



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Октябрь 2015

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования**

№1 / Октябрь 2015

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---|-----------|
| Вступительное слово | 3 |
| Краткое содержание | 4 |
| 1. Итоги месяца | 5 |
| 1.1. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки | 5 |
| 1.1.1. Новости глобальной экономики за прошедший месяц в целом показали ухудшение динамики деловой активности и рост дефляционного давления в ключевых экономиках мира | 5 |
| 1.1.2. Финансовые рынки: стабилизация после ралли | 11 |
| 1.1.3. Товарные рынки: волатильность сохраняется | 14 |
| 1.2. Экономическая динамика в России: признаки стабилизации | 16 |
| 1.2.1. Замедление спада промышленного производства в сентябре продиктовано положительной динамикой в обработке | 16 |
| 1.2.2. Индекс базовых отраслей по России свидетельствует об улучшении экономической активности, в большинстве ФО происходит замедление спада в обрабатывающих производствах | 18 |
| 1.2.3. Перспективы оживления потребительской и инвестиционной активности по-прежнему под вопросом | 20 |
| 1.2.4. ВВП по расходам во втором квартале 2015 года: корректировка запасов и импорт как драйверы совокупного спроса | 22 |
| 1.2.5. Рынок труда: неполная занятость начала снижаться | 25 |
| 1.2.6. Структурные изменения в экспорте нефтяного сектора | 26 |
| 1.2.7. Рынок автомобилей: новое равновесие на более низком уровне | 27 |
| 1.2.8. Низкий уровень валовой прибыли – структурная проблема | 29 |
| 1.3. Инфляция остается на высоком уровне, повышенные инфляционные риски сохраняются | 30 |
| 1.3.1. Инфляция ускорилась в октябре, отражая повышенный инфляционный фон | 30 |
| 1.3.2. Рост цен производителей на потребительские товары создает дополнительные инфляционные риски | 32 |
| 1.3.3. Трендовая инфляция: в ожидании снижения с локального максимума | 34 |
| 2. Взгляд в будущее | 35 |
| 2.1. Опережающие индикаторы и прогнозы | 35 |
| 2.1.1. Краткосрочная оценка и прогноз ВВП: динамика макропоказателей соответствует ожиданиям | 35 |
| 2.1.2. Текущие прогнозы финансовых аналитиков участников рынка по основным макропоказателям России сохраняются на сентябрьском уровне | 38 |
| 2.1.3. Что говорят опережающие индикаторы по России? | 39 |
| 3. В фокусе | 43 |
| 3.1. Динамика российского импорта: валютный курс – основной фактор | 43 |

Вступительное слово

Банк России начинает серию регулярных публикаций бюллетеня Департамента исследований и прогнозирования «О чем говорят тренды». Цель представляемых в бюллетене материалов – дать аналитическую оценку наиболее актуальным трендам в динамике макроэкономических показателей и индикаторов финансовых рынков в России и мире, а также перспективам российской экономики с учетом данных тенденций. Представленные в докладе выводы базируются на анализе краткосрочной статистической информации, что представляется важным с точки зрения оперативного мониторинга состояния экономики при принятии Банком России решений по денежно-кредитной политике.

Доклад предназначен для широкой целевой аудитории и будет полезен как для профессионального сообщества и средств массовой информации, так и для общественности в целом.

В целях обозначения наиболее важных текущих экономических тенденций в бюллетень включен раздел, посвященный анализу опубликованной за прошедший месяц краткосрочной статистической информации по России и ключевым зарубежным экономикам («Итоги месяца»). В разделе «Взгляд в будущее» делаются выводы о наиболее вероятной, с точки зрения авторов доклада, дальнейшей динамике макроэкономических показателей в краткосрочной перспективе с учетом выявленных трендов. Раздел «В фокусе» носит тематический характер и посвящен анализу по избранным актуальным вопросам с более детальным описанием проблематики и методологических подходов.

Бюллетень представлен в подразделе «Серия докладов об экономических исследованиях» раздела «Информационно-аналитические материалы» на официальном сайте Банка России.

Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене «О чем говорят тренды», могут не совпадать с официальной позицией Банка России.

Краткое содержание

1. Итоги месяца

- **В октябре** изменения в российской и мировой экономике указали на снижение краткосрочных внешних и внутренних финансовых рисков на фоне сохранения повышенных инфляционных рисков и появления признаков стабилизации уровня экономической активности. Это говорит в пользу **определяющей роли инфляционных рисков** при принятии решений о денежно-кредитной политике Банком России.

Инфляционное давление и риски сохраняются на высоком уровне.

В российской экономике появляются **признаки стабилизации**, которая пока носит неустойчивый характер.

Риски для финансовой стабильности в целом снизились, однако возобновившееся недавно снижение нефтяных цен повышает вероятность возникновения новых рисков.

2. Взгляд в будущее

- Опережающие индикаторы деловой активности, действия и комментарии со стороны ведущих центральных банков говорят о **замедлении экономической динамики в мире**, укрепляя ожидания более мягкой политики со стороны центральных банков и **стимулируя «аппетит к риску»** в краткосрочной перспективе.
- Опережающие российские индикаторы деловой активности обещают **возобновление экономического роста не ранее начала 2016 года**.

3. В фокусе: динамика российского импорта

- Динамика российского **импорта** с 2009 г. в основном определяется динамикой **реального валютного курса**, причем **долгосрочная эластичность импорта по курсу увеличилась**. В 2014–2015 годах произошло (видимо, временное) снижение эластичности из-за действия шоков, не связанных с макроэкономикой.

1. Итоги месяца

1.1. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.1.1. Новости глобальной экономики за прошедший месяц, в целом показали ухудшение динамики деловой активности и рост дефляционного давления в ключевых экономиках мира

США

Статистика по экономике **США**, вышедшая в октябре, подтвердила обоснованность появившихся на финансовых рынках в августе–сентябре опасений о чувствительности экономики США к высокой волатильности мировых финансовых рынков и к перспективам замедления роста в развивающихся странах.

В октябре стало понятно, что роль чистого экспорта в качестве основного фактора роста американской экономики снизилась. Сильный доллар на фоне высокого спроса на американские активы из-за бегства от рисков (risk-off) привел к росту дефицита внешней торговли. Дефицит внешней торговли в августе составил 48,3 млрд долл. США (по сравнению с 41,8 млрд долл. США в июле). Рост дефицита был вызван сокращением экспорта на 3,7 млрд долл. США и ростом импорта на 2,8 млрд долл. США. Объем импорта в США оказался на 1% больше докризисного пика середины 2008 года. При этом импорт нефти в США в стоимостном выражении существенно сократился (см. Рисунок 1), т.е. рост импорта отражает ненефтяной дефицит внешней торговли (по сравнению с пиком 2008 года). Это может говорить как об уверенном росте внутреннего спроса в американской экономике, так и о негативном влиянии сильного доллара на внешнюю торговлю. Важно отметить, что дефицит торговли с Китаем вырос с 30,3 млрд долл. США в августе 2014 года до 35 млрд долл. США в августе 2015 года.

Рисунок 1



Рисунок 2



Потребительский спрос, бывший основным фактором роста экономики США во втором квартале, в сентябре продемонстрировал замедление темпов роста.

Динамика потребительского спроса в США оказалась хуже ожиданий. Розничные продажи в США в сентябре выросли слабее, чем ожидалось: +0,1% м/м против 0,2% м/м. При этом августовский рост был пересмотрен в сторону ухудшения, с +0,2% м/м до +0,0% м/м. Дополнительное подтверждение ослабления потребительского спроса – динамика рынка жилья. Продажи новых домов сократились на 11,5% мм в сентябре – сильно хуже прогнозов рынка. Продажи существующих домов прибавили в сентябре 4,7% (лучше ожиданий), но не перекрыли снижения в августе (-5,0% м/м). Положительной новостью стало то, что строительство новых домов в США в сентябре компенсировало сокращение в августе: +6,5% мм при ожиданиях роста на 1,4% мм и снижении в августе на 1,7% мм. Цены на недвижимость уверенно растут с темпом около 5% г/г.

Промышленное производство в США второй месяц подряд снижалось по данным за сентябрь, что совпало с ожиданиями рынка. Заказы на товары длительного пользования в сентябре сократились на 1,2% м/м при ожиданиях снижения на 1,5% м/м. Августовское сокращение было пересмотрено с 2 до 3% м/м.

Статистика по рынку труда за сентябрь преподнесла неприятный сюрприз, после которого рынки стали сомневаться в возможности декабрьского повышения ставок. Прирост числа занятых вне сельского хозяйства замедлился и оказался сильно хуже ожиданий: всего +142 тыс. при здоровых темпах, соответствующих ожиданиям рынка и трендовому росту экономики, на уровне 200 тыс. Прирост за август был пересмотрен вниз – со 173 тыс. первоначальных до 136 тыс. Пересмотр коснулся и июльского значения: вниз с 245 тыс. до 223 тыс. Основное влияние на замедление прироста занятых оказал добывающий сектор.

Прирост заработных плат замедлился и тоже оказался хуже ожиданий. Заработные платы как драйвер инфляции пока не желают расти с темпами, обеспечивающими целевую инфляцию 2% в среднесрочной перспективе, то есть с темпом на уровне около 2,7–3% за год (Рисунок 2). Среднее число отработанных часов (загрузка труда) тоже снизилось и оказалось хуже ожиданий. Такой важный для ФРС показатель, как уровень экономической активности, непрерывное снижение которого в фазе восстановления роста экономики США было важным аргументом за продолжение более мягкой политики, продолжил снижение, достигнув в сентябре 62,4% – минимума с конца 1970-х годов. Уровень безработицы – единственный из показателей, который остался без изменения и на уровне ожиданий рынка: 5,1% в сентябре, вплотную к уровню, который ФРС рассматривает в качестве нормального (NAIRU).

Потребительские цены и цены производителей в США показали разнонаправленную динамику. Цены производителей товаров конечного потребления в сентябре оказались под большим дефляционным давлением, чем ожидали рынки: -0,5% м/м при ожиданиях снижения цен на 0,2% м/м. В годовом сопоставлении дефляция цен производителей товаров конечного потребления выросла с 0,8 до

1,1%. Потребительские цены в сентябре снизились в соответствии с ожиданиями на 0,2% м/м, но базовый индекс потребительских цен прибавил 0,2% м/м при ожиданиях роста на 0,1% м/м. В результате этого годовой рост вплотную приблизился к цели ФРС США: цены без топлива и продуктов питания выросли в сентябре на 1,9% г/г при ожиданиях прироста на 1,8% м/м.

Индекс настроений потребителей (consumer confidence index) в США в сентябре оказался лучше ожиданий (103 против 101,5 в августе), но индекс ISM в обрабатывающей промышленности США оказался хуже ожиданий: 50,2 в сентябре против ожидавшихся 50,6 – минимум за два года. Индикатор сюрпризов макроданных по США от Bloomberg в течение октября характеризовался стабильной динамикой, однако к концу месяца показал небольшое увеличение. Это говорит об улучшении динамики экономики США по сравнению с ожиданиями финансовых аналитиков (рисунок 49).

Рисунок 3



Рисунок 4



Еврозона и Япония

Деловые индикаторы стран **Еврозоны** ухудшились, дефляция в сентябре продолжается. Промышленное производство сократилось в августе, но в соответствии с ожиданиями. Потребительские цены в сентябре снизились на 0,1% г/г, как и месяцем ранее. Базовый индекс потребительских цен растет на 0,9% г/г в соответствии с ожиданиями.

Сводный PMI в еврозоне оказался в сентябре хуже ожиданий и значения в августе: 53,6 против 53,9 (54,3 в августе). При этом PMI в секторе розничных продаж оказался лучше августовского значения: 51,9 против 51,4. Таким образом, внутренний спрос в еврозоне чувствует себя лучше, чем ориентированная на экспорт, в том числе в Китай, промышленность.

Ежемесячный опрос профессиональных экономистов по еврозоне, обновленный в конце октября, показал ухудшение прогноза роста ВВП еврозоны в 2016 году: с 1,7 до 1,6% – и ухудшение прогноза по инфляции (по сравнению с целевым уровнем): с 1,2 до 1,1%. Прогноз по ставке ЕЦБ остался неизменным на всем горизонте прогноза: первое повышение ожидается в середине 2017 года. Индекс потреби-

тельского доверия в еврозоне зафиксирован в октябре ожиданий: -7,7 пунктов при ожиданиях -7,4.

Заказы в производстве инвестиционных товаров промышленности Японии снизились в августе на 5,7% мм при ожиданиях роста на 2,3% мм, предвещая снижение инвестиций. **Заказы на товары обрабатывающей промышленности в Германии снизились** в августе на 1,8% мм при ожиданиях роста на 0,5% мм. При этом в большей степени сократились внутренние заказы.

Шансы на более мягкую политику со стороны ЕЦБ и Банка Японии растут. В еврозоне в сентябре вновь зафиксирована дефляция. Потребительские цены в Японии, также как и в еврозоне, в сентябре снизились на 0,1% г/г при ожиданиях рынка на уровне 0,0% г/г. Несмотря на то что, согласно заявлениям центральных банков, основным фактором снижения потребительских цен является снижение цен энергии, коммуникация ожиданий центральными банками о возвращении ИПЦ к цели в сложившихся условиях окажется затруднена. Плохая статистика о динамике промышленного производства в Японии за август (+0,2% г/г и -0,5% м/м при ожиданиях рынка +1,8% г/г и +1,0% м/м) еще более повышает шансы на расширение программы QE Банком Японии. Это смягчит последствия сжатия глобальной ликвидности из-за нормализации денежной политики ФРС США.

Китай

Плохие новости из Китая становятся «новой нормой». ВВП Китая в третьем квартале оказался немногим лучше ожиданий рынка (+6,9% г/г при ожиданиях 6,8% г/г). При этом сентябрьская статистика в производстве товаров продолжает ухудшаться: промышленное производство в сентябре выросло на 5,7% г/г против ожидавшихся +6,0% г/г и августовского роста на 6,1% г/г, инвестиции в основной капитал прибавили 10,3% г/г в сентябре против +10,9% г/г в августе. Опережающий индикатор PMI в сентябре оказался более пессимистичен, чем официальная статистика. Сектор услуг, напротив, показывает стабильный рост в соответствии с ожиданиями (10,5% г/г). Из-за замедления инвестиций месячная оценка Bloomberg темпов роста ВВП Китая уменьшилась с 6,64 до 6,55%.

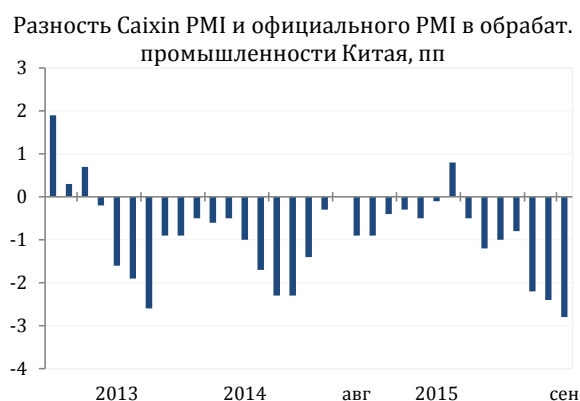
Сводный индекс Caixin PMI достиг минимума за всю историю наблюдений: 48 пунктов против 48,8 в августе. Разрыв между официальным индексом PMI в промышленности и рассчитываемым по кругу мелких и средних предприятий в сентябре вырос (Рисунок 5). Из-за того что крупные предприятия, как правило, имеют доступ к господдержке, официальный индекс PMI не отражает полностью давление структурных факторов, которое испытывает бизнес в Китае, а расхождение может косвенно отражать степень господдержки экономики.

Рисунок 5



Источник: Bloomberg, CEIC

Рисунок 6



Источник: Bloomberg, CEIC

Прибыль в промышленности Китая сократилась на 8,8% г/г в августе после снижения на 2,9% г/г в июле. Прирост прибыли за 2014 год составил 5%.

В Китае в сентябре отмечено сильное сокращение импорта товаров и услуг – на 20,4% г/г, при ожиданиях снижения на 16% г/г. Динамика потребительских цен в Китае также оказалась хуже ожиданий: цены выросли в сентябре на 1,6% г/г при ожиданиях роста на 1,8% г/г.

Фактором, который поддержит совокупный спрос и/или динамику финансовых рынков в ближайшие месяцы, станут **новые кредиты в юанях, объем которых в сентябре оказался лучше прогнозов** и среднего значения с середины 2014 года (когда финансовый рынок был перегрет). Рост выдачи новых кредитов, вызванный смягчением денежной политики Народным банком Китая, с одной стороны, подтверждает, что ситуация в Китае в настоящее время находится под контролем регулятора, с другой стороны, указывает на то, что искусственное поддержание темпов роста экономики за счет накопления дисбалансов (долгов) увеличивает риск глубокого финансового кризиса и жесткой посадки экономики Китая.

Цены на недвижимость в Китае продолжили снижение в сентябре, но в меньшем количестве городов (58 из 70 обследуемых против 61 из 70 месяцем ранее). Цены на новые дома выросли в 39 городах против 35 месяцем ранее.

Ухудшение деловой активности в Китае **повышает вероятность смягчения до конца года денежной политики Народного банка Китая**, призванной сократить отрыв в динамике реального валютного курса Китая от валют других стран региона, **равно как и шансы нового ослабления юаня**. С 23 октября Народный банк Китая снизил ключевую (однолетнюю) процентную ставку на 25 б.п., до 4,35%, на ту же величину была снижена ставка по депозитам – до 1,5%. Решение по ставкам Народный банк Китая сопровождал ослаблением требований по обязательным резервам, добавив в систему напрямую около 90 млрд наличности в долларовом эквиваленте. Это шестое снижение ставки подряд с уровня 6%, на котором ставка была в 2012 году. Народный банк Китая имеет еще очень большое пространство для маневра по дальнейшему снижению ставок (для сравнения: Банк Японии

в 1990-е годы снизил процентную ставку за пять лет с 4,5 в 1991 году до 0,5% в 1995 году), учитывая текущий уровень ставок и закрытость счета капитала.

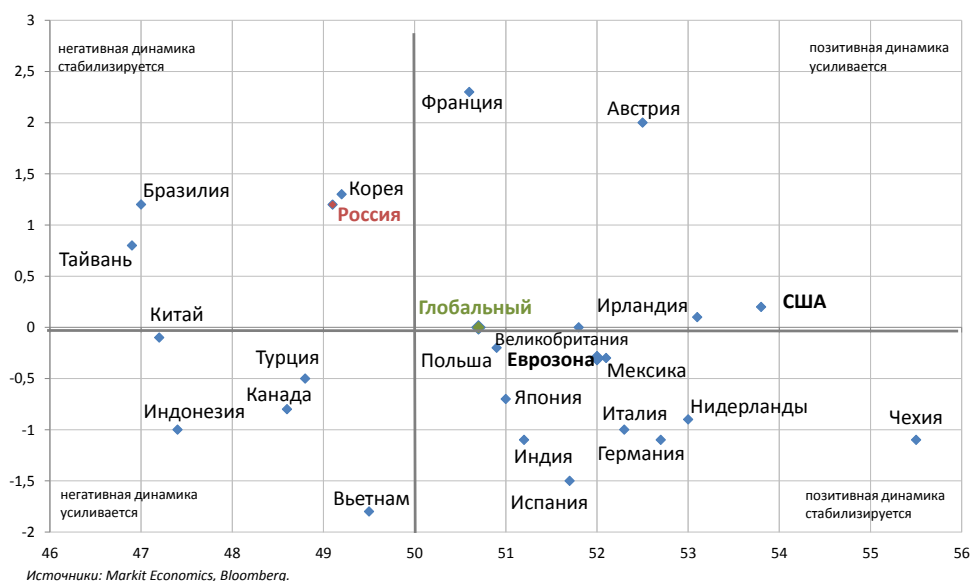
Снижение ставки при проведении Китаем структурной перестройки экономики, сопровождающейся неизбежным замедлением роста, представляется не совсем очевидным шагом. Однако в промышленности наблюдается дефляция, а темы роста потребительских цен низки (1,6% г/г в сентябре) и замедляются. Кроме того, учет аспектов финансовой стабильности тоже помогает объяснить решение центрального банка. Дефляция в промышленности и высокие уровни накопленного долга увеличивают долговую нагрузку. Понижение ставок в такой ситуации снижает расходы по обслуживанию долга. Однако из-за либерализации процентных ставок с 2003 года ставки Народного банка Китая сейчас важны лишь для строительного сектора и крупных государственных компаний, которые станут основными бенефициарами более мягкой политики банка.

Мировая экономика

МВФ в октябрьском докладе о перспективах мировой экономики (World Economic Outlook) **понижил прогноз роста мировой экономики** в этом году с 3,3 до 3,1%, что ниже 3,4%-ного роста в 2014 г. Одновременно **МВФ** понизил свой прогноз роста мировой экономики в 2016 году с 3,8 до 3,6% и **отметил рост рисков дальнейшего замедления экономического роста в странах с развивающимися рынками и развивающихся странах.**

Результаты опросов PMI по обрабатывающей промышленности за сентябрь сигнализируют о росте рисков замедления темпов экономического роста в Японии, еврозоне и, что важно, в Китае (Рисунок 7).

Рисунок 7
PMI в обработке в сентябре 2015 года и прирост к августу 2015 года



1.1.2. Финансовые рынки: стабилизация после ралли

В течение большей части октября на глобальных и российских финансовых рынках происходило ралли, причиной которого послужила серия макроэкономических и опросных данных, свидетельствующих о замедлении мировой экономики. Это укрепило веру рынков в перенос начала цикла повышения ставок в США на следующий год и активизацию дополнительных инструментов «количественного смягчения» ЕЦБ и Банком Японии. В последней декаде месяца финансовые рынки стабилизировались.

Реакция российских рынков на решение Банка России продлить паузу в изменении ключевой ставки была в целом умеренной. Курс рубля несколько снизился, ориентируясь в том числе на динамику нефтяных цен.

Рыночный оптимизм в сочетании с ростом убежденности в том, что Банк России будет последовательно снижать инфляцию, проводя умеренно-жесткую денежно-кредитную политику, привели к снижению доходности **ОФЗ в длинном конце**. В результате кривая доходности ОФЗ стала еще более инвертированной.

Рисунок 8



Рисунок 9

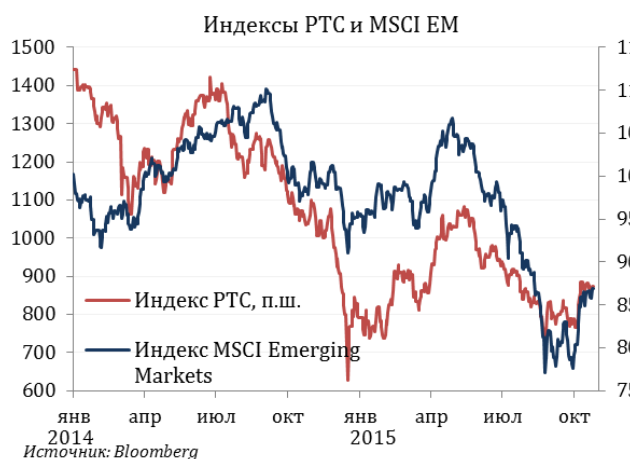


Рисунок 10

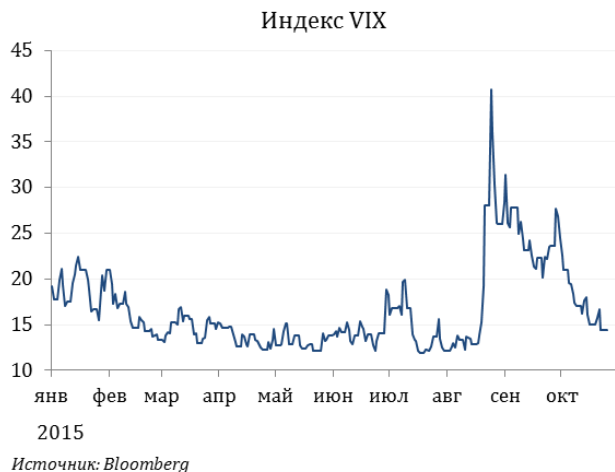


Рисунок 11

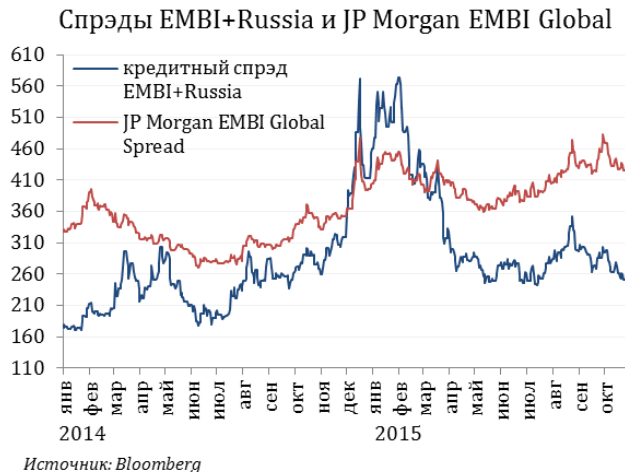


Рисунок 12

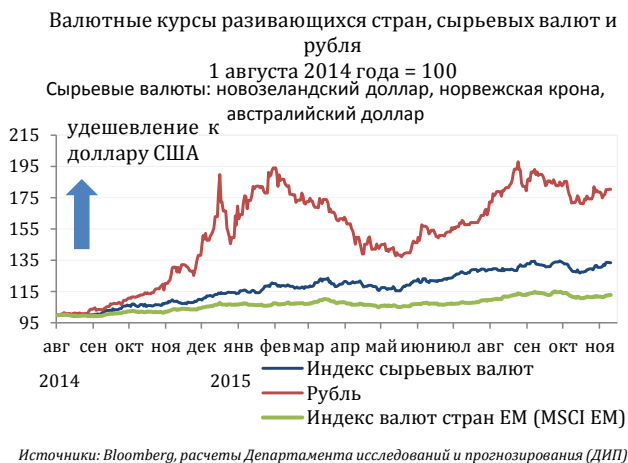


Рисунок 13

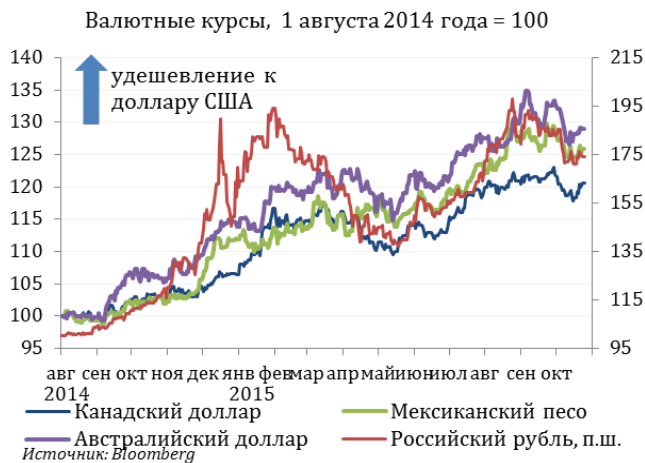


Рисунок 14



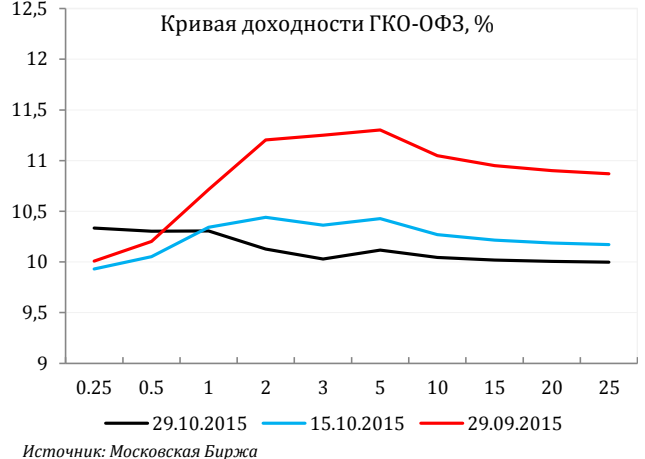
Рисунок 15



Рисунок 16



Рисунок 17

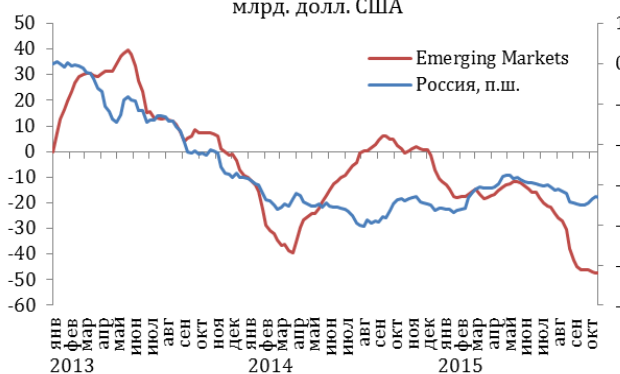


Опубликованная октябрьская статистика по динамике денежных потоков в российские фонды и фонды стран с развивающимися рынками свидетельствует о возобновлении за последние недели **чистого притока портфельных инвестиций в российские ценные бумаги при практически неизменном чистом притоке в**

акции и облигации стран с развивающимися рынками. С начала 2015 года происходил чистый приток денежных средств в российские портфельные фонды на фоне оттока средств из развивающихся экономик в целом (Рисунок 19). Таким образом, текущая динамика объема инвестиций в российские ценные бумаги, по нашему мнению, является в большей степени корректирующей: происходит постепенное возвращение чистого притока в российские фонды к уровням, наблюдавшимся в преддверии шоков, связанных с ослаблением рубля в июле и августе, а также девальвацией рубля на пике неопределенности в конце 2014 года. Мы ожидаем, что динамика портфельных инвестиций в российские фонды и фонды стран с развивающимися рынками станет более сонаправленной уже в краткосрочной перспективе.

Рисунок 18

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



Источники: EPFR Global, Bloomberg

Рисунок 19

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



Источники: EPFR Global, Bloomberg

Рост ожиданий смягчения денежно-кредитной политики Банка России. На протяжении октября спред между FRA 3×6 и 3М Mosprime, отражающий ожидания участников рынка по будущим процентным ставкам, постепенно снижался и к середине месяца вернулся в отрицательную область (Рисунок 20). Мы связываем данное обстоятельство с тем, что ситуация на глобальных и российских финансовых рынках нормализовалась начиная с середины сентября. Спред между FRA 3×6 и 3М Mosprime перешел в положительную область во второй половине июля. Это отражает реакцию участников рынка на появление в третьем квартале связанных с ослаблением рубля дополнительных инфляционных рисков. В связи этим, продолжение смягчения денежно-кредитной политики Банком России в сентябре представлялось менее вероятным, чем предполагалось инвесторами ранее. Сокращение спреда в октябре косвенно свидетельствует о снижении ожиданий, связанных с рисками ликвидности в конце 2015 года и (или) рисками повышения ключевой ставки. В то же время указанный индикатор недостаточно надежен для того, чтобы делать однозначный вывод о рыночных ожиданиях смягчения денежно-кредитной политики на одном из ближайших заседаний Совета директоров Банка России. FRA 3×6 отличается низкой ликвидностью, а его значения сильно варьируются в зависимости от провайдера.

Рисунок 20



Рисунок 21



1.3.3. Товарные рынки: волатильность сохраняется

В октябре 2015 года волатильность на нефтяном рынке выросла по сравнению с сентябрем. В начале месяца цена на нефть пробивала отметку в 53 долл. за баррель на фоне информации о снижении добычи нефти в США, относительной стабилизации экономики Китая, а также на ожиданиях сокращения добычи ОПЕК. Однако к концу месяца возобладали негативные тренды на фоне роста опасений относительно избыточного предложения нефти при отсутствии сигналов об укреплении мирового спроса на энергоносители, а также укрепления роста курса доллара в ожидании решения по ставкам в США в конце месяца. Также наметился тренд на рост дисконта между ценой на нефть марки **Urals** и ценой на нефть марки **Brent**, вероятно, на фоне усиления конкуренции между нефтеэкспортерами и увеличения поставок нефти из Саудовской Аравии в Европу.

ОПЕК в октябрьском отчете пересмотрела свои ожидания относительно спроса в большую сторону в связи с пересмотром прогноза роста в странах ОЭСР, а предложение – в меньшую сторону из-за ожиданий большего сокращения добычи в США и Канаде. Последнее объясняется высоким уровнем долговой нагрузки нефтедобывающих компаний и ростом стоимости обслуживания долга. Несмотря на то что превышение предложения над спросом все еще ожидается, при сохранении текущих уровней добычи ОПЕК рынок может сбалансироваться к третьему кварталу 2016 года. Добыча может увеличиться за счет Ирана, при этом в целом незагруженные мощности в странах ОПЕК снизились в третьем квартале 2015 года относительно первой половины года примерно в 1,5 раза ().

Между тем встреча представителей стран производителей нефти ожидаемо закончилась без принятия каких-либо решений относительно ограничений на добычу нефти, причем, как сообщалось с ссылкой на представителя от России, этот вопрос даже не обсуждался. В то же время страны Персидского залива – Саудовская Аравия, Кувейт, Катар и ОАЭ – противятся проведению саммита с участием стран, не являющихся членами ОПЕК.

Рисунок 22
Число буровых установок и разрешений
на добычу нефти в Техасе

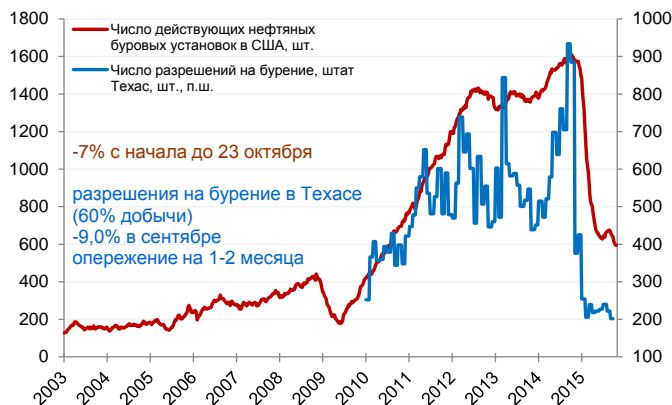


Рисунок 23
Добыча нефти в США



По отчету американской компании Baker Hughes от 23 октября, число действующих нефтяных буровых установок в США снова сократилось, но минимально. По данным EIA, за период с 25 сентября по 23 октября добыча нефти в США осталась практически неизменной, а коммерческие запасы нефти снова существенно выросли – более чем на 5%. Несмотря на то, что динамика последних недель воспринимается рынком скорее как свидетельство роста избытка предложения нефти, в целом она соответствует сезонности предыдущих лет применительно к запасам, а поддержание добычи объясняется смещением инвестиций от разработки к добыче. Статистика следующих недель станет определяющей, так как сезонность указывает на остановку или минимальный рост запасов нефти, в то время как добыча должна стабилизироваться на более низком уровне.

Рисунок 24
Коммерческие запасы нефти в США

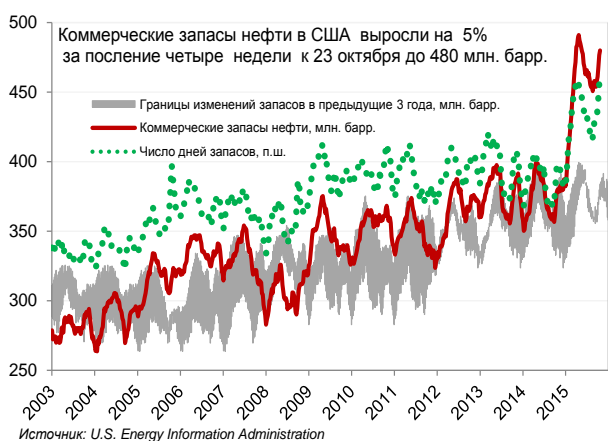
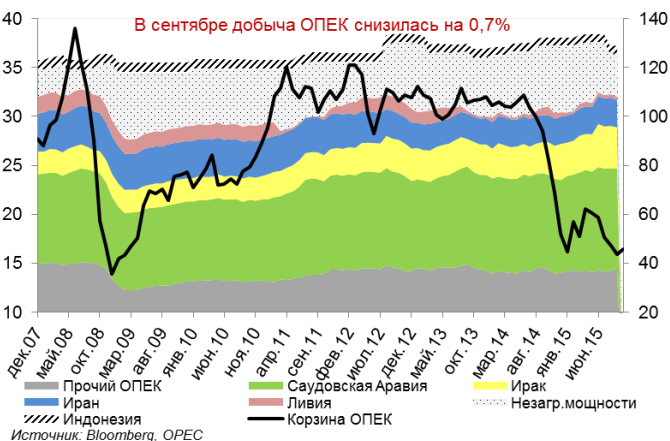


Рисунок 25
Добыча нефти в странах ОПЕК



Поставки нефти в Европу из Саудовской Аравии, вероятно, негативно влияют на цену Urals. Дисконт цены Urals с поставкой в Роттердам к цене Brent вырос до 3,35 долл. за баррель по сравнению с обычной величиной дисконта, не превышающей 2 долл. за баррель. Это создает дополнительные риски для российского экспорта и платежного баланса, но более всего – для бюджета РФ.

На остальных товарных рынках также наблюдалась понижательная динамика в октябре.

Рисунок 26
Динамика цен на товары

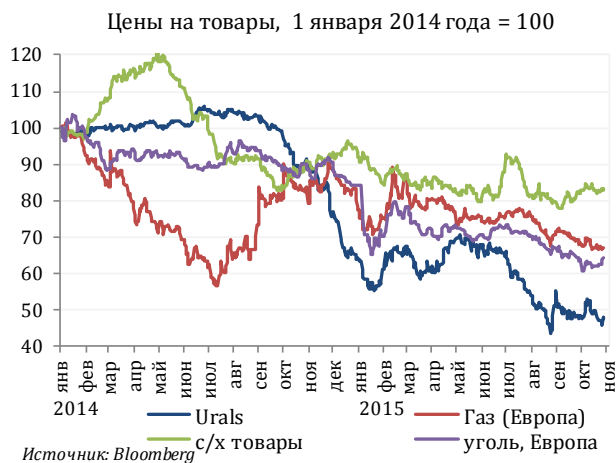
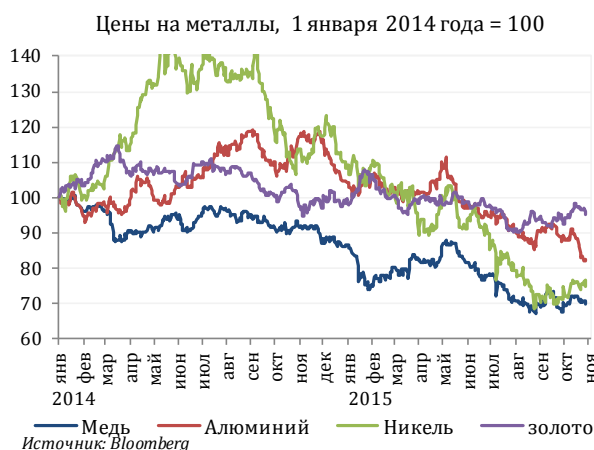


Рисунок 27
Динамика цен на металлы



1.2. Экономическая динамика в России: признаки стабилизации

1.2.1. Замедление спада промышленного производства в сентябре продиктовано положительной динамикой в обработке

Опубликованная сентябрьская статистика по динамике промышленного производства в целом может рассматриваться как достаточно позитивная. Согласно официальным данным Росстата, с учетом поправки на сезонность рост промышленного производства в месячном выражении по итогам сентября составил 0,6% (по оценкам Департамента исследований и прогнозирования – 0,5%) и достиг своего максимального значения с конца 2014 года (Рисунок 28). Основным драйвером улучшения производственной активности в отчетном месяце выступили обрабатывающие производства, продемонстрировав, по оценкам ДИП, рост на 0,8% в сентябре. Это внесло определяющий вклад в положительную динамику совокупного индекса промышленного производства за прошедший месяц с учетом того, что удельный вес этих отраслей в индексе составляет свыше 50%. При этом динамика добычи полезных ископаемых и производства и распределения электроэнергии, газа и воды оказались несколько хуже августовских уровней – рост на 0,3% и снижение на 1,1% соответственно с поправкой на сезонность (Рисунок 29).

Рисунок 28
Промышленное производство, % м/м
(сезонность устранена)

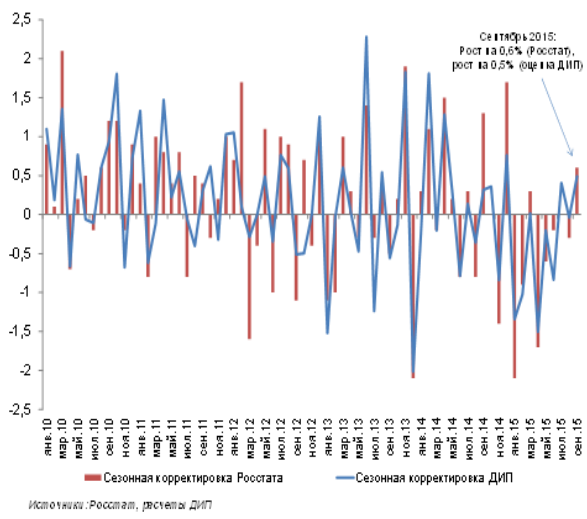
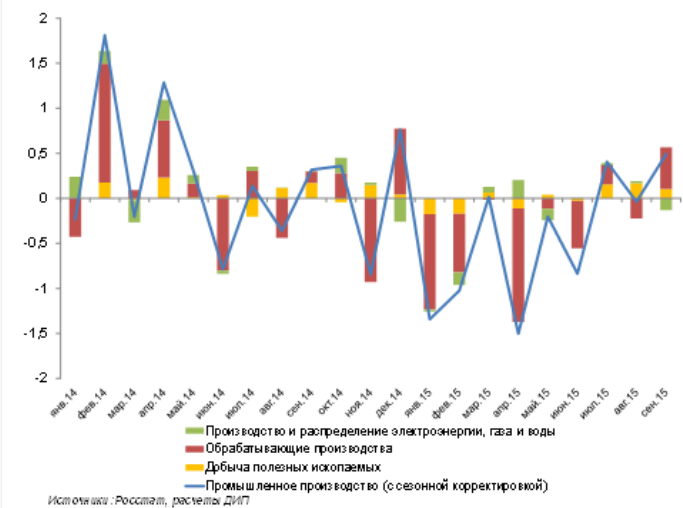


Рисунок 29
Вклад отдельных компонент в динамику
индекса промышленного производства, % м/м
(сезонность устранена)



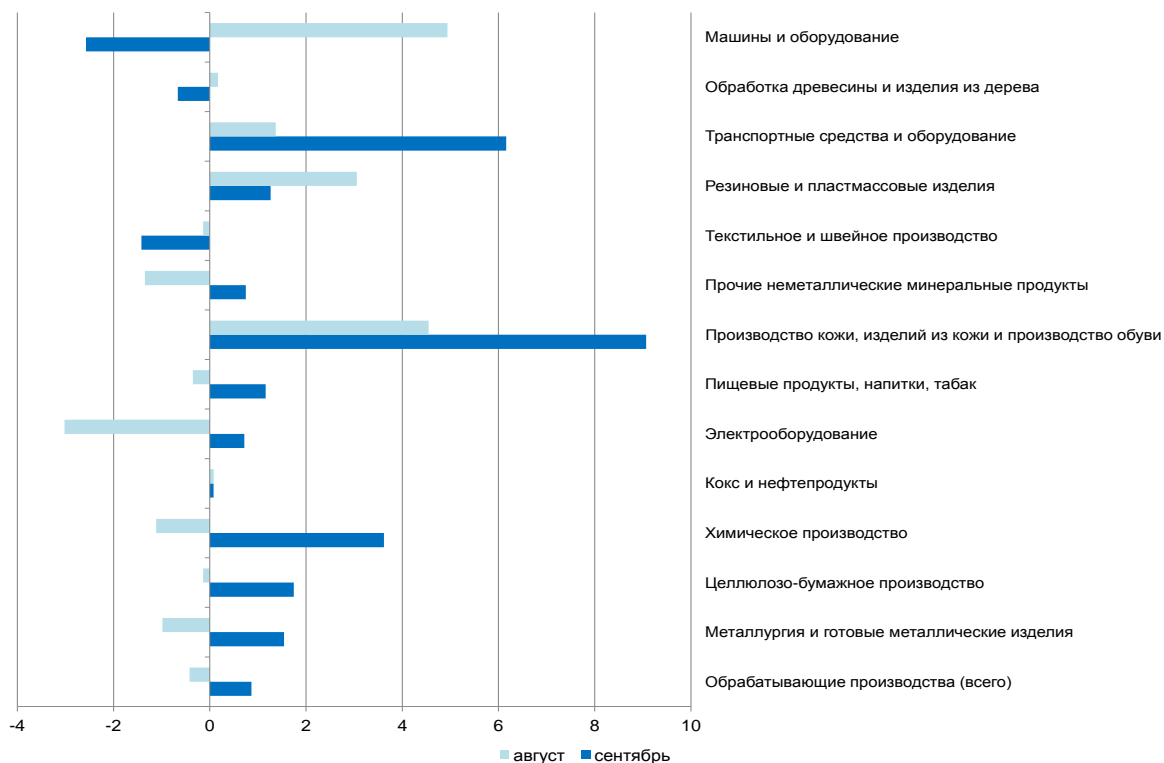
В разрезе основных видов обрабатывающих производств наиболее позитивная динамика по сравнению с прошлым месяцем с поправкой на сезонную составляющую была зафиксирована в производстве кожевенных изделий, транспортных средств и оборудования, химическом производстве и металлургии (Рисунок 30). По нашим оценкам, месячный рост в сентябре наблюдался в 9 из 13 рассматриваемых нами основных видах обрабатывающих производств, в то время как в августе рост был отмечен только по четырем видам.

Показатели промышленного производства характеризуются заметной волатильностью в последние месяцы даже при учете поправки на сезонную и календарную составляющие. Так, индекс промышленного производства в июле был положителен и близок к сентябрьским уровням, однако выходящая впоследствии статистика за август не свидетельствовала о явных признаках намечающегося восстановления экономики. Это, вероятно, свидетельствует о преждевременности выводов касательно начала позитивных тенденций в обрабатывающих производствах в сентябре. Два месяца подряд наблюдается только рост производства кожи и транспортных средств и оборудования, в то время как выпуск машин и оборудования достаточно сильно снизился по сравнению с августом.

Мы полагаем, что более весомые выводы относительно перспектив восстановления производственной активности в ближайшее время целесообразно будет делать по итогам публикации Росстатом статистики по промышленному производству октября.

Рисунок 30

Темпы прироста производства по основным видам обрабатывающих производств в сентябре и августе 2015 г., %/м (сезонность устранена)



Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

1.2.2. Индекс базовых отраслей по России свидетельствует об улучшении экономической активности, в большинстве ФО происходит замедление спада в обрабатывающих производствах

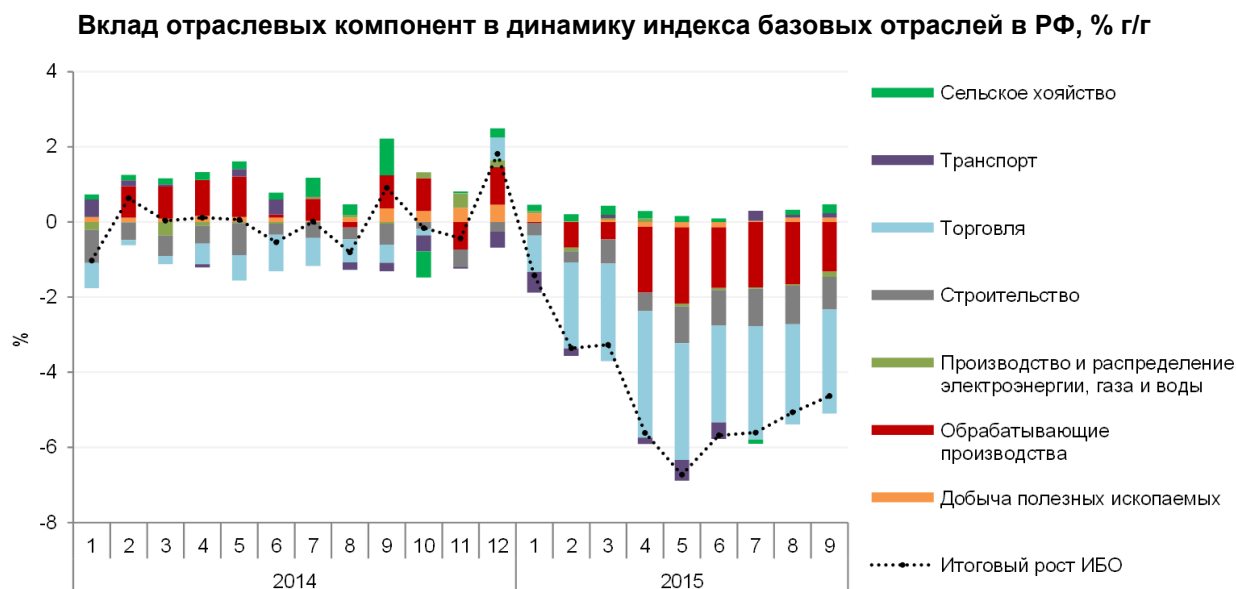
Сентябрьский индекс базовых отраслей (ИБО)¹ свидетельствует о **продолжении** начавшегося в июне **замедления спада экономической активности** в годовом выражении (Рисунок 31). Наметившееся в августе замедление годовых темпов спада обрабатывающих производств закрепилось в сентябре (за счет роста месяц к месяцу). Улучшение динамики ИБО год к году происходило под влиянием замедления спада в строительстве, роста выпуска продукции в сельском хозяйстве и добыче полезных ископаемых, а также увеличения грузооборота транспорта.

¹ Индекс базовых отраслей (ИБО) разработан с целью оперативного мониторинга экономической ситуации в целом по России и в отдельных регионах. ИБО рассчитан путем агрегирования пяти отраслевых показателей год к году (производство продукции сельского хозяйства; индекс промышленного производства; объем работ, выполненных по виду деятельности «Строительство»; оборот оптовой и розничной торговли; грузооборот транспорта) с весами, соответствующими доле отрасли в валовой добавленной стоимости региона в 2013 году. В силу отсутствия официальной информации по производству продукции сельского хозяйства и грузообороту транспорта в региональном разрезе для федеральных округов представлена оценка ИБО по оставшимся трем отраслевым показателям.

В разрезе федеральных округов динамика ИБО отличается неоднородностью, что подтверждает различную степень адаптации регионов к новым экономическим условиям ввиду их отраслевой специализации (Рисунок 32). Устойчивое оживление экономической активности в последние два месяца наблюдается только в Центральном, Северо-Кавказском и Сибирском федеральных округах. Однако стоит выделить общую тенденцию – для большинства федеральных округов, имевших отрицательные темпы роста обрабатывающих производств год к году в августе, в сентябре происходило замедление спада по указанному виду деятельности, а в Центральном федеральном округе даже имел место рост.

Мы полагаем, что на фоне некоторого ослабления динамики промышленного производства в конце прошлого года и наметившейся стабилизации промышленного производства в текущем году в четвертом квартале будет наблюдаться дальнейшее сокращение негативного вклада обрабатывающих производств в динамику ИБО.

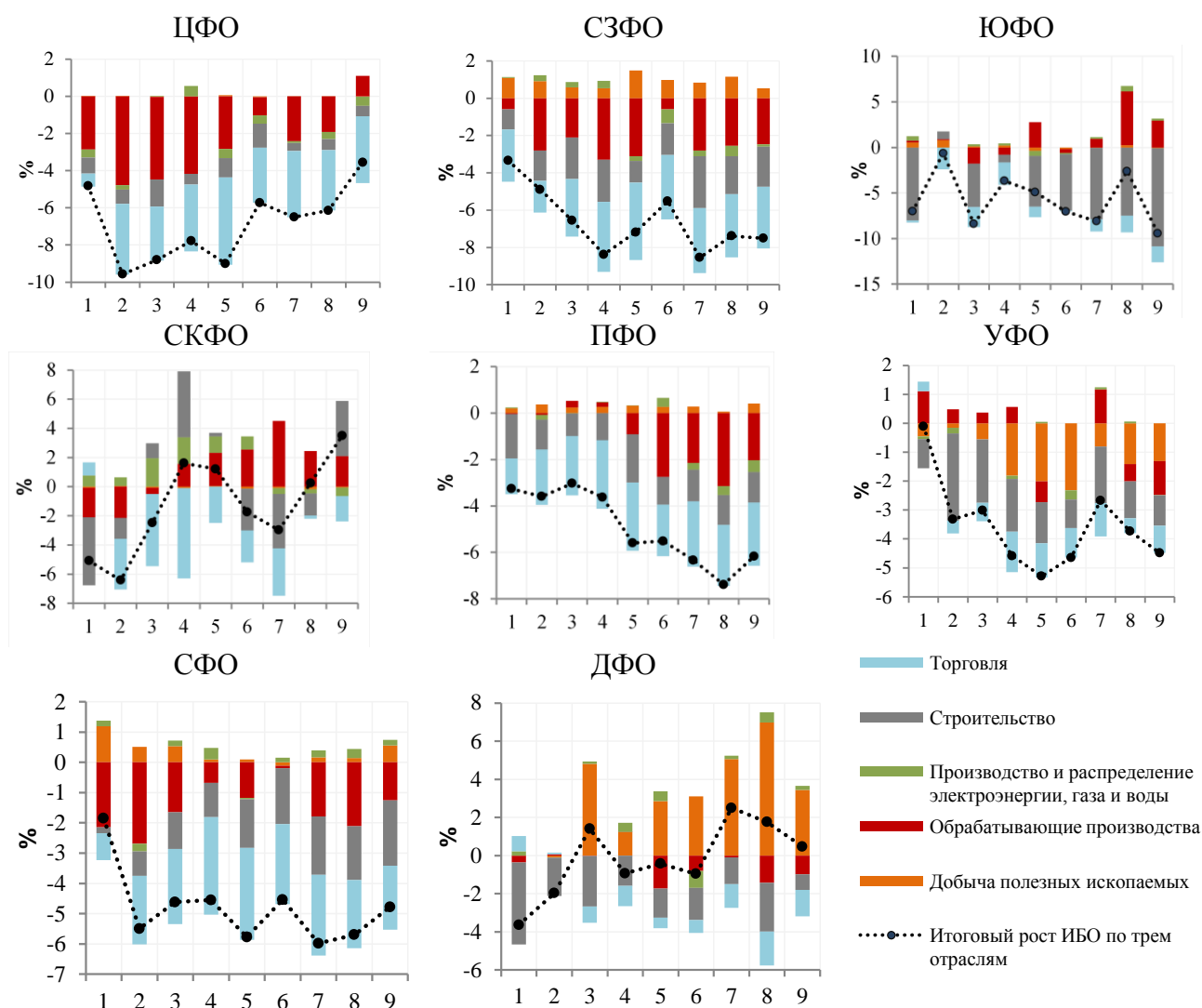
Рисунок 31



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 32

Вклад отраслевых компонент в итоговый рост индекса базовых отраслей для федеральных округов в 2015 г., % г/г

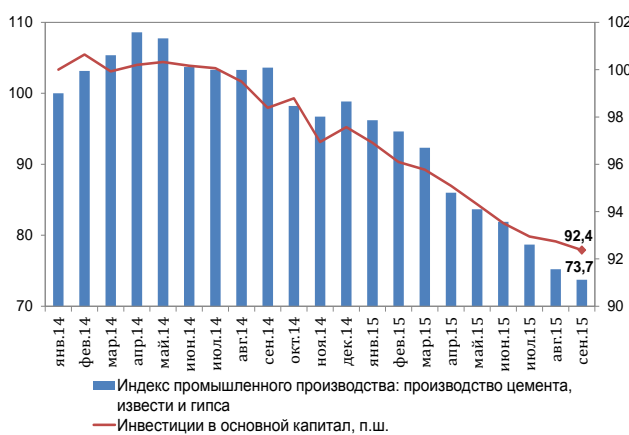


1.2.3. Перспективы оживления потребительской и инвестиционной активности по-прежнему под вопросом

Мы полагаем, что **низшая точка замедления инвестиционной активности на данный момент не пройдена** (Рисунок 33 и Рисунок 34). Снижение объемов работ в строительстве и в производстве цемента продолжилось в сентябре. По нашим оценкам, месячный прирост инвестиций в основной капитал (с устраненной сезонностью) оказался отрицательным – $-0,4\%$ м/м, что еще не говорит о начале подъема инвестиционной активности.

Рисунок 33

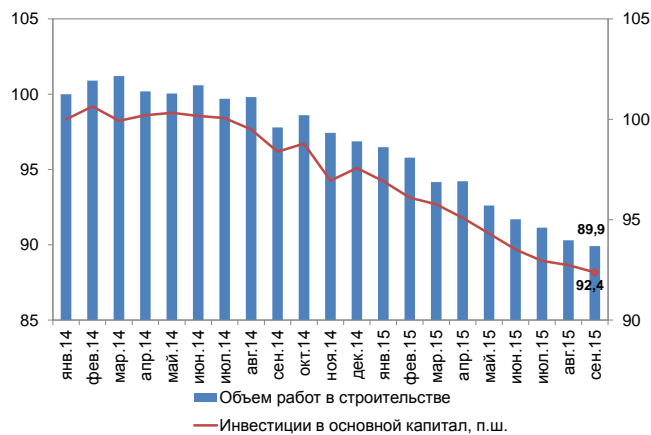
Производство цемента и инвестиции в основной капитал (январь 2014 г. = 100), сезонность устранена



Источник: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

Рисунок 34

Объем работ по виду деятельности "Строительство" и инвестиции в основной капитал в 2014–2015 гг. (январь 2014 г. = 100), сезонность устранена



Источник: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

В сентябре продолжилось снижение потребительской активности. Оборот розничной торговли еще больше снизился на фоне сокращения реальных заработных плат, продолжающегося с середины 2014 года (с поправкой на умеренный рост в периоды индексации зарплаты бюджетников) (Рисунок 35). Потребительская уверенность по итогам третьего квартала также ухудшилась, согласно предварительным оценкам (Рисунок 36). По нашему мнению, это вызвано ослаблением рубля и повышением волатильности курсовой динамики в связи со снижением цен на нефть в прошедшем квартале. Стабилизация курсовой динамики в сентябре–октябре должна положительно повлиять на потребительскую уверенность, однако в настоящее время мы не видим веских фундаментальных предпосылок для прекращения падения розничного товарооборота.

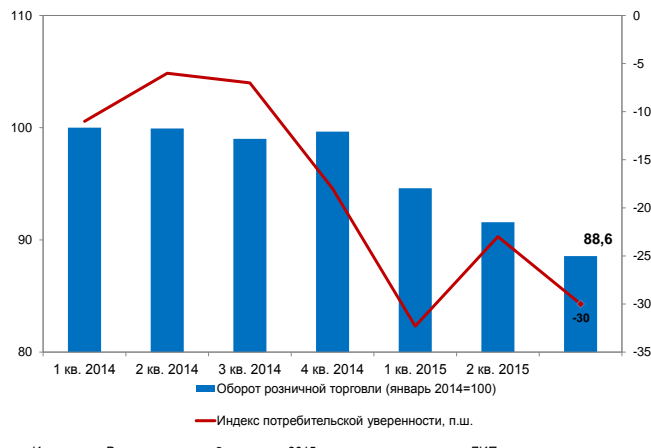
Рисунок 35

Оборот розничной торговли
и реальная заработная плата
(январь 2014 г. = 100, сезонность устранена)



Рисунок 36

Оборот розничной торговли
и индекс потребительской уверенности
Росстата²



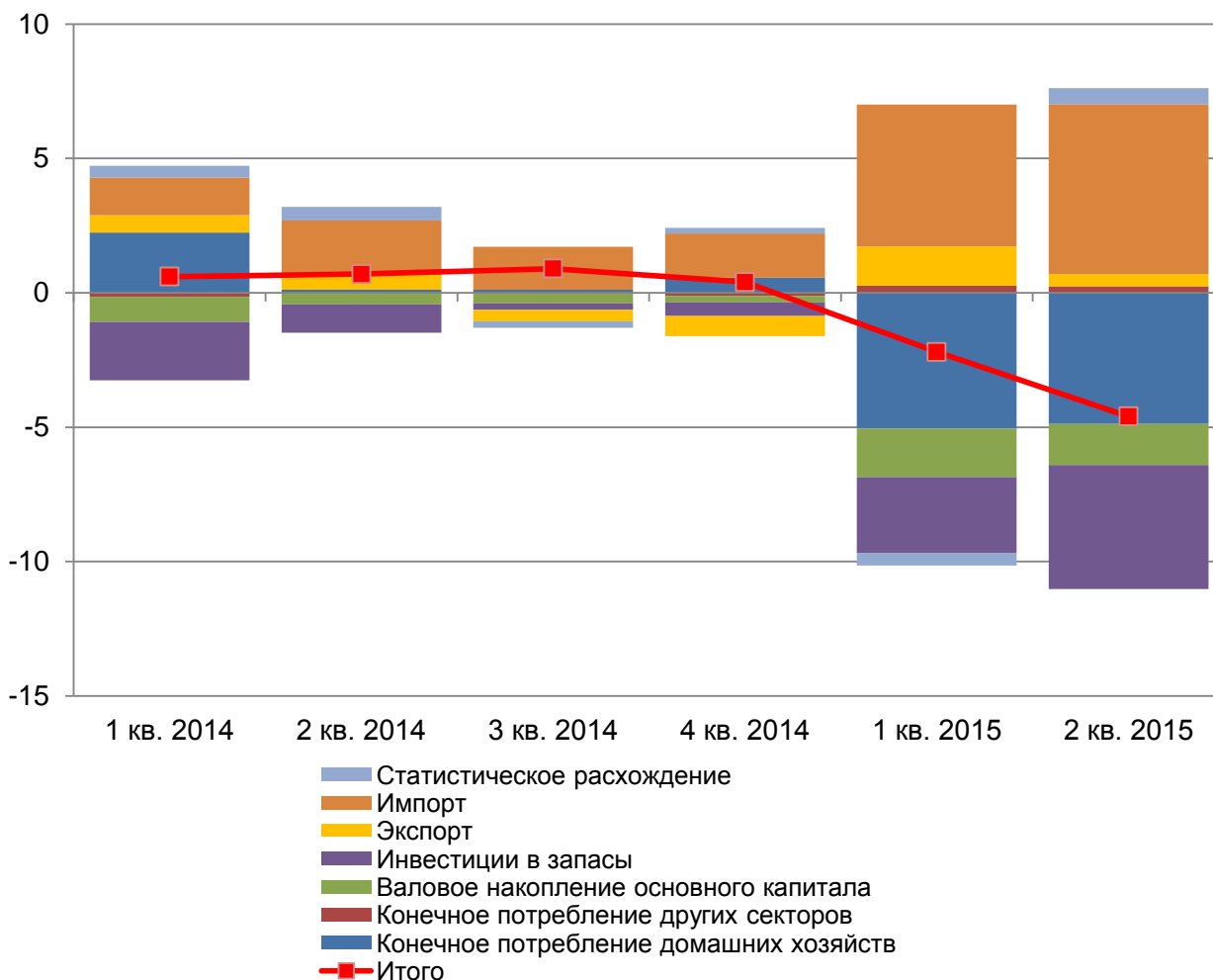
1.2.4. ВВП по расходам во втором квартале 2015 года: корректировка запасов и импорт как драйверы совокупного спроса

Падение физических объемов импорта резко ускорилось во втором квартале 2015 года, удержав ВВП от более глубокого падения, чем 4,6% в годовом выражении, следует из данных Росстата (Рисунок 37). В то же время **отрицательный вклад в динамику ВВП сокращения запасов сильно вырос**.

Расходы на конечное потребление сектора государственного управления во втором квартале 2015 года вновь продемонстрировали нейтральную динамику в реальном выражении, несмотря на ускоренное по сравнению с предыдущим годом расходование бюджетных средств, что **снижает риски негативного влияния равномерности бюджетных расходов в этом году на динамику ВВП в четвертом квартале** из-за эффекта высокой базы. Тем не менее ограниченность поступления новых бюджетных средств предприятиям, работающим по госзаказу, может негативно сказаться на производстве на таких предприятиях в четвертом квартале.

² 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 37
Вклад отдельных компонент расходов
в динамику ВВП России
(в постоянных ценах 2008 г.), п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Согласно нашим оценкам, относительная **динамика запасов** в первом полугодии 2015 года, **может отражать сильно преувеличенные ожидания экономических агентов о глубине текущего экономического кризиса**. Также возможно, что Росстат преувеличивает реальное снижение запасов, недооценивая снижение других компонентов ВВП (например, инвестиций в основной капитал), либо переоценивая величину снижения ВВП. В любом случае **можно ожидать, что уже в ближайшее время динамика запасов начнет положительно влиять на динамику ВВП**.

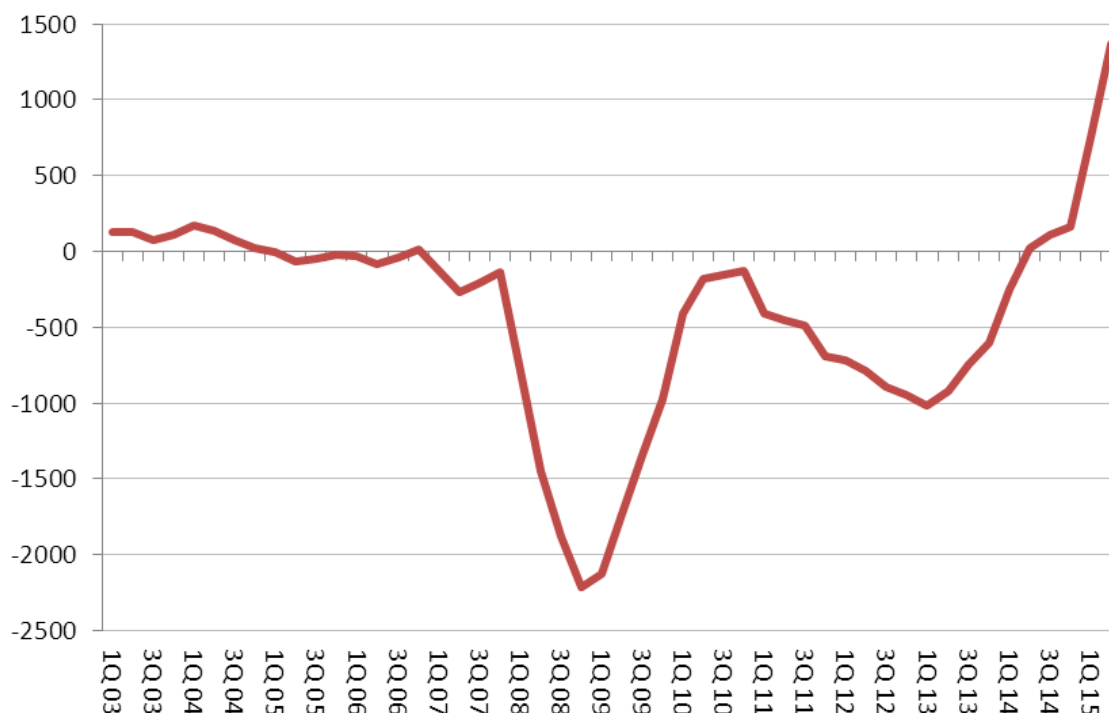
Динамика запасов: заниженные ожидания или ошибка Росстата?

Спрос экономических агентов на товарные запасы определяется уровнем, обеспечивающим удовлетворение спроса на продукцию в условиях его возможных колебаний. Можно предположить существование некоего долгосрочного равновесного соотношения объема продаж и запасов. Расчет такого показателя в явном виде не представляется воз-

возможным, однако при определенных допущениях можно аппроксимировать его изменения. Если предположить, что объем продаж коррелирован с объемом ВВП, то разница между приростом ВВП и изменением запасов материальных оборотных средств отражает колебания соотношения продаж и запасов. В случае если равновесный уровень этого соотношения постоянен, то кумулятивное расхождение в динамике прироста ВВП и инвестиций в запасы должно быть нулевым.

До последнего времени динамика инвестиций в запасы в принципе соответствовала данным предположениям (Рисунок 38). Так, сокращение запасов в 2009–2010 и 2013–2014 годах может рассматриваться как коррекция после их опережающего роста в предыдущие периоды. Однако масштаб снижения запасов в 2015 году существенно превосходит общее снижение темпов роста ВВП. Предположительно это явление может иметь несколько объяснений.

Рисунок 38
Кумулятивное отклонение сезонно сглаженного изменения ВВП от изменения запасов материальных оборотных средств (в ценах 2008 г., млрд руб.)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Экономические агенты могли ожидать более существенного падения спроса, чем фактическое, отталкиваясь от сценария кризиса 2008–2009 годов. В этом случае может начаться восстановление запасов опережающими (по сравнению с ВВП в целом) темпами, как только экономические агенты убедятся, что сильного снижения спроса не произошло, и увидят признаки стабилизации спроса.

Возвращение к равновесному уровню может быть достигнуто и без наращивания запасов в случае дальнейшего падения спроса из-за углубления рецессии. Кроме того, равновесный уровень запасов мог измениться, что, правда, не происходило в предшествую-

щее десятилетие, включая период кризиса 2008–2009 годов.

Наконец, нельзя исключать и того, что Росстат завышает масштаб снижения запасов, недооценивая снижение других компонентов ВВП (например, инвестиций в основной капитал) либо переоценивая величину снижения ВВП. Последующие корректировки темпов роста ВВП и его структурных составляющих должны будут исправить ситуацию.

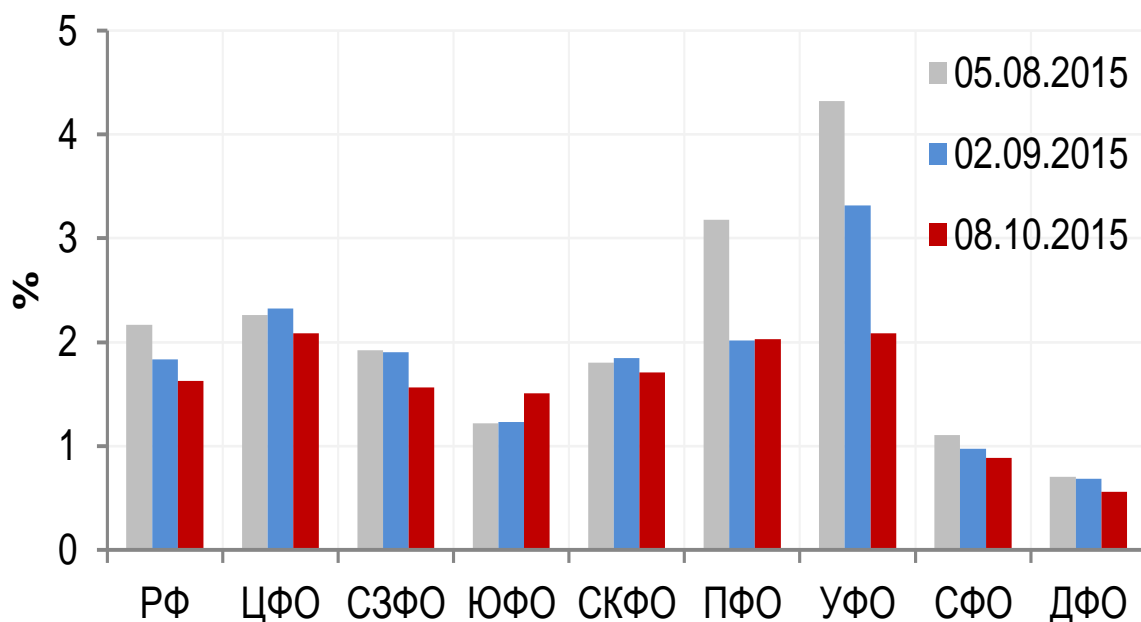
Однако в любом случае дальнейшее интенсивное сокращение запасов представляется маловероятным.

1.2.5. Рынок труда: неполная занятость начала снижаться

Статистика по рынку труда демонстрирует снижение неполной занятости, что связано как с влиянием сезонного фактора, так и с наметившимися признаками стабилизации экономической активности в РФ. В августе–сентябре 2015 года в целом по России и в отдельных регионах наблюдалось масштабное сокращение неполной занятости. При этом в таких промышленных регионах, как Уральский и Приволжский федеральные округа, процент работников, работающих неполный рабочий день или неполную рабочую неделю в среднесписочной численности занятых на предприятиях остается выше, чем в среднем по России. Это объясняется традиционно высокими издержками увольнений в промышленности.

Рисунок 39

Доля неполной занятости в среднесписочной численности работников, %



Источники: Минтруд.

В отраслевом разрезе на 08.10.2015 высокий уровень неполной занятости по-прежнему зарегистрирован в обрабатывающих производствах, строительстве и торговле. Это свидетельствует о том, что приспособление к кризисным условиям на предприятиях большинства отраслей продолжает происходить, в первую очередь,

за счет неполной занятости и в гораздо меньшей степени за счет скрытой безработицы и увольнений по причинам, связанным с финансово-экономическим кризисом, что является отличительной чертой российского рынка труда.

Рисунок 40



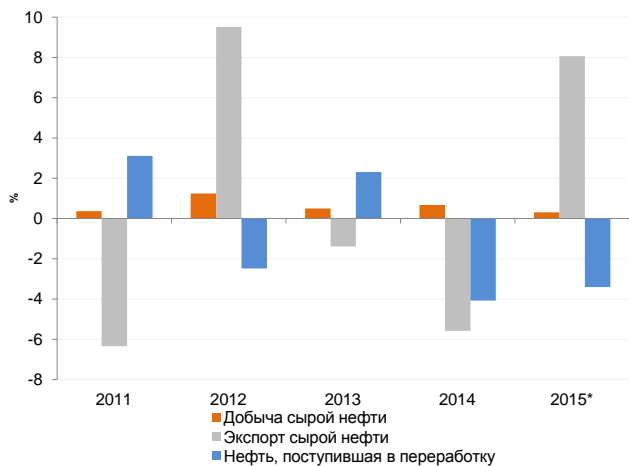
Источники: Минтруд, расчеты ДИП.

1.2.6. Структурные изменения в экспорте нефтяного сектора

В 2015 году произошли структурные изменения в экспорте нефтяного сектора: впервые за последние годы зафиксирован рост экспорта сырой нефти (+8% за январь–сентябрь г/г) при снижении объемов вывоза продуктов нефтепереработки (-19,6% за январь–август г/г). Это, в свою очередь, вызвало снижение объемов переработки нефти (-1,9% за январь–сентябрь г/г), прежде всего производства топочного мазута (-13,0%), который был основной статьёй экспорта нефтепродуктов в предыдущие годы. Данные изменения являются **ожидаемым результатом реализации налогового маневра**, который предусматривал снижение экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты и компенсирующее повышение налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ).

Рисунок 41

Темпы прироста добычи, переработки и экспорта сырой нефти в 2011–2015 гг., г/г, %



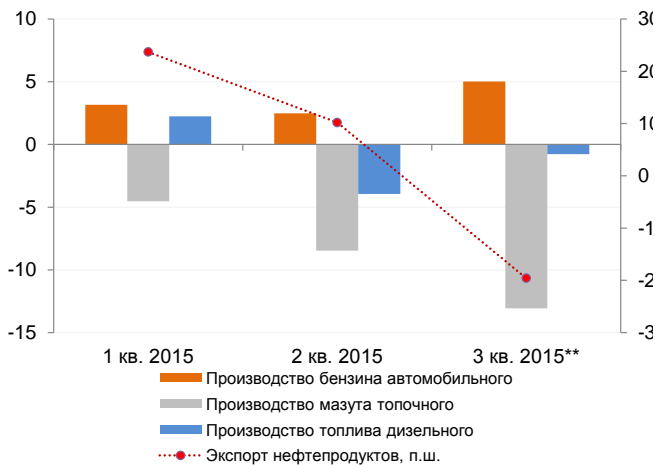
* Отношение 9 мес. 2015 г. к 9 мес. 2014 г.

** Данные по экспорту за III кв. 2015 г. в силу отсутствия статистики за сентябрь, рассчитаны как отношение июля–августа 2015 г. к июлю–августу 2014 г.

Источник: Росстат, СЕИС, расчеты ДИП.

Рисунок 42

Темпы прироста производства и экспорта нефтепродуктов в 2015 г., г/г, %



Добыча нефти за первые девять месяцев 2015 года **продолжает демонстрировать положительную динамику** (+0,3% г/г), обусловленную высоким уровнем инвестиций в нефтедобычу, которые были сделаны еще в предыдущие периоды, а также ослаблением рубля. При этом если в рублях капитальные инвестиции российских компании в разведку месторождений и добычу нефти продолжали расти, то в долларовом выражении их объемы сократились из-за девальвации. Таким образом девальвация рубля смягчила для предприятий отрасли негативный эффект от падения цен на нефть. Вторым смягчающим фактором стала система налогообложения отрасли, в соответствии с которой НДС и экспортные пошлины привязаны к экспортной цене на нефть марки Urals. При снижении цены на нефть существенная доля сокращения доходов пришлась в первую очередь на федеральный бюджет, а не на нефтяные компании.

Нововведения в налогообложении нефтяного сектора и изменения курса рубля оказали негативное влияние на динамику рублевых цен на бензин. При снижении долларовых цен на российскую нефть марки Urals на 44,4% в январе–сентябре 2015 года рублевая стоимость бензина на потребительском рынке в России за этот же период выросла на 5,7%.

1.2.7. Рынок автомобилей: новое равновесие на более низком уровне

Эффект высокой базы конца 2014 года сулит **ускорение темпов падения рынка новых автомобилей** в оставшиеся месяцы 2015 года в годовом выражении. Это, вероятно, **негативно повлияет на динамику всех розничных продаж** в

годовом выражении в четвертом квартале 2015 года, являясь фактором риска для ВВП.

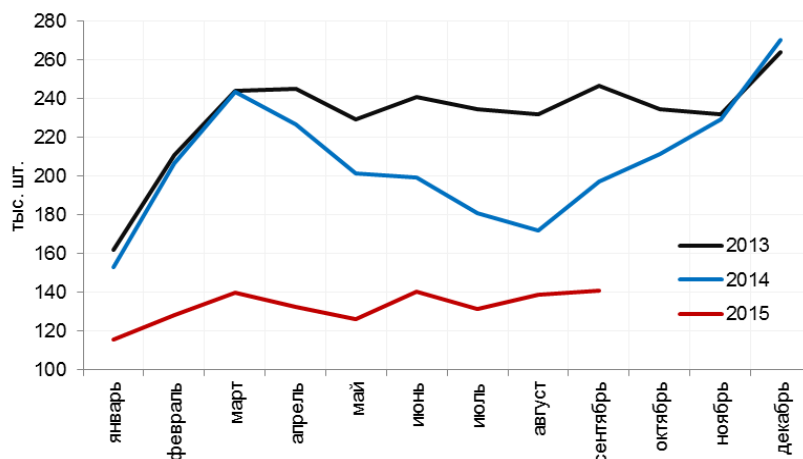
Темпы падения продаж новых легковых автомобилей резко ускорились в сентябре и составили 28,6% г/г, по данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ). Ускорение темпов падения в годовом выражении объясняется резкими изменениями рынка в прошлом году: проседанием с апреля на фоне кризиса и ростом с сентября, когда стартовала государственная программа поддержки спроса (льготное кредитование и льготный лизинг) и наблюдался повышенный спрос на автомобили на фоне быстрого снижения курса рубля.

В помесечной динамике продаж в 2015 года нет таких резких колебаний, она вполне соответствует картине предкризисного 2013 года (Рисунок 43). Можно предположить, что произошел **структурный сдвиг вниз в производстве и потреблении автомобилей** и **сформировалось новое равновесие на более низком уровне**. Сильно понизилась доступность автомобиля для среднестатистического покупателя: рублевые цены на автомобили выросли, отражая высокую зависимость от валютного курса, в то время как реальные денежные доходы потребителей практически не растут. Можно ожидать, что потребители станут гораздо реже менять свои автомобили на новые, а также что вырастет доля покупок первого автомобиля по более доступной цене на вторичном рынке. Перспективы роста рынка по-прежнему выглядят неопределенными.

В условиях колебания валютного курса лидерами продаж становятся марки автомобилей местного производства. В последние годы прирост доли местного производства наблюдался ежегодно, но в текущем году темпы прироста были наиболее высокими. 78,6% автомобилей, проданных на российском рынке за 9 месяцев 2015 года, были произведены на территории нашей страны. Годом ранее этот показатель составлял 70,1%. Таким образом доля местной сборки за последний год увеличилась почти на 8%.

Рисунок 43

Динамика продаж новых легковых автомобилей



Источник: АЕБ.

1.2.8. Низкий уровень валовой прибыли – структурная проблема

Валовая прибыль экономики (включающая в себя амортизационные отчисления и смешанные доходы) в России одна из самых низких среди стран с сопоставимым уровнем подушевого дохода (Рисунок 44). **Низкий уровень валовой прибыли в России указывает на существование структурных ограничений для инвестиций и экономического роста из-за нехватки собственных средств.**

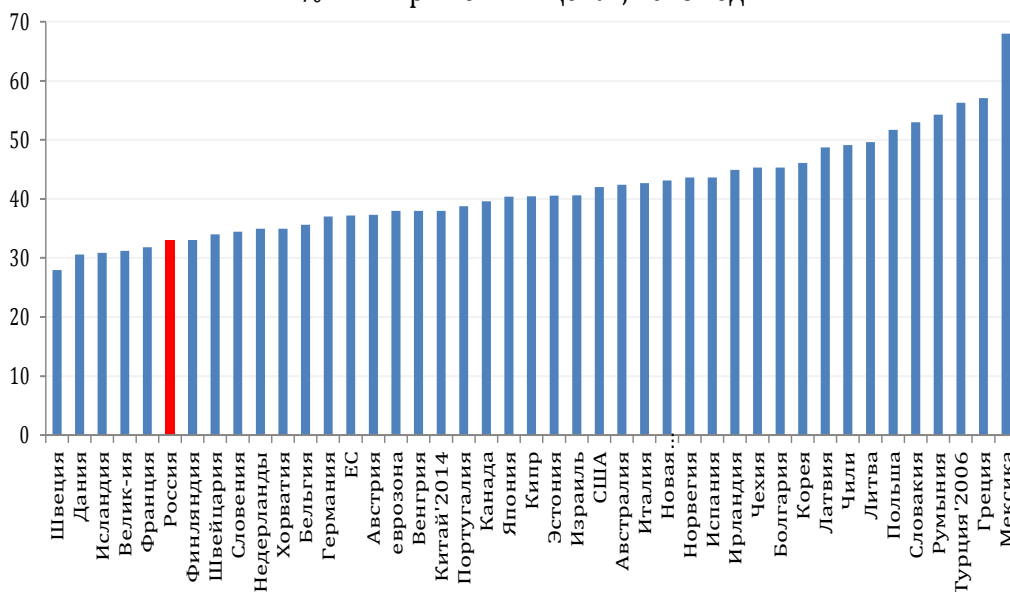
Во многом это отставание России от большинства стран ОЭСР объясняется **предельно низким уровнем потребления основного капитала** (амортизационных отчислений) (Рисунок 45). В свою очередь, причиной низкого уровня потребления основного капитала может быть использование уже самортизированных основных средств либо ограничения на ускоренную амортизацию.

Система налогообложения тоже имеет значение, так как налоги на продукты и импорт не учитываются в составе валовой прибыли и смешанных доходов. Страны с высоким уровнем налогообложения, такие как Швеция или Дания, имеют наименьшую долю прибыли в ВВП среди стран ОЭСР. **Перекося в сторону большего налогообложения капитала** и меньшего налогообложения труда также может частично объяснять низкую долю валовой прибыли в ВВП России.

Наконец, **особенности учета вмененных услуг в России могут несколько занижать долю валовой прибыли в ВВП.** Росстат рассчитывает стоимость услуг, оказываемых домохозяйствами по проживанию в собственном жилище (вмененную ренту), но из-за отсутствия проработанной методологии адекватной рыночной оценки жилья рента в России может занижаться.

Рисунок 44

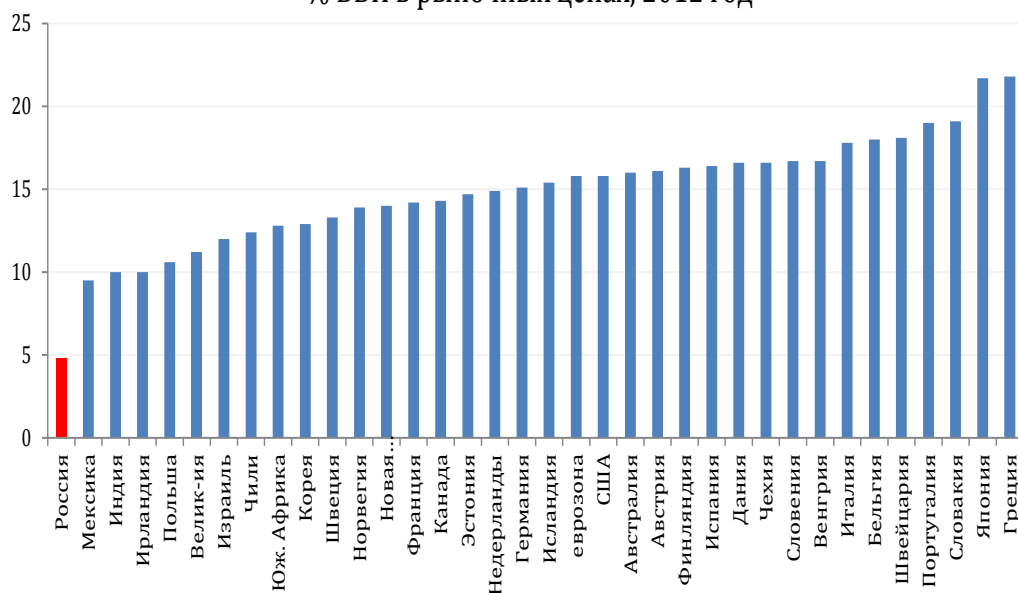
Валовая прибыль экономики и валовые смешанные доходы по СНС,
% ВВП в рыночных ценах, 2013 год



Источник: сайты национальных статистических агентств, ОЭСР

Рисунок 45

Потребление основного капитала, СНС,
% ВВП в рыночных ценах, 2012 год



Источник: сайты национальных статистических агентств, ОЭСР

1.3. Инфляция остается на высоком уровне, повышенные инфляционные риски сохраняются

1.3.1. Инфляция ускорилась в октябре, отражая повышенный инфляционный фон

Октябрьская инфляция (с сезонной поправкой) **ускори- лась из-за выходяще- го за рамки сезонности скачка цен на плодоовощную продукцию и продолже- ния действия эффекта переноса валютного курса на цены**, несмотря на то что инфляция в годовом выражении незначительно замедлилась с 15,7% г/г в сентябре до 15,6% г/г в октябре 2015 года.

В условиях отсутствия новых валютных шоков положительный эффект высо- кой базы 2014 года и снижение эффекта переноса валютного курса создают пред- посылки для **замедления инфляции до конца года**. Оценивая в целом инфляци- онные риски как сбалансированные, мы оставляем прогноз годового изменения ин- декса потребительских цен на конец текущего года без изменений (12,7% г/г).

Наиболее быстрое ускорение месячных темпов роста ИПЦ наблюдалось в сегменте продовольственных и непродовольственных товаров. Рост цен на **продо- вольственные товары ускорился** с 0,4% м/м в сентябре до 1,0% м/м в октябре 2015 года (17,3% г/г), что обусловило вклад данной группы товаров в месячную ин- фляцию в 0,33 п.п. Наблюдалась устойчивая тенденция к снижению вклада продо- вольственных товаров в инфляцию за счет снижения потребительского спроса и значительного уменьшения эффекта от введения продуктового эмбарго. Наиболь-

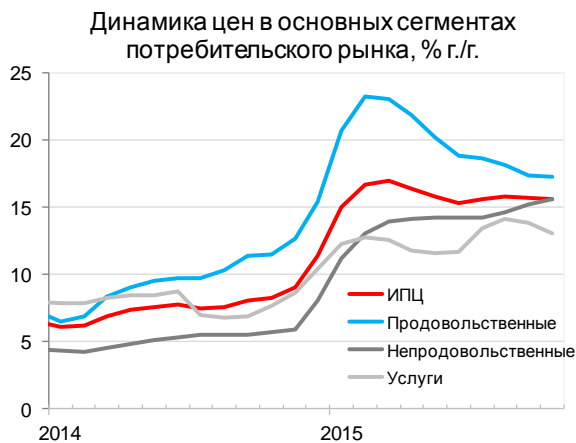
шее удорожание наблюдалось в группе дешевых социально-значимых товаров (1,1–10,6% м/м в зависимости от категорий товаров). Существенный прирост цен показала плодоовощная продукция (2,9% м/м). Основными причинами роста цен в данной категории товаров остаются зависимость от импортного сырья и действие эффекта переноса валютного курса.

Рост цен на отдельные виды товаров вызван **сезонным фактором**, который резко усилился по мере сокращения доли импортных товаров в потребительской корзине (овощи, молоко и молочные продукты).

Темпы роста цен на **непродовольственные товары несколько замедлились** с 1,1% м/м в сентябре до 1,0% м/м (15,6% г/г) в октябре текущего года. Вклад непродовольственных товаров в инфляцию составил 0,37 п.п. Высокая доля вклада непродовольственных товаров обусловлена высокой зависимостью данной группы товаров от курсовой динамики импорта. Преимущественно увеличение темпов роста цен наблюдалось в группе товаров сезонного спроса (обувь, одежда и ткани), а также технических товаров (электротовары и другие бытовые приборы, телерадиотовары), стоимость которых в значительной степени зависит от импорта.

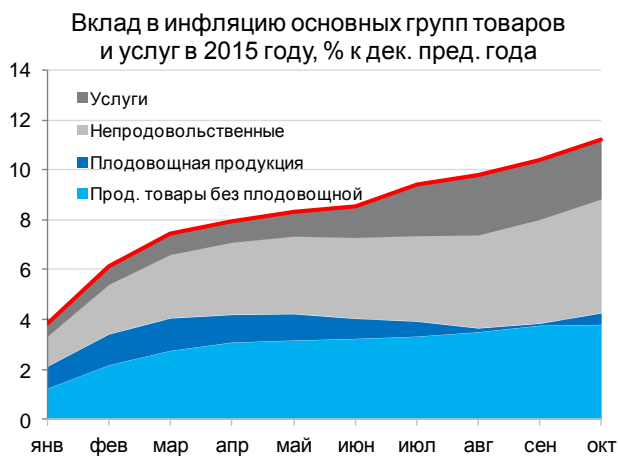
Цены на услуги снизились на 0,1% м/м в октябре 2015 года вследствие сокращения платежеспособного спроса населения. Годовой темп прироста цен на услуги составил 13,1% г/г. При этом вероятное дальнейшее падение потребительского спроса в четвертом квартале 2015 года может еще больше замедлить рост цен на платные услуги.

Рисунок 46



Источник: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 47



Источник: Росстат, расчеты ДИП

Вклад динамики денежной массы в краткосрочную динамику потребительских цен **устойчиво снижается**. Со временем это должно привести к снижению потребительской инфляции до целевых 4%.

Инфляционные ожидания, несмотря на наметившуюся стабилизацию валютного курса начиная с середины сентября, по-прежнему остаются на относительно высоком уровне (Рисунок 48, Рисунок 49). Это, по нашему мнению, может

послужить фактором риска превышения фактической инфляцией официального прогноза Банка России как в краткосрочной, так и в среднесрочной перспективе.

Рисунок 48

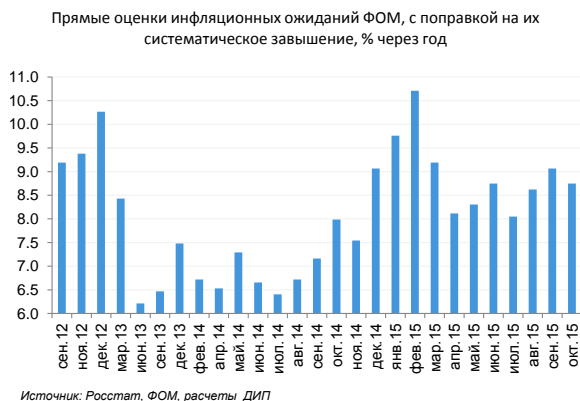


Рисунок 49



Тем не менее к концу месяца наблюдалось некоторое замедление темпов роста потребительских цен. За неделю с 27 октября по 2 ноября 2015 года индекс потребительских цен увеличился на 0,2% н/н. **Сезонно сглаженная аннуализированная инфляция** (инфляция, рассчитанная на год вперед, исходя из среднесуточного темпа за отчетную неделю) **снизилась** и составила 11,4 % г/г. Сезонно сглаженная скользящая 4недельная инфляция составила 13,1% (в расчете на год вперед), пока еще оставаясь на высоком уровне. Основной вклад в увеличение недельной инфляции внесли продовольственные товары с высокой долей импортной составляющей и плодоовощная продукция.

1.3.2. Рост цен производителей на потребительские товары создает дополнительные инфляционные риски

В целом динамика цен производителей говорит о **сохранении повышенных инфляционных рисков** для экономики в конце 2015 года.

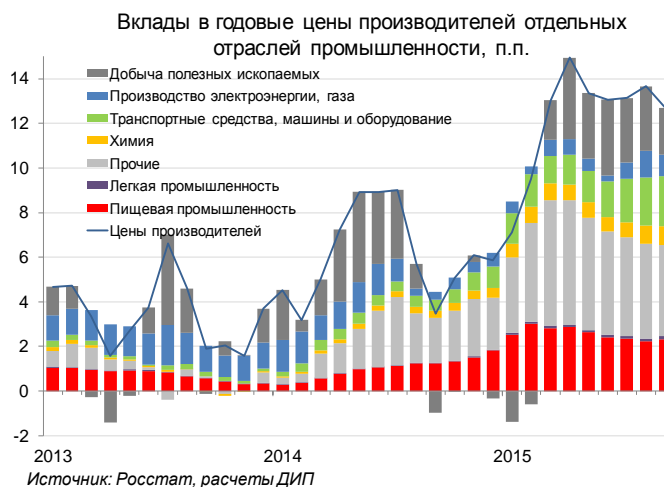
Обрабатывающая промышленность вносит основной вклад в годовые темпы роста цен производителей. Вклад обрабатывающих отраслей в рост цен производителей в сентябре (12,7% г/г) составил 9,6 п.п., добычи полезных ископаемых – 2,1 п.п., производства и распределения электроэнергии, газа и воды – 1,0 п.п.

Рисунок 50



Источник: Росстат

Рисунок 51



В свою очередь, **наибольший вклад в годовые темпы роста цен производителей промышленности внесла пищевая промышленность (2,3 п.п.)**. Годовые темпы роста цен в этом секторе ускорились до 17,9% г/г в сентябре с 17,3% г/г в предыдущем месяце (см. Рисунок 50).

Сформировались предпосылки для **продолжения ускоренного роста индекса цен производителей** в октябре–ноябре 2015 года. Высокая доля импортной составляющей в производстве потребительских товаров в условиях ослабления рубля в июне–августе 2015 года стала значимым фактором роста цен отрасли. Дополнительную поддержку росту индекса цен производителей в секторе оказывает сохранение относительно стабильного спроса домашних хозяйств на данную категорию товаров (см. Рисунок 51).

Ускорение роста цен производителей несет риски для потребительских цен, так как рост цен в пищевой промышленности практически полностью трансформируется в рост продовольственной инфляции (корреляция между переменными 0,98) (см. Рисунок 52 и Рисунок 53).

Рисунок 52

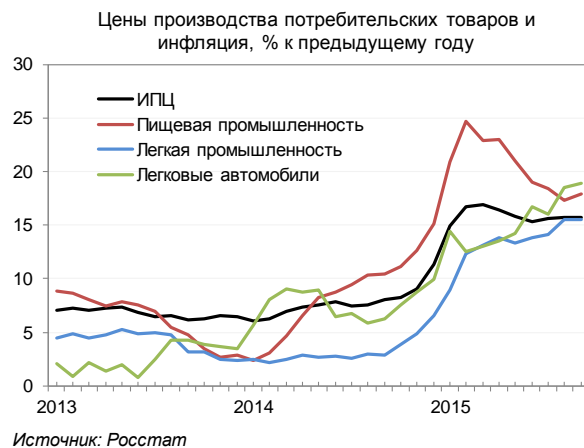
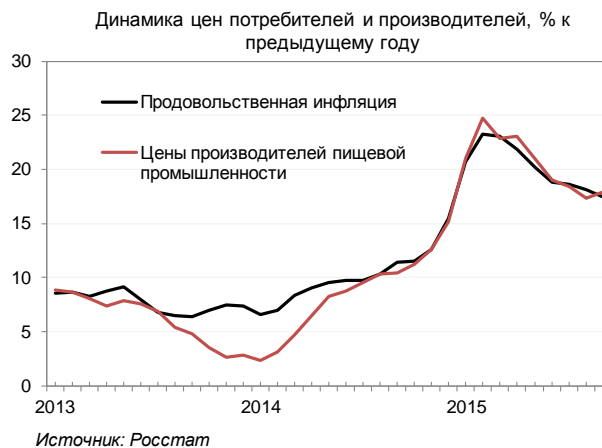


Рисунок 53

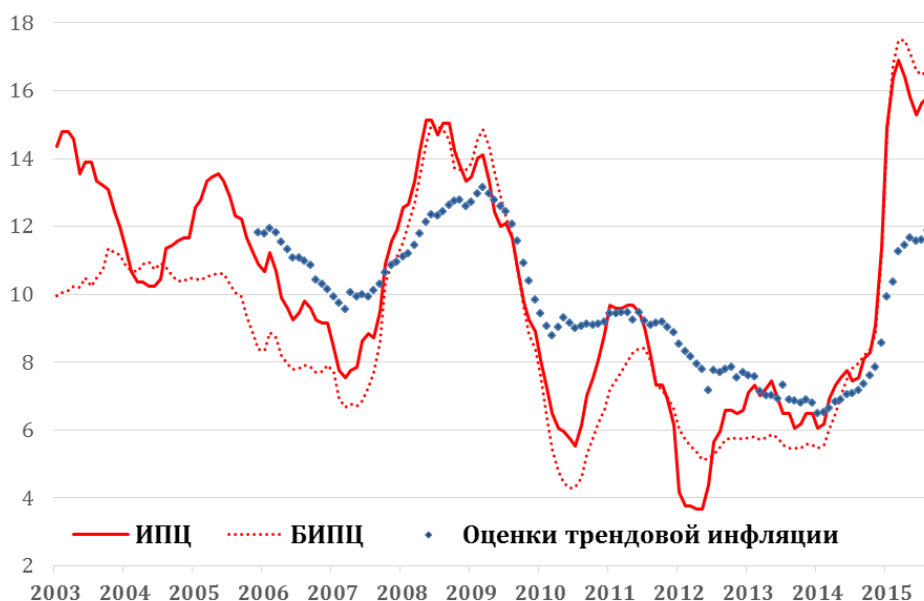


1.3.3. Трендовая инфляция: в ожидании снижения с локального максимума

Оценка годовых темпов трендовой³ инфляции в сентябре осталась на высоком уровне 11,9%.

При сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов мы ожидаем постепенного снижения оценок трендовой инфляции.

Рисунок 54
Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции ЦБ РФ, % за год



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

³ 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.

2. Взгляд в будущее

2.1. Опережающие индикаторы и прогнозы

2.1.1. Краткосрочная оценка и прогноз ВВП: динамика макропоказателей соответствует ожиданиям

Индексная оценка ВВП⁴ для третьего квартала 2015 года в октябре осталась практически без изменения по сравнению с оценкой, полученной нами в сентябре. Мы оцениваем снижение ВВП в третьем квартале на 5,0% г/г и на 4,0% к/к в годовом выражении, что соответствует нашим ожиданиям в сентябре.

Текущая статистика свидетельствует о возможных признаках оживления в динамике обрабатывающих производств, устойчивость которого, тем не менее, пока остается под вопросом. Положительный вклад в оценку динамики ВВП за третий квартал внесли сентябрьские данные по производству пищевой продукции, кожи, изделий из кожи и обуви, а также транспортных средств и оборудования (Рисунок 55).

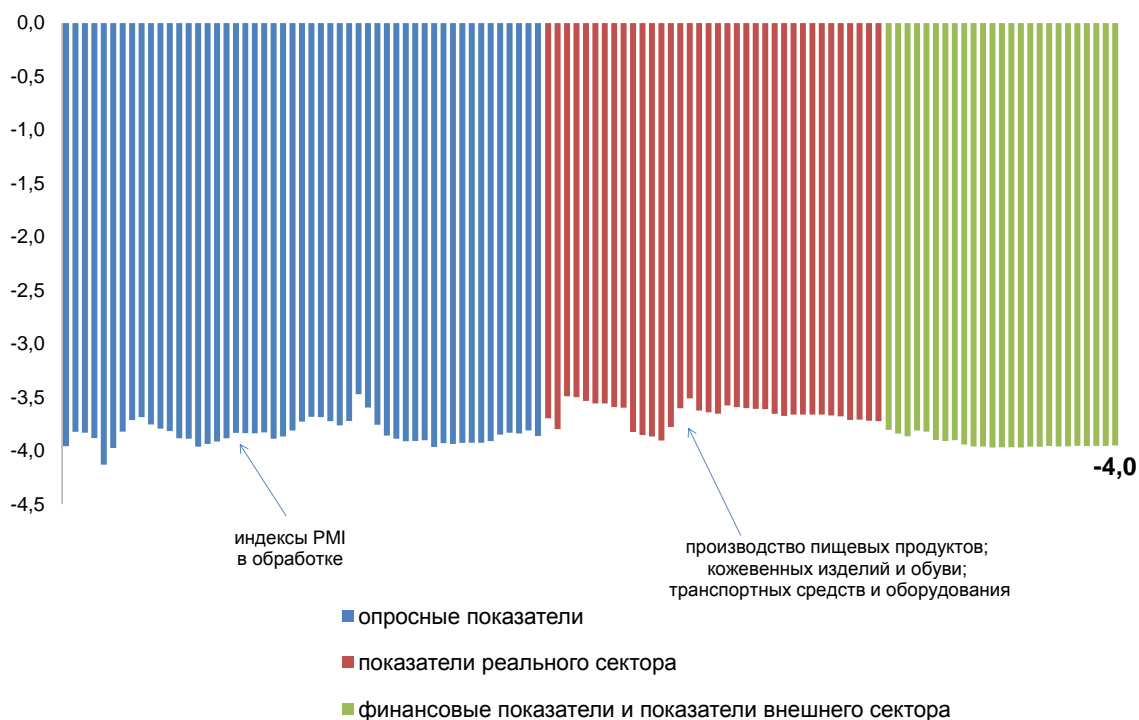
Наш модельный прогноз ВВП для 2015 года немного улучшился, – до -4,2% (-4,3% в сентябре), прогноз на скользящий год до первого квартала 2016 года составляет -4,5% при оценке -4,6% в предыдущем месяце (Рисунок 57). Мы по-прежнему прогнозируем возобновление роста экономики не ранее первого квартала 2016 года.

| | Октябрь | | Сентябрь | |
|------------------|---|--|---|--|
| | 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 |
| III квартал 2015 | -4,0 | -5,0 | -4,1 | -5,0 |
| IV квартал 2015 | -0,9 | -4,7 | -1,5 | -4,9 |
| I квартал 2016 | 0,6 | -3,4 | 0,3 | -3,7 |

⁴ 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.

Рисунок 55

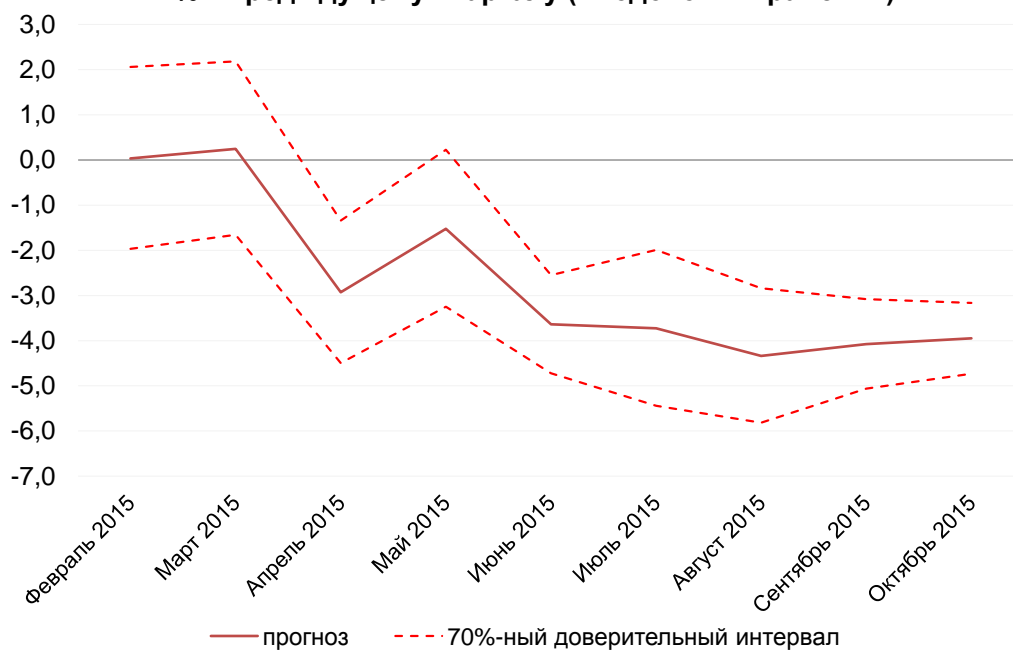
Изменение октябрьской оценки прироста ВВП на III квартал 2015 г.
по мере включения в модель новых показателей (п.п.)
в годовом выражении



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 56

Прогноз темпа прироста ВВП в III квартале 2015 года,
в % к предыдущему кварталу (в годовом выражении)



Источники: расчеты ДИП.

Рисунок 57



Источники: Росстат, расчеты ДИП

2.1.2. Текущие прогнозы финансовых аналитиков участников рынка по основным макропоказателям России сохраняются на сентябрьском уровне

ВВП

Данные Bloomberg по прогнозам финансовых аналитиков по состоянию на 29 октября указывают, что большинство экспертов за прошедший месяц не скорректировали существенным образом свой прогноз по темпам прироста ВВП в 2015 году. Таким образом, аналитики по-прежнему не видят предпосылок для начала полноценного восстановления российской экономики до конца текущего года. Наша текущая оценка медианного прогноза прироста ВВП за 2015 год, основанная на данных опросов аналитиков от Bloomberg, в целом составляет -4,0% (Рисунок 58), что соответствует приблизительно нулевому росту ВВП в четвертом квартале (с поправкой на сезонную составляющую). Медианный прогноз участников рынка в сентябре находился на уровне -3,9%, что незначительно отличается от актуальной медианной оценки.

Рисунок 58

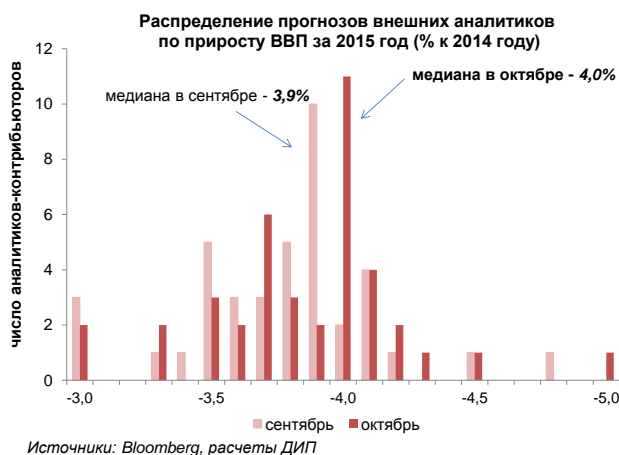
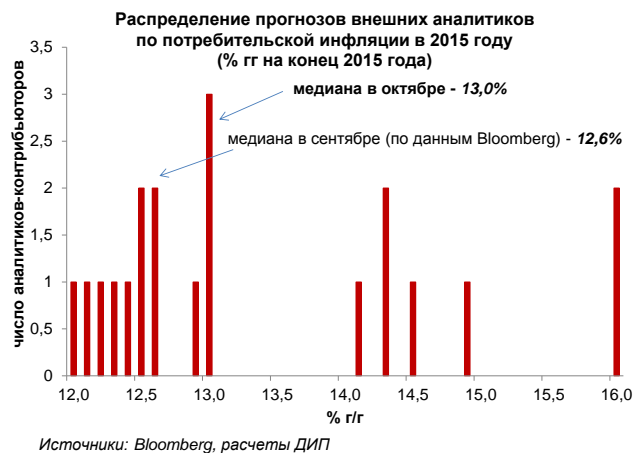


Рисунок 59



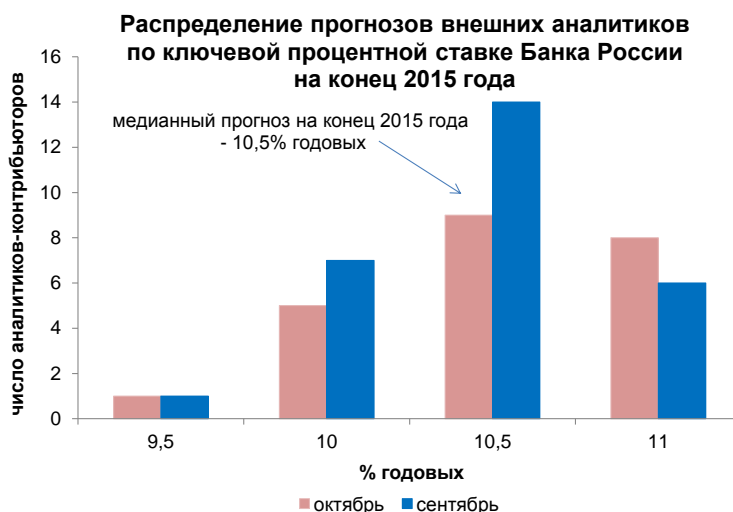
Инфляция

Медианный прогноз потребительской инфляции на конец 2015 года по состоянию на 29 октября составляет 13,0%, что несколько выше медианного прогноза по итогам сентября (12,6%). Как следствие, за прошедший месяц аналитики в среднем переоценили инфляционные риски (Рисунок 59). Следует отметить, что разброс в прогнозах между группой аналитиков, настроенных более оптимистично, с одной стороны, и относительно пессимистично, с другой стороны, является достаточно существенным. Так, 7 из 20 респондентов ежемесячных опросов Bloomberg ожидают потребительскую инфляцию к концу года на уровне более 14,0%, предположительно закладывая в свои прогнозы влияние на инфляцию со стороны колебаний валютного курса. Остальные эксперты, тем не менее, ожидают инфляцию по итогам года в диапазоне 12,0–13,0%.

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

Возросшие по итогам третьего квартала инфляционные риски, связанные прежде всего с ухудшением внешнеэкономических условий и ослаблением рубля, способствовали пересмотру за последние месяцы внешними аналитиками прогнозов в отношении направленности денежно-кредитной политики Банка России до конца текущего года. Тем не менее по итогам октября ожидания экспертов относительно денежно-кредитной политики Банка России стабилизировались – большинство участников опросов Bloomberg по состоянию на 29 октября прогнозировали снижение Банком России ключевой ставки на 50 б.п. до конца года – медианный прогноз составляет 10,5%, как и в предыдущем месяце (Рисунок 60). При этом текущие инфляционные риски скорее всего воспринимаются большинством экспертов как краткосрочные.

Рисунок 60



Источники: Bloomberg, расчеты ДИП

2.1.3. Что говорят опережающие индикаторы по России?

Несмотря на улучшение опережающих индикаторов, они по-прежнему указывают на то, что восстановление экономики до конца текущего года не ожидается.

Композитный индекс деловой активности, рассчитанный методом главных компонент по 30 опережающим индикаторам (включают данные Росстата, индексы PMI, диффузные индексы РЭБ), существенно не изменился в октябре по сравнению с сентябрьской оценкой (Рисунок 61). Октябрьская динамика опубликованных на прошедшей неделе индексов PMI в обрабатывающем секторе, с одной стороны, и в сфере услуг, с другой стороны, оказалась в значительной степени разнонаправленной, что может объясняться временным положительным влиянием ослабления рубля в третьем квартале на производство в секторе торгуемых товаров.

Сводный опережающий индикатор деловой активности⁵ указывает на вероятную стабилизацию динамики циклической компоненты промышленного производства вблизи нулевых значений до конца текущего года, однако ее рост, по нашим оценкам, возобновится не ранее первого квартала 2016 года (Рисунок 62). Это связано с тем обстоятельством, что статистический анализ методом поворотных точек ожидаемо указал на более значимые опережающие свойства индексов PMI в обрабатывающем секторе применительно к прогнозированию циклической компоненты промышленного производства, последние отчетные данные по которым выглядели оптимистично.

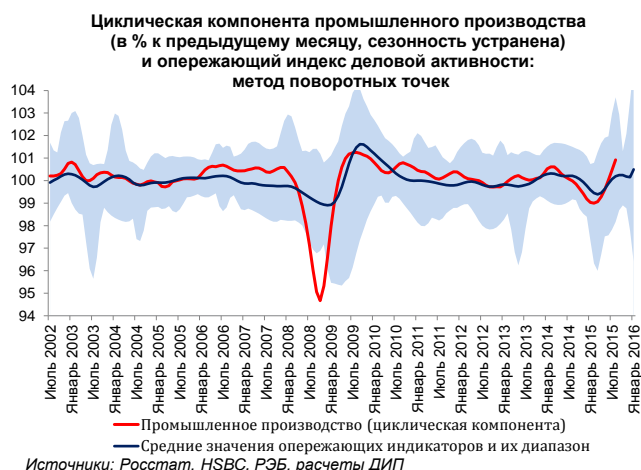
Вместе с тем мы полагаем, что полноценной подстройки деловой активности в сфере услуг к более позитивной текущей динамике производства в обрабатывающем секторе может не произойти, исходя из специфики происходящей структурной перестройки российской экономики. Как следствие, показатели PMI в обработке могут временно, на период структурной перестройки, потерять свойства опережающего индикатора циклической компоненты промышленного производства, которые были установлены нами на ретроспективных данных.

Следует также отметить, что вышедшая в целом позитивная статистика по промышленному производству в сентябре была интерпретирована как значительный рост его циклической компоненты в рамках применяемой для расчета сводного опережающего индикатора деловой активности статистической методологии. Однако данный вывод пока трудно подтвердить на содержательном уровне.

Рисунок 61



Рисунок 62



⁵ Рассчитывается Департаментом исследований и прогнозирования 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.*

Сводный опережающий индикатор деловой активности в России

Идентификация и регулярный мониторинг динамики показателей, являющимися опережающими индикаторами для деловой активности, является важным инструментом центрального банка, необходимым для принятия своевременных решений в области ДКП.

Для разработки такого инструмента применительно к российской экономике нами была апробирована методология построения композитного опережающего индекса, предложенная экономистами HSBC⁶.

В качестве потенциальных опережающих индикаторов рассматривался набор из 110 краткосрочных макроэкономических показателей (80 из которых официально публикуются с лагом не более одного месяца), которые используются ДИП для краткосрочного оценивания и прогнозирования динамики ВВП.⁷ К индикаторам (в уровнях и базисных индексах) применялась предложенная трансформация: с помощью HP-фильтра последовательно удалялись долгосрочный тренд (параметр $\lambda = 133108$) и краткосрочные колебания (параметр $\lambda = 13,9$). В качестве эталонного показателя делового цикла использовалась соответствующая трансформация показателя промышленного производства.

Из спектра рассмотренных переменных был определен 20-процентный квантиль (в нашем случае – 21 показатель) с наилучшими свойствами опережающего индикатора для промышленного производства. Отличительной особенностью данной методологии является тот факт, что при идентификации опережающих показателей применяются не экспертные суждения, а исключительно статистические методы. В качестве критериев для отбора и последующего включения индикаторов в композитный индекс использовались два альтернативных подхода – *метод корреляций* и *метод поворотных точек*.

В рамках *метода корреляций* отбирались показатели с наибольшей корреляцией с индикатором делового цикла. При этом в индекс включались только показатели, у которых максимально коррелированными были запаздывающие на 3–6 месяцев значения. В рамках *метода поворотных точек* с помощью алгоритма Bry-Boschan (при минимальной длине цикла 13 месяцев) были идентифицированы поворотные точки в динамике индикаторов. Таким образом, в зависимости от каждого из обозначенных выше подходов в опережающий индекс включались показатели, запаздывающие значения которых в наибольшей степени были связаны с текущей динамикой промышленного производства, и показатели, поворотные точки которых предшествовали на горизонте одного–двух кварталов поворотным точкам делового цикла.

Статистический анализ на ретроспективных данных показал, что в наибольшей степени опережающими характеристиками обладают опросные показатели (для метода корреляций – 17 из выбранных 22 индикаторов, для метода поворотных точек – 11), указывающие на перспективы будущей динамики выпуска, что соответствует экономической интуиции. Среди отобранных для построения индекса показателей прежде всего фигурируют индексы PMI для России (причем большинство из них относятся к обрабатывающему сектору), а также диффузные индексы Российского экономического барометра по производству, занятости и портфелю заказов.

Для текущих прогнозов динамики деловой активности в России на ближайшие два квартала нами используется метод поворотных точек, показавший более высокое качество прогнозирования.

⁶ Fenn D., Nerbrand F., Kasem S., Selvakumar Y. (2015) HSBC Leading Indicators. HSBC Global Research.

⁷ 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.

Тем не менее текущие результаты расчета композитного опережающего индикатора следует трактовать с осторожностью. Рост сводного опережающего индикатора наблюдался после длительного периода спада в экономике, во время которого динамика краткосрочных месячных показателей традиционно характеризуется повышенной волатильностью. Выход дополнительной статистики в ближайшие недели подкрепит или опровергнет проявившиеся в сентябре краткосрочные позитивные тенденции.

3. В фокусе

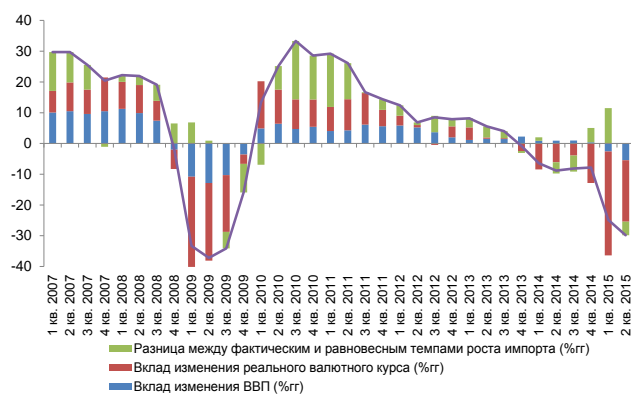
3.1. Динамика российского импорта: валютный курс – основной фактор

Динамика реального валютного курса определяет динамику российского импорта с 2009 года, причем долгосрочная эластичность импорта по курсу увеличилась. В 2014–2015 годы произошло (видимо временное) снижение эластичности из-за действия шоков, не связанных с макроэкономикой.

Факторный анализ динамики российского импорта показал, что реальное обесценение рубля во втором полугодии 2014 года – первом квартале 2015 года сыграло основную роль в сокращении импорта товаров и услуг (Рисунок 63). Вклад факторов изменения импорта рассчитывался на основе оценки долгосрочного (равновесного) соотношения между физическим объемом импорта товаров и услуг, реальным ВВП и реальным валютным курсом.

Рисунок 63

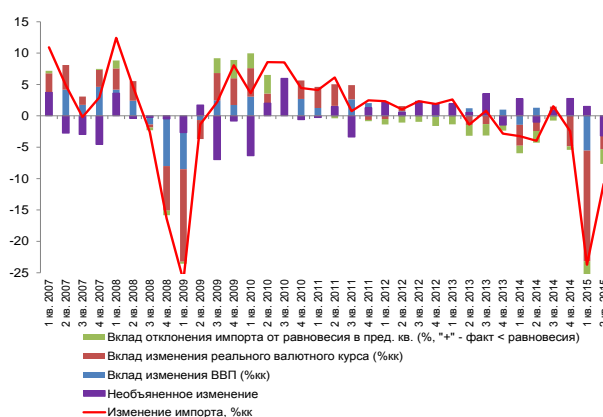
Факторы изменения физических объемов импорта товаров и услуг, % г/г



Источники: Банк России, расчеты авторов

Рисунок 64

Факторы изменения физических объемов импорта товаров и услуг, % к/к



Источники: Банк России, расчеты авторов

В результате оценивания на выборке *первый квартал 1995 года – второй квартал 2015 года* нами были получены долгосрочные эластичности спроса на импорт по доходу и реальному валютному курсу, находящиеся, соответственно, в диапазонах $[1,19-1,28]$ и $[(-0,77)-(-0,70)]$. Результаты расчетов показывают, что в динамике импорта, начиная с 2009 года, основную роль играла динамика реального валютного курса.

Оценки краткосрочной динамики физических объемов импорта товаров и услуг также подтверждают основную роль курсовой динамики в изменении импорта в четвертом квартале 2014 года – первом квартале 2015 года (Рисунок 64). Краткосрочная эластичность импорта по реальному ВВП и реальному валютному курсу находится в диапазонах $[1,18-2,1]$ и $[(-0,68)-(-0,53)]$ ⁸. При отсутствии других шоков

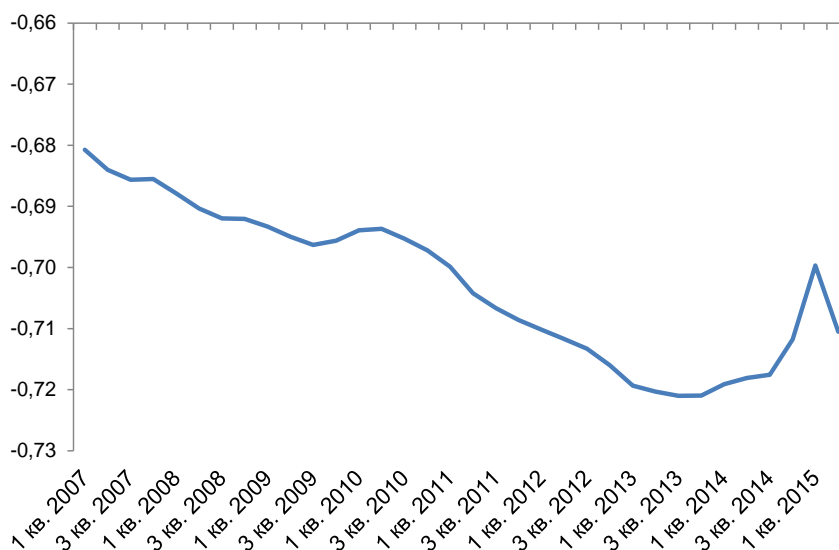
⁸ Рост реального ВВП России на 1% приводит к увеличению физических объемов импорта в среднем на 1,6%, в то время как 1-процентное укрепление рубля – к росту импорта в среднем на 0,6%.

корректировка отклонения импорта от равновесного уровня, по нашим оценкам, занимает примерно один год, что соответствует оценкам МВФ мировой экономики⁹.

Долгосрочная эластичность российского импорта по курсу медленно увеличивалась до середины 2014 года, как показывают наши расчеты (Рисунок 65). После этого, видимо из-за действия геополитических и других шоков немакroeкономического характера, долгосрочная эластичность импорта временно несколько снизилась.

Рисунок 65

Рекурсивная оценка долгосрочной эластичности импорта по реальному валютному курсу в России



Источники: расчеты авторов

Полученные МВФ¹⁰ оценки эластичности торговых потоков по валютному курсу имеют тенденцию к возрастанию во времени, что может быть связано с либерализацией торговых потоков и ростом конкуренции в результате глобализации мировой экономики. Негативный эффект глобализации на эластичность торговых потоков по валютному курсу из-за создания глобальных цепочек создания добавленной стоимости (disconnect puzzle) не был выявлен.

⁹ См.: Мировое экономическое положение (*World Economic Outlook*). Глава 3. 2015. Октябрь.

¹⁰ Там же.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Андрей Синяков

Сергей Власов

Елена Дерюгина

Артем Заигрин

Екатерина Ильичева

Наталья Карлова

Дмитрий Крепцев

Анна Крупкина

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Сергей Селезнев