



**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки  
Ноябрь 2015

**Бюллетень  
Департамент исследований  
и прогнозирования № 2 / Ноябрь 2015**

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

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Итоги месяца</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>4</b>
1.1.1. США ждут «нормализации» ставок в декабре, ЕЦБ готовится к расширению монетарного стимулирования, риски замедления роста экономики Китая остаются	4
1.1.2. Финансовые рынки: умеренно негативная динамика на фоне ослабевающего глобального роста, действий ФРС	11
1.1.3. Товарные рынки: устойчивый тренд на снижение цен	15
<b>1.2. Динамика российской экономики: стабилизация благодаря «торгуемым» секторам</b>	<b>20</b>
1.2.1. Уровень экономической активности стабилизировался в третьем квартале	20
1.2.2. Деловая активность в обрабатывающей промышленности в ноябре: слабоповышательная динамика	22
1.2.3. Промышленное производство в октябре: робкая надежда на восстановление	22
1.2.4. Инвестиционная и потребительская активность продолжает снижение	26
1.2.5. Рынок легковых автомобилей: новое ускоренное падение продаж в октябре	27
1.2.6. Расходы бюджетной системы за три квартала оказали нейтральный эффект на реальный рост ВВП	29
<b>1.3. Инфляция по-прежнему остается на высоком уровне, инфляционные риски увеличились</b>	<b>31</b>
1.3.1. Замедление недельных темпов роста потребительских цен пока недостаточно для выхода на прогнозную траекторию снижения инфляции	31
1.3.2. Ограничительные меры на импорт турецкой плодоовощной продукции повысят инфляционные риски	32
1.3.3. Эффект переноса на цены усилился в 2014–2015 годах	33
1.3.4. Ценовые компоненты PMI в обрабатывающей промышленности: проинфляционный эффект курсовой динамики в третьем квартале, скорее всего, исчерпан	35
1.3.5. Трендовая инфляция пока не показывает признаков замедления	36
1.3.6. Цены производителей возобновили рост	37
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы и прогнозы</b>	<b>40</b>
<b>2.1. Краткосрочная оценка ВВП: глубина спада в 2015 году будет меньше, чем ожидалось ранее</b>	<b>40</b>
<b>2.2. Текущие прогнозы финансовых аналитиков – участников рынка</b>	<b>43</b>
<b>2.3. Сводный опережающий индекс</b>	<b>44</b>
<b>3. В фокусе. Прогноз государственных финансов России: требуется сокращение бюджетных расходов в реальном выражении</b>	<b>46</b>

## Краткое содержание

### 1. Итоги месяца

- **В ноябре** произошло дальнейшее снижение краткосрочных финансовых рисков на фоне увеличения инфляционных рисков и стабилизации уровня экономической активности.
  - **Инфляционное давление сохраняется на высоком уровне, инфляционные риски увеличились.**
  - Спад в **российской экономике** прекратился благодаря «торгуемым» секторам, однако может возобновиться из-за снижения нефтяных цен.
  - **Риски для финансовой стабильности в России в целом снизились**, однако текущие нефтяные цены существенно ниже, чем цены, на которых построен базовый сценарий прогноза Банка России.

### 2. Взгляд в будущее

- Опережающие индикаторы деловой активности говорят о некоторой стабилизации **экономической динамики в мире**, что снижает опасения финансовых рынков относительно последствий повышения ставки ФРС США для мировой экономики.
- Опережающие российские индикаторы деловой активности по-прежнему обещают **возобновление экономического роста не ранее начала 2016 года.**

### 3. В фокусе: прогноз государственных финансов

- В ближайшие годы продолжится снижение бюджетных доходов в процентах к ВВП. При этом расходы должны снижаться опережающими темпами из-за необходимости сокращения дефицита бюджета. Основные бюджетные риски связаны с возможным сохранением цены на нефть на уровне ниже 50 долл/баррель и проблематичностью снижения расходов в требуемых масштабах.

## 1. Итоги месяца

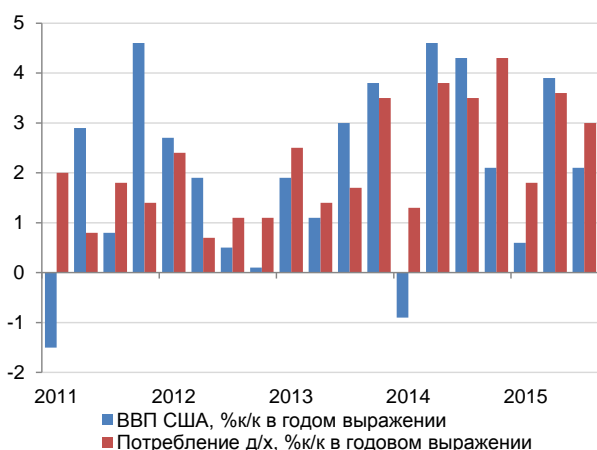
### 1.1. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

**1.1.1. США ждут «нормализации» ставок в декабре, ЕЦБ готовится к расширению монетарного стимулирования, риски замедления роста экономики Китая остаются**

#### США

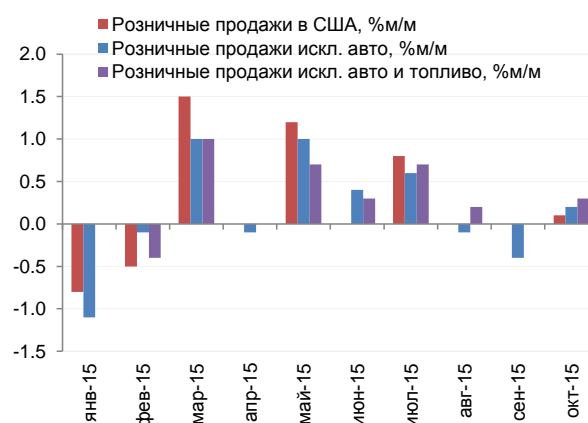
Комитет по открытым рынкам ФРС США решил оставить ставки на прежнем уровне, указав на возможное начало «нормализации» ставок в декабре. В протоколе заседания комитет упомянул о продолжающемся улучшении экономической динамики и росте занятости в экономике. Динамика инфляции, по мнению комитета, соответствует достижению долгосрочного ориентира – 2%. По сравнению с предыдущим протоколом комитет включил фразу о возможности повышения ставки на декабрьском заседании, отмечая, что волатильность на мировых финансовых рынках снизилась по сравнению с июлем–сентябром, когда ФРС США оставила ставки на прежнем уровне. Было отмечено, что темп роста ставок может быть весьма умеренным.

Рисунок 1. Квартальная динамика ВВП США, % к/к в годовом выражении



Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Динамика розничных продаж в США



Источник: Bloomberg

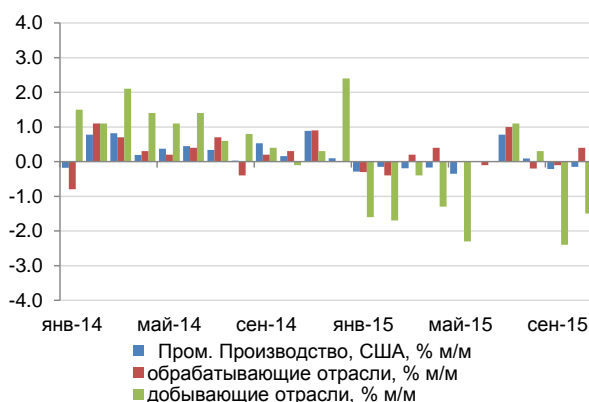
**Рост ВВП США в третьем квартале замедлился до 2,1% к/к после 3,9% к/к в годовом выражении во втором квартале.** Это произошло из-за снижения инвестиций в запасы и ухудшения условий внешней торговли для компаний-экспортеров. В то же время внутреннее потребление, хотя его рост замедлился, остается значимым фактором экономической активности (3,0% к/к в третьем квартале 2015 года против 3,6% к/к во втором квартале 2015 года), что связано с уменьшением безработицы и снижением цен на бензин.

Тем не менее данные опросов указывают на увеличивающееся давление на домохозяйства. В потребительском секторе данные по розничным продажам разочаровали участников рынка. Темп роста розничных продаж составил 0,1% м/м, в то время как рынок ожидал роста на 0,3% м/м. Ноябрьский индекс потребительской уверенности упал до 90,4 – это минимальный уровень с сентября 2014 года. Все больше американцев начинают скептически относиться к перспективам на рынке труда, а также возможностям роста зарплат.

Статистика по рынку труда США за октябрь оказалась очень сильной. Опубликованные данные о приросте числа занятых превзошли ожидания рынка: 271 тыс. человек против 180 тыс. ожидавшихся – максимальный прирост в 2015 году. Уровень безработицы снизился с 5,1 до 5,0%, что близко к оценкам естественного уровня ФРС (4,9%).

Результаты работы промышленности в октябре оказались неоднозначными. Промышленное производство упало на 0,2% м/м (консенсус-прогноз – +0,1% м/м), в то время как обрабатывающие отрасли выросли на 0,4% м/м, превзойдя ожидания в 0,2% г/г. Основными факторами сокращения промышленного производства оказались добывающие отрасли (-1,5% м/м) и производство и распределение газа, воды и электричества (-2,5% м/м). Загрузка производственных мощностей несколько снизилась – с 77,7 до 77,5%.

Рисунок 3. Динамика промышленного производства и его компонентов в США



Источники: Bloomberg

Рисунок 4. Строительство новых домов и разрешения на строительство в США



Источники: Bloomberg

Статистика по жилищному рынку показала замедление роста до 1,06 млн в октябре (после 1,19 млн в сентябре) – это самый низкий уровень с марта. Разрешения на строительство - прокси для будущего ввода новых домов - выросли на 4,1%, до 1,15 млн. Несмотря на снижение темпов ввода домов, данные опросов строителей НАНВ указывают на достаточно оптимистичные ожидания по ситуации в отрасли.

Дефицит внешней торговли США в сентябре уменьшился с 48 до 40,8 млрд долл. Экспорт в сентябре вырос на 3 млрд долл., тогда как импорт сократил-

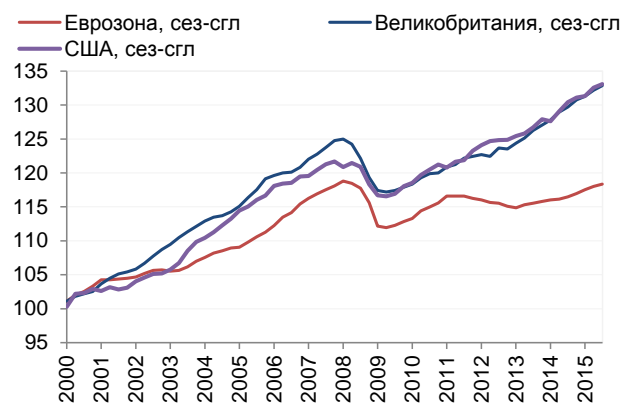
ся на 4,2 млрд долл. за счет продолжающегося уменьшения импорта нефти. Дефицит внешней торговли с Китаем вырос за месяц с 35,6 до 36,3 млрд долл., что связано с укреплением доллара. Это, однако, должно поддержать экономику Китая.

## Еврозона

**Экономический рост еврозоны замедлился до 0,3% к/к в третьем квартале, что хуже ожиданий (0,4% к/к).** Также хуже ожиданий оказалась и годовая динамика: рост ВВП составил 1,6% г/г при ожиданиях в 1,7% г/г. Объем ВВП Германии увеличился на 0,3% после роста на 0,4% во втором квартале, ВВП Италии – на 0,2% после роста на 0,3% в апреле–июне. В то же время экономика Франции ускорила до 0,3%. Исходя из комментариев национальных статистических агентств Германии, Франции и Италии к данным о ВВП внутреннее потребление продолжает вносить основной вклад в рост экономики, в то время как наращивание внешнеэкономических оборотов все еще находится под сомнением.

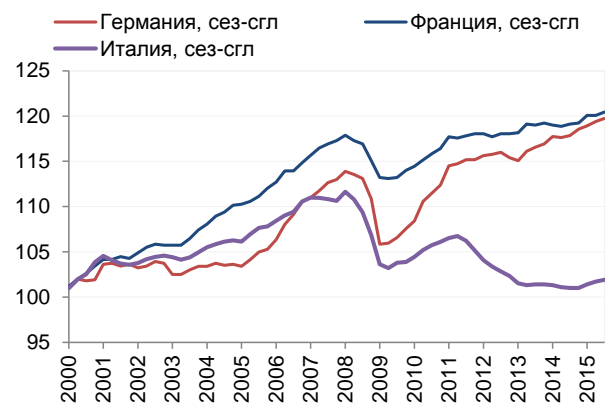
Потребительские цены в странах еврозоны увеличились на 0,1% г/г в октябре, выйдя из отрицательной области, в которую они вошли в сентябре 2015 года. Более того, базовый индекс инфляции (исключающий продовольствие и топливо) вырос до самого высокого уровня с августа 2013 – до 1,1% г/г. Несмотря на улучшающуюся динамику инфляции, глава ЕЦБ Марио Драги заявил о недостаточности применяемых мер монетарной политики для достижения среднесрочных целей.

**Рисунок 5. Динамика ВВП еврозоны, США и Великобритании (4 кв. 1999=100)**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 6. Динамика ВВП еврозоны и крупнейших экономик блока (4 кв. 1999=100)**



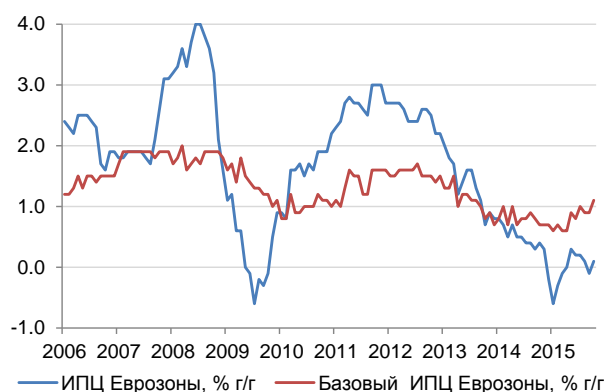
Источник: Bloomberg

Несмотря на то что экономический рост в еврозоне остается на стабильном уровне, экономика все еще ниже предкризисного пика, который был давно уже пройден США и Великобританией. Вышедшие данные по экономическому росту и низкому уровню инфляции указывают на необходимость продолжения монетарного стимулирования экономики со стороны ЕЦБ.

В то же время нужно отметить, что повышения темпов роста денежной массы М3 не произошло, и рост остался на уровне 4,9% г/г (ожидалось 5,0% г/г). Одной из

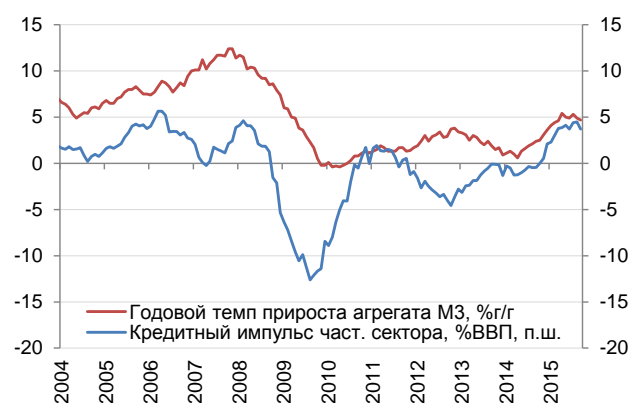
причин стабилизации темпов роста денежной массы стало некоторое снижение кредитного импульса. Прирост кредитования в частном секторе, хоть и упал до 3,7% ВВП в сентябре после 4,5% ВВП в августе, все равно намного превосходит данные трехлетней давности, когда он был ниже -4,5% ВВП (см. Рисунок 8). В свою очередь, на кредитный импульс повлияло снижение кредитования в сентябре до 0,7% г/г после 1% г/г в августе.

**Рисунок 7. Потребительская инфляция в еврозоне**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 8. Темп роста денежной массы и кредитный импульс частного сектора в еврозоне**



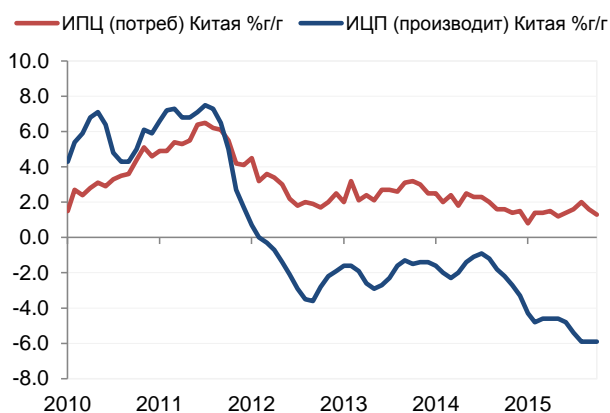
Примечание. Под кредитным импульсом понимается прирост увеличения/снижения кредитования деленный на номинальный ВВП;

Источник: Bloomberg

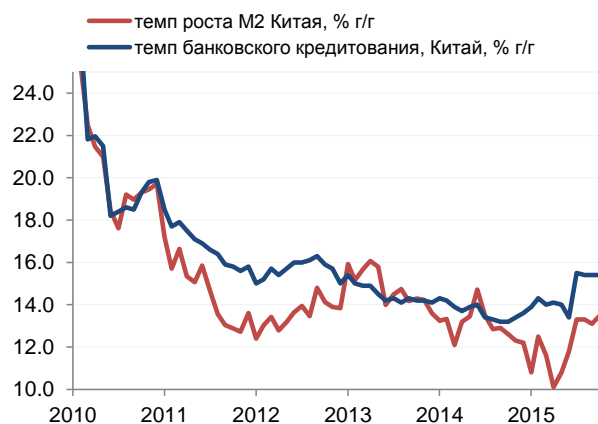
С точки зрения некоторых директоров ЕЦБ, такой динамики все равно недостаточно для достижения прогнозного значения – 1,7% г/г к концу 2017 года и для достижения цели могут быть необходимы дополнительные стимулирующие меры. Данные по безработице тоже оказались лучше, чем ожидалось. Безработица сократилась до 10,8%, в то время как ожидалось ее сохранение на уровне 11%.

## Китай

Экономическая статистика Китая за октябрь не позволяет говорить о развороте понижательных трендов. Темп роста потребительских цен в Китае продолжал снижаться: 1,3% г/г против 1,6% г/г в сентябре. Основным фактором этого стала динамика цен на продовольствие и непродовольственные товары. Более того, в промышленном секторе продолжились дефляционные тренды. ИЦП составил -5,9% г/г, не изменившись с сентября. Дефляция в производственном секторе в годовом выражении во многом была обусловлена падением цен на нефть в четвертом квартале прошлого года. Начиная с октября цены должны начать восстанавливаться благодаря эффектам низкой базы.

**Рисунок 9. Инфляция в потребительском и производственных секторах в Китае, % г/г**

Источник: Bloomberg

**Рисунок 10. Темпы роста денежной массы и кредитования в Китае, % г/г**

Источник: Bloomberg

Одной из причин низкой инфляции является снижение спроса, что выражается в падении кредитования, которое сократилось до пятнадцатимесячного минимума в октябре, несмотря на монетарное и фискальное стимулирование экономики, а также в замедлении глобального роста, что выражается в слабых данных по торговле с внешним сектором (уменьшение экспорта составило 6,9% г/г против -3,2% г/г в сентябре).

**Рисунок 11. Динамика розничных продаж и промышленного производства в Китае, % г/г**

Источник: Bloomberg

**Рисунок 12. Динамика экспорта и импорта и торговый баланс Китая**

Источник: Bloomberg

Октябрьские данные по промышленному производству также оказались ниже ожиданий. Темп роста снизился до 5,6% г/г в октябре с 5,7% г/г в сентябре против ожиданий в 5,8% г/г. В то же время розничные продажи немного ускорились (до 11% г/г после 10,9% в сентябре), а темпы роста инвестиций в основной капитал остались на прежнем уровне за прошедшие 10 месяцев года – 10,2% г/г. Прибыли



промышленных компаний в Китае продолжили снижаться, ускорив падение в октябре. Темп спада увеличился с -0,1% г/г в сентябре до -4,6% г/г в октябре.

### **Япония**

**В Японии совет директоров Банка Японии по завершении двухдневного заседания принял решение продолжать политику «количественного и качественного монетарного смягчения»,** а также продолжать программу выкупа активов на прежнем уровне. Решение было принято вопреки ожиданиям, которое сформировались в связи низким ростом инфляции. Банк Японии объяснил свое решение низкими ценами на энергоносители, что, в свою очередь, повлияло на изменение прогнозов. Теперь достижение 2% цели по инфляции ожидается во второй половине 2017 года, хотя еще в начале года Банк Японии ожидал, что цель будет достигнута в марте 2016 года.

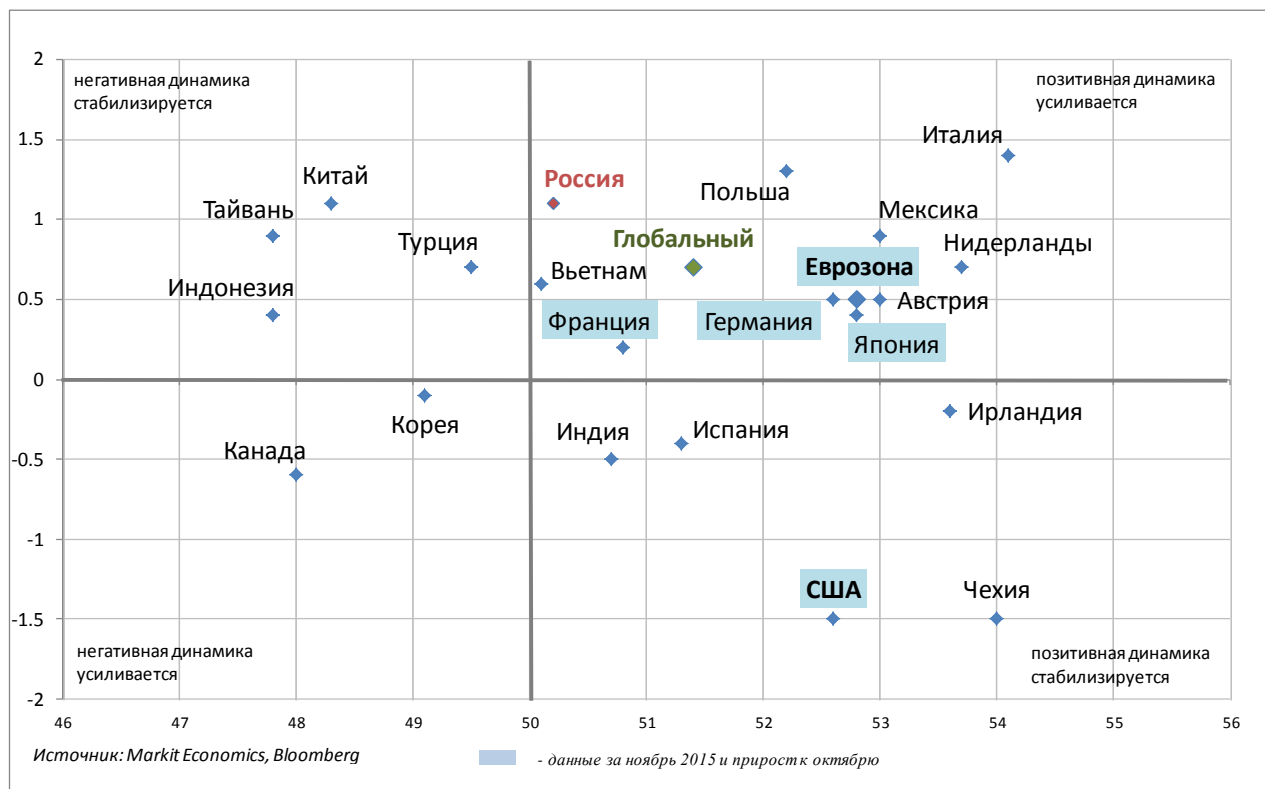
**Вышедшие данные по росту ВВП за третий квартал подтверждают необходимость продолжения данной политики.** В третьем квартале экономика Японии сократилась на 0,2% к/к хуже ожиданий (-0,1% к/к). В то же время дефлятор ВВП продолжил расти, превосходя ожидания: 2,0% г/г после 1,5% г/г во втором квартале.

**Статистические данные за сентябрь–октябрь** по японской экономике оказались неоднозначными. Розничные продажи в сентябре вопреки ожиданиям уменьшились на 0,2% г/г (прогноз -0,4% г/г), в то время как в августе был зарегистрирован рост на 0,8% г/г. Аналогичную динамику продемонстрировали расходы домохозяйств, которые снизились на 0,4% г/г против ожиданий роста на 1,1% г/г. Заявки на жилищное строительство выросли меньше ожиданий: 2,6% г/г по сравнению с консенсусом в 5,8% г/г и 8,8% г/г в августе. В то же время промышленное производство продолжило снижение, однако превзошло ожидания (факт – -0,9% г/г; ожидания – -2,6% г/г).

### **Данные опережающих индикаторов**

Данные предварительных PMI по обрабатывающей промышленности указывают на продолжение тенденции к улучшению состояния экономик Франции, Германии и Японии, в США значения индикатора снизилось, но все равно показатель остается в зоне роста (>50). **Индекс Caixin PMI в обрабатывающей промышленности Китая** в октябре продолжил сигнализировать о замедлении роста китайского обрабатывающего сектора, но оказался лучше ожиданий и сентябрьского уровня: 48,3 против ожидавшихся 47,6. Сектор услуг в Китае набирает обороты: индекс в октябре вырос до 52,2 против 50,5 в сентябре. За счет этого сводный PMI вырос за месяц с 48 пунктов до 49,9 пункта. Положительным сигналом является второе подряд превышение компонентой «заказы» официального индекса PMI отметки 50 пунктов.

Рисунок 13. PMI в обработке в октябре 2015 года и прирост к сентябрю



Источники: Markit Economics, Bloomberg

Данные опросов аналитиков, по версии Bloomberg, по глобальной экономике указывают на улучшение ожиданий в отношении экономик еврозоны в 2016 году, в то время как по экономикам Японии и США ожидания ухудшились: в США ожидается рост на 2,4% г/г в 2015 году и на 2,5% г/г в 2016 году (августовский опрос: 2,5% г/г в 2015 году и 2,6% г/г в 2016 году). Прогнозы по экономике Китая показали снижение ожиданий по отношению к предыдущему месяцу. Ожидания относительно динамики в четвертом квартале были снижены с 6,9 до 6,8% г/г. Ухудшение ожиданий коснулось также динамики инвестиций и внешнего сектора. Ожидания относительно динамики экспорта снизились до -4 с -1% г/г в четвертом квартале, по импорту – с -5,5 до -11,9% г/г.

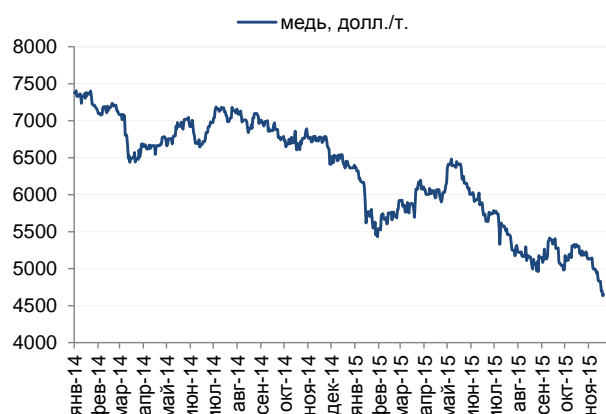
С точки зрения ожиданий по монетарной политике медианный прогноз аналитиков по уровню ключевой ставки ФРС указывает на ее вероятный рост с 0,25 до 0,5% на декабрьском заседании. В то же время в еврозоне и Великобритании роста ставок до конца года не ожидается.

**Цены на медь** как индикатор состояния глобальной промышленности находились в «медвежьей» зоне, достигнув минимума с кризисных значений 2009 года (Рисунок 14). «Медвежий» тренд на рынке меди и других металлов усилился.

**Сводные индикаторы сюрпризов** макроданных по развитым и развивающимся странам по версии Citi показали смешанную динамику. В результате произошла синхронизация индексов в районе нулевой отметки, что указывает на сни-

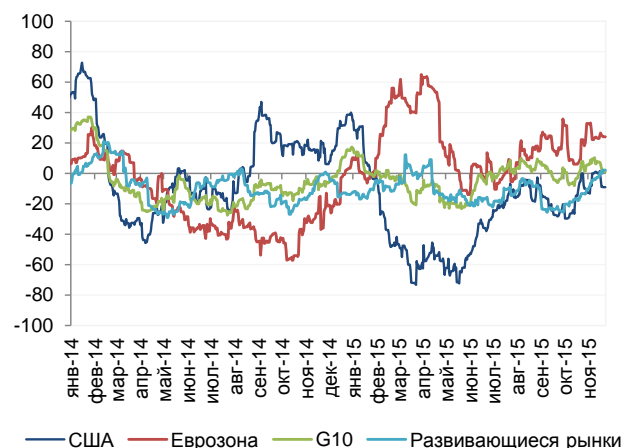
жение волатильности и эффекта неожиданности в макроэкономических данных. В США и в целом по развитым странам индикатор показал ухудшение, в то время как в еврозоне и в странах с развивающимися рынками релизы статистических данных чаще превосходили ожидания. В последнем случае это, скорее всего, связано с данными по китайской экономике.

Рисунок 14. Цена меди, долл./т



Источники: Bloomberg

Рисунок 15. Индексы сюрпризов в релизах макроданных по США, еврозоне, странам с развитыми и развивающимися рынками



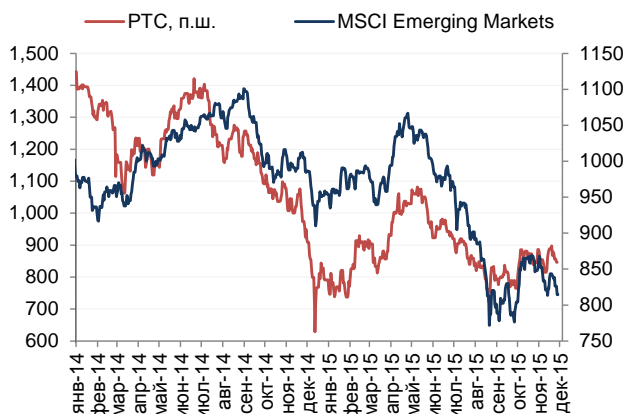
Источники: Citi, Bloomberg

### 1.1.2. Финансовые рынки: умеренно негативная динамика на фоне ослабевающего глобального роста, действий ФРС

К концу ноября ситуация на финансовых рынках была умеренно негативной на фоне опасений относительно замедления роста экономики Китая. Заверения ФРС США о плавности «нормализации» ставок не смогли переломить тренд.

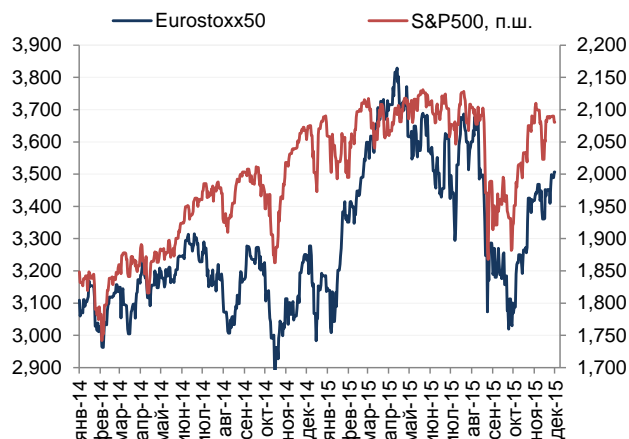
В ноябре мировые финансовые рынки показали смешанную динамику с преобладающим негативным трендом. Фондовые индексы США и азиатских стран продемонстрировали положительную динамику, в основном на ожиданиях более плавного роста ставок в США, а также восстановления крупнейшей экономики мира. Фондовые индексы европейских стран закончили месяц в минусе в основном в связи с олаблением евро. Валюта стран еврозоны продолжала дешеветь относительно доллара в связи с ожидающимся расширением стимулирующей политики ЕЦБ, так как банк не удовлетворен темпом роста инфляции в зоне евро. В целом доллар за месяц подорожал в среднем на 4—% относительно валют развивающихся и развитых рынков. Укрепление доллара повлияло также на сырьевые рынки, в особенности на нефтяные котировки. Цена на нефть марки Brent снизилась за месяц на 10%, медь и никель – на 10–11%, платина и палладий – более чем на 15%.

Рисунок 16. Индексы РТС и MSCI EM



Источник: Bloomberg

Рисунок 17. Индексы S&amp;P500 и Eurostoxx50



Источник: Bloomberg

Вопреки нисходящим трендам в ряде стран с развивающимися рынками и на сырьевых рынках российский рынок акций показал уверенный рост на фоне ожиданий рынка о более плотной кооперации России и стран Запада в Сирии, а также возможного раннего снятия санкций со стороны стран Запада. Инцидент с российским самолетом на границе Сирии и Турции привел к появлению скептицизма относительно улучшения отношений России и стран НАТО. Тем не менее последние события не оказали существенного значения на траекторию движения индекса РТС.

Рисунок 18. Индекс VIX (S&amp;P500) и индекс волатильности РТС (RTSVX)



Источник: Bloomberg

Рисунок 19. Спреды EMBI+Russia и JP Morgan EMBI Global



Источник: Bloomberg

Для долгового рынка дополнительным фактором оказалось решение Совета директоров Банка России о неизменности процентной ставки в самом конце октября. Кривая доходности ГКО-ОФЗ сдвинулась вниз. Особенно сильное движение произошло в длинной части кривой, в результате инвертированность кривой увеличилась. Кредитный спред российских облигаций продолжил снижаться синхронно с кредитным спредом облигаций развивающихся стран.

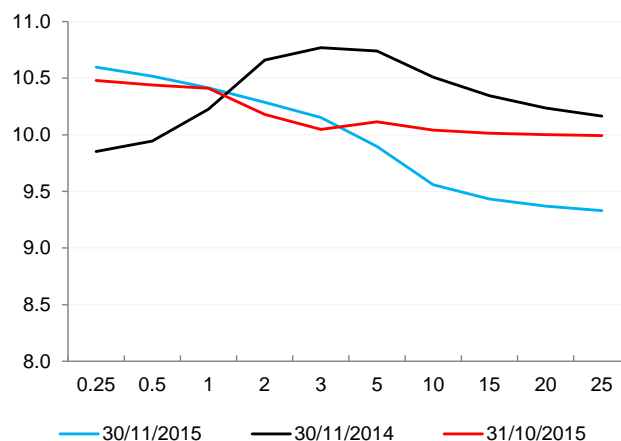
Волатильность на финансовых рынках выросла к середине ноября, но снизилась до к концу месяца до уровне позднего октября. Ожидаемая волатильность рубля осталась на прежнем уровне, в то время как месячная реализованная волатильность по нефти и рублю снизилась. Тем временем годовая корреляция между рублем и нефтью стала значительно ослабевать, впервые за этот год.

**Рисунок 20. Ожидаемая волатильность рублевого курса доллара США**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 21. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %**



Источник: Московская Биржа

**Рисунок 22. Валютные курсы развивающихся стран, сырьевых валют (1 августа 2014=100)**



Сырьевые валюты: Н.-З. доллар, норвежская крона, австралийский доллар. Источник: Bloomberg

**Рисунок 23. Валютные курсы стран БРИКС (1 августа 2014=100)**



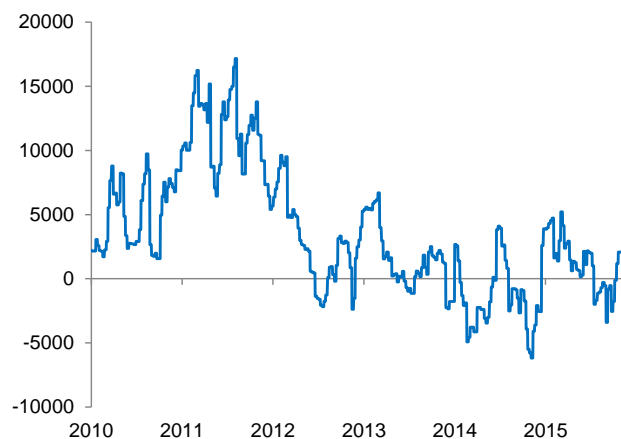
Источник: Bloomberg

**Рисунок 24. 12-мес корреляция рубля с валютами развивающихся стран и нефтью**



Источник: Bloomberg

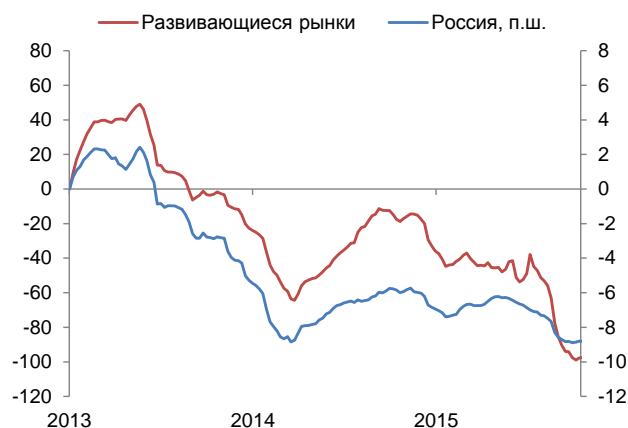
**Рисунок 25. Чистая короткая позиция по фьючерсам на рубль**



Источники: Bloomberg, расчеты Банка России

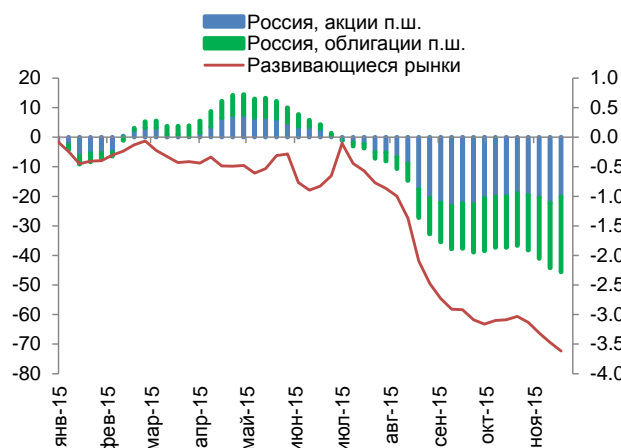
Данные по динамике притоков и оттоков средств в российские фонды и фонды стран развивающихся рынков за ноябрь указали на разворот в сторону оттоков в ноябре, повторяя динамику сентября. За четыре недели – с 29 октября по 25 ноября – отток из российских акций и облигаций составил 448 млн долл., из них большая часть пришлась на оттоки из долговых инструментов, в то время как из акций оттоки оказались значительно ниже (60 млн долл. после притока в 186 млн долл. в октябре и 255 млн долл. в сентябре). В целом отток из фондов развивающихся рынков продолжился в ноябре и составил 11,7 млрд долл. после притока в 1,2 млрд долл. в октябре и оттока в 19,9 млрд долл. в сентябре. Наибольшую долю в оттоке составляли акции (53%). В сентябре доля акций была выше (61%).

**Рисунок 26. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран ЕМ (накопленным итогом, "+" – приток), млрд долл. США**



Источник: EPFR Global, Bloomberg

**Рисунок 27. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран ЕМ (накопленным итогом, "+" – приток), млрд долл.**

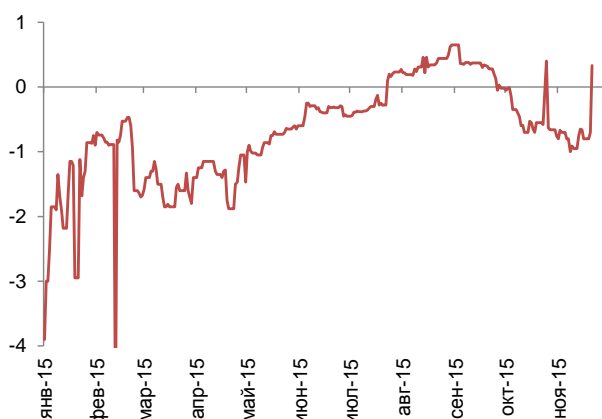


Источник: EPFR Global, Bloomberg

**Ожидания относительно рисков ликвидности и денежно-кредитной политики Банка России стабилизировались.** Спред между FRA3x6 и 3M Mosprime в

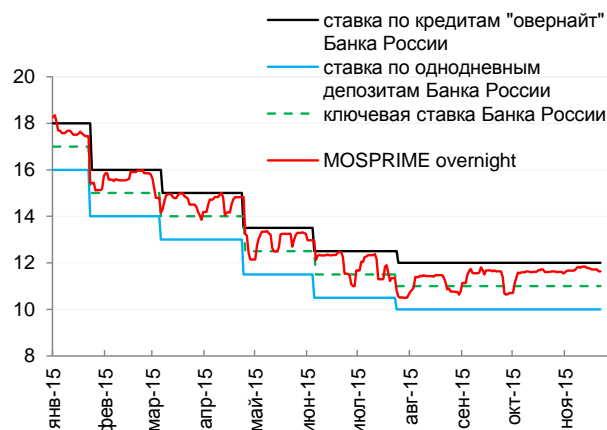
течение ноября колебался в диапазоне 0 – -100 б.п. (Рисунок 28), отражая рыночную оценку монетарной политики Банка России. Краткосрочные ставки межбанковского кредитного рынка в течение всего ноября оставались у верхней границы коридора (Рисунок 29).

**Рисунок 28. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg, расчеты ДИП

**Рисунок 29. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК**



Источник: Банк России, Bloomberg

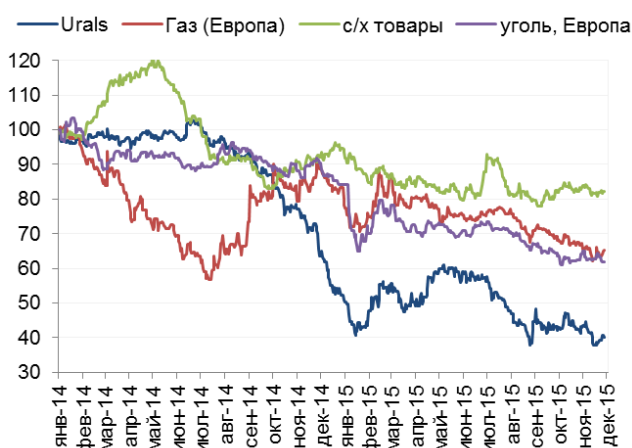
### 1.1.3. Товарные рынки: устойчивый тренд на снижение цен

В ноябре продолжилось снижение цен на основные товары и металлы в ожидании решений о сокращении добычи, а также вследствие укрепления доллара США. Данные по добыче и запасам углеводородов в США по-прежнему оказывают давление на цены. Страны ОПЕК поддерживают добычу, конкурируя с Россией за европейский рынок, и могут нарастить ее еще больше в 2016 году. Значительное влияние на цену могут оказать результаты заседания ОПЕК 4 декабря. Банк Англии ставит под сомнение позицию о доминировании факторов со стороны предложения в снижении цен на нефть, указывая на возможную потребность в более мягкой политике.

В ноябре цены на основные товары и металлы имели тенденцию к снижению. Некоторый отскок в конце месяца из-за роста геополитических рисков в связи с атакой на российский самолет в Сирии, по всей видимости, будет временным. Индекс сырьевых товаров Bloomberg снизился за месяц еще на 8% – до минимального уровня с 1999 года. Цена на нефть может быть ниже 50 долл./барр. продолжительное время, прежде чем начнет восстанавливаться. Baltic Dry Index, показывающий спрос на крупнотоннажные морские перевозки насыпных и наливных грузов, снизился 20 ноября до абсолютного минимума за весь период наблюдений. На большинстве рынков инвесторы оценивают текущую ситуацию как перепроизводство и ждут решений о сокращении производства. Число контрактов на нефть марки WTI имеет выраженную негативную динамику и находится на пятилетнем минимуме В

первую очередь опасения инвесторов вызваны текущей динамикой экономики Китая и рисками еще большего ее замедления, в частности в связи со скептической оценкой действенности стимулирующих мер властей. Существенное давление на цены оказало укрепление доллара США в связи с ростом ожиданий повышения ставки ФРС в декабре.

**Рисунок 30. Динамика цен на товары**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 31. Динамика цен на металлы**



Источник: Bloomberg

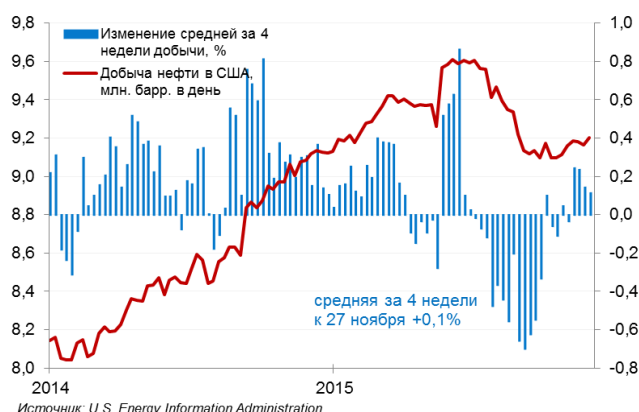
Добыча углеводородов и их запасы в США сохраняются на высоком уровне. Несмотря на продолжающееся снижение числа разрешений на добычу нефти и числа действующих нефтяных буровых установок (Рисунок 32), добыча в ноябре поддерживалась на устойчиво высоком уровне (Рисунок 33), а коммерческие запасы нефти вплотную приблизились к историческому максимуму апреля 2015 года (Рисунок 34).

**Рисунок 32. Число буровых установок и разрешений на добычу нефти в Техасе**



Источники: Baker Hughes, Railroad commission of Texas

**Рисунок 33. Добыча нефти в США**



Источник: U.S. Energy Information Administration

Международное энергетическое агентство (МЭА) в ноябрьском [бюллетене](#) повысило прогноз добычи нефти в США в 2015 году с 9,2 до 9,3 млн барр./д., тем самым ожидая сохранения текущего уровня добычи до конца года. Устойчивая добыча нефти в США объясняется смещением расходов от разработки к добыче и использованием лучших из разведанных месторождений, продолжающимся повыше-

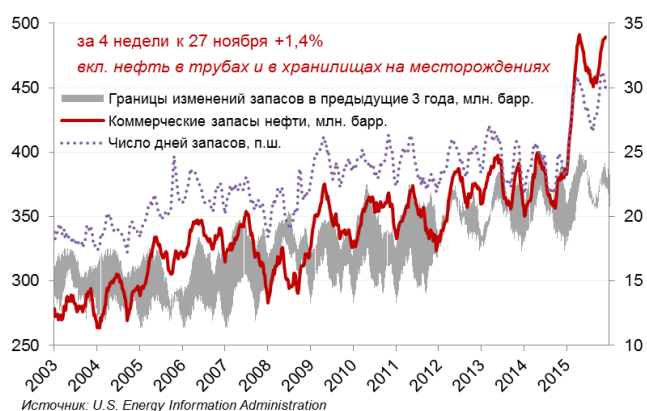


нием эффективности добычи, а также хеджированием цен производителями сланцевой нефти. По данным Bloomberg, захеджированная доля добычи в 2015 году существенно снизилась по сравнению с 2014 годом, однако по ряду компаний достигает 80%. Это не позволяет ожидать быстрого падения добычи в США.

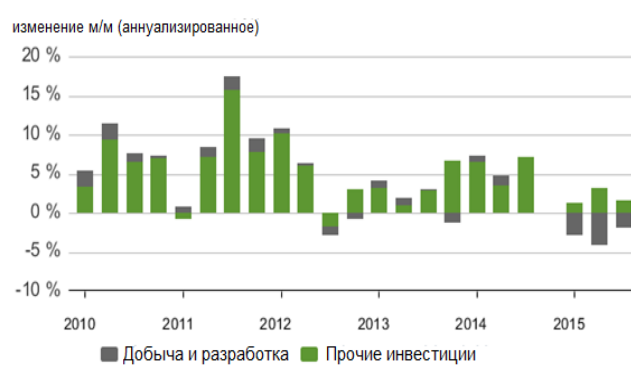
В то же время снижение добычи в США в 2016 году представляется неизбежным: прогноз МЭА снижен с 8,9 до 8,8 млн барр./д. Инвестиции в нефтяную отрасль США в третьем квартале 2015 года в реальном выражении упали до минимального уровня с 2009 года (иностраннные инвестиции переходят в другие отрасли – Рисунок 35), четвертый квартал подряд происходит масштабное списание активов, в том числе разведанных месторождений, из-за ожидаемой низкой будущей отдачи.

МЭА предполагает, что пик роста мировых запасов нефти пришелся на второй квартал 2015 года (2,0 млн. барр./д.). В 2016 году избыток нефти снизится до 0,4 млн барр./д. Это в целом соответствует прогнозу ОПЕК, представленному в ноябрьском месячном [бюллетене](#) (по сравнению с предыдущим месяцем прогноз ОПЕК не изменился). В бюллетене ОПЕК указывается, что снижение цен на нефть привело к отмене или переносу на более поздний срок проектов по добыче на 5 млн. барр./д.

**Рисунок 34. Коммерческие запасы нефти в США**



**Рисунок 35. Динамика иностранных инвестиций в США**

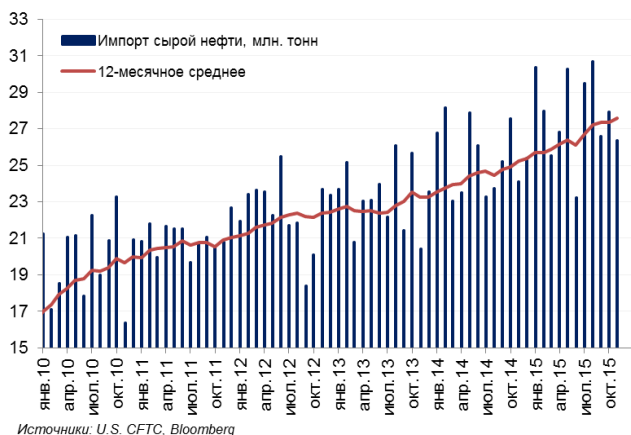


На фоне роста запасов нефти среди участников рынка возобновились опасения относительно возможного исчерпания свободных мощностей для хранения нефти в США. По нашим оценкам, основанным на данных МЭА об имеющихся мощностях для хранения нефти и динамике запасов нефти, объем свободных мощностей в США на текущий момент составляет около 35%, а рождественский сезон (до начала января), характеризующийся более активными автомобильными поездками, должен привести к сокращению запасов.

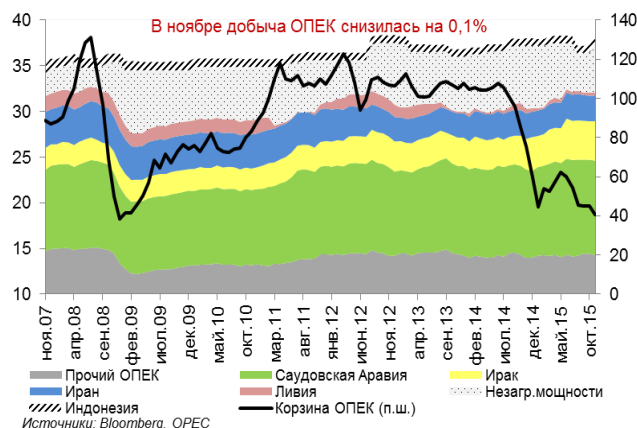
Фактором со стороны спроса, оказывающим относительную поддержку ценам на нефть, остаются данные из азиатского региона. Продолжается рост двенадцатимесячного среднего импорта нефти в Китай, хотя и снижающимися темпами (Рисунок 36). В октябре, по данным Bloomberg, в Китае произошло существенное

снижение запасов нефтепродуктов (до уровня середины 2014 года), а в Индии зафиксирован также существенный рост потребления нефтепродуктов.

**Рисунок 36. Импорт сырой нефти в Китай**



**Рисунок 37. Добыча нефти (млн. барр./д.) и цена корзины ОПЕК, долл./барр.**



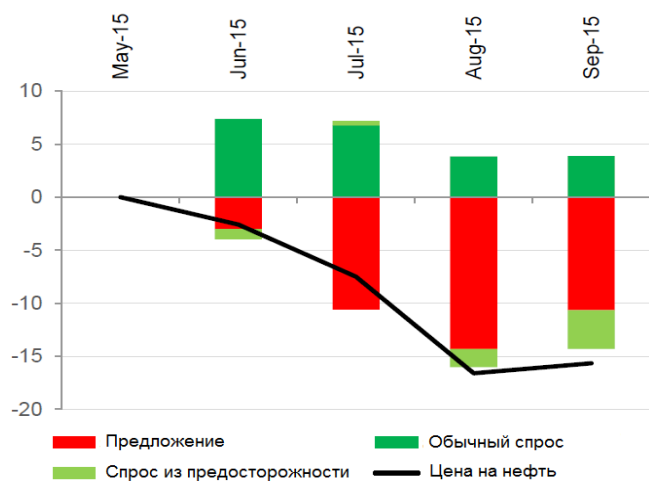
ОПЕК, по данным Bloomberg, в ноябре незначительно снизил объем добычи, сохраняющийся на уровне значительно выше утвержденной квоты (Рисунок 37). Ливия планирует возобновить разработку нескольких месторождений с добычей до 0,45 млн барр./д. Ирак, нарастивший за последний год добычу на 1 млн барр./д., по данным The New York Times, активно демпингует в борьбе за европейский рынок (скидка достигает 5 долл./барр.), вытесняя оттуда Россию и Саудовскую Аравию. Конкуренция для России еще больше повысится после снятия санкций и возвращения Ирана на традиционный для него рынок – страна рассчитывает в течение полугодия увеличить добычу на 1,0 млн барр./д. Это повышает риски для наполнения бюджета. В российском правительстве сообщили, что готовы к увеличению скидок на нефть сорта Urals и будут «биться за свой рынок в Европе». В свою очередь, Россия вытесняет Саудовскую Аравию с китайского рынка: в мае и сентябре Россия стала крупнейшим экспортером нефти в Китай, в октябре Саудовская Аравия вернула себе лидерство.

Министр нефти Венесуэлы допустил снижение цены на нефть до уровня 25 долл./барр. без вмешательства ОПЕК. На этом фоне Саудовская Аравия, более других страдающая от снижения цены на нефть в связи с привязкой курса рияла к доллару, заявила о готовности обсуждать меры по стабилизации цены на нефть с другими производителями. Однако принятие решений по ограничению добычи на заседании ОПЕК 4 декабря представляется нам маловероятным.

В Европе растет дискуссия относительно причин негативной динамики цен на нефть. Распространенную позицию о доминировании факторов со стороны предложения (Рисунок 38) ставят под сомнение представленные в [ноябрьском инфляционном докладе](#) Банка Англии расчеты, в соответствии с которыми за последние шесть месяцев порядка 2/3 динамики цены на нефть объясняется факторами со стороны спроса, в том числе ожиданиями ослабления экономического роста (Рисунок 39) при примерно равном вкладе факторов на горизонте свыше года. Банк Англии предлагает учитывать это в качестве фактора, свидетельствующего о целесооб-

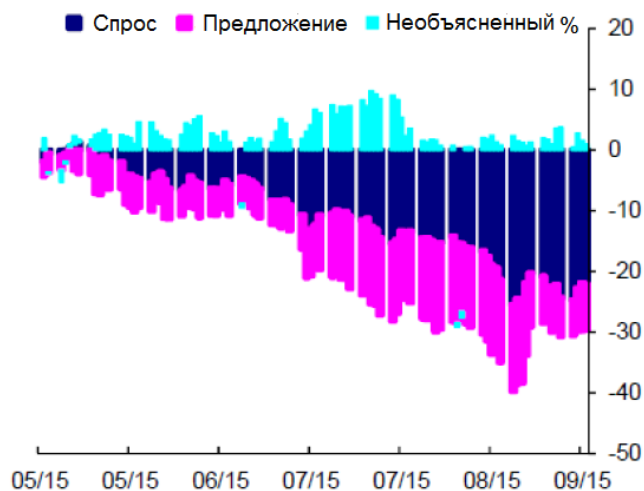
разности проведения относительно более мягкой денежно-кредитной политики при принятии решений по ставкам центральными банками крупнейших экономик мира.

**Рисунок 38. Декомпозиция факторов снижения цены на нефть, п.п. (накопленным итогом)**



\* Расчеты ЕЦБ на основе SVAR модели  
Источники: Презентация Петера Праета в ЕЦБ 06.11.2015

**Рисунок 39. Декомпозиция Банком Англии факторов снижения цены на нефть, п.п. (накопленным итогом)**



\* Расчеты Банка Англии на основе сопоставления динамики цен свыше 200 активов  
Источники: Презентация П.Праета в ЕЦБ 06.11.15, Банк Англии

## 1.2. Динамика российской экономики: стабилизация благодаря «торгуемым» секторам

### 1.2.1. Уровень экономической активности стабилизировался в третьем квартале

Данные Росстата по ВВП, опубликованные 12 ноября, говорят о **стабилизации российской экономики в третьем квартале** после четырех кварталов непрерывного снижения ВВП. По данным Росстата (первая оценка), спад ВВП составил 4,1% г/г в третьем квартале, что превзошло ожидания рыночных аналитиков (4,4% по данным опроса Bloomberg) и оценки ДИП по модели новкастинга (5,0%) Согласно предварительным расчетам ДИП, основанным на первой оценке Росстатом годового прироста ВВП в прошедшем квартале, квартальный прирост ВВП в третьем квартале с поправкой на сезонный фактор составил +0,1%.

По нашему мнению, отмечаемая Росстатом стабилизация экономической активности может быть связана в том числе с **возможным началом восстановительной динамики товарно-материальных запасов**. Так, масштаб запасов в 2015 году в значительной степени превосходил снижение темпов роста ВВП, что могло быть связано в том числе с чрезмерно заниженными ожиданиями субъектов экономики в первом полугодии в отношении глубины падения совокупного спроса. Более детальный ответ на вопрос об источниках динамики ВВП в прошедшем квартале может быть дан по результатам публикации первых оценок Росстата о производстве ВВП (10–11 декабря) и использовании ВВП (30–31 декабря) в третьем квартале.

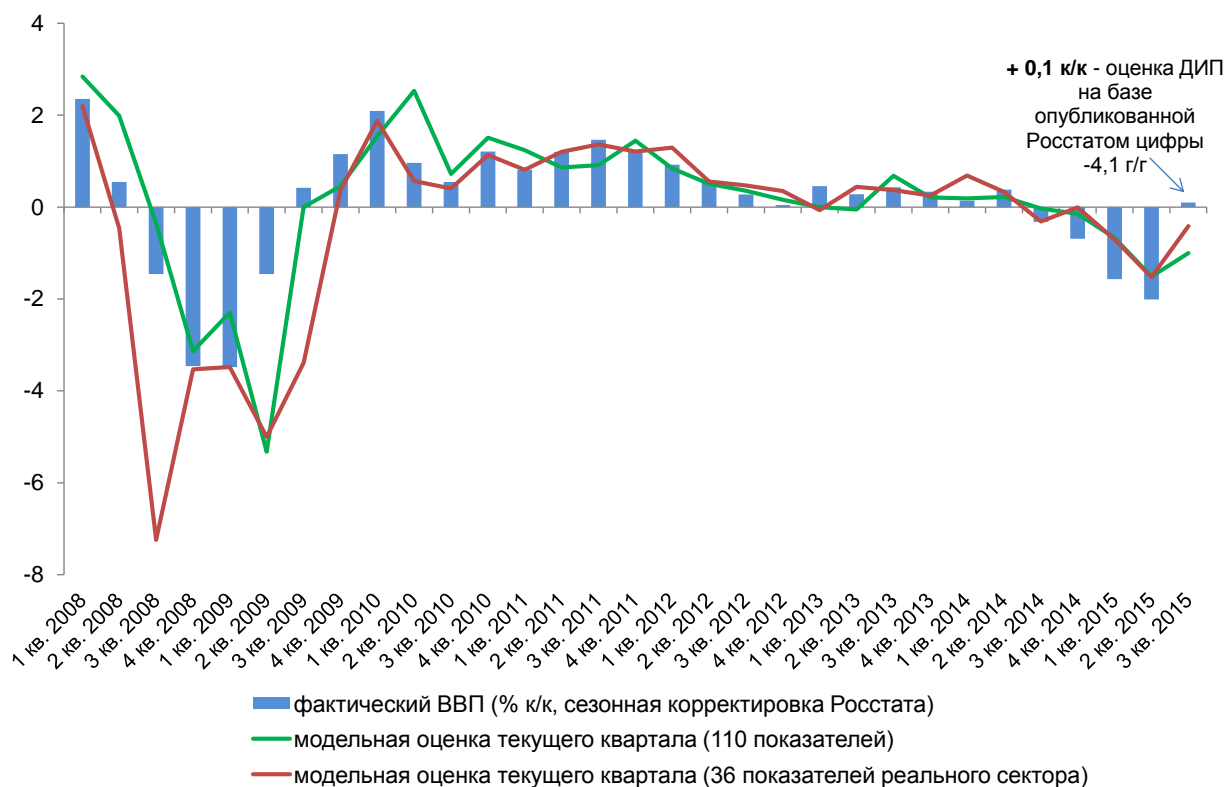
С учетом данных Росстата по ВВП в третьем квартале возросла вероятность того, что **динамика ВВП по итогам 2015 года окажется лучше ожиданий**. Это произойдет, если оценка Росстата по ВВП в третьем квартале не будет впоследствии значительно скорректирована в сторону понижения, а динамика экономической активности в октябре–декабре останется стабильной или улучшится.

Как нам представляется, переоценка спада в российской экономике в третьем квартале в наших модельных расчетах по сравнению с официальной оценкой Росстата может быть вызвана следующими факторами. *Во-первых*, статистические методы плохо улавливают структурные сдвиги в экономике, в том числе рост занятости в теневом секторе, отражающий **рост теневого сектора в экономике**. По данным Росстата, доля теневой занятости выросла с 18,9% от общей занятости в 2014 году до 21,3% в первом полугодии 2015 года. Система показателей, использованная в модели новкастинга, как и во многих других моделях, ориентирована на «официальный» сектор экономики, поэтому она недоучитывает смягчающее влияние теневого сектора на динамику ВВП в период спада.

*Во-вторых*, опережающие показатели, использованные в модели новкастинга, (пока) не оправдали свои свойства, указывая на продолжение значительного спада в экономике в третьем квартале. Речь идет об опросных показателях бизнеса и по-

казателях финансового сектора, прежде всего цен на нефть. Это говорит либо об **уменьшении прогностических свойств опережающих показателей**, в том числе из-за возможной адаптации российской экономики к низким нефтяным ценам, либо об **увеличении временных лагов, с которыми опережающие показатели отражают свое действие на ВВП**.

**Рисунок 40. Фактические темпы прироста ВВП России в постоянных ценах 2008 года и краткосрочные оценки текущих по модели ДИП на ретроспективе, % к/к (сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Вместе с тем ретроспективные расчеты с использованием динамической факторной модели с широким спектром показателей (110 переменных), на основе которой ДИП рассчитывает краткосрочные модельные оценки и прогнозы ВВП, показывают, что оценка динамики ВВП в текущем квартале, формируемая только на базе показателей реального сектора (36 переменных), в отдельных случаях оказывалась более точной, в том числе и при определении поворотных точек деловой активности (Рисунок 40). Так, показатели реального сектора точнее указали на резкое замедление в экономике в период острой фазы мирового кризиса во втором полугодии 2008 года, а также на более оптимистичную оценку динамики ВВП в прошлом квартале, которая оказалась ближе к вышедшей первой оценке Росстата. Однако, например, восстановление экономики во втором полугодии 2009 года было точнее предсказано более широким спектром переменных, включающих опросные и финансовые показатели, в остальные периоды прогностическая сила моделей с пол-

ным набором объясняющих переменных и моделей, включающих только показатели реального сектора, была приблизительно одинаковой. Этот пример подтверждает предположение о том, что **прогнозная сила опросных показателей является весьма нестабильной во времени.**

### ***1.2.2. Деловая активность в обрабатывающей промышленности в ноябре: слабоповышательная динамика***

**Ноябрьский опрос PMI в обрабатывающей промышленности показал разноплановую картину.** Сезонно скорректированная динамика выпуска готовой продукции в обработке продолжила улучшаться шестой месяц подряд, достигнув максимума за год и закрепившись в области положительного роста. С другой стороны, в отрасли продолжилось снижение занятости, а также сокращение запасов сырья и материалов для производства на фоне ускорившегося падения экспортного спроса. Поэтому пока нельзя с уверенностью сделать вывод о прекращении среднесрочного понижательного тренда в обрабатывающих отраслях промышленности.

По нашему мнению, **продолжение медленного роста в обработке все же весьма вероятно.** В пользу этого говорит ускорившийся в ноябре рост заказов (кроме экспортных, сократившихся до минимума за семь месяцев) при продолжении сокращения запасов готовой продукции, хотя и более низкими темпами. Кроме того, обработка представляет собой **«торгуемый»** сектор экономики, который в целом выигрывает от ослабления рубля и падения импорта. Значительное ускорение роста в обработке вряд ли произойдет в ближайшие месяцы – продолжающееся падение экспортного спроса и медленная адаптивность российской промышленности к новым условиям выступают в качестве сдерживающих факторов.

По сравнению с концом 2014 года значения PMI выпуска продукции и спроса ниже в этом году. Значения без сезонной корректировки ниже 50 пунктов. Возможно, под воздействием структурных сдвигов в экономике произошло изменение сезонности PMI. В этом случае PMI будет приукрашивать реальное положение дел в обработке.

### ***1.2.3. Промышленное производство в октябре: робкая надежда на восстановление***

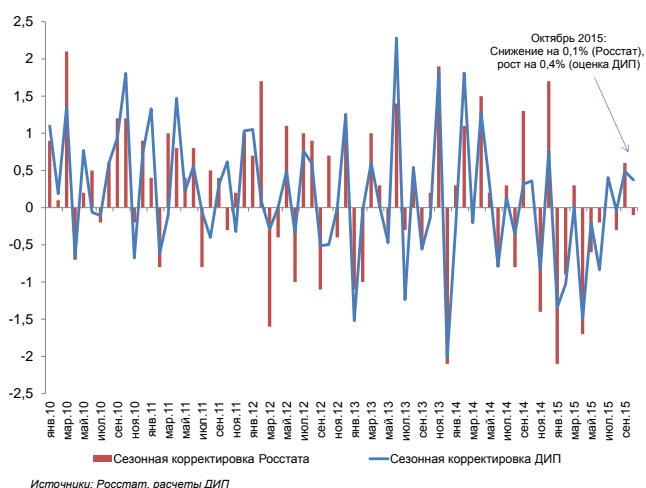
**Вышедшая статистика по промышленному производству за октябрь дает надежду на приближение фазы медленного восстановления после стагнации.** Анализ динамики трендовой составляющей<sup>1</sup> индексов обрабатывающего производства по группам отраслей показывает, что в октябре 2015 года выпуск товаров инвестиционного и промежуточного спроса продемонстрировал незначительный рост, который однако был ниже, чем в сентябре. В произ-

<sup>1</sup> Индекс производства по группам отраслей рассчитывается на основе отраслевых индексов промышленного производства, взвешенных по доле данной отрасли в структуре добавленной стоимости 2010 года.

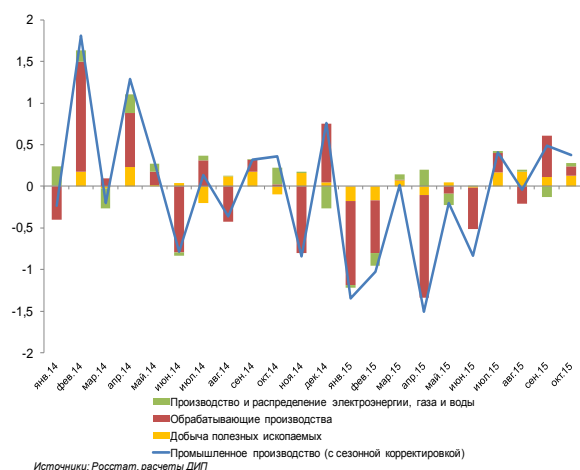
водстве потребительских товаров наметилось небольшое снижение. Однако высокая волатильность краткосрочных показателей, которая обычно усиливается в кризисные для экономики периоды, пока заставляет с осторожностью трактовать динамику публикуемых месячных показателей.

Динамика промышленного производства за октябрь оказалась несколько хуже сентябрьских данных. Исходя из сезонной корректировки Росстата промышленное производство снизилось на 0,1% в месячном выражении по итогам октября, хотя оценки ДИП указывают на рост показателя на 0,4%. За последние месяцы нами наблюдались достаточно существенные расхождения в месячных оценках прироста целого ряда ключевых краткосрочных макроэкономических показателей на базе различных методов сезонного сглаживания, в связи с чем приведенные оценки отличаются значительной неопределенностью (Рисунок 41).

**Рисунок 41. Промышленное производство, % м/м (сезонность устранена)**



**Рисунок 42. Вклад отдельных компонент в динамику индекса промышленного производства, % м/м (сезонность устранена)**



Важно заметить, что сентябрьский рост промышленного производства был продиктован главным образом позитивной месячной динамикой обрабатывающих производств, что объяснялось в том числе кратковременной поддержкой производств «торгуемых» товаров за счет ослабления рубля в третьем квартале. Несмотря на то что октябрьские данные по промышленному производству выглядят несколько скромнее, чем в предшествующем месяце, мы ожидаем более уверенной стабилизации производственной активности.

*Во-первых*, обрабатывающие производства продемонстрировали положительную динамику второй месяц подряд впервые с 2014 года. *Во-вторых*, в октябре рост производства с поправкой на сезонный фактор наблюдался, по нашим оценкам, по всем основным видам экономической деятельности, в то время как динамика показателей в сентябре была крайне разнонаправленной – уверенный рост обрабатывающих производств при снижении производства и распределения электроэнергии, газа и воды (Рисунок 42).

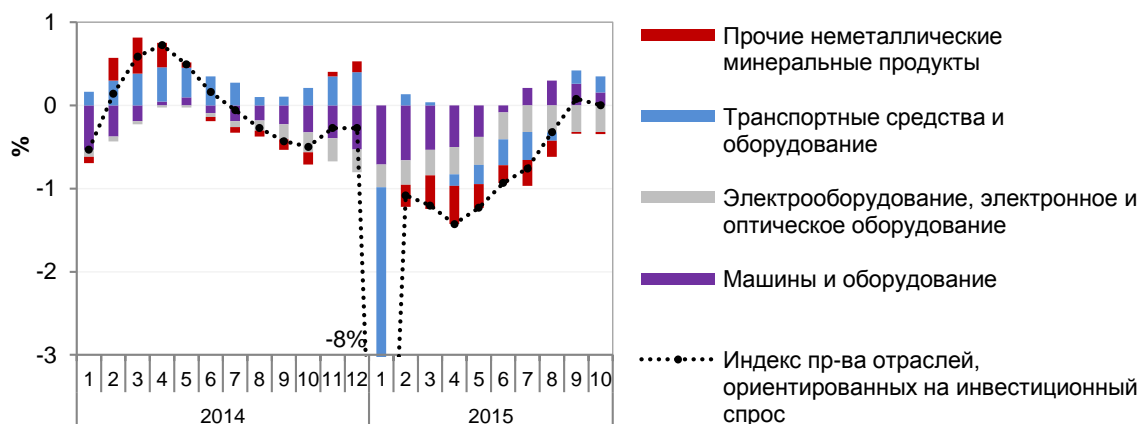
По группам продукции обрабатывающей промышленности небольшой прирост объемов **производства инвестиционных товаров** в октябре был обеспечен увеличением выпуска отдельных видов машин и оборудования (механического оборудования, машин и оборудования для сельского хозяйства, станков) и отдельных видов транспортных средств и оборудования (преимущественно судов, летательных и космических аппаратов). Определяющими факторами такой динамики стало снижение, по данным Росстата, остатков продукции у предприятий по отдельным видам товаров (станки, грузовые машины), реализация программ по оборонзаказу, а также меры господдержки по импортозамещению в станкостроении и сельхозмашиностроении. Увеличению выпуска машин и оборудования способствовало также производство бытовых приборов, которое следовало бы отнести к потребительским товарам, однако отсутствие статистической информации по доле валовой добавленной стоимости этой группы товаров в обрабатывающем производстве не позволяет это сделать. Другие составляющие индекса производства инвестиционных отраслей (прочие неметаллические минеральные продукты, электрооборудование) с начала года демонстрируют отрицательные темпы роста. В отрасли электрооборудования накоплен недостаточный потенциал для обеспечения импортозамещения. Производство прочих неметаллических минеральных продуктов (строительных материалов) находится под давлением негативных тенденций развития основного потребляющего сектора — строительства.

Трендовая составляющая индекса производства для **отраслей, ориентированных на потребительский спрос** перешла в отрицательную область после нахождения в положительной области в июне–сентябре. Это связано с замедлением динамики производства в пищевой промышленности и снижением объема производства непродовольственных потребительских товаров длительного пользования (мебель, одежда, обувь).

**В отраслях, ориентированных на промежуточный спрос**, основным драйвером роста в октябре осталось химическое производство. Однако с начала года тенденцию в динамике производства промежуточных отраслей определяла металлургия. Металлургическое производство находится под давлением низкого спроса на внутреннем рынке со стороны строительного сектора и предприятий машиностроения. По итогам октября объемы металлургического производства и производство готовых металлических изделий снизились, что внесло определяющий отрицательный вклад в замедление роста трендовой составляющей индекса товаров промежуточного спроса.

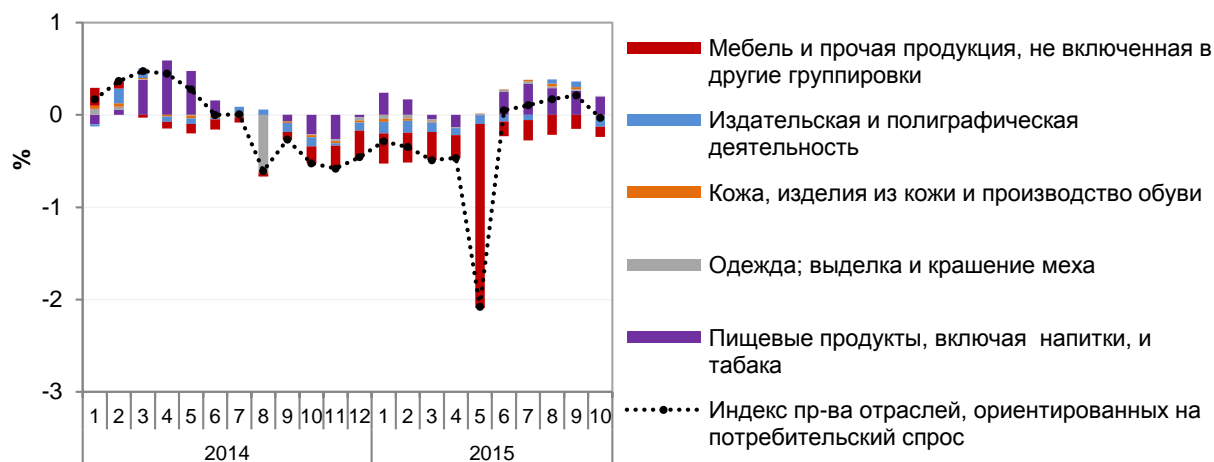


**Рисунок 43. Индекс производства для отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (темпы прироста трендовой составляющей), % м/м**



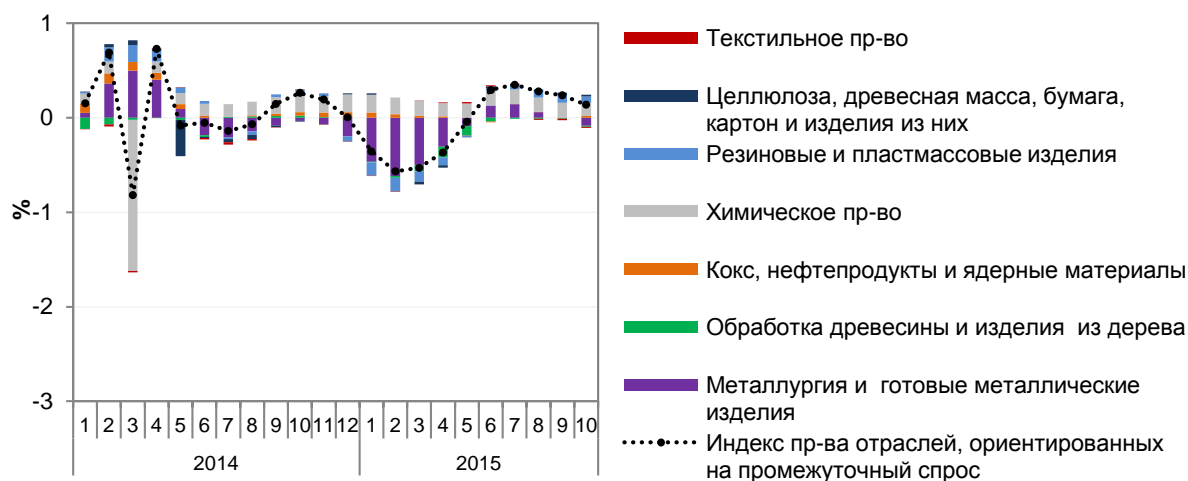
Источник: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 44. Индекс производства для отраслей, ориентированных на потребительский спрос (темпы прироста трендовой составляющей), % м/м**



Источник: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 45. Индекс производства для отраслей, ориентированных на промежуточный спрос (темпы прироста трендовой составляющей), % м/м**



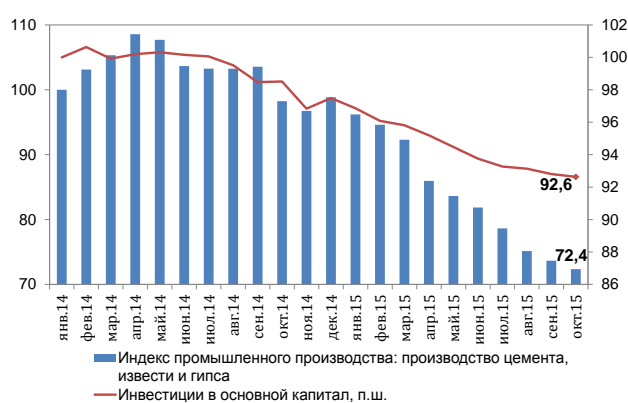
Источники: Росстат, расчеты ДИП

### 1.2.4. Инвестиционная и потребительская активность продолжает снижение

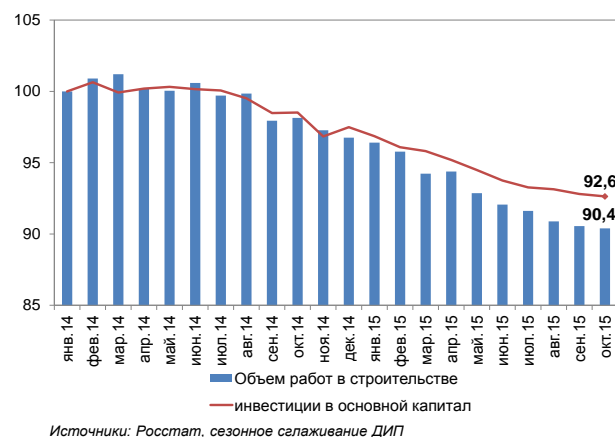
Говорить о прохождении низшей точки спада деловой активности в российской экономике по-прежнему преждевременно, несмотря на замедление снижения инвестиций в основной капитал.

Динамика инвестиций в основной капитал в последние месяцы постепенно стабилизируется: сокращение инвестиций с поправкой на сезонную составляющую по итогам октября составило 0,2% против 0,4% в сентябре.

**Рисунок 46. Производство цемента и инвестиции в основной капитал (январь 2014 = 100, сезонность устранена)**



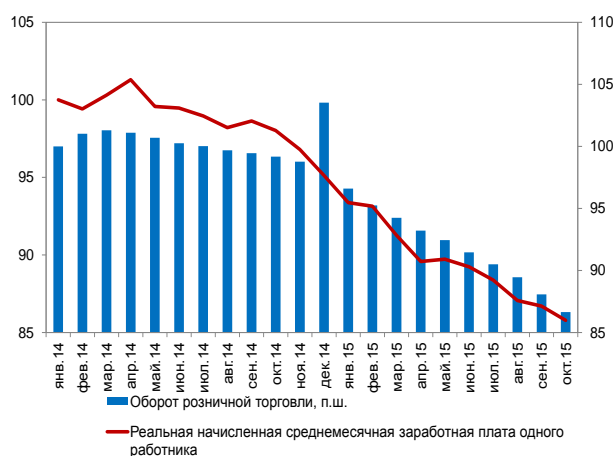
**Рисунок 47. Объем работ по виду деятельности «Строительство» и инвестиции в основной капитал (январь 2014 = 100, сезонность устранена)**



Показатели деловой активности в строительстве и производстве цемента, рассматриваемые нами как опережающие индикаторы динамики капиталовложений, продолжают некоторое снижение, но заметно медленнее по сравнению с первым полугодием (Рисунок 46 и Рисунок 47).

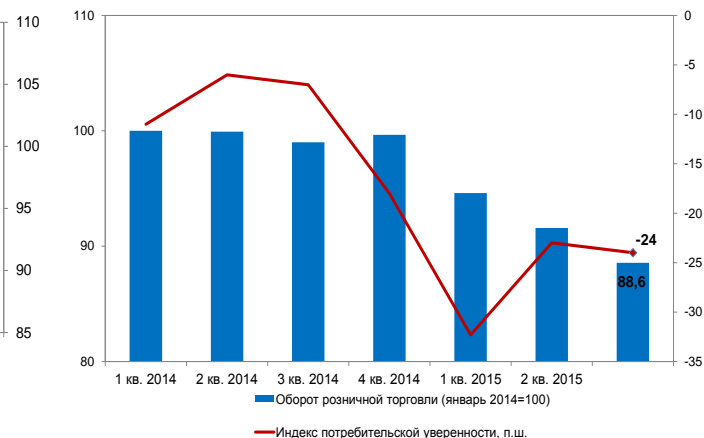
В октябре снижение потребительской активности продолжилось. Низкий темп роста реальных заработных плат выступил одним из факторов затянувшегося падения оборота розничной торговли (Рисунок 48). Опубликованная Росстатом оценка индекса потребительской уверенности оказалась несколько лучше нашей предварительной оценки, сделанной по индексу Иванова Сбербанка СІВ, указав на снижение всего на 1 пункт по сравнению со вторым кварталом. Мы ожидаем стабилизации индекса уверенности потребителей при условии сохранения в ближайшее время стабильности на финансовых рынках (Рисунок 49).

**Рисунок 48** Оборот розничной торговли и реальная начисленная заработная плата (январь 2014=100, сезонность устранена)



Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

**Рисунок 49** Оборот розничной торговли (январь 2014 = 100) и индекс потребительской уверенности Росстата<sup>2</sup>



Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

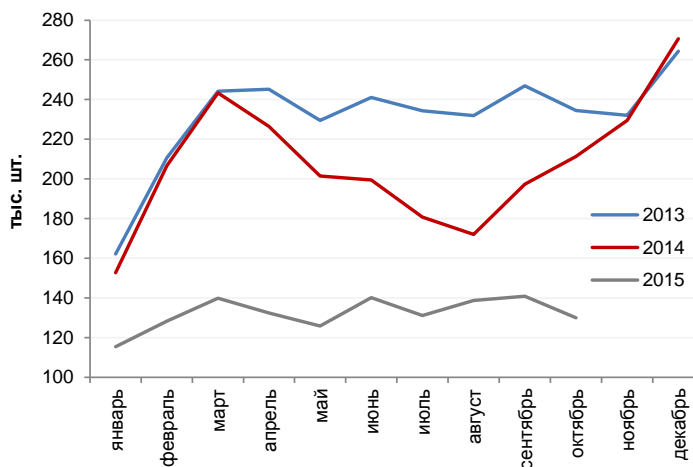
### 1.2.5. Рынок легковых автомобилей: новое ускоренное падение продаж в октябре

Опубликованные АЕБ данные по объемам продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей в Российской Федерации за октябрь свидетельствуют об **ускорении падения рынка в годовом выражении** за счет эффекта высокой базы конца 2014 года (Рисунок 50), как и прогнозировал ДИП в одном из предыдущих еженедельных бюллетеней. По сравнению с октябрём прошлого года продажи сократились на 38,5%. В октябре также наметилось **некоторое сжатие спроса** в сравнении с предыдущим месяцем (-7,3% с устраненной сезонностью, по оценкам ДИП). Скорее всего, это сжатие стало следствием временного увеличения продаж в августе–сентябре 2015 года за счет будущих периодов на фоне второй волны ослабления рубля. По результатам 10 месяцев 2015 года рынок новых легковых автомобилей, включая легкие коммерческие автомобили, упал на 33,6% г/г в количественном выражении.

По мнению ДИП, **динамика продаж новых легковых автомобилей продолжит ухудшаться в годовом выражении в ноябре–декабре**, отражая как эффект высокой базы, так и возможное дальнейшее сжатие внутреннего спроса.

<sup>2</sup> Оценка ДИП индекса потребительской уверенности Росстата на третий квартал сформирована с учетом опубликованных 7 октября данных потребительского индекса Иванова Sberbank CIB за третий квартал, которые указали на снижение потребительской уверенности на 10 пунктов по сравнению со вторым кварталом.

**Рисунок 50. Динамика продаж новых легковых автомобилей**



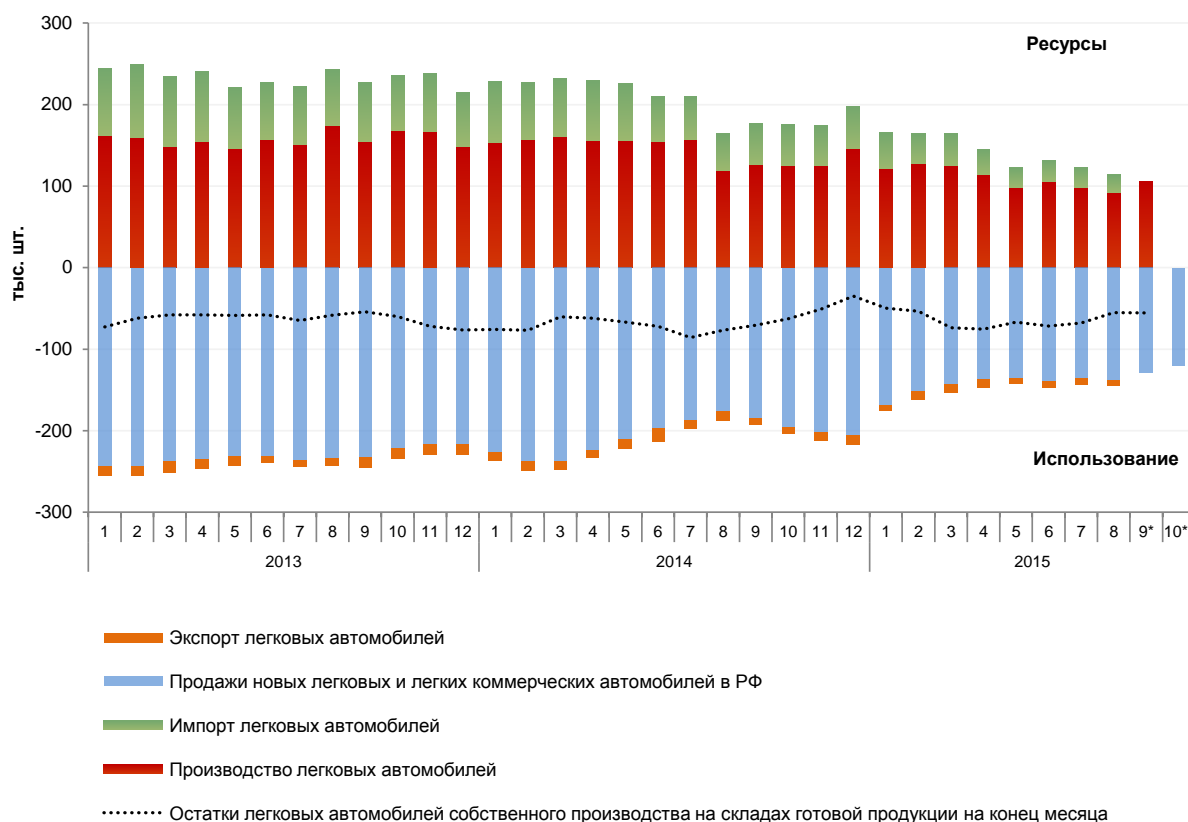
Источник: АЕБ

Сокращение экспорта легковых автомобилей за восемь месяцев 2015 года на 22,8% г/г. говорит о том, что отечественные **производители не смогли** воспользоваться ослаблением рубля и **расширить поставки** своей продукции на **внешние рынки** (Рисунок 51).

В соответствии с динамикой спроса снижается предложение, причем отечественное производство сокращается более медленными темпами, чем импорт автомобилей: за восемь месяцев 2015 года в годовом выражении было произведено легковых автомобилей на 28,3% меньше. Снижение импорта за тот же период достигло 52,7%. В результате **возросла доля автомобилей отечественной сборки в общем объеме предложения на внутреннем рынке**, то есть происходило **импортозамещение**.

Удовлетворение растущего спроса в августе–сентябре 2015 года происходило за счет сокращения остатков легковых автомобилей собственного производства. На конец сентября запасы продукции на складах оказались ниже средних за период с 2010 года.

**Рисунок 51. Динамика ресурсов и использования на рынке легковых автомобилей в Российской Федерации (с исключением сезонного фактора)**



\* Данные по экспорту и импорту за сентябрь 2015 года не опубликованы.

\*\* За октябрь 2015 года вышла статистика только по продажам автомобилей.

Источник: CEIC, сезонное сглаживание ДИП

### **1.2.6. Расходы бюджетной системы за три квартала оказали нейтральный эффект на реальный рост ВВП**

**Непроцентные бюджетные расходы на пике на 01.10.2015. За три квартала бюджетные расходы имели нейтральное влияние на реальный рост ВВП при ожидаемом отрицательном воздействии в четвертом. Улучшение равномерности расходования произошло за счет активного авансового финансирования госзакупок товаров и услуг.**

По данным Казначейства России и оценкам ВВП Экономической экспертной группы, скользящие за 12 месяцев непроцентные расходы бюджетной системы на 01.10.2015 составили 41% ВВП, превысив пик конца 2009 года, сопровождавшийся реализацией масштабных антикризисных мер (Рисунок 52). На конец года ожидается снижение показателя на 1,5 п.п. ВВП.

На 1.10.2015 сохраняется более высокая равномерность расходования бюджетных средств, чем в предыдущие годы. За январь–сентябрь непроцентные рас-

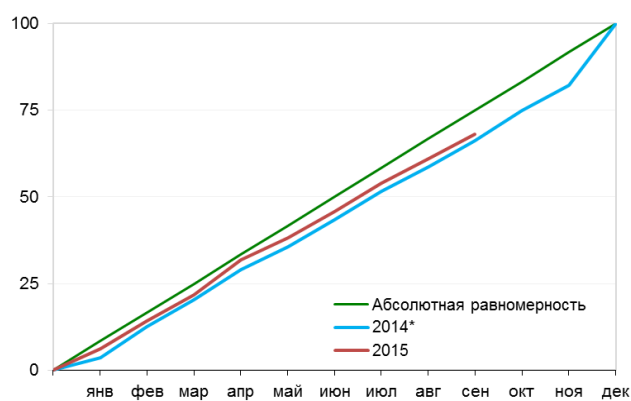
ходы бюджетной системы составили 37,2% ВВП, что на 3,7 п.п. выше, чем за аналогичный период 2014 года, в том числе, по оценкам, на 1,0 п.п. за счет изменившейся равномерности расходования. По оценкам, сделанным на основе данных Казначейства России по исполнению расходов в соответствии с экономической классификацией и данных Росстата по ВВП по использованию, за первые три квартала 2015 года динамика расходов бюджетной системы оказала нейтральный эффект на реальный рост ВВП. При этом мы предполагаем, что улучшение равномерности расходования средств связано с активным авансовым финансированием госзакупок товаров и услуг, что лишь частично трансформировалось в фактический рост их производства. В четвертом квартале 2015 года можно ожидать отрицательного влияния на реальный рост ВВП со стороны бюджетных расходов.

**Рисунок 52. Доходы и расходы бюджетной системы (в % ВВП, скользящие за 12 месяцев)**



Источники: Казначейство России, ЭЭГ Минфина России, расчеты ДИП  
\* Пунктиром обозначен прогноз ДИП

**Рисунок 53. Равномерность расходования средств бюджетной системы (накопленным итогом в течение года)**



Источники: Казначейство России, проект Основных направлений бюджетной политики на 2016-2018 годы, расчеты ДИП  
\* Без учета средств на докапитализацию АСВ в декабре

### 1.3. Инфляция по-прежнему остается на высоком уровне, инфляционные риски увеличились

#### 1.3.1. Замедление недельных темпов роста потребительских цен пока недостаточно для выхода на прогнозную траекторию снижения инфляции

Индикаторы текущей инфляции, построенные на основе недельных и среднедневных данных, отражают некоторое ослабление инфляционного давления. Вместе с тем высокие инфляционные ожидания и риски ухудшения геополитической обстановки создают предпосылки для сохранения инфляции на повышенном уровне.

За неделю с 24 по 30 ноября 2015 года потребительские цены продолжили замедление. Темп роста потребительских цен составил 0,1% н/н. Текущие индикаторы, построенные на основе недельных и среднедневных данных, отражают ослабление давления на инфляцию. Среднесуточный рост цен снизился до 0,022% за период с 1 по 30 ноября (с 0,023% за период с 1 по 23 ноября).

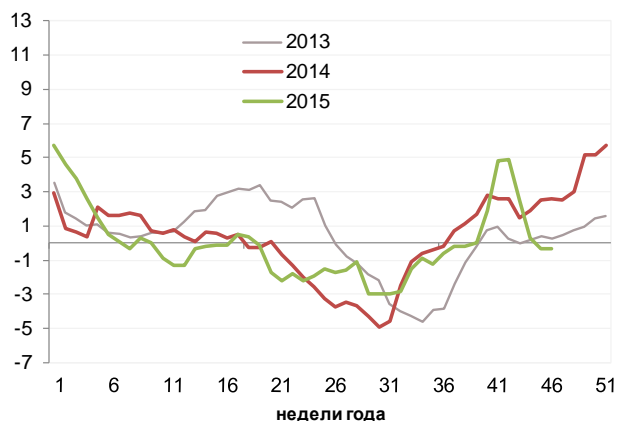
Сезонно сглаженная аннуализированная инфляция (инфляция, рассчитанная на год вперед исходя из среднесуточного темпа за отчетную неделю) составила 9,9% г/г, сезонно сглаженная скользящая 4-недельная инфляция снизилась до 8,1% (в расчете на год вперед), оставаясь на высоком уровне (Рисунок 54).

Рисунок 54. Еженедельные индексы цен, основанные на ценах 64 товаров и услуг, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 55. Недельный индекс цен на плодоовощную продукцию, % н/н



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Темп роста недельных потребительских цен с начала ноября составил 0,7% (0,8% в октябре 2015 года). Основной вклад в увеличение недельной инфляции внесли продовольственные товары, подверженные сезонным факторам, и удорожание импорта в связи с волатильностью рубля. Однако вклад плодоовощной продукции в недельную инфляцию резко снизился, что, возможно, говорит об ускорении инфляционных процессов, не связанных с сезонными факторами. Для обеспе-

чения выхода на траекторию целевого ориентира инфляции (4% г/г) средний ежемесячный темп индекс потребительских цен должен составить 0,33% м/м.

Профиль сезонности цен на плодоовощную продукцию в 2015 году показывает смещение цикла удешевления в более ранние месяцы по сравнению с данными за 2013 год (Рисунок 55). Значительное снижение цен в весенние месяцы 2015 года по сравнению с 2013 и 2014 годами обусловлено сокращением внутренних запасов и воздействием укрепления курса рубля в этот период на импортируемую плодоовощную продукцию. При этом дно предыдущих лет не достигается.

Политика импортозамещения способствовала возвращению динамики цен на данную товарную группу к тенденциям 2013 года в осенний период. Ключевым фактором динамики в декабре 2015 года в отсутствие валютных шоков станет сезонный фактор. **Ожидается, что дополнительный вклад плодоовощной продукции в рост цен не превысит 0,25 п.п. до конца года.**

**Прогноз ДИП годового изменения индекса потребительских цен на конец текущего года остается без изменений (12,7% г/г).**

### ***1.3.2. Ограничительные меры на импорт турецкой плодоовощной продукции повысят инфляционные риски***

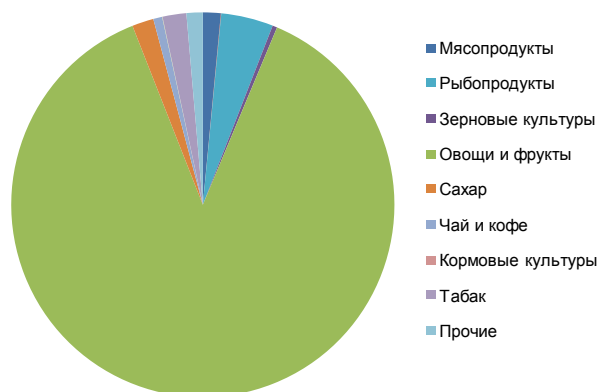
**Введение ограничительных мер на импорт турецких продовольственных продуктов может привести к дополнительному росту потребительских цен до 0,4 п.п. в 2015–2016 годах. Однако, представляя собой разовый ценовой шок, связанный с этим рост цен не повысит инфляцию в среднесрочной перспективе, если не ухудшатся инфляционные ожидания.**

По данным 2014 года, в структуре продовольственного экспорта Турции наибольший вес приходится на овощи и фрукты – 87,68% от общего объема продовольственного экспорта, рыбу и субпродукты из рыбы – 4,40%, табак и табачную продукцию – 2,01%, сахар и кондитерские изделия – 1,82% (см. Рисунок 56). Введение ограничительных мер на импорт турецких продуктов создает для России в краткосрочном периоде проблемы в секторе плодоовощной продукции. В настоящее время импорт из Турции составляет около 5% всего внутреннего российского рынка плодоовощной продукции, остальные продовольственные компоненты оказывают незначительное влияние на отечественный внутренний рынок продовольствия (см. Рисунок 57). Если ценовая эластичность предложения товаров будет на уровне 1,3%<sup>3</sup>, ожидаемый вклад сокращения импорта турецких товаров в инфляцию может составить до 0,4 п.п. к концу 2016 года. Усиление таможенного контроля за импортом из Турции по всей товарной номенклатуре создает дополнительные риски роста цен.

<sup>3</sup> Коэффициент эластичности выделен на основе результатов статьи: Burggraf, Kuhn et al. (2015) Economic Growth and Nutrition Transition: an Empirical Analysis Comparing Demand Elasticities for Foods in China and Russia // Journal of Integrative Agriculture. Vol. 14 (6). Pp.1008–1022.

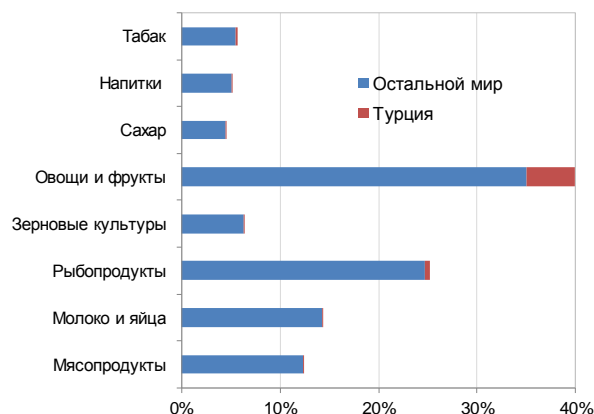


**Рисунок 56. Структура продовольственного экспорта Турции в Россию в 2014 году, %**



Источники: UNCTAD, расчеты ДИП

**Рисунок 57. Импорт продовольственной продукции в общем объеме предложения российского рынка в 2014 году, %**



Источники: UNCTAD, расчеты ДИП

### 1.3.3. Эффект переноса на цены усилился в 2014–2015 годах

**Эффект переноса валютного курса на цены возрос в странах с формирующимися рынками в 2014–2015 годах после периода снижения в 2000–2008 годах. В России величина эффекта переноса оценивается около 0,16 в 2014 – начале 2015 года.**

Величина эффекта переноса валютного курса на экономику является важным параметром денежно-кредитной политики в условиях высокой доли импорта в потреблении. Однако корректно оценить эффект переноса в России в 2015 году затруднительно вследствие недостаточно длительного периода функционирования экономики в условиях плавающего валютного курса.

По этой причине международные организации редко включают Россию в панельные модели, оценивающие эффект переноса валютного курса и рекомендуют ориентироваться на аналогичные по своим характеристикам страны с переходной экономикой. Оценки кумулятивного эффекта переноса в этих странах приведены ниже (см. Таблицу 1). Анализ результатов указанных эмпирических работ позволяет сделать вывод об ослаблении эффекта переноса в 2000–2008 годах в странах с формирующимися рынками по сравнению с 1970–1990 годами и усилении эффекта переноса в 2014–2015 годах.

Исходя из результатов эконометрического моделирования величина эффекта переноса динамики валютного курса на потребительскую инфляцию в настоящее время оценивается на уровне 0,16<sup>4</sup>. Продолжительность действия эффекта переноса составляет приблизительно 6 месяцев (см. Рисунок 58).

<sup>4</sup> С целью учета структурных изменений в экономике и перехода к режиму плавающего валютного курса эффект переноса динамики обменного курса рубля на индекс потребительских цен оценивал-

Таблица 1. Эффект переноса в странах с переходной экономикой

Тип модели	Период выборки	Количество стран в выборке	Период действия эффекта переноса	Кумулятивный эффект переноса	Источник
VAR	1975–2004	Отдельные уравнения для 12 стран	12 месяцев	0,02–0,60 в зависимости от страны	ECB (2007)
VAR	1990–2008	Отдельные уравнения для 14 стран	4 квартала	0,05–0,18 в зависимости от страны	BIS (2008)
Кривая Филлипса	2002–2014	Отдельные уравнения для 45 стран	4 квартала	0,01–0,34 в зависимости от страны	WB (2015)
VAR	1980–2014	Панельная выборка из 28 стран	12 месяцев	0,22 (0,4 при отсутствии режима инфляционного таргетирования)	IMF (2015)

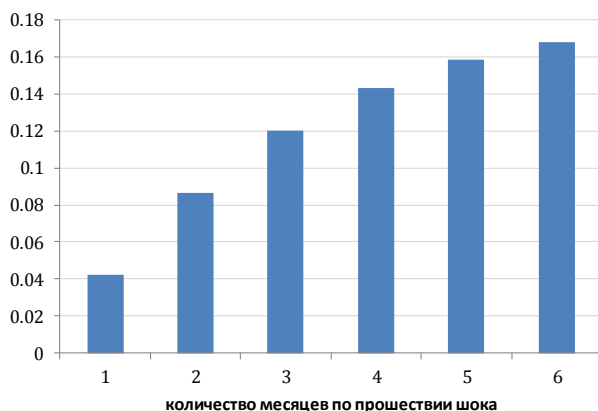
Наблюдавшееся в декабре 2014 года ослабление курса рубля отличается от обычной волатильности валютного курса – воспринимаемой как колебания вокруг среднесрочного равновесия под действием временных факторов. В декабре 2014 года, по гипотезе, произошло изменение равновесного уровня. Как показывают Devereux et al. (2003), в ситуации роста волатильности валютного курса производители в конкурентной среде не спешат изменять цены в ответ на наблюдаемое ослабление национальной валюты, беспокоясь о поддержании прежнего уровня относительных цен и доли рынка. Изменение уровня валютного курса, по гипотезе, не мешает производителям скорректировать цены из-за ожиданий аналогичных действий других производителей. В результате относительные цены и доля рынка не изменятся. При этом, однако, происходит увеличение эффекта переноса. Оценки эффекта переноса после больших девальваций (изменение уровня валютного курса), полученные в работе Burstein et al. (Large Devaluations and the Real Exchange rate, 2005) по эпизодам девальваций в Аргентине (2001), Бразилии (1999) и Азиатских стран в кризис 1997–1998 годов, указывают, что эффект переноса изменений номинального валютного курса к доллару в потребительские цены (через два года после изменения курса) составляет в среднем по восьми эпизодам 0,36. То есть сильно превышает обычные оценки. К сожалению, эконометрические методы не

ся при помощи вычисления векторной авторегрессии с изменяющимися во времени коэффициентами (TVP-VAR, от англ. time-varying parameter vector autoregression). В качестве основных эндогенных переменных использовались инфляция, промышленное производство, средний номинальный курс доллара к рублю и краткосрочная процентная ставка межбанковского рынка.

могут идентифицировать увеличение эффекта переноса в России в течение 2015 года.

Декомпозиция вклада курса рубля в инфляцию в России представлена ниже (см. Рисунок 59)

**Рисунок 58. Кумулятивный отклик потребительской инфляции на 1%-ный шок курса рубля к доллару, п.п.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 59. Вклад изменения валютного курса доллара к рублю в изменение ИПЦ, п.п**



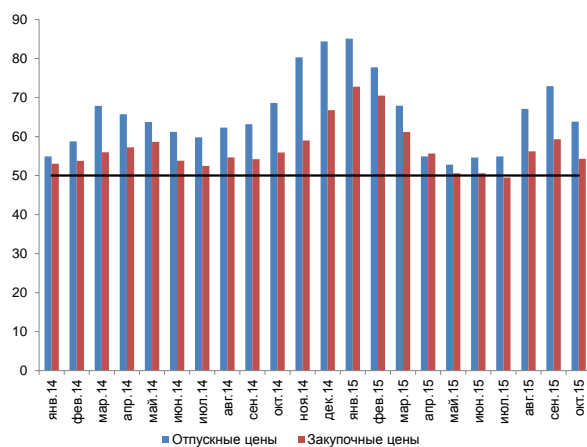
Источники: Росстат, расчеты ДИП

### **1.3.4. Ценовые компоненты PMI в обрабатывающей промышленности: проинфляционный эффект курсовой динамики в третьем квартале, скорее всего, исчерпан**

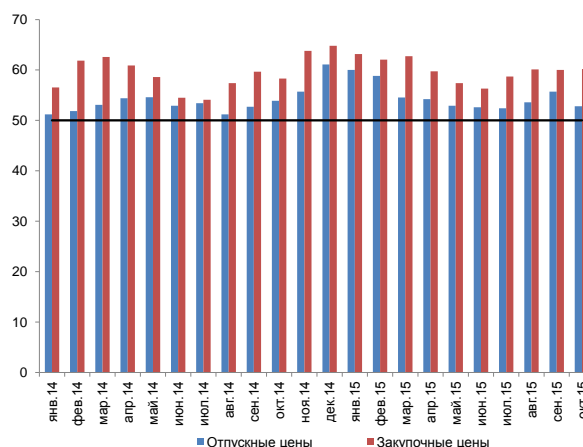
Ноябрьская динамика ценовых компонентов PMI указала на продолжение роста закупочных и отпускных цен в обрабатывающем секторе промышленности. Однако на увеличение цен в отчетном месяце указала меньшая доля менеджеров-респондентов (сильное снижение доли респондентов, отметивших рост цен, зафиксировано в категории закупочных цен, что особенно важно для будущей инфляционной динамики).

Эпизоды снижения курса рубля во втором полугодии 2014 года и третьем квартале 2015 года сопровождались более высокими колебаниями цен в обработке, что может объясняться более высокой долей импортного сырья у производителей обрабатывающего сектора, а также потенциалом для наценок на конечную продукцию по сравнению с более конкурентной сферой услуг: рост отпускных цен на продукцию обрабатывающих отраслей в периоды шоков в 2014 и 2015 годов, как показывают данные, заметно опережал закупочные цены (Рисунок 60).

Аналогичной описанной выше картины для ценовых компонент PMI сферы услуг не прослеживается: динамика доли менеджеров, сообщающих о росте отпускных цен, в большей степени соответствует изменению доли респондентов, указывающих на увеличение закупочных цен (Рисунок 61).

**Рисунок 60. Ценовые компоненты PMI в обрабатывающем секторе**

Источники: Markit, Bloomberg

**Рисунок 61. Ценовые компоненты PMI в сфере услуг**

Источники: Markit, Bloomberg

Несмотря на то, что шоки валютного курса в конце 2014 и середине 2015 года были сопоставимы по магнитуде, индексы PMI в ходе последнего эпизода ослабления не достигли уровней прошлого года. Мы связываем это с тем, что значительная доля продавцов скорректировала цены на продукцию в конце 2014 – начале 2015 года и не повышала их в ответ на курсовые колебания в третьем квартале 2015 года (возможно, основываясь на допустимых пределах наценок).

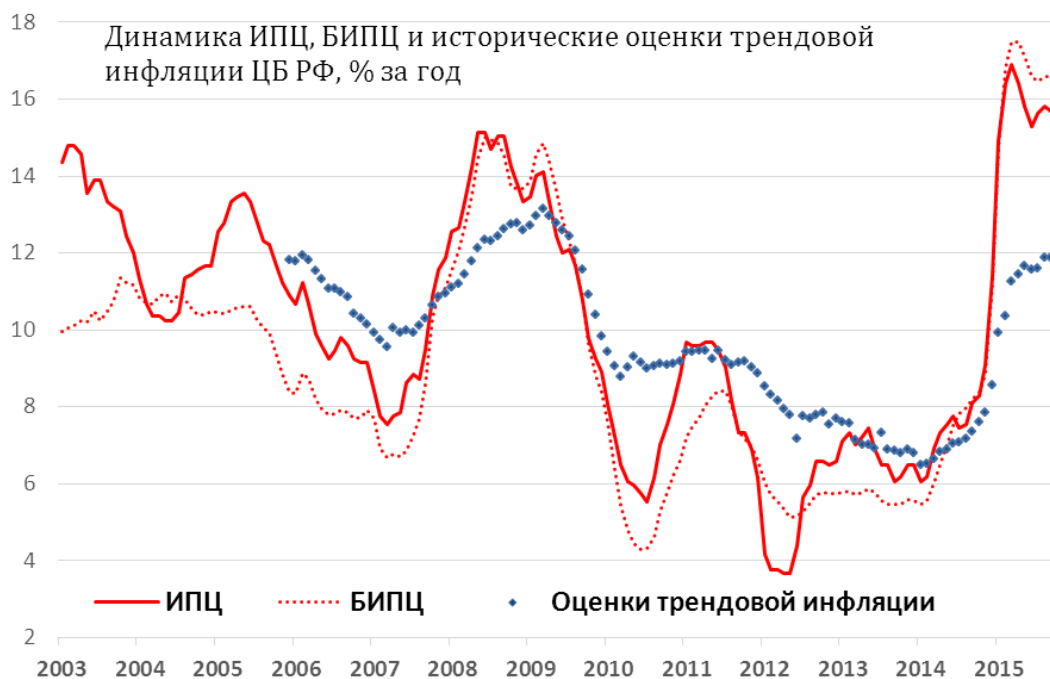
Необходимо также отметить, что локальные максимумы индексов в 2014–2015 годах приходились на периоды пикового ослабления курса рубля или не более месяца после него. Данное наблюдение косвенно свидетельствует в пользу гипотезы о краткосрочном характере переноса недавних шоков валютного курса в цены, а также о том, что инфляционные последствия летнего ослабления рубля, вероятно, исчерпаны. Таким образом, в случае отсутствия значимых потрясений на финансовых рынках в ноябре–декабре существенных инфляционных рисков инфляции со стороны курсовой динамики до конца 2015 года не предвидится.

### 1.3.5. Трендовая инфляция пока не показывает признаков замедления

Оценка годовых темпов трендовой инфляции<sup>5</sup> в октябре осталась на уровне 11,9%. При сохранении текущих тенденций динамики цен и денежных агрегатов мы ожидаем постепенного снижения оценок трендовой инфляции. Вместе с тем **сохранение в течение продолжительного времени трендовой инфляции на высоком, превышающем ключевую ставку, уровне может привести к закреплению высоких инфляционных ожиданий.**

<sup>5</sup> В качестве уровня трендовой инфляции используется медианное значение из трех оценок, полученных на основе выделения ненаблюдаемой общей компоненты из набора ценовых показателей с помощью динамических факторных моделей. Метод оценки трендовой инфляции описан в докладе об экономических исследованиях в Банке России: Дерюгина Е., Пономаренко А., Синяков А., Сорокин К. Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России. 2015. № 4.

Рисунок 62



Источники: Росстат, оценки Банка России

### 1.3.6. Цены производителей возобновили рост

**Динамика цен производителей создает предпосылки для ускорения роста потребительских цен в конце 2015 года.**

В октябре цены производителей промышленных товаров выросли на 1,8% м/м (снижение в сентябре составило 1,1% м/м). Годовой темп роста цен производителей увеличился с 12,7% г/г в сентябре до 14,2% г/г в октябре текущего года.

Анализ отдельных компонент внутренних цен производителей промышленных товаров показывает, что **наиболее быстрое ускорение роста цен в октябре 2015 года произошло в добывающей промышленности** (Рисунок 63). Темп роста цен в добывающей промышленности составил 17,1% г/г (6,5% м/м), в обрабатывающей промышленности – 14,4% г/г (14,3% м/м), в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды – 8,9% г/г (2,0% м/м).

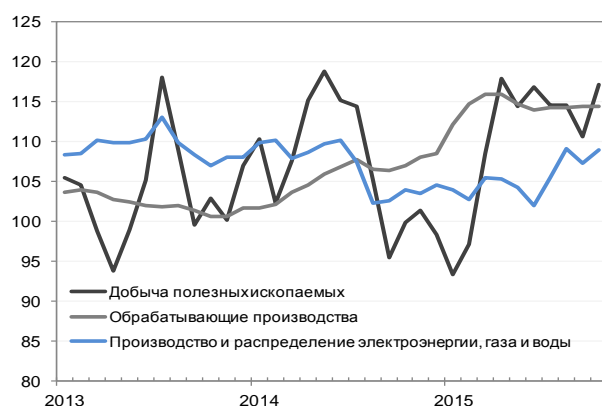
Вклад обрабатывающей промышленности в годовой индекс цен производителей за указанный период составил 9,7 п.п. (9,6 п.п. в сентябре), вклад добычи полезных ископаемых – 3,5 п.п. (2,1 п.п. в сентябре), вклад производства и распределения электроэнергии, газа и воды – 1,1 п.п. (0,95 п.п. в сентябре). В итоге, вклад всех компонент в годовую инфляцию производителей увеличился по сравнению с предыдущим месяцем (Рисунок 64).

Цены производителей добывающей промышленности в октябре 2015 года существенно выросли по сравнению с сентябрем 2015 года, что обусловлено возрастанием вклада добычи полезных ископаемых. Наибольший рост цен наблюдался в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых – 7,0% м/м (16,0% г/г) – преимущественно за счет роста цен в добыче сырой нефти – на 7,0% м/м (16,0% г/г) и попутного газа и металлических руд – на 3,3% м/м (33% г/г). Основным фактором роста цен в указанных отраслях стало увеличение издержек производства.

Динамика цен производителей обрабатывающей промышленности определяется ценами в секторе потребительских (пищевая промышленность, текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и производство обуви) и инвестиционных товаров (строительные материалы, машины и оборудование, готовые металлические изделия, обработка древесины). Наибольший вклад в годовые темпы роста цен производителей обрабатывающей промышленности внесла пищевая промышленность (2,4 п.п.) (Рисунок 65).

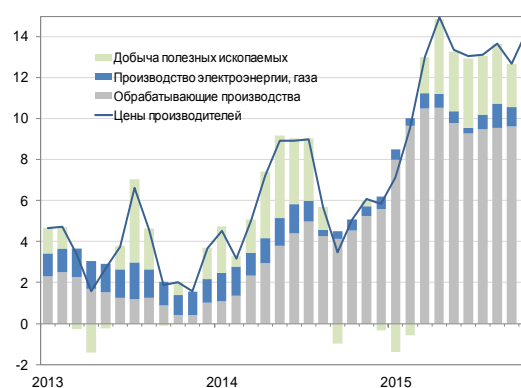
Цены на пищевые продукты увеличились на 0,8% м/м (после 1,2% м/м в сентябре 2015 года). Годовые темпы роста также увеличились до 18,3% г/г с 17,9% г/г в предыдущем месяце (Рисунок 68). Темпы роста цен производителей легкой промышленности (текстильное и кожевенное производство) с 15,6 до 16,4% г/г в октябре 2015 года. Темпы роста цен производителей легковых автомобилей увеличились с 18,9% г/г в сентябре до 19,2% г/г в октябре 2015 года. Текущие тенденции в секторе потребительских товаров закладывают предпосылки для дальнейшего роста индекса цен производителей в ноябре–декабре 2015 года и увеличения непродовольственной инфляции.

**Рисунок 63. Динамика цен производителей в отдельных отраслях промышленности, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 64. Вклады отдельных отраслей промышленности в цены производителей, % г/г**



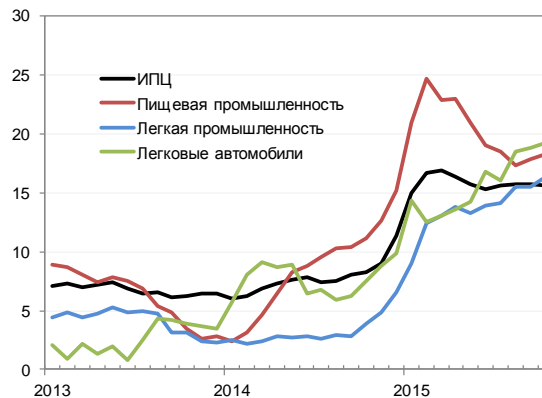
Источники: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 65. Вклады отдельных видов экономической деятельности в цены производителей, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

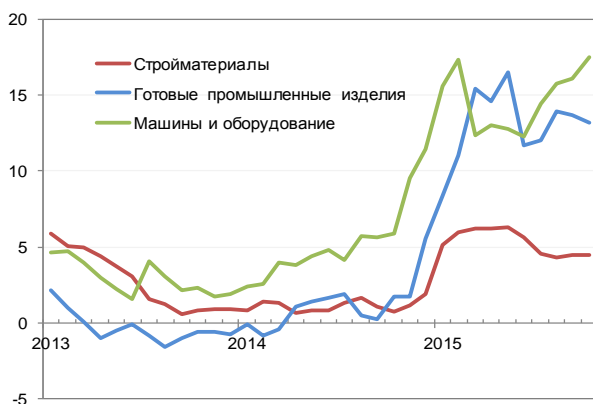
**Рисунок 66. Динамика цен производителей потребительских товаров, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

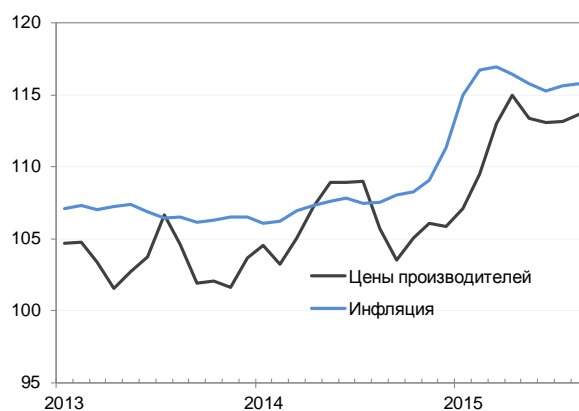
Цены производителей инвестиционных товаров показали в октябре 2015 года разнонаправленную динамику (Рисунок 67). **Вклад инвестиционных товаров в годовые темпы роста цен производителей в октябре составил 1,4 п.п.** Темпы роста цен производителей на строительные материалы составили в октябре 2015 года 4,5% г/г (снижение 0,1% м/м), на готовые металлические изделия – 13,2% г/г (0,3% м/м), на машины и оборудование – 17,2% г/г (1,3% м/м). Темпы роста цен в секторе сохраняют медленный рост благодаря низкому инвестиционному спросу.

**Рисунок 67. Динамика цен производителей отдельных инвестиционных товаров, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 68. Индексы цен потребителей и производителей, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы и прогнозы

### 2.1. Краткосрочная оценка ВВП: глубина спада в 2015 году будет меньше, чем ожидалось ранее

**Текущая статистика свидетельствует об отсутствии сильных негативных сигналов в динамике большинства показателей реального сектора и, в частности, промышленного производства.**

Индексная оценка ВВП<sup>6</sup> для четвертого квартала 2015 года в октябре была улучшена, во многом вследствие того, что первая оценка Росстата динамики ВВП в третьем квартале (-4,1 г/г) оказалась лучше модельных ожиданий. Исходя из этого рост ВВП в третьем квартале, по нашим оценкам, составил 0,2–0,5% к/к в годовом выражении с устраненной сезонностью. Тем не менее модельная оценка говорит о возобновлении снижения ВВП в четвертом квартале на 4,3% г/г и на 0,6% к/к в годовом выражении.

Существенного расхождения между краткосрочной оценкой по модельной спецификации с полным набором объясняющих показателей и спецификацией с показателями реального сектора в рамках текущей прогнозной итерации зафиксировано не было<sup>7</sup>.

Максимальный отрицательный вклад в оценку динамики ВВП за четвертый квартал внесли показатели жилищного строительства, оборота розничной торговли, а также диффузных индексов РЭБ. Сохранение цен на нефть на данном уровне увеличит риски дальнейшего ухудшения модельной оценки прироста ВВП в текущем и ближайших двух кварталах.

Модельная оценка прироста ВВП в 2015 году, сформированная на базе первой краткосрочной оценки за четвертый квартал, составляет -3,9% и соответствует верхней (лучшей) границе диапазона текущего официального прогноза Банка России. Оценка по модели на скользящий год до второго квартала 2016 года составляет -3,1%. Тем не менее статистика за ноябрь и декабрь может в дальнейшем скорректировать указанные оценки.

<sup>6</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 прогнозов 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. 2015. № 2.

<sup>7</sup> См. О чем говорят тренды. 2015. № 6.

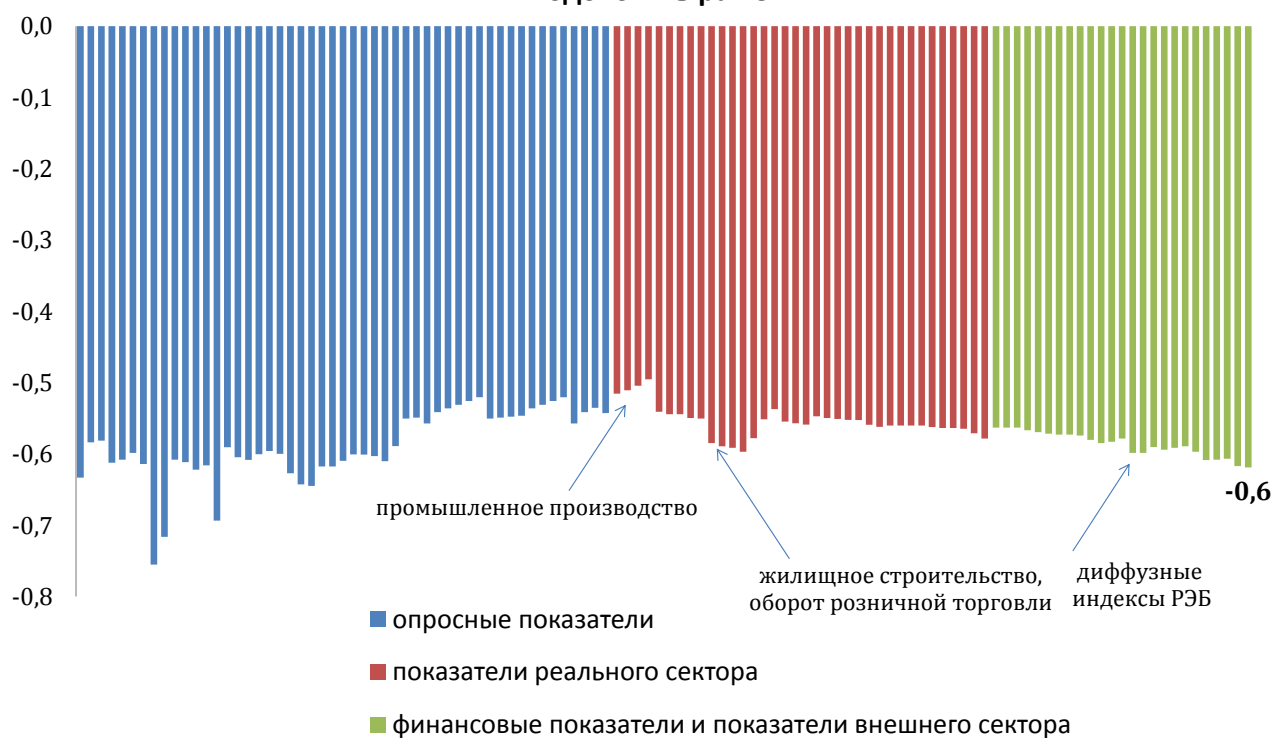


Таблица 2. Индексная оценка динамика ВВП России

	Ноябрь		Октябрь	
	В % к предыдущему кварталу, в годовом выражении	В % к соответствующему кварталу предыдущего года	В % к предыдущему кварталу, в годовом выражении	В % к соответствующему кварталу предыдущего года
IV квартал 2015 г.	-0,6	-4,3	-0,9	-4,7
I квартал 2016 г.	0,0	-2,3	0,6	-3,4
II квартал 2016 г.	0,5	0,0	-	-

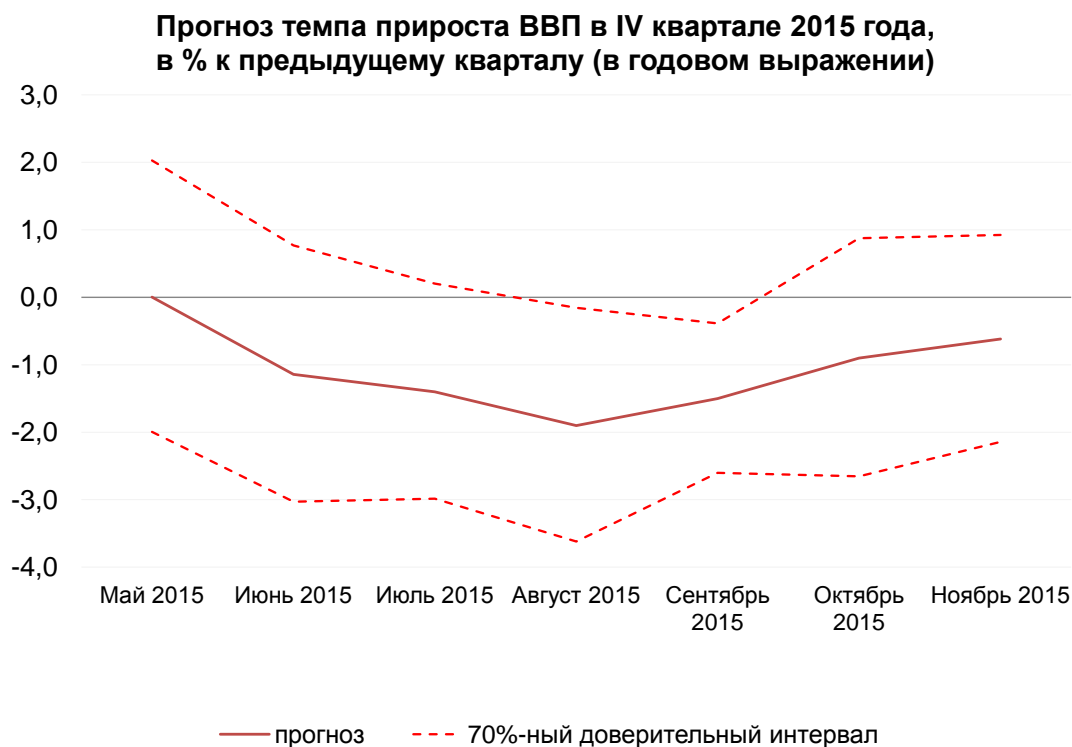
Рисунок 69

Изменение сентябрьской оценки прироста ВВП на IV квартал 2015 г. по мере включения в модель новых показателей (п.п.) в годовом выражении



Источник: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 70



Источники: расчеты ДИП

Рисунок 71



Источники: Росстат, расчеты ДИП

## 2.2. Текущие прогнозы финансовых аналитиков – участников рынка

### ВВП

Данные консенсус-прогнозов Bloomberg по состоянию на 27 ноября показывают, что большинство финансовых аналитиков ожидают спада экономики по итогам года в пределах 4,0%. Ноябрьская медианная оценка прироста ВВП в 2015 году составила -3,8% (по сравнению с 4,0% месяцем ранее) (Рисунок 72). По нашему мнению, весомым основанием для улучшения прогноза по ВВП послужила опубликованная 11 ноября предварительная оценка Росстата по ВВП в третьем квартале, которая в целом оказалась лучше ожиданий рынка. Согласно оценкам ДИП, прирост ВВП в третьем квартале с сезонной корректировкой составил 0,1%. При соответствующей динамике экономической активности в четвертом квартале прирост ВВП в 2015 году составит 3,8%. Три респондента ожидают спада в 2015 году менее чем на 3,5%, что, скорее всего, произойдет только в случае начала полноценного восстановления экономики до конца года.

Значительная часть респондентов продолжает, как и месяцем ранее, прогнозировать спад на уровне 4,0% по итогам года. Это, скорее всего, связано с тем, что отдельные аналитики не корректируют свои прогнозы в пределах долей процента, а сообщают, как правило, округленные значения. Таким образом, данные прогнозы в свете опубликованных на текущий момент данных скорее стоит трактовать как умеренно нейтральные, нежели пессимистичные. В свою очередь, пять респондентов, чьи оценки по 2015 году ниже 4-процентного уровня, по-прежнему видят риски для замедления ВВП в текущем квартале.

Рисунок 72



Рисунок 73



### Инфляция

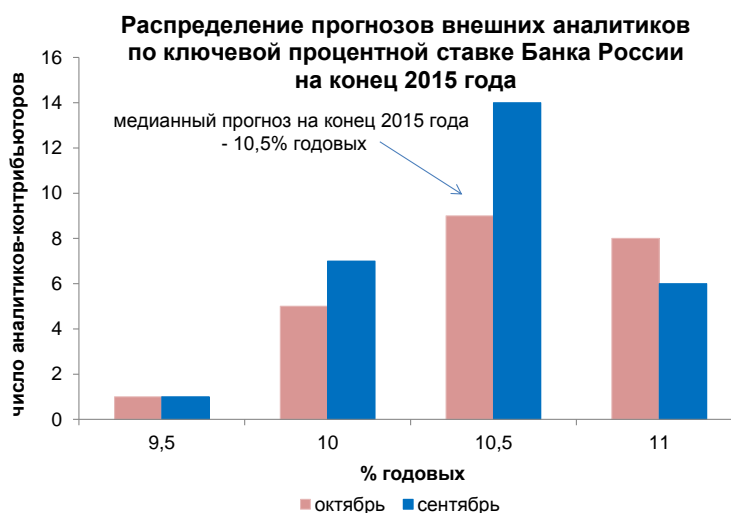
Медианный прогноз потребительской инфляции на конец 2015 года по состоянию на 27 ноября составляет 12,9%, что выше октябрьских данных Bloomberg (12,6%). По результатам динамики потребительских цен в ноябре

прогноз большинства аналитиков по итогам года остался в интервале 12,0–13,0%, однако заметно переместился в верхнюю часть указанного интервала (Рисунок 73). Как следствие, за прошедший месяц аналитики в среднем **переоценили инфляционные риски** сторону повышения.

### Ключевая процентная ставка Банка России (на конец четвертого квартала)

Несмотря на сохраняющиеся риски со стороны инфляционных ожиданий, большинство аналитиков видят предпосылки для снижения Банком России на 50 б.п. ключевой процентной ставки на заседании Совета директоров Банка России 11 декабря. При этом за последний месяц распределение прогнозов по ключевой ставке Банка России заметно уплотнилось. Это связано прежде всего с тем, что опрос Bloomberg месячной давности предшествовал решению Банка России по ставке в конце октября, и отдельные эксперты на тот момент ожидали более активного смягчения денежной политики со стороны Банка России до конца года.

Рисунок 74



Источники: Bloomberg, расчеты ДИП

## 2.3. Сводный опережающий индекс

### Опережающие индикаторы плавно стабилизируются

**Композитный индекс деловой активности**, рассчитанный методом главных компонент по 30 опережающим индикаторам (в том числе данных Росстата, индексов PMI, диффузных индексов РЭБ), несколько понизился по состоянию на середину ноября (Рисунок 75). Основным источником указанного снижения послужили текущие данные по отдельным диффузным индексам РЭБ в части динамики деловой активности и запасов, которые незначительно снизились за прошедший месяц. Наши расчеты показывают, что динамика первой главной компоненты опережаю-

щих индикаторов деловой активности на 65–70% определяется показателями PMI в обрабатывающем секторе и сфере услуг.

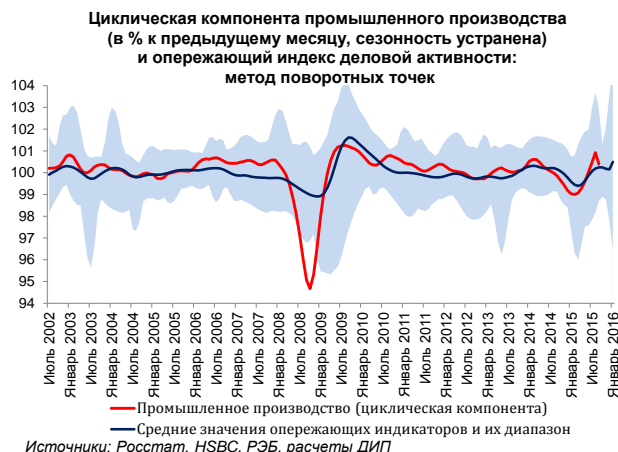
**Сводный опережающий индикатор деловой активности**<sup>8</sup> более отчетливо по сравнению с предыдущим месяцем указывает на восстановление промышленного производства в первом квартале 2016 года (Рисунок 76). До конца года индекс прогнозирует сохранение динамики циклической компоненты выпуска вблизи нулевых значений. При этом циклическая компонента промышленного производства в октябре, вычисленная на базе опубликованных на отчетной неделе данных Росстата, несколько снизилась. Однако это снижение было незначительным, несмотря на существенный рост циклической компоненты в октябре, который, по нашему мнению, мог быть несколько переоценен из-за кратковременного октябрьского всплеска в обрабатывающих производствах. Как следствие, степень циклического подъема в прошлом месяце, возможно, была переоценена нами в меньшей степени, чем предполагалось ранее.

Оптимистичность наших прогнозов в отношении будущего восстановления деловой активности сдерживается тем, что отдельные индикаторы (прежде всего показатели экономической активности в обрабатывающем секторе) могут временно, на период происходящей в российской экономике структурной перестройки, терять опережающие свойства, которые были установлены нами на ретроспективных данных.

Рисунок 75



Рисунок 76



<sup>8</sup> 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.

### 3. В фокусе. Прогноз государственных финансов России: требуется сокращение бюджетных расходов в реальном выражении

Прогноз основных показателей бюджетной системы, подготовленный на основе базового сценарного прогноза<sup>9</sup>, показывает, что в ближайшие годы продолжится снижение бюджетных доходов в % к ВВП. При этом расходы должны снижаться опережающими темпами из-за необходимости уменьшения дефицита бюджета. Резервный фонд и значительная часть ФНБ будут израсходованы к концу 2018 года, госдолг стабилизируется на уровне около 20% ВВП. Основные бюджетные риски связаны с возможным сохранением цены на нефть на уровне ниже 50 долл./барр. и проблематичностью снижения расходов в требуемых масштабах. Возможен существенный рост дебиторской задолженности региональных и местных бюджетов в условиях жестких бюджетных ограничений.

**Доходы.** Ожидается значительное снижение доходов бюджетной системы с 36,4% от ВВП в 2015 году до 34,2% в 2018 году (Рисунок 77). Это прежде всего связано с уменьшением нефтегазовых поступлений вследствие относительно стабильного курса рубля и низких цен на нефть, использованных в расчетах. Скорее всего, ненефтегазовые доходы также уменьшатся из-за снижения поступлений от неналоговых компонентов (уменьшение доходов от размещения средств суверенных фондов вследствие снижения их величины; уменьшение поступлений от ввозных пошлин из-за сокращения ставки импортного тарифа и др.). По сравнению с прогнозом Минфина России на 2016 год наши оценки доходов несколько выше за счет ненефтегазовой части, что может быть объяснено более высокой базой 2015 года, на которой строились расчеты. Нефтегазовые доходы, наоборот, ниже, что, по всей видимости, связано с использованием более низкой прогнозной цены на нефть в последние месяцы 2015 года и в первом квартале 2016 года в наших расчетах. Доходы региональных бюджетов меньше подвержены риску снижения из-за экономических причин. Однако высокое давление на расходы федерального бюджета может привести к большей централизации доходных источников.

**Дефицит.** В среднесрочном периоде необходимо существенно сократить дефицит бюджетной системы, который, по оценкам ДИП, составит по итогам 2015 года 4,1% ВВП, и перейти к уровню дефицита, способствующему достижению долгосрочной устойчивости государственных финансов, стабилизации государственного долга на приемлемом уровне при сохранении определенного запаса финансовых резервов. Исходя из позиции Минфина России необходимо снижение дефицита

<sup>9</sup> Сценарные условия предполагают поддержание цены на нефть Urals на уровне 50 долл./барр. со второго квартала 2016 года, относительную стабильность курса рубля к бивалютной корзине, снижение ВВП на 0,9% в 2016 г. и рост на 1,6–1,8% в 2017–2018 годах, последовательное снижение инфляции до 4% к концу 2017 года.

федерального бюджета до 2% ВВП в 2017 году и 1% ВВП в 2018 году при дефиците бюджетной системы 2,7 и 1,5% ВВП соответственно.

**Расходы.** Задача сокращения дефицита обуславливает необходимость опережающего снижения расходов по сравнению с доходами: с 40,5% ВВП в 2015 году до 35,7% ВВП в 2018 году (что соответствует уровню расходов 2011 года и на 1,5 п.п. ВВП выше уровня расходов 2007–2008 годов). В номинальном выражении расходы бюджетной системы практически не увеличиваются, в реальном – снижаются на 10% в 2018 году относительно 2015 года. В структуре расходов бюджетной системы потребуются масштабная оптимизация расходов на конечное потребление (Рисунок 78). Это потребует снижения расходов на оплату труда в результате сокращения занятости в государственном секторе при умеренной индексации зарплат. Также потребуются существенный рост эффективности госзакупок товаров и услуг при снижении объемов финансирования. В рамках прогнозных параметров дефицита бюджета проблематично возобновление перечислений в накопительную часть пенсионной системы. При этом расходы на социальное обеспечение в 2018 году в процентах к ВВП сохраняются на уровне 2015 года.

**Источники финансирования дефицита.** По нашим расчетам, Резервный фонд будет полностью использован на финансирование бюджетного дефицита к середине 2017 года, после чего начнется использование средств Фонда национального благосостояния (ФНБ). На конец 2018 года ФНБ составит 2,5% ВВП, из которых ликвидные средства составят 1% ВВП, а остальные средства будут инвестированы в (текущие) проекты напрямую и через ВЭБ (Рисунок 79). Долг бюджетной системы стабилизируется на уровне близком к 20% ВВП, увеличиваясь темпом несколько выше темпа роста номинального ВВП (Рисунок 80)<sup>10</sup>.

**Риски.** Для доходной части бюджета основным риском относительно представленных расчетов является продолжительное нахождение цены на нефть Urals на уровне существенно ниже 50 долл./барр.<sup>11</sup> Для расходной части основной риск – проблематичность сокращения расходов в требуемом объеме. Более того, от правительства может потребоваться оказание масштабной финансовой поддержки ВЭБу для списания плохих долгов, что увеличит госдолг и (или) уменьшит ФНБ. Существенное увеличение налогов и сборов, а также повышение пенсионного возраста представляются маловероятными до 2019 года. Полное использование средств ФНБ видится нецелесообразным – это оставило бы правительство без ре-

<sup>10</sup> Оценки источников финансирования федерального бюджета (за исключением использования средств суверенных фондов) подготовлены на основе материалов Минфина России со следующими корректировками: ежегодные внешние заимствования – 1,5 млрд долл., чистые внутренние займы в 2017–2018 годах остаются на уровне 2016 года – 300 млрд руб., при этом спрос обеспечивается преимущественно нерезидентами без предоставления существенных премий при первичном размещении для снижения эффекта вытеснения частных заимствований, чистые кредиты регионам последовательно снижаются с 210 млрд руб. в 2015 году до 100 млрд руб. в 2018 году. Предполагается рост гарантий темпом роста номинального ВВП.

<sup>11</sup> По нашим оценкам, цена нефти Urals, балансирующая федеральный бюджет, составит 68–69 долл./барр. в 2015 и 2016 годах, а сокращение дефицита в рассматриваемом объеме позволит к 2018 году снизить ее до 58 долл./барр. (в расчетах учитывается эффект переноса цены на нефть на обменный курс).

зервов и снизило привлекательность России и государственных ценных бумаг в глазах инвесторов.

Основным источником покрытия рисков выступают дополнительные заимствования. В качестве резервного источника финансирования, по словам министра финансов А. Силуанова, также рассматривается продажа госактивов. В условиях жестких бюджетных ограничений возможен существенный рост дебиторской задолженности региональных и местных бюджетов – это еще один риск для бюджетной системы. В рамках прогнозируемых параметров дефицита бюджета и с учетом рисков проблематично возобновление перечислений в накопительную часть пенсионной системы.

**Цикличность бюджетной политики**<sup>12</sup>. По нашим оценкам, в 2015 году произойдет рост структурного нефтегазового первичного дефицита на 0,4 п.п., до 11,5% ВВП, что при увеличении отрицательного разрыва выпуска позволяет характеризовать бюджетную политику как контрциклическую. В последующие годы ожидается постепенное сокращение структурного нефтегазового первичного дефицита. При этом в 2016 году в условиях роста отрицательного разрыва выпуска бюджетная политика будет носить проциклический характер, а в 2017–2018 годах в условиях ожидаемого закрытия отрицательного разрыва выпуска – контрциклический.

**Влияние на экономический рост.** Расчеты с использованием оцененных нами фискальных мультипликаторов для российской экономики показывают, что в 2015 году воздействие на рост совокупного спроса со стороны сектора государственных финансов будет положительным и равным 1 п.п. ВВП, в 2016 году будет близким к нулю, а в 2017–2018 годах – отрицательным, на уровне около -0,3 п.п. ВВП.

Рисунок 77

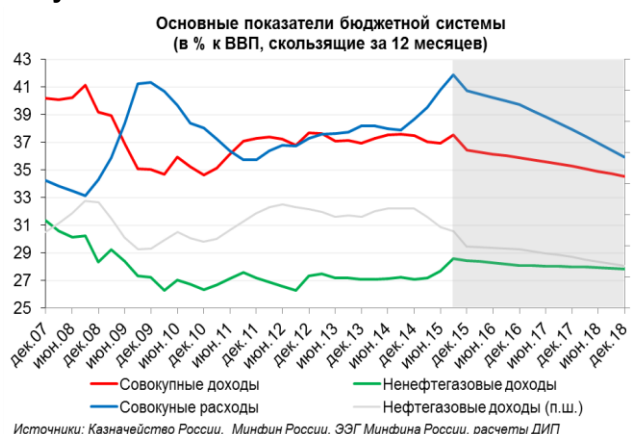
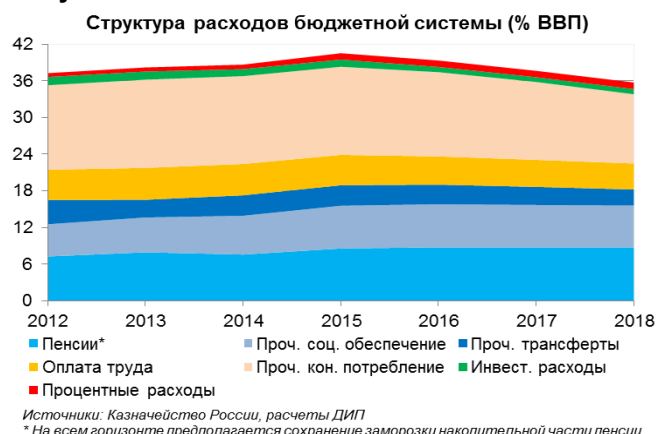


Рисунок 78



<sup>12</sup> Контрциклическая, или стабилизирующая, бюджетная политика требует ужесточения бюджетной политики в период перегрева и смягчения в условиях спада. Динамика структурного нефтегазового первичного дефицита (совокупный дефицит, очищенный от нефтегазовых поступлений, чистых процентных платежей, однократных зачислений и доходов, зависящих от изменения экономической активности) определяет жесткость бюджетной политики, а изменение разрыва выпуска используется в качестве индикатора фазы экономического цикла. Подробнее см. Vlasov S. (2011) Russian fiscal framework: past, present and future. Do we need a change? // BOFIT Online. № 5.



Рисунок 79

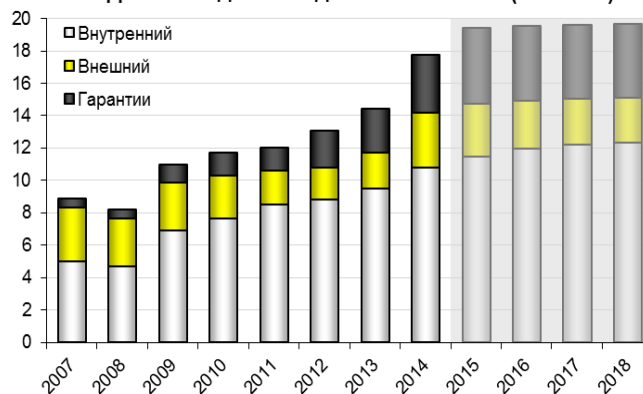
Использование средств Резервного фонда (РФ) и ФНБ (млрд. руб.) для финансирования дефицита



Источники: Минфин России, расчеты ДИП

Рисунок 80

Динамика долга бюджетной системы (в % ВВП)



Источники: Минфин России, расчеты ДИП

## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Сергей Власов

Елена Дерюгина

Артем Заигрин

Екатерина Ильичева

Наталия Карлова

Дмитрий Крепцев

Анна Крупкина

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Сергей Селезнев

Андрей Синяков