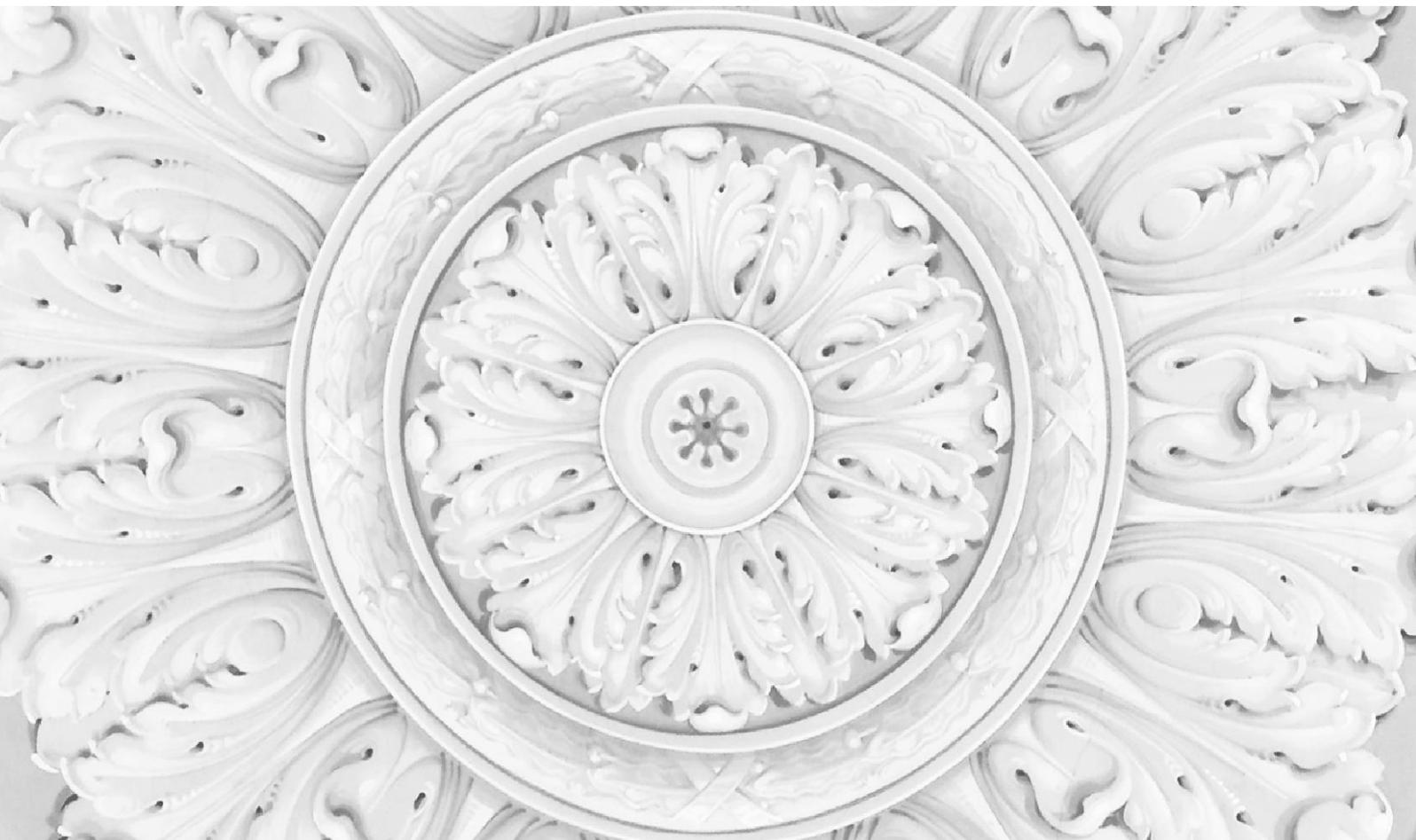




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Март 2017

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 2 (14)**

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

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	4
1.1. Инфляция	4
1.1.1. Инфляция продолжила снижение к цели в феврале	4
1.1.2. Ценовые индексы PMI: снижение отпускных цен в обрабатывающей промышленности	6
1.1.3. Ожидания аналитиков по инфляции продолжают сближаться с целевым уровнем Банка России	7
1.1.4. Наблюдаемая инфляция среди низкодоходных слоев населения как фактор повышенных инфляционных ожиданий	8
1.2. Экономическая динамика	9
1.2.1. Промышленное производство: продолжение роста в январе	9
1.2.2. Восстановление потребления на фоне роста потребительских настроений	11
1.2.3. Снижение нормы сбережений в 2016 году	14
1.2.4. Ускорение роста реальных зарплат при стабилизации безработицы	17
1.2.5. Восстановление импорта продолжается на фоне укрепления рубля	19
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	20
1.3.1. Глобальная экономика: «ястребиный» настрой ФРС	20
1.3.2. Финансовые рынки: рынки акций обновляют рекорды	26
1.3.3. Товарные рынки: неустойчивая стабилизация	29
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	33
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	33
2.1.1. Глобальные PMI: продолжение уверенного роста деловой активности	33
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	34
2.2.1. Перспективы роста ВВП продолжают улучшаться	34
3. В фокусе. О «спекулянтах» или роли нерезидентов в укреплении рубля	35

Краткое содержание

1. Итоги

- Инфляция стала снижаться несколько быстрее прогнозной динамики Банка России на фоне благоприятных внешнеэкономических и финансовых условий и проведения умеренно-жесткой денежно-кредитной политики. Экономическая активность сохранила устойчивую позитивную динамику, укрепив тенденцию восстановительного роста. Существующий баланс рисков говорит в пользу очень плавного смягчения денежно-кредитной политики, которая должна оставаться умеренно жесткой.
 - В феврале отклонение инфляции от целевой траектории значительно сократилось, существенно повысив вероятность достижения цели в 4% в конце 2017 года. Этому способствовали умеренно жесткая денежно-кредитная политика и укрепление рубля. Тем не менее, в условиях повышенных инфляционных ожиданий населения и опережающего роста заработных плат по сравнению с ростом производительности труда возможно возникновение дополнительных рисков для достижения цели по инфляции.
 - В экономике происходит укрепление положительных тенденций, превосходящее ожидания Банка России. Оживляется как потребительский, так и инвестиционный спрос. Умеренно жесткая денежно-кредитная политика способствует снижению макроэкономической неопределенности, тем самым оказывая позитивное влияние на экономический рост.
 - Сохранение умеренно жестких денежно-кредитных условий нивелировало инфляционные риски, связанные с покупками Минфином валюты на рынке.

2. Взгляд в будущее

- Индексная оценка ВВП на I и II кварталы 2017 года в феврале существенно выросла, указывая на улучшение краткосрочных перспектив экономического роста.
- Ожидания финансовых аналитиков по росту цен в конце 2017 года вплотную приблизились к цели по инфляции, отражая рост уверенности в достижимости цели.
- Опережающие индикаторы по-прежнему указывают на уверенный рост экономики США и позитивную динамику деловой активности стран еврозоны.

3. В фокусе. О «спекулянтах» или роли нерезидентов в укреплении рубля

- Основной причиной укрепления рубля стал рост продаж валюты экспортерами на фоне сезонно низкого спроса на валюту со стороны импортеров. Приток со стороны нерезидентов сыграл второстепенную роль в укреплении рубля.

1. Итоги

1.1. Инфляция

В феврале замедление инфляции происходило быстрее ожиданий на фоне проводимой умеренно жесткой денежно-кредитной политики и укрепления рубля. Отклонение от целевой траектории значительно сократилось, повысив вероятность достижения цели по инфляции в 4% в конце 2017 года. Ожидания финансовых аналитиков по росту цен в конце 2017 года приблизились к цели по инфляции, что говорит об уверенном движении к ней. Тем не менее инфляционные ожидания населения сохраняют значительную инерционность, оставаясь на повышенном уровне, а рост заработных плат опережает рост производительности труда. В этих условиях возможно возникновение дополнительных рисков для достижения цели по инфляции по мере исчерпания действия временных благоприятных факторов и закрепления экономики на траектории роста. Таким образом, существующий баланс инфляционных рисков говорит в пользу очень плавного смягчения денежно-кредитной политики, которая должна оставаться умеренно жесткой.

1.1.1. Инфляция продолжила снижение к цели в феврале

По оценке Росстата за 27 дней февраля цены выросли на 0,2%, что гораздо ниже уровня, соответствующего целевой траектории инфляции¹ (Рисунок 1). Возможно, недельная оценка роста цен занижает реальную динамику, в результате чего темпы роста цен в феврале окажутся выше². Тем не менее, февральский рост цен, с высокой вероятностью, станет минимальным за всю историю наблюдений. Годовой рост цен с учетом недельных оценок ИПЦ снизился до 4,5–4,6% с 5,0% в январе.

На второй неделе месяца среднесуточный прирост за период снижался практически до нуля (Рисунок 2). В последний раз такие низкие среднесуточные темпы прироста цен наблюдались в августе-сентябре прошлого года, однако в конце лета – начале сентября такая динамика имеет сезонный характер, в то время как околонулевые темпы роста цен не характерны для февраля и наблюдаются впервые.

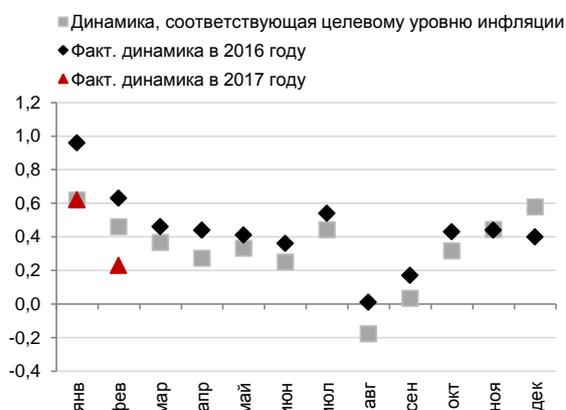
Сдерживающее влияние на динамику потребительских цен помимо умеренно жесткой денежно-кредитной политики, проводимой Банком России, оказывает ряд временных факторов, таких как укрепление курса рубля и хороший урожай прошлого года. Это ярко проявляется в динамике цен на плодоовощную продукцию, которая указывает, что цены растут медленнее, чем предполагает сезонность (Рисунок

¹ Соответствует сезонно сглаженному росту цен 0,1-0,15% м/м.

² Курсовая динамика является одним из факторов, который Росстат учитывает при оценке недельного ИПЦ. Однако относительно того, в каком масштабе и как быстро ускорившееся укрепление рубля переносится в цены товаров, которые Росстат наблюдает только на месячной основе, вопрос остается открытым.

3). Плодоовощная продукция из-за короткого цикла поставок и хранения быстрее реагирует на укрепление рубля, по сравнению с другими видами товаров.

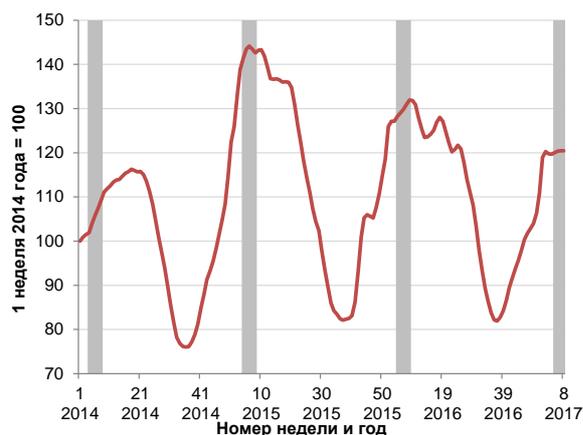
Рисунок 1. Месячная динамика целевого и фактического темпа роста цен, %



* Цифра за февраль 2017 года - предварительная.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

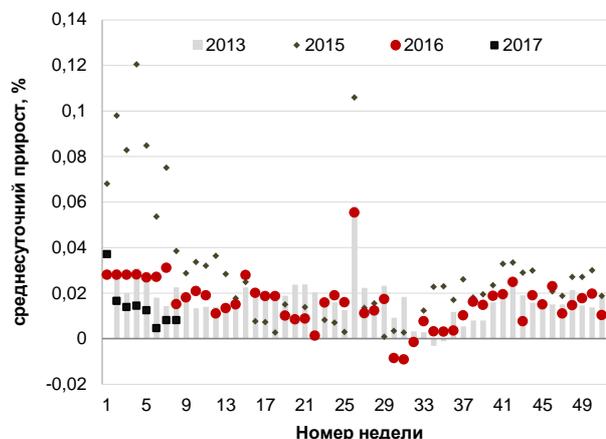
Рисунок 3. Индекс цен на недельную корзину³ плодоовощной продукции



* Серым выделены февраль каждого года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Среднесуточный темп прироста, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Инфляционные ожидания населения (медианные оценки), %



Источник: ООО «ИНФОМ».

Несмотря на наблюдаемое замедление роста цен в феврале, динамика инфляционных ожиданий все еще остается нестабильной. Медианные оценки показателей инфляции и ожиданий роста цен в течение следующих 12 месяцев выросли после снижения на протяжении двух предыдущих месяцев (Рисунок 4). В итоге они достигли максимального значения с ноября 2016 года. Данный рост вряд ли вызван влиянием каких-либо сезонных факторов, поскольку тарифы на транспорт и некоторые регулируемые услуги были пересмотрены в основном в январе, а удорожание плодоовощной продукции было сдержанным. Тем не менее инфляционные ожидания остаются на нисходящем тренде (Рисунок 4).

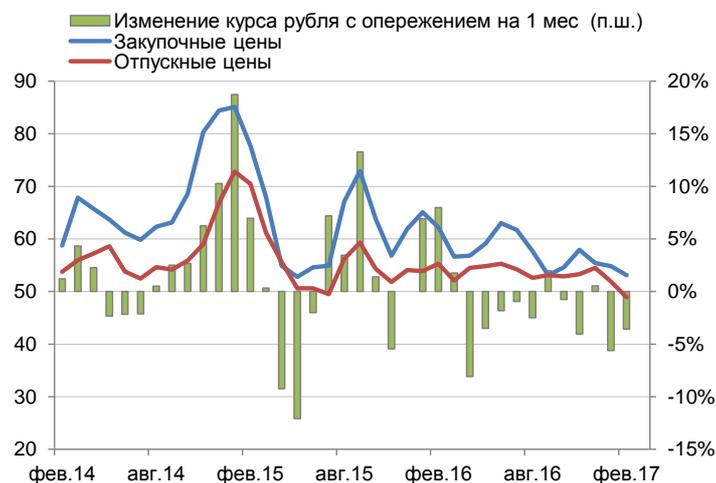
³ В основном овощи и картофель.

Текущая динамика инфляционных ожиданий еще раз подтверждает сильное влияние временных благоприятных факторов на замедление роста цен. Стабилизация ожиданий на текущем уровне или их медленное снижение говорят о наличии рисков ускорения роста цен после завершения действия временных факторов.

1.1.2. Ценовые индексы PMI: снижение отпускных цен в обрабатывающей промышленности

- Индекс отпускных цен в сфере обработки впервые с июля 2015 года опустился ниже отметки 50 пунктов, сигнализируя о снижении производителями цен на свою продукцию (Рисунок 5).
- Одним из основных факторов снижения давления на закупочные и отпускные цены стало наблюдавшееся за последние месяцы укрепление рубля. Оно способствует уменьшению издержек, связанных с импортной составляющей, и позволяет понизить отпускные цены без потери рентабельности.
- Динамика ценовых индексов PMI еще раз подтверждает, что замедление инфляции *частично* вызвано временными благоприятными факторами. После окончания их влияния инфляционное давление в экономике может усилиться, чему должна воспрепятствовать проводимая умеренно-жесткая денежно-кредитная политика.

Рисунок 5. Ценовые индексы PMI в обрабатывающей промышленности, пункты



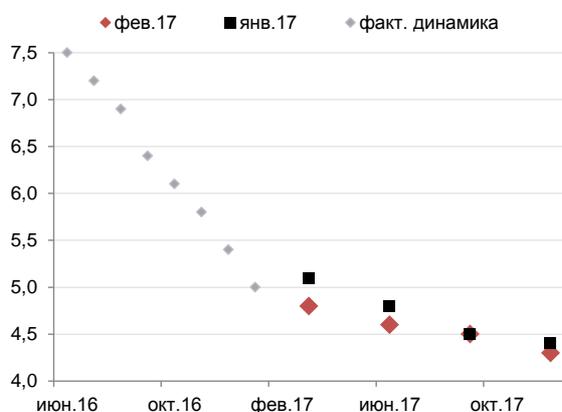
Источник: Bloomberg Finance L.P.

1.1.3. Ожидания аналитиков по инфляции продолжают сближаться с целевым уровнем Банка России

- Консенсус-прогноз по инфляции на конец 2017 года снизился до 4,3%. Этому способствовала более благоприятная, чем ожидалось, динамика инфляции в I квартале, а также ожидания сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банком России.
- Принимая во внимание сохранение инфляционных рисков и текущую риторику регулятора, консенсус-прогноз аналитиков предполагает более пологую траекторию снижения ключевой ставки Банком России – до 8,5% к концу 2017 года по сравнению с 8,0% по итогам январских опросов.

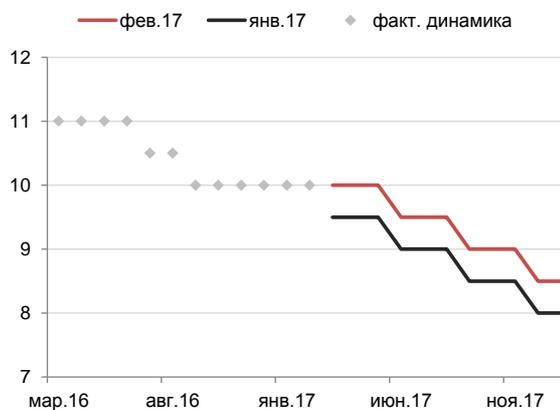
Пересмотр ожиданий относительно динамики ключевой ставки Банка России и более сильное, чем ожидалось, замедление инфляции в I квартале (ниже 5% г/г на середину февраля) заставили профессиональных участников рынка понизить квартальные прогнозы по инфляции. Однако пересмотр прогнозов на второе полугодие, в отличие от первого, оказался менее существенным: ожидаемая инфляция на конец года сократилась всего на 0,1 п.п., составив 4,3%. Тем не менее консенсус-прогноз еще сильнее сблизился с целевым уровнем Банка России (Рисунок 6).

Рисунок 6. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 7. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Аналитики, опрошенные Bloomberg, пересмотрели свой прогноз по динамике ключевой ставки Банка России в сторону повышения впервые с сентября прошлого года. Консенсус предполагает, что ключевая ставка снизится до 8,5% по сравнению с 8,0% по итогам предыдущих опросов (Рисунок 7).

1.1.4. Наблюдаемая инфляция среди низкодоходных слоев населения как фактор повышенных инфляционных ожиданий

- Динамика инфляции, рассчитанная нами по потребительской корзине для низкодоходных слоев населения, в последнее время характеризуется большей чувствительностью к курсовой динамике по сравнению с инфляцией по всей потребительской корзине.
- В период шоков валютного курса «инфляция для бедных» оказывается выше потребительской инфляции, приводя к дополнительному росту инфляционных ожиданий среди низкодоходных слоев населения.
- Это может тормозить снижение инфляционных ожиданий в дальнейшем по мере замедления инфляции.

Согласно данным опроса ООО «инФОМ»⁴, инфляционные ожидания населения продолжают оставаться на повышенном уровне (Рисунок 8). Причины того, что оценки ожидаемой инфляции в значительной степени превышают официально публикуемые данные о росте цен, кроются в разной структуре потребительских расходов для слоев населения с различным уровнем доходов, а также в отличии состава индивидуальных потребительских корзин от состава потребительской корзины, применяемой Росстатом для расчета индекса потребительских цен. Например, доля потребления населением с относительно низким уровнем дохода хлебобулочных изделий, плодоовощной продукции, одежды и обуви, медицинских товаров и жилищно-коммунальных услуг в значительной степени превышает их вес в структуре индекса потребительских цен.

Рисунок 8. Оценки годовой инфляции, медианные значения, %, г/г



Источники: ООО «инФОМ», Росстат

Рисунок 9. Динамика общего ИПЦ и рассчитанного для населения с низким уровнем доходов, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁴ «Инфляционные ожидания и потребительские настроения», №1, январь 2017 года.

Рост цен, рассчитанный на основе структуры потребления низкодходных слоев населения, в 2014 году и первой половине 2015 года был выше, чем инфляция, рассчитанная исходя из индекса потребительских цен (Рисунок 9). Это связано с тем, что влияние наблюдаемых в этот период проинфляционных шоков на фоне ослабления рубля оказалось значительным для многих товаров, имеющих большой вес в структуре потребления низкодходных слоев населения (например, плодоовощная продукция и медицинские товары).

В 2016 году наблюдалось обратное соотношение (более низкие темпы роста цен для низкодходных слоев), объясняемое эффектом высокой базы 2015 года для населения с низким уровнем среднедушевых доходов. В начале 2017 года фактическая годовая инфляция по ИПЦ и годовая инфляция, рассчитанная для низкодходных слоев населения, оказались практически на одинаковом уровне. Тем не менее, более существенный ценовой шок, пришедшийся на эту группу населения, чем на население в целом в 2014-15 гг., может сдерживать снижение инфляционных ожиданий низкодходных слоев в настоящее время.

1.2. Экономическая динамика

Макроэкономическая статистика и опросные данные указывают на укрепление тенденции восстановительного экономического роста. Оживляется как потребительский, так и инвестиционный спрос, подпитываемый выросшими нефтяными ценами, укреплением рубля, ростом заработных плат и снижением нормы сбережений населения. Умеренно жесткая денежно-кредитная политика, проводимая Банком России, оказывает позитивное влияние на экономический рост, способствуя снижению макроэкономической неопределенности.

1.2.1. Промышленное производство: продолжение роста в январе

- Согласно новым оценкам Росстата, спад промышленности в 2015–2016 годах оказался менее глубоким, чем считалось ранее, и был полностью преодолен в 2016 году.
- Оценки Росстата стали в большей степени соответствовать динамике опережающих индикаторов, в том числе опросным данным.
- Уверенный рост промышленности продолжился в начале 2017 года...
- ...но, вероятно, возьмет «статистическую» паузу в феврале из-за эффекта високосного 2016 года.

Согласно данным Росстата, в начале 2017 года продолжился уверенный рост промышленности. Производство выросло на 0,8% м/м (с исключением сезонного и календарного факторов) и 2,3% г/г.

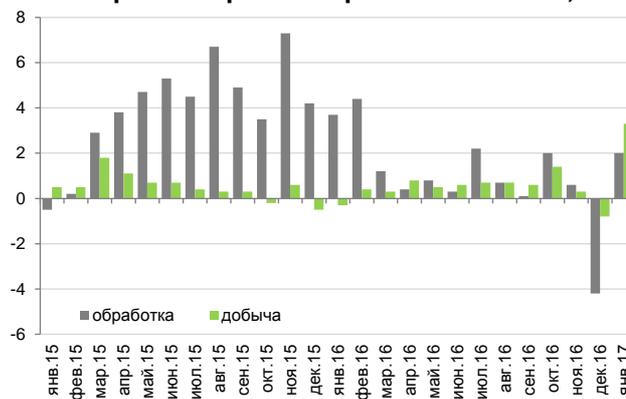
Публикация сопровождалась ретроспективным пересмотром данных за 2015–2016 годы. Масштаб пересмотра данных оказался весьма существенным (Рисунок 10). Согласно новым оценкам, спад промышленности в 2015 году оказался менее значительным (-0,8% г/г вместо -3,4% по оценкам ранее) и был полностью преодолен в 2016 году (+1,3% г/г вместо +1,1% по более ранней оценке). При этом наиболее значительный пересмотр данных произошел в обрабатывающей промышленности (Рисунок 11). Выпуск в отрасли сократился в 2015 году только на 1,3% г/г⁵, после чего несколько восстановился в 2016 году (+0,5% г/г)^{6 7}.

Рисунок 10. Динамика годовых темпов роста промышленности до и после пересмотра, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 11. Масштаб пересмотра годовых темпов роста отраслей промышленности, п.п.



Источник: Росстат.

Данные по динамике индекса промышленного производства, соответствующие новому классификатору, доступны только за три последних года и только в агрегированном виде (индекс промышленного производства). Хотя для выявления устойчивых сезонных паттернов требуются данные за 5–7 лет, необходимый минимум для осуществления сезонного сглаживания месячных данных – три года. По нашим

⁵ -5,4% г/г по предыдущей оценке.

⁶ +0,1% г/г по предыдущей оценке.

⁷ Пересмотр данных по динамике промышленного производства за 2015–2016 годы был связан с двумя факторами. Во-первых, Росстат осуществил переход на новые классификаторы по видам экономической деятельности (ОКВЭД2) и продукции (ОКПД2), который потребовал ретроспективного пересмотра для обеспечения сопоставимости данных. Согласно новой классификации, в промышленности теперь выделены четыре отрасли. Отрасль «производство и распределение электроэнергии, газа и воды» разделена на две: «обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха» и «водоснабжение и водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений». Кроме того, изменения коснулись и учета некоторых составляющих обрабатывающей и добывающей промышленности. В результате, переход на новые классификаторы частично изменил вес и доли отраслей. Во-вторых, Росстат учел все изменения, внесенные респондентами в ранее предоставленные данные. По оценкам ЦМАКП, три четверти пересмотра данных по промышленности было связано именно с уточнением ранее предоставленных данных – предприятия часто неправильно кодируют продукцию по новой классификации.

оценкам, рост промышленности в январе составил 0,4% м/м с учетом сезонного фактора и 1,3% м/м с учетом сезонного и календарного факторов. При этом, судя по динамике годовых темпов роста, рост промышленности поддержали добыча и обработка.

Отметим, что пересмотренные данные по динамике промышленности стали в большей степени соответствовать опросным индикаторам и оценкам роста промышленности ЦМАКП и ВШЭ. Несмотря на некоторое сокращение индекса PMI в обрабатывающей промышленности в феврале с 54,7 до 52,5 п.п., темпы роста деловой активности в секторе остались выше исторически средних значений и вряд ли подверглись сильному влиянию со стороны укрепления рубля. Учитывая оптимистичную динамику индекса PMI и конъюнктурных опросов предприятий ИЭП, в ближайшие месяцы можно ожидать сохранения тренда восстановительного роста в промышленности. Однако нужно иметь в виду, что в феврале годовые темпы роста временно резко ухудшатся из-за эффекта високосного 2016 года.

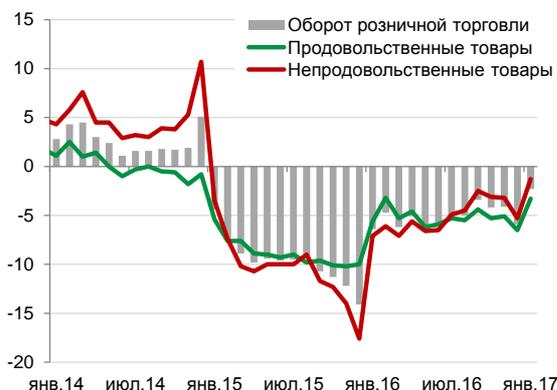
1.2.2. Восстановление потребления на фоне роста потребительских настроений

- В январе традиционное снижение продаж после декабрьского всплеска оказалось наименьшим за последние шесть лет. В результате темпы снижения розничного товарооборота в годовом выражении резко замедлились.
- Альтернативные оценки и косвенные показатели также говорят о росте потребления населения на фоне улучшения текущего материального положения, в том числе за счет замедления инфляции.
- Влияние единовременной выплаты пенсионерам на розничный товарооборот пока оказалось ограниченным. Полностью эффект проявится в динамике потребления и сбережений в последующие месяцы.

Согласно данным Росстата, в январе годовые темпы снижения оборота розничной торговли замедлились до 2,3% г/г. При этом продажи продовольственных товаров продолжили сокращаться быстрее, чем продажи непродовольственных (-3,3% г/г против -1,3% г/г) (Рисунок 12).

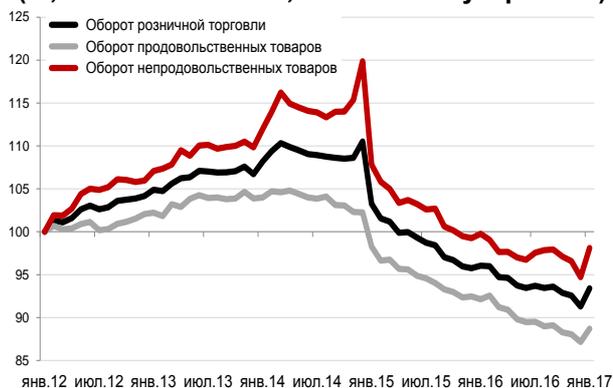
По оценке ДИП, оборот розничной торговли с устранением сезонного фактора увеличился в январе на 2,3% м/м после сокращения на 1,4% м/м в декабре. В последний раз сопоставимые темпы роста наблюдались в декабре 2014 года (Рисунок 13). Основной вклад в улучшение динамики внесли продажи непродовольственных товаров, темп роста которых составил 3,6% м/м (-1,9% м/м в декабре). Динамика продаж продовольственных товаров менее позитивна: январский прирост продаж составил 1,8% м/м (-1,0% м/м в декабре).

Рисунок 12. Динамика оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

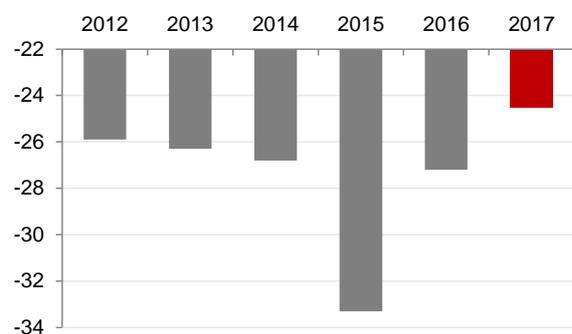
Рисунок 13. Динамика оборота розничной торговли и его компонент (% , янв. 2012 = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

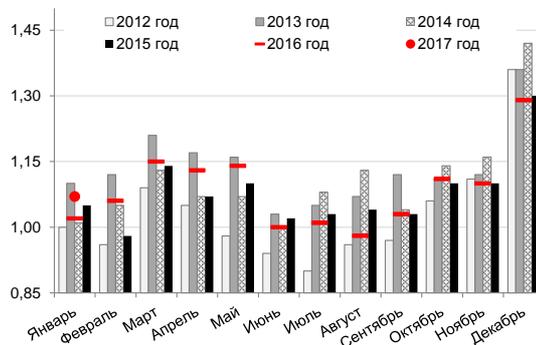
Традиционно январский оборот розничной торговли значительно ниже декабрьского значения. Сезонность объясняется тем, что после значительного увеличения спроса, связанного с новогодними праздниками, потребители возвращаются к обычному уровню расходов. Вместе с тем сокращение розничных продаж в январе 2017 года оказалось минимальным за последние шесть лет, что и отразилось на сезонно сглаженных данных (Рисунок 14). Одним из объяснений данной тенденции может быть «эволюция» сезонной волны, которая начала проявляться в конце прошлого года. Традиционный предновогодний рост розничных продаж в декабре оказался минимальным за прошедшие восемь лет. Таким образом, потребление в последние два месяца было более сглаженным: за сниженной активностью расходов в декабре последовало и меньшее сокращение расходов в январе. Это подтверждается и при сравнении объемов продаж в январе и ноябре. В этом году оно также оказалось минимальным за последние несколько лет.

Рисунок 14. Изменение оборота розничной торговли в январе по годам, % м/м (без устранения сезонности)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Динамика реальных повседневных расходов населения (% , янв. 2012 года = 100%)



Источник: Romir Scan Panel.

Улучшение ситуации на потребительском рынке, о котором говорят данные Росстата за январь, подтверждается рядом альтернативных показателей, характеризующих потребительскую активность населения. Так, согласно данным исследо-

вательского холдинга «Ромир»⁸, потребительский спрос в январе оказался максимальным за последние четыре года⁹ (Рисунок 15).

В январе увеличился и спрос населения на услуги. По предварительным данным, объем платных услуг населению вырос на 2,2% г/г после незначительного сокращения на 0,1% г/г в декабре (Рисунок 16). При этом были пересмотрены данные за ноябрь: вместо роста на 0,1% г/г увеличение объема платных услуг населению составило 1,8% г/г. По данным с устранением сезонного фактора в январе наблюдался рост на 0,6% м/м (после сокращения на 0,2% м/м в декабре).

Стимулирующее воздействие на динамику оборота розничной торговли платных услуг населению могла оказать единовременная выплата пенсионерам в размере 5 тыс. рублей. Оценка этого эффекта осложнена отсутствием данных за январь, как по средним пенсиям, так и по структуре использования доходов населения. Общая сумма единовременной пенсионной выплаты составила около 10,1% от всего розничного оборота в январе¹⁰. Номинальный прирост товарооборота в январе 2017 года по сравнению с январем 2016 года составляет лишь около одной трети от этой суммы.

Таким образом, даже если предположить, что весь рост розничных продаж в январе был обеспечен тратой средств от единовременной выплаты, большая их часть осталась не потрачена. Стоит также учитывать, что выплата производилась с 13 по 28 января 2017 года даже тем пенсионерам, которые обычно получают пенсии в начале месяца¹¹. Разовое увеличение дохода произошло во второй половине месяца и могло транслироваться не в полной мере в увеличение расходов, оставаясь на счетах. Это частично может объяснять меньшее, чем обычно в январе, сокращение средств во вкладах населения (Рисунок 17).

Рисунок 16. Динамика платных услуг населению (% г/г) и индекса PMI сферы услуг



Рисунок 17. Изменение объема всех и краткосрочных рублевых вкладов населения за январь, млрд руб.¹²



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

⁸ См. исследовательский холдинг Ромир «Аппетитный январь», 09.02.2017.

⁹ По сравнению с аналогичными периодами прошлых лет.

¹⁰ По данным из открытых источников сумма расходов составляет 221,7 млрд руб.

¹¹ По данным ПФР.

¹² Включая сберегательные сертификаты, изменение с 01.02 по 01.01 соответствующего года.

Таким образом, последствия выплаты пенсионерам, как для розничных продаж, так и для сбережений могут проявиться в последующие месяцы. В то же время меньшее падение продаж непродовольственных товаров и рост покупательской активности в годовом выражении преимущественно у населения со средними и высокими доходами говорят о том, что замедление падения розничных продаж в январе не объясняется главным образом единовременной выплатой пенсионерам¹³.

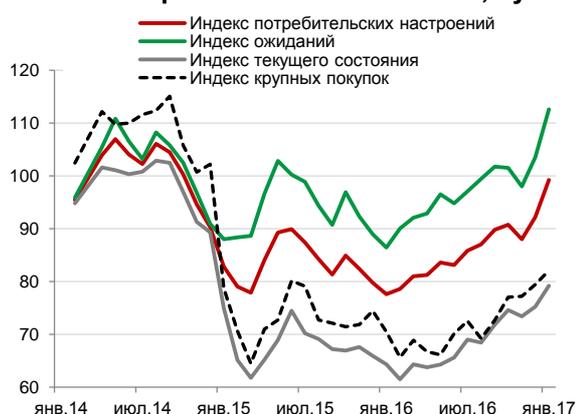
Общее улучшение экономической ситуации, проявляющееся в снижении уровня инфляции, стабилизации ситуации на рынке труда и продолжающемся восстановлении реальных доходов населения, отразилось и на оценках потребительских настроений (Рисунок 18). По данным ООО «инФОМ»¹⁴, индекс потребительских настроений в январе увеличился на 7 п.п., достигнув уровня октября 2014 года. Улучшение произошло как в оценке материального положения за прошедший год, так и в оценке ожиданий относительно изменения материального положения в следующие 12 месяцев. Кроме того, из-за замедления роста цен на многие товары длительного пользования, увеличилось число тех, кто считает текущее время благоприятным для совершения крупных покупок (Рисунок 19). Это согласуется с динамикой продаж непродовольственных товаров в январе.

Рисунок 18. Динамика реальных доходов населения, %



Источник: Росстат.

Рисунок 19. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, пункты



Источник: ООО «инФОМ».

1.2.3. Снижение нормы сбережений в 2016 году

- В декабре произошел сезонный рост нормы сбережений. Тем не менее, она оказалась ниже декабрьского значения 2015 года.
- В 2016 году норма сбережений приблизилась к значениям докризисных 2012–2013 годов.

¹³ По данным исследовательского холдинга «Ромир», [«Аппетитный январь»](#), 09.02.2017.

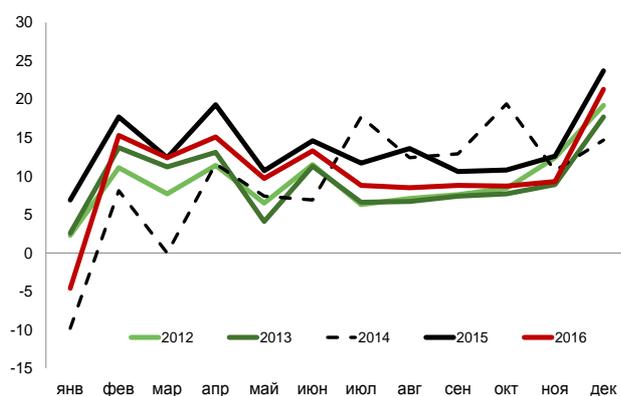
¹⁴ [«Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения»](#), №1, январь, 2017 год.

В декабре 2016 года, по данным Росстата, имел место сезонный рост нормы сбережения до 21,3% по большей части за счет роста доли дохода во вкладах и ценных бумагах по сравнению с ноябрем (Рисунок 20).

По данным о средней норме сбережений с учетом динамики доходов можно говорить о сближении показателя с уровнем 2012-2013 годов: в 2016 году норма сбережений превысила значения этих лет, но снизилась по сравнению с 2015 годом (Рисунок 21). С учетом прироста наличных денег на руках у населения, валютных вкладов и покупки валюты норма сбережений также сократилась. Более того, норма сбережений с учетом валютных вкладов населения снизилась в 2016 году сильнее по сравнению с 2015 годом¹⁵. Однако сокращение доли сбережений было несколько компенсировано ростом наличных денег на руках у населения.

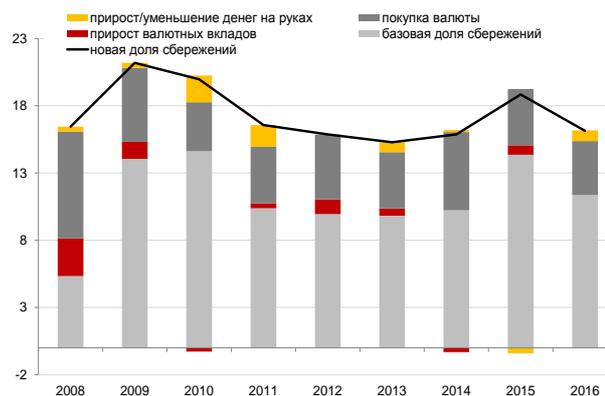
С учетом наметившегося восстановления реальных доходов населения динамика нормы сбережений может свидетельствовать о постепенной стабилизации сберегательного поведения населения.

Рисунок 20. Динамика нормы сбережений в денежном доходе населения, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Взвешенная по доходу доля сбережений как изменение денег на руках, валютных вкладов и покупки валюты в доходе населения, %¹⁶



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

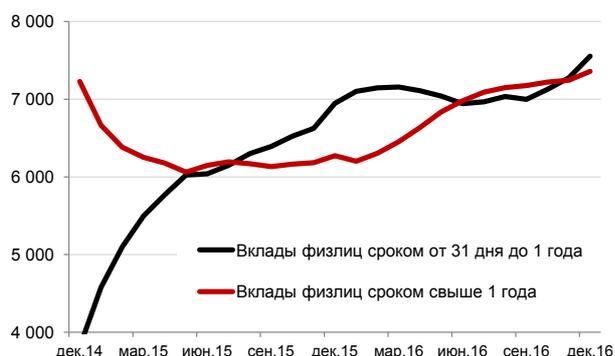
Структура распределения денежных доходов в декабре изменилась незначительно по сравнению с предыдущим годом. Сокращение доли сбережений в доходах сопровождалось ростом доли, идущей на покупку товаров и услуг (с 56,7 до 58,6%), в том числе на покупку товаров и услуг с использованием банковских карт за рубежом (с 1,0 до 1,6% в декабре 2016 года), а также на оплату обязательных платежей. При этом доля дохода, идущая на покупку валюты, не изменилась в декабре по сравнению с декабрем прошлого года, составив 3%. С учетом снижения доли доходов, идущей на сбережения, можно говорить о перераспределении сбережений населения между депозитами и сбережениями в наличной валюте.

¹⁵ Прирост изменение валютных вкладов, наличных денег на руках у населения и покупки валюты был рассчитан по отношению к денежному доходу.

¹⁶ Изменение валютных вкладов было рассчитано на основе данных из «Обзора банковской системы».

Кроме того, поскольку, по данным Росстата, денежные доходы населения практически не изменились по сравнению с декабрем прошлого года (-0,4% г/г) с учетом укрепления курса рубля можно говорить о росте расходов населения на покупку валюты в валютном эквиваленте. Стоит, однако, отметить, что Росстат в структуре использования доходов не учитывает покупку валюты в сбережениях, она приводится отдельно, и в сбережения включаются только рублевые, а не валютные вклады.

Рисунок 22. Динамика рублевых вкладов физических лиц, млрд. руб.¹⁷



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика депозитов и средств на текущем счете в среднем на человека, тыс руб.¹⁸



Источники: Открытые данные Сбербанка, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика вкладов физических лиц в иностранной валюте в рублевом (млрд. руб.) и долларом эквиваленте (млрд долл. США, пр. шк.)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Средние расходы по картам (тыс. руб.) и их темп прироста (% г/г)¹⁹



Источники: Открытые данные Сбербанка, расчеты ДИП.

В динамике рублевых депозитов в 2016 году виден опережающий рост вкладов на срок свыше 1 года (Рисунок 22). Что касается валютных вкладов, то в 2016 году величина валютных депозитов в декабре по сравнению с предыдущим годом

¹⁷ Динамика рублевых и валютных депозитов, включая сберегательные сертификаты, приведена без учета депозитов на срок до 30 дней.

¹⁸ Отношение остатков на депозитах и сберегательных сертификатов к количеству уникальных клиентов на конец периода (не учитываются депозиты менее 1000 рублей) и отношение остатков на текущих и карточных счетах к количеству уникальных клиентов на конец периода.

¹⁹ Отношение суммы расходных операций по карточным счетам к количеству клиентов за период. Учитываются списания в POS-терминалах и банкоматах, а также платежи в интернете.

практически не изменилась благодаря росту, скомпенсировавшему сокращение депозитов в начале года (Рисунок 23). Рост в III и IV кварталах 2016 года был во многом продиктован увеличением валютных вкладов до востребования и сроком до 30 дней.

На фоне потенциального оживления кредитования можно ожидать дальнейшего сокращения нормы сбережений за счет роста задолженности по кредитам. Улучшение потребительских ожиданий также будет способствовать сокращению нормы сбережений, способствуя снижению буферных сбережений.

При этом восстановление доходов населения продолжит способствовать созданию сбережений у тех, кто до этого не имел возможности сберегать. Так, средняя доля тех, кто предпочел бы отложить, а не потратить (в том числе на текущие нужды) дополнительные денежные средства в случае их появления в 2016 году, возросла²⁰. В январе она продолжила расти. В пользу постепенного восстановления доходов населения косвенно могут говорить, *во-первых*, повышательный тренд в средней величине депозитов и средств на текущем счете на человека, и, *во-вторых*, рост расходов по банковским картам, свидетельствующий об оживлении спроса (Рисунок 24 и Рисунок 25).

1.2.4. Ускорение роста реальных зарплат при стабилизации безработицы

- В январе ситуация на рынке труда стабилизировалась, закрепив достигнутое улучшение по сравнению с первым полугодием 2016 года.
- Годовые темпы роста заработных плат в реальном выражении превысили 3% на фоне сохранения темпов роста номинальных зарплат при сильном замедлении роста цен.
- Расширенный показатель средней номинальной зарплаты в 2016 году, включающий наемных работников у индивидуальных предпринимателей и физических лиц, вырос меньше, чем средние зарплаты работников организаций, указывая на пониженные темпы роста оплаты труда в неформальном секторе.

Ситуация на рынке труда не претерпела существенных изменений и в целом остается гораздо лучше, чем в первом полугодии прошлого года. Хотя уровень безработицы в январе вырос до 5,6 с 5,3% в декабре, это связано с неблагоприятными сезонными факторами. После очистки от сезонности показатель вырос всего на 0,05 до 5,35% (Рисунок 26).

Экономическая активность населения с поправкой на сезонность немного снизилась, однако тенденция роста активности пока сохраняется (Рисунок 27). В абсо-

²⁰ На основе опроса ООО «инФОМ» (без учета затруднившихся ответить).

лютом выражении число занятых в январе 2017 года выросло на 296 тыс. (+0,4%) по сравнению с январем 2016 года, тогда как количество безработных снизилось на 140 тыс. (-3,2%). Это привело к тому, что численность экономически неактивного населения сократилась на 156 тыс. (-0,5%).

Рисунок 26. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

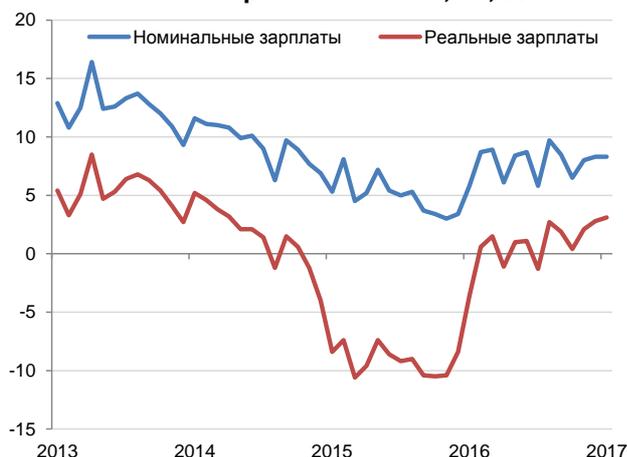
Рисунок 27. Уровень экономической активности населения, %



Источник: Росстат.

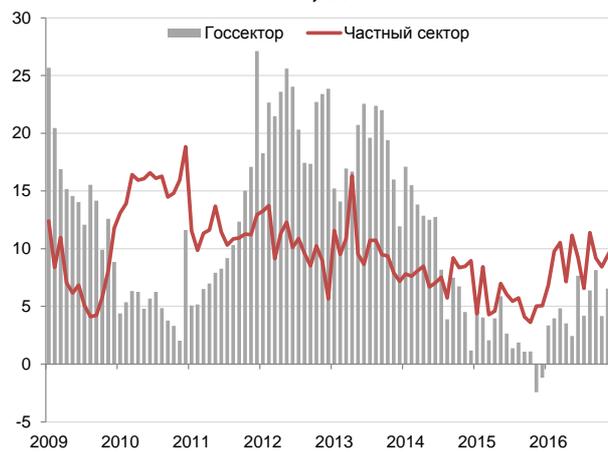
Сохранение позитивной динамики рынка труда подтверждает и динамика заработных плат. По предварительной оценке Росстата, рост номинальных заработных плат в январе составил 8,3%, а реальных – 3,1%, получая поддержку от замедления инфляции (Рисунок 28). Данные Сбербанка подтверждают эту динамику: рост заработной платы клиентов банка в январе составил 8,6% г/г.

Рисунок 28. Темп прироста номинальных и реальных заработных плат, г/г, %



Источники: Росстат

Рисунок 29. Темп прироста заработных плат, г/г, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

За весь 2016 год номинальная среднемесячная начисленная заработная плата работников организаций выросла на 7,8%. При этом Росстат в целях оценки выполнения «майских указов» Президента РФ публикует модифицированный показатель среднемесячной заработной платы, в расчете которого помимо наемных работников в организациях учитываются также наемные работники у индивидуальных предпринимателей и физических лиц. Рост этого показателя в 2016 году оказался

меньше – 6,4%. Это говорит о том, что заработные платы в неформальном секторе экономики росли более скромными темпами, чем в формальном. Это, в частности, привело к сдержанной динамике потребления населения в 2016 году.

Опубликованные данные по динамике заработных плат по видам экономической деятельности за декабрь (Рисунок 29) указывают на продолжение прежних тенденций. Рост заработных плат в частном секторе экономики остается выше, чем в государственном, достигнув двузначных значений. При этом разброс в динамике зарплат по секторам остается достаточно высоким.

В случае сохранения в частном секторе двузначных темпов роста заработной платы, опережающих темпы роста производительности, возникнут инфляционные риски. Их необходимо учитывать при проведении денежно-кредитной политики.

1.2.5. Восстановление импорта продолжается на фоне укрепления рубля

- Рост импорта становится все более однородным, что говорит об общем улучшении в динамике экономической активности.
- Вклад инвестиционных товаров в рост общего импорта устойчиво превышает 50%, позволяя ожидать позитивную динамику инвестиций в основной капитал в I квартале этого года.
- Рост импорта потребительских товаров сигнализирует о восстановлении потребительской активности населения.

Согласно предварительным данным ФТС импорт из стран дальнего зарубежья в январе 2017 года продемонстрировал ускорение годовых темпов роста до 36,4% с 11,1% в декабре 2016 г. На восстановлении импорта благоприятно сказывается улучшение потребительских ожиданий и показателей деловой активности, равно как и укрепление реального эффективного курса рубля.

Наибольший вклад в прирост импорта из стран дальнего зарубежья как по темпам восстановления импорта, так и по доле в формировании импортных закупок вносит импорт машин и оборудования. Вклад данной категории в темпы роста импорта составляет более половины. Наиболее стабильное улучшение динамики показывает импорт механического оборудования и электрооборудования. Остальные категории импорта машин и оборудования демонстрируют волатильную динамику.

Второй по значимости вклад в формирование импорта вносит химическая продукция. Существенное улучшение с устранением сезонности наблюдается в импорте каучука, полимеров, моющих и чистящих средств, медикаментов. Улучшение также прослеживается в сегменте импорта одежды, текстиля и обуви. Наибольший рост наблюдается в импорте обуви, как в месячном, так и в годовом выражении. Это те категории импорта, которые чувствительны к ожиданиям относительно бу-

дущего спроса и колебаниям реального курса рубля. Поэтому восстановление данных показателей может быть индикатором реального улучшения экономической ситуации. Менее уверенный рост показывает пищевая продукция, где ключевые категории импорта по-прежнему характеризуются смешанной динамикой, которая может быть связана с выросшим внутренним производством, а также с продолжением действия российских контрсанкций.

Несмотря на то что статистика по импорту за январь в целом не является показательной ввиду сезонных особенностей, она указывает на сохранение тенденции к опережающему восстановлению импорта относительно динамики экспорта. Продолжающийся рост импорта инвестиционных товаров позволяет ожидать позитивных данных по инвестициям в I квартале этого года. А рост импорта потребительских товаров может говорить о долгожданном восстановлении потребительского спроса на фоне улучшения общей экономической ситуации.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Глобальная экономика: «ястребиный» настрой ФРС

- «Ястребиный» тон выступлений директоров ФРС США вместе с планами по наращиванию оборонных расходов отразились в резком росте вероятности повышения ставки по федеральным фондам уже на мартовском заседании.
- Ускорение инфляции в еврозоне носит временный характер, недостаточный для формирования высокого инфляционного давления, но достаточный для сдерживания динамики потребления и роста экономики в текущем году.
- В Китае рост инфляции сопровождается активизацией теневого финансирования и ужесточением денежно-кредитной политики.

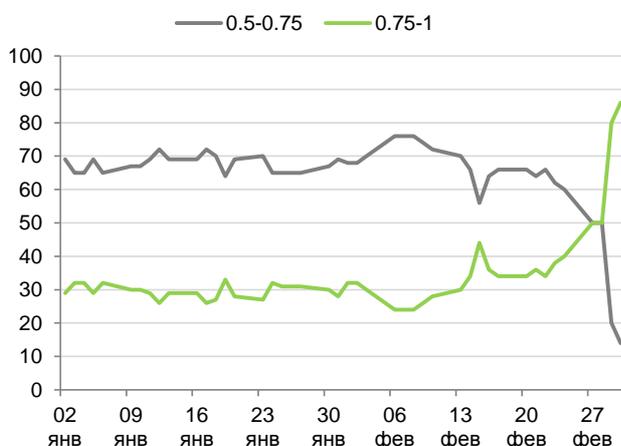
США: ФРС сохраняет «ястребиный» настрой

В течение прошедшего месяца в выступлениях Дж. Йеллен и других директоров ФРС США, а также в протоколе заседания ФРС, состоявшегося 1 февраля, твердо прослеживался «ястребиный» тон высказываний. Судя по всему, регулятор посчитал недооцененной вероятность повышения ставки на ближайших заседаниях и пытался разуверить участников рынка в своей нерешительности относительно дальнейшей нормализации денежно-кредитной политики. Напомним, что рынок ожидал повышения ставки в 2017 году дважды, в то время как прогнозы директоров ФРС США предполагали повышения трижды. Ситуация значительно изменилась

после обнародования планов Д. Трампа нарастить оборонные расходы на 54 млрд долл. США. В случае их одобрения Конгрессом США наращивание оборонного бюджета окажется сопоставимым по масштабу с периодами военных кампаний в Афганистане и Ираке. В совокупности эти события заставили рынок переоценить вероятность повышения ставки уже на мартовском заседании. Вероятность повышения ставки уверенно превысила 50% (Рисунок 30). Вместе с тем большинство аналитиков по-прежнему ожидают только двух повышений ставки в течение 2017 года, хотя доля тех, кто прогнозирует более быструю нормализацию политики, несколько выросла.

Больше деталей относительно фискальных планов нового президента ждали от выступления Д. Трампа перед Конгрессом США, состоявшегося 28 февраля. Однако Трамп сконцентрировался только на инфраструктурных проблемах, заявив о намерении потратить на инфраструктуру 1 трлн долл. США государственных и частных инвестиций в течение следующего десятилетия. Снижение налогов было лишь еще раз обещано, но никак не специфицировано. Судя по всему, детали налоговой реформы будут оглашены позже. Сейчас начался процесс формирования проекта бюджета на 2018 фискальный год, который предполагает повышение оборонных расходов на 54 млрд долл. США по сравнению с автоматически действующим правилом их сокращения в рамках бюджетного секвестра Б.Обамы. Снятие «потолка» с военных расходов потребует согласия демократов, которое маловероятно, учитывая то, что дополнительное финансирование оборонных расходов предполагает сокращение других статей бюджета. Учитывая, что республиканцы не имеют 60% большинства в Сенате, необходимого для одобрения проекта бюджета, планируется дополнительные фискальные инициативы проводить через специальные акты, требующие только простого большинства. Однако за год можно провести только лишь такую законодательную инициативу. Республиканцы используют 2017 год для реформы системы здравоохранения.

Рисунок 30. Вероятность решений ФРС США на мартовском заседании, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 31. Динамика различных индикаторов инфляции, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Таким образом, налоговая реформа, вероятно, будет отложена на один год. Масштабные инфраструктурные инвестиции, так же как и увеличение расходов на оборону, потребуют согласия обеих палат Конгресса. Текущие заявления не прояснили конкретных сроков и масштабов фискальных инициатив Д. Трампа. В связи с этим проводимая денежно-кредитная политика прежде всего определяется характером поступающей статистики. Согласно неоднократным заявлениям, ФРС США намерена продолжить ужесточение политики, в случае если основные показатели инфляции и рынка труда будут развиваться в соответствии с ожиданиями. В январе рынок труда продолжил сигнализировать о динамичном росте (появилось 227 тыс. новых рабочих мест), а инфляция на волне роста цен на бензин ускорилась до 0,6% м/м, 2,5% г/г – 5-летнего максимума (Рисунок 31).

До следующего заседания комитета по открытым рынкам (14–15 марта) успеют выйти статистические данные по индексу-дефлятору личных потребительских расходов, основного индикатора инфляции для ФРС, и рынку труда за февраль. Остальная макроэкономическая статистика, опубликованная в феврале, также продолжила указывать на динамичный рост американской экономики. Годовые темпы роста ВВП США, по расчетам ФРБ Нью-Йорка, в данный момент оцениваются в 3,1%. Мы считаем, что толчком к действиям ФРС США на мартовском заседании станет характер статистики по рынку труда и прежде всего по темпам роста заработной платы. Это один из немногих индикаторов, динамика которого остается слабее, чем это необходимо для создания достаточного инфляционного давления.

Еврозона: ускорение инфляции носит временный характер

Опубликованная стенограмма январского заседания ЕЦБ подтвердила, что регулятор пока не видит признаков роста инфляционного давления, несмотря на ускорение инфляции до уровня, близкого к целевому (Рисунок 32). Этот вывод подтверждается динамикой базовой инфляции, которая не демонстрирует признаков ускорения. Рост общей инфляции, скорее всего, носит временный характер и прежде всего вызван динамикой энергетической компоненты.

Вместе с тем члены совета управляющих директоров сошлись во мнении, что риски для экономического роста и снижения инфляционного давления значительно снизились на фоне успешного действия мягкой монетарной политики ЕЦБ. Тем не менее ЕЦБ готов расширить действие программы количественного смягчения в случае ухудшения ситуации. В целом стенограмма январского заседания показала, что действие программы в текущем виде продолжится как минимум до конца года. При этом ЕЦБ может начать действовать в ее рамках более свободно, ненадолго отклоняясь от страновой структуры выкупа облигаций. Это может способствовать сужению спреда облигаций Италии, Испании и Франции по отношению к немецким облигациям, которые значительно выросли с начала года (Рисунок 33).

Рост экономики еврозоны в IV квартале 2016 года оказался ниже первоначально обнародованных данных. ВВП увеличился на 0,4% к/к, повторив результаты

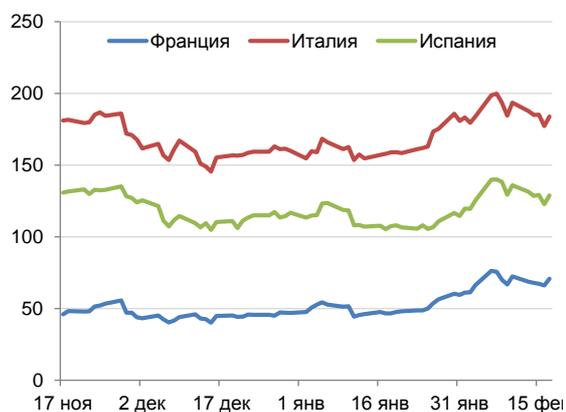
III квартала 2016 года. Ускорение роста в 2017 году маловероятно. Потребительский спрос будут сдерживать временно ускорившаяся инфляция и рост неопределенности, связанный с накопленными проблемами в странах «периферии» еврозоны и предстоящими выборами в ряде стран «ядра».

Рисунок 32. Индексы потребительских цен в еврозоне



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 33. Спред доходности 10-летних гос-облигаций относительно Германии



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Промышленное производство в декабре сократилось на 1,6% м/м. В Германии оно сократилось на 3,1% м/м, во Франции – на 0,9% м/м, в Испании – на 0,5% м/м. Однако опережающие индикаторы PMI и индексы ЕК свидетельствуют о временном характере негативной динамики. Динамику промышленности должен поддержать активный внешний спрос.

Китай: ускорение инфляции на фоне активизации теневого финансирования

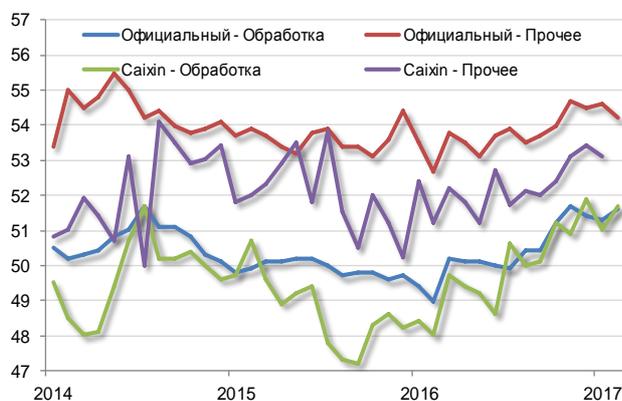
Официальный и Caixin PMI в первые месяцы года остаются на относительно высоких уровнях (Рисунок 34). Можно выделить рост экспортных заказов на фоне признаков ускорения роста мировой экономики.

Январские данные по внешней торговле показали значительный рост как товарного экспорта (7,9% г/г), так и импорта (16,7% г/г) (Рисунок 35). Вероятно, основной вклад внесла сезонность – прежде всего смещение времени китайского Нового года на январь. При этом поправка на сезонность Capital Economics показывает, что позитивная динамика также является следствием роста внутреннего и внешнего спроса. Исходя из улучшившихся краткосрочных перспектив роста глобальной экономики (см. подраздел 2.1.1. Глобальные PMI: продолжение уверенного роста деловой активности), можно предположить, что экспорт станет важным драйвером роста китайской экономики в 2017 году.

В январе в Китае ускорился рост цен в экономике: потребительских – до 2,5% г/г (в декабре – до 2,1% г/г), у производителей – до 6,9% г/г (в декабре – до 5,5% г/г) (Рисунок 36). Помимо восстановления сырьевых цен, важным фактором ускорения потребительской инфляции стало смещение времени китайского Нового года, что

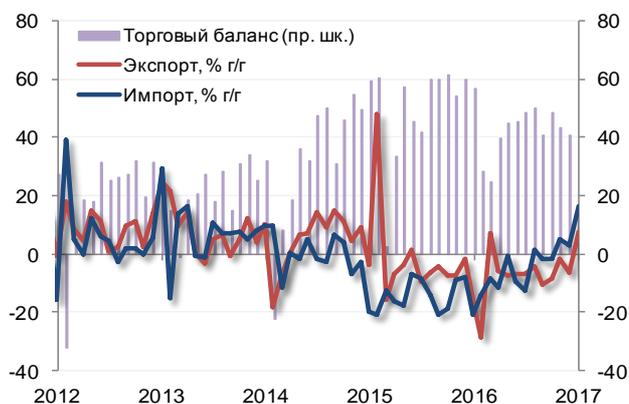
позволяет ожидать замедления инфляции в феврале. Однако базовая инфляция продолжила рост, увеличившись до пятилетнего максимума в 2,2% г/г (в декабре – до 1,9% г/г).

Рисунок 34. PMI официальный и Caixin в обработке и прочих секторах, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

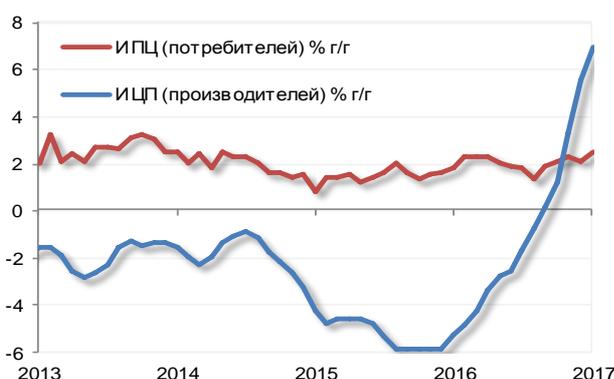
Рисунок 35. Рост товарного экспорта и импорта, а также торговый баланс Китая (млрд. долл. США)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

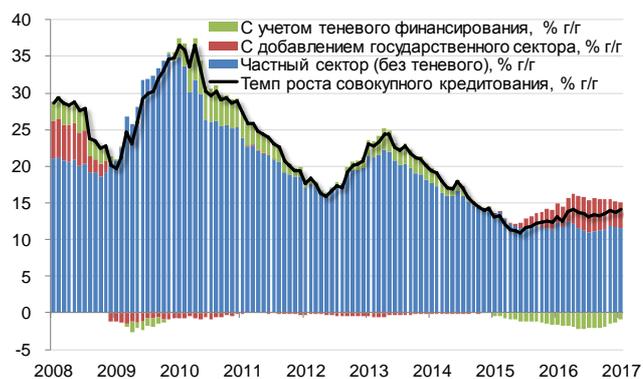
Рост инфляции сопровождается устойчиво высоким кредитованием экономики. Продолжающееся замедление темпов роста кредитования частного и государственного секторов компенсируется ростом теневого финансирования, которое традиционно активизируется на нисходящей фазе кредитного цикла (Рисунок 37).

Рисунок 36. Индекс цен потребителей и производителей в Китае



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 37. Темпы роста кредитования в Китае



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

Так, по оценкам Natixis, в январе рост межкорпоративных кредитов²¹ (*entrusted loans*) составил 20% г/г. Основными чистыми заемщиками являются строительные компании. Одними из основных чистых кредиторов выступают компании секторов с избыточными мощностями, таких как добыча угля и металлов: ограниченная прибыльность по основной деятельности вынуждает искать выгоды в другой сфере. Кроме того, исследование Financial Times показывает, что теневое финансирование

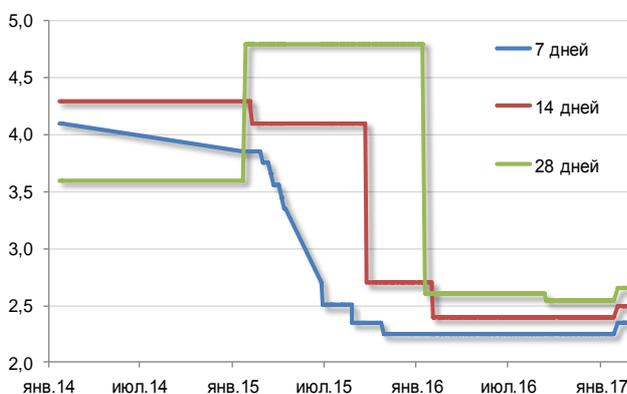
²¹ Представляют собой прямое финансирование одной корпорации другой через кредитную организацию, которая не несет рисков и при этом получает комиссию за посредничество.

является важным источником ипотечного кредитования в периоды ужесточения его условий. Принятые властями меры позволяют ожидать замедление темпов роста теневого финансирования.

Народный банк Китая (НБК) продолжил повышение процентных ставок. После повышения ставок по среднесрочным операциям предоставления ликвидности (MLF) повышены ставки по операциям постоянного действия (SLF) и операциям обратного репо (ОМО) (Рисунок 38). Мы ожидаем, что в целях контроля за инфляцией, оттоком капитала, обменным курсом юаня и рисками на финансовом рынке НБК продолжит повышение ставок²², при этом будет избегать возникновения новой турбулентности на рынке и смягчать дополнительное негативное влияние на рост экономики.

Золотовалютные резервы Китая опустились ниже 3 трлн долл. США (Рисунок 39). Умеренная динамика объясняется значительной положительной курсовой переоценкой. При этом валютные интервенции НБК, по нашим оценкам, активизировались и были максимальными с февраля 2016 года в результате мер по предотвращению паники на финансовом рынке в первой половине месяца. Опрос Financial Times показал, что экономические агенты в Китае имеют стойкие ожидания девальвации юаня, обращают значительно большее внимание на котировки юаня к доллару США, чем к корзине валют, и стремятся хранить все большую часть сбережений в иностранной валюте.

Рисунок 38. Ставки НБК по операциям обратного репо, %



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 39. Золотовалютные резервы и валютные интервенции НБК



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

²² Следует отметить, что в отличие от большинства других национальных банков НБК, как правило, влияет на ставки денежного рынка не посредством изменения ставки политики (НБК находится в процессе формирования коридора процентных ставок), а через изменение объемов ликвидности, а также смещением по длине инструментов.

1.3.2. Финансовые рынки: рынки акций обновляют рекорды

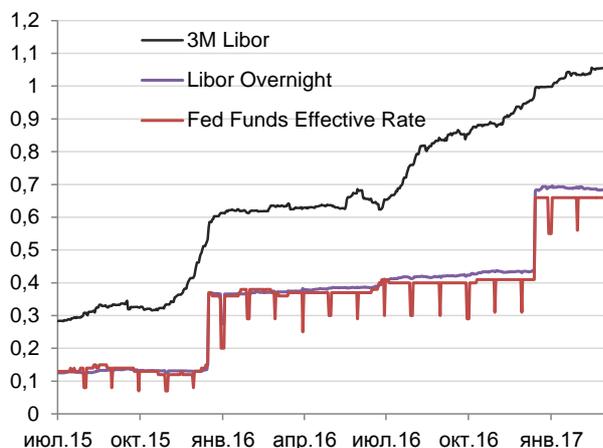
- Рост аппетита к риску сопровождался снижением доходностей гособлигаций развитых стран.
- Рыночные индикаторы говорят о том, что ожидания колеблются между двумя и тремя повышениями ставки ФРС США до конца 2017 года. Первое из них может состояться уже в середине марта.
- Рейтинговое агентство Moody's пересмотрело прогноз по суверенному рейтингу Российской Федерации с негативного на стабильный. При этом рынки уже давно заложили в цены более позитивные действия со стороны рейтинговых агентств.
- Февраль оказался худшим месяцем с конца 2014 года для российского рынка акций, что связано с уменьшением оптимизма относительно перспектив смягчения международных санкций.

Глобальные рынки

В феврале на мировых рынках сложилась достаточно странная ситуация. С одной стороны, наблюдался рост индексов акций, особенно в развитых странах, что свидетельствует о росте аппетита к риску, с другой – доходности гособлигаций развитых стран немного снизились, что несвойственно для периодов повышения интереса к рисковым активам.

Индексы акций в США в феврале несколько раз подряд обновляли свои исторические максимумы на фоне выхода хороших макроэкономических данных и обещаний Д. Трампа по поводу радикальных изменений в системе корпоративного налогообложения.

Рисунок 40. Долларовая ставка LIBOR, %

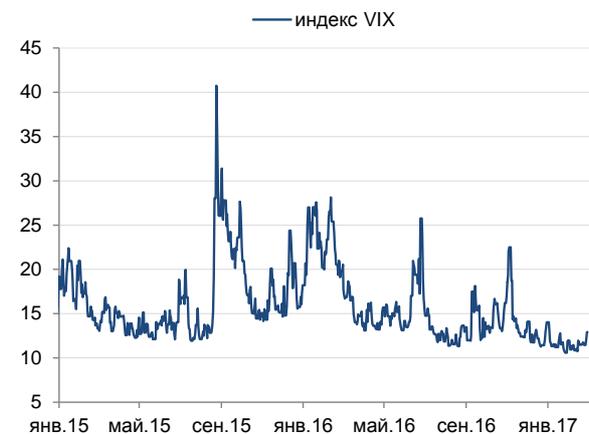


Источник: Bloomberg Finance L.P.

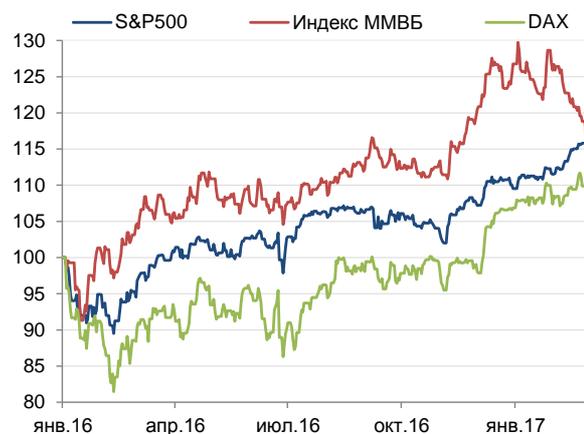
Рисунок 41. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

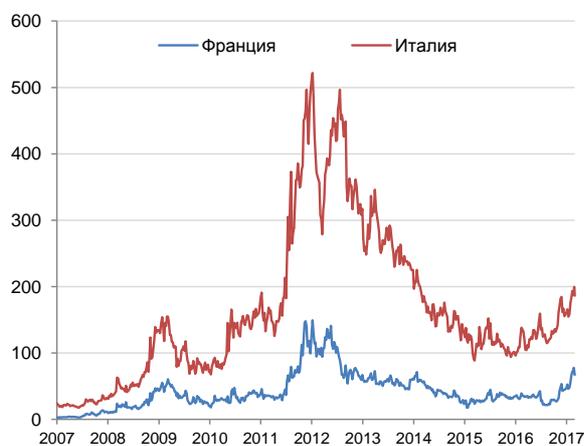
Рисунок 42. Индекс VIX (S&P500)

Источник: Bloomberg Finance L.P.

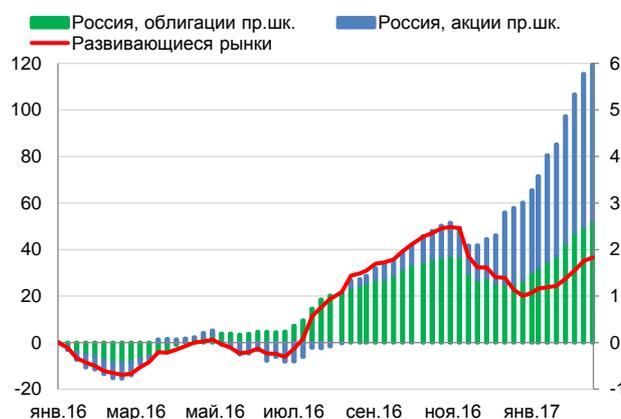
Рисунок 43. Индексы акций в локальной валюте, 1 янв. 2016 года = 100

Источник: Bloomberg Finance L.P.

В конце февраля вероятность повышения ставки ФРС США уже в марте выросла выше 80% после некоторых заявлений представителей регулятора, тогда как до этого она не превышала 40%. Динамика фьючерсов на ключевую ставку ФРС США говорит о том, что рыночные ожидания колеблются между двумя и тремя повышениями ставки ФРС США до конца 2017 года.

Рисунок 44. Спред доходности к 10-летним гособлигациям Германии

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 45. Притоки средств в инвестиционные фонды, накопленным итогом с начала 2016 года, млрд. долл. США

Источник: Bloomberg Finance L.P.

На европейских рынках гособлигаций продолжался рост спредов между доходностями стран «ядра» и «периферии» еврозоны. В частности, рост неопределенности относительно исхода выборов президента во Франции и очередной виток политического кризиса в Италии привели к существенному повышению спроса на «защитные» облигации Германии, Австрии и Нидерландов, что увеличивает разницу доходностей их гособлигаций со странами периферии (Рисунок 41). Для ЕЦБ такая динамика может привести к снижению эффективности программы количественного смягчения, поскольку расширение спредов базовых доходностей может даль-

ше транслироваться и в доходности корпоративных облигаций, а также рост ставок по кредитам в этих странах.

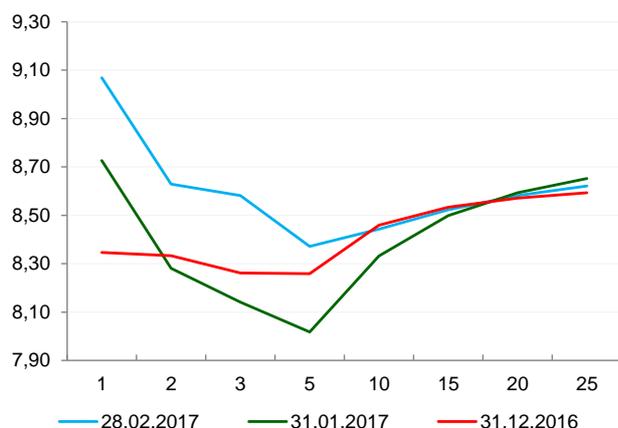
Российские рынки

Российский рынок акций пережил худший месяц с декабря 2014 года (Рисунок 43). Пересмотр перспектив скорости и степени снятия или смягчения западных экономических санкций, а также прекращение роста нефтяных цен, которые были основными факторами роста рынка акций в предыдущие месяцы, стали основными причинами столь сильной коррекции.

На рынке облигаций также наблюдалась коррекция: доходности ОФЗ выросли по итогам месяца (Рисунок 46), особенно на коротком и среднем конце, несмотря на продолжавшийся приток средств в российские облигационные фонды (Рисунок 45). В итоге форма кривой доходности ОФЗ приблизилась к инвертированному виду. В целом рынок гособлигаций ростом доходностей на коротком и среднем отрезке отразил небольшой пересмотр рыночных ожиданий относительно динамики ключевой ставки Банка России. Это также косвенно указывает на отсутствие в феврале значительных покупок ОФЗ в рамках операций керри-трейд.

Валютный рынок спокойно отреагировал на объявление и начало покупок валюты Минфином в рамках переходного бюджетного правила: спекулятивных краткосрочных колебаний в сторону ослабления рубля не наблюдалось (подробнее – см. раздел 3. В фокусе. О «спекулянтах» или роли нерезидентов в укреплении рубля»).

Рисунок 46. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 47. Динамика доходности рублевых облигаций, %



Источник: Cbonds.

Агентство Moody's повысило прогноз по суверенному рейтингу Российской Федерации с негативного на стабильный. Программа бюджетной консолидации и стабилизация динамики экономической активности стали основными причинами пере-

смотра прогноза. Сам рейтинг по-прежнему остается на уровне «Ва1», что на одну ступень ниже инвестиционного уровня. В целом данная новость может поддержать спрос на российские активы на коротком временном отрезке, однако стоит отметить, что рынки уже давно заложили в цену даже более позитивные действия агентств по рейтингам. Российская 5-летняя CDS-премия в начале этого года вернулась к досанкционным уровням конца 2013 – начала 2014 года, которые соответствуют более высоким кредитным рейтингам.

1.3.3. Товарные рынки: неустойчивая стабилизация

- Высокая степень следования квотам на добычу нефти и повышение прогноза роста спроса вызвали улучшение оценок международными организациями скорости движения к равновесию на рынке жидкого топлива и дальнейшему росту «бычьего» настроения инвесторов.
- Риски со стороны спроса и предложения сохраняются, при этом в отношении сланцевой нефти мы ожидаем умеренно высокого роста добычи в связи с циклическим ростом издержек и грамотной информационной политикой ОПЕК.

За февраль цены товаров и металлов изменились разнонаправленно, нефтяные цены выросли в пределах 1% на фоне ожиданий скорой балансировки рынка (Рисунок 48, Рисунок 49). Индекс сырьевых товаров Bloomberg незначительно снизился, но с поправкой на укрепившийся курс доллара США цены сырьевых товаров в целом прибавили порядка 1%.

Рисунок 48. Цены на основные товары (январь 2014 года = 100)



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

Рисунок 49. Цены на основные металлы (январь 2014 года = 100)

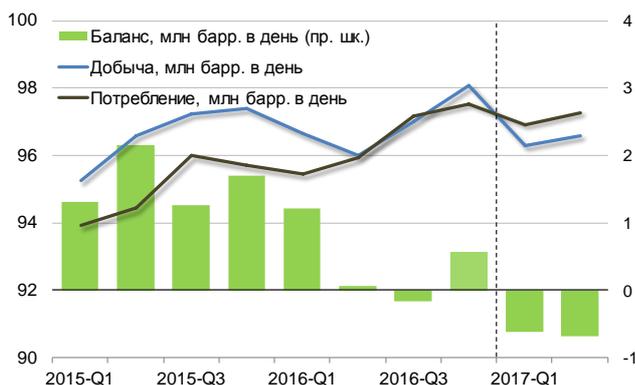


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Ведущие международные организации (Международное энергетическое агентство (МЭА), Минэнерго США (EIA) и ОПЕК) в февральских отчетах улучшили оценки скорости движения рынка жидкого топлива к равновесию (Рисунок 50, Рисунок 51). Причинами является высокая степень следования стран – экспортеров

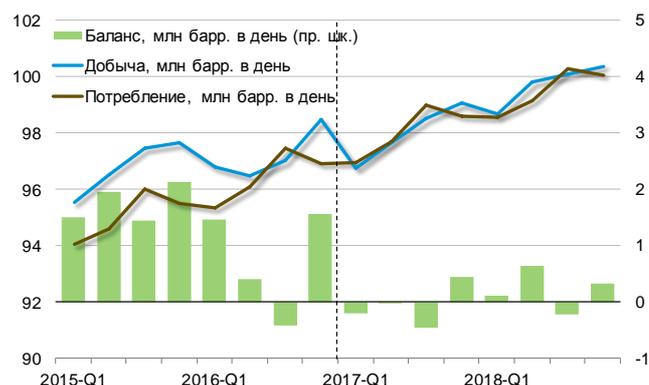
нефти установленным квотам (около 90%), а также повышение прогноза роста спроса прежде всего из-за относительно холодной погоды. МЭА указало на сокращение запасов нефти в странах ОЭСР и ожидает ускорения этого процесса в 2017 году (Рисунок 52). В то же время для приведения запасов к 5-летнему среднему показателю потребуется сохранение квот в течение всего 2017 года.

Рисунок 50. Оценки МЭА основных показателей рынка жидкого топлива



Источник: МЭА.

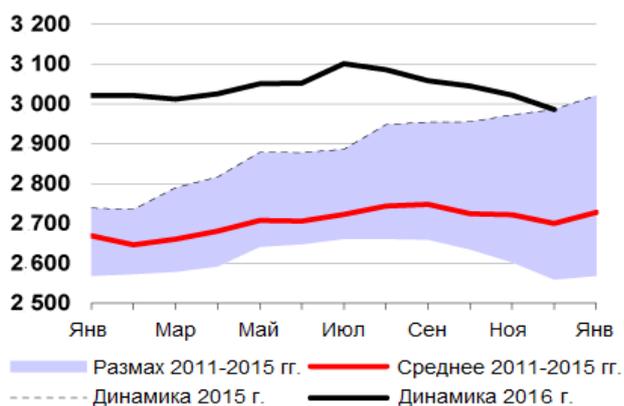
Рисунок 51. Оценки EIA основных показателей рынка жидкого топлива



Источник: EIA.

Ожидания скорой балансировки нефтяного рынка усиливают «бычий» настрой инвесторов: число длинных и чистых позиций по нефти марки WTI продолжило обновлять исторические максимумы (Рисунок 53).

Рисунок 52. Коммерческие запасы нефти в странах ОЭСР, млн барр.



Источник: МЭА.

Рисунок 53. Число контрактов на фьючерсы и опционы на нефть марки WTI

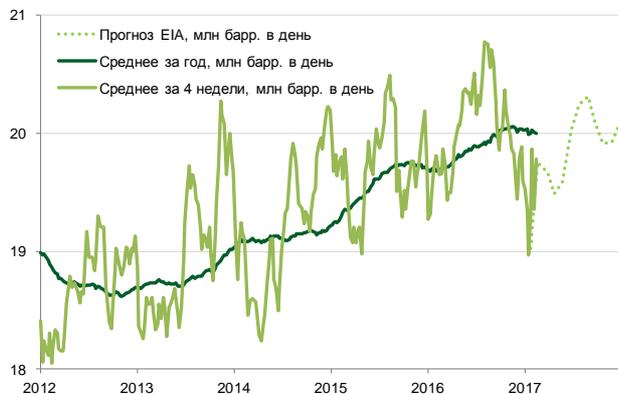


Источник: Bloomberg Finance L.P.

При этом сохраняются риски как со стороны спроса, так и со стороны предложения. Потребление нефтепродуктов в США в начале года неустойчиво и пока ниже прогноза EIA (Рисунок 54), а загруженность нефтеперерабатывающих мощностей ниже привычной для этого времени года. Январские данные по импорту нефти и нефтепродуктов в Индию также оказались слабыми, в результате чего 12-

месячная средняя величина показателя снизилась впервые почти за два года (Рисунок 55).

Рисунок 54. Потребление нефтепродуктов в США



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

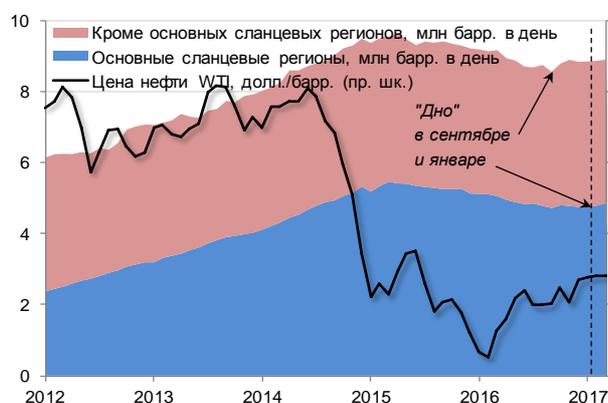
Рисунок 55. Совокупный импорт нефти и нефтепродуктов в Индию



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

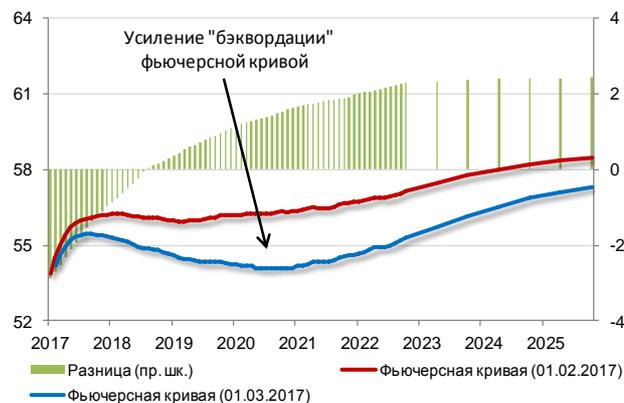
Со стороны предложения давление на нефтяные цены оказывают ожидания более быстрого восстановления добычи нефти в Ливии. Власти отчитались о превышении уровня 0,7 млн барр. в день и ожидают достижения 1,2 млн барр. в день к августу (ранее планировался выход на этот уровень к концу года²³) и 1,7 млн барр. в день к марту 2018 года. Это будет снижать эффективность действия квот.

Рисунок 56. Добыча сланцевой и традиционной нефти в США



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 57. Фьючерсная кривая нефти WTI, долл. США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

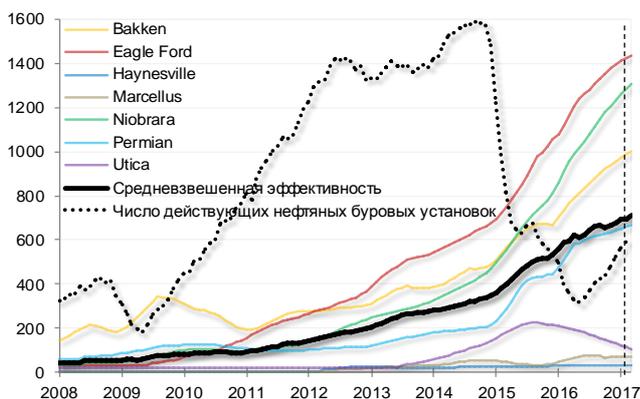
Основным риском для балансировки нефтяного рынка и сокращения запасов до уровня, соответствующего условиям «нормального рынка», остается активизация сланцевой индустрии. Рост добычи сланцевой нефти, по оценкам EIA, прошедший «дно» в январе (Рисунок 56), продолжится и будет оказывать давление на нефтяные цены, в частности может развернуть их динамику на пониженный уровень (Рисунок 57). Однако, исходя из текущей динамики опережающих показателей, мы ожидаем умеренно высокого роста сланцевой добычи в 2017 году.

²³ См. бюллетень [«О чем говорят тренды», №1 \(13\) февраль 2017 года](#), подраздел 1.3.3. «Товарные рынки: риски сохранения излишка на нефтяном рынке остаются высокими».

По данным EIA, рост буровой активности сланцевых компаний продолжает сопровождаться ростом эффективности добычи, причем EIA уже традиционно пересмотрело вверх исторические данные по эффективности добычи (Рисунок 58). Кроме того, мы отмечаем ускоренный ввод в действие января скважин (пробуренных двумя месяцами ранее, с учетом лагов в активности), что указывает на поддержание добычи за счет ввода законсервированных скважин (Рисунок 59). Такая динамика может продолжиться в последующие месяцы и поддерживать рост добычи.

Вместе с тем в январе несколько снизилось м/м число выданных разрешений на бурение в Техасе, несмотря на продолжившийся рост нефтяных цен (Рисунок 59). По нашему мнению, это подтверждает данные опроса ФРС США в Далласе о том, что многие сланцевые компании не готовы активизировать деятельность в условиях неопределенности относительно следования стран – экспортеров нефти установленным квотам²⁴. В последующие месяцы сдерживать возможную реакцию сланцевой добычи, вероятно, будет грамотная информационная политика ОПЕК, вносящая неопределенность в возможность продления действия квот на второе полугодие 2017 года.

Рисунок 58. Число буровых установок (шт.) и эффективность добычи сланцевой нефти в США (барр. в расчете на буровую установку)



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

Рисунок 59. Лаги реакции активности сланцевых производителей на изменение цены нефти²⁵



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

Кроме того, важным ограничительным фактором для роста сланцевой добычи является повышение стоимости услуг сервисных бригад. Этот циклический фактор, способствовавший существенному снижению себестоимости добычи в условиях падения нефтяных цен, отыгрывает часть динамики, что, по данным CNBC, уже стало критическим для ряда производителей. Так, за последние два месяца затраты компании Lillis Energy на бурение выросли более чем на 15%, а на гидравлический разрыв (основная стадия введения месторождения в эксплуатацию) – на 45%.

²⁴ См. там же.

²⁵ См. бюллетень [«О чем говорят тренды», №1 \(13\) февраль 2017 года](#), подраздел 1.3.3. «Товарные рынки: риски сохранения излишка на нефтяном рынке остаются высокими».

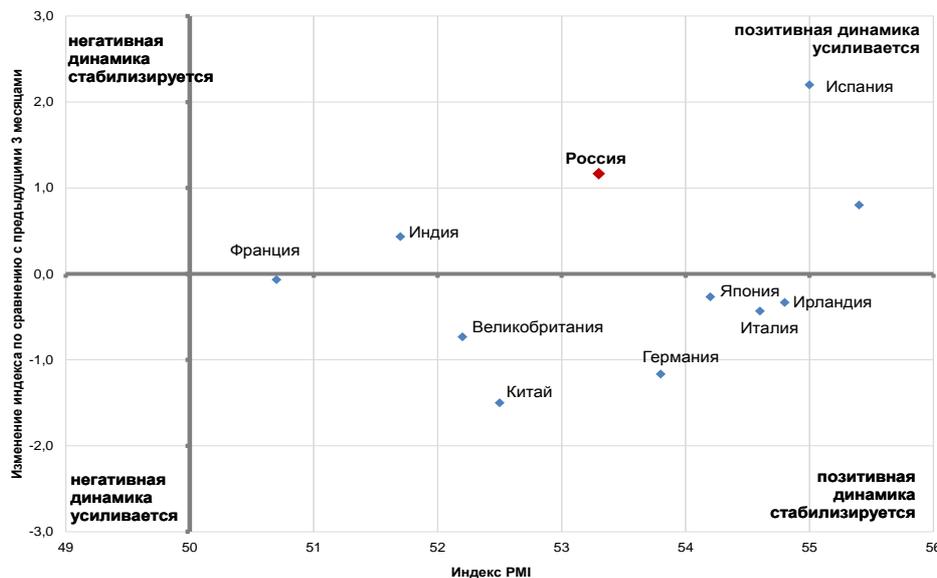
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Глобальные PMI: продолжение уверенного роста деловой активности

- Индексы PMI обрабатывающих отраслей за февраль указывают на сохранение уверенных темпов роста деловой активности сектора в большинстве развитых и развивающихся стран (Рисунок 60).
- В еврозоне и Японии зафиксировано ускорение темпов роста деловой активности до многолетних максимумов: до 53,3 пункта (за 35- месяцев) и до 55,4 пункта (за 70- месяцев) соответственно. Деловые ожидания компаний продолжают улучшаться на фоне сохранения высоких темпов роста новых заказов. В еврозоне происходит нарастание инфляционного давления со стороны закупочных цен, которое компании начали перекладывать на потребителей. Японским компаниям только предстоит на это решиться.
- Некоторое замедление темпов роста в Великобритании (с 55,7 до 54,6 пункта) пока не является поводом для беспокойства – индекс остается выше долгосрочной средней исследования. Более того, ожидания бизнеса продолжили улучшаться, а влияние ослабления фунта стерлинга на цены – ослабевать.
- Небольшое замедление роста деловой активности в обрабатывающем секторе США (с 55,0 до 54,2 пунктов) вызвано медленным ростом новых экспортных заказов, который внутренний спрос смог компенсировать не полностью. В целом данные за январь–февраль позволяют ожидать самую сильную квартальную динамику сектора за последние два года.

Рисунок 60. Динамика индекса обрабатывающих отраслей PMI за февраль



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Перспективы роста ВВП продолжают улучшаться

- Индексная оценка ВВП на I квартал 2017 г. была повышена до 0,6% к/к (с исключением сезонного фактора) с 0,4% к/к в прошлом месяце.
- Обновленная оценка на II квартал 2017 г. составляет +0,8% к/к (с устранением сезонности)^{26 27}.
- В случае сохранения умеренно благоприятных внешних условий велика вероятность дальнейшего улучшения наших краткосрочных модельных оценок и прогнозов по ВВП.
- Текущие оценки в большей степени опираются на динамику опережающих индикаторов деловой активности (прежде всего PMI-индексов) и могут быть пересмотрены по мере публикации новой краткосрочной статистики, а также возможного уточнения месячной динамики промышленного производства за предыдущие месяцы.

	Февраль 2017	Январь 2017
	% к/к SA	% к/к SA
I квартал 2017	0,6	0,4
II квартал 2017	0,8	0,5-0,6

²⁶ С учетом несопоставимости ряда последних месячных наблюдений по промышленному производству мы временно отказались от использования отдельных нефинансовых показателей реального сектора в наших модельных расчетах.

²⁷ Оценка ВВП на II квартал 2017 года исходит из предположения о цене нефти Urals на уровне около 50 долл. США/барр.

3. В фокусе. О «спекулянтах» или роли нерезидентов в укреплении рубля

- Сезонность платежного баланса создала благоприятные условия для укрепления рубля, в особенности на фоне выросших в конце 2016 года цен на нефть.
- Приток средств на российские финансовые рынки со стороны нерезидентов с начала года в основном определялся притоком средств в инвестиционные фонды стран с формирующимися рынками в целом и – в меньшей степени – внутрироссийскими факторами.
- Привлекательность операций carry trade в рублях, вероятно, переоценена, поскольку разница процентных ставок в России и за рубежом компенсируется рисками, связанными с относительно более высокой волатильностью валютного курса.
- Основной причиной укрепления рубля стал рост продаж валюты экспортерами на фоне сезонно низкого спроса на валюту со стороны импортеров. Приток со стороны нерезидентов также способствовал укреплению рубля, но его роль второстепенна.

Курс российского рубля к доллару США в феврале укрепился на 3,1%, при том что нефтяные цены по итогам месяца практически не изменились. Укрепление происходило на фоне начала покупок Минфином валюты в рамках переходного бюджетного правила. Вопреки распространенным ожиданиям, ежедневные покупки валюты Минфином не привели к ослаблению рубля. Многие профессиональные участники рынка склонны связывать укрепление рубля в феврале с большим притоком средств нерезидентов в рамках проведения ими операций carry trade²⁸, в том числе, в связи с сохраняющейся высокой привлекательностью рублевых активов после решения Банка России о сохранении ключевой ставки на уровне 10% в начале февраля. Мы попытались проанализировать, насколько велика роль нерезидентов и операций carry trade в укреплении рубля и как на это влияют внутренние и внешние условия.

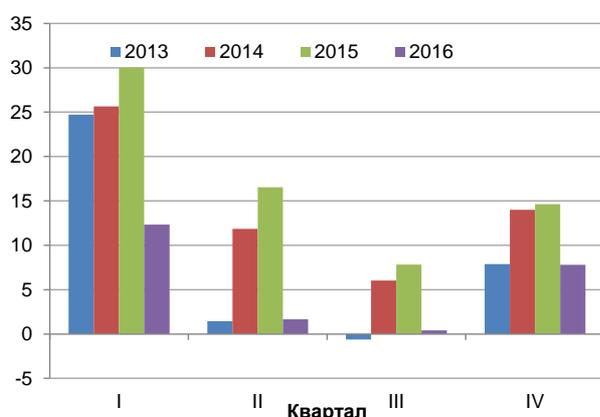
Прежде всего стоит отметить, что I квартал традиционно является самым благоприятным временем для рубля в силу сезонного увеличения положительного сальдо торгового баланса и счета текущих операций (СЧА) РФ. В начале года объемы выручки от экспорта энергоносителей высоки, при этом объемы импорта сильно снижаются, приводя к росту сальдо торгового баланса и СЧА. Кроме того, в I квартале традиционно низки платежи по обслуживанию и выплате внешнего долга, что снижает спрос на валюту, дополнительно увеличивая сальдо СЧА (Рисунок 61).

²⁸ Позволяет заработать на разнице ставок в различных валютах.

Таким образом, в начале года предложение валюты экспортерами часто превышает спрос со стороны импортеров и заемщиков, обслуживающих валютные обязательства. В результате создаются предпосылки для укрепления рубля, которое, действительно часто происходит. За последние 15 лет в I квартале рубль укреплялся к доллару США в 10 случаях, причем в феврале и марте это происходило в 11 случаях (Рисунок 62).

Стоит также отметить, что в этом году влияние сезонности счета текущих операций на рубль было усилено за счет операций, связанных с крупной приватизационной сделкой, заключенной с иностранными инвесторами в декабре 2016 года.

Рисунок 61. Сальдо счета текущих операций, млрд. долл. США



Источник: Банк России.

Рисунок 62. Динамика курса рубля по месяцам (рост означает укрепление).



Источник: Bloomberg Finance L.P.

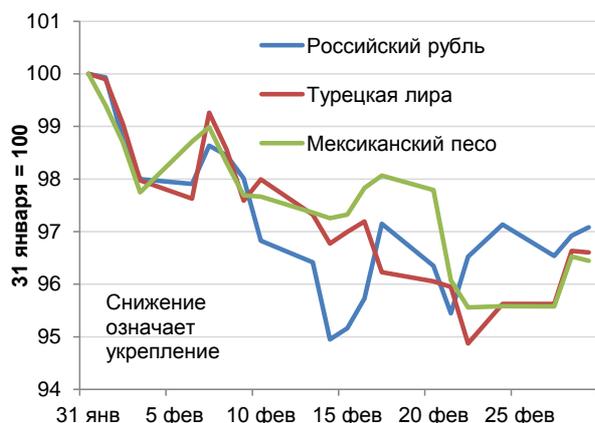
Рубль в феврале, безусловно, стал одним из лидеров роста, однако и валюты многих других стран с формирующимися рынками (СФР) показали схожий или даже лучший результат. Например, мексиканский песо и турецкая лира по итогам февраля даже немного опередили рубль по темпам укрепления к доллару США (Рисунок 63). Укрепление валют многих СФР говорит о позитивных настроениях инвесторов в отношении данной группы стран в целом. Этот вывод также подтверждается динамикой притока средств инвесторов в фонды СФР – с начала года наблюдается позитивная тенденция, в которую вписывается и динамика притока средств в российские акции и облигации (Рисунок 64). То есть приток средств нерезидентов в российские активы формируется в основном как часть общего притока на рынки СФР, а не за счет привлекательности рубля как такового.

Обычно крупные фонды, ориентированные на все развивающиеся страны или какие-то конкретные регионы, автоматически распределяют средства фонда по активам разных стран относительно долей в индексе-бенчмарке. При этом возможны отклонения от этих долей (как правило, небольшие) в зависимости от кратко- и среднесрочных взглядов управляющих на перспективы динамики конкретных рынков. Соответственно, когда происходит приток средств в крупные фонды СФР, автоматически растут объемы средств, вкладываемые в рынки отдельных стран.

Рисунок 63. Динамика валют развивающихся

Рисунок 64. Приток средств в инвестиционные

стран относительно доллара США, индекс



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

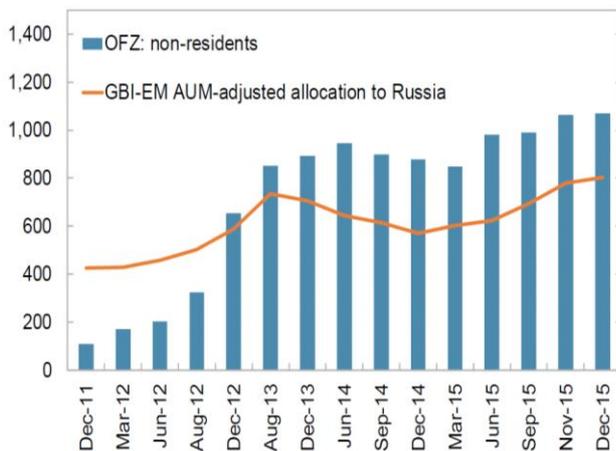
фонды, накопленный с начала года, млрд долл. США



Источник: EPFR.

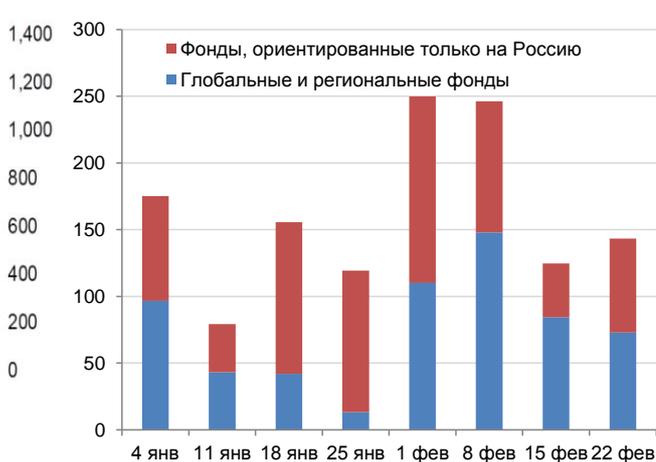
Описанная выше тенденция достаточно четко прослеживалась в 2013–2015 годах на рынке ОФЗ (Рисунок 65). Большая часть вложений нерезидентов после либерализации рынка (доступ через Euroclear) была приобретена в рамках размещения средств портфелей глобальных фондов в российские активы²⁹. Важно отметить, что, хотя объем инвестированных средств со временем менялся (увеличивался или уменьшался), этот процесс носил достаточно плавный характер из-за отмеченных выше особенностей процесса инвестирования средств фондами. Поэтому их вряд ли стоит считать спекулянтами с «горячими деньгами».

Рисунок 65. Объемы средств нерезидентов в ОФЗ и их источники



Источник: Международный валютный фонд.

Рисунок 66. Приток средств в облигации РФ по видам фондов, млн долл.

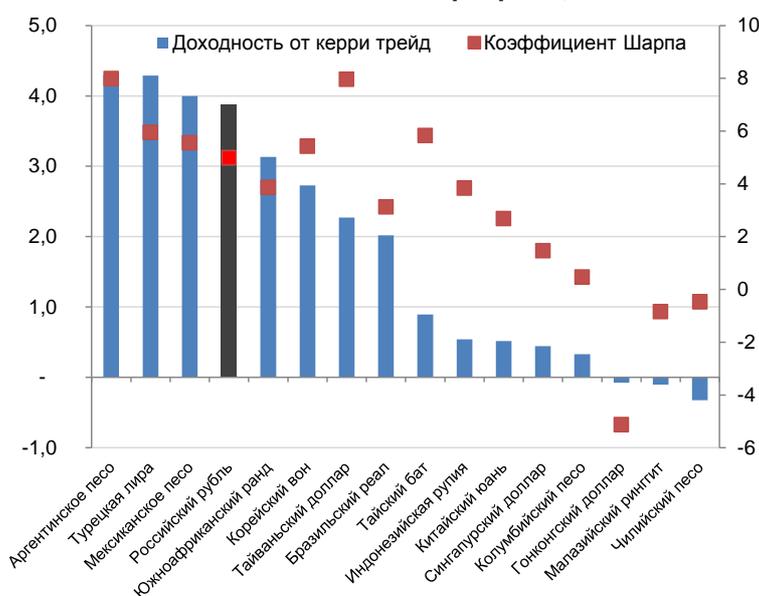


Источник: EPFR.

²⁹ Причем инвесторы, в основном, переходили от косвенного владения ОФЗ посредством финансовых деривативов (TRS, CLN) к прямому. Подробнее см. Yinqiu Lu and Dmitry Yakovlev. [Exploring the Role of Foreign Investors in Russia's Local Currency Government Bond \(OFZ\) Market. Series: Working Paper No. 17/28.](#)

Статистика EPFR говорит о том, что больше половины притока средств в российские фонды облигаций в феврале этого года осуществлялось из глобальных и региональных инвестиционных фондов (Рисунок 66). Это подтверждает предположение о том, что рост притока средств иностранных портфельных инвесторов в РФ в основном связан с общим оптимизмом мировых финансовых рынков.

Рисунок 67. Доходность от операций carry trade в различных валютах за февраль, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

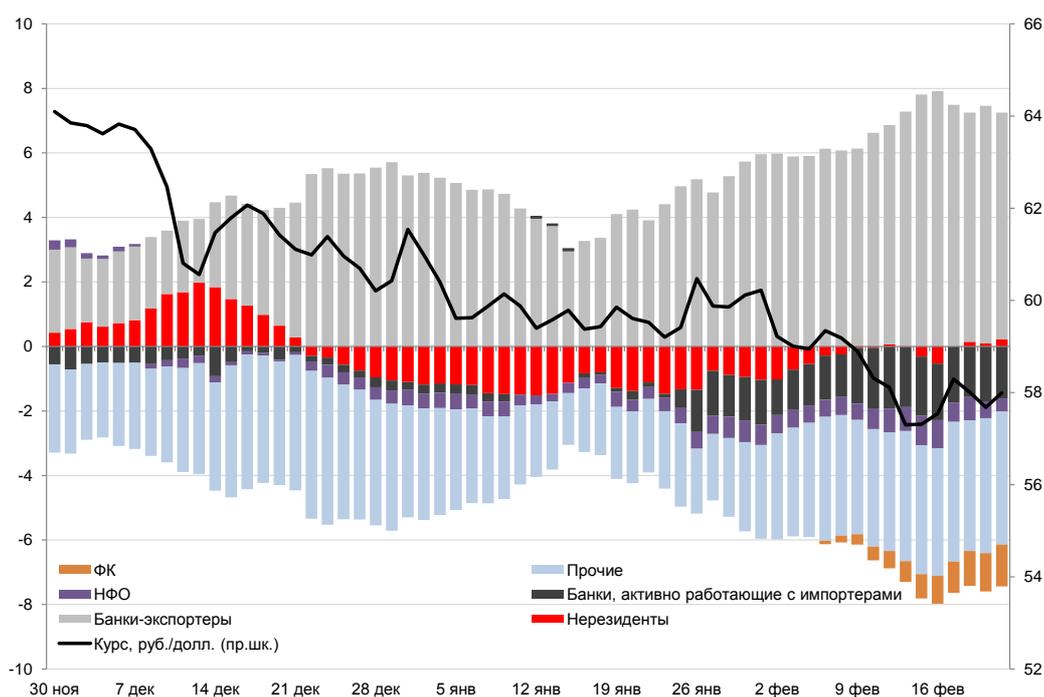
Многие эксперты высказывают мнение, что текущая денежно-кредитная политика Банка России делает рубль одним из самых привлекательных инструментов для совершения операций carry trade. Но так ли это на самом деле? В этой связи мы хотели бы обратить внимание на то, что высокие процентные ставки - не единственный потенциальный фактор привлекательности операций carry trade. По итогам февраля рубль действительно стал одним из лидеров по доходности от операций carry trade³⁰ (Рисунок 67). Большая ее часть была обеспечена укреплением валюты, а не разницей процентных ставок. Однако ставка на динамику курса в таких операциях может быть достаточно рискованной, что подтверждается показателями коэффициента Шарпа³¹. Для многих валют, где доходность в феврале оказалась ниже, чем в российском рубле, коэффициент Шарпа значительно выше. Это связано прежде всего с меньшей волатильностью (и реализованной, и вмененной) валютного курса. Последнее означает, что, несмотря на достаточно высокие процентные ставки рублевых активов, более высокий относительно многих других валют риск изменений курса (его волатильность) несколько снижает привлекательность рубля с точки зрения операций carry trade.

³⁰ Укрепление валюты плюс разница ставок в локальной и базовой валюте (здесь – доллар США). Расчеты Bloomberg.

³¹ Показывает доходность операции с учетом рисков, сопряженных с ее исполнением. В данном случае мерой риска является волатильность валютного курса.

Обычно сделки на валютном рынке совершают банки на основании заявок и поручений своих клиентов: экспортеров, импортеров, нерезидентов и прочих. Следовательно, анализ активности банков на валютном рынке может пролить свет на влияние действий групп их клиентов на динамику валютного курса (Рисунок 68). В феврале существенно выросли нетто-продажи валюты экспортерами при достаточно стабильной динамике покупок валюты импортерами, что полностью соответствует представлениям о сезонности торгового баланса и счета текущих операций.

Рисунок 68. Чистая позиция на валютном спот рынке за скользящий месяц³² ("+" - нетто-продажа валюты, "-" - нетто-покупка валюты), млрд долл.



Источник: Банк России.

Таким образом, рост продаж валюты экспортерами стал основной причиной укрепления рубля в феврале. Банки, обслуживающие нерезидентов, также внесли свою лепту, так как за месяц из нетто-покупателей валюты они перешли в нейтральную позицию (покупки примерно равны продажам). Однако изменение их нетто-позиции оказалось не столь существенным по сравнению с экспортерами. Следовательно, рост притока валюты (а точнее прекращения оттока) со стороны нерезидентов стал лишь одной из причин, причем второстепенной, укрепления рубля в феврале.

В результате можно сделать вывод о том, что роль притока «спекулятивного» иностранного капитала в недавнем укреплении рубля преувеличена, а основная причина увеличения притока капитала связана с общим улучшением настроений на мировых финансовых рынках.

³² Такой интервал взят для устранения эффекта сезонности внутри месяца, связанного с налоговыми выплатами.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Ирина Богачева

Сергей Власов

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Андрей Синяков

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева