕЦБ сильно озабочен проблемой вторичных эффектов близкой к нулевой инфляции и общим замедлением роста экономики еврозоны. Это нашло отражение в его прогнозах. В соответствии с ними инфляция в 2016 году составит всего 0,1%, а в 2018 году – 1,8%, что по-прежнему ниже целевого уровня – 2%. В 2016 году ЕЦБ ожидает замедления роста экономики еврозоны до 1,4% с постепенным ускорением до 1,8% в 2018 году.



ЕЦБ создал предпосылки для дальнейшего снижения и без того рекордно низкой стоимости заимствований в еврозоне. Это может поддержать экономический рост, однако оценить общий эффект от данных мер пока достаточно сложно.

### ***Китай: краткосрочные риски замедления снижаются, долгосрочные – растут***

Народный банк Китая (НБК) после небольшой паузы продолжил смягчение монетарной политики, начатое еще в прошлом году. Норма обязательных резервов для крупных банков была снижена на 50 б.п. (с 17%). В пресс-релизе НБК указал, что эта мера направлена на поддержание роста кредитования. Данный шаг окончательно подтверждает, что поддержка роста экономики является приоритетной задачей экономических властей. Ранее в январе был зарегистрирован всплеск объемов кредитования, и, по всей видимости, после смягчения денежно-кредитной политики их ускоренный рост продолжится в ближайшие месяцы.

Потенциальный рост давления на национальную валюту был одним из сдерживающих факторов для Народного банка Китая при принятии решений о смягчении денежно-кредитной политики в последние месяцы. Тем не менее норма резервирования была понижена. Это может говорить о том, что НБК видит признаки сокращения оттока капитала или готов по-прежнему осуществлять валютные интервенции на валютном рынке, уменьшая объем золотовалютных резервов.

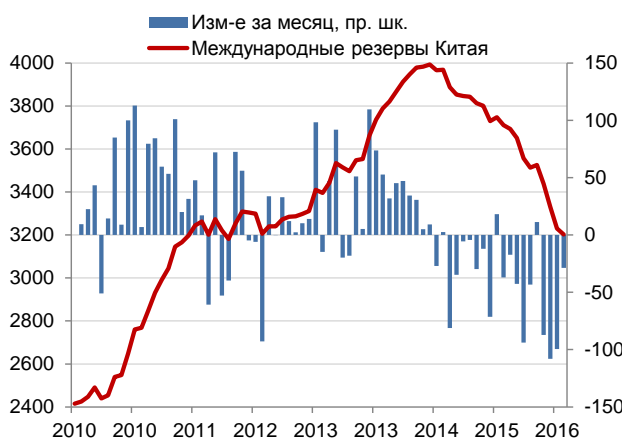
Замедление падения резервов и снижение профицита торгового баланса дают право предполагать, что отток капитала в феврале мог составить всего 20–30 млрд долларов относительно 113 млрд долларов США<sup>33</sup> в январе. По всей видимости, выход нескольких представителей НБК в публичное пространство и их комментарии относительно того, что они не видят угроз для сильного ослабления китайской валюты, могли способствовать уменьшению давления на юань.

Международный банк расчетов (BIS) в своем квартальном отчете привел анализ структуры оттока капитала из Китая во второй половине 2015 года. Судя по этому отчету, усиление оттока вызвано не массовыми распродажами китайских активов и выводом средств, а уменьшением задолженности китайских экономических агентов в иностранной валюте перед остальным миром.

Объемы новых кредитов в феврале вернулись к средним значениям второго полугодия, что было ожидаемо после рекордного показателя в январе. Тем не менее февральские данные не репрезентативны из-за сезонного снижения активности, связанного с новогодними праздниками. В марте рост объемов кредитования может ускориться после понижения НБК нормы резервирования. Решение властей о поддержке роста экономики монетарным стимулированием может принести успех в краткосрочном периоде, однако увеличивает долгосрочные риски, связанные с высоким уровнем закредитованности экономики.

<sup>33</sup> Оценка The Institute of International Finance.

**Рисунок 40. Международные резервы Китая и их изменение за месяц, млрд долл.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

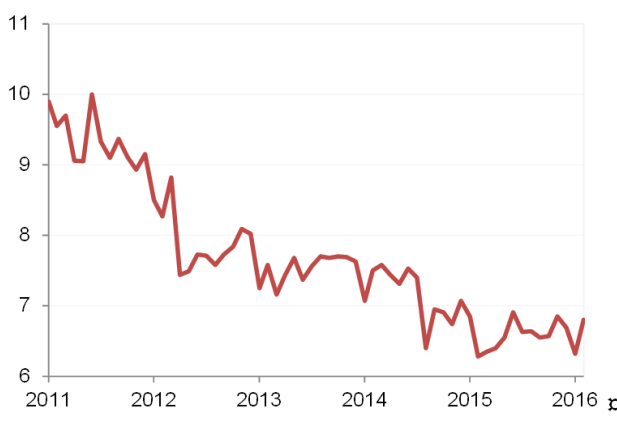
**Рисунок 41. Рост кредитования и денежной массы**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

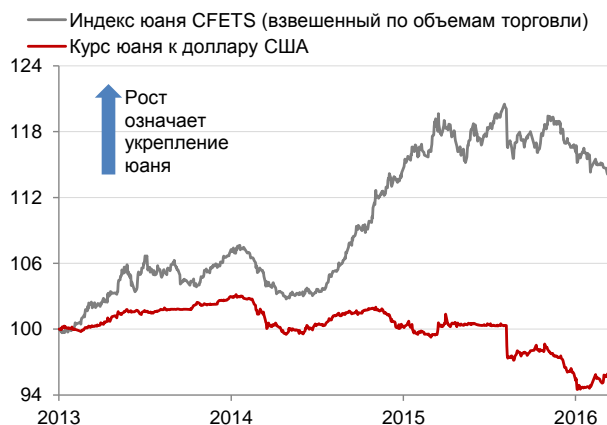
В марте в прессе появилась информация о том, что китайские власти рассматривают возможность введения налога на операции покупки/продажи валюты. Это так называемый «налог Тобина», цель введения которого – увеличить стоимость транзакций и тем самым уменьшить привлекательность краткосрочных спекулятивных операций.

**Рисунок 42. Месячная оценка ВВП Китая**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 43. Динамика обменного курса юаня**



Источник: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП

Данная новость выглядит достаточно сенсационно на фоне заявлений представителей НБК об отсутствии давления на национальную валюту и долгосрочных планов по превращению юаня в одну из мировых резервных валют. Обсуждение введения налога на операции говорит о том, что давление на юань в сторону его ослабления сохраняется. Динамика эффективного курса юаня, взвешенного по объемам торговли, говорит о том, что текущий уровень китайской валюты по-

прежнему выглядит завышенным по отношению к уровню двух- – трехлетней давности (Рисунок 43).

Месячная оценка ВВП Китая, рассчитываемая агентством Bloomberg, продемонстрировала ускорение роста в феврале до 6,8% (Рисунок 42). Этот результат соотносится с другими показателями, которые говорят об отсутствии признаков дальнейшего замедления экономики Китая в начале этого года. Впрочем, статистика первых двух месяцев в Китае бывает обманчивой из-за постоянно меняющихся дат лунного нового года. Поэтому стоит дождаться результатов марта, для того чтобы с большей уверенностью говорить о текущей ситуации в экономике Поднебесной.

### ***Япония: эффективность абэномики под вопросом***

Банк Японии по итогам заседания, прошедшего 15 марта, оставил все параметры денежно-кредитной политики без изменений. На предыдущем заседании в январе он неожиданно снизил депозитную ставку до -0,1% и ввел трехуровневую систему депозитов коммерческих банков в центральном банке. Банк Японии столкнулся с растущим скепсисом экономических агентов относительно эффективности его последних действий, что может по принципу самосбывающихся ожиданий действительно ограничить их эффективность. Эта проблема стоит достаточно остро не только перед Банком Японии, но и, например, перед ЕЦБ. Пресс-конференция председателя Банка Японии Харухико Куроды и текст пресс-релиза по итогам заседания дали понять, что прогнозы по динамике экономики Японии ухудшились. Это означает, что Банк Японии может продолжить смягчение монетарной политики уже на ближайших заседаниях.

Борьбу с инфляцией осложняет снижение инфляционных ожиданий экономических агентов. Это можно увидеть на примере итогов переговоров крупных компаний с профсоюзами относительно повышения заработной платы, которые обычно проходят в начале весны. В этом году прирост зарплаты, который предлагают компании, будет примерно в два раза меньше, чем в прошлом году. Например, «Тойота» согласилась повысить базовую зарплату всего на 1500 иен, тогда как профсоюзы запрашивали 3000 иен, а в 2015 году повышение составило 4000 иен. Несмотря на то, что такой способ индексации зарплаты применяется лишь для небольшой доли занятых, результаты переговоров являются бенчмарком для пересмотра заработной платы во всех отраслях экономики. Отсутствие достаточного импульса со стороны роста номинальных доходов и, как следствие, внутреннего потребления, усложняют задачу Банка Японии по достижению целевого уровня инфляции в 2%.

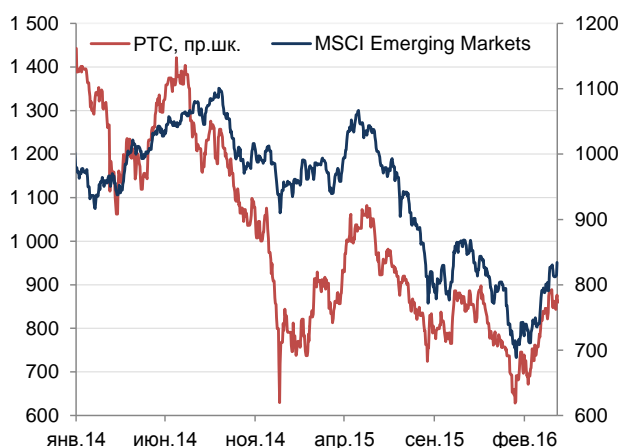
### 1.3.2. Финансовые рынки: снижение волатильности может оказаться временным

- Волатильность на финансовых рынках снизилась до минимальных значений, однако есть риск ее роста во втором полугодии.
- В России смягчение денежно-кредитных условий происходит несмотря на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику центрального банка.

#### Мировые рынки

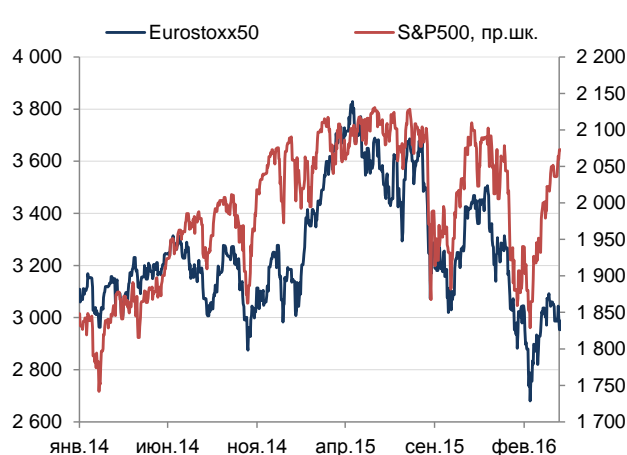
Снижение краткосрочных рисков замедления роста китайской экономики, а также очередной раунд количественного расширения от ЕЦБ и смягчение тона ФРС США вылились в снижение показателей волатильности до минимальных с осени 2015 года уровней. На этом фоне положительную динамику продемонстрировали как защитные активы (гособлигации), так и рискованные.

Рисунок 44. Индексы РТС и MSCI EM



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 45. Индексы S&P500 и Eurostoxx50



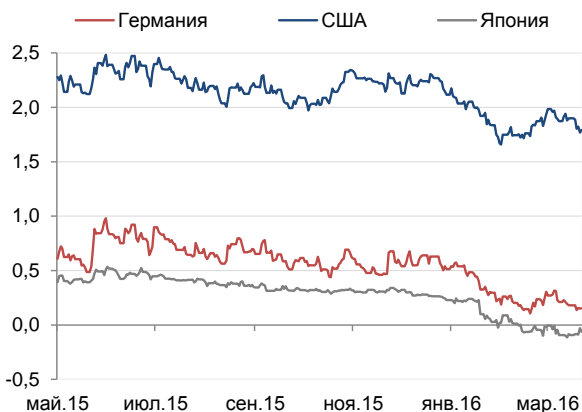
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Успокоение, пришедшее на финансовые рынки после выступления главы ФРС, может быстро смениться ростом волатильности. Рынки склонны фокусироваться на самом факте медленного повышения ставки ФРС, а не на причинах этого. Судя по всему, риск замедления роста мировой экономики, и прежде всего экономики Китая, сейчас имеют для ФРС гораздо большую значимость, чем неплохая динамика внутренней экономики. Мягкая политика американского центрального банка этот риск несколько снижает, но не может нивелировать полностью. Поэтому шансы на рост волатильности в случае реализации рисков достаточно высоки.

В марте наблюдался первый с середины 2015 года значительный приток инвесторов в российские фонды и фонды развивающихся стран (Рисунок 49). Общее

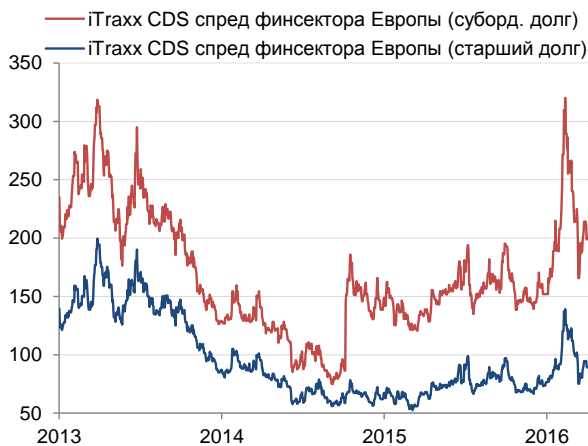
уменьшение волатильности и очередное снижение доходностей гособлигаций развитых стран на фоне мягкой ДКП привели к росту спроса на более рискованные активы, включая развивающиеся страны.

**Рисунок 46. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 48. Динамика CDS-спредов финансовых компаний Европы, б.п.**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

## Российские рынки

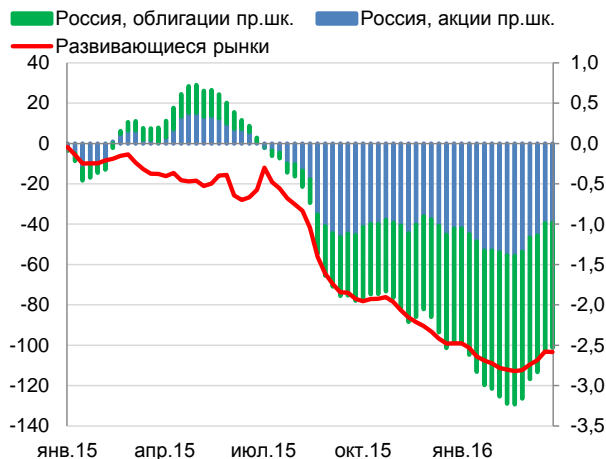
Умеренно жесткая риторика Банка России, которая сохранилась после заседания совета директоров 18 марта, привела к инверсии кривой доходности ОФЗ (Рисунок 51). Форма кривой может остаться инвертированной надолго. Доходности на коротком конце кривой высоки из-за коррекции ожиданий относительно темпов смягчения денежно-кредитной политики Банка России в ближайшие месяцы. При этом происходит снижение длинных доходностей через увеличение доверия к про-

**Рисунок 47. Кредитный спред корпоративных облигаций развитых стран, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 49. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран с развивающимися рынками (накопленным итогом, "+" означает приток)**



Источники: EPFR Global, Bloomberg Finance L.P.

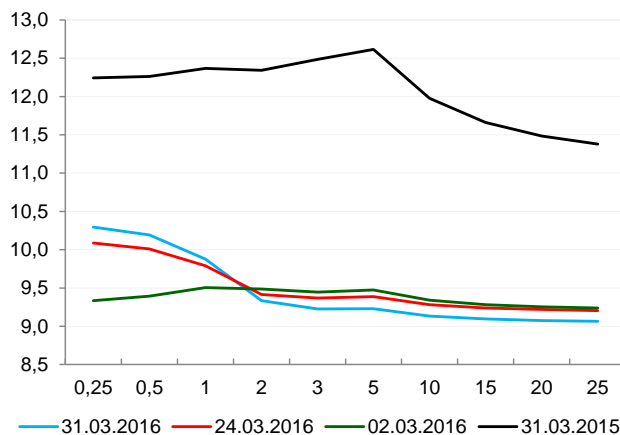
водимой Банком России денежно-кредитной политике и, как следствие, снижению ожидаемой инфляции в долгосрочном периоде. Таким образом, длинные процентные ставки могут снижаться и дальше при сохранении ключевой ставки неизменной. Это станет возможным при условии снижения инфляции и роста доверия к денежно-кредитной политике Банка России.

**Рисунок 50. Временная и историческая волатильность рубля, цен на нефть**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 51. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %**



Источник: Московская Биржа

**Рисунок 52. Валютные курсы развивающихся стран, сырьевых валют (01.08.2014 = 100)**



Сырьевые валюты: новозеландский доллар, норвежская крона, австралийский доллар.

Источник: Bloomberg.

**Рисунок 53. Валютные курсы стран БРИКС (01.08.2014 = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В марте наблюдалось заметное оживление активности на первичном рынке рублевых корпоративных облигаций. Участники рынка отмечают, что спрос достиг максимальных объемов за последние два-три года. Рост свободной ликвидности у банков мог стать одной из главных причин всплеска интереса к рынку корпоративных облигаций. Высокий спрос привел к тому, что некоторые эмитенты смогли разместить свои облигации с доходностью ниже ключевой ставки Банка России, чему спо-

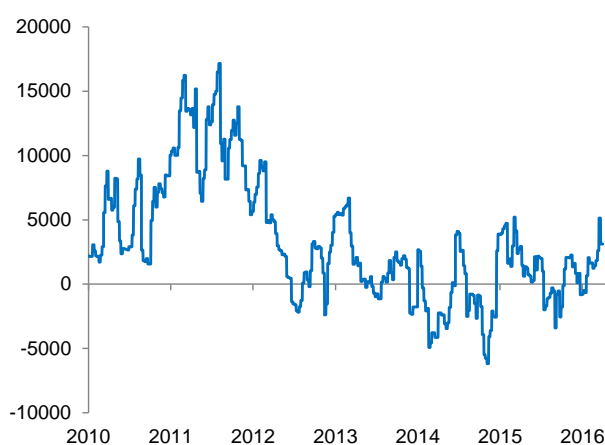
собствовали и низкие доходности ОФЗ, особенно на дальнем конце кривой. Ситуация на рынке корпоративных облигаций является еще одним свидетельством смягчения денежно-кредитных условий из-за перехода к профициту ликвидности даже при неизменной ставке Банка России и его достаточно жестком настрое.

**Рисунок 54. 12-месячная корреляция рубля с валютами развивающихся стран и нефтью**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

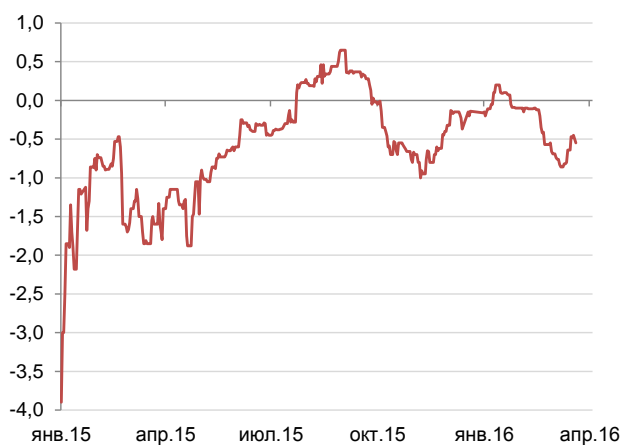
**Рисунок 55. Чистая позиция по фьючерсам на рубль, количество контрактов**



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

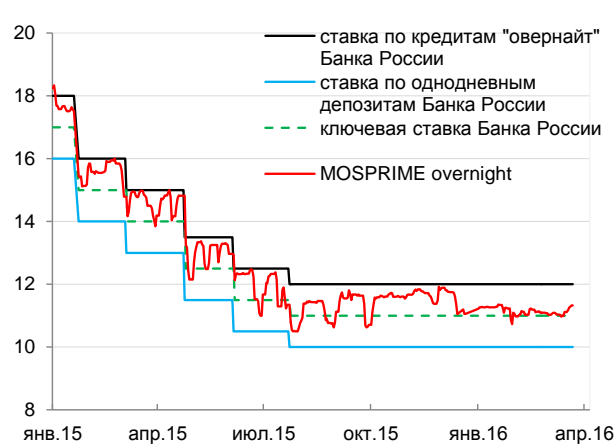
Краткосрочные ставки на межбанковском рынке по-прежнему находятся в середине процентного коридора (Рисунок 57), однако к концу месяца они немного выросли. Причиной повышения мог стать большой объем налоговых платежей в бюджет. Тем не менее в текущих условиях роста ликвидности банковской системы не стоит ждать возврата ставки рынка МБК к верхней границе процентного коридора Банка России.

**Рисунок 56. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых**



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

**Рисунок 57. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

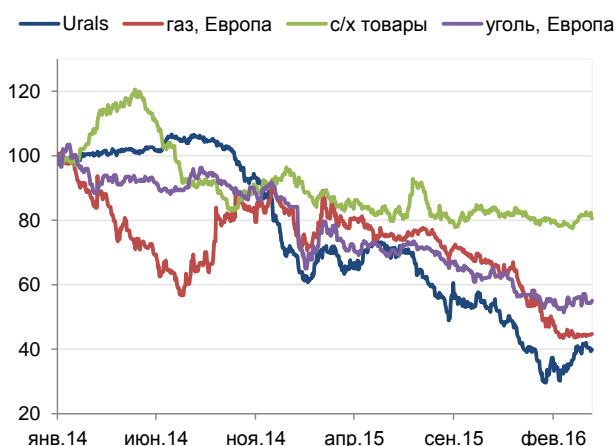
Спред FRA 3х6 к Mosprime продолжил снижение (Рисунок 56). Ожидания перехода банковского сектора от структурного дефицита ликвидности к профициту и, как следствие, снижение ставок межбанковского рынка могут являться основным фактором этого снижения.

### 1.3.3. Товарные рынки: ралли с разворотом в конце месяца

- Существенный рост чистого импорта нефти и нефтепродуктов в Китай в феврале вызван скорее формированием запасов, а не текущим спросом.
- Добыча нефти и жидкого топлива в феврале–марте увеличивалась (с поправкой на временные технические факторы) прежде всего за счет Ирана.
- Среднесуточная добыча нефти в России в марте сохранилась на уровне января–февраля.
- В США добыча нефти снижается умеренными темпами, а рост запасов нефти и нефтепродуктов немного уступает рекордной динамике 2015 года.
- EIA<sup>34</sup> ухудшило перспективы нефтяного рынка, сдвинув момент балансировки на 2018 год.

В первые две декады марта на фоне роста аппетита к риску цены большинства товаров и металлов демонстрировали уверенный рост, после чего перешли к снижению (Рисунок 58, Рисунок 59).

**Рисунок 58. Динамика цен на товары  
(01.2014 = 100)**



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

**Рисунок 59. Динамика цен на металлы  
(01.2014 = 100)**



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

Поскольку фундаментальные факторы в целом не позволяют ожидать их роста, возможная фиксация прибыли инвесторами, в первую очередь хедж-фондами,

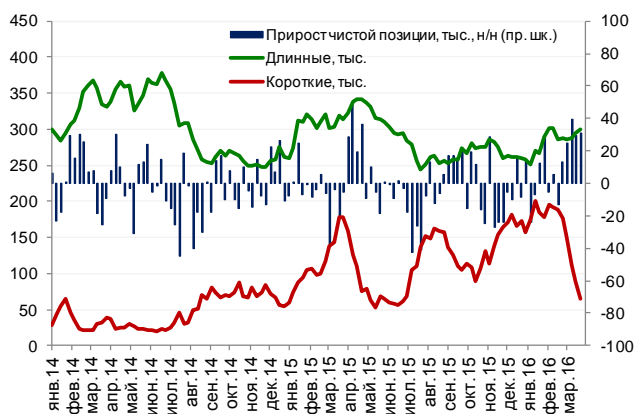
<sup>34</sup> U.S. Energy Information Administration (Энергетическая информационная администрация – независимое агентство в составе Министерства энергетики США).



может вызвать снижение цен. Применительно к нефти обращает на себя внимание тот факт, что рост чистой позиции (разница между числом длинных и коротких позиций) по нефтяным фьючерсам и опционам происходит за счет закрытия коротких позиций при минимальном открытии длинных (Рисунок 60). Индекс сырьевых товаров Bloomberg вырос к 17 марта на 7%, после чего снизился к концу месяца на 4%. Baltic Dry Index, показывающий спрос на крупнотоннажные морские перевозки грузов, вырос за март на 30%.

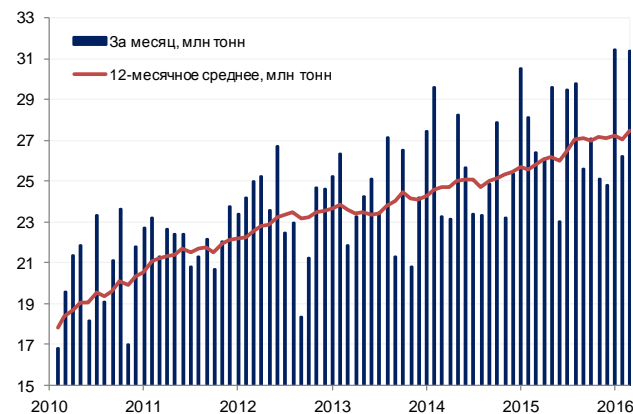
По данным Таможенной службы Китая, в феврале чистый импорт нефти и нефтепродуктов в Китай существенно вырос (Рисунок 61), однако без данных по объему добычи и переработки нефти нельзя сделать однозначный вывод о причине данной динамики<sup>35</sup>. По нашему мнению, рост вызван скорее продолжающимся формированием стратегических запасов, нежели активизацией текущего спроса.

**Рисунок 60. Короткие, длинные контракты и чистая позиция на фьючерсы и опционы на нефть WTI**



Источники: U.S. CFTC, Bloomberg Finance L.P.

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



Источники: Customs General Administration, Bloomberg Finance L.P.

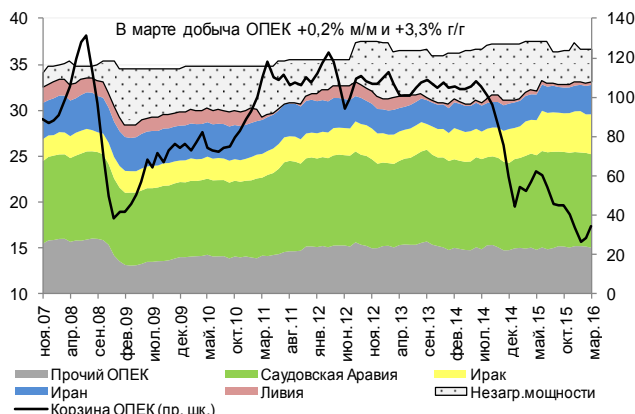
По данным Bloomberg, добыча нефти и жидкого топлива в мире в феврале сохранялась возле рекордно высоких уровней, а снижение совокупного предложения на 0,6% м/м происходило под влиянием временных факторов в Ираке и Нигерии. В марте добыча в ОПЕК выросла на 0,2% м/м, отыграв большую часть февральского сокращения (Рисунок 62). Иран за неполные три месяца после отмены санкций добился прироста добычи (0,4 млн баррелей в день, или увеличение на 14% за январь–март), который в соответствии с январским консенсус-прогнозом Bloomberg мог быть достигнут не ранее чем через полгода.

Среднесуточная добыча нефти в России в марте, по данным ЦДУ ТЭК<sup>36</sup>, сохранилась на уровне января–февраля текущего года – 10,9 млн баррелей (Рисунок 63). Относительные показатели по-прежнему демонстрируют позитивную динамику на фоне следования соглашению о заморозке добычи.

<sup>35</sup> В силу особенностей статистического учета в Китае данные по ряду показателей за январь–февраль отсутствуют или выходят с лагом.

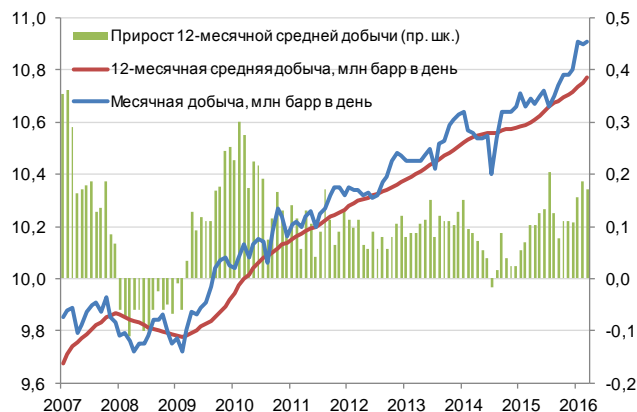
<sup>36</sup> Центральное диспетчерское управление топливно-энергетического комплекса.

**Рисунок 62. Добыча нефти в странах ОПЕК (млн барр. в день)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 63. Добыча нефти в России**



Источник: ЦДУ ТЭК

В марте в США стабилизировались темпы сокращения числа действующих нефтяных буровых установок (-7% за четыре недели) и снижения добычи нефти. Последний показатель в целом соответствует равномерному схождению к прогнозу EIA на 2016 год (Рисунок 64). Масштабное сокращение добычи будет сдерживать возобновление хеджирования сланцевыми компаниями, которые, по данным [Financial Times](#), значительно активизировались в марте с ростом нефтяных котировок.

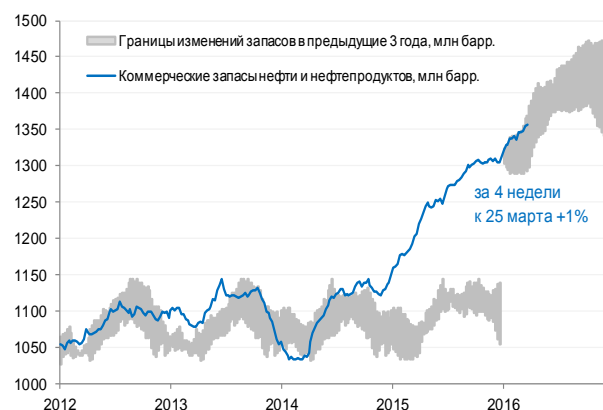
Рост коммерческих запасов как сырой нефти, так и нефтепродуктов в связи с более высоким уровнем потребления уступает повышенной динамике 2015 года<sup>37</sup>, но лишь немного. Это говорит о сохранении значительного переизбытка предложения нефти на рынке (Рисунок 65).

**Рисунок 64. Добыча нефти в США, млн барр. в день**



Источники: U.S. Energy Information Administration, расчеты ДИП.

**Рисунок 65. Совокупные коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США**



Источники: U.S. Energy Information Administration, расчеты ДИП.

<sup>37</sup> [«Ведомости»](#) со ссылкой на The Wall Street Journal указывают, что спрос на топливо в США в марте 2016 года соответствовал пиковым летним значениям, составив 9,4 млн барр./долл. против 8,8 млн барр./долл. в марте 2014 и 2015 годов.

В середине марта росту нефтяных котировок способствовала [информация](#) о не учтенных Международным энергетическим агентством (МЭА) почти 0,8 млн баррелей ежедневного излишка нефти в 2015 году, что позволило некоторым аналитикам предположить, что они не существуют и излишек существенно меньше<sup>38</sup>. По нашему мнению, как минимум большая часть этой нефти существует. Подобные не учтенные МЭА баррели, хоть и в меньшем объеме, существуют всегда, поскольку МЭА не учитывает динамику запасов за пределами ОЭСР.

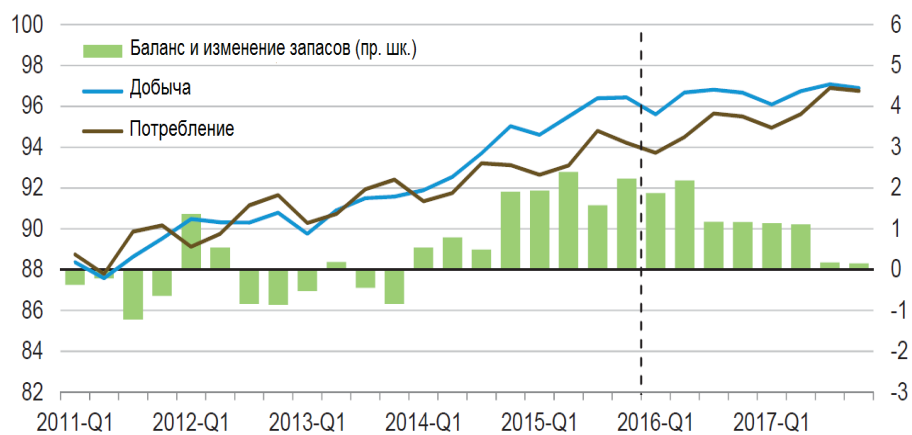
Согласно нашим оценкам, основанным на данных Bloomberg, в Китае в 2015 году совокупный рост стратегических и коммерческих запасов нефти составил 0,4 млн баррелей в день, или половину этой неучтенной величины. Кроме того, практика показывает, что значительный рост не учтенных МЭА баррелей наблюдается в периоды падения нефтяных цен (в 1998 году показатель был еще выше – 1,3 млн баррелей в день). Это можно объяснить повышенным ростом спроса на «дешевую» нефть со стороны традиционных покупателей и инвесторов в ожидании роста цен, который в том числе может принимать нетрадиционные формы, хуже поддающиеся статистическому учету.

IHS Global Inc. по запросу EIA подготовила [доклад](#) о динамике затрат нефтегазовых компаний США на разработку и бурение, в котором указывается, что за 2012–2015 годы затраты снизились на 25–30%. В 2016–2018 годах темп роста эффективности добычи замедлится и совокупный эффект составит 7–22%. Если отталкиваться от [оценок](#) Petromatrix GmbH, что нефтяная добыча в США является прибыльной при ценах 45–55 долл./баррель, к концу 2018 года эти цифры могут снизиться примерно на 5–10 долл./баррель.

EIA в мартовском [отчете](#) ухудшило прогноз балансировки рынка нефти (Рисунок 66), в первую очередь вследствие повышения устойчивости добычи к падению цены. Также понижен прогноз роста спроса, в основном в странах ОЭСР. Прогноз цены нефти Brent на 2016 и 2017 годы снижен на 3 и 10 долл., до 34 и 40 долл. соответственно, что близко к базовому сценарному прогнозу Банка России.

<sup>38</sup> По оценкам МЭА, в 2015 году превышение предложения над спросом составило 1,9 млн баррелей в день, из которых почти 0,8 млн баррелей было направлено в хранилища стран ОЭСР, а 0,3 млн баррелей находилось в процессе транспортировки.

**Рисунок 66. Прогноз EIA соотношения производства и потребления жидкого топлива в мире**



Источник: U.S. Energy Information Administration.

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### ***2.1.1. Оживление активности в развивающихся странах может оказаться недолгим***

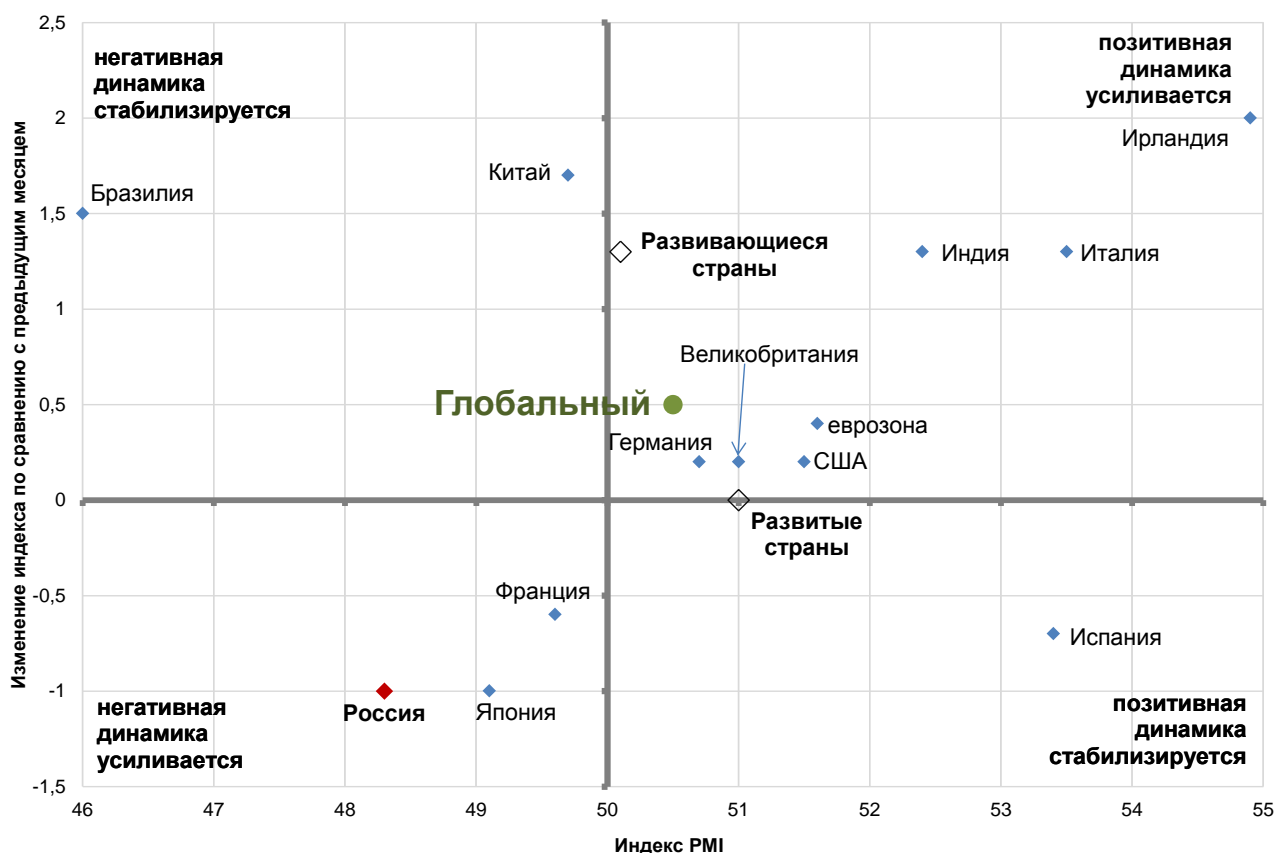
Данные по индексам PMI в обрабатывающем секторе указывают на значительное улучшение динамики в развивающихся странах (Рисунок 67). Последние несколько месяцев индексы PMI фиксировали сильное расхождение в динамике промышленного сектора развитых и развивающихся стран в пользу первых. В марте индекс PMI развивающихся стран впервые с февраля 2015 года превысил 50 пунктов<sup>39</sup>. В основном это произошло за счет стран азиатского региона – Китая и Индии. Индекс PMI развитых стран по-прежнему находится в зоне роста, но его динамика стабилизировалась.

Вялая динамика экономик развивающихся стран из-за роста накопившихся дисбалансов была одной из причин замедления экономической активности в мировой экономике в целом. Улучшение динамики обрабатывающего сектора, безусловно, является позитивным сигналом, однако пока есть большие сомнения относительно устойчивости восстановления развивающихся стран. Примечателен пример Китая, где стимулирующая политика, введение которой было вызвано замедлением роста экономики в середине прошлого года, начала давать свои плоды. Однако методы, которыми стимулируется рост, приводят к дальнейшему накоплению дисбалансов, что ведет к увеличению долгосрочных рисков для китайской экономики.

---

<sup>39</sup> Это значение разделяет рост и падение. Значения ниже 50 означают негативную динамику, значения выше 50 – позитивную.

Рисунок 67. Индекс PMI обрабатывающего сектора за март и изменение к февралю



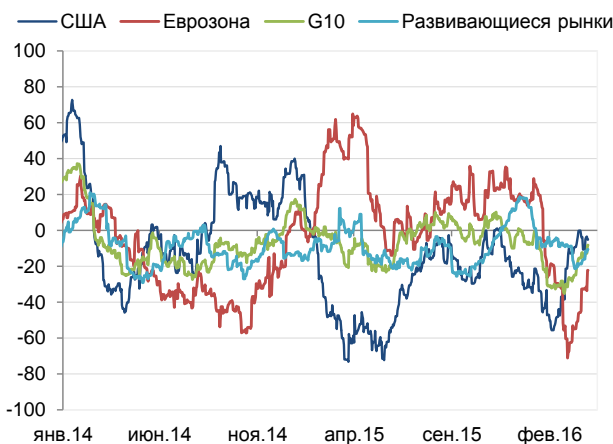
Источники: Bloomberg Finance L.P., Markit Economics.

**Цены на медь** как индикатор состояния глобальной промышленности скорректировались вслед за рынком сырьевых товаров (Рисунок 68). Ралли, начавшееся в середине января, прервалось на фоне возникновения признаков того, что дисбаланс на рынке меди в пользу предложения может сохраняться достаточно долго.

Сводные индикаторы сюрпризов макроданных, по версии Citi, продолжают постепенное восстановление (Рисунок 69). Судя по всему, участники рынка скорректировали свои ожидания относительно динамики экономических показателей. Обычно в начале года они слишком оптимистичные, что приводит к негативной динамике сюрпризов и может вызывать дополнительную нервозность на финансовых рынках.

**Рисунок 68. Цена меди, долл. США / т.**

Источники: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 69. Индексы сюрпризов в релизах макроданных по США, еврозоне, странам с развитыми и развивающимися рынками**

Источники: Citi, Bloomberg Finance L.P.

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

### 2.2.1. Краткосрочная индексная оценка ВВП: февральские данные соответствуют нашим ожиданиям

- Опубликованная за последний месяц макростатистика в целом соответствовала нашим ожиданиям относительно динамики экономической активности в 2016 году. Мартовский рост нефтяных цен пока является недостаточно устойчивым для того, чтобы говорить о более скором, чем предполагалось ранее, возобновлении роста экономики.

Индексная оценка ВВП<sup>40</sup> для I квартала 2016 года в марте была незначительно ухудшена, до -0,4% к/к по сравнению с -0,3% к/к в феврале (с поправкой на сезонность). Как и предполагалось нами в предыдущих наших оценках краткосрочной перспективной динамики ВВП, экономика, скорее всего, будет находиться в состоя-

<sup>40</sup> Индексная оценка ВВП основана на информации Росстата о социально-экономическом положении России за соответствующий месяц и других статистических, опережающих и финансовых данных на дату расчета и формируется по результатам симуляций динамической факторной модели. Источником указанных оценок ДИП являются исключительно модельные расчеты, и их результаты не являются официальным прогнозом Банка России. Массив информации, использованный для индексной оценки ВВП, представлен 110 разнообразными динамическими рядами, разделенными на три группы: 1) опережающие показатели, 2) нефинансовые показатели реального сектора, 3) финансовые показатели и показатели внешнего сектора. Метод построения индексной оценки ВВП подробно описан в докладе об экономических исследованиях в Банке России: Поршаков А., Дерюгина Е., Пономаренко А., Синяков А. [Краткосрочное оценивание и прогнозирование ВВП России с помощью динамической факторной модели](#) (Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России, № 2, март 2015 года).

нии, близком к стагнации, как минимум до середины 2016 года. Однако при отсутствии новых негативных шоков экономический рост может возобновиться в III квартале.

Основной негативный вклад в оценку прироста ВВП по-прежнему вносят опросные показатели, в частности PMI-индексы. С учетом того, что в феврале–марте нефтяные цены стабилизировались и даже продемонстрировали некоторый рост, мы ожидаем, что ухудшения динамики опросных показателей все же удастся избежать. Это дает определенный повод для оптимизма, позволяя рассчитывать на улучшение наших оценок по ВВП в последующие месяцы.

Динамика нефинансовых показателей реального сектора в настоящее время дает более благоприятную картину. Однако позитивный вклад февральской динамики данных показателей в краткосрочную индексную оценку ВВП следует оценивать с осторожностью по причине возможной завышенности сезонно сглаженного прироста выпуска промышленности из-за эффекта високосного года.

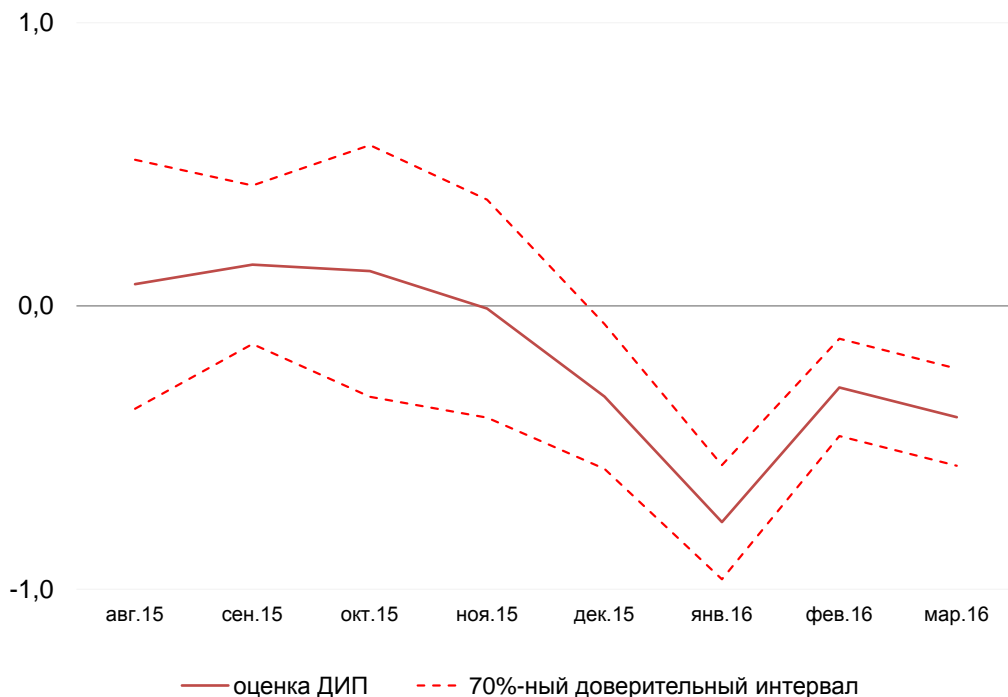
Включение в нашу расчетную модель показателя цен на нефть не повлекло за собой значимого пересмотра оценки прироста ВВП в текущем квартале по сравнению с результатами, полученными на большинстве опросных показателей и показателей реального сектора. Это означает, что колебания нефтяных цен за последний месяц уже оказались полноценно заложенными в спектр краткосрочных показателей, используемых нами при формировании модельной оценки ВВП. Повышение нефтяных цен при этом не способствовало улучшению нашей оценки перспективной динамики ВВП. Действительно, данное повышение цен пока еще стоит рассматривать как неустойчивое, не обусловленное фундаментальными факторами, действующими на нефтяном рынке.

Наша оценка ВВП за скользящий период с IV квартала 2015 года до III квартала 2016 года незначительно понижена, с -2,1 до -2,3%. Это связано с совокупным эффектом от некоторого ухудшения наших оценок за I–III кварталы. В указанных условиях снижение ВВП по итогам 2016 года будет находиться вблизи отметки 1,0%.

	<b>Март 2016 года</b>	Февраль 2016 года
	<b>В % к предыдущему кварталу</b>	В % к предыдущему кварталу
I квартал 2016 года	<b>-0,4</b>	-0,3
II квартал 2016 года	<b>-0,1</b>	0,0
III квартал 2016 года	<b>0,2</b>	0,2–0,3

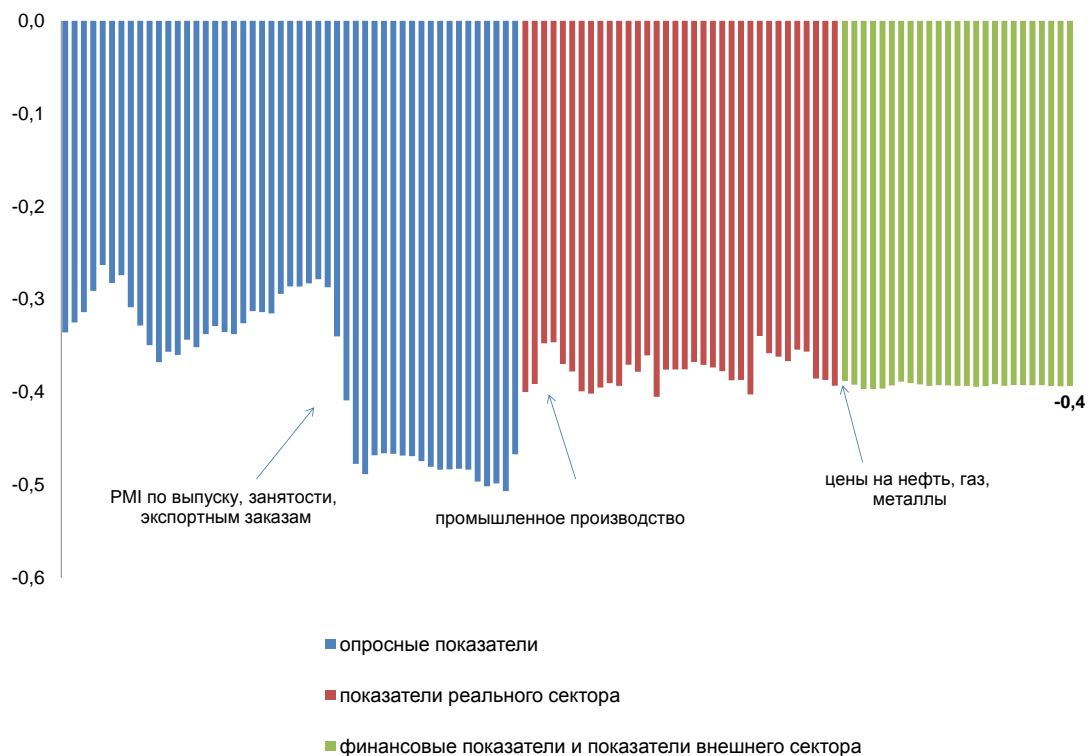


**Рисунок 70. Оценка темпа прироста ВВП в I квартале 2016 года, в % к предыдущему кварталу**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 71. Изменение январской оценки прироста ВВП в I квартале 2016 года по мере включения в модель новых показателей, п.п.**

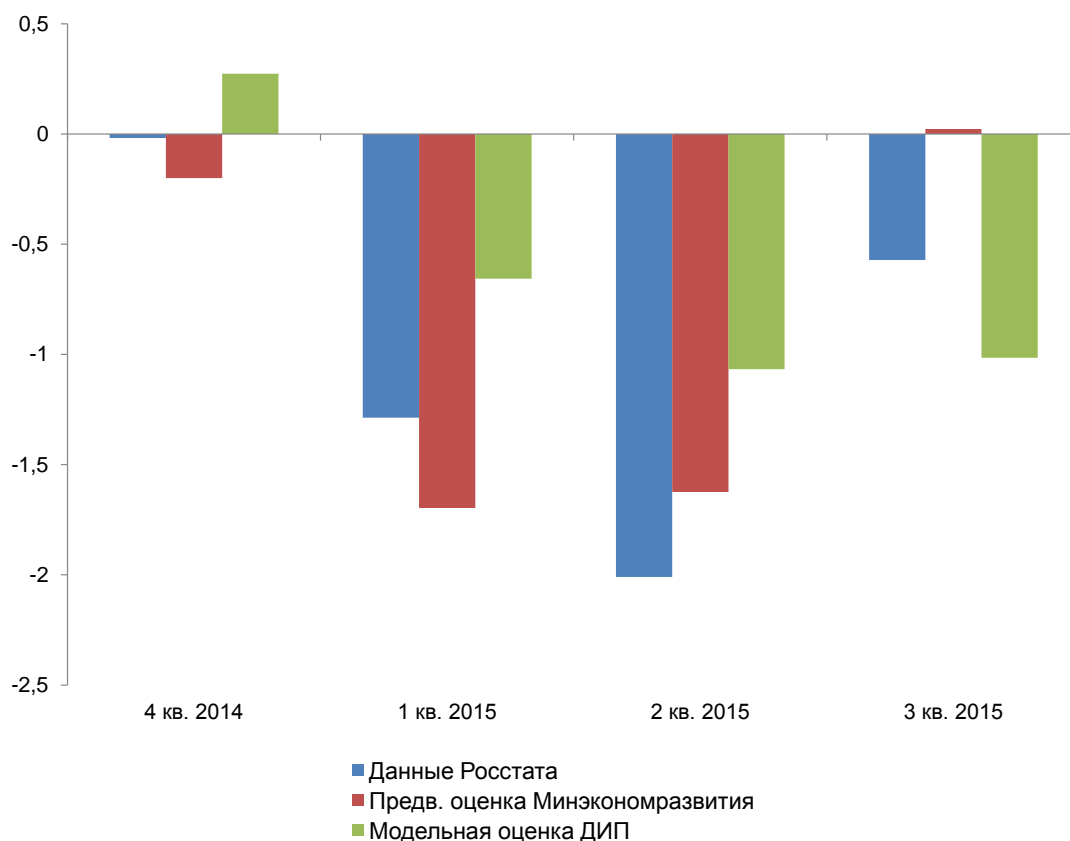


Источник: расчеты ДИП.

### Об актуальности формирования краткосрочных модельных оценок прироста ВВП в текущем квартале с учетом публикации предварительных месячных оценок ВВП Минэкономразвития России

В конце марта Министерство экономического развития России опубликовало результаты очередного мониторинга «О текущей ситуации в экономике Российской Федерации в январе–феврале 2016 года». В данном документе традиционно публикуется оперативная информация о месячной динамике ВВП России с поправкой на сезонную составляющую.

**Рисунок 72. Оценка темпов прироста реального ВВП России в 2014–2015 годах, в % к предыдущему кварталу (сезонность устранена)\***



\* Для каждого квартала оценка Росстатом сезонно сглаженного прироста ВВП приведена по состоянию на дату публикации соответствующих данных и не учитывает изменения в сезонно сглаженных оценках, которые произошли в результате поступления новых статистических данных. Это сделано в целях обеспечения возможности сопоставления различных оценок, сделанных в один и тот же момент времени.

Источники: Росстат, Минэкономразвития России, расчеты ДИП.

По оценке Минэкономразвития, в феврале индекс ВВП с исключением сезонности составил 0,0% к предыдущему месяцу (в январе было зафиксировано его снижение на 0,1%). Результаты наших расчетов показывают, что в случае если прирост ВВП с поправкой на сезонную составляющую в марте сохранится на уровне предыдущих месяцев (что весьма вероятно с учетом произошедшего в I квартале 2016 года снижения нефтяных цен), снижение ВВП в целом за текущий квартал составит не менее 0,3%. Принимая во внимание чув-

ствительность сезонно сглаженных оценок к добавлению новых наблюдений, которая особенно отчетливо проявляется в периоды значительных колебаний макроэкономических показателей, указанная оценка может впоследствии (по мере выхода данных по ВВП за последующие кварталы) претерпеть изменения.

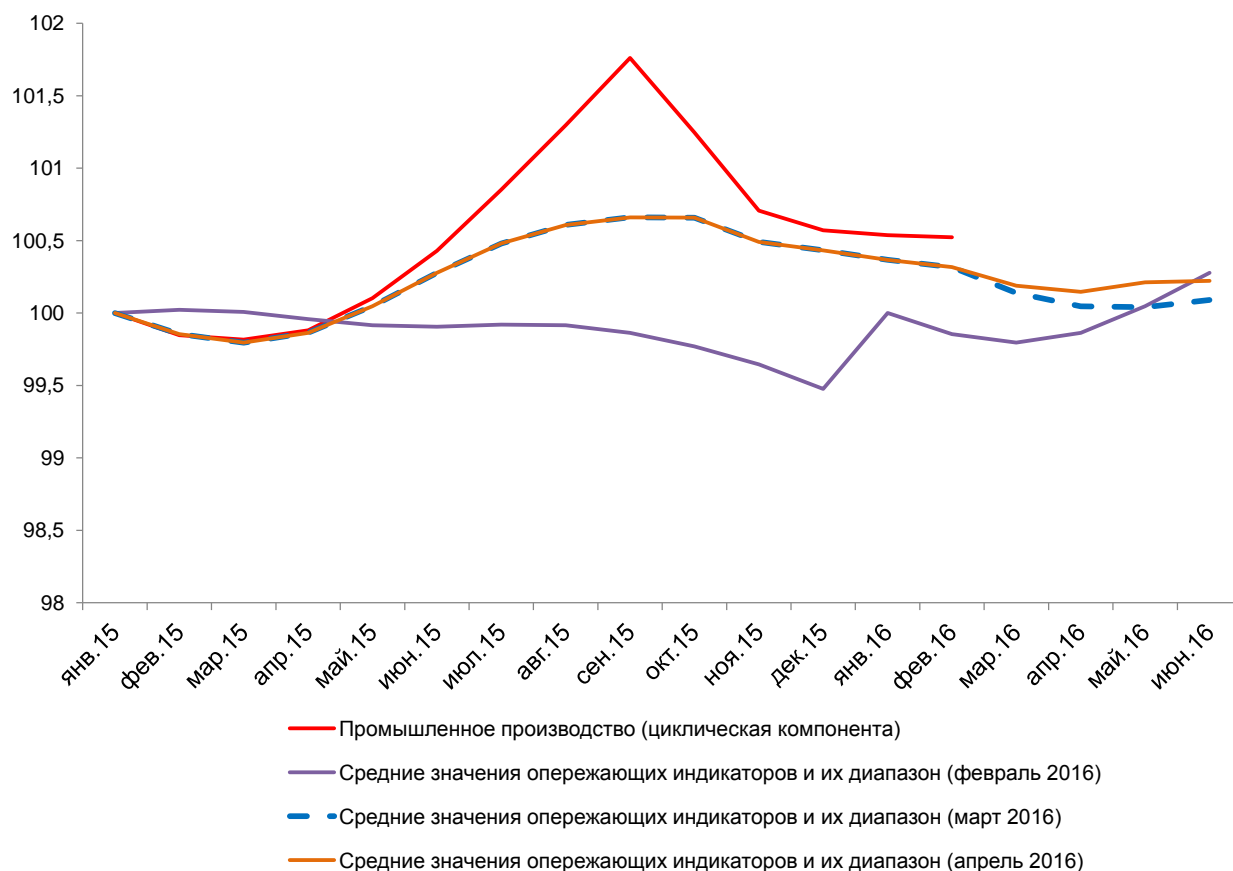
Необходимо также учитывать, что оценки Минэкономразвития по месячному ВВП носят предварительный характер, могут подвергаться существенным пересмотрам и, как следствие, не в полной мере соответствовать окончательным оценкам ВВП от Росстата. Данное явление особенно наглядно подтверждается расхождением в предварительных данных Минэкономразвития и окончательных оценках Росстата за последние кварталы (Рисунок 72). Таким образом, краткосрочные модельные оценки ВВП в текущем квартале, сделанные даже после его окончания (но в преддверии публикации данных Росстата), могут по точности превзойти оценки Минэкономразвития и в связи с этим не теряют своей актуальности.

### ***2.2.2. Опережающий индикатор деловой активности: смешанные сигналы***

Оценка сводного опережающего индикатора деловой активности по состоянию на начало апреля указала на незначительное улучшение показателя по сравнению с предыдущими результатами, полученными двумя неделями ранее (Рисунок 73). Основные источники положительного пересмотра наших оценок – опубликованные данные по диффузным индексам РЭБ, которые указали на заметное увеличение в марте доли предприятий с растущим уровнем выпуска и занятости, а также ряд индексов PMI в обработке за март – в части завершеного производства и новых экспортных заказов.

Несмотря на то что статистика по отдельным PMI-индексам остается достаточно слабой, падение индексов PMI, в большей степени обладающих опережающими свойствами, за последний месяц приостановилось.

**Рисунок 73. Циклическая компонента промышленного производства (01.2015 = 100, сезонность устранена) и опережающий индекс деловой активности**



Источники: Росстат, HSBC, РЭБ, расчеты ДИП.

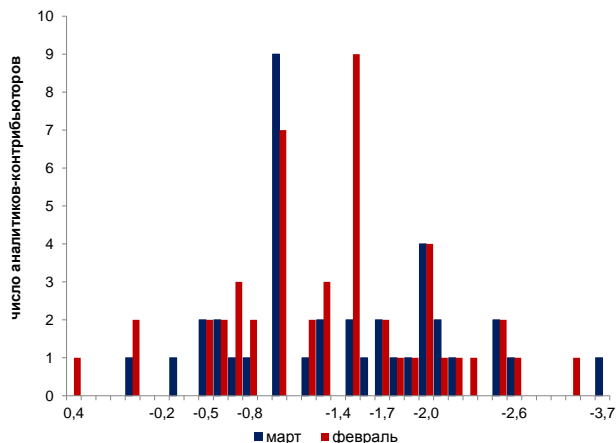
### 2.2.3. Прогнозы финансовых аналитиков

#### 1) ВВП

Данные консенсус-прогнозов Bloomberg по состоянию на 31 марта показывают, что большинство аналитиков сохранили прежние значения прогнозов по приросту ВВП в 2016 году. Если пересмотр прогноза происходил, то в сторону улучшения: месяцем ранее большинство респондентов ожидало снижения ВВП по итогам года на 1,3–1,5%, в то время как по состоянию на конец марта в опросах стали преобладать ожидания меньшего спада – на уровне 1,0% (Рисунок 74).

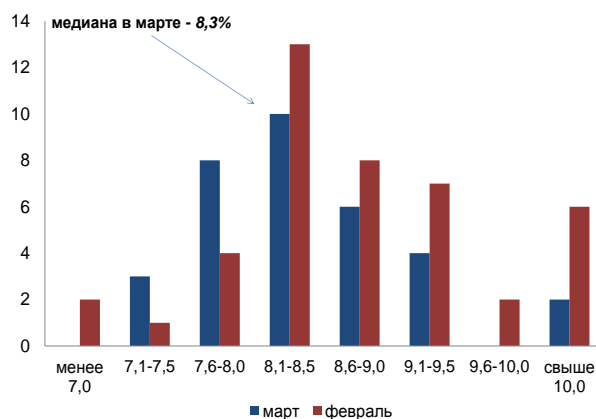
Улучшение прогнозов некоторых аналитиков, скорее всего, стало следствием мартовского роста цен на нефть, а также позитивной статистики по производству в обрабатывающем секторе в феврале. Наша индексная оценка ВВП (см. пункт 2.2.1) за 2016 год в целом совпадает с консенсус-прогнозом аналитиков.

**Рисунок 74. Распределение прогнозов внешних аналитиков по приросту ВВП в 2016 году, %**



Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП

**Рисунок 75. Распределение прогнозов внешних аналитиков по потребительской инфляции в 2016 году, % г/г в среднем за год**



Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП

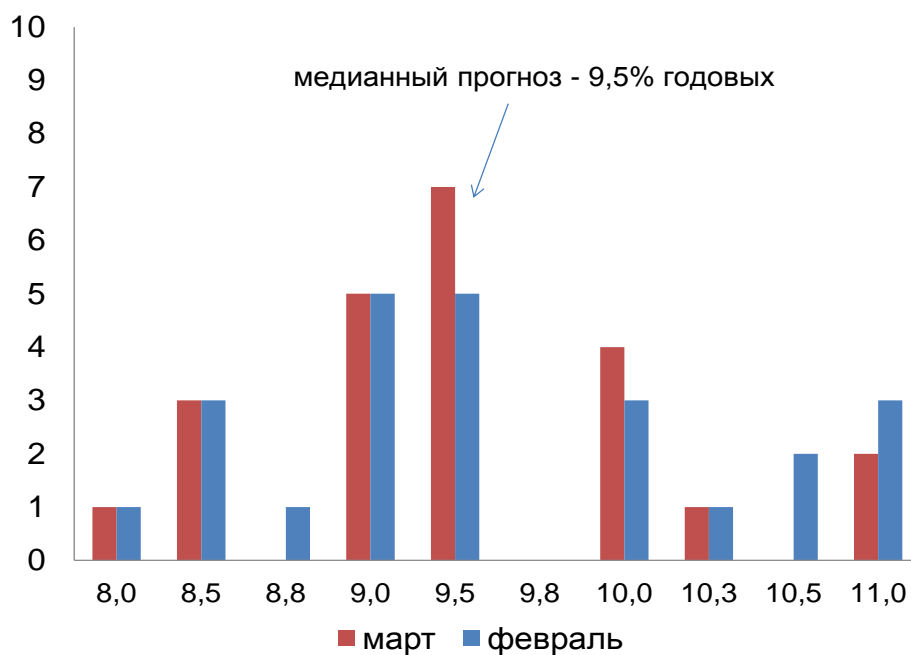
## 2) Инфляция

Актуальный медианный прогноз аналитиков по потребительской инфляции в среднем за 2016 год по итогам февраля снизился с 8,6% в феврале до 8,3% в марте на фоне замедления роста цен в течение последних недель (Рисунок 75). Распределение прогнозов инфляции на 2016 год за последний месяц заметно уплотнилось, что свидетельствует о снизившейся неопределенности относительно экономической ситуации на фоне благоприятной динамики цен на нефть и укрепления рубля в марте.

## 3) Денежно-кредитная политика Банка России

Ожидания аналитиков Bloomberg по ключевой ставке Банка России на конец 2016 года составляют 9,5% (Рисунок 76). Медианный прогноз по ставке, таким образом, сохраняется на неизменном уровне на протяжении двух месяцев подряд. Прогнозы Bloomberg обновляются с месячной периодичностью и, по сути, представляют собой свод прогнозов относительно небольшого количества экспертов, а не фактические форвардные процентные ставки. Однако тот факт, что консенсус-прогнозы не претерпевают существенно значимых изменений после принимаемых Советом директоров Банка России решений по ключевой ставке, косвенно свидетельствует о том, что текущая денежно-кредитная политика центрального банка в целом совпадает с ожиданиями рынка.

**Рисунок 76. Распределение прогнозов внешних аналитиков по ключевой процентной ставке Банка России на конец 2016 года, % годовых**



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

### 3. В фокусе

#### **Влияние неформальной занятости на динамику ВВП и инфляции<sup>41</sup>**

- Хотя рост неформальной занятости стабилизирует уровень безработицы и ситуацию на рынке труда, неформальная занятость создает проблему качества труда.
- Краткосрочные инфляционные последствия роста неформальной занятости неоднозначны.
- В долгосрочной перспективе сохранение высокой неформальной занятости является существенным ограничением для потенциального роста экономики, усиливая сегментацию рынка труда. Это повышает инфляционные риски при возобновлении роста совокупного спроса.

В настоящем разделе Специалисты по рынку труда выделяют несколько особенностей рынка труда в России, которые имеют большое значение для динамики ВВП и инфляции.

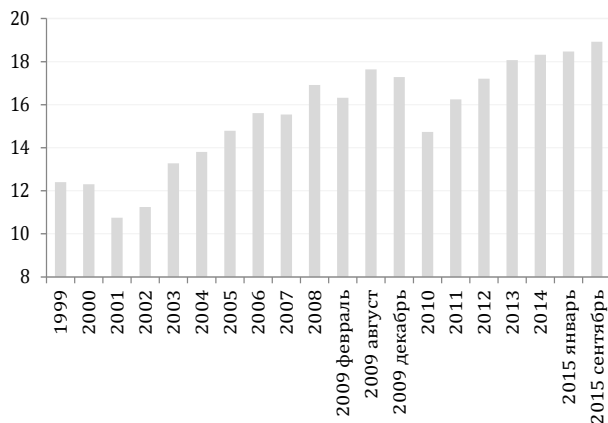
1. Неформальная занятость<sup>42</sup> в течение 2015 года росла, следуя за многолетним трендом, который прервался лишь ненадолго, когда неформальная занятость с почти годовым лагом отреагировала на мировой финансовый кризис 2008-2009 годов. Занятость в неформальном секторе начала резко расти в конце 2008 года, достигнув пика в середине 2009 года и снизившись впоследствии на фоне восстановления общей занятости. За январь–сентябрь 2015 года численность занятых в неформальном секторе увеличилась на 500 тыс. человек с поправкой на сезонность и достигла почти 14 млн человек<sup>43</sup>. Это втрое больше численности всех безработных в России, прирост которых за январь–сентябрь 2015 года составил всего 200 тыс. человек (Рисунок 77).

<sup>41</sup> Материал в части описания неформальной занятости в значительной степени основан на работах Gimpelson V., Kapeliushnikov R. *Between Light and Shadow: Informality in the Russian Labor Market*, Discussion Paper, Institute for the Study of Labor in Bonn, 2014; Гимпельсон В., Зудина А. «Неформалы» в российской экономике: сколько их и кто они? // Вопросы экономики. 2011. № 3; Гимпельсон В.Е., Капелюшников Р.И. Нормально ли быть неформальным? // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2013. Т. 17. № 1. С. 3–40.; Воскобойников И.Б., Гимпельсон В.Е. Рост производительности труда, структурные сдвиги и неформальная занятость в российской экономике // Вопросы экономики. 2015. № 11. С. 30–61; Гимпельсон В.Е., Капелюшников Р.И. Российская модель рынка труда: испытание кризисом // Журнал новой экономической ассоциации. 2015. № 2. С. 249–254; Гимпельсон В.Е., Капелюшников Р.И. Перестройка на рынке труда: можно ли считать Россию особым случаем? // Экономика России. Оксфордский сборник. Кн. 1. М., 2015. С. 1173–1225; Капелюшников Р.И., Ощепков А.Ю. Российский рынок труда: парадоксы посткризисного развития // Вопросы экономики. 2014. № 7. С. 66–92.

<sup>42</sup> См. определение неформальной занятости и способы ее статистического измерения во вставке ниже, а так же в работе: Гимпельсон В. Зудина А. «Неформалы» в российской экономике: сколько их и кто они // Вопросы экономики. 2011. № 3.

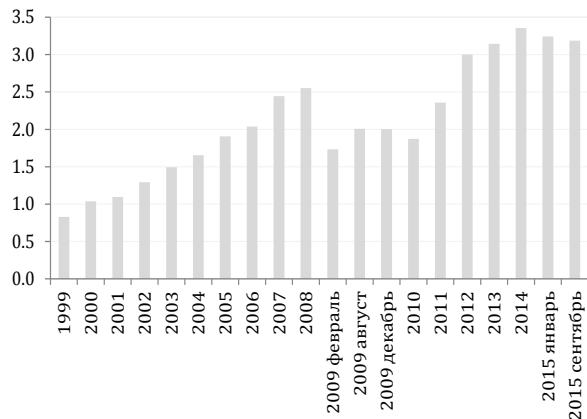
<sup>43</sup> По верхней оценке, неформальная занятость составляет около 30 млн человек (см. вставку ниже).

**Рисунок 77. Динамика доли занятых в неформальном секторе в общей занятости по данным обследования населения по проблемам занятости, %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 78. Отношение численности занятых в неформальном секторе к численности безработных в экономике, коэффициент**



Источник: Росстат, расчеты ДИП

2. Текущий рост неформальной занятости связан с тем, что в России это зачастую вынужденная альтернатива безработице и поэтому рост неформальной занятости стабилизирует наблюдаемый уровень безработицы в случае негативных шоков дохода.

### Неформальная занятость: определение и статистическое измерение

Неформальная занятость имеет два основных определения. Первое – производственное. К неформальному сектору относится вся рыночная деятельность вне формальных предприятий (юридических лиц и предпринимателей). Второе – правовое. Неформальная занятость определяется по степени, в которой фирмы и работники следуют установленным формальным правилам.

Применительно к России специалистами по рынку труда используется два показателя на основе производственного подхода.

1. Неформальная занятость по опросам населения по проблемам занятости (Росстат). К неформальной занятости относятся индивиды, указавшие работу вне фирмы, сюда относятся:

- занятые в сфере предпринимательской деятельности без образования юридического лица,
- работающие по найму у физических лиц, индивидуальных предпринимателей, в фермерском хозяйстве,
- работающие в собственном домашнем хозяйстве по производству продукции сельского, лесного хозяйства, охоты и рыболовства для продажи или обмена.

Дополнительные данные о характеристиках занятых в неформальном секторе предоставляет «Российский мониторинг экономического положения и здоровья населения НИУ ВШЭ» (RLMS), который проводит ежегодные опросы домохозяйств по широкому кругу вопросов.



2. Остаточная занятость (разность) всех занятых в экономике и занятых на предприятиях и организациях по расчету баланса трудовых ресурсов. В этой оценке учитываются в качестве неформальных также формальные предприниматели.

Снижение реальных доходов и спроса на труд преимущественно приводит к переходу работников не в категорию безработных, а в неформальную занятость. По оценкам, за 2005–2013 годы<sup>44</sup> вероятность для наемного работника в течение года перейти из формального сектора в неформальный вдвое выше, чем вероятность оказаться безработным (3,5% против 1,8%). Причина этого связана с неразвитостью системы социальной поддержки безработных (в России отношение пособия к зарплате по последнему месту работы составляет всего 8%, тогда как в странах ЕС – 50%<sup>45</sup>).

После кризиса 2008 года отношение численности занятых в неформальном секторе к численности безработных сначала резко снизилось из-за опережающего роста безработицы (в частности, из-за программ поддержки безработных), но частично восстановилось уже к августу 2009 года из-за опережающего роста неформальной занятости, в которую трансформировалась эта составляющая безработицы (Рисунок 78). В 2014 году – сентябре 2015 года рассматриваемое соотношение было стабильным, объяснением чего могут служить либо незначительность циклического спада, либо постепенное оседание безработных в неформальном секторе.

Как следствие, сам по себе уровень безработицы не отражает истинную ситуацию на рынке труда даже после учета негативных демографических структурных сдвигов, снижающих в России естественный уровень безработицы, который находится в диапазоне 5–6%<sup>46</sup>.

3. Рост безработицы в текущих условиях также сдерживается гибкостью заработных плат и, в меньшей степени, задействованием неполной занятости, а также уходом населения пенсионного возраста с рынка труда. Что касается последнего фактора, то пенсионеры могут вернуться на рынок труда при улучшении ситуации. В результате может сложиться парадоксальная ситуация одновременного роста экономики и увеличения безработицы, неоднократно наблюдавшаяся в США.

Не следует также переоценивать показатели прироста неполной занятости. По данным Росстата, в IV квартале 2015 года только 2,5% от списочной численности работников работали неполное время, еще 7,6% имели отпуск без сохранения заработной платы. В сумме это около 3 млн человек. В 2014 году их число составляло

<sup>44</sup> Gimpelson V., Kapeliushnikov R. *Between Light and Shadow: Informality in the Russian Labor Market*, Discussion Paper, Institute for the Study of Labor in Bonn, 2014.

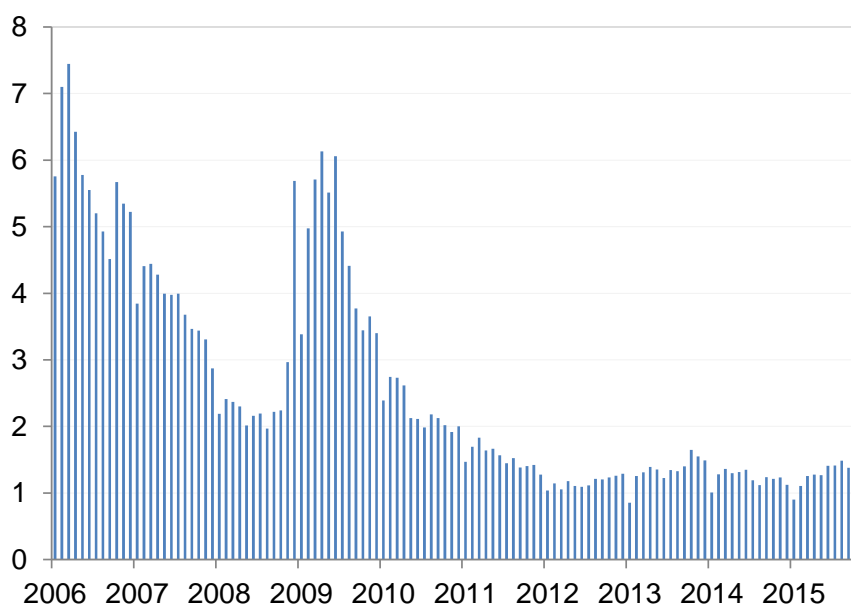
<sup>45</sup> Там же.

<sup>46</sup> Капелюшников Р.И., Ощепков А.Ю. Российский рынок труда: парадоксы посткризисного развития // Вопросы экономики. 2014. № 7. С. 66–92.

3,2 млн. человек<sup>47</sup>. Таким образом, в 2015 году роста неполной занятости не произошло.

По нашему мнению, статистика Минтруда не совсем подходит для качественной оценки неполной занятости, поскольку показатели занятости в них зачастую завышены (в частности, в целях получения финансовой поддержки предприятиями и регионами). Сама величина завышения непостоянна и зависит от ситуации в экономике. Роль роста неплатежей по зарплате в стабилизации ситуации на рынке труда невелика из-за низкого эффекта базы (Рисунок 79). Гораздо более важную роль играет замедление роста номинальной зарплаты, означающее существенное снижение реальной заработной платы при текущей динамике инфляции.

**Рисунок 79. Просроченная задолженность по заработной плате в ценах января 2006 года, млрд руб.**



Источник: Росстат

4. Второй ключевой фактор роста неформальной занятости – низкая интенсивность создания рабочих мест в формальном секторе. Некоторые работники потенциально согласны покинуть неформальный сектор, но не могут этого сделать из-за низкой интенсивности создания рабочих мест. Для того чтобы в экономике шла структурная перестройка после наблюдавшегося ослабления рубля и снижения реальных заработных плат, создание рабочих мест должно стать более интенсивным.

В России коэффициент создания рабочих мест (к числу замещенных) остается на низком уровне. Для примера, в среднем по бизнес-циклу коэффициент создания рабочих мест в США и Европе составляет около 15%. В России в 2014 году этот коэффициент был на уровне 10%. В 2015 году, он, скорее всего, не вырос, несмотря

<sup>47</sup> Данные за 2013 год в официальной статистике отсутствуют.

на то что экономика столкнулась не с обычным бизнес-циклом, а со структурным сдвигом.

5. Рост неформальной занятости (скрытой безработицы) происходит в неторгуемых секторах (не импортозамещающих), то есть наблюдается перемещение между формальным и неформальным сегментами одной отрасли. Неторгуемые виды деятельности характеризуются более низкой производительностью труда. Оценки показывают<sup>48</sup>, что в России переход в неформальную занятость приводит к снижению совокупной производительности труда в экономике (или как минимум к замедлению ее роста). Таким образом, реальная проблема для рынка – низкое качество занятости.

На неформальный сектор в России приходится 10% добавленной стоимости и 40% отработанных часов<sup>49</sup>. Основными видами неформальной деятельности является сельское хозяйство, строительство, транспорт, розничная торговля, телекоммуникации, в меньшей степени – обрабатывающая промышленность.

При текущем производственном потенциале для структурной трансформации экономики можно было бы ожидать роста производительности труда в экономике, поскольку труд должен перемещаться в сектор с более высокой производительностью (то есть в торгуемый сектор). Но в России создание рабочих мест в экспортно ориентированном секторе ограничено высокой неопределенностью и рисками расширения бизнеса, поэтому труд в большей степени перемещается в неформальный низкопроизводительный сектор. В результате средняя производительность труда в экономике снижается.

6. Попав в неформальный низкопроизводительный сектор, работники, как правило, оказываются в нем на достаточно продолжительный период времени, что негативно влияет на долгосрочные перспективы экономического роста.

Вероятность для работника неформального сектора остаться в нем или уйти с рынка труда на следующий год, по оценкам<sup>50</sup>, составляет 70%. В 2014–2015 году рост неформальной занятости происходил скорее по вынужденным причинам (в тень уходили не предприниматели – по доступным пока данным за 2014 год доля работающих по найму в неформальном секторе выросла с 60 до 64%), что снижает эту вероятность до 60%. С вероятностью 4% такие работники пополняют ряды безработных и с вероятностью 34% перейдут в категорию формально занятых (в том числе самозанятых). Средняя продолжительность нахождения в неформальном секторе составляет 2,3 года против 9 лет в формальном. По ряду причин<sup>51</sup> работники в неформальном секторе имеют больше шансов потерять свою квалификацию,

<sup>48</sup> Воскобойников И.Б., Гимпельсон В.Е. Рост производительности труда, структурные сдвиги и неформальная занятость в российской экономике // Вопросы экономики. 2015. № 11. С. 30–61.

<sup>49</sup> Воскобойников И.Б., Гимпельсон В.Е. Рост производительности труда, структурные сдвиги и неформальная занятость в российской экономике // Вопросы экономики. 2015. № 11. С. 30–61.

<sup>50</sup> Gimpelson V., Kapeliushnikov R. Between Light and Shadow: Informality in the Russian Labor Market, Discussion Paper, Institute for the Study of Labor in Bonn, 2014.

<sup>51</sup> Гимпельсон В. Зудина А. «Неформалы» в российской экономике: сколько их и кто они? // Вопросы экономики. 2011. № 3.

чем работники формального сектора. Более того, из-за того, что среди неформально занятых много молодежи<sup>52</sup> и лиц со средним образованием<sup>53</sup>, их шансы нарастить человеческий капитал, находясь в этом секторе, в среднем также невелики.

Нахождение в неформальном секторе имеет два важных долгосрочных эффекта: а) в распределении заработных плат в экономике создается перекося в сторону более низкой оплаты труда (в частности, из-за вынужденного перехода в неформальный сектор и более низкой производительности труда, что сказывается на средней зарплате по экономике); б) снижается производительность труда в экономике, то есть сокращается потенциальный рост ВВП.

7. В целом для краткосрочной динамики инфляции рост неформальной занятости неоднозначен: с одной стороны, вынужденный переход в неформальную занятость оказывает понижающее давление на уровень зарплаты (и на темпы ее роста в краткосрочной перспективе), с другой стороны, занятость в неформальном секторе ослабляет дефляционное влияние на зарплаты в формальном, более важном для экономики, секторе. Какой эффект доминирует – неясно.

8. Уровень безработицы – плохой показатель цикла и дезинфляционного давления на рынке труда. Для более надежных оценок лучше учитывать вероятность остаться без работы плюс корректировать уровень безработицы на долю зарплат в левом хвосте распределения зарплат.

9. Неформальная занятость – важное препятствие для структурных сдвигов в экономике. Необходимо снижать неопределенность как фактор роста производства и на этой основе сокращать неформальную занятость.

10. В будущем, когда рост спроса возобновится, он может иметь более сильный инфляционный эффект из-за более высокого уровня неформальной занятости.

Вероятность вернуться из безработицы в формальный сектор выше, чем вероятность вернуться из неформального сектора в формальный (30% против 25%). Когда рост спроса возобновится, он будет проинфляционным, так как вернуться из неформальной занятости сложно. Растущий сектор потребует роста загрузки труда и затем – занятости, но не сможет получить этого. Важно смотреть на динамику зарплат в торгуемом секторе – это локомотив экономики, поэтому признаки инфляции могут проявиться прежде всего там.

<sup>52</sup> Почти половина – 40% – 15–19-летних занята в неформальном секторе, и 20% 20–29-летних также занята в неформальном секторе; средний возраст работающих по найму в неформальном секторе в 2008 году составил 35 лет.

<sup>53</sup> Доля лиц с высшим образованием составляет, по оценкам, всего около 15%.

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Сергей Власов

Елена Дерюгина

Екатерина Ильичева

Наталия Карлова

Дмитрий Крепцев

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Сергей Селезнев

Андрей Синяков

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева