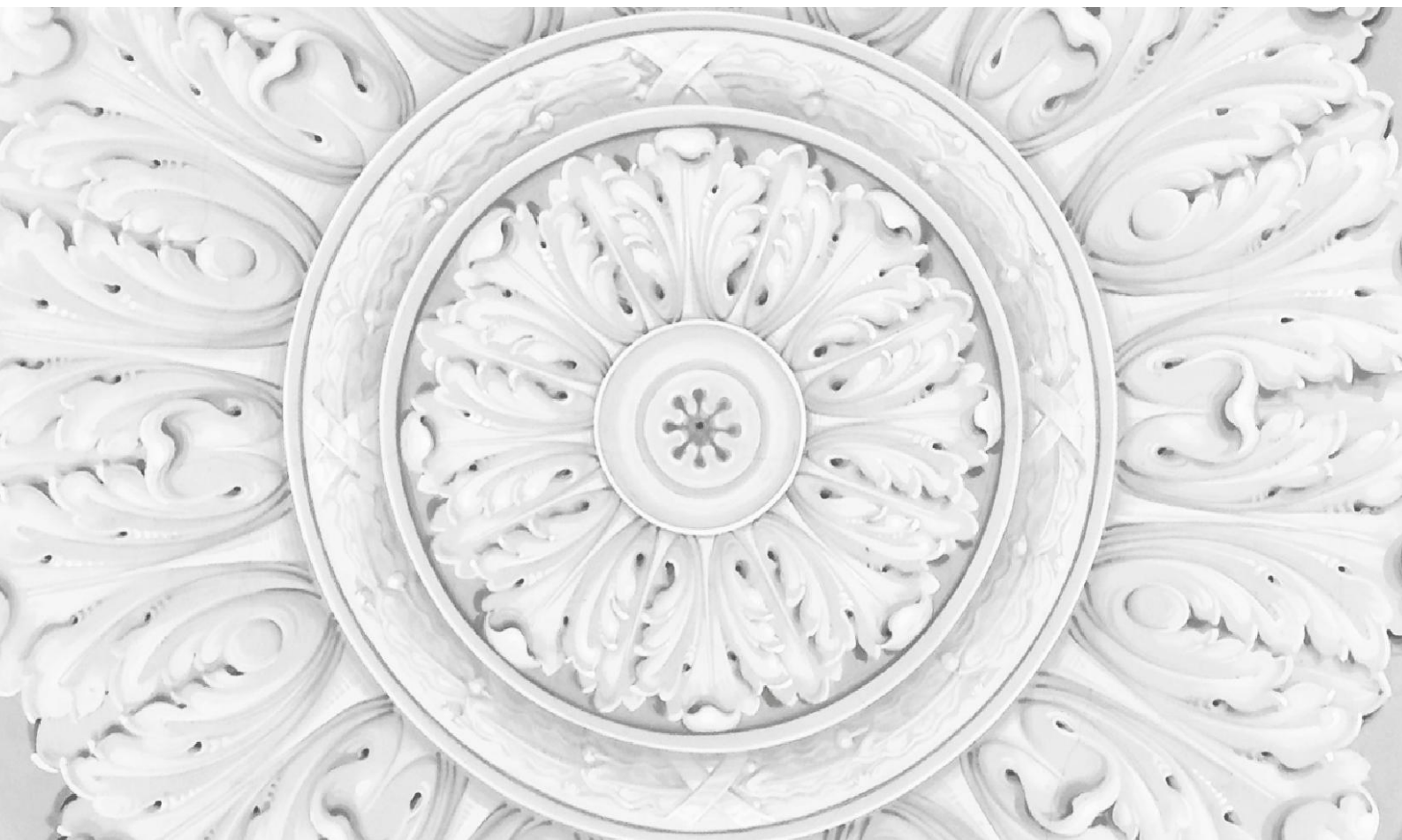




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Февраль 2016

Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 4 / Февраль 2016

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

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	4
1.1. Инфляция остается на высоком уровне, сохраняются высокие риски отклонения от цели по инфляции	4
1.1.1. Сезонно очищенная месячная инфляция стабилизировалась в диапазоне 0,6-0,7%	4
1.1.2. Несмотря на снижение в феврале, инфляционные ожидания остаются высокими	5
1.1.3. Трендовая инфляция остается высокой	6
1.1.4. Ценовые индексы PMI: ускорение инфляции издержек при стабильных темпах роста отпускных цен из-за слабого спроса	7
1.2. Российская экономика: перспективы восстановления пока туманны	9
1.2.1. Промышленное производство в январе: неустойчивый рост	9
1.2.2. Динамика неторгуемого сектора в январе: улучшение носит временный характер?	10
1.2.3. Опросы PMI подтверждают продолжение спада в экономике в целом при стабилизации в обрабатывающих отраслях	13
1.2.4. Уровень безработицы: снижение под влиянием структурных факторов	16
1.2.5. Вынужденное сокращение бюджетных расходов и изменение их сезонности негативно повлияет на ВВП в I квартале 2016 года	17
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	19
1.3.1. Снижение финансовых рынков создает угрозу замедления роста развитых экономик	19
1.3.2. Финансовые рынки: волатильность остается высокой	25
1.3.3. Товарные рынки: снижение цен на фоне роста волатильности	30
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	35
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	35
2.1.1. Данные опережающих индикаторов: уверенность потребителей пошатнулась	35
2.2. Что говорят опережающие индикаторы по России?	36
2.2.1. Краткосрочная индексная оценка ВВП: шансы на возобновление роста в ближайшее время все еще малы на фоне слабых опросных показателей	36
2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности: стабилизация в ожидании новых данных по опросным показателям	40
2.2.3. Прогнозы финансовых аналитиков: ухудшение ожиданий в отношении динамики ВВП и инфляции	41
3. В фокусе	44
Проблема сезонной корректировки потребительской инфляции	44

Краткое содержание

1. Итоги

- **В феврале** произошло некоторое замедление роста цен при сохранении повышенных инфляционных рисков, при этом экономика остается в состоянии рецессии.
 - **Инфляционное давление** несколько снизилось, однако **инфляционные риски** сохранились на высоком уровне.
 - В начале 2016 года объем выпуска в **российской экономике** продолжил сокращаться (в основном в сфере услуг и строительстве) при общем замедлении темпов сокращения. Структурные факторы по-прежнему вносят основной вклад в негативную экономическую динамику.
 - Риски для **финансовой стабильности** на российских финансовых рынках снизились из-за прекращения падения нефтяных цен. Однако высокая амплитуда колебаний цен на нефть сохраняется.

2. Взгляд в будущее

- Опережающие индикаторы деловой активности говорят о возникновении рисков для продолжения экономического роста в развитых странах и сохранении высоких рисков дальнейшего торможения экономического роста в странах с формирующимися рынками, что вызвало новую волну турбулентности на мировых финансовых рынках.
- Стабилизация нефтяных цен и курса рубля пока не привела к улучшению опережающих индикаторов деловой активности по России. Возобновление экономического роста по-прежнему ожидается не ранее второй половины 2016 года.

3. В фокусе: Проблема сезонной корректировки потребительской инфляции

- Подход Департамента исследований и прогнозирования (далее – ДИП) к сезонному сглаживанию потребительской инфляции, учитывающий смещенную сезонность в отдельных компонентах ИПЦ, позволяет получить менее волатильную динамику сезонно сглаженной потребительской инфляции на ретроспективе по сравнению с результатами сглаживания ИПЦ на агрегированном уровне.
- Согласно модели сезонного сглаживания ДИП, рост потребительских цен в январе и феврале составил 0,7% и 0,6% соответственно. Это заметно выше оценок потребительской инфляции, получаемых традиционным методом сезонного сглаживания. Выявленные различия в результатах различных подходов к сезонной корректировке имеют важное значение для оценки степени инфляционного давления в экономике.

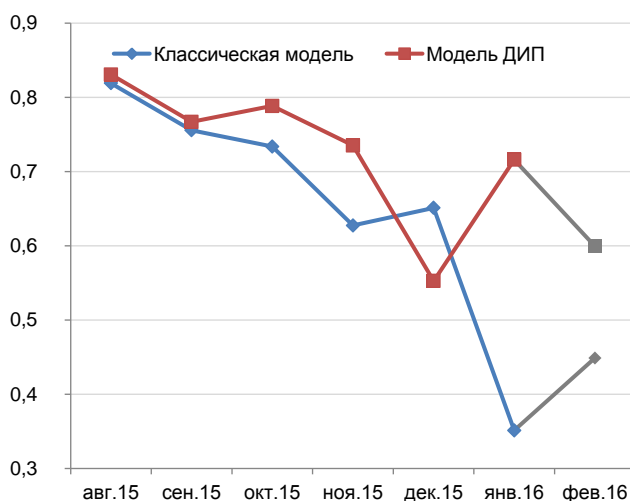
1. Итоги

1.1. Инфляция остается на высоком уровне, сохраняются высокие риски отклонения от цели по инфляции

1.1.1. Сезонно очищенная месячная инфляция стабилизировалась в диапазоне 0,6-0,7%

В феврале по сравнению с январем наблюдалось замедление месячных темпов роста цен с 1,0% до 0,7%¹. Однако данные показатели нельзя сравнивать напрямую, поскольку они не учитывают разное влияние эффекта сезонности в эти два месяца. Простое сглаживание ряда ИПЦ методом TRAMO/SEATS указывает на небольшое ускорение в феврале по отношению к январю: с 0,35% до 0,45%.

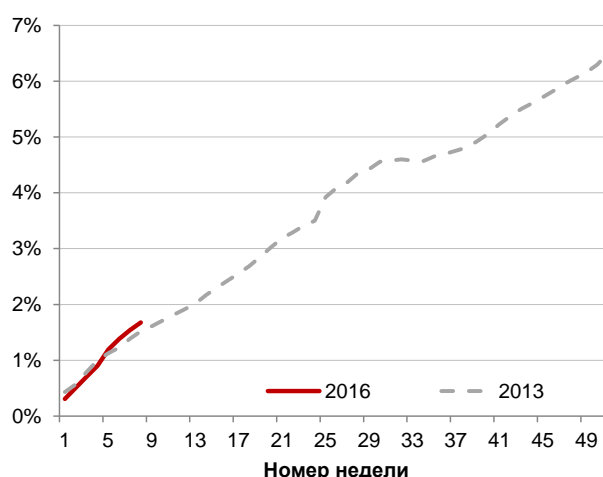
Рисунок 1. Динамика сезонно сглаженной инфляции, % м/м



Серым помечены предварительные оценки за февраль

Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 2. Накопленная с начала года инфляция в 2013 и 2016 году (недельные данные)



Источник: Росстат

Однако мы полагаем, что подобный упрощенный подход к сезонному сглаживанию ряда ИПЦ в данном случае не подходит для российской действительности по целому ряду объективных причин. Самая главная из них – это изменение сезонности пересмотров регулируемых цен и тарифов. До 2012 года включительно тарифы и регулируемые цены обычно повышались в январе, а начиная с 2013 года это стало происходить в июле. Прямое влияние повышения тарифов на общий индекс цен достаточно мало. Но это повышение, как правило, приводит к росту цен на другие товары, особенно те, где изменение тарифов сильно влияет на их себестоимость. Как следствие, перенос индексации тарифов на другие месяцы имеет существенное влияние на сезонность роста цен.

¹ Предварительная оценка по недельным данным.

Другая причина – «блуждающая» сезонность некоторых категорий товаров. Например, сезонное снижение цен плодоовощной продукции может начинаться как в июле, так и в августе в зависимости от погодных условий и урожая. Классическая модель сезонного сглаживания на уровне общего ИПЦ не позволяет учесть данные изменения.

Разработанная нами модель сезонной очистки (подробнее см. раздел 3. В Фокусе «Проблема сезонной корректировки потребительской инфляции») позволяет учесть непостоянный характер сезонности. Согласно нашим расчетам, рост цен без учета эффекта сезонности составил 0,7% в январе и около 0,6% в феврале, что существенно выше оценок классической модели сезонного сглаживания (Рисунок 1).

Таким образом, наша модель сезонной очистки ИПЦ показывает, что ценовое давление в январе-феврале остается высоким, несмотря на появившиеся в конце февраля признаки снижения давления. По нашим оценкам, в случае сохранения текущей месячной динамики ИПЦ до конца 2016 года, инфляция составит 8,0-8,5% по итогам года. Косвенно о повышенном инфляционном фоне говорит сравнение накопленной инфляции с начала года в 2013 и 2016 году (Рисунок 2).² Накопленный рост за первые два месяца 2016 года выше, чем показатель за 2013 год. Причем разница пока только увеличивается, что говорит о риске закончить год с относительно высоким показателем инфляции.

1.1.2. Несмотря на снижение в феврале, инфляционные ожидания остаются высокими

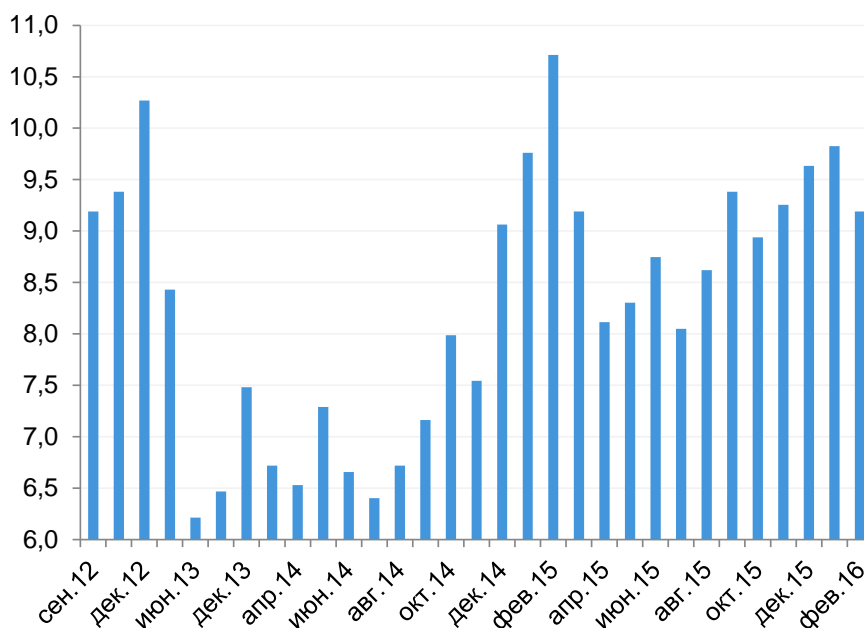
Согласно результатам февральских опросов ООО «инФОМ», скорректированным ДИП на систематическое завышение, инфляционные ожидания снизились в феврале с 9,8 до 9,2% (Рисунок 3)³.

Тем не менее инфляционные ожидания все еще сохраняются на высоком уровне.

² В 2013 году не было явно выраженных ценовых шоков, инфляция по итогам года составила 6,5%. Поэтому его можно рассматривать в качестве модельного года, исходя из прогнозной ценовой динамики в 2016 году

³ 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»).

Рисунок 3. Прямые оценки инфляционных ожиданий ООО «инФОМ» с поправкой на их систематическое завышение, % г/г через календарный год



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

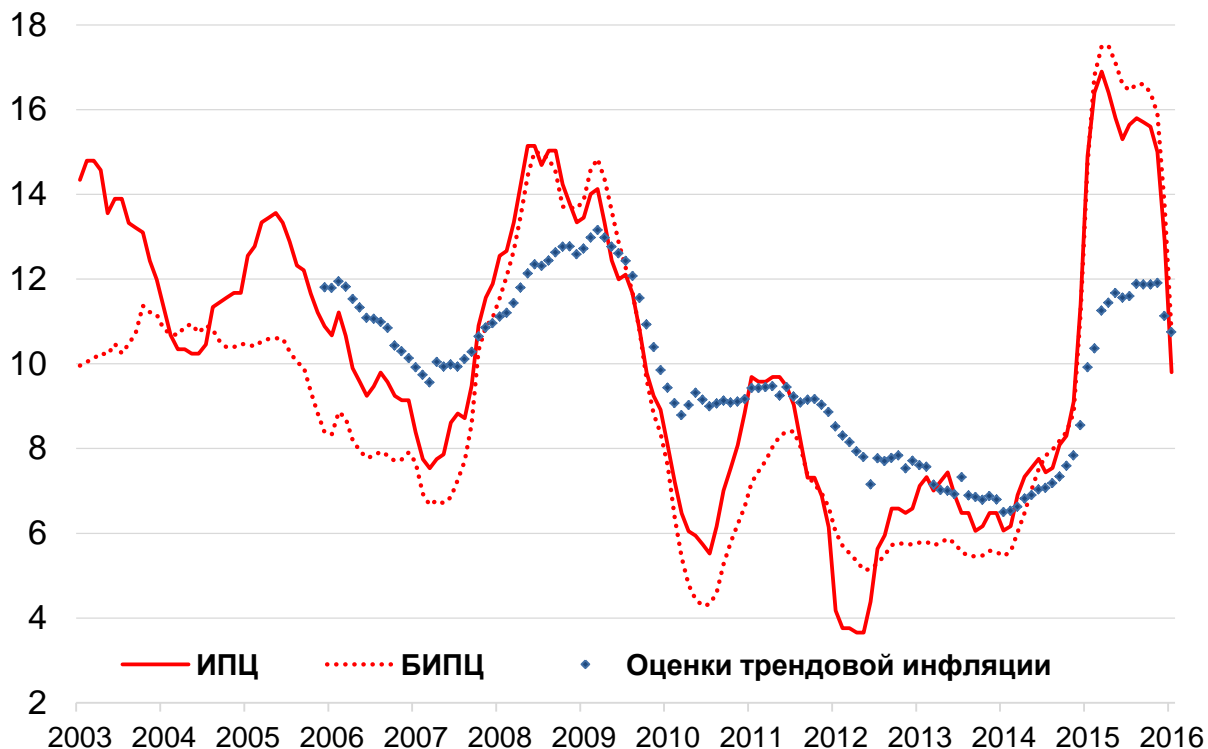
1.1.3. Трендовая инфляция остается высокой

Оценка годовых темпов трендовой инфляции в январе снизилась до уровня 10,7%, оказавшись выше уровня фактической инфляции впервые за два года и все еще остается на высоком уровне (Рисунок 4).

При сохранении текущих тенденций динамики цен мы ожидаем постепенного снижения оценок трендовой инфляции. Однако в случае реализации возросших инфляционных рисков снижение трендовой инфляции будет более медленным.

Следует отметить, что при расчете показателя трендовой инфляции исключаются краткосрочные колебания цен. Поэтому трендовая инфляция не отреагировала, например, на кратковременное ускорение инфляции вследствие ценового шока в начале 2015 года. По мере исчерпания последствий данного шока фактическая инфляция стала постепенно сближаться с трендовой инфляцией, и по итогам января она оказалась даже ниже трендовой. Долгосрочная компонента инфляции, улавливаемая трендовой инфляцией, указывает на замедление темпов роста потребительских цен, но более медленными темпами, чем замедляется фактическая инфляция. При этом инфляционные ожидания в настоящее время все еще остаются на высоком уровне, из-за чего происходящее снижение фактической инфляции может носить неустойчивый характер.

Рисунок 4. Динамика ИПЦ, базового ИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % за год



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.4. Ценовые индексы PMI: ускорение инфляции издержек при стабильных темпах роста отпускных цен из-за слабого спроса

- Как следует из ценовых индексов январских и февральских опросов PMI, девальвационные и ценовые ожидания не выросли в ситуации ослабления рубля. Это принципиально отличает в лучшую сторону ситуацию начала 2016 года от ситуации начала 2015 года.
- В обрабатывающих отраслях, где спрос достаточно стабилен, отпускные цены растут быстрее, чем в сфере услуг, где ограничения со стороны спроса сдерживают давление на отпускные цены со стороны издержек.

PMI индекс отпускных цен в обрабатывающих отраслях немного вырос в феврале после снижения в январе, а в сфере услуг в январе⁴ наблюдалось замедление роста цен. В сфере услуг PMI индекс отпускных цен достиг минимума с момента начала рецессии в России. В обрабатывающих отраслях PMI индекс отпускных цен выше, чем в сфере услуг, и выше своего уровня, зарегистрированного в середине 2015 года, что говорит о сохранении повышенного ценового фона в обработке.

⁴ На момент написания данные по PMI сектора услуг за февраль еще не были опубликованы.

Слабый спрос является одним из сдерживающих факторов для роста цен. Особенно заметен данный фактор в секторе услуг, где деловая активность снижается четвертый месяц подряд. В январе компонента деловой активности сектора услуг достигла минимального значения с марта 2015 года.

Ценовое давление со стороны издержек остается высоким в обрабатывающих отраслях отражая, по всей видимости, эффект резкого ослабления рубля в декабре-январе. Хотя индекс закупочных цен PMI в обрабатывающих отраслях значительно снизился в феврале, он остается на повышенных уровнях. Простой корреляционный анализ показывает, что закупочные цены реагируют на движения номинального эффективного курса рубля (как вверх, так и вниз) с лагом в один месяц: парная корреляция за период с начала 2013 года составляет 0,7. В феврале ценовое давление на закупочные цены осталось высоким в связи с произошедшим ослаблением рубля. Вместе с тем, уровень инфляции издержек значительно уступает уровню, зафиксированному в начале 2015 года, когда рубль также быстро обесценивался. Это косвенно свидетельствует о снижении эффекта переноса ослабления курса рубля в цены (или о его большей растянутости во времени, чем в прошлом году).

Рисунок 5. Ценовые компоненты индекса PMI промышленного сектора и изменение курса рубля к доллару США



Источники: Markit PMI, расчеты ДИП

Рисунок 6. Ценовые компоненты индекса PMI сферы услуг и изменение курса рубля к доллару США



Источники: Markit PMI, расчеты ДИП

В сфере услуг инфляция издержек осталась на повышенном уровне, но не ускорилась. Индекс закупочных цен PMI в сфере услуг немного снизился. Необходимо отметить, что в сфере услуг зависимость динамики закупочных цен от изменений курса рубля не так высока (Рисунок 6).

Спросовые ограничения могут и дальше сдерживать рост розничных цен, однако возможное ускорение роста закупочных цен является фактором риска, особенно если ослабление рубля возобновится.

1.2. Российская экономика: перспективы восстановления пока туманны

1.2.1. Промышленное производство в январе: неустойчивый рост

- Увеличение выпуска в промышленности (с сезонной корректировкой) фиксируется Росстатом уже второй месяц подряд. Однако увеличение выпуска пока является неустойчивым и объясняется прежде всего большими колебаниями месячных показателей на фоне сохраняющейся неопределенности в экономике, а также сезонными и погодными факторами.
- Признаков выхода промышленности на устойчивую траекторию роста пока не прослеживается. Промышленность может пребывать в стагнации в текущем году.

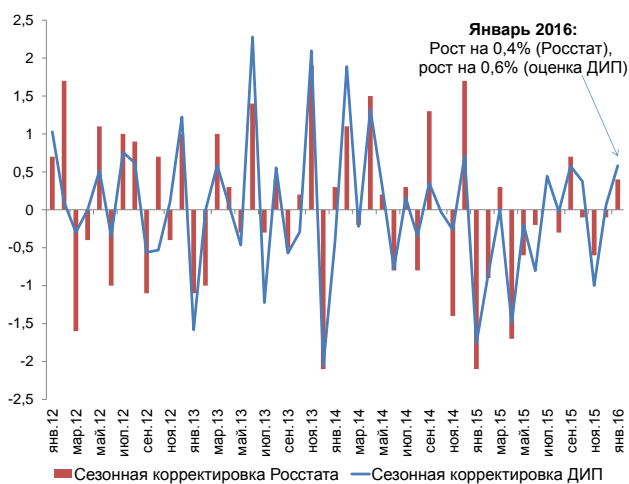
Промышленное производство в январе 2016 года выросло на 0,4% м/м с учетом сезонной корректировки Росстата (сезонное сглаживание ДИП указывает на рост в размере 0,6% м/м). Небольшой рост выпуска в промышленности с учетом сезонности наблюдается второй месяц подряд (Рисунок 7). Однако динамика производства по основным видам экономической деятельности имеет разнонаправленный характер.

В январе 2016 года обрабатывающий сектор показал незначительное снижение (на 0,4%, согласно сезонной корректировке ДИП), в то время как в декабре 2015 года обработка внесла основной вклад в рост совокупного индекса промышленного производства (Рисунок 8). При этом в разных обрабатывающих отраслях волатильность выпуска усилилась: редкие отрасли за последние месяцы демонстрируют относительно устойчивый рост или спад. Оценки ДИП с поправкой на сезонность показывают, что в последние месяцы уверенно чувствует себя только лесопромышленный комплекс, расширению производства в котором, вероятно, способствовало снижение курса национальной валюты. Тем не менее новый виток ослабления нынешней зимой по-прежнему в целом слабо помогает отраслям, ориентированным на экспорт. Более подробная информация о динамике обрабатывающих отраслей в январе приведена в следующем подразделе бюллетеня.

Основным фактором роста промышленного производства в январе стало производство и распределение электроэнергии, газа и воды (по оценкам ДИП, рост составил 4,5% м/м с сезонной корректировкой). Из всех видов деятельности абсолютный вклад данной компоненты в общий индекс промышленного производства оказался наиболее значимым второй месяц подряд. Это связано главным образом с погодным фактором (относительно теплый декабрь и холодный январь), полноценно учесть который при сезонном сглаживании проблематично.

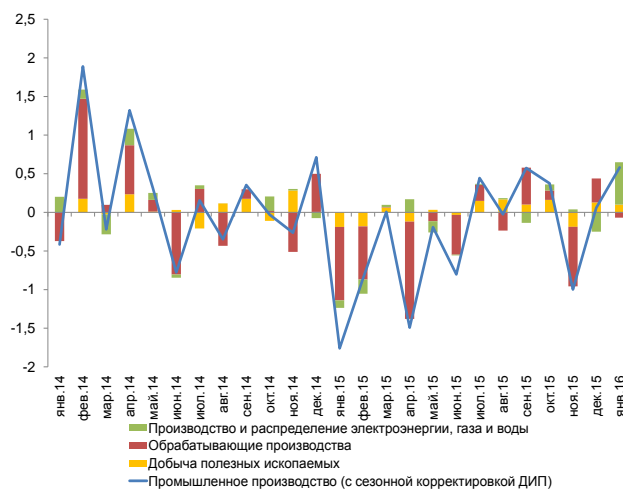
Если абстрагироваться от позитивного влияния погодного фактора в январе, то необходимо признать, что промышленное производство пока еще далеко от выхода на траекторию устойчивого роста. Правда, и ухудшения ситуации тоже не происходит. Формирование стабильных положительных темпов роста в промышленности традиционно зависит от внешних условий и требует времени, которое необходимо на завершение происходящих в экономике структурных изменений.

Рисунок 7. Промышленное производство, %/м (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Вклад отдельных компонент в динамику индекса промышленного производства, %/м (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.2. Динамика неторгуемого сектора в январе: улучшение носит временный характер?

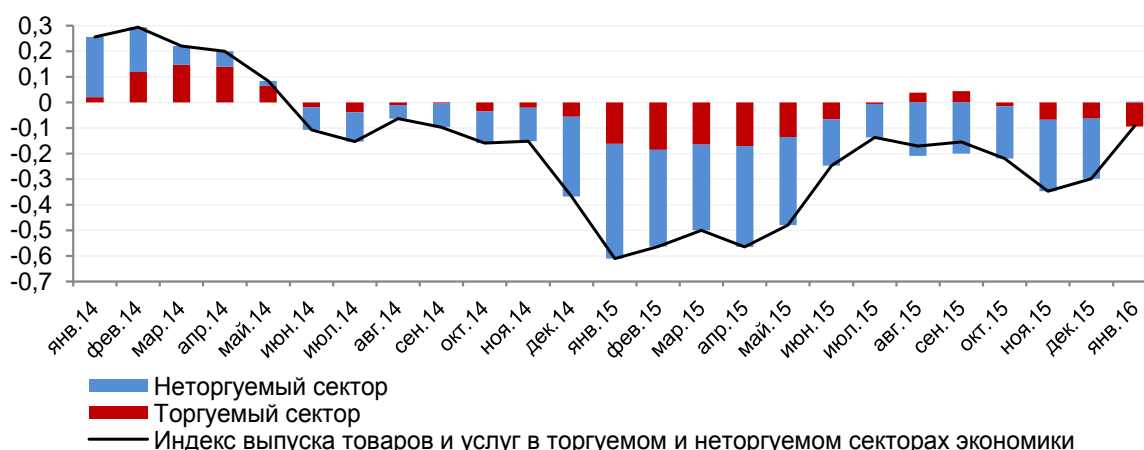
- Изменение индекса выпуска товаров и услуг в неторгуемом секторе экономики в январе впервые с середины 2014 года показало положительное, хотя и близкое к нулю, значение, что было обусловлено неожиданным улучшением в динамике оборота розничной торговли.
- В торгуемом секторе экономики в январе сохранилась отрицательная динамика, которая определялась снижением объемов выпуска во всех группах обрабатывающих отраслей: инвестиционного, потребительского и промежуточного спроса.

В январе 2016 года тенденция к снижению суммарного объема выпуска в торгуемом и неторгуемом секторах сохранилась, однако за счет позитивной динамики в последнем из них темпы снижения сократились. Продолжающийся спад производства в торгуемом секторе по сравнению с декабрем прошлого года объясняется негативной динамикой объемов выпуска обрабатывающих производств и сельского хозяйства (Рисунок 9). Однако рост объемов добычи полезных ископаемых (прежде всего топливно-энергетических) в январе сдержал торгуемый сектор от более глубокого падения.

Вклад неторгуемого сектора в динамику индекса впервые за долгое время оказался положительным, хоть и практически незаметным. Он был обусловлен неожиданным улучшением динамики оборота розничной торговли с сезонной корректировкой (0,4% м/м), а также ростом объемов производства и распределения элек-

троэнергии, газа и воды на 4,5% м/м с устраненной сезонностью в связи с температурным фактором, о чем мы упоминали в предыдущем разделе. Остальные неторгуемые отрасли (транспорт, строительство) снизили объем выпуска месяц к месяцу. Мы по-прежнему ожидаем сохранения относительно слабой динамики выпуска в данных отраслях в ближайшие месяцы с учетом происходящих в экономике структурных сдвигов от неторгуемого сектора к торгуемому.

Рисунок 9. Индекс выпуска товаров и услуг в торгуемом и неторгуемом секторах экономики, %* м/м (по трендовой составляющей производства)



* За январь данные по неторгуемому сектору и индексу выпуска не содержат данных по объемам платных услуг населению ввиду отсутствия на дату отчета соответствующей статистики.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

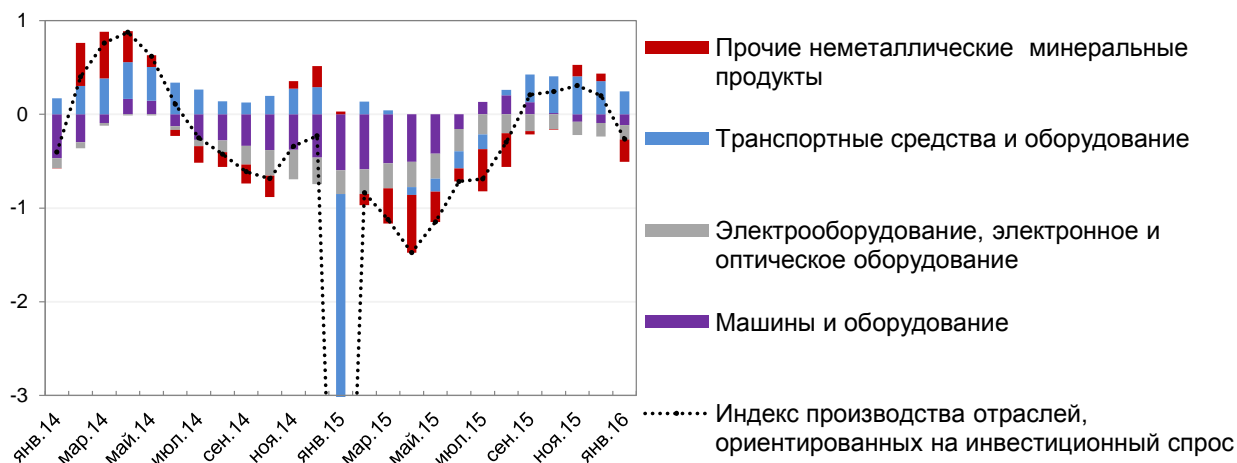
Для обрабатывающих производств снижение объемов выпуска месяц к месяцу по сложившейся тенденции в январе было характерно для всех трех групп отраслей: инвестиционного, промежуточного и потребительского спроса (Рисунок 10–13). Динамика индекса производства отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос, определяется по-прежнему низкой инвестиционной активностью в экономике, которая сдерживается отсутствием достаточного спроса и неопределенностью экономической ситуации. Все без исключения отрасли, входящие в состав индекса, ухудшили его динамику в январе.

Выпуск отраслей, ориентированных на потребительский спрос, в январе продолжил снижение. Основной вклад в динамику трендовой составляющей по данной группе отраслей внесло снижение объемов производства товаров длительного пользования. Положительный прирост объемов выпуска по тенденции наблюдался лишь для производства пищевых продуктов (молоко- и мясопродуктов, растительных и животных масел и жиров).

Значение индекса отраслей, ориентированных на промежуточный спрос, улучшилось в январе по сравнению с декабрем, но осталось отрицательным. Улучшение вызвано сокращением отрицательного вклада металлургической про-

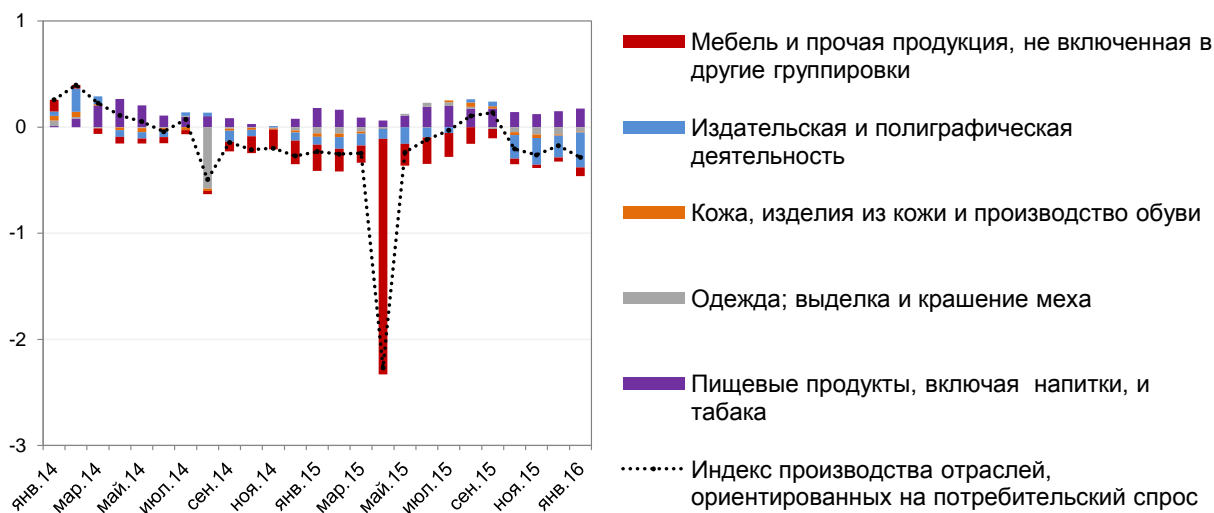
мышленности в его динамику на фоне улучшения экспортных позиций металлургических компаний под влиянием снижения курса рубля прошедшей зимой.

Рисунок 10. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос, % м/м (по трендовой составляющей производства)



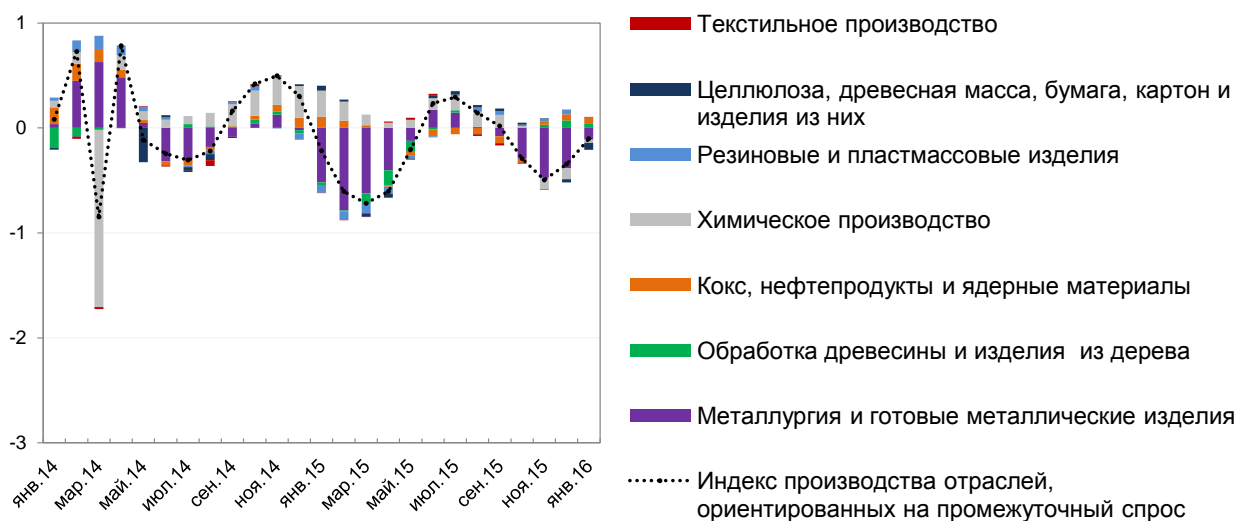
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос, % м/м (по трендовой составляющей производства)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на промежуточный спрос, % м/м (по трендовой составляющей производства)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.3. Опросы PMI подтверждают продолжение спада в экономике в целом при стабилизации в обрабатывающих отраслях

По результатам опросов PMI⁵ можно сделать следующие выводы.

Во-первых, обрабатывающие отрасли (как типичный представитель торгуемого сектора) продолжают чувствовать себя лучше, чем сфера услуг (в основном представляющая неторгуемый сектор). Таким образом, в экономике продолжают ожидаемые структурные сдвиги в пользу торгуемого сектора.

Во-вторых, объем выпуска в сфере услуг январе 2016 года продолжил «вторую волну» сокращения, начавшуюся в октябре 2015 года, причем темпы снижения объемов выпуска ускорились, в то время как в обработке ситуация стабилизировалась. Ожидания бизнеса в сфере услуг в январе резко ухудшились, в оценке перспектив стали преобладать пессимистические настроения, что наблюдалось раньше очень редко.

В-третьих, экспортные заказы по-прежнему снижаются, несмотря на сокращение валютных издержек российских экспортеров, причем это снижение достаточно выражено и носит продолжительный характер.

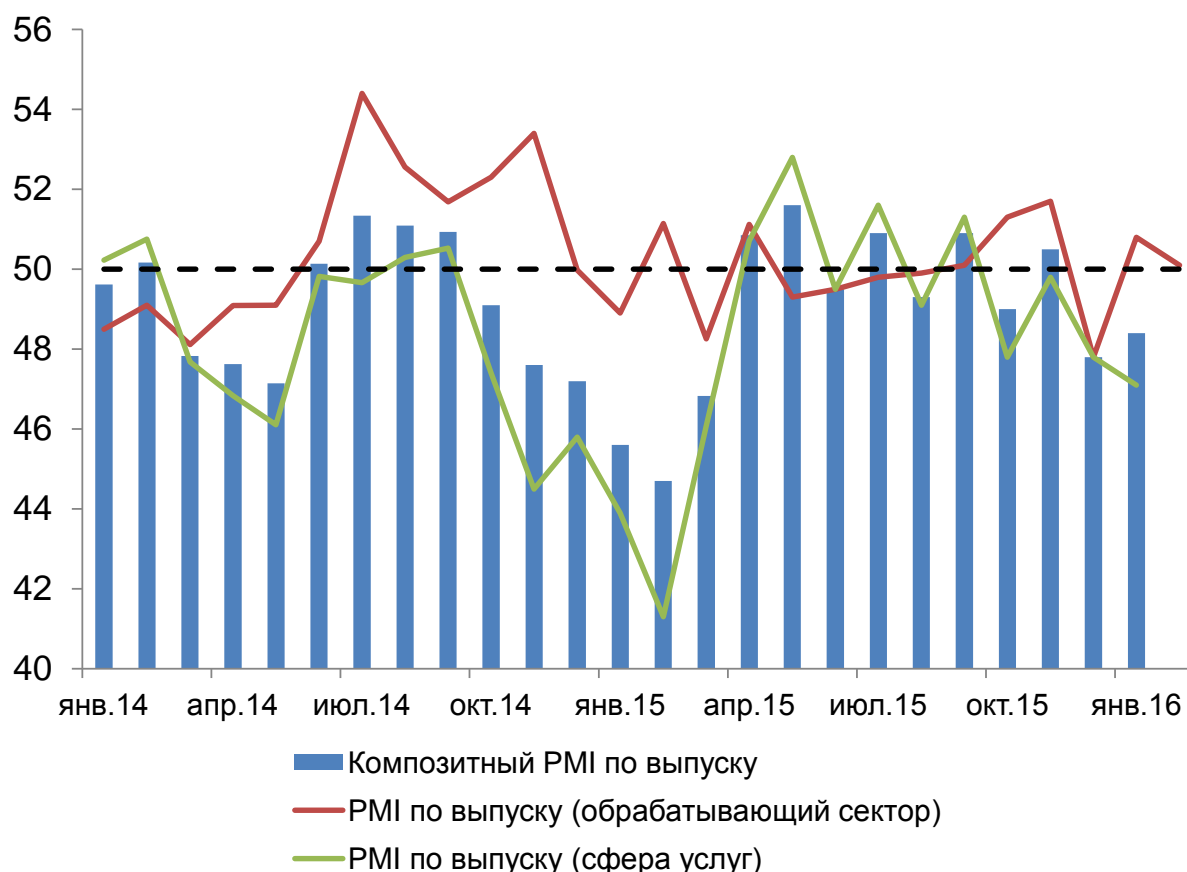
Последняя статистика по PMI в целом подтвердила высказываемые нами ранее опасения о высоких рисках продолжения спада в экономике. После провала в конце 2014 – начале 2015 года композитный индекс PMI по производству к середине прошлого года стабилизировался вблизи отметки в 50 пунктов, отделяющей

⁵ Январский PMI в сфере услуг и композитный индекс PMI и февральский PMI в обрабатывающих отраслях.

рост от снижения, и сигнализировал о формировании предпосылок для постепенного возобновления роста выпуска в экономике к концу года.

Тем не менее статистика за последние месяцы говорит о том, что обозначенная выше тенденция могла быть временно сломлена под влиянием падающих нефтяных цен – композитный PMI в производстве заметно снизился в декабре 2015 и январе 2016 годов (Рисунок 13). Негативная динамика индекса в большей степени продиктована его снижением в сфере услуг. При этом несмотря на сохраняющийся общий негативный фон в неторгуемом секторе, сфера услуг скорее всего будет получать поддержку со стороны относительно стабильных ее подсекторов (прежде всего, туризм, гостиничный бизнес). По нашему мнению, последнее может в значительной степени сдержать дальнейшее углубление спада в неторгуемом секторе.

Рисунок 13. PMI по производству и деловой активности: композитный индекс, обрабатывающий сектор, сфера услуг (п.)



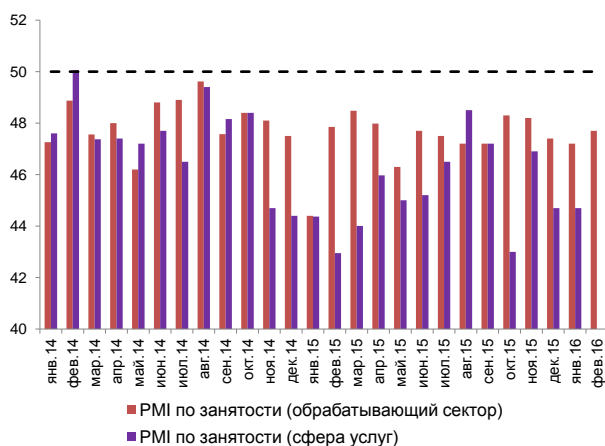
Источники: Markit, Bloomberg.

Вместе с тем, динамика в обрабатывающих секторах была на протяжении последних месяцев в целом гораздо более радужной: во втором полугодии прошлого года индекс выпуска лишь один раз значительно опускался ниже отметки 50 пунктов, а именно в декабре, на фоне снижения цен на нефть. В этой связи мы полагаем, что слабый курс продолжает оказывать объективную поддержку деловой активности в

торгуемых секторах. Однако ряд причин структурного характера может говорить о том, что потенциал для их поддержки со стороны слабого рубля сейчас становится все более ограниченным.

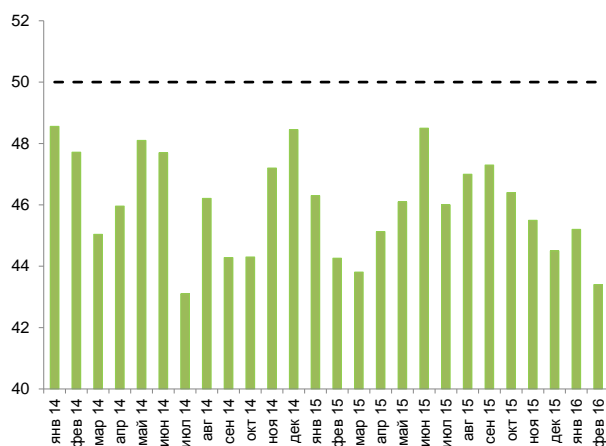
Значения индексов занятости PMI продолжают сигнализировать о негативной динамике (Рисунок 14). Относительно стабильная для кризисного периода динамика безработицы в значительной степени объясняется структурными факторами, однако, скорее всего, не в полной мере отражает существующие негативные тенденции на рынке труда. Такие дополнительные факторы, как неполная занятость, а также переход предприятий на неполную рабочую неделю, сокращение количества смен, вероятно, неявно отражены в соответствующих опросных показателях. Это заставляет нас без оптимизма смотреть на перспективы рынка труда в ближайшее время.

Рисунок 14. PMI в сфере занятости: обрабатывающий сектор и сфера услуг, п.



Источники: Markit, Bloomberg.

Рисунок 15. PMI в обрабатывающем секторе: новые экспортные заказы, п.



Источники: Markit, Bloomberg.

Другой важный вывод заключается в том, что в 2015 году сформировался и на протяжении большей части года сохранился значимый разрыв между опросными данными по занятости в обрабатывающем секторе, с одной стороны, и в сфере услуг, с другой стороны. Менее негативная динамика PMI в обработке свидетельствует о наблюдавшемся перетоке рабочей силы из неторгуемого сектора в торгуемый, который происходит под влиянием ухудшения внешнеэкономических условий.

Наконец, следует обратить внимание на сохранение негативной и ухудшающейся динамики опросных показателей в части экспортных заказов (Рисунок 15). Значение индекса новых экспортных заказов в феврале упало до минимальных значений с июля 2014 года. Хотя в выборку компаний, участвующих в опросах PMI, могут не попадать крупнейшие российские экспортеры, выраженный негативный тренд новых экспортных заказов указывает на отсутствие в ближайшем будущем перспектив для роста российского не-нефтегазового экспорта. Таким образом, сни-

жение валютных издержек российских экспортеров в результате ослабления рубля пока не помогает увеличивать объем экспорта. Наблюдаемый рост экспорта по отдельным товарным позициям пока недостаточен для того, чтобы значимо влиять на общие экспортные объемы.

1.2.4. Уровень безработицы: снижение под влиянием структурных факторов

- Уровень безработицы (с исключением сезонного фактора) снизился с 5,7% в декабре до 5,4% в январе, что соответствует состоянию полной занятости.
- Низкая мобильность рабочей силы в России препятствует эффективному распределению трудовых ресурсов по секторам и регионам, что может стать серьезным ограничением для экономического роста.
- В условиях низкой мобильности российского рынка труда, снижение реальной заработной платы и рост задолженности предприятий перед работниками способствуют поддержанию умеренного уровня безработицы.

По данным Росстата, уровень безработицы (с учетом Крымского федерального округа) в январе 2016 года остался таким же, как в ноябре–декабре 2015 года и составил 5,8%. Общая численность безработных без устранения сезонности в последние три месяца держалась практически на одном уровне, совершая незначительные колебания вокруг значения 4,43 млн. человек.

Сезонно скорректированный уровень безработицы за месяц значительно снизился – с 5,7% в декабре до 5,4% в январе (Рисунок 16). Этот уровень соответствует состоянию полной занятости в экономике согласно модельным расчетам ДИП, если, конечно, в последнее время не произошло нового снижения уровня полной занятости из-за действия демографических факторов. Сезонно скорректированная численность безработных продолжила снижение, начатое в декабре, причем в январе темп снижения ускорился (Рисунок 17).

Рост безработицы сдержало улучшение ситуации в промышленности, где в январе текущего года произошло увеличение объемов производства по некоторым видам экономической деятельности.

В условиях текущего кризиса умеренный рост безработицы и отсутствие активных процессов высвобождения рабочей силы сопровождается более сильным, чем в прошлые кризисы, снижением реальной заработной платы. По данным Росстата, в 2015 году потери реальной заработной платы составили 9,5% по сравнению с 2014 годом, а в 2009 году по сравнению с 2008 годом – 3,5%. Одновременно растет просроченная задолженность по заработной плате, основной объем которой образовался в 2015 году. По состоянию на 1 февраля 2016 года суммарная задолженность предприятий перед работниками увеличилась на 73% г/г, составив 4,3 млрд. рублей.

Все это говорит о том, что российский рынок труда остается недостаточно чувствительным к происходящим в экономике структурным изменениям. Низкая мобильность рабочей силы препятствует эффективному распределению трудовых ресурсов по секторам и регионам, что может стать серьезным ограничением для экономического роста.

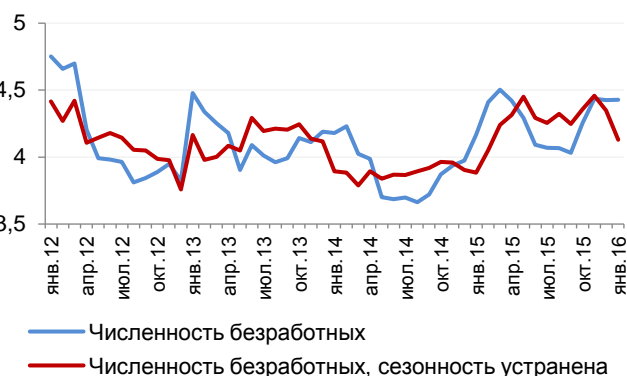
Рисунок 16. Уровень безработицы*, %



* Данные за январь 2016 предварительные.

Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП.

Рисунок 17. Численность безработных*, млн. чел.



* С января 2015 года данные на графиках приведены с учетом Крымского федерального округа.

Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП.

1.2.5. Вынужденное сокращение бюджетных расходов и изменение их сезонности негативно повлияет на ВВП в I квартале 2016 года

- Расходы федерального бюджета и бюджета расширенного правительства вынуждено сокращаются в реальном выражении из-за структурного падения нефтегазовых доходов и недостаточности средств, накопленных в суверенных фондах, для полной нейтрализации эффекта нефтяных цен на бюджет в среднесрочной перспективе. По нашим оценкам, снижение расходов бюджетной системы уменьшит совокупный спрос в экономике на 0,3-0,7 п.п. ВВП в 2016 году.
- Приведение расходов в соответствии с возможностями бюджета и обеспечение долгосрочной устойчивости бюджета необходимо для повышения доверия экономических агентов к государственной политике и снижения уровня неопределенности в экономике. Между тем, сохраняющаяся неопределенность ситуации с федеральным бюджетом в 2016 году и в последующие годы ведет к ухудшению календарного исполнения бюджета по сравнению с 2015 годом, что негативно скажется на темпах экономического роста в I квартале 2016 года.

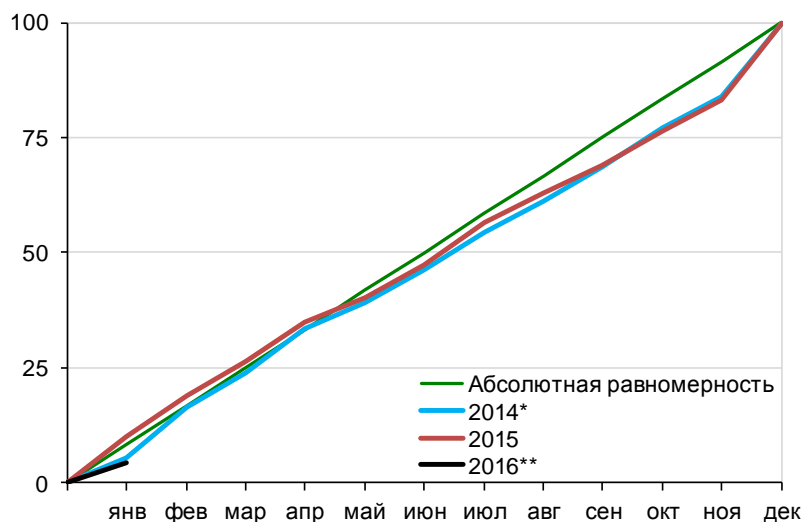
В 2016 году ожидается сокращение расходов федерального бюджета и бюджетной системы в реальном выражении при росте бюджетных дефицитов. Это сокращение вынужденно и носит структурный характер из-за устойчивого значительного снижения цен на углеводороды, что приводит к существенной потере нефтега-

зовых доходов бюджета даже в условиях плавающего валютного курса. Накопленный объем средств в суверенных фондах (Резервном фонде и Фонде национального благосостояния) недостаточен для поддержания неизменного уровня бюджетных расходов в реальном выражении в среднесрочной перспективе. Вместе с тем суверенные фонды способны смягчить удар по бюджету от падения доходов, выиграв время для осмысленного сокращения расходов и проведения мероприятий по повышению их эффективности. Кроме того, сокращение расходов необходимо для повышения доверия экономических агентов и финансовых рынков к государственной политике и для устойчивости роста на среднесрочную перспективу.

По нашим оценкам, в зависимости от масштаба корректировки бюджетных расходов негативный вклад в рост ВВП в 2016 году со стороны расходной части бюджета составит 0,3–0,7 процентного пункта.

Помимо этого, в 2016 году возможен сдвиг сезонности в расходовании бюджетных средств (и, соответственно, в поддержке роста совокупного спроса со стороны бюджета) с начала на конец года. Неопределенность с бюджетом на 2016 год и последующие годы ведет к ухудшению его календарного исполнения по сравнению с 2015 годом. В частности, сокращается авансирование госзакупок (Минфин России предлагает снизить его с 80 до 20%⁶). Тем самым ситуация с исполнением бюджета по расходам отличается от ситуации 2015 года, когда федеральный бюджет активно авансировал бюджетные платежи в первые месяцы года.

Рисунок 18. Равномерность расходования средств федерального бюджета, % (накопленным итогом в течение года)



* Без учета средств на докапитализацию АСВ в декабре 2014 года.

** Годовая величина в соответствии с законом о бюджете на 2016 год.

Источники: Казначейство России, Закон о федеральном бюджете на 2016 год, расчеты ДИП.

⁶ По материалам газеты «Ведомости», в 2015 году в качестве антикризисной меры размер аванса был увеличен с 30 до 80%. На 2016 год Минфин России предлагает сократить его с 80 до 20%. Минэкономразвития выступает против данной инициативы.

Из-за менее активного финансирования расходов бюджета в условиях неопределенности в начале года основной негативный эффект на ВВП из-за снижения расходов придется на первый квартал. В январе 2016 года исполнение непроцентных расходов федерального бюджета оказалось наименьшим с 2007 года – 4,3% от установленной законом величины против 10,0% в январе 2015 года (Рисунок 18)⁷. На госзакупки пришлось 80% сокращения расходов. Отчасти сокращение расходов также можно связать с ограничениями на доведение запланированных объемов ассигнований на период пересмотра основных бюджетных показателей, а потому в ближайшие месяцы можно ожидать более равномерной динамики бюджетных расходов.

Важно иметь в виду, что наличие или отсутствие авансирования расходов сказывается на фактическом выпускекупаемых товаров и услуг опосредованно, через улучшение или ухудшение финансового состояния исполнителей госзаказа.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Снижение финансовых рынков создает угрозу замедления роста развитых экономик

- Снижение финансовых рынков может негативно отразиться на экономической динамике развитых стран в ближайшие месяцы. Ускорение инфляции в США и риски перехода к дефляции в еврозоне означает дальнейшее расхождение направления монетарной политики ФРС и ЕЦБ.

США

Ситуация на рынке труда стабилизировалась, при этом наблюдаются признаки ускорения роста заработных плат и инфляции. ФРС может действовать более агрессивно по сравнению с рыночными ожиданиями, особенно если риски замедления экономической активности снизятся по мере стабилизации ситуации на финансовых рынках.

Статистика по рынку труда за январь оказалась неоднозначной. Количество созданных рабочих мест (за исключением сельского хозяйства) составило 151 тыс. (по сравнению с ожидавшимися 190 тыс.). Также вниз были пересмотрены данные за декабрь – с 292 до 262 тысяч. Однако уровень безработицы неожиданно снизился с 5,0% до 4,9% (ожидания рынка, согласно данным Bloomberg, составляли 5,0%), что стало минимальным за последние восемь лет значением. Несмотря на уменьшение количества новых рабочих мест, наблюдалось ускорение роста почасовой оплаты труда. В годовом выражении он составил 2,5%. Уверенный рост оплаты

⁷ Годовая величина непроцентных расходов берется в соответствии с текущей версией бюджета и не учитывает ожидаемое секвестирование и дополнительные стимулирующие меры.

труда может означать то, что увеличение занятости наконец-то начинает давить вверх на заработные платы.

Глава Федеральной резервной системы США Джанет Йеллен во время своего отчета перед Конгрессом не стала отказываться от курса на постепенное повышение ставки ФРС, однако тон всего ее выступления был гораздо более осторожным по сравнению с декабрьским. Падение финансовых рынков было признано риском для роста экономики США, особенно если оно окажется затяжным. Участники рынка уже давно пересмотрели свои ожидания относительно скорости и масштаба повышения ставки ФРС, и выступление Джанет Йеллен только подкрепило их. ФРС по итогам мартовского заседания наверняка изменит свой прогноз по динамике ключевой ставки в сторону понижения.

Важный для ФРС сигнал поступил со стороны показателей инфляции. Годовой рост базового дефлятора потребительских расходов PCE (Personal Consumer Expenditure), который является основным показателем инфляции для регулятора, ускорился с 1,4 до 1,7%. Рост общего индекса ИПЦ также ускорился до 1,4%, поскольку начал действовать эффект низкой базы прошлого года. Более информативно выглядит динамика базовой инфляции, которая выросла до 2,2%, что стало максимальным с середины 2012 года показателем. Ускорение роста цен в преддверии мартовского заседания ФРС может означать более жесткую позицию регулятора по сравнению с той, которая установилась в последние несколько недель на фоне падения финансовых рынков. Существует риск того, что рыночные ожидания относительно действий ФРС окажутся гораздо более мягкими по сравнению с реальностью. Рост инфляции и ускорение роста заработных плат могут заставить ФРС продолжить повышение ставки быстрее, чем этого ожидает рынок. Хотя стоит отметить, что повышение будет не столь агрессивным, как предполагалось еще в конце 2015 года на фоне выросших рисков замедления роста экономики.

Рисунок 19. Индексы потребительской уверенности в США и еврозоне



Источник: Bloomberg.

Рисунок 20. Динамика цен в США, % г/г



Источник: Bloomberg.

Неприятным сигналом стало снижение индекса уверенности потребителей до восьмимесячного минимума (Рисунок 19). Снижение было зарегистрировано как в оценках текущей ситуации, так и в ожиданиях. Судя по всему, падение финансовых рынков в январе–феврале начинает негативно сказываться на настроениях потребителей, что может привести к снижению их активности в ближайшие месяцы.

Еврозона

Промышленное производство в Германии в декабре неожиданно снизилось на 1,2% (при ожидавшемся росте на 0,5%). Данные по промпроизводству во Франции, Испании и Италии также оказались существенно хуже ожиданий. Большой негативный вклад в динамику производства внесло уменьшение выработки энергии из-за аномально теплой погоды. Тем не менее снижение коснулось и обрабатывающих производств, что является тревожным сигналом и может свидетельствовать о замедлении мировой экономики. Предварительные оценки индексов PMI промышленного сектора и сферы услуг указали на дальнейшее снижение экономической активности в феврале.

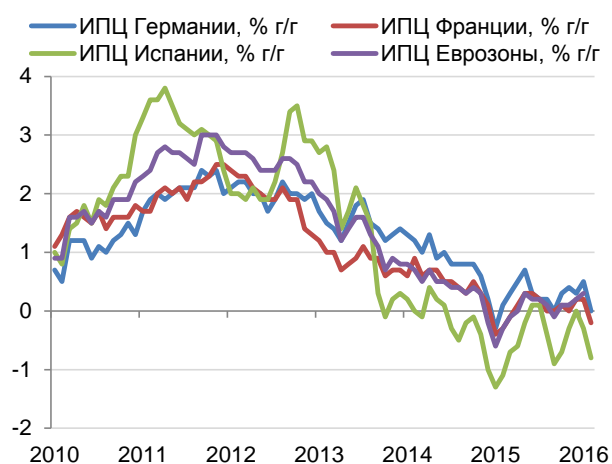
Индексы ожиданий экономического роста ZEW в Германии и еврозоны снизились до минимальных с октября 2014 года уровней. Неблагоприятный внешний фон в виде волатильности на финансовых рынках и общего замедления мировой экономики повлияли на снижение ожиданий (Рисунок 21). Замедление локомотива роста европейской экономики дает еще один повод ЕЦБ для более активного смягчения монетарной политики по итогам мартовского заседания.

Рисунок 21. Индекс ожиданий экономического роста ZEW



Источник: Bloomberg.

Рисунок 22. Динамика инфляции в еврозоне



Источник: Bloomberg.

Инфляция после непродолжительного восстановления, по всей видимости, в марте может вернуться в отрицательную зону. По предварительным оценкам, индекс цен еврозоны не вырос в годовом выражении, и риски возврата к дефляции очень высоки (Рисунок 22). Отрицательный рост цен чреват снижением инфляци-

онных ожиданий, которые могут по цепной реакции привести к сохранению дефляции на длительный период. На данный момент это один из основных рисков для ЕЦБ, поэтому его решения по итогам мартовского заседания могут оказать более мягкими, чем сейчас ожидается.

Китай. Давление на валюту не ослабевает, власти увеличивают стимулирование экономики.

Институт международных финансов (The Institute of International Finance – IIF) дал оценку оттока капитала из Китая в январе. По предварительным данным, он составил 113 млрд долл. по сравнению с 637 млрд за весь 2015 год. Давление на юань сохраняется, так как отток капитала продолжается 22 месяца подряд и пока его объемы только увеличиваются.

Народный банк Китая продолжал удерживать юань от резкого ослабления, потратив в январе еще 90 млрд долл.⁸ на валютные интервенции. Объем международных резервов упал до 3,23 трлн долл. – минимального уровня с 2012 года, причем темпы сокращения резервов увеличились. Китайские власти не спешат сформулировать свою стратегию относительно валютного курса. Это повышает уровень неопределенности и приводит к ускорению оттока капитала. Такая ситуация чревата дальнейшим ростом давления на юань, которое может резко усилиться по мере дальнейшего снижения ЗВР.

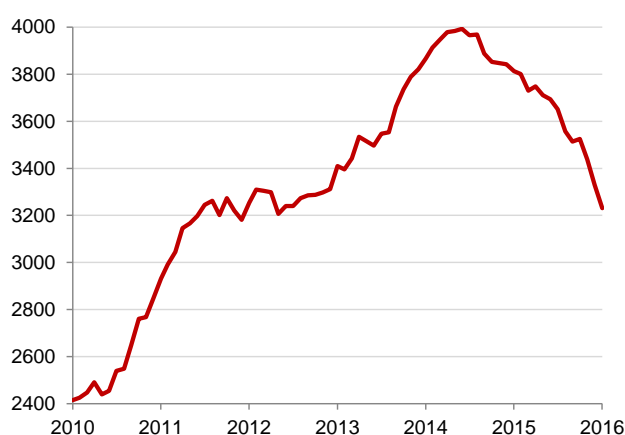
В январе в Китае был зафиксирован рекордный месячный объем роста кредитования как через банки, так и с помощью других источников (облигации, забалансовые операции и пр.), что идет вразрез с предыдущими тенденциями замедления прироста кредитования в экономике.

Рисунок 23. Динамика кредитов и денежной массы в Китае



Источник: Bloomberg.

Рисунок 24. Динамика международных резервов Китая, млрд долл. США



Источник: Bloomberg.

⁸ Оценка IIF.

Банки традиционно наращивают объем кредитования в начале года после «обнуления» лимитов. Мог сказаться и другой сезонный эффект – близость лунного нового года. Возможно, банки старались закрыть как можно больше сделок в январе в связи с тем, что в 2016 году лунный новый год пришелся на начало февраля (на 8-е число), а в 2015 году – на вторую половину месяца (19 февраля).

Однако эти сезонные эффекты, по нашему мнению, вряд ли могут в полной мере объяснить рост объемов кредитования. Возможно, многие компании стараются заместить долларовые кредиты на кредиты в юанях в ожиданиях ослабления национальной валюты, что также увеличивает объемы выдаваемых кредитов. Если тенденция к ускорению роста кредитов сохранится, это может оказать краткосрочную поддержку росту китайской экономики. Однако в долгосрочном плане возрастут риски перекредитованности экономики.

Мексика. Экстренное повышение ставки и урезание бюджетных расходов.

Банк Мексики 17 февраля неожиданно повысил ключевую ставку на 50 б.п., с 3,25 до 3,75%, и поменял правила валютных интервенций, а правительство объявило о сокращении расходов бюджета и нефтяной госкомпании Pemex на 0,7% ВВП. Данные меры стали ответом на значительное ослабление мексиканского песо, которое началось в середине 2014 года и существенно ускорилось в начале текущего года.

Данная ситуация напоминает ситуацию в России в конце 2014 года. Резкое ослабление песо создало угрозу ускорения инфляции и повышения инфляционных ожиданий. Повышение ставки призвано снизить риски роста цен.

Важный шаг был сделан в отношении политики валютного курса. Банк Мексики отказался от жестко прописанных объемов и правил осуществления интервенций и сейчас может проводить интервенции по своему усмотрению в любое время и любыми объемами. Давление на резервы было велико: с середины апреля 2015 года да начала февраля они упали на 20,5 млрд. долларов (10,5% от объема), что стало одной из причин изменения политики.

Мы ожидаем, что это позволит более эффективно управлять волатильностью на валютном рынке по сравнению с предыдущими правилами, которые предположительно оказались неэффективными. Внесение непредсказуемости в режим валютных интервенций вместе с повышением ключевой ставки может снизить давление на песо и на резервы Банка Мексики, учитывая благоприятную реакцию финансовых рынков на действия властей. После изменений в политике центральный банк не прибегал к интервенциям, о чем можно судить из текущей динамики объемов резервов. Согласно официальным данным, с момента изменений в режим интервенций резервы не снизились, при этом курс песо к доллару укрепился на 5%.

Объявленное снижение расходов бюджета и госкомпании Pemex является примером адаптации бюджетной системы к внешнему шоку снижения цены на нефть. Однако нужно отметить, что у правительства нет других вариантов, кроме

снижения расходов бюджета, из-за отсутствия накопленных резервов, которые могли бы сгладить динамику потребления госсектора.

Глава Банка Мексики Агустин Карстенс заявил, что повышение ставки не означает начала цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Действия властей Мексики являются примером скоординированной реакции на усиление внешних шоков для экономики. Помимо прямого влияния на инфляцию, такие действия могут помочь повысить доверие к проводимой экономической политике, снизить отток капитала, уменьшить волатильность на валютном рынке и сдержать возможный рост инфляционных ожиданий.

В глазах глобальных инвесторов Мексика стала страной-фаворитом в своей «весовой» категории, что означает более благоприятные условия заимствования и снижение риск-премии по сравнению с другими странами с развивающимися рынками с близкими кредитными рейтингами.

Страны – экспортеры нефти. Массовое снижение рейтингов S&P стран – экспортеров нефти, за исключением России и Катара.

Рейтинговое агентство S&P массово понизило рейтинги стран – экспортеров нефти. На 2 ступени был понижен рейтинг⁹ Саудовской Аравии (с A+ до A-) и Бахрейна (до BB с BBB-). Рейтинги Бразилии, Омана и Казахстана были понижены до BB, BBB- и BBB- соответственно. Рейтинг Российской Федерации остался неизменным на уровне BB+, так же как и негативный прогноз по нему.

Главной причиной снижения рейтингов стало ухудшение ожиданий агентства относительно динамики нефтяных цен. Падение цены нефти уменьшает доходы бюджетов стран-экспортеров, ведет к росту бюджетного дефицита и заставляет урезать бюджетные расходы.

Рейтинг России был подтвержден на прежнем уровне, поскольку, по оценкам S&P, снижение цен на нефть не приводит к радикальному ухудшению экономической динамики и бюджетных показателей Российской Федерации. Плавающий курс рубля позволяет частично компенсировать снижение цены нефти, и оно сказывается на динамике доходов бюджета не так сильно, как при фиксированном курсе, которого придерживаются многие другие страны – экспортеры нефти.

Агентство указывает на то, что поводом для снижения рейтинга Российской Федерации может стать повышение темпов роста государственного долга до 3% ВВП ежегодно или превышение платежами по долгу 5% бюджетных доходов. Наши оценки динамики бюджетных показателей не выходят за обозначенные S&P рамки, однако возможности для увеличения бюджетных расходов отсутствуют.

⁹ Здесь и далее указывается долгосрочный рейтинг по обязательствам в иностранной валюте.

1.3.2. Финансовые рынки: волатильность остается высокой

- Резкое падение в первой половине февраля из-за опасений относительно состояния банковской системы еврозоны было отыграно обратно к концу месяца.

Мировые рынки

Доходность государственных облигаций развитых стран в феврале достигла минимального уровня из-за роста спроса на защитные активы и пересмотра ожиданий в пользу более мягкой политики центральных банков развитых стран. Единственным нехарактерным для периода бегства от рисков движением было заметное ослабление доллара США, которое, однако, длилось недолго. Ускорение инфляции и связанный с этим возврат ожиданий более агрессивного повышения ставки ФРС США позволили доллару восстановить большую часть потерянных позиций. Падение фунта стерлингов из-за рисков выхода Великобритании из Евросоюза также способствовало укреплению доллара.

Основным риском в феврале 2016 года стал рост опасений относительно состояния банковского сектора, связанный с условно конвертируемыми (CoCo bonds) облигациями европейских банков. Первым пострадал Deutsche Bank, отчетность которого вызвала опасения относительно уровня достаточности капитала банка и его возможности платить купоны по данному виду облигаций¹⁰.

Паника на этом рынке была вызвана тем, что еще ни один банк за короткую историю существования инструмента не пропускал купонные платежи и не конвертировал облигации в акции. Плохая отчетность банков заставила держателей этих облигаций пересмотреть риски реализации неблагоприятных для них сценариев. Дополнительный негатив внесли ожидания относительно действий центральных банков – многие считали, что они продолжат снижение ставок в отрицательной зоне. Такое поведение выгодно монетарным властям, так как при прочих равных условиях стимулирует банки искать более доходные и рискованные активы, что, в конечном счете, должно благоприятно сказываться на экономической активности. Однако существуют опасения, что данные меры могут не привести к желаемому результату, ударить по прибыльности банков и тем самым ограничить их возможности для наращивания кредита.

Мы считаем, что опасения относительно способности некоторых банков исполнить свои обязательства являются чрезмерными, учитывая большое количество инструментов поддержки со стороны центральных банков. Более тревожно выглядит рост неопределенности в отношении последствий дальнейшего снижения ста-

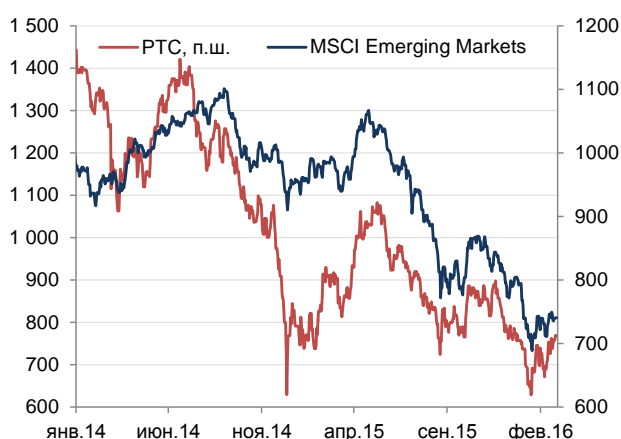
¹⁰ Это новый инструмент, который был введен с целью разделить издержки спасения банков в случае неблагоприятного стечения обстоятельств между инвесторами и налогоплательщиками. Облигации могут быть конвертированы в акции в случае снижения достаточности капитала и засчитываются в капитале банков как «дополнительный капитал первого уровня».

вок для банковского сектора. Улучшению ситуации могло бы способствовать предоставление центральными банками информации с четким разъяснением того, на какие предпосылки и трансмиссионные механизмы они опираются при принятии решения об уходе ставок глубже в отрицательную зону.

Пол Самуэльсон однажды пошутил, сказав, что рынки акций предсказали девять из пяти последних рецессий. Несмотря на это, не стоит недооценивать риски, которые несет затяжное снижение рынков акций для экономического роста, особенно в развитых странах. Одним из главных каналов влияния является эффект благосостояния. Акции составляют большую долю в финансовых активах домохозяйств. Их снижение вызывает уменьшение общего объема активов и может отрицательно повлиять на уверенность потребителей, что, в свою очередь, может вылиться в снижение спроса с их стороны. До недавнего времени потребительская уверенность в развитых странах находилась близко к максимальным уровням, что поддерживало совокупный спрос и относительно высокие темпы роста ВВП, однако в феврале она заметно снизилась. Замедление роста потребительского спроса может вызвать общее замедление экономики и снижение инфляционного давления.

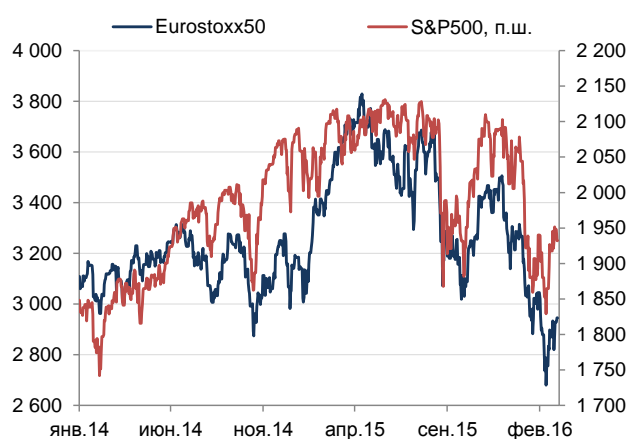
Еще одним каналом негативного влияния ситуации на финансовых рынках может стать уменьшение доступности кредитования. Доходность «мусорных» облигаций уже превысила 10%¹¹, что в условиях «нулевых» ставок центральных банков и низкой инфляции практически закрывает доступ к финансированию компаниям с невысоким кредитным рейтингом.

Рисунок 25. Индексы PTC и MSCI EM



Источник: Bloomberg.

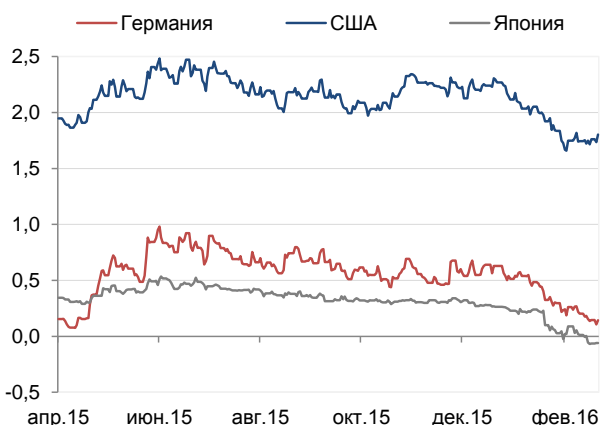
Рисунок 26. Индексы S&P500 и Eurostoxx50



Источник: Bloomberg.

¹¹ Сегмент высокодоходных облигаций. Доходность индекса Bloomberg USD High Yield.

Рисунок 27. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg.

Рисунок 28. Кредитный спред корпоративных облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg.

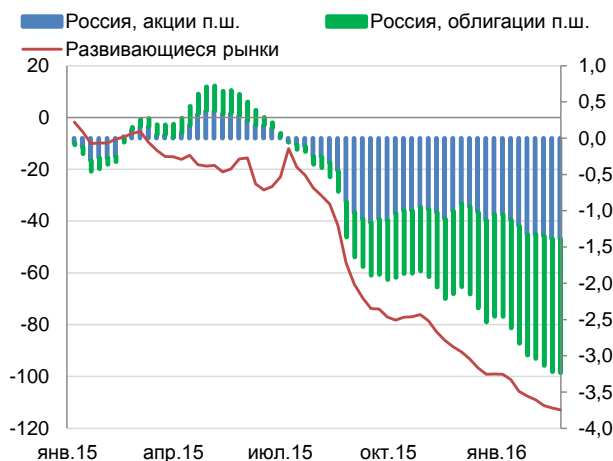
Отток средств из российских фондов продолжается, повторяя общую для развивающихся стран тенденцию. Портфельные потоки в целом отражают единую динамику потоков капитала и негативный настрой участников рынка относительно перспектив развивающихся стран (Рисунок 30).

Рисунок 29. Динамика CDS спредов финансовых компаний Европы, б.п.



Источник: Bloomberg.

Рисунок 30. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран с развивающимися рынками (накопленным итогом, "+" означает приток)



Источники: EPFR Global, Bloomberg.

Российские рынки

Февральская стабилизация на нефтяном рынке и, как следствие, на российском валютном рынке привела к росту спроса на российские активы. Минфин смог полностью разместить заявленный объем ОФЗ. Объем спроса на длинные 15-летние бумаги составил 65,3 млрд руб. при объеме размещения 20 млрд руб. Кри-

вая доходности ОФЗ за прошедшую неделю снизилась на 25–35 б.п. на длинном конце и немного повысилась на коротком (Рисунок 32).

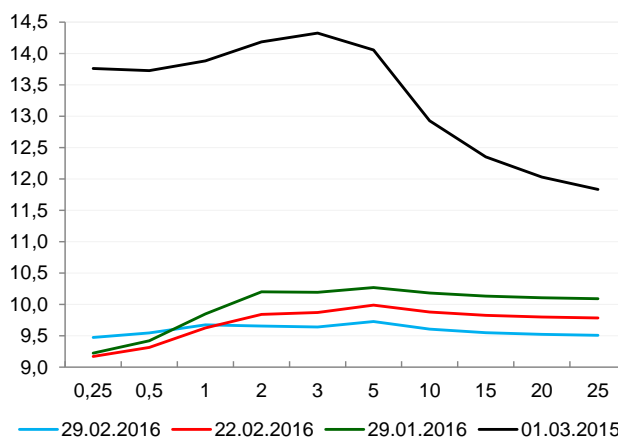
Снижение доходности длинных облигаций при росте доходности коротких может указывать на растущие ожидания устойчивого замедления инфляции в среднесрочной перспективе в результате реализации более осторожной денежно-кредитной политики Банком России. Динамика ОФЗ может говорить также о достаточно сильной сегментированности рынка. Ожидания замедления инфляции вызывают рост спроса на ОФЗ со стороны иностранных инвесторов, причем они предпочитают приобретать в таких случаях длинные бумаги, что приводит к инверсии кривой доходности. Одновременно с этим растут риски повышения волатильности, так как в случае неблагоприятного развития ситуации данные позиции могут закрываться достаточно быстро.

Рисунок 31. Вмененная и историческая волатильность рубля, цен на нефть



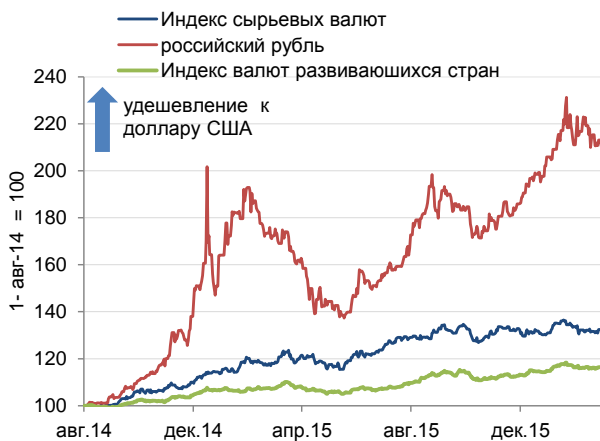
Источник: Bloomberg.

Рисунок 32. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 33. Валютные курсы развивающихся стран, сырьевых валют (01.08.2014 = 100)



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

Рисунок 34. Валютные курсы стран БРИКС (01.08.2014 = 100)



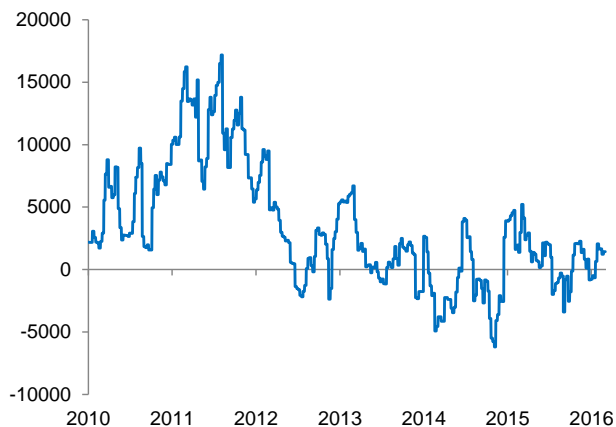
Источник: Bloomberg.

Рисунок 35. 12-месячная корреляция рубля с валютами развивающихся стран и нефтью



Источник: Bloomberg.

Рисунок 36. Чистая позиция по фьючерсам на рубль, кол-во контрактов

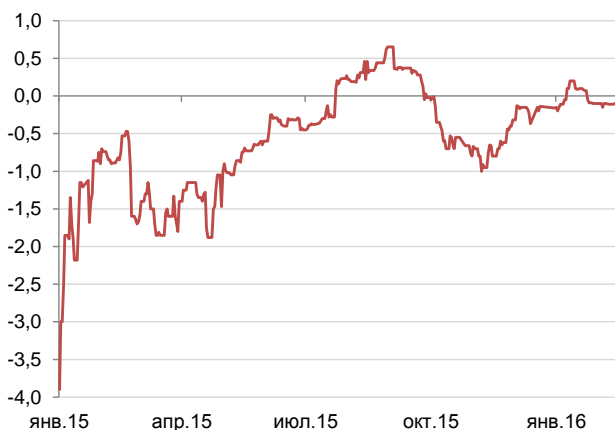


Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

Краткосрочные ставки на межбанковском рынке по-прежнему находятся в середине процентного коридора (Рисунок 38). Начало периода налоговых выплат пока не привело к повышению ставок. Это может говорить о достаточном уровне ликвидности в банковской системе из-за происходящего перехода от структурного дефицита к структурному профициту ликвидности и может привести к движению ставок в нижнюю часть процентного коридора после завершения налогового периода.

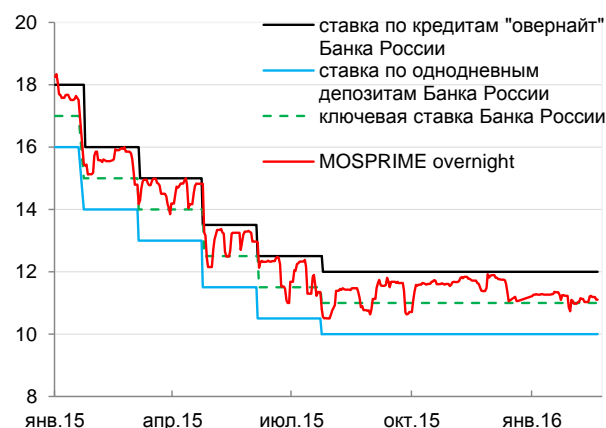
Если это произойдет, то это может означать смягчение денежно-кредитных условий в экономике независимо от изменения ключевой ставки Банка России.

Рисунок 37. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК



Источники: Банк России, Bloomberg.

1.3.3. Товарные рынки: снижение цен на фоне роста волатильности

- В феврале цены на основные товары и металлы преимущественно снизились при одновременном росте волатильности.
- Регулирование цен на бензин в Китае ограничивает возможности роста спроса, демонстрирующего ослабление в последние месяцы.
- Добыча нефти и жидкого топлива за январь в мире выросла еще на 0,4%, фактически целиком за счет стран ОПЕК.
- Добыча нефти в России сохранила позитивную динамику в начале года и мы ожидаем поддержания тенденции на большей части года.
- В США ускорилось снижение добычи нефти, однако запасы продолжают расти, и повышаются риски переполнения хранилищ в Кушинге.
- Крупнейшие нефтегазовые компании снижают капитальные расходы, но на объеме добычи это отразится только в 2017 году.
- Профильные международные организации ухудшили прогноз по рынку нефти и перспективе восстановления цен.

В феврале ввиду сохранения превышения предложения над спросом цены на основные товары и металлы преимущественно снизились, а ослабление доллара удержало их от более сильной коррекции. Рост цен на золото как защитный актив продолжился. Индекс сырьевых товаров Bloomberg снизился на 1,5%, Baltic Dry Index, показывающий спрос на крупнотоннажные морские перевозки грузов, достиг дна 10 февраля, после чего возобновил рост, прибавив за февраль 2,5%.

Понижительная динамика цен сопровождалась ростом их волатильности. В частности, волатильность 30-дневной цены нефти WTI превысила 85%, что за последнее десятилетие уступает только периоду конца 2008 – начала 2009 годов. Последнее объясняется реакцией участников рынка на поступающую информацию о возможных скоординированных действиях экспортеров по ограничению предложения нефти на рынке. По нашему мнению, договоренность в текущем виде о заморозке добычи на январском уровне, будет иметь минимальное влияние на ограничение предложения нефти на рынке в силу того, что добыча в настоящее время находится на максимуме; Иран, имеющий основной потенциал роста добычи, к соглашению присоединяться не собирается, а опыт ОПЕК показывает, что договоренности часто нарушаются, при том что сейчас многие страны и компании находятся не в лучших условиях и предельно заинтересованы в отклонении от лимитов.

**Рисунок 39. Динамика цен на товары
(01.2014 = 100)**



Источник: Bloomberg.

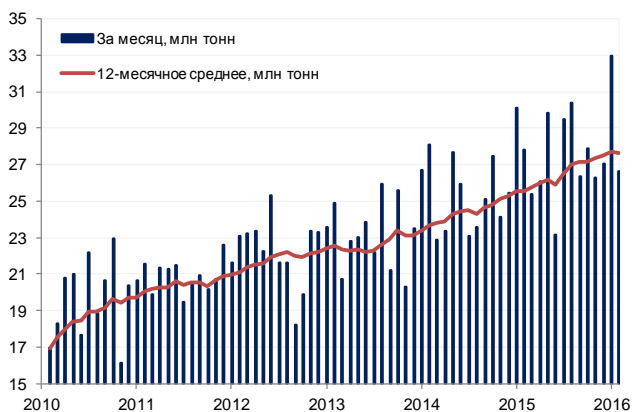
**Рисунок 40. Динамика цен на металлы
(01.2014 = 100)**



Источник: Bloomberg.

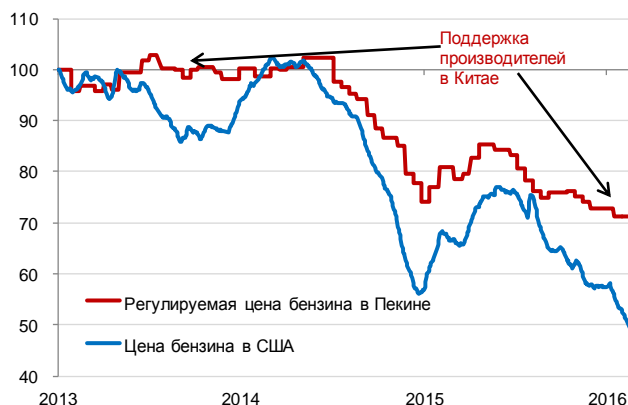
Данные по чистому импорту нефти Китаем в январе достаточно слабые, в частности произошло снижение 12-месячного среднего значения показателя, что, однако, не противоречит сезонной динамике (Рисунок 41). При этом регулирование цен на бензин в Китае, в соответствии с которым нижний уровень цен зафиксирован исходя из цены нефти на уровне 40 долл. США/баррель ограничивает дополнительный спрос, обусловленный снижением нефтяных цен (Рисунок 42).

Рисунок 41. Чистый импорт нефти Китаем



Источники: Customs General Administration, Bloomberg.

**Рисунок 42. Цены на бензин в Китае и США,
юани (01.2013 = 100)**

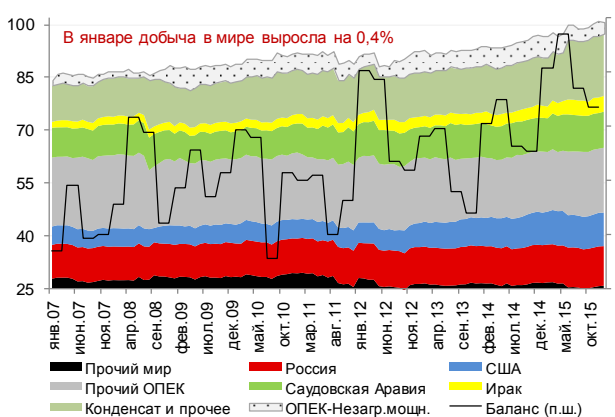


Источник: Bloomberg.

По данным Energy Intelligence Group, добыча нефти и жидкого топлива в мире за январь выросла еще на 0,4% (Рисунок 43). Рост практически целиком пришелся на страны ОПЕК. В остальных странах в целом добыча выросла незначительно за счет Америки (вне США). В феврале добыча в ОПЕК вернулась к уровню декабря 2015 года, что может быть объяснено техническими факторами в Ираке и Нигерии. Иран за январь-февраль нарастил добычу на 7,1%.

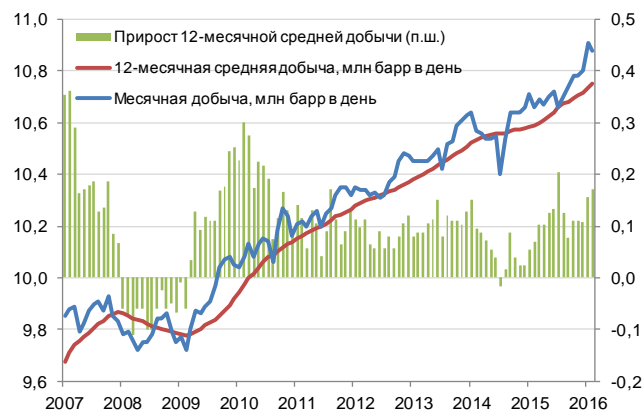
Добыча нефти в России продолжает расти: в январе-феврале, по данным ЦДУ ТЭК, рост составил порядка 2,0% г/г. Относительные показатели также демонстрируют позитивную динамику (Рисунок 44). Исходя из нашей корректировки официального прогноза Минэнерго России на систематическое занижение добычи нефти, мы ожидаем сохранения позитивной динамики на протяжении большей части года, а также роста добычи нефти в целом за год.

Рисунок 43. Динамика добычи и баланса на нефтяном рынке (млн барр. в день)



Источники: Bloomberg, Energy Intelligence Group, OPEC.

Рисунок 44. Добычи нефти в России



Источник: Центральное диспетчерское управление Топливо-энергетического комплекса.

В феврале в США ускорилось сокращение числа действующих нефтяных буровых установок (-20% за 4 недели), а темпы сокращения лишь немногим уступают рекордным показателям начала прошлого года. Началось также снижение добычи нефти, причем последние четыре недели темп превышает расчетный, соответствующий равномерному схождению к прогнозу EIA на 2016 год – на 8,7 млн. баррелей в день (Рисунок 45). Это связано с истощением старых месторождений на фоне замедления ввода новых, в том числе из-за того, что компании сознательно сдерживают темпы ввода скважин в ожидании возобновления роста цен¹². Кроме того, возможно, начинает сказываться эффект от завершения первой волны хеджирования: по оценкам Morgan Stanley, американские компании активно хеджировались в мае–июне и сентябре–октябре 2015 года на срок в среднем около девяти месяцев.

На фоне высокой относительно сезонности степени загрузки нефтеперерабатывающих мощностей коммерческие запасы нефти продолжают активный рост, который в соответствии с сезонностью продлится до конца апреля. Причем повышаются риски переполнения хранилищ в Кушинге, основном перевалочном пункте нефти WTI (Рисунок 46)¹³.

¹² По оценкам Роснефти, ввод в действие пробуренных, но не законченных гидроразрывом скважин даст к добыче дополнительно 0,5 млн. баррелей в день.

¹³ Степень заполнения мощностей для хранения в действительности выше расчетных уровней ввиду ограничений на смешивание нефти с различными техническими характеристиками.

Рисунок 45. Добыча нефти в США, млн. барр./д.



Источник: U.S. Energy Information Administration.

Рисунок 46. Запасы нефти в Кушинге (США)



Источник: U.S. Energy Information Administration.

По итогам 2015 года прибыль крупнейших нефтегазовых компаний¹⁴ значительно снизилась, а у Statoil и BP¹⁵ зафиксированы убытки. В структуре прибыли произошли существенные изменения в пользу нефтепереработки. Большинство компаний сохраняют заявленный объем дивидендных выплат, несмотря на падение прибыли и денежного потока, компенсируя это сокращением средств на депозитах. В 2015 году добыча крупнейших нефтегазовых компаний за исключением Shell продолжала расти. В соответствии с консенсус-прогнозом Bloomberg, по основным нефтегазовым компаниям, после незначительного роста капитальных расходов (CAPEX) в 2014 году по итогам 2015 года показатель снизился на 28% и ожидается его дальнейшее сокращение на 17% в 2016 году. Однако реальный эффект на добычу будет менее значительным и отложенным во времени, поскольку это сопровождается оптимизацией и ростом эффективности расходов.

Вместе с тем, компании часто продолжают добычу на убыточных месторождениях, чтобы не показывать в отчетности снижение добычи, что негативно воспринимается инвесторами. Консенсус-прогноз Bloomberg по тем же компаниям показывает ожидания незначительного роста добычи в 2016 году, прежде чем произойдет ее существенное сокращение на 8% в 2017 году. Прогнозы предполагают значительно бóльшую устойчивость к негативным тенденциям на нефтяных рынках более крупных компаний, в том числе за счет лучшей диверсификации деятельности и лучшего доступа к заемному капиталу (Рисунок 47).

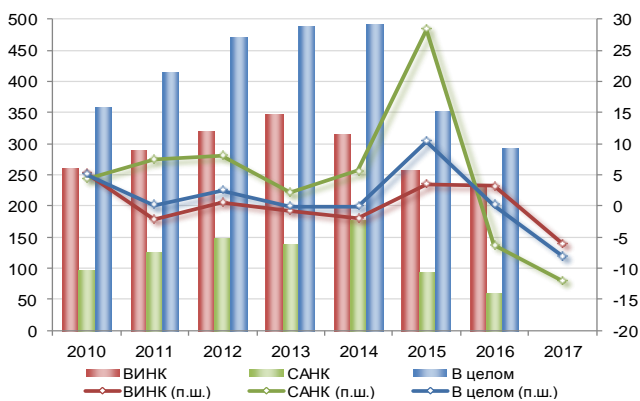
[EIA](#) и [ОПЕК](#) в февральских отчетах ухудшили прогноз перспективы нефтяного рынка. По оценкам EIA, более низкий спрос и более высокое предложение сохраняют существенный избыток нефти на рынке до середины 2017 года (Рисунок 48). [МЭА](#) в своем отчете указывает, что высокие запасы будут препятствовать быстрому восстановлению цен. [BP](#) в долгосрочном прогнозе отметила, что в перспективе ситуа-

¹⁴ Petro China, Exxon, BP, Shell, Chevron, Statoil.

¹⁵ BP получила убыток из-за резерва под штрафы за разлив нефти в Мексиканском заливе. Без учета этого прибыль компании снизилась примерно вдвое.

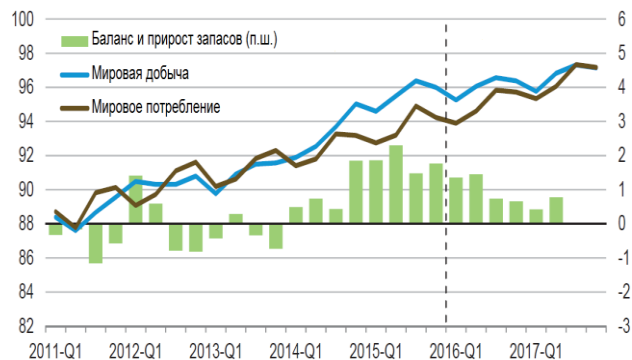
ция на рынках энергоресурсов будет определяться состоянием азиатских экономик, прежде всего китайской, в то время как потребление в странах ОЭСР практически не увеличится.

Рисунок 47. CAPEX (столбцы, млрд долл.) и рост добычи к предыдущему году (линии, %) вертикально интегрированных (ВИНК) и североамериканских (САНК) нефтегазовых компаний



Источник: Bloomberg.

Рисунок 48. Прогноз соотношения производства и потребления жидкого топлива в мире



Источник: U.S. Energy Information Administration.

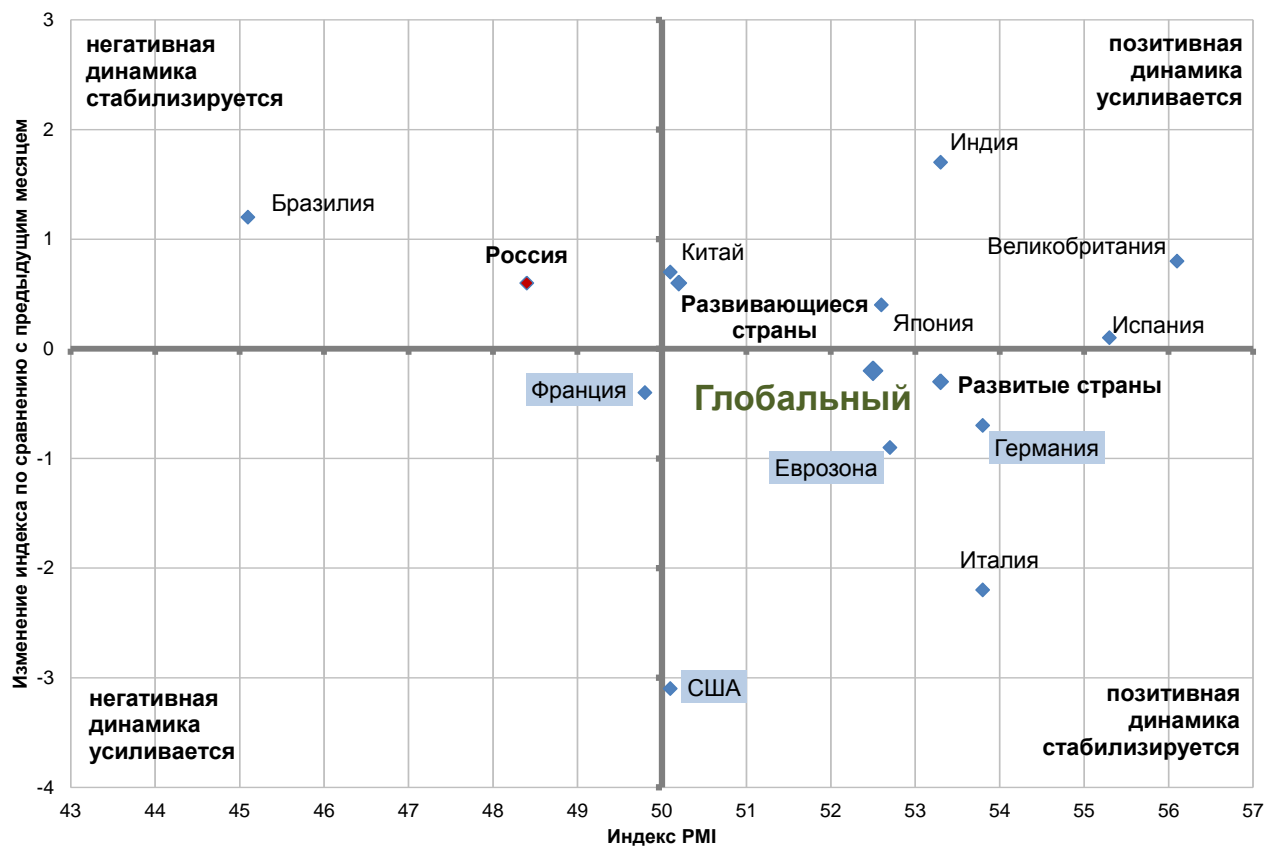
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Данные опережающих индикаторов: уверенность потребителей пошатнулась

Падение финансовых рынков в начале 2016 года начинает сказываться на настроениях потребителей в развитых странах. Рост потребления был основным драйвером ВВП в США и еврозоне в 2015 году. Ухудшение настроений потребителей может вылиться в замедление роста потребительского спроса в ближайшие месяцы. Ситуация в промышленности также выглядит достаточно сложной, особенно в еврозоне. Снижение экономической активности в Германии и других европейских странах указывает на слабость внешнего спроса, которая вызвана прежде всего замедлением развивающихся стран.

Рисунок 49. Сводный индекс PMI в январе 2016 года и его прирост к декабрю 2015 года, пункты

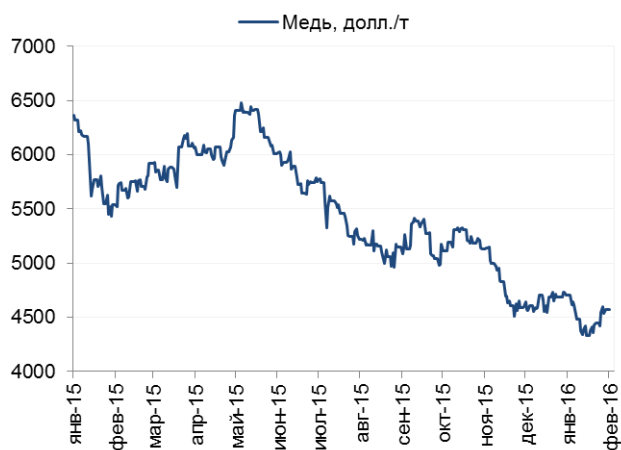


Голубым отмечены предварительные оценки за февраль и прирост к январю. Источники: Markit Economics, Bloomberg.

Цены на медь как индикатор состояния глобальной промышленности восстановились до уровня конца января после провала, вызванного общим ухудшением ситуации на финансовых рынках (Рисунок 50). Цена меди остается низкой, отражая общее негативное настроение рынков относительно перспектив роста развивающихся стран во главе с Китаем.

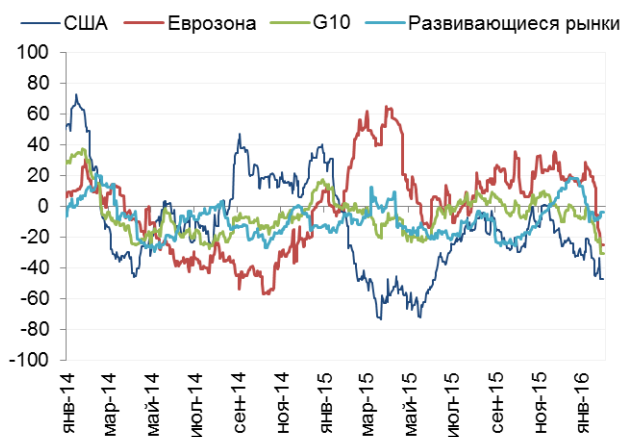
Сводные индикаторы сюрпризов макроданных, по версии Citi, снизились в еврозоне и выросли в США (Рисунок 51). Индекс еврозоны приблизился к минимальным с конца 2014 года уровням, что еще раз подтверждает вероятность объявления масштабного расширения текущей программы выкупа активов и снижения ставок со стороны ЕЦБ.

Рисунок 50. Цена меди, долл. США/т.



Источники: Bloomberg.

Рисунок 51. Индексы сюрпризов в релизах макроданных по США, еврозоне, странам с развитыми и развивающимися рынками



Источники: Citi, Bloomberg.

2.2. Что говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Краткосрочная индексная оценка ВВП: шансы на возобновление роста в ближайшее время все еще малы на фоне слабых опросных показателей

- Январская статистика по основным краткосрочным экономическим и финансовым показателям в целом способствовала незначительному улучшению наших оценок динамики ВВП в первом полугодии 2016 года. Тем не менее, модельные оценки ДИП продолжают указывать на вероятное продолжение стагнации до середины года. Слабая динамика некоторых опережающих показателей указывает на то, что полноценное восстановление экономики окажется затяжным, учитывая происходящие структурные изменения.

Индексная оценка ВВП¹⁶ для I квартала 2016 года в феврале была пересмотрена вверх до -0,3% к/к по сравнению с -0,7% к/к в январе (с поправкой на сезонность). Однако наша модельная оценка показывает, что вероятность продолжения спада в начале года все еще велика (Рисунок 52).

Январские опросные показатели, включающие, прежде всего, статистику PMI по России, дают гораздо более пессимистичную оценку роста ВВП в текущем квартале по сравнению с показателями реального сектора, а также финансовыми показателями и показателями внешнего сектора. Опросные показатели PMI в сфере услуг оказывают наиболее негативное влияние на индексную оценку (Рисунок 53). Данные результаты подтверждают сделанное нами в предыдущем выпуске бюллетеня предположение о затягивании спада в неторгуемых секторах в связи со структурными изменениями в экономике (подробнее [см. «О чем говорят тренды», №3, январь 2016](#), Раздел 1.2.2. «Тренд к убыванию выпуска в торгуемом и неторгуемом секторах экономики сохранился»).

В части показателей реального сектора наибольший положительный вклад в индексную оценку вносит производство и распределение электроэнергии, газа и воды. Как отмечалось нами ранее, январская позитивная динамика данной компоненты промышленного производства была гораздо более выражена по сравнению с другими составляющими. Это произошло, в том числе, из-за благоприятного действия погодного фактора, полноценный учет которого в рамках сезонного сглаживания затруднен. Последующее добавление в нашу модель других показателей реального сектора ухудшило оценку по квартальному приросту ВВП на 0,1-0,2 процентного пункта (Рисунок 53).

Динамика финансовых показателей и показателей внешнего сектора внесла незначительный вклад в изменение квартальной оценки ВВП дополнительно к опросным показателям и показателям реального сектора. С учетом стабилизации внешних условий за последний месяц, показатель цен на нефть скорее всего сыграл не столь значимую роль на текущей итерации краткосрочной оценки ВВП, как месяцем ранее.

Дополнительным сдерживающим фактором для роста ВВП в I квартале, который в явном виде не учитывается в нашей краткосрочной индексной оценке ВВП, являются бюджетные расходы и, в частности, ухудшение календарного исполнения

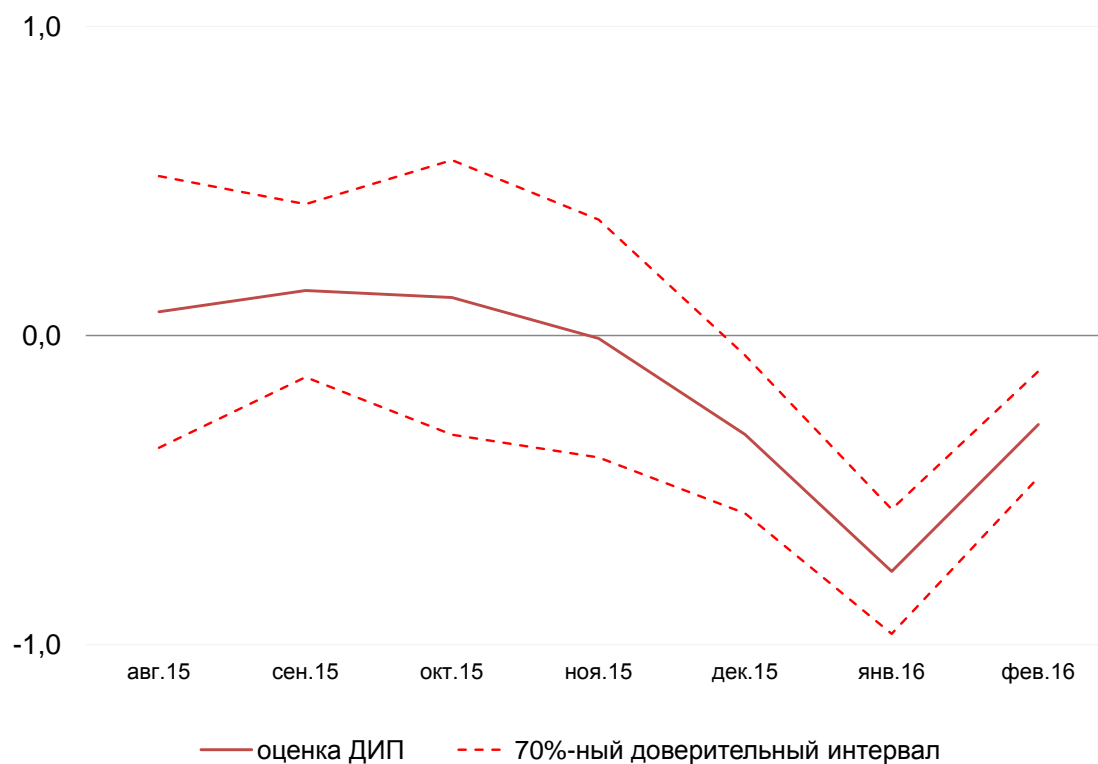
¹⁶ Индексная оценка ВВП основана на информации Росстата о социально-экономическом положении России за соответствующий месяц и других статистических, опережающих и финансовых данных на дату расчета и формируется по результатам симуляций динамической факторной модели. Источником указанных оценок ДИП являются 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).

бюджета в 2016 году по сравнению с прошлым годом (см. раздел 1.2.5 «Вынужденное сокращение бюджетных расходов и изменение их сезонности негативно повлияет на ВВП в I квартале 2016 года»).

Наша оценка ВВП на II квартал 2016 года была также незначительно улучшена по сравнению с январем. Теперь она предполагает околонулевую динамику. Первая оценка III квартала 2016 года с учетом доступной на данный момент статистики указывает на возобновление слабого роста в размере 0,2-0,3% за квартал. При сохранении такой же позитивной динамики до конца года снижение ВВП по итогам 2016 года, скорее всего, незначительно превысит 1,0%. Однако слабые январские данные опережающих индикаторов заставляют пока сдержанно относиться к указанным результатам. Наши модельные оценки впоследствии могут существенным образом измениться по мере поступления новой краткосрочной статистической информации.

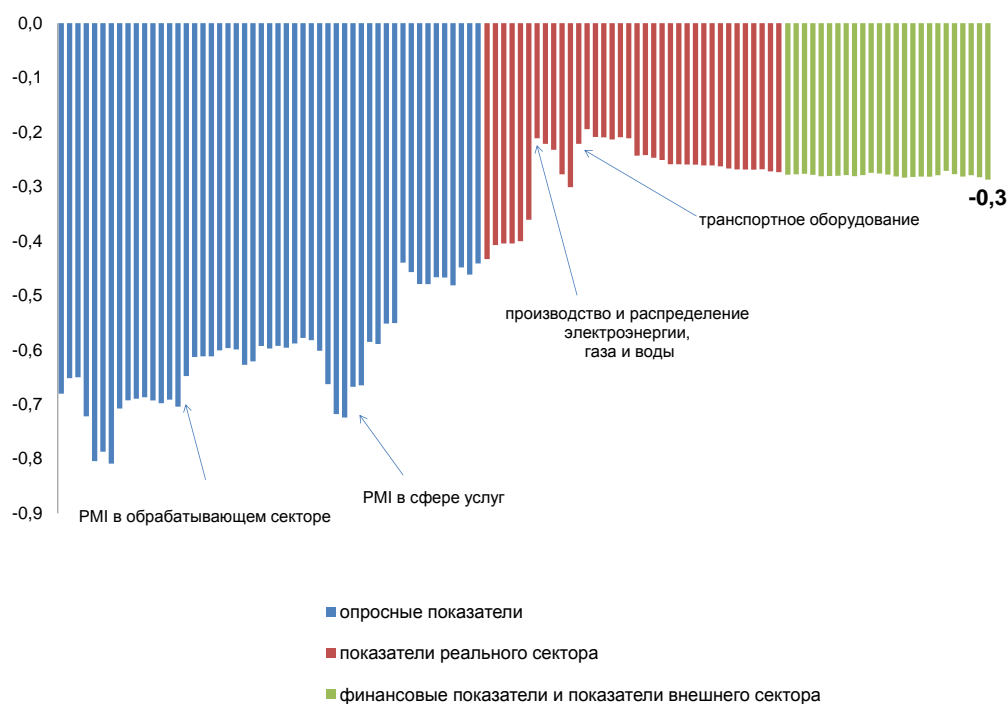
	Февраль 2016 года	Январь 2016 года
	В % к предыдущему кварталу	В % к предыдущему кварталу
I квартал 2016	-0,3	-0,7
II квартал 2016	0,0	-0,3
III квартал 2016	0,2-0,3	-

Рисунок 52. Оценка темпа прироста ВВП в I квартале 2016 года, в % к предыдущему кварталу



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 53. Изменение январской оценки прироста ВВП в I квартале 2016 года по мере включения в модель новых показателей, п.п.



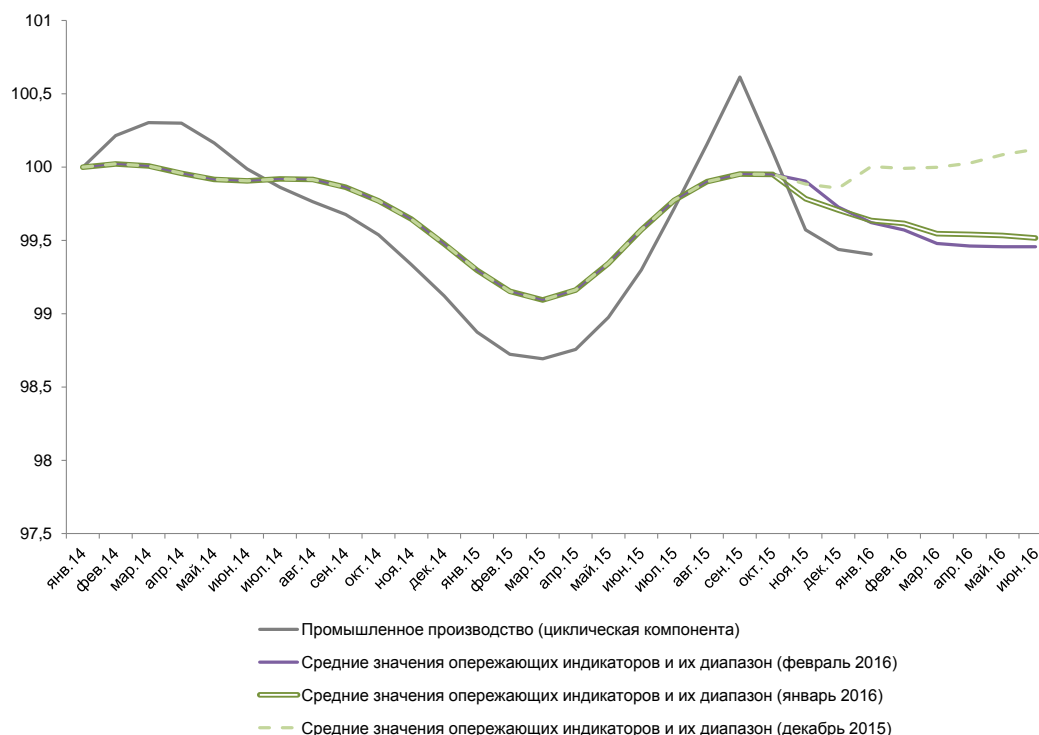
Источник: расчеты ДИП.

2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности: стабилизация в ожидании новых данных по опросным показателям

Сводный опережающий индикатор деловой активности¹⁷ не претерпел значительных изменений по сравнению с предыдущей оценкой месячной давности (Рисунок 54). Это связано с тем, что в соответствии с методом «поворотных точек», применяемым нами для идентификации показателей-наилучших предикторов циклической компоненты промышленного производства, динамика индикатора более чем на 70% определяется индексами PMI по России.

Таким образом, опубликованная январская макростатистика оказалась более благоприятной по сравнению с опросными показателями. Однако это не способствовало значимому улучшению оценок циклической компоненты промышленного производства на ближайшие два квартала. Принимая во внимание снижение индекса PMI в обрабатывающих отраслях в феврале, пока не учтенное в наших расчетах, мы предполагаем, что сводный опережающий индикатор вряд ли улучшится в марте.

Рисунок 54. Циклическая компонента промышленного производства (январь 2014 = 100, сезонность устранена) и опережающий индекс деловой активности: метод «поворотных точек»



Источники: Росстат, HSBC, РЭБ, расчеты ДИП.

¹⁷ Рассчитывается ДИП на базе методологии HSBC по широкому спектру краткосрочных экономических показателей (более 100 переменных) посредством «метода поворотных точек». Подробнее см.: Fenn D., Nerbrand F., Kasem S., Selvakumar Y. (2015) "HSBC Leading Indicators". HSBC Global Research.

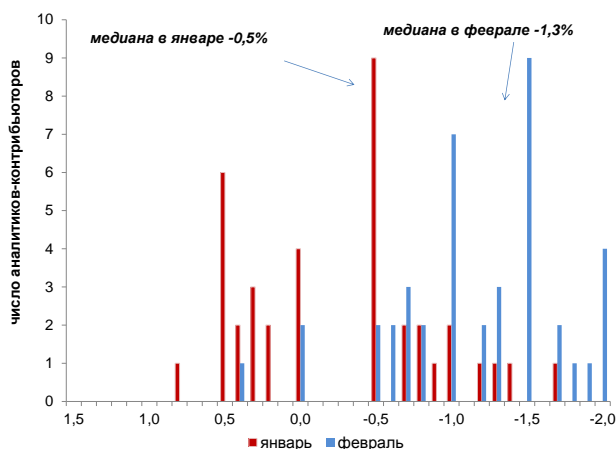
2.2.3. Прогнозы финансовых аналитиков: ухудшение ожиданий в отношении динамики ВВП и инфляции

1) ВВП

Данные консенсус-прогнозов Bloomberg по состоянию на 26 февраля показывают, что медианная оценка финансовых аналитиков по приросту ВВП в 2016 году заметно ухудшилась – до -1,3% по сравнению с -0,5% в конце января (Рисунок 55). Столь негативный пересмотр оценок, по нашему мнению, может объясняться разными причинами. *Во-первых*, цены на нефть, несмотря на прекращение их падения в феврале, стабилизировались на низких уровнях. Снижение цен на нефть зимой, таким образом, носит продолжительный характер, что должно было разубедить многих экспертов в возможности их скорого и сильного корректирующего роста. *Во-вторых*, негативный пересмотр медианной оценки мог произойти по результатам опубликованной Росстатом оценки прироста ВВП в 2015 году (-3,7%), которая оказалась несколько лучше ожиданий рынка. В результате оценка прироста ВВП в 2016 году может быть пересмотрена в сторону снижения за счет эффекта «высокой базы».

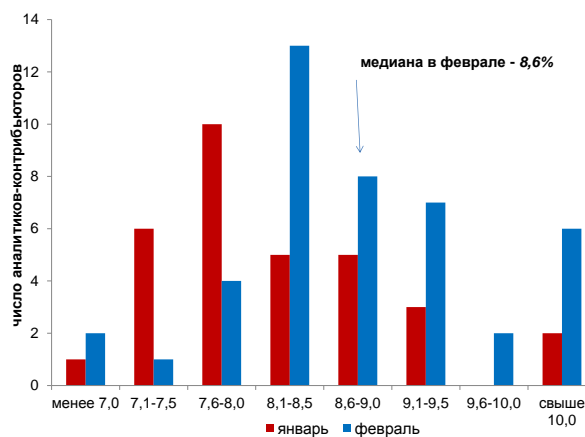
Оценки ДИП показывают, что при выходе российской экономики на положительные квартальные темпы роста в III квартале снижение ВВП по итогам 2016 года составит немногим более 1,0%, что в целом соответствует пересмотренным в сторону ухудшения ожиданиям финансовых аналитиков (см. раздел 2.2.1 «Краткосрочная индексная оценка ВВП: шансы на возобновление роста в ближайшее время все еще малы на фоне слабых опросных показателей»).

Рисунок 55. Распределение прогнозов внешних аналитиков по приросту ВВП в 2016 году (%)



Источники: Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 56. Распределение прогнозов внешних аналитиков по потребительской инфляции в 2016 году (% г/г на конец года)



Источники: Bloomberg, расчеты ДИП.

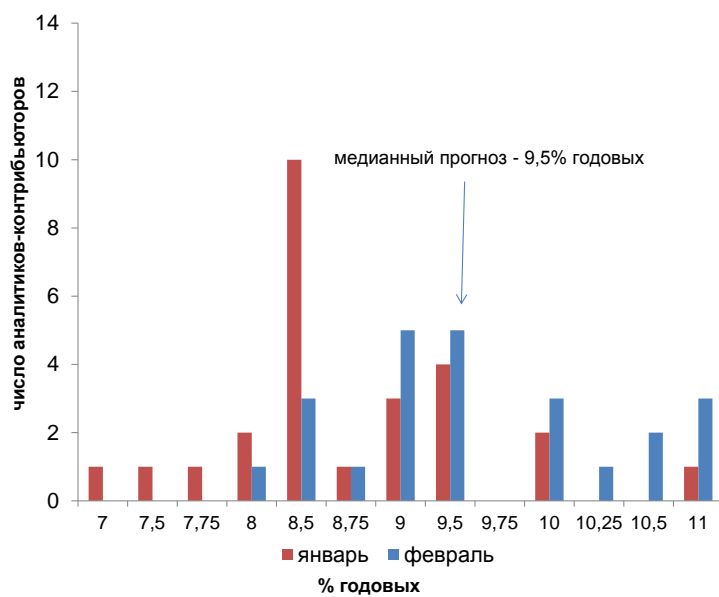
2) Инфляция

Актуальный медианный прогноз потребительской инфляции в среднем за 2016 год по итогам февраля достиг отметки 8,6%, повысившись на 500 б.п. по сравнению с соответствующим январским прогнозом (Рисунок 56). Согласно оценкам ДИП, указанный медианный прогноз предполагает годовую инфляцию на уровне около 8,0% на конец 2016 года, что примерно соответствует оценкам ДИП, основанным на экстраполяции текущей динамики недельной и среднесуточной инфляции с начала года. Тем не менее значительный пересмотр прогнозов по инфляции в сторону повышения выглядит несколько неожиданным, учитывая стабилизацию недельных темпов инфляции в феврале и ограниченность по времени и силе действия эффекта переноса на потребительские цены со стороны динамики валютного курса. По нашему мнению, это может быть связано с ухудшением ожиданий по уровню и динамике нефтяных цен в этом году, а также с высокой волатильностью валютного курса, поддерживающей повышенный общий уровень неопределенности.

3) Денежно-кредитная политика Банка России

Ожидания аналитиков Bloomberg по ключевой ставке Банка России на конец 2016 года не изменились по сравнению с концом января и составили 9,5% (Рисунок 57). Однако более детальный анализ прогнозов респондентов показывает, что баланс оценок ключевой процентной ставки Банка России за прошедший месяц все же претерпел некоторые изменения в сторону более жестких денежно-кредитных условий. Последнее может объясняться ставшими неожиданными для некоторых экспертов «ястребиными» нотками в пресс-релизе, опубликованном по итогам январского заседания Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики. Вместе с тем мы полагаем, что произошедший в течение прошлого месяца пересмотр рядом аналитиков прогноза по ключевой ставке на конец 2016 года в сторону повышения пока не носит настолько ярко выраженного и устойчивого характера, чтобы делать однозначный вывод о влиянии риторики Банка России на ожидания аналитиков.

Рисунок 57. Распределение прогнозов внешних аналитиков по ключевой процентной ставке Банка России на конец 2016 года



Источники: Bloomberg, расчеты ДИП.

3. В фокусе

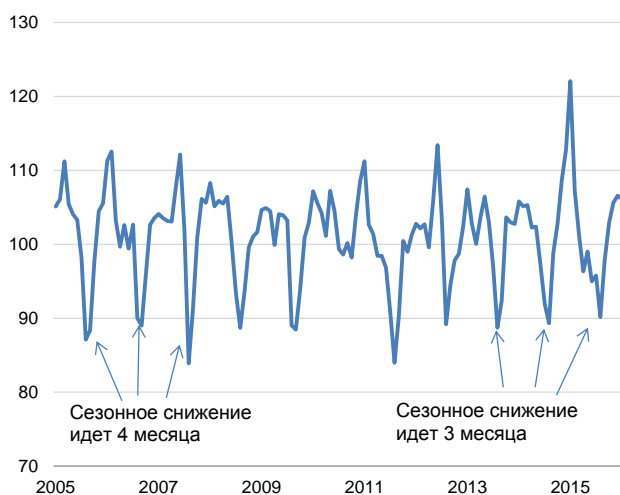
Проблема сезонной корректировки потребительской инфляции

Точность сезонной корректировки индекса потребительских цен увеличивается, если выделять сезонную компоненту в отдельных категориях товаров и услуг, входящих в его расчет. Происходит это вследствие того, что сезонность некоторых компонент ИПЦ меняется со временем. Мы обнаружили и выделили два общих случая изменения сезонности:

- Сезонные колебания имеют разную амплитуду и длительность в разные периоды.
- Сезонные колебания «переключаются» на другой период в рамках года.

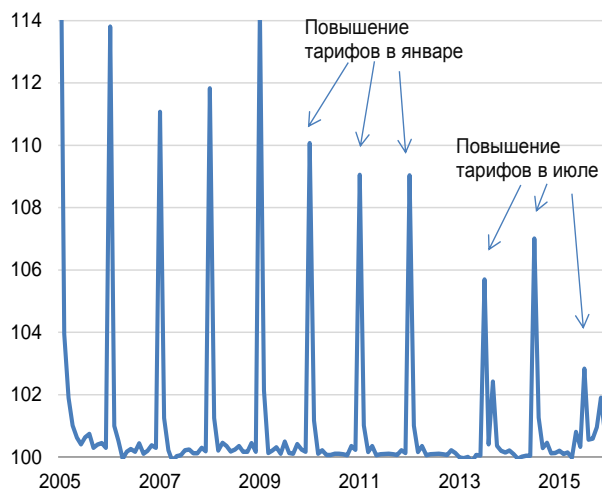
Первый случай характерен для динамики цен на плодоовощную продукцию. На протяжении всего периода сильное снижение цен приходится на август и сентябрь, однако до 2011 года влияние сезонности также проявляется в октябре, после 2011 года в октябре сезонность не проявляется (Рисунок 58).

Рисунок 58. Динамика цен на плодоовощную продукцию, индекс м/м



Источник: Росстат.

Рисунок 59. Динамика цен на услуги ЖКХ, индекс м/м



Источник: Росстат.

Второй случай наиболее ярко выражен в ценовой динамике услуг жилищно-коммунальных хозяйств и других компонент, где высока доля регулируемых цен и тарифов. Тот факт, что до 2012 года тарифы пересматривались в январе, а после 2012 года - в июле, вызвал перенос сезонных колебаний с января на июль (Рисунок 59).

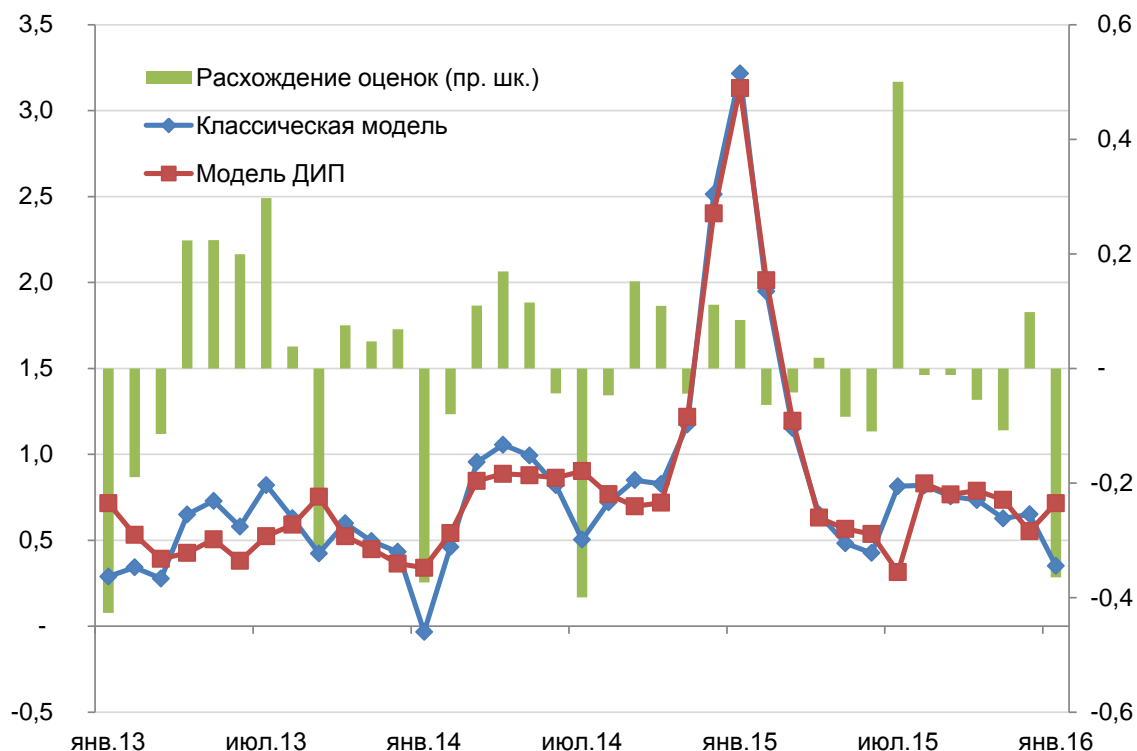
Для анализа были использованы данные за период с января 2006 года по январь 2016 года. Сначала все компоненты на всех уровнях агрегации очищались с помощью метода TRAMO/SEATS. Далее проводился анализ динамики сезонно

очищенных рядов, и выявлялись те компоненты, где даже после очистки наблюдались нехарактерные «выбросы». Сезонная очистка таких компонент проводилась заново методом фиктивных переменных. Суть метода проста: каждому месяцу соответствует фиктивная переменная, принимающая значение «1» в период, соответствующий ей, и «0» во все остальные периоды. Количество фиктивных переменных на единицу меньше количества периодов. По результатам построения и анализа регрессионной модели можно сделать вывод о том, на какие месяцы приходится сезонные колебания, как они проявляются и какие значения принимают. Для компонент, где непостоянная сезонность выявлена не была, мы оставляли результаты сглаживания методом TRAMO/SEATS.

Анализ был проведен для семи уровней агрегации, которые выделяет Росстат: от общего индекса потребительских цен до разбивки по 64 компонентам. Далее встает вопрос о том, какой уровень агрегации необходимо брать для финального расчета сезонно сглаженной инфляции. Мы остановились на самом подробном уровне агрегации, так как внутри некоторых компонент при более крупной агрегации могут объединяться компоненты как с «нормальной» сезонностью, так и непостоянной (например, *Услуги > Жилищно-коммунальные услуги > Жилищные услуги*, где есть как регулируемые компоненты, так и нерегулируемые).

Расчет сезонно сглаженных значений месячной инфляции далее производился посредством простого умножения месячного сезонно сглаженного роста каждой компоненты на ее вес в индексе цен.

Рисунок 60. Динамика сезонно очищенной инфляции, %/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Наш итоговый результат подтвердил ожидания относительно более корректных результатов модели покомпонентного сглаживания по сравнению с классической моделью. Уменьшилась волатильность месячных данных¹⁸, при этом наша модель стала учитывать сместившуюся с января на июль сезонность пересмотра тарифов и регулируемых цен, что позволило избавиться от недооценки январской инфляции и переоценки июльской (Рисунок 60).

Использование описанной модели позволит более качественно анализировать текущую инфляционную динамику. Прежде всего, она позволяет учитывать изменения в сезонности на уровне отдельных компонент, а также изменение структуры потребительской корзины, используемой для расчета индекса потребительских цен.

¹⁸ Стандартное отклонение месячной сезонно-сглаженной инфляции по данным за 2011-2015 год снизилось до 0,49% с 0,54%. Для справки: стандартное отклонение месячной инфляции без очистки от сезонности составляет 0,65%.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Елена Дерюгина

Арина Зарова

Екатерина Ильичева

Наталия Карлова

Егор Козлитин

Дмитрий Крепцев

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Сергей Селезнев

Андрей Синяков

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева