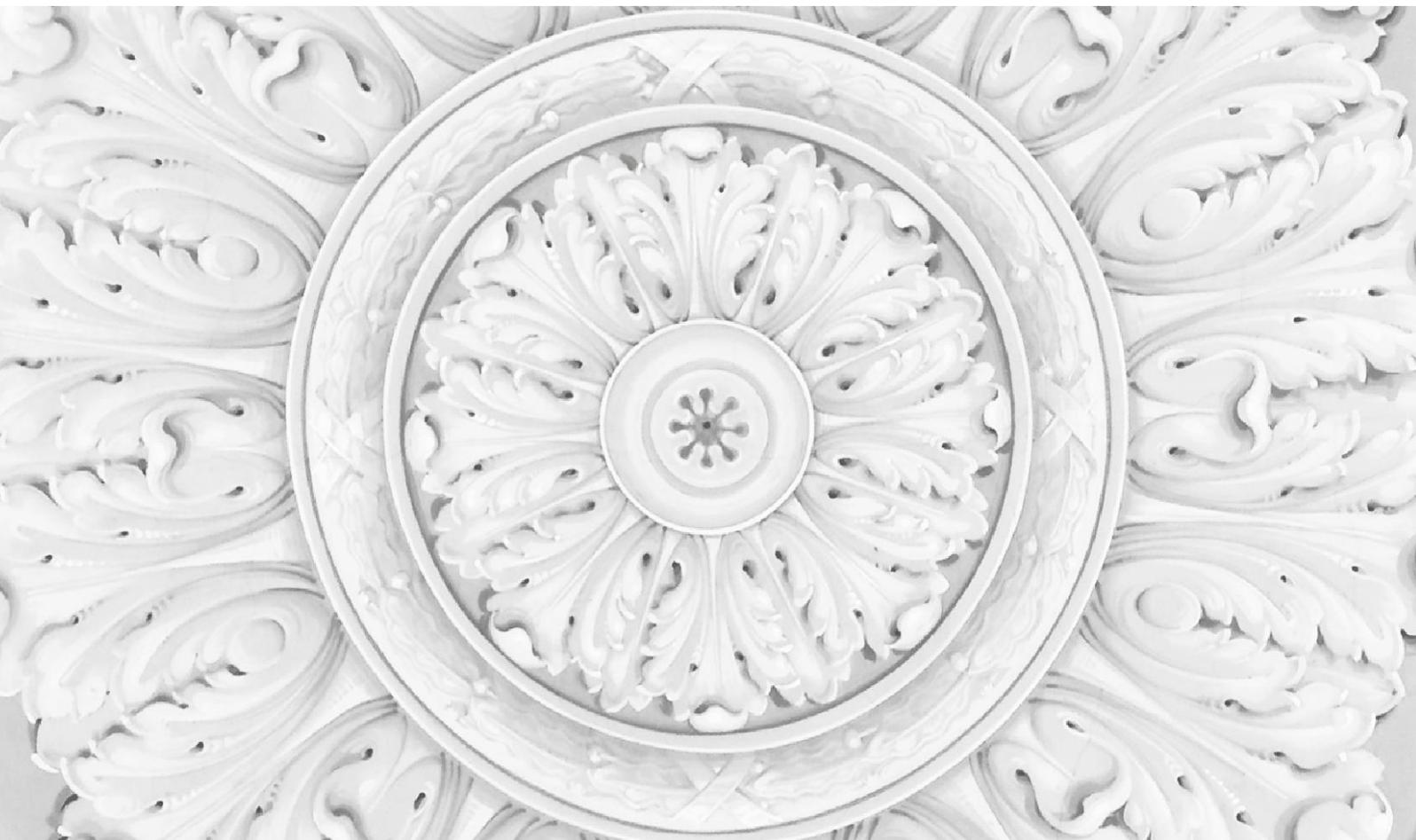




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Апрель 2017

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 3 (15)**

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

*Замечания и предложения по содержанию бюллетеня просим отправлять по адресу  
[dip\\_bulletin@mail.cbr.ru](mailto:dip_bulletin@mail.cbr.ru)*

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Краткое содержание</b>	<b>3</b>
<b>1. Итоги</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1.1. Пониженный рост потребительских цен в марте	4
1.1.2. Трендовая инфляция продолжает медленное снижение	7
1.1.3. Мартовские индексы PMI: отпускные цены в обработке вновь снизились	7
1.1.4. Ускорение темпа роста цен производителей объясняется динамикой цен на энергоресурсы	9
1.1.5. Консенсус-прогноз аналитиков подразумевает усиление инфляционного давления к концу года	10
1.1.6. Об опыте закоривания инфляционных ожиданий в странах с таргетированием инфляции	11
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>14</b>
1.2.1. ВВП в 2016 году: экономика вышла на траекторию восстановления	15
1.2.2. Снижение промпроизводства в феврале в основном вызвано календарным фактором	17
1.2.3. Отсутствие устойчивой положительной динамики в машиностроении сдерживает рост в обрабатывающей промышленности	19
1.2.4. Сводный индекс PMI в I квартале достиг максимума с 2008 года	22
1.2.5. Оборот розничной торговли стабилен после учета сезонных и календарных факторов	24
1.2.6. Занятость неожиданно снизилась вместе с безработицей	27
1.2.7. Скрытая безработица продолжает сокращаться	29
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>32</b>
1.3.1. Глобальная экономика: мартовские заседания зарубежных центральных банков	32
1.3.2. Ралли на рынках развивающихся стран	39
1.3.3. Товарные рынки: насколько устойчив рост добычи сланцевой нефти?	42
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>48</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>48</b>
2.1.1. Глобальные PMI: ускорение роста в развивающихся странах при неоднородной динамике в развитых	48
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>49</b>
2.2.1. Перспективы роста ВВП остаются благоприятными	49
<b>3. В фокусе.</b>	<b>50</b>
Факторы низкой продовольственной инфляции и их устойчивость	50

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- Инфляция продолжает снижаться быстрее прогнозной динамики Банка России благодаря благоприятным внешнеэкономическим и финансовым условиям и проведению умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Экономика вышла на траекторию медленного, но устойчивого роста, который сопровождается постепенным оживлением потребительской и инвестиционной активности. Существующий баланс рисков говорит в пользу постепенного смягчения денежно-кредитной политики.
  - Наблюдаемое пониженное инфляционное давление согласуется с достижением цели по инфляции в 2017 году даже в случае ускорения роста цен во втором полугодии. По оценкам, рост потребительских цен в марте оказался заметно ниже уровня, соответствующего инфляции в 4% в годовом выражении. Тем не менее, сохраняются риски для поддержания инфляции вблизи целевого уровня на среднесрочном горизонте.
  - Восстановление экономики в I квартале 2017 года происходит несколько быстрее прогнозов Банка России. Это объясняется в том числе умеренно благоприятными внешнеэкономическими условиями, наблюдаемыми с конца 2016 года. Макроэкономическая статистика и данные опросных показателей говорят о наличии хороших перспектив для ускорения темпов экономического роста в 2017 году в случае отсутствия негативных внешних шоков.
  - Ситуация на мировых и российских финансовых рынках остается благоприятной для финансовой стабильности и снижения инфляции в России. Рынки позитивно отреагировали на мартовское решение Банка России о снижении ключевой ставки на 25 б.п.

### 2. Взгляд в будущее

- Текущие оценки динамики ВВП указывают на сохранение благоприятных перспектив для роста российской экономики в 2017 году в случае отсутствия неблагоприятных изменений внешних условий.
- Опережающие индикаторы указывают на небольшое ускорение роста мировой экономики, прежде всего, за счет улучшения ситуации в странах с формирующимися рынками.

### 3. В фокусе. Факторы низкой продовольственной инфляции и их устойчивость.

- Основной вклад в замедление продовольственной инфляции в России внесла умеренная динамика цен в сельском хозяйстве, чему способствовал дезинфляционный эффект от импортозамещения в отдельных подотраслях.
- Высокая зависимость сельского хозяйства от импорта материально-технических ресурсов вследствие низкого технологического уровня в отрасли указывает на сохраняющееся влияние валютного курса на продовольственную инфляцию.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция

В марте рост потребительских цен остался на пониженном уровне, а годовая инфляция замедлялась быстрее, чем ожидалось по прогнозам Банка России. Эта тенденция может сохраниться на протяжении всего первого полугодия 2017 года. Инфляционные ожидания населения достигли локального минимума, однако их неустойчивость и чувствительность к курсовой динамике могут ускорить рост цен в дальнейшем. Реализация инфляционных рисков, связанных с восстановлением потребительского спроса и ростом заработных плат, при одновременном исчерпании действия временных благоприятных факторов во втором полугодии 2017 г., вряд ли помешают достижению цели по инфляции в текущем году. Однако возможный рост инфляционного давления во второй половине года может повысить риски для удержания инфляции вблизи цели на среднесрочном горизонте. Существующий баланс инфляционных рисков допускает возможность постепенного снижения ключевой ставки Банка России, продолжая при этом говорить в пользу сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

#### **1.1.1. Пониженный рост потребительских цен в марте**

- Темпы роста потребительских цен в марте и в I квартале 2017 года оказались значительно ниже уровня, в годовом выражении соответствующего целевому ...
- ...в том числе благодаря действию временных факторов, которое может продолжиться во II квартале, приведя к замедлению годовой инфляции ниже 4% в апреле-мае.
- Во втором полугодии действие временных благоприятных факторов может закончиться, приведя к росту инфляционного давления и рискам для поддержания инфляции вблизи целевого уровня в 2018 году.

По данным Росстата, тенденция замедления роста потребительских цен в марте продолжилась: он составил 0,1% м/м по сравнению с 0,2% в феврале, что позволило годовой инфляции снизиться до 4,3% г/г (Рисунок 1). Рост продовольственных цен составил 0,1% м/м, стоимость услуг не изменилась, а больше всего выросли цены на непродовольственные товары – 0,2% м/м.

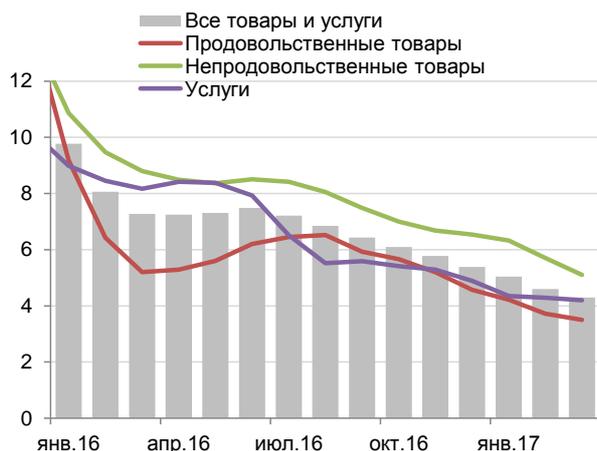
Сезонно сглаженный рост цен в марте незначительно замедлился до 0,12% с 0,14% в феврале (Рисунок 2). Вклад продовольственных товаров в замедление роста цен стал менее значительным по сравнению с предыдущим месяцем, так как снижение цен<sup>1</sup> этой группы товаров практически прекратилось. Характер динамики

---

<sup>1</sup> Сезонно сглаженных.

продовольственных цен не изменился: по-прежнему наблюдается снижение стоимости плодоовощной продукции, макаронных и крупяных изделий, яиц и сахара. Основной вклад в замедление сезонно сглаженной инфляции в марте внесли услуги, темп роста цен которых замедлился в два раза: с 0,42 до 0,21%. Рост цен непродовольственных товаров в марте снизился не так быстро и составил 0,19% м/м против 0,24% м/м в феврале.

**Рисунок 1. Инфляция, %, г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 3. Сезонно сглаженный темп роста потребительских цен, %, к/к**

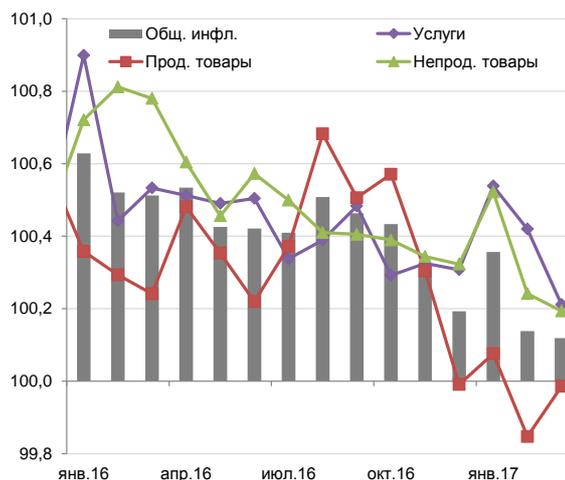


\* Оценка за I кв. предварительная.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Предварительные оценки говорят о том, что сезонно сглаженный рост цен в I квартале составил чуть больше 0,6% (Рисунок 3). Эффект от укрепления рубля продолжает вносить значительный вклад в замедление инфляции. По нашим оценкам на примере непродовольственных товаров, накопленный эффект от уже реализованной динамики курса был максимальным в феврале-марте и далее будет по-

**Рисунок 2. Сезонно сглаженный темп роста потребительских цен, %, м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 4. Сезонно сглаженная непродовольственная инфляция, %, м/м**



\* Серым отмечены оценки эффекта переноса укрепления валютного курса, которое наблюдалось по март включительно.

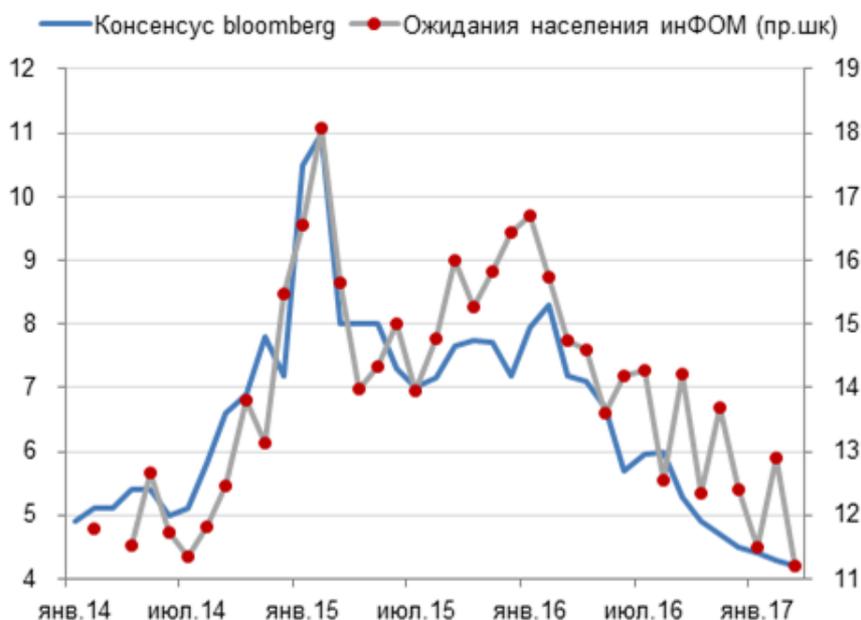
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

степенно ослабевать при условии отсутствия сильных колебаний курса (Рисунок 4)<sup>2</sup>. Тем не менее, его действие должно продлиться во II квартале. Поэтому высока вероятность того, что сезонно сглаженный темп роста цен второй квартал подряд окажется ниже уровня 1,0%, который соответствует годовой инфляции в 4%.

Данный «запас» позволяет говорить о высокой вероятности достижения целевого уровня по итогам 2017 года, даже если во втором полугодии будет наблюдаться рост инфляционного давления. Тем не менее, сохраняются риски для удержания инфляции около 4% в 2018-2019 годах, поэтому денежно-кредитная политика должна оставаться умеренно жесткой, а действия Банка России по снижению ключевой ставки – осторожными.

По данным «инФОМ», медиана ожиданий по инфляции населения на следующие 12 месяцев уменьшилась до 11,2% с 12,9% в феврале. В целом динамика ожиданий населения с начала 2014 года совпадала с динамикой ожиданий финансовых аналитиков (Рисунок 5). Тем не менее, уровень инфляционных ожиданий населения остается повышенным, более чем в два раза превышая фактическую инфляцию, и подверженным резким изменениям. К тому же, во время второй волны ослабления рубля во втором полугодии 2015 года ожидания населения выросли гораздо сильнее, чем ожидания аналитиков. Это говорит о том, что в случае значительного ослабления рубля инфляционные ожидания могут сильно вырасти, что повлечет за собой ускорение фактических темпов роста цен.

**Рисунок 5. Ожидания инфляции через 12 месяцев, %**



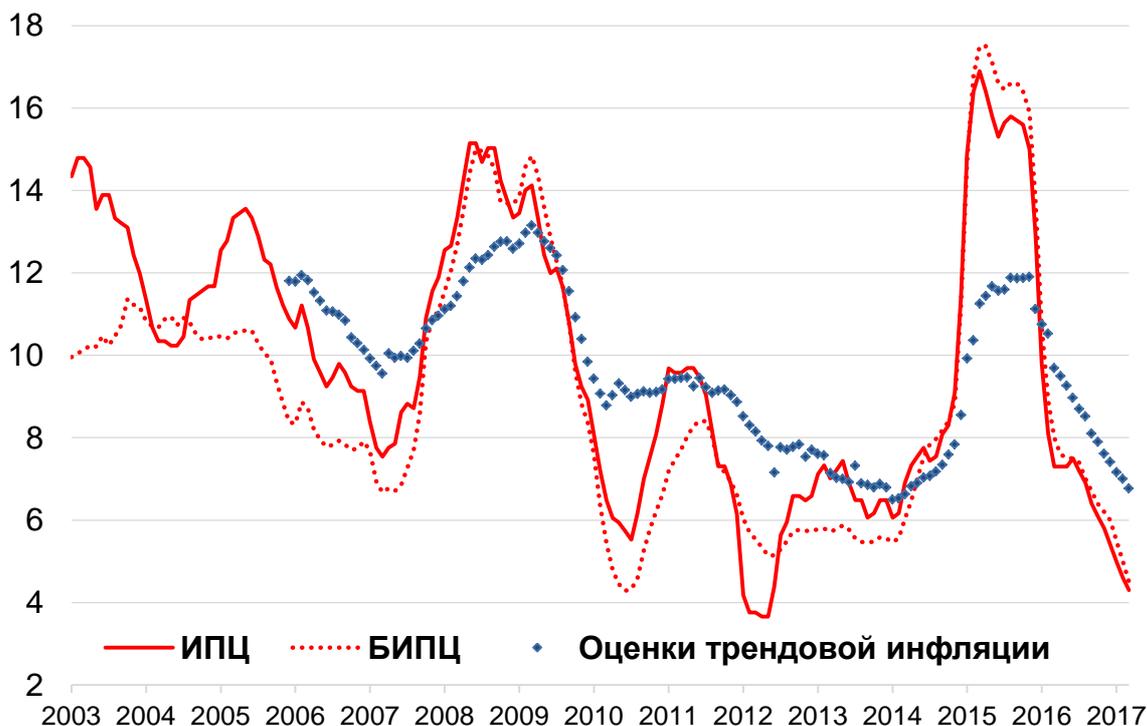
Источники: Bloomberg Finance L.P., инФОМ.

<sup>2</sup> Однако проведенный нами эконометрический анализ может не очень правильно улавливать асимметрию переноса в цены от ослабления и укрепления курса. Поэтому влияние укрепления рубля может быть более растянутым во времени, чем в случае ослабления, и максимальный эффект как раз придется на II квартал 2017 года.

### 1.1.2. Трендовая инфляция продолжает медленное снижение

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в марте 2017 года снизилась до уровня 6,7 с 7,0% в феврале, отражая дальнейшее ослабление инфляционного давления (Рисунок 6).
- Трендовая инфляция снижается умеренными темпами, ее замедление сдерживается неоднородностью вкладов в дезинфляцию разных компонент.
- Несмотря на возможное исчерпание дезинфляционного эффекта со стороны временных благоприятных факторов, мы ожидаем постепенного снижения оценок трендовой инфляции в течение 2017 года.
- Риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 года за последние месяцы снизились, однако сохраняются риски поддержания инфляции вблизи целевого уровня на среднесрочном горизонте.

Рисунок 6. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

### 1.1.3. Мартовские индексы PMI: отпускные цены в обработке вновь снизились

- Отпускные цены в обрабатывающей промышленности снижаются второй месяц подряд, указывая на продолжающееся действие временных благоприятных факторов, связанных с укреплением рубля.

- Устойчивое снижение ценовых индексов в сфере услуг, которая меньше подвержена влиянию со стороны курсовой динамики, отражает общее снижение инфляционного давления в экономике.

В марте практически все ценовые индексы PMI продолжили снижаться или стабилизировались за исключением индекса закупочных цен в обрабатывающем секторе, который немного вырос (Рисунок 7, Рисунок 8).

**Рисунок 7. Ценовые индексы PMI в обрабатывающей промышленности, п.п.**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 8. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, п.п.**



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Индекс отпускных цен в обработке второй месяц подряд оказывается ниже уровня 50 пунктов, что означает снижение цен в данном секторе. Это может подтверждать сильное влияние временного фактора в виде укрепления рубля: в последний раз закупочные цены снижались два месяца подряд только во II квартале 2009 года, когда рубль укреплялся после шокового ослабления конца 2008 – начала 2009 годов. При этом стоит отметить рост индекса закупочных цен, который, согласно ответам респондентов, был вызван ростом мировых цен на сырье, включая сталь, химические материалы и пластмассы.

Как и на потребительском рынке, рост цен на услуги остается более высоким, чем на товары. Чувствительность первых к динамике курса гораздо меньше, что является еще одним свидетельством сильного влияния временных благоприятных факторов на динамику цен товаров.

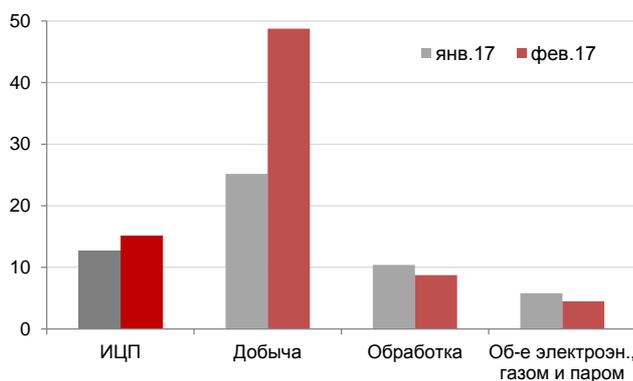
Тем не менее, общее снижение ценовых индексов в сфере услуг говорит о том, что инфляционное давление в экономике снижается не только за счет временных факторов.

### 1.1.4. Ускорение темпа роста цен производителей объясняется динамикой цен на энергоресурсы

- Рост цен производителей в феврале ускорился главным образом за счет роста мировых цен на энергоресурсы.
- Для многих категорий потребительских товаров рост цен производителей остается ниже, чем рост потребительских цен.
- О возможности дальнейшего замедления инфляции производителей обрабатывающего сектора свидетельствуют ценовые индексы PMI.

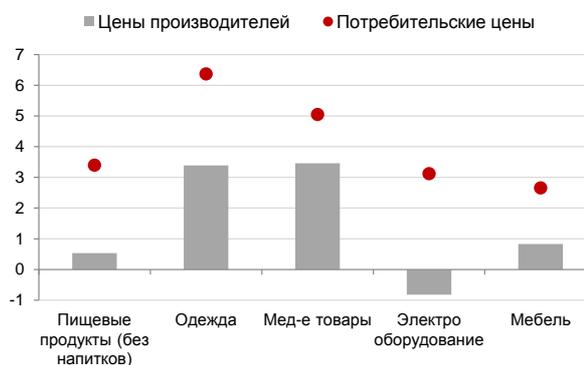
Согласно данным Росстата<sup>3</sup>, в феврале годовой темп роста цен производителей промышленных товаров ускорился до 15,1%, что на 2,5 п.п. выше январского значения (Рисунок 9). При этом ускорение произошло главным образом за счет добычи топливно-энергетических полезных ископаемых: угля (75,5% г/г), сырой нефти и природного газа (73,7% г/г), что объясняется значительным ростом мировых цен на энергоресурсы в 2016 году.

Рисунок 9. Динамика основных компонент ИЦП, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Изменение цен на некоторые потребительские товары в феврале, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В обрабатывающей промышленности годовой темп роста цен производителей замедлился до 8,7% (10,4% в январе), причем замедление характерно для большинства отраслей<sup>4</sup>. То же самое можно сказать и об отрасли «обеспечение электроэнергией, газом и паром, кондиционирование воздуха», где годовой темп роста цен составил 4,5% (5,8% в январе).

<sup>3</sup> С 1 января 2017 года Росстат перешел на новую версию Общероссийского классификатора видов экономической деятельности (ОКВЭД2). В связи с этим вводится новая классификация индексов цен производителей промышленных товаров: «добыча полезных ископаемых», «обрабатывающие производства», «обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха», «водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельности по ликвидации загрязнений».

<sup>4</sup> Кроме производства табачных изделий, резиновых и пластмассовых изделий, металлических изделий (не считая машин и оборудования) и производства мебели.

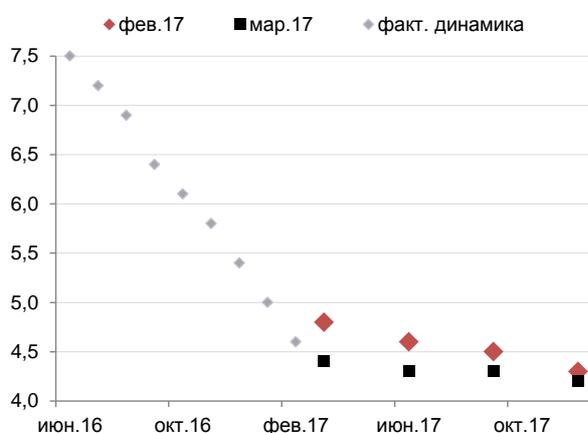
Годовой темп роста цен производителей промышленных товаров на протяжении двух последних месяцев остается выше индекса потребительских цен. Однако высокие темпы роста характерны в основном для сырьевых и инвестиционных производств, динамика цен которых оказывает влияние на потребительскую инфляцию опосредованно и с большим лагом. Что касается потребительских товаров, то в большинстве случаев темп роста цен производителей оказывается ниже темпа роста потребительских цен (Рисунок 10).

### 1.1.5. Консенсус-прогноз аналитиков подразумевает усиление инфляционного давления к концу года

- Несмотря на сильное замедление инфляции в I квартале, консенсус-прогноз аналитиков на конец года снизился всего на 0,1 п.п., до 4,2% г/г...
- ...что, согласно нашим оценкам, подразумевает повышение инфляционного давления в IV квартале до уровня, соответствующего росту цен на 5,1–5,3% в годовом выражении.
- Консенсус-прогноз по ключевой ставке Банка России на конец года при этом остался неизменным.

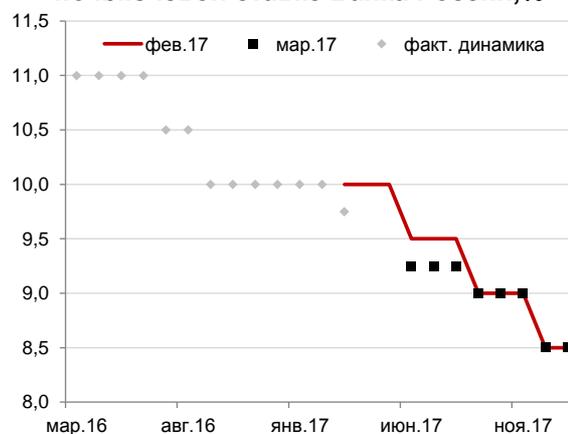
Фактическое замедление годовой инфляции положительно отразилось на ожиданиях аналитиков. По результатам мартовского опроса Bloomberg консенсус-прогноз на конец 2017 года снизился до 4,2 с 4,3% (Рисунок 11). За исключением одного аналитика, который ожидает увидеть инфляцию на уровне 5,0%, оценки остальных участников опроса варьируются от 3,7 до 4,5%.

Рисунок 11. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 12. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, %



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Небольшое снижение консенсус-прогноза на фоне достаточно сильного замедления инфляции в I квартале настораживает. По нашим оценкам, если при наблюдаемой в течение января-марта инфляции годовой рост цен снизится до 4,2%<sup>5</sup> в конце 2017 года, рост цен в годовом выражении на протяжении оставшихся трех кварталов года в среднем должен будет превышать целевой уровень в 4%. При этом если аннуализированный рост цен во II–III кварталах все же будет соответствовать целевому уровню, то для реализации текущего консенсус-прогноза инфляция в IV квартале 2017 года должна будет ускориться до 5,1–5,3% в годовом выражении. Если такое ускорение произойдет, оно создаст существенные риски для дальнейшего поддержания инфляции около уровня 4% в 2018 году.

Следует также отметить, что медианный прогноз аналитиков по цене нефти Urals в 2017 году остается выше уровня 50 долл. США за барр., то есть какого-либо значимого пересмотра параметров внешних условий на краткосрочную перспективу экспертами не производилось. За последний месяц не произошло и существенных изменений прогноза экспертов по валютному курсу, который предполагает ослабление рубля до конца года не более чем на 5% относительно текущих уровней. Это означает, что столь незначительное снижение консенсусов на 2017 год относительно наблюдаемых текущих темпов дезинфляции по сравнению с прошлым месяцем не связано с каким-либо кардинальным пересмотром вверх прогнозов по инфляции на будущие кварталы этого года. Скорее, вывод о повышении инфляции во втором полугодии по сравнению с предыдущими февральскими прогнозами получается имплицитно.

Весьма вероятно также, что в прогнозах экспертов все же присутствует существенная адаптивная составляющая, при этом изменение в прогнозах не в достаточной степени учитывает оперативные данные по росту цен. С нашей точки зрения, может срабатывать и фактор восприятия годовой инфляции 4,0% в качестве некоторой психологической отметки, и прогнозы вблизи этой цифры даются аналитиками без каких-либо четких предположений/расчетов поквартальной динамики.

### ***1.1.6. Об опыте закоривания инфляционных ожиданий в странах с таргетированием инфляции***

- Анализ динамики фактической инфляции и инфляционных ожиданий в странах с таргетированием инфляции на исторической ретроспективе указывает на общераспространенную проблему устойчивости повышенных ожиданий у населения по мере решения задачи по снижению инфляции к цели (Рисунок 13 – Рисунок 16).

<sup>5</sup> В расчетах исключены прогнозы аналитиков, не актуализировавших свои прогнозы в марте 2017 года.

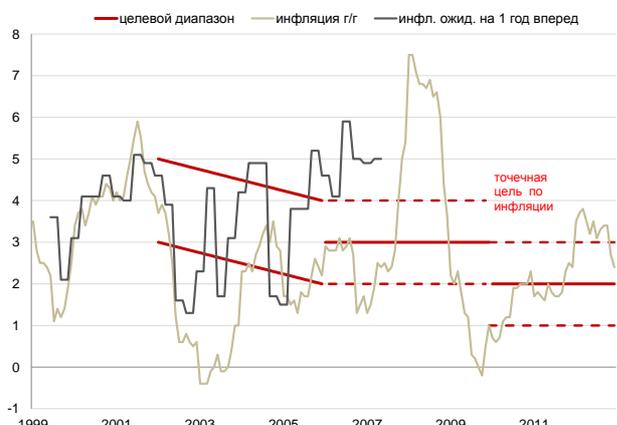
- Формулирование центральным банком цели по инфляции в виде диапазона, как показывает опыт ряда стран, может привести к закориванию ожиданий субъектов экономики вблизи верхней границы указанного диапазона (*Чехия, Новая Зеландия, ЮАР*: см. Рисунок 13 – Рисунок 15).
- Вместе с тем опыт ряда стран с таргетированием инфляции, как развивающихся, так и развитых<sup>6</sup>, показывает, что снижение инфляции к целевому уровню (или до целевого диапазона) может сопровождаться сохранением относительно повышенных инфляционных ожиданий, при этом сама динамика фактического и ожидаемого уровней цен остается во многом схожей.
- Последнее может частично объясняться несовершенством статистических подходов к измерению ожиданий роста цен, которые не в полной мере делают поправку на систематическое завышение инфляционных ожиданий населением.
- Вывод о значимом систематическом завышении инфляционных ожиданий населением косвенно подтверждается динамикой ожидания роста цен среди финансовых аналитиков, которая в рассмотренных нами странах является более умеренной, находясь вблизи среднесрочного уровня инфляции, таргетируемого центральным банком (*Чехия, Новая Зеландия, Израиль, Турция, Бразилия*: см. Рисунок 17 – Рисунок 21).
- Периодические эпизоды зависания ожиданий на повышенных уровнях могут отчасти быть связаны с эффектом высокой базы, объясняющим годовое замедление фактической инфляции, который может не в полной мере и не слишком оперативно учитываться респондентами (*Филиппины, эпизод 2009–2010 годов*, см. Рисунок 16).
- Наличие относительно успешного опыта таргетирования инфляции и закоренных инфляционных ожиданий в целом препятствует их автоматическим всплескам в периоды краткосрочных проинфляционных шоков (*Новая Зеландия, эпизоды 2008 и 2011 годов*, см. Рисунок 14).
- Снижение инфляционных ожиданий к середине ценового диапазона во многих странах происходило в периоды, когда фактическая инфляция становилась меньше, чем нижняя граница ценового диапазона (*Новая Зеландия, Филиппины, ЮАР*).
- Анализ динамики инфляционных ожиданий в первый год перехода к таргетированию инфляции существенно затруднен в том числе вследствие того, что для многих стран соответствующие оценки стали публиковаться только спустя несколько лет после перехода к таргетированию инфляции.

---

<sup>6</sup> Нами была проанализирована историческая динамика инфляции и инфляционных ожиданий для следующих стран: Бразилия, Израиль, Новая Зеландия, Турция, Филиппины, Чехия, ЮАР. Рассмотренная перспектива для каждой страны охватывает первый год таргетирования инфляции.

**Инфляционные ожидания населения:**

**Рисунок 13. Инфляция и инфляционные ожидания (Чехия), %, г/г**



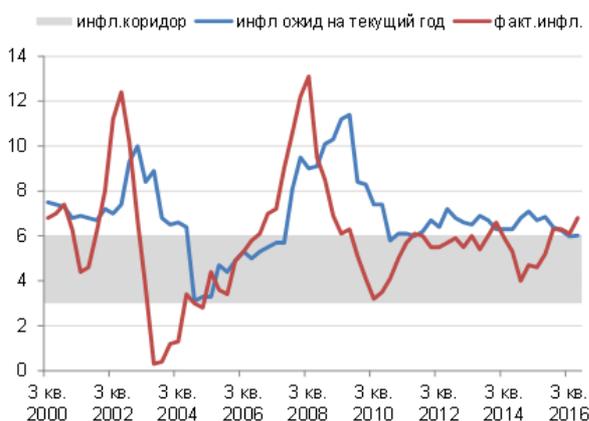
Источники: CEIC, Чешский национальный банк.

**Рисунок 14. Инфляция и инфляционные ожидания (Новая Зеландия), %, г/г**



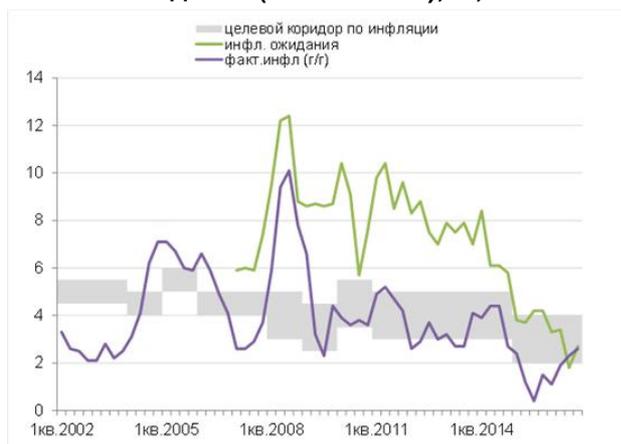
Источники: CEIC, Резервный банк Новой Зеландии.

**Рисунок 15. Инфляция и инфляционные ожидания (ЮАР), %, г/г**



Источники: CEIC, Южно-Африканский резервный банк.

**Рисунок 16. Инфляция и инфляционные ожидания (Филиппины), %, г/г**



Источники: CEIC, Центральный банк Филиппин.

**Инфляционные ожидания аналитиков:**

**Рисунок 17. Инфляция и инфляционные ожидания финансовых аналитиков (Чехия), %, г/г**



Источники: CEIC, Чешский национальный банк.

**Рисунок 18. Инфляция и инфляционные ожидания финансовых аналитиков (Новая Зеландия), %, г/г**



Источники: CEIC, Резервный банк Новой Зеландии.

**Рисунок 19. Инфляция и инфляционные ожидания финансовых аналитиков (Израиль), %, г/г**



Источники: CEIC, Банк Израиля.

**Рисунок 20. Инфляция и инфляционные ожидания финансовых аналитиков (Турция), %, г/г**



Источники: CEIC, Банк Турции.

**Рисунок 21. Инфляция и инфляционные ожидания финансовых аналитиков (Бразилия), %, г/г**



Источники: CEIC, Банк Бразилии.

## 1.2. Экономическая динамика

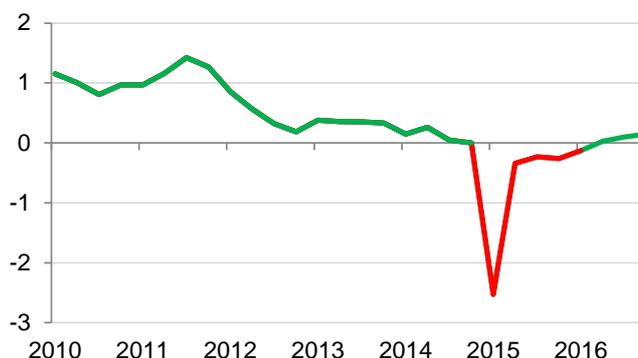
В экономике продолжают развиваться положительные тенденции, первые признаки которых стали прослеживаться еще во второй половине прошлого года. Об этом свидетельствуют как краткосрочная макроэкономическая статистика, так и данные основных опережающих индикаторов деловой активности. Наблюдается постепенное оживление в динамике потребительского и инвестиционного спроса, к новым экономическим условиям приспосабливается рынок труда. Восстановление экономики в I квартале 2017 года происходит несколько быстрее прогнозов Банка России. Это объясняется в том числе умеренно благоприятными внешнеэкономическими условиями, наблюдаемыми с конца 2016 года.

### 1.2.1. ВВП в 2016 году: экономика вышла на траекторию восстановления

- Согласно обновленным оценкам с устранением сезонности, рост ВВП ускорился в IV квартале 2016 года по сравнению с III кварталом 2016 года и стал гораздо более выраженным.
- Уточненные оценки динамики компонентов ВВП свидетельствуют о закреплении благоприятных тенденций восстановления инвестиций в основной капитал и улучшения динамики потребления.

В конце марта Росстат опубликовал вторую оценку ВВП за 2016 год, включая представляющие наибольший интерес данные за IV квартал 2016 года. Квартальные оценки ВВП, в том числе и по компонентам, были приведены в соответствие с ранее опубликованной оценкой годового темпа прироста ВВП. Небольшие корректировки коснулись оценок динамики компонент ВВП<sup>7</sup> за 2014–2016 годы, но итоговые годовые цифры ВВП уже не претерпели каких-либо изменений (0,7% в 2014 году, -2,8% в 2015 году и -0,2% в 2016 году).

Рисунок 22. Динамика ВВП в постоянных ценах, %, к/к, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Новые данные важны с той точки зрения, что дают сигнал о начале восстановления экономики во втором полугодии 2016 года. Согласно оценке квартальных темпов прироста ВВП с устранением сезонного и календарного факторов, последовательное снижение ВВП в российской экономике продолжалось в течение четырех-пяти кварталов, начиная с I квартала 2015 года (Рисунок 22). На протяжении первого полугодия 2016 года экономика пребывала в состоянии стагнации, в то время как второе полугодие 2016 года стало сопровождаться медленным экономическим ростом: в III и IV кварталах 2016 года прирост ВВП составил 0,1% к/к.

<sup>7</sup> Существенно пересмотрены квартальные оценки темпа роста инвестиций в основной капитал и товарно-материальных запасов. Отчасти это связано с включением в состав накопления основного капитала расходов на военное оборудование в соответствии с новой методикой системы национальных счетов.

Таким образом, тенденция к восстановительному росту экономики закрепились, и темпы роста ВВП стали гораздо более выраженными. Кроме того, сохранение положительной динамики экономического роста подтверждается последними данными об основных макроэкономических индикаторах в начале 2017 года.

Согласно новым данным, уточняющим динамику компонентов ВВП в 2016 году, основным источником улучшения экономической динамики являлась активизация инвестиционной деятельности. Исходя из последней статистики, такая тенденция усилилась в IV квартале 2016 года. Валовое накопление перешло к положительным квартальным темпам роста с устранением сезонности с III квартала 2016 года, в то время как потребление населения по-прежнему сокращалось в квартальном выражении, хотя и более медленными темпами.

В соответствии с сезонно очищенными оценками в IV квартале 2016 года рост валового накопления продолжился и ускорился. Причем данное улучшение было зафиксировано как в категории инвестиций в основной капитал, так и в категории товарно-материальных запасов. Между тем основной движущей силой роста валового накопления остается восстановление товарно-материальных запасов. Отметим, что в III–IV кварталах 2016 года темпы восстановления товарно-материальных запасов продолжили превышать темпы улучшения динамики инвестиций. Такая тенденция не удивительна и является характерной для начальной фазы восстановительного роста, когда производители корректируют свои ожидания в соответствии с улучшением динамики внутреннего спроса.

В то же время рост внутреннего спроса подстегивает ускорение роста импорта. Однако вклад чистого экспорта в темпы роста ВВП остается положительным. Этому способствует повышение цены на нефть, которое стимулировало улучшение динамики экспорта товаров и услуг в IV квартале 2016 года. С устранением сезонности рост экспорта в IV квартале 2016 года повысился до 1,3% к/к против 0,1% к/к в III квартале 2016 года. Ускорение роста экспорта позволило компенсировать негативный эффект от расширения импорта. В условиях повышенных цен на нефть в ближайшие месяцы данная тенденция сохранится, однако со временем по мере улучшения показателей деловой активности и сопутствующего этому росту импорта, положительный вклад чистого экспорта в ВВП начнет убывать.

Основной движущей силой роста ВВП в ближайшей перспективе должно стать оживление инвестиционной активности, которому будет сопутствовать рост других компонентов ВВП. Такому развитию событий способствует улучшение ожиданий инвесторов и производителей относительно перспектив восстановления внутреннего спроса на фоне продолжающегося снижения инфляции, повышения цен на нефть и связанного с этим улучшения динамики прибыли предприятий. Помимо этого в пользу благоприятной динамики внутреннего спроса говорят опросные данные, указывающие на улучшение предпринимательской активности и потребительской уверенности. Косвенные показатели демонстрируют, что положительное влияние восстановления товарно-материальных запасов все меньше обеспечено импортом, что подтверждает предположение об улучшении ожиданий производителей

и создает потенциал для ускорения роста ВВП. Однако не стоит рассчитывать на данный фактор в более отдаленной перспективе, поскольку по мере активизации импорта чистый вклад запасов<sup>8</sup> в ВВП постепенно начнет сокращаться.

Мы полагаем, что на горизонте нескольких месяцев ускорение роста ВВП может продолжиться и будет обеспечено улучшением инвестиционной активности и сохранением достаточно сильной динамики экспорта.

### **1.2.2. Снижение промпроизводства в феврале в основном вызвано календарным фактором**

- В феврале промышленность сократилась на 1,5% м/м и 2,7% г/г, что объясняется высокой базой февраля високосного 2016 года.
- С поправкой на календарный эффект промышленное производство продолжило уверенно расти, в том числе благодаря холодной погоде и росту экспорта газа.
- Обрабатывающая промышленность в феврале оказалась в зоне стагнации, но позитивная динамика PMI сулит продолжение роста.

По оценкам Росстата, промышленное производство в феврале сократилось на 1,5% м/м и 2,7% г/г. На годовые темпы роста значительное влияние оказал календарный фактор. Высокая база февраля високосного 2016 года при прочих равных убрала 3,4%<sup>9</sup> из годового темпа роста выпуска непрерывных производств. В дополнение к этому меньшее число рабочих дней в феврале (18 в 2017 против 20 в 2016 году) занизило объем производства прерывных производств на 10% г/г<sup>10</sup>.

По оценкам ДИП, с учетом сезонного и календарного факторов<sup>11</sup> объем производства в феврале сократился на 0,3% м/м после роста на 0,9% м/м в январе. Однако крайне ограниченный ряд наблюдений по новой методологии заставляет с осторожностью относиться к текущим оценкам прежде всего из-за проблемы «виляющего хвоста»: при последующем добавлении данных эти оценки могут заметно измениться.

Секторальная разбивка указывает на довольно оптимистичную динамику в добывающей промышленности. Сокращение добычи нефти, обусловленное выполнением соглашения с ОПЕК (-0,7% г/г), было восполнено наращиванием добычи угля (+2,9% г/г) и газа (+12,1% г/г). Помимо сильного экспортного спроса этому помогла и погода – средняя температура в феврале была на 4,6°C ниже, чем год назад. Холодная погода, судя по всему, также стала главным фактором роста производства

<sup>8</sup> С учетом импорта.

<sup>9</sup>  $28/29=96,6\%$ .

<sup>10</sup>  $18/20=90\%$ .

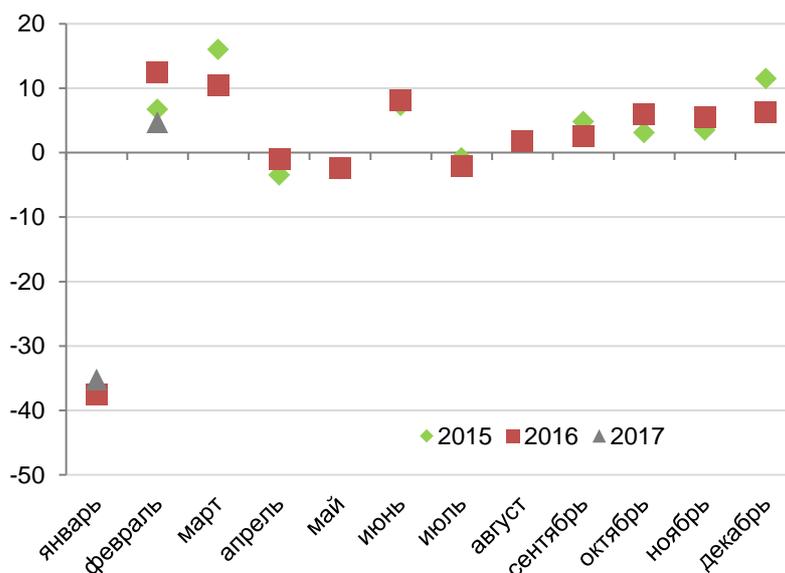
<sup>11</sup> Включая фактор високосного 2016 года.

по виду деятельности «обеспечение электроэнергией, газом и паром, кондиционирование воздуха». Это единственная категория, которая продемонстрировала рост в терминах «год к году» и без поправки на календарный фактор.

Динамика обрабатывающей промышленности после поправки на календарный фактор с точки зрения годовых темпов роста оказалась близкой к стагнации. Поточная разбивка выпуска указывает на сохранение точек роста в производстве продуктов питания, легкой и химической промышленности. В то же время стоит отметить значительное<sup>12</sup> падение производства бензина, топлива и мазута, а также замедление роста в машиностроении. Резкое сокращение производства (-19,3% г/г) по виду деятельности «водоснабжение и водоотведение, организация сбора и утилизация отходов, деятельность по ликвидации загрязнений» сопровождалось ростом производства пара и горячей воды (+ 6,2% г/г), оставляя неясными причины столь значительного сокращения производства всей отрасли в целом.

Промышленность в январе-феврале после поправки на календарный эффект демонстрировала достаточно уверенные темпы роста. Главную обеспокоенность с учетом февральских данных вызывает стагнационная динамика обрабатывающей промышленности (даже после поправки на календарный эффект). Февральские темпы роста промышленности на уровне выше 2% г/г после поправки на календарный эффект обеспечила холодная погода и поставки газа на экспорт в дальнее зарубежье. Тем не менее, динамика опережающих индикаторов указывает на вероятное сохранение уверенных темпов роста в ближайшее время, в том числе и оживление в обрабатывающей промышленности.

**Рисунок 23. Динамика месячного роста обрабатывающей промышленности, %, м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>12</sup> --10% г/г.

### **1.2.3. Отсутствие устойчивой положительной динамики в машиностроении сдерживает рост в обрабатывающей промышленности**

- Февраль 2017 года ознаменовался падением производства в отраслях машиностроительного и металлургического комплекса.
- Легкая промышленность демонстрирует признаки восстановления. По-прежнему сохраняются точки роста в химическом комплексе, производство пищевых продуктов остается стабильным.
- Неожиданностью стал существенный рост в производстве строительных материалов.

Обрабатывающая промышленность в целом пребывает в ситуации, близкой к стагнации. Как отмечалось ранее, в феврале 2017 года существенное влияние на динамику обрабатывающего производства оказал календарный эффект (в прошлом году было на два рабочих дня больше). В связи с этим после проведения сезонной и календарной корректировки снижение производства к февралю прошлого года в большинстве отраслей выглядит не столь глубоким, как при анализе нескорректированных данных. Вследствие проведенного Росстатом перехода на новый классификатор продукции ОКПД2 исторические данные о производстве отдельных товаров отсутствуют, что делает невозможным проведение их полноценной корректировки на сезонность.

В начале текущего года динамика выпуска в отраслях машиностроения была неустойчивой, демонстрируя резкие колебания роста и сокращения производства. В результате тенденция развития машиностроительного комплекса в целом продолжает носить стагнационный характер. Вслед за провальным январем выпуск *компьютеров, электронных и оптических изделий* продемонстрировал рост на 7,8% м/м с учетом сезонности. Однако производство сохраняется на уровне ниже конца 2016 года. Наметившаяся тенденция к росту выпуска *машин и оборудования* в 2016 году носит неустойчивый характер. В феврале производство снизилось на 2,3% м/м с учетом сезонности. Основным драйвером отрасли остается производство сельскохозяйственной техники, которое в 2016 году достигло рекордных показателей. В феврале выпуск тракторов превысил показатели прошлого года практически в 2 раза, выпуск зерноуборочных комбайнов – в 2,5 раза. Производство *электрического оборудования* в феврале практически не изменилось по отношению к январю с учетом сезонности, отрасль восстановилась до показателей начала 2015 года.

Выпуск транспортных средств в феврале сократился. Небольшое снижение наблюдалось в *автопроме* на 1,4% м/м с учетом сезонности. В ближайшем будущем рынок ожидает увеличение производства вследствие оптимистичных настроений производителей, прогнозирующих рост отложенного спроса. Выпуск *прочих*

*транспортных средств* продемонстрировал резкое снижение на 4,7% м/м с учетом сезонности.

Несмотря на улучшающуюся мировую конъюнктуру, выпуск *металлургии* (как черной, так и цветной) сохраняет негативный тренд. В условиях благоприятной экспортной конъюнктуры российские металлурги предпочитают повышать цены вслед за мировыми, что пока не выразилось в увеличении объемов производства. Состояние стагнации в *производстве готовых металлических изделий* объясняется низким инвестиционным спросом на внутреннем рынке.

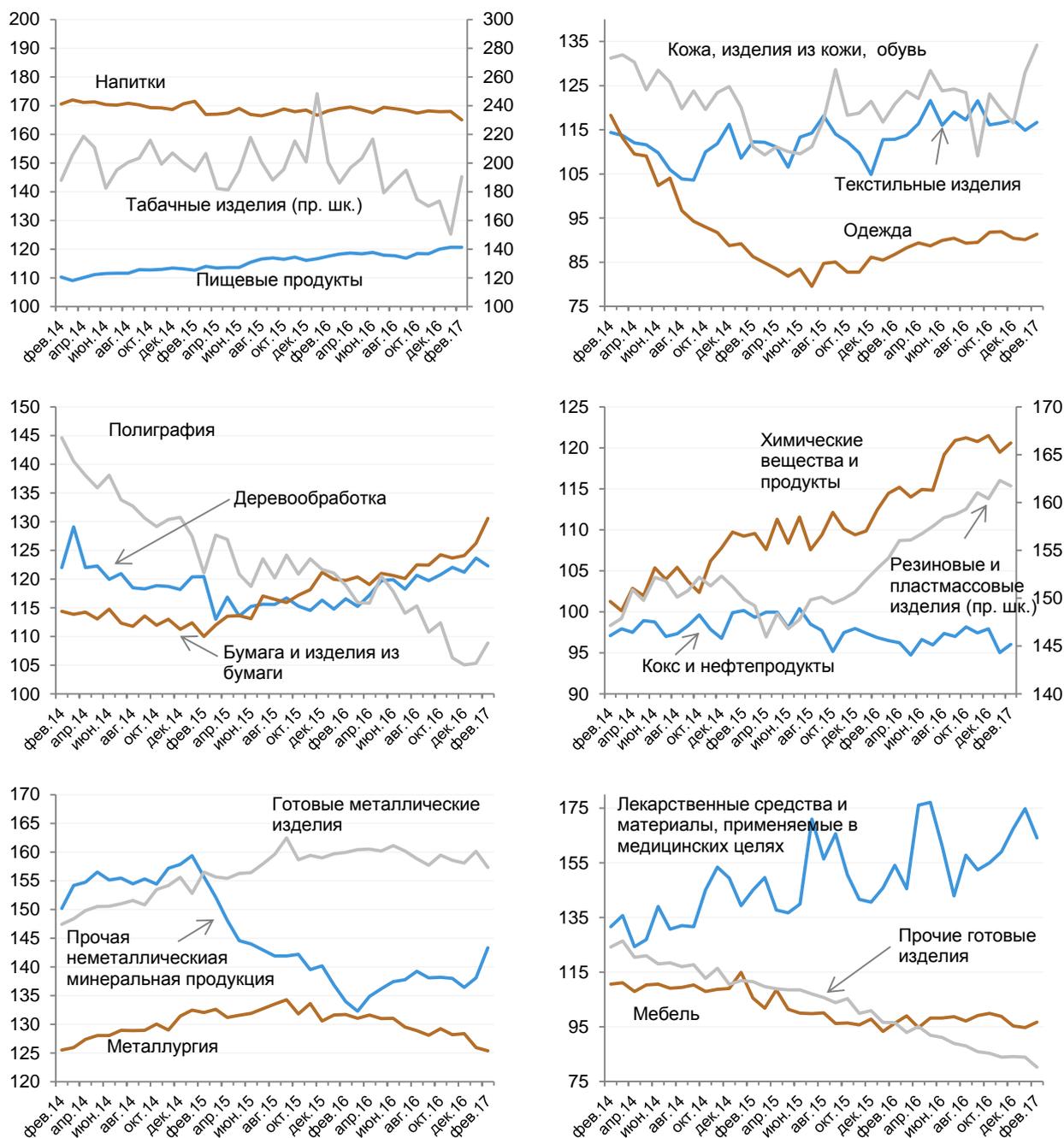
В легкой промышленности в феврале наблюдался рост выпуска. После сокращения в январе производство *текстильных изделий* продемонстрировало восстановление, рост составил 1,6% м/м с учетом сезонности (в основном за счет производства нетканых материалов). В производстве *одежды* сохраняется положительный долгосрочный тренд, наметившийся с середины 2015 года, однако с середины 2016 динамика носит затухающий характер. Драйвером роста является специальная одежда, однако планируемое в 2017 году увеличение локализации производства повседневной одежды также может оказать поддержку данному сектору. В производстве *кожи, изделий из кожи* выпуск достиг максимальных значений с начала 2014 года (+4,8% м/м с учетом сезонности) и был обусловлен главным образом расширением производства резиновой и пластмассовой обуви специального и военного назначения.

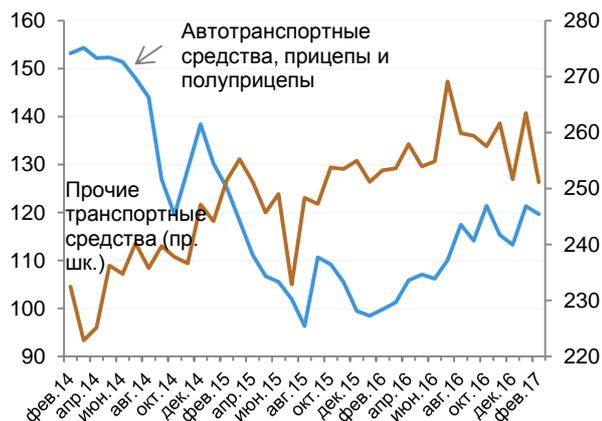
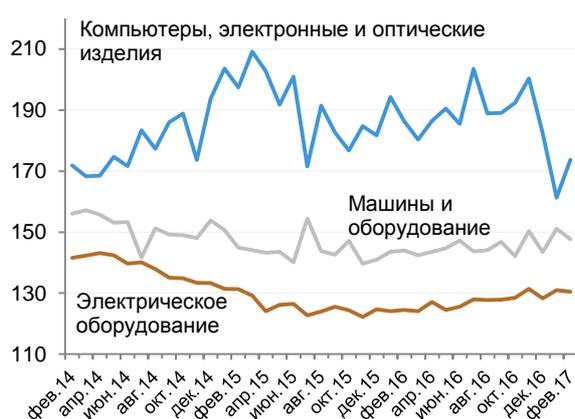
*Химическая промышленность* продолжает демонстрировать положительную динамику. В феврале рост производства *химических веществ и продуктов* составил 1% м/м с учетом сезонности. В производстве удобрений наблюдался рост на 9,1% г/г, что обусловлено развитием сельского хозяйства, получающего государственную поддержку. В рамках сохраняющегося долгосрочного положительного тренда производство *резиновых и пластмассовых изделий* сократилось на 0,3% м/м с учетом сезонности. Драйвером роста данной отрасли является производство шин и покрышек для легкового автотранспорта, в феврале увеличение выпуска составило 3,9% г/г. Сохраняется волатильная динамика выпуска *лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях*. В феврале сокращение составило 6,1% м/м с учетом сезонности. В целом отрасль демонстрирует рост в последние два года благодаря импортозамещению.

Производство *пищевых продуктов* остается стабильным. В *деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной промышленности* сохраняется долгосрочный положительный тренд, сформировавшийся еще в 2015 году.

Существенный рост наблюдался в производстве *строительных материалов* – на 3,8% м/м с учетом сезонности. Выпуск достиг показателей, зафиксированных в середине 2015 года. Возможно, это отражает позитивные настроения на рынке строительства, связанные с низким уровнем процентных ставок и стоимости недвижимости, что, вероятно, должно стимулировать восстановление спроса на жилье.

Рисунок 24. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2014=100%





\* На графиках приведены данные с устраненной сезонностью.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

#### 1.2.4. Сводный индекс PMI в I квартале достиг максимума с 2008 года

- Сводный индекс PMI в I квартале вырос до максимального с 2008 года уровня, указывая на продолжающееся ускорение темпов оживления экономической активности.
- Внутренний спрос по-прежнему является основным источником роста, тогда как внешний спрос (экспортные заказы) продолжает снижаться.
- Высокие ожидания компаний и уверенная динамика заказов позволяют ожидать продолжения намеченных тенденций во II квартале.

Индексы PMI в обрабатывающем секторе и сфере услуг остаются значительно выше уровня 50 пунктов (Рисунок 7), указывая на продолжающееся восстановление экономической активности. Сводный индекс PMI в I квартале вырос до максимального со II квартала 2008 года уровня. Исторически такой уровень индекса соответствовал росту ВВП на 1,0–1,5% к/к (4–6% в годовом выражении). При этом индексная оценка сезонно сглаженного роста ВВП за I квартал на данный момент составляет 0,5% к/к (подробнее см. подраздел 2.2.1 «Перспективы роста ВВП остаются благоприятными»). Это, впрочем, не означает, что динамика индекса PMI «отвязалась» от реально происходящих процессов в экономике. Сейчас потенциальный рост ВВП составляет около 1–2%, что гораздо ниже, чем в 2000-х годах, поэтому и рост индекса PMI при прочих равных соответствует более медленному росту ВВП.

Рост выпуска поддерживается и продолжающимся ростом заказов как в обрабатывающем секторе, так и в сфере услуг. При этом источником роста заказов является внутренний спрос, а не внешний, что можно понять из динамики индекса

экспортных заказов (Рисунок 27). Данная тенденция скорее всего продлится, и внутренний спрос останется основным драйвером роста экономики в 2017 году.

**Рисунок 25. Индексы PMI, п.п.**



**Рисунок 26. ВВП и сводный индекс PMI**



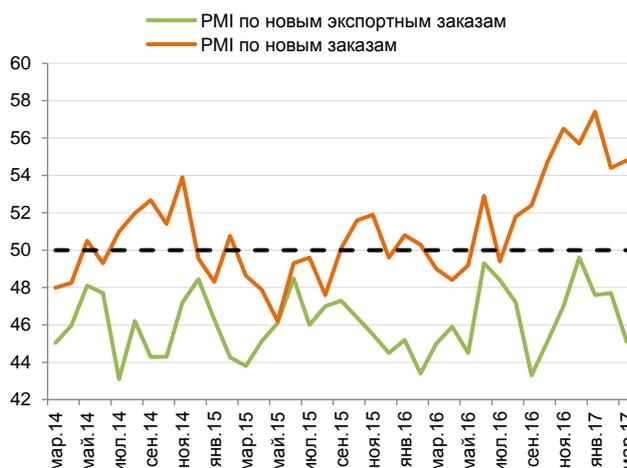
\* Рост ВВП за I квартал – индексная оценка ДИП.

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

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

Ожидания компаний в обрабатывающем секторе достигли 22-месячного максимума, а в сфере услуг немного снизились, но остались на повышенном относительно среднеисторического уровня. Это вкпе с позитивной динамикой новых заказов позволяет ожидать сохранения уверенной динамики промышленного производства и сферы услуг во II квартале в условиях отсутствия значимых негативных шоков.

**Рисунок 27. Индексы PMI по заказам в обрабатывающем секторе**



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

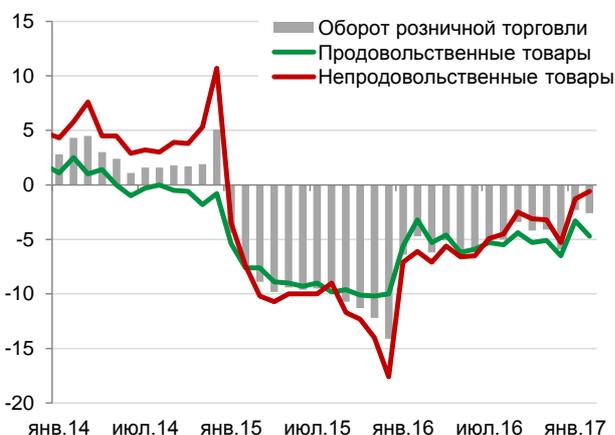
### 1.2.5. Оборот розничной торговли стабилен после учета сезонных и календарных факторов

- Ускорение темпов снижения розничного товарооборота до 2,6% г/г связано с эффектом високосного года.
- Оборот розничной торговли в феврале остался на уровне января после очистки от сезонных и календарных факторов.
- При этом индекс потребительской уверенности свидетельствует об улучшении потребительских настроений в марте.

По данным Росстата в феврале годовые темпы снижения оборота розничной торговли ускорились до 2,6% (2,3% в январе). При этом продажи продовольственных товаров в годовом выражении сократились гораздо сильнее, чем продажи непродовольственных товаров – 4,7% против 0,6% (Рисунок 28). Такая динамика объясняется эффектом високосного февраля 2016 года, который создал высокую базу для расчета динамики г/г в феврале 2017 года. Данный эффект проявился сильнее в продажах продовольственных товаров, поскольку к этой категории относится больше товаров повседневного спроса.

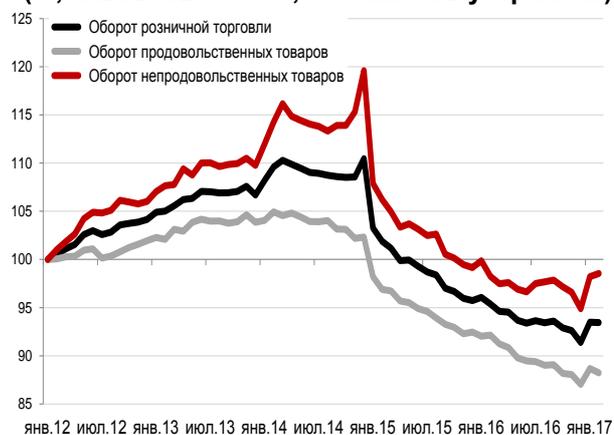
С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в феврале остался, по нашим оценкам, на уровне января (Рисунок 29). Сезонно сглаженные продажи непродовольственных товаров выросли на 0,3% м/м, а продовольственных – снизились на 0,4% м/м. В марте возможно незначительное снижение сезонно скорректированных показателей, поскольку в феврале еще продолжал действовать положительный эффект от январской единовременной пенсионной выплаты в 5000 рублей. Тем не менее, оборот розничной торговли скорее всего останется выше уровня последних месяцев 2016 года.

**Рисунок 28. Динамика оборота розничной торговли, %, г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Динамика оборота розничной торговли (% , янв. 2012 = 100%, сезонность устранена)**

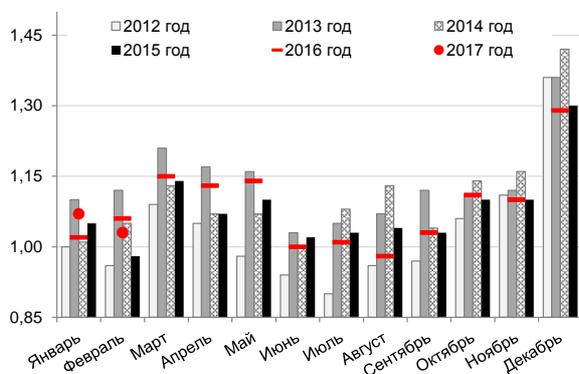


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Согласно результатам исследования холдинга «Ромир»<sup>13</sup>, реальные расходы населения в феврале оказались ниже отметок прошлых лет (за исключением 2012 и 2015 годов) (Рисунок 30). Расходы относительно января сократились на 3,7%. Доля затрат на продукты питания в корзине расходов сократилась с 53% в январе до 50% в феврале, то есть расходы на товары повседневного спроса снизились сильнее, чем на товары длительного пользования. Это совпадает с тем, что показывают данные Росстата, и подтверждает влияние календарного фактора на динамику повседневных расходов, а также продолжение действия эффекта единовременной выплаты на покупки товаров длительного пользования.

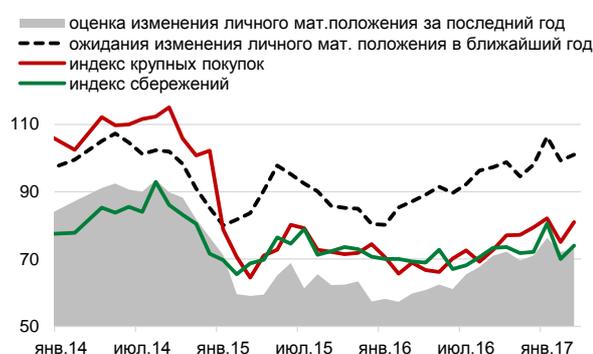
Потребительские настроения населения в феврале оказались менее оптимистичными по сравнению с январем, согласно результатам исследования инфОМ: ухудшилось отношение респондентов к крупным покупкам на фоне снижения оценки текущего и ожидаемого личного материального положения<sup>14</sup>. Однако февральские негативные настроения носили временный характер, и уже в марте улучшились как оценки личного материального положения, так и отношение к крупным покупкам и сбережениям (Рисунок 31). Поскольку в целом динамика потребительских настроений остается положительной, хотя и достаточно чувствительной к влиянию временных факторов, в 2017 году можно ожидать повышение потребительского спроса.

**Рисунок 30. Динамика реальных повседневных расходов населения**  
(%, янв. 2012 = 100%)



Источники: Romir Scan Panel.

**Рисунок 31. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, п.п.**



Источники: инфОМ.

Спрос населения на платные услуги в феврале сократился, однако данный показатель характеризуется высокой степенью волатильности. По предварительным данным Росстата, объем платных услуг населению снизился на 3,0% г/г. При этом динамика индекса PMI остается положительной, несмотря на небольшое снижение индекса в феврале (Рисунок 32).

<sup>13</sup> Исследовательский холдинг «Ромир» [«Опять экономим», 09.03.2017.](#)

<sup>14</sup> «Инфляционные ожидания и потребительские настроения». №2. Февраль. 2017.

**Рисунок 32. Динамика платных услуг населению (% г/г) и PMI сферы услуг (п.п.)**



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

### Расчеты по отдельным репрезентативным товарам говорят в пользу меньшего снижения розничного товарооборота в 2016 году

Динамика оборота розничной торговли за прошедший год, рассчитанная через изменение продаж отдельных категорий товаров<sup>15</sup>, оказывалась более благоприятной по сравнению с общей оценкой Росстата. Так, по оценке Росстата, оборот розничной торговли в 2016 году сократился на 5,2% г/г. Однако, если ориентироваться на данные по продажам отдельных категорий товаров, снижение составило 3,2% г/г (Рисунок 33).

**Рисунок 33. Динамика оборота розничной торговли, %, г/г**



Источник: Росстат.

Согласно расчету, продажи продовольственных товаров снизились в меньшей степени, чем непродовольственных (2,3% г/г против 4,1% г/г). При этом оценки Рос-

<sup>15</sup> Индекс представляет собой средневзвешенное из основных категорий продовольственных и непродовольственных товаров, суммарный вес которых составляет около 75% в общем объеме оборота розничной торговли. При этом используется товарная структура года, предшествующего расчетному. Подробнее см. [Бюллетень «О чем говорят тренды». №1. Февраль 2017](#). Раздел 3. «В фокусе. Потребление: падение или рост?».

стата говорят об обратной динамике (на 5,3% г/г снизились продажи продовольственных товаров и на 5,1% г/г – непродовольственных). Это трудно объяснить с точки зрения поведения потребителей, поскольку в условиях снижающихся доходов потребители обычно экономят на крупных покупках, а не на продуктах питания.

Росстат 17 апреля опубликует уточненные данные за календарный год с учетом более широкой базы наблюдения по годовым формам отчетности. Вполне вероятно пересмотр в сторону меньшего снижения розничных продаж.

### **1.2.6. Занятость неожиданно снизилась вместе с безработицей**

- Уровень безработицы в феврале после очистки от сезонности немного снизился до 5,3% с 5,35% в январе...
- ...при этом данные Росстата говорят о резком снижении численности занятых и уровня экономической активности населения, что противоречит динамике опросных показателей (например, PMI).
- Рост номинальных заработных плат в феврале снизился до 6% г/г, однако замедление инфляции поддерживает рост реальных заработных плат.

По данным обследования населения по проблемам занятости, уровень безработицы в феврале составил 5,6%, как и месяцем ранее. После очистки от сезонности показатель снизился с 5,35% до 5,3% (Рисунок 34). Итоги обследования свидетельствуют о том, что в феврале резко ушли вниз показатели уровня экономической активности (Рисунок 35), при этом сильно снизилось число занятых при меньшем снижении числа безработных<sup>16</sup>. Это означает, что те, кто по каким-либо причинам потерял работу, сразу покинули категорию экономически активного населения, то есть не стали активно искать новую работу. Обычно такая динамика характерна для населения в пенсионном возрасте, которое после ухода с работы перестает быть активным участником рынка труда. Однако статистика участия в рабочей силе по возрастам недоступна на месячной основе, поэтому подтвердить это предположение не представляется возможным.

Снижение численности занятых в феврале не соответствует динамике опросных показателей. Например, индексы PMI по занятости в феврале сигнализировали о росте числа работников и в сфере услуг, и в обрабатывающем секторе. По динамике за один месяц не стоит делать выводы относительно значительного изменения ситуации на рынке труда. Динамика за март может дать ответ на вопрос, было ли снижение занятости в феврале временным или оно приобретает устойчивый характер.

<sup>16</sup> После очистки от сезонности.

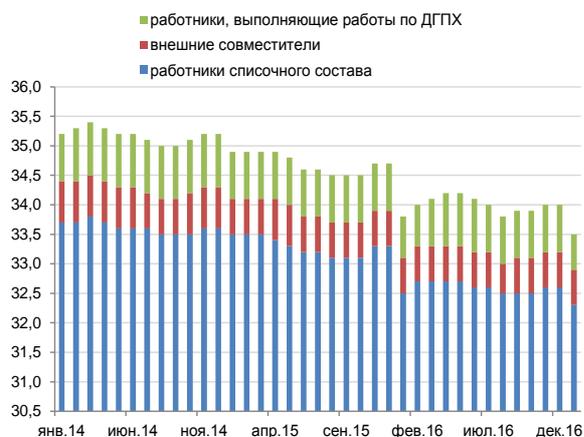
**Рисунок 34. Уровень безработицы, %**

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

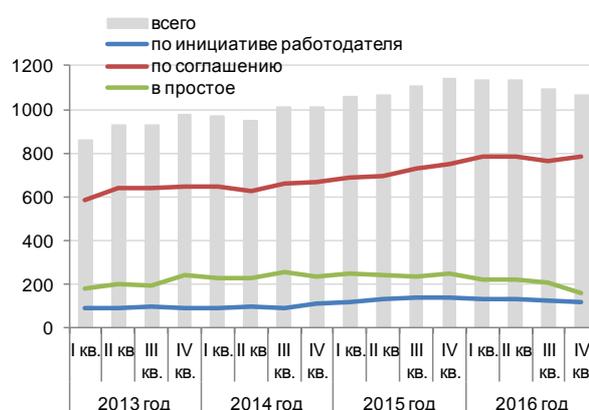
**Рисунок 35. Уровень экономической активности населения, %**

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Количество замещенных рабочих мест в организациях продолжает снижаться: в январе показатель достиг 33,5 млн. человек (Рисунок 36). Согласно докладу Центра стратегических разработок<sup>17</sup>, связано это с тем, что рабочие места «утекают» из сектора крупных и средних предприятий (КСП) в другие сегменты экономики – на малые предприятия, в неформальный сектор и т.д. При этом такое перемещение работников внутри экономически активного населения не создает рисков для роста безработицы. В секторе КСП высвобождение работников связано как со структурными изменениями (использование техники вместо человеческого труда), так и с временными неблагоприятными (экономическими) факторами. В то же время, в III и IV кварталах 2016 года сократилась численность работников списочного состава, работающих неполное рабочее время (Рисунок 37), что является еще одним подтверждением оживления экономики в конце 2016 года.

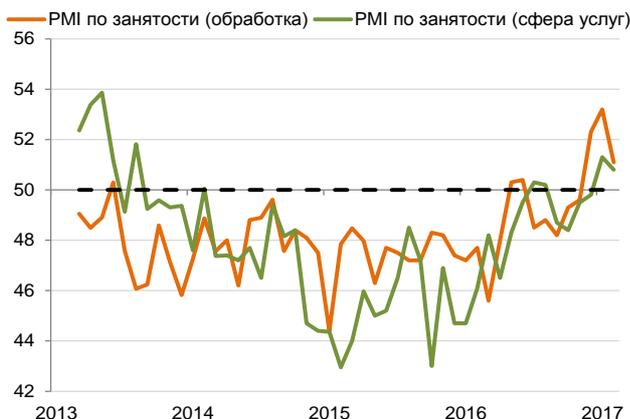
**Рисунок 36. Динамика числа замещенных рабочих мест в организациях (без субъектов малого предпринимательства), млн. чел.**

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

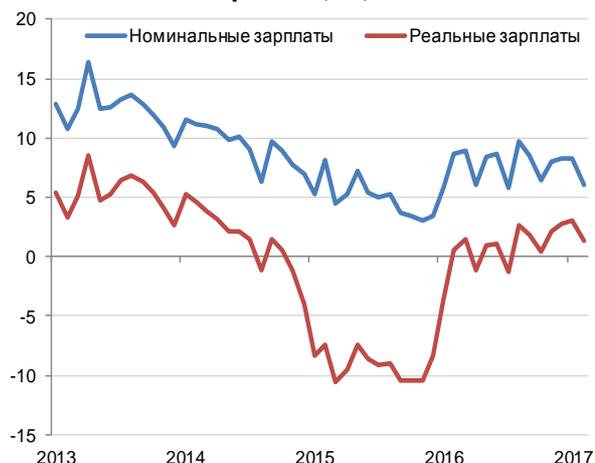
**Рисунок 37. Численность работников списочного состава, работавших неполное рабочее время (сезонность устранена), тыс.чел.**

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>17</sup> «Российский рынок труда: тенденции, институты, структурные изменения» под ред. В. Гимпельсона, Р. Капелюшникова, С. Рощина.

**Рисунок 38. Индексы PMI по занятости, п.п.**

Источник: IHS Markit.

**Рисунок 39. Номинальная и реальная зарплата, %, г/г**

Источник: Росстат.

По предварительной оценке, прирост номинальной зарплаты в феврале составил 6% г/г, с поправкой на инфляцию средняя реальная зарплата в годовом выражении выросла на 1,3% (Рисунок 39). Сезонно очищенная динамика также говорит о продолжении роста реальной заработной платы в начале этого года. В связи с переходом Росстата на ОКВЭД2 данные по заработным платам по измененным видам экономической деятельности доступны только за январь 2017 года, что делает невозможным расчет динамики зарплат в государственном и частном секторах.

### 1.2.7. Скрытая безработица продолжает сокращаться

- В IV квартале продолжили снижаться показатели скрытой безработицы U5 и U6.
- Помимо этого наблюдался резкий рост постоянной занятости, причем за счет занятых на малых предприятиях, а также наемных рабочих у индивидуальных предпринимателей и физлиц.
- Рост спроса на труд на фоне продолжающегося снижения трудовых ресурсов может вызвать ускорение роста заработных плат и, как следствие, усиление инфляционного давления.

В конце марта Росстат опубликовал результаты выборочного обследования населения по проблемам занятости (обследование рабочей силы). Согласно данным статистического бюллетеня в декабре 2016 года постоянная занятость<sup>18</sup> резко возросла, приблизившись к 62 млн. человек (Рисунок 40), что составляет примерно

<sup>18</sup> По бессрочным трудовым договорам

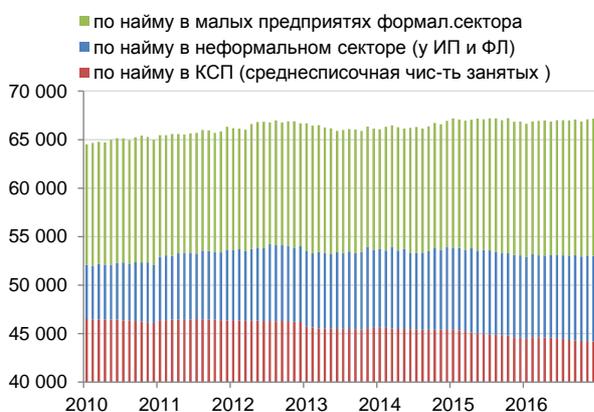
80% от всего экономически активного населения. При этом численность непостоянно (временно)<sup>19</sup> занятых, наоборот, начала снижаться и в конце 2016 года составила 5,5 млн. человек. Общее снижение непостоянной занятости произошло за счет сокращения занятого населения, работающего на основе устной договоренности и по срочным договорам.

**Рисунок 40. Работающие по найму на основной работе по видам трудового договора (сезонность устранена), тыс. чел.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 42. Занятость по найму (сезонность устранена), тыс. чел.**



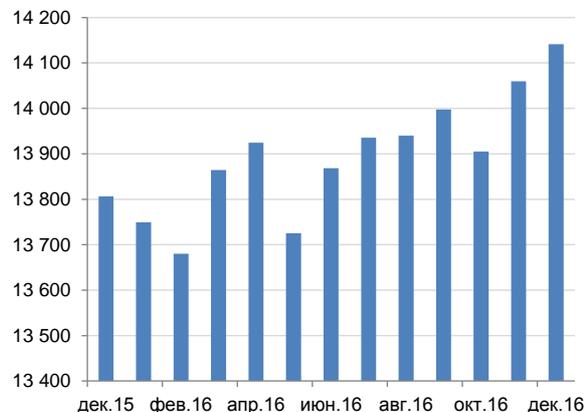
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 41. Занятое население, работающее по найму и не по найму (сезонность устранена), тыс. чел.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 43. Численность занятого населения на малых предприятиях формального сектора (сезонность устранена), тыс. чел.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

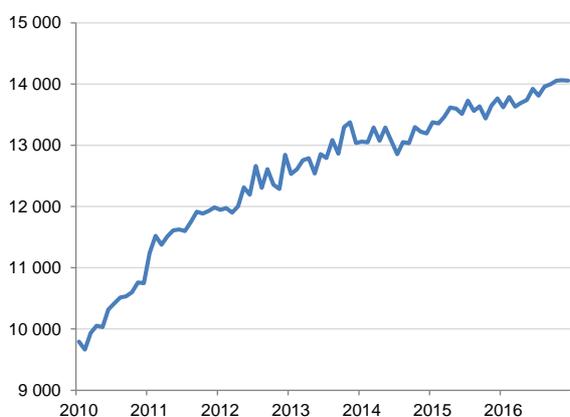
Создание постоянных рабочих мест положительно отразилось на численности занятого населения, работающего по найму. В то же время численность занятых, работающих не по найму, сохранилась на прежнем уровне (Рисунок 41). По данным отчетности крупных и средних предприятий (КСП), среднесписочная численность замещенных рабочих мест в этом секторе продолжает сокращаться. Получается, что рост численности занятого населения происходит за счет малых предприятий

<sup>19</sup> По срочным трудовым договорам, договорам гражданско-правового характера и т.д.

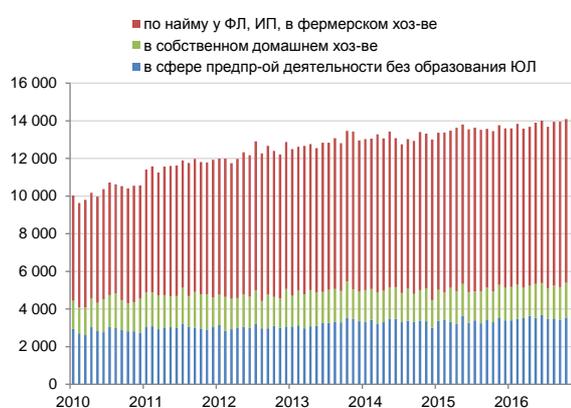
формального сектора, а также неформального сектора<sup>20</sup> (Рисунок 42). Важно отметить, что в конце 2016 года значительно ускорился рост численности занятого населения на малых предприятиях формального сектора (Рисунок 43).

Занятость в неформальном секторе в IV квартале 2016 года также продолжила расти, однако менее быстрыми темпами (Рисунок 44). Как было указано выше, рост связан преимущественно с работой по найму у физических лиц и индивидуальных предпринимателей. Численность занятых в сфере предпринимательской деятельности и в собственном домашнем хозяйстве остается стабильной (Рисунок 45).

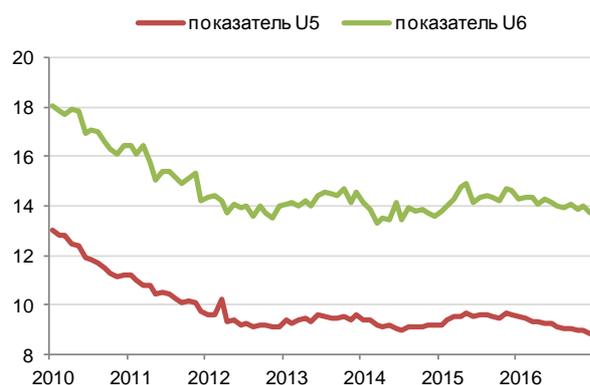
**Рисунок 44. Неформальная занятость (сезонность устранена), тыс. чел.**



**Рисунок 45. Неформальная занятость по компонентам (сезонность устранена), тыс. чел.**



**Рисунок 46. Уровень безработицы U5, U6 (сезонность устранена), %**



**Рисунок 47. Общая численность занятого населения и населения, работающего 31-40 часов в неделю (сезонность устранена), тыс. чел.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>20</sup> Критерием формальности в опросах Росстата является регистрация работодателя в качестве юридического лица. Таким образом, неформальная занятость в определении Росстата не тождественна теневой (скрытой).

О продолжающемся улучшении ситуации на рынке труда также говорят расширенные показатели безработицы<sup>21</sup>. Уровень показателя безработицы U5 в IV квартале прошлого года продолжил снижение, что свидетельствует о сокращении численности экономически неактивного населения, желающего выйти на работу (Рисунок 46). Уровень безработицы U6 также сократился: в IV квартале на 250 тыс. человек, работающих неполный рабочий день, стало меньше. Помимо этого в конце 2016 года резко возросла численность занятых, работающих 31-40 часов в неделю (Рисунок 47), что говорит о возвращении занятого населения к регулярной занятости в обычном режиме.

Наблюдавшееся в IV квартале фронтальное улучшение индикаторов занятости и снижение всех показателей безработицы является еще одним признаком оживления экономической активности, наблюдавшегося в конце прошлого года. Более интересным выглядит тот факт, что основная часть прироста занятости наблюдается на малых предприятиях, что свидетельствует о происходящих структурных изменениях в российской экономике.

Достаточно уверенный рост занятости и снижение показателей скрытой безработицы при ожидаемом снижении численности населения в трудоспособном возрасте может стать фактором сохранения текущих темпов роста заработных плат или даже их ускорения, что может привести к повышению инфляционного давления.

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

#### ***1.3.1. Глобальная экономика: мартовские заседания зарубежных центральных банков***

- Результаты мартовских заседаний ведущих зарубежных центральных банков не преподнесли сюрпризов для рынков – решения регуляторов были ожидаемы рынками.
- В Европе, Великобритании и Японии основные параметры проводимой денежно-кредитной политики остались неизменными. ФРС США повысила ставку на 0,25 б.п.
- Экономический рост в Китае остается высоким при важной поддержке со стороны инвестиций, а денежно-кредитная политика продолжает ужесточаться.

---

<sup>21</sup> В расчет показателя безработицы U5 входят полученная на основе ОНПЗ Росстата численность безработных и численность экономически неактивного населения, которая выразила желание работать.

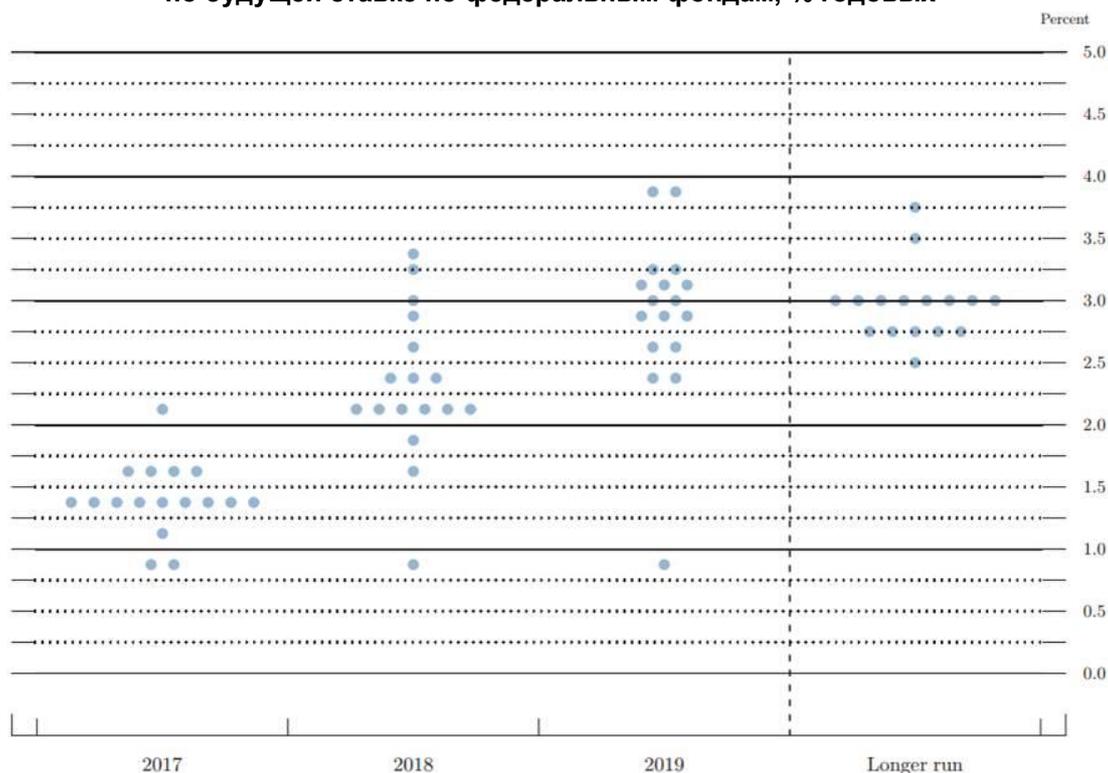
Показатель безработицы U6 включает показатель безработицы U5 и занятое население, работающее менее 30 часов в неделю.

### США: по три повышения ставки федеральных фондов в 2017 – 2018 годах

По итогам заседания Комитета по открытым рынкам (Federal Open Market Committee – FOMC), состоявшегося 14–15 марта, ставка по федеральным фондам ожидаемо была повышена на 25 базисных пунктов. Предшествующие решению по монетарной политике уверенные данные по рынку труда (+235 тыс. новых рабочих мест в феврале) и жесткая риторика официальных лиц регулятора полностью развеяли сомнения в продолжении нормализации политики в марте. По оценкам Bloomberg, уже за неделю до заседания рыночная вероятность повышения ставки закрепилась на уровне 100%. В результате рост ставок был полноценно заложен в динамику цен на финансовых и товарных рынках.

Если действия ФРС на предельно краткосрочном горизонте были ясны, то вопрос о темпах нормализации монетарной политики в США в среднесрочной перспективе остается открытым. Мартовский медианный прогноз членов FOMC предполагает еще два повышения ставки по федеральным фондам в 2017 году и последующие три повышения в 2018 году (Рисунок 48).

**Рисунок 48. Голоса членов Комитета по открытым рынкам ФРС США по будущей ставке по федеральным фондам, % годовых**



Источник: ФРС США.

Текущая макроэкономическая ситуация в США полностью соответствует ожиданиям членов FOMC или даже частично превосходит их. Так, регулятор оставил без изменений основные параметры декабрьского макроэкономического прогноза: в долгосрочной перспективе регулятор ожидает рост ВВП на уровне 1,8% г/г, безработицу – на уровне 4,7%, инфляцию – на уровне 2,0%.

Что касается официальной риторики ФРС, то ее тон по итогам прошедшего заседания остался практически неизменным. FOMC намерен продолжить постепенное повышение ставки в случае, если ситуация в экономике будет развиваться в соответствии с официальным прогнозом. Вместе с тем, внимания в официальном заявлении заслуживает одно существенное дополнение в части инфляции. ФРС констатировала, что цель по инфляции рассматривается как симметричная. Это означает, что монетарные власти в разумных пределах допускают «перелет» инфляции. Таким образом, в ближайшее время рынку не стоит ожидать дальнейших, более агрессивных шагов по нормализации политики.

Одним из направлений нормализации, кроме повышения ключевой ставки, станет уменьшение объема государственного долга на балансе ФРС, который накопился по итогам действия программы количественного расширения. Стенограмма мартовского заседания показала, что регулятор может начать процесс уже к концу этого года, отменив или скорректировав политику реинвестирования средств от погашения облигаций.

### **Евროзона: ЕЦБ признал победу над рисками дефляции, но монетарная политика пока осталась неизменной**

Управляющий совет ЕЦБ на заседании 9 марта, как и ожидалось, сохранил основные параметры проводимой монетарной политики неизменными. Пресс-релиз по итогам заседания подтвердил намерение ЕЦБ «сохранить ключевые ставки на текущем или более низком уровне в течение продолжительного периода времени, в том числе и после окончания программы скупки активов». Однако во время пресс-конференции президент ЕЦБ М. Драги признал, что никто уже не ожидает, что может потребоваться дальнейшее снижение ключевых ставок.

На пресс-конференции М. Драги еще раз подтвердил оценку текущего ускорения инфляции как временного, обеспеченного удорожанием продовольствия и энергетики. Прогноз по ИПЦ был немного пересмотрен вверх, но только для 2017 года (Рисунок 49). Трендовая инфляция остается низкой, а без ее устойчивого ускорения ЕЦБ не начнет нормализацию политики. Кроме того, президент ЕЦБ признал уменьшение (но не исчезновение) понижательных рисков для динамики экономического роста. ВВП в III и IV кварталах 2016 года рос на 0,4% к/к, и опережающие индикаторы и опросы указывают на вероятное продолжение уверенного роста. В связи с этим прогноз ВВП был немного скорректирован вверх (Рисунок 49).

Рост оптимизма регулятора отразился и в том, что из пресс-релиза исчезли слова о намерении ЕЦБ «использовать в своей монетарной политике все имеющиеся у него инструменты». В подтверждение, механизм TLTRO 2, увеличивающий баланс ЕЦБ, не был продлен.

Рынки в целом оптимистично оценили итоги заседания ЕЦБ, несмотря на то, что основные параметры проводимой политики остались неизменными. Вероятность повышения ставки к июльскому заседанию ЕЦБ в 2018 году с начала марта

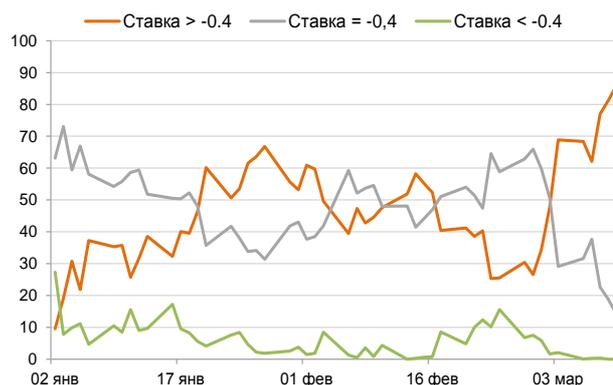
выросла с 34 до 86% (Рисунок 24). Однако более вероятен, на наш взгляд, сценарий сокращения объема покупок активов (tapering) в течение 2018 года и первое повышение ставки не ранее 2019 года. В начале апреля Марио Драги попытался сбить ожидания скорого разворота политики ЕЦБ, указав на отсутствие причин для центрального банка отклоняться от текущей направленности своей политики.

**Рисунок 49. Макроэкономические прогнозы ЕЦБ (март 2017 и декабрь 2016)**

	ВВП	Инфляция, % г/г	Безработица, %
2017	1,8	1,7	9,4
	1,7	1,3	9,5
2018	1,7	1,6	8,9
	1,6	1,5	9,1
2019	1,6	1,7	8,4
	1,6	1,7	8,7

Источник: ЕЦБ

**Рисунок 50. Вероятные значения ключевой ставки ЕЦБ ко второму полугодю 2018 года, %**



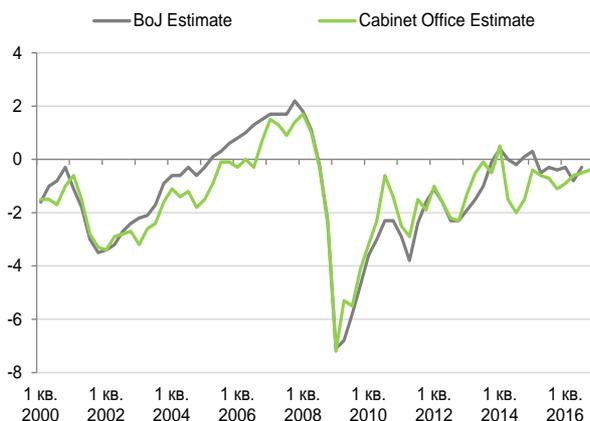
Источник: Bloomberg Finance L.P.

### Япония: не стоит ждать изменения ДКП в ближайшее время

На заседании по монетарной политике 15-16 марта 2017 года Банк Японии сохранил основные параметры денежно-кредитной политики неизменными в полном соответствии с консенсус-прогнозом аналитиков. Эксперты не ожидают никаких изменений в монетарной политике до конца 2017 года.

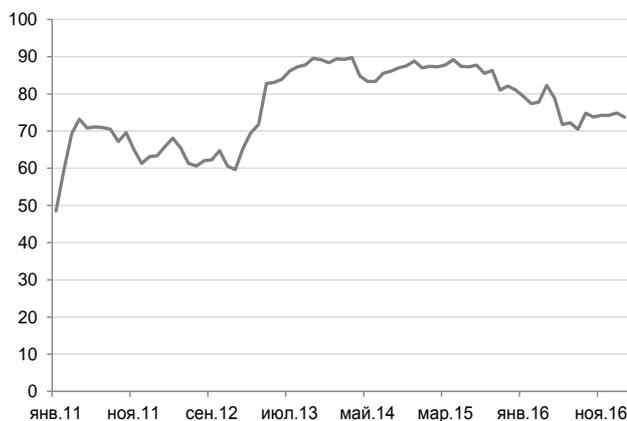
Во время пресс-конференции по итогам заседания глава Банка Японии, отвечая на вопросы, обозначил факторы, которые могут заставить пересмотреть уровень ставки, на котором таргетируется доходность 10-летних гособлигаций. Среди них только внутренние факторы, способные повлиять на динамику среднесрочной инфляции: разрыв выпуска, инфляционные ожидания, общие экономические условия. Текущие оценки разрыва выпуска оценивают его в  $-0,4\% \text{ ВВП}$  по состоянию на конец IV квартала 2016 года (Рисунок 51). По оценкам, потребуется как минимум два года роста выше потенциала ( $\sim 0,8\%$ ), чтобы разрыв закрылся, начав создавать инфляционное давление. Инфляционные ожидания в последние два года устойчиво снижаются, осложняя перспективы ускорения инфляции (Рисунок 52). В связи с этим изменение таргетируемой доходности маловероятно в течение ближайших одного-двух лет.

**Рисунок 51. Динамика оценок разрыва выпуска, % потенциального ВВП**



Источник: Japan Macro Advisors.

**Рисунок 52. Динамика доли населения, ожидающего роста цен, %**



Источник: Japan Macro Advisors.

### **Великобритания: более жесткий тон пресс-релиза вряд ли приведет к ужесточению политики в ближайшее время**

Банк Англии не изменил основные параметры проводимой денежно-кредитной политики по итогам мартовского заседания. Однако один член комитета проголосовал за ужесточение политики, ссылаясь на быстрое ускорение инфляции (Рисунок 53). Кроме того, оговорка пресс-релиза о существовании лимита для ускорения инфляции не позволяет исключать вероятность ужесточения политики.

В февральском квартальном отчете по инфляции Банк Англии прогнозировал рост экономики в 2017 году на 2% г/г после 1,8% г/г в 2016 году. Однако последние статистические данные и динамика опережающих индикаторов говорят скорее о грядущем замедлении экономической активности. Так, возобновление роста розничных продаж в феврале оказалось недостаточным, чтобы отыграть сокращение предыдущих трех месяцев. Кроме того, ускорение инфляции до уровней, превышающих темпы индексации зарплат, ставят устойчивость февральского роста потребительского спроса под сомнение. Так, ожидания домохозяйств относительно финансового положения в течение ближайшего года в марте значительно ухудшились. Более того, замедление в PMI указывает на вероятное продолжение замедления роста промышленности (Рисунок 54). В результате, февральская оценка динамики ВВП NIESR опустилась до +0,6% 3м/3м после +0,8% 3м/3м в январе 2017 года. В связи с этим, несмотря на быстрое ускорение инфляции и более жесткий тон комментариев со стороны Банка Англии, повышение ставки в ближайшее время маловероятно.

**Рисунок 53. Динамика потребительской инфляции, % г/г.**

Источник: Office for National Statistics.

**Рисунок 54. Динамика розничных продаж, 2013=100 (сезонность исключена)**

Источник: Office for National Statistics.

### Китай: экономика в хорошем тонусе

Макростатистика за январь–февраль<sup>22</sup> указывает на сохранение высоких темпов роста китайской экономики при важной поддержке со стороны динамики инвестиционной активности. Рост промышленного производства ускорился до 6,3% г/г (6,0% г/г в декабре) (Рисунок 55). Темп роста розничных продаж замедлился до 9,5% г/г (10,9% г/г в декабре), но, по оценкам Mizuho, это в значительной мере объясняется разовыми факторами, в частности возросшим спросом населения на зарубежные поездки. В целом, по оценкам Bloomberg и Capital Economics, рост ВВП Китая в январе–феврале замедлился, но уступает уровню IV квартала 2016 года только 0,1–0,2 п.п. Мартовские PMI указывают на сохранение в целом данной тенденции (Рисунок 56).

Относительно высокий, превышающий ожидания аналитиков рост китайской экономики в начале года в значительной степени обязан восстановлению роста инвестиций (Рисунок 57). Важным драйвером остаются инвестиции в инфраструктуру, прежде всего государственные. При этом растет вклад со стороны частных инвестиций, восстановление которых может объясняться увеличением как возможностей корпораций на фоне роста прибыли, так и желанием инвестировать в условиях улучшения состояния экономики. Данные по экспорту и импорту также указывают на сильный внешний и внутренний спрос (Рисунок 58).

В рамках прошедшего в марте Национального народного конгресса власти озвучили цель по экономическому росту на 2017 год как «около 6,5%». Состояние китайской экономики в начале года позволяет предположить возможность достижения цели без дополнительных стимулирующих мер. Цель по бюджетному дефициту осталась на уровне 3% ВВП. Однако с учетом особенности формирования бюджета в Китае (тесное переплетение доходной части и источников финансирования де-

<sup>22</sup> Из-за плавающих дат Китайского Нового года Национальное бюро статистики Китая традиционно выпускает большую часть макростатистики за январь–февраль в целом.

фицита и большой объем внебюджетных ресурсов) бюджетная политика может быть ослаблена в рамках данного таргета.

**Рисунок 55. Промышленное производство, розничные продажи и оценки Bloomberg роста ВВП Китая, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 57. Темпы роста инвестиций в основной капитал по видам собственности, % г/г**



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

**Рисунок 56. PMI официальный и Caixin в обработке и прочих секторах, пункты**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 58. Экспорт, импорт и торговый баланс в Китае**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Народный банк Китая (НБК) продолжил ужесточать денежно-кредитную политику. В марте, помимо уже привычного сокращения объемов предоставления ликвидности<sup>23</sup> и смещения срочности инструментов в пользу более длинных, НБК возобновил повышение процентных ставок. Ставки по основным инструментам предоставления ликвидности были повышены на 0,1–0,2 п.п. (Рисунок 59), в том числе де-факто ключевая ставка НБК по 7-дневному обратному репо.

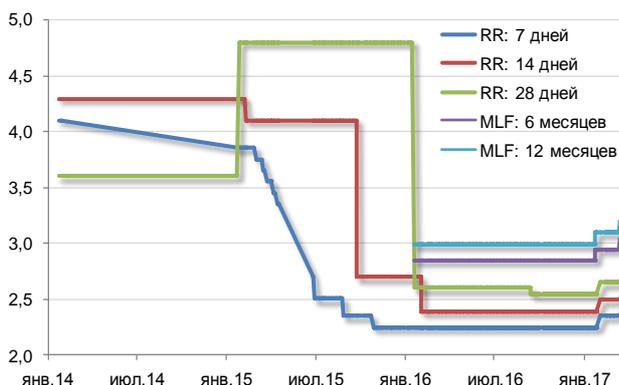
В своем пресс-релизе НБК в качестве причин повышения ставок отметил в том числе риски растущей инфляции, рост кредитной нагрузки в экономике и перегрев жилищного рынка, но, вероятно, основной причиной является контроль за обменным курсом юаня и оттоком капитала вследствие повышения ставки ФРС. Это схо-

<sup>23</sup> Основной инструмент регулирования ставок в экономике, что отличает НБК от большинства других национальных банков.

дится с задачей поддержания позиции юаня в мировой платежной системе, которая озвучена НБК в качестве одной из его основных целей.

Учитывая снижение рисков замедления роста экономики, повышение процентных ставок по инструментам НБК может продолжиться. На это, в частности, указывают ставки межбанковского рынка Shibor: 3-месячная ставка только с начала года прибавила более 1 п.п. и продолжает расти.

**Рисунок 59. Ставки НБК по операциям обратного РЕПО (RR) и среднесрочным операциям предоставления ликвидности (MLF), %**



Источники: CEIC, MNI.

**Рисунок 60. Золотовалютные резервы и валютные интервенции НБК**



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

В феврале возобновился приток капитала и операции НБК по покупке валюты. Вопреки прогнозам аналитиков золотовалютные резервы НБК снова оказались выше отметки 3 трлн долл. США: по нашим оценкам, на фоне отрицательной курсовой переоценки валютные интервенции НБК оказались положительными (Рисунок 60). По оценкам Capital Economics, впервые за три года был зафиксирован приток капитала в страну. Это является следствием как благоприятной ситуации в экономике, в том числе стабилизации обменного курса юаня, так и принятых властями мер по контролю за потоками капитала.

### 1.3.2. Ралли на рынках развивающихся стран

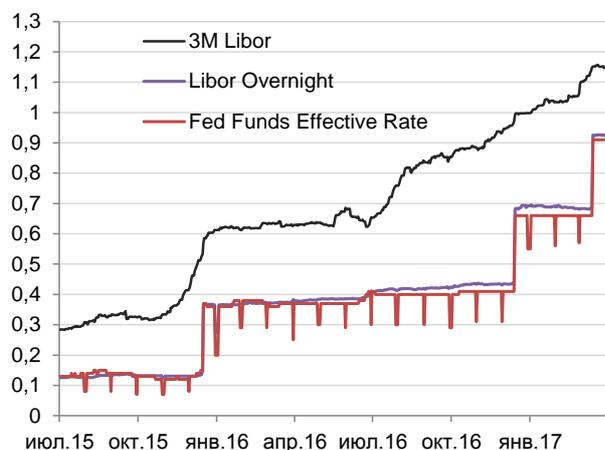
- ФРС США словесными интервенциями до заседания скорректировала рыночные ожидания и повысила ключевую ставку до 0,75–1,0% годовых, что стало ожидаемым решением.
- Неизменность ожиданий ФРС относительно количества новых повышений ставки до конца этого года вместе с ростом вероятности повышения ставки ЕЦБ привели к ослаблению доллара США.
- Повышение прогноза по суверенному рейтингу РФ агентством S&P максимально приближает РФ к возвращению в когорту стран с инвестиционным уровнем рейтинга.

- Решение Банка России о снижении ключевой ставки вызвало небольшое снижение доходностей ОФЗ.

## Глобальные рынки

Основным событием месяца, задавшим тон динамике финансовых рынков, стало заседание ФРС США. В конце февраля – начале марта представители ФРС сделали несколько достаточно жестких заявлений, что привело к быстрому росту уверенности участников рынка в повышении ставки уже в марте. На этом фоне доллар США укрепился к основным валютам как развитых, так и развивающихся стран.

Рисунок 61. Долларовая ставка LIBOR, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 62. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В итоге решение о повышении было принято (Рисунок 61), но ожидаемая ФРС динамика ставок до конца года не изменилась. Многие участники рынка опасались, что регулятор пересмотрит ожидания с трех повышений на четыре. Это вызвало бурную реакцию, прежде всего на валютном (Рисунок 63) и облигационном (Рисунок 62) рынках. По итогам второй половины марта доллар ослабился практически ко всем основным мировым валютам как развитых, так и развивающихся стран. Помог ему в этом и ЕЦБ, по итогам мартовского заседания которого стали укрепляться ожидания повышения ставки ЕЦБ уже в конце этого года.

Март в целом оказался очень благоприятным месяцем для активов развивающихся стран. Практически все валюты крупных развивающихся стран выросли по отношению к доллару, а доходности гособлигаций в национальной валюте снизились. Не в последнюю очередь этому способствовало продолжение притока капитала (Рисунок 64), который уже полностью отыграл падение, последовавшее за итогами выборов президента США в ноябре 2016 года.

Ралли на рынке акций США, которое подпитывалось ожиданиями быстрой реализации планов нового президента США, приостановилось после того, как

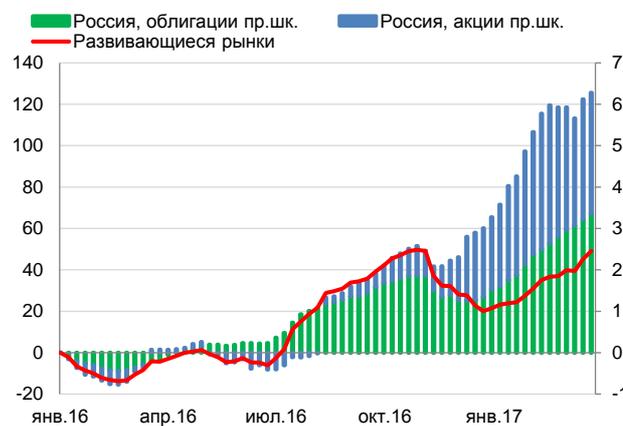
Д. Трамп не смог заручиться поддержкой законодателей по отмене закона о здравоохранении, принятого при прежней администрации.

**Рисунок 63. Динамика курсов валют**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 64. Притоки средств в инвестиционные фонды, накопленным итогом с начала 2016 года, млрд долл. США**



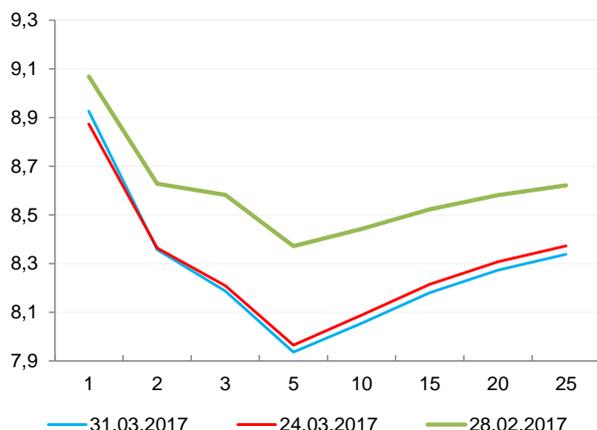
Источник: Bloomberg Finance L.P.

## Российские рынки

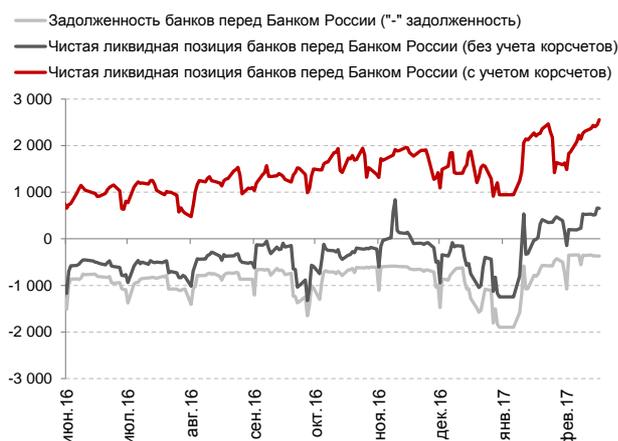
Российский финансовый рынок отреагировал на решение Банка России о снижении ключевой ставки на 25 б.п. одновременным ростом курса рубля и рынка облигаций.

Снижение доходностей ОФЗ вдоль всей кривой в марте составило 30–40 б.п., что сопоставимо с динамикой доходностей государственных облигаций в Мексике, Польше, Перу и других развивающихся странах. Приток капитала в российские фонды с начала года укладывается в общую для всех развивающихся стран тенденцию и обеспечивает позитивную динамику рынка облигаций.

Еще одним важным событием стал пересмотр рейтинговым агентством S&P прогноза по суверенному рейтингу РФ до позитивного. Напомним, что в сентябре прогноз уже улучшился с негативного до нейтрального. Рейтинг РФ от S&P на одну ступень ниже инвестиционной категории. Позитивный прогноз означает высокий шанс повышения рейтинга с BB+ до BBV-, что позволит вернуть общий рейтинг РФ в ранг инвестиционного, учитывая текущий инвестиционный рейтинг от Fitch. Такое действие агентства может открыть российский рынок дополнительной категории иностранных инвесторов, инвестиции которых ограничены только рейтингами инвестиционного уровня. При прочих равных условиях это может создать дополнительный приток портфельных инвестиций на облигационный рынок.

**Рисунок 65. Кривая доходности ОФЗ, %**

Источник: Московская Биржа.

**Рисунок 67. Динамика чистой ликвидной позиции банков перед Банком России, млрд руб.**

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 66. Динамика доходности рублевых облигаций, %**

Источник: Cbonds.

**Рисунок 68. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**

Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

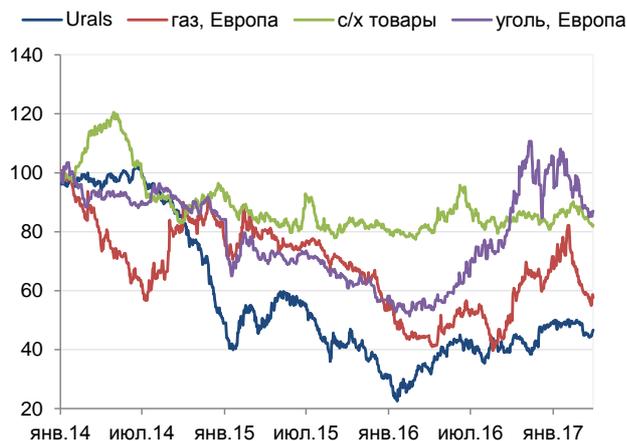
### 1.3.3. Товарные рынки: насколько устойчив рост добычи сланцевой нефти?

- Снижение нефтяных цен в марте связано с возобновившимся ростом запасов нефти в США, что вызвано в основном активизацией импорта...
- ... из-за продажи запасов нефти Саудовской Аравией и Ираном, эффект от которой равноценен снижению общей по ОПЕК степени следования квотам по добыче в январе с 90% до 45%.
- За последние 9 месяцев прогноз Минэнерго США добычи нефти в США повышен более чем на 1 млн барр. в день, и мы видим как потенциал для дальнейшего повышения прогноза...

- ... так и препятствия для сохранения высоких темпов роста добычи на протяжении длительного периода из-за циклического роста цены отсечения.
- Добыча сланцевой нефти на основных месторождениях США в среднем прибыльна при цене нефти WTI около 50 долл./барр., а для существенного роста добычи требуется цена 55-60 долл./барр ...
- ... но восстановление нефтяных цен будет сдерживать ожидаемый значительный рост добычи на традиционных месторождениях, прежде всего, Ближнего Востока.

За март цены большинства товаров и металлов уменьшились, в том числе нефтяные цены снизились на 5% (Рисунок 69, Рисунок 70). Индекс сырьевых товаров Bloomberg потерял 3%.

**Рисунок 69. Цены на основные товары  
(январь 2014 года = 100)**



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

**Рисунок 70. Цены на основные металлы  
(январь 2014 года = 100)**



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

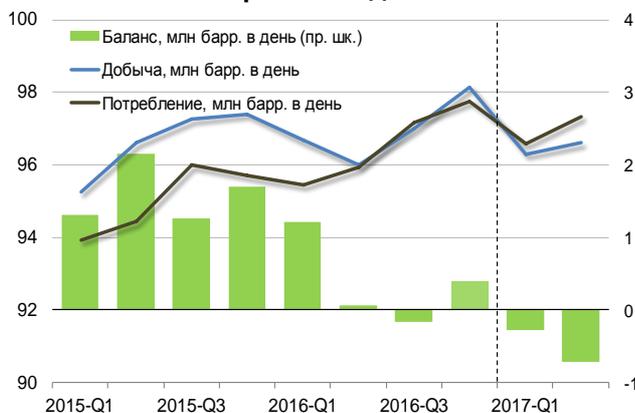
Международное энергетическое агентство (МЭА) и Минэнерго США (EIA) в мартовских отчетах ухудшили прогноз динамики спроса и предложения на рынке жидкого топлива. МЭА снизило оценку дефицита за первое полугодие 2017 года на 0,1 млн, до 0,5 млн барр. в день, отметив слабый спрос в I квартале и значительный рост запасов в странах ОЭСР в январе (Рисунок 71). Вместе с тем МЭА сдерживало «медвежьи» настроения, предложив инвесторам «набраться терпения».

Большое давление на нефтяные цены оказывает продолжающийся рост запасов нефти в США (Рисунок 72). Основная причина в высоком объеме импорта нефти: пройдя локальное «дно» в середине февраля, он возобновил рост (Рисунок 73).

Причиной такой динамики могут быть действия Саудовской Аравии и Ирана. С одной стороны, они являются лидерами по сокращению добычи, удерживая ее ниже, чем предусмотрено квотой (Рисунок 74). По оценкам, основанным на данных

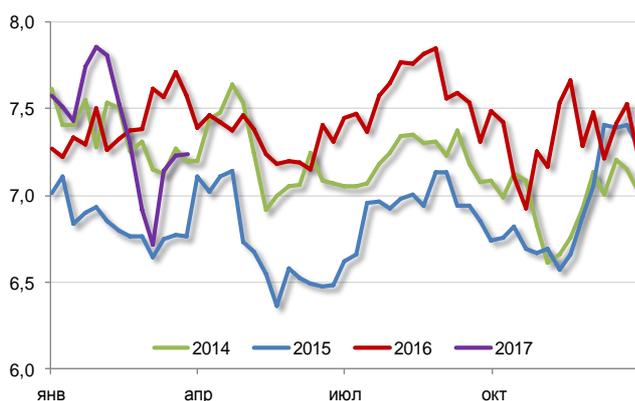
Bloomberg, в марте степень следования квотам в целом по странам ОПЕК, на которые они распространены, осталась около 90%<sup>24</sup>.

**Рисунок 71. Оценки МЭА основных показателей рынка жидкого топлива**



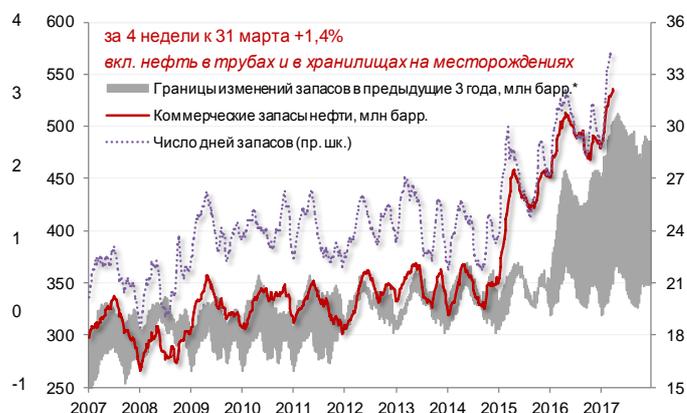
Источник: МЭА.

**Рисунок 73. 4-недельная средняя величина чистого импорта нефти в США, млн барр. в день**



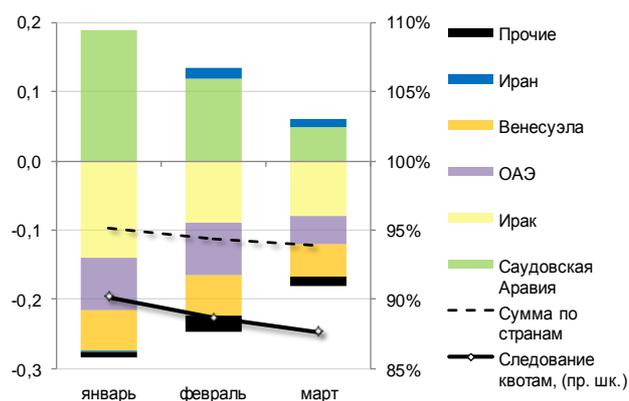
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

**Рисунок 72. Коммерческие запасы нефти в США**



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

**Рисунок 74. Отклонение добычи стран ОПЕК<sup>25</sup> от своих квот (“+” показывает сокращение добычи сверх требуемого) (млн барр. в день)**



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

С другой стороны, Саудовская Аравия, по данным JODI, и Иран, по данным Bloomberg, активно сокращают запасы: с начала 2016 года вклад этого фактора со стороны двух стран в рост мирового предложения нефти в среднем составил 0,22 млн барр. в день, а в январе 2017 года увеличился до 0,55 млн барр. в день (Рисунок 75). По совокупности двух факторов (динамика добычи и запасов) степень следования соглашению по сокращению добычи по ОПЕК в январе снижается с 90 до 45%<sup>26</sup>. Дальнейшие подобные действия могут значительно замедлить процесс сокращения запасов нефти в мире и оказать новое давление на нефтяные цены.

<sup>24</sup> С учетом Ливии и Нигерии, на которые не распространены квоты, в марте степень следования квотам выросла до 86% (в январе и феврале 73 и 66% соответственно) из-за новых перебоев поставок.

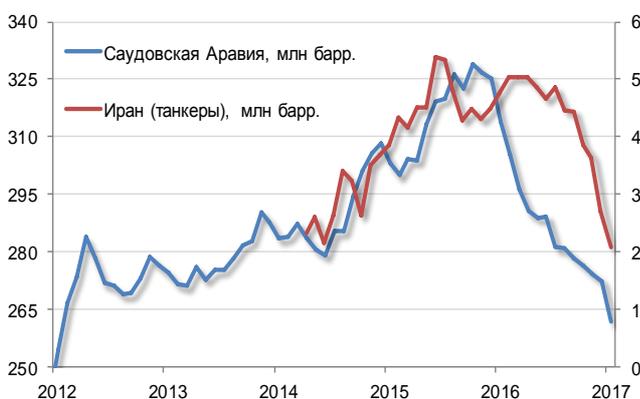
<sup>25</sup> Учитываются страны, на которые распространены квоты (не включены Ливия и Нигерия).

<sup>26</sup> По данным JODI, динамика запасов нефти в других странах ОПЕК в январе была слабой.

Россия в марте сократила добычу нефти на 0,06 млн барр. в день, строго следуя графику выхода на сокращение в 0,3 млн барр. в день, предусмотренное квотой. Достижение этой величины ожидается во второй половине апреля.

Давление на нефтяные цены продолжает оказывать добыча нефти в США, которая, исходя из недельных данных, выросла с начала года уже на 0,38 млн барр. в день. Сравнение прогнозов EIA позволяет увидеть, что за последние девять месяцев траектория динамики добычи в США на 2017 год была повышена более чем на 1 млн барр. в день, и мы видим потенциал для дальнейшего ее роста (Рисунок 76).

**Рисунок 75. Запасы нефти в Саудовской Аравии, а также в Иране в танкерах, млн барр.**



Источники: Bloomberg Finance L.P., JODI.

**Рисунок 76. Фактическая добыча нефти в США и динамика прогнозов EIA на 2017 год**



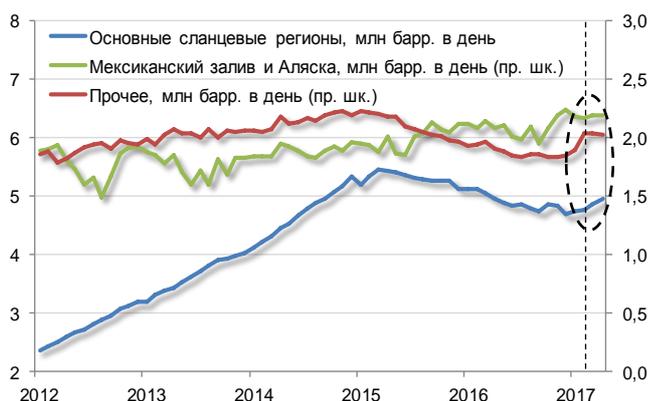
Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA, расчеты ДИП.

Вместе с тем мы по-прежнему видим препятствия для сохранения высоких темпов роста добычи на протяжении длительного периода, а также у нас вызывает вопросы природа и устойчивость уже произошедшего роста добычи. В разбивке добываемой нефти по видам месторождений можно отметить, что основной рост в феврале пришелся на месторождения, которые EIA не относит ни к основным традиционным (Мексиканский залив, Аляска), ни к основным сланцевым регионам, и по которым имеется мало информации (Рисунок 77). Высокая корреляция с динамикой добычи нефти в основных сланцевых регионах позволяет предположить, что большая часть добываемой там нефти – сланцевая. Также можно было бы предположить, что рост добычи был вызван ускоренной реакцией производителей на повышение нефтяных цен в конце сентября (лаг менее 5 месяцев) или вводом законсервированных месторождений. Однако столь резкая динамика, отличная от наблюдаемой на основных сланцевых месторождениях, вызывает вопросы относительно ее природы и устойчивости.

Также, по оценкам на основе данных EIA, в феврале выросла поддержка добыче со стороны использования законсервированных скважин. Большая их часть приходится на регионы Eagle Ford и Niobrara с высокой эффективностью добычи. Данная поддержка может сохраниться и увеличиться, но имеет неустойчивый характер.

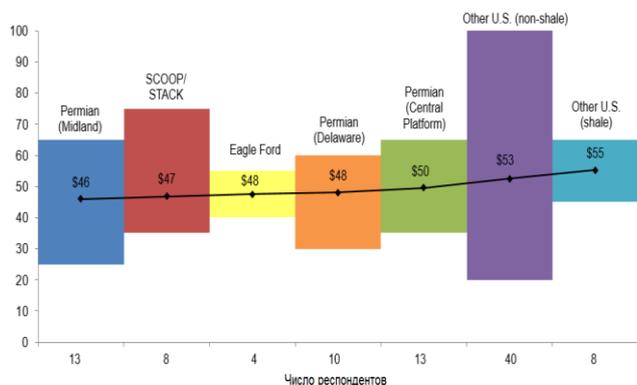
Кроме того, мы ожидаем рост давления на показатели эффективности и рентабельности добычи со стороны циклических факторов, которые способствовали снижению цены отсечения в последние годы. Так, оценки Rystad Energy на примере региона Permian показывают, что с I квартала 2017 года (после роста в 2014-2016 годах) начала снижаться доля лучших месторождений (50% месторождений с наибольшей рентабельностью) в общем объеме эксплуатируемых (Рисунок 78). Можно предполагать, что данная динамика продолжится в дальнейшем.

**Рисунок 77. Добыча нефти в США по видам месторождений, млн барр. в день**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 79. Цена нефти WTI (разброс и средняя), обеспечивающая прибыльность добычи в регионах США по оценкам компаний, долл./барр.**

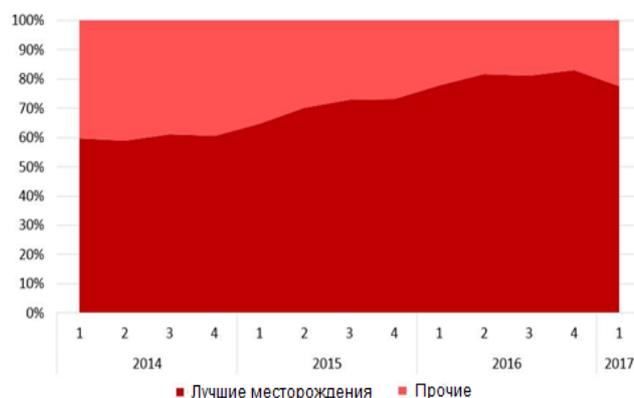


Источник: ФРБ Далласа.

Энергетический отчет ФРБ Далласа за I квартал 2017 года показывает продолжающийся рост деловой активности сланцевых компаний одиннадцатого округа США<sup>27</sup> по всем показателям, включая капитальные затраты, но с опережающим темпом для сервисных компаний. Это говорит о том, что значительная часть дополнительной выручки от роста нефтяных цен уходит сервисным компаниям. Опрошенные ФРБ Далласа добывающие компании ожидают роста расходов на бурение и введение месторождений в эксплуатацию в текущем году в среднем на 8–9%.

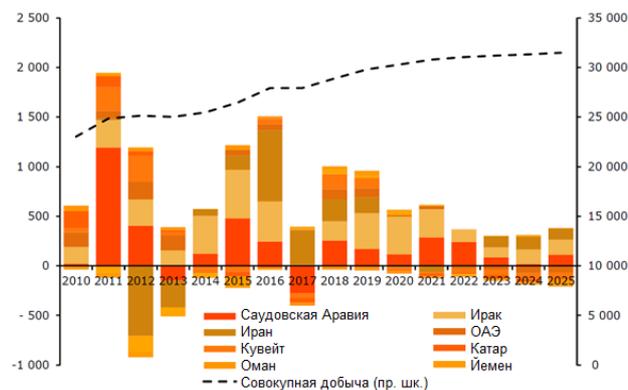
<sup>27</sup> К нему относятся основные нефтедобывающие регионы США с долей добычи в совокупной добыче сланцевой нефти США до 70%.

**Рисунок 78. Доля лучших и прочих сланцевых месторождений в общем объеме эксплуатируемых месторождений в регионе Permian**



Источник: Rystad Energy.

**Рисунок 80. Прогноз Rystad Energy роста добычи нефти в странах Ближнего Востока, тыс. барр. в день**



Источник: Rystad Energy.

Опрошенные компании также указывают на большой разброс цены нефти WTI, обеспечивающей прибыльность добычи, но в среднем она составляет порядка 50 долл./барр. (Рисунок 79). Представляется логичным предположить, что для существенного роста добычи нефти в США требуется цена нефти WTI 55–60 долл./барр. Это сходится с оценками Wood Mackenzie и МЭА и в целом соответствует цене нефти WTI, которую таргетирует ОПЕК и которая держалась на рынке в феврале.

Тем не менее нам представляется, что восстановление нефтяных цен в 2017–2019 годах будет сдерживать высокий потенциал роста добычи на традиционных месторождениях. По оценкам Rystad Energy, в 2018-2019 годах страны Ближнего Востока будут ежегодно увеличивать добычу на 1 млн барр. в день (Рисунок 80) благодаря большому числу разведанных в последние два десятилетия месторождений с ценой отсечения ниже 40 долл./барр. Вместе с ожидаемым ростом добычи в других странах, в том числе России, это должно компенсировать прогнозируемый международными агентствами рост спроса (ежегодно примерно 1,5 млн барр. в день).

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

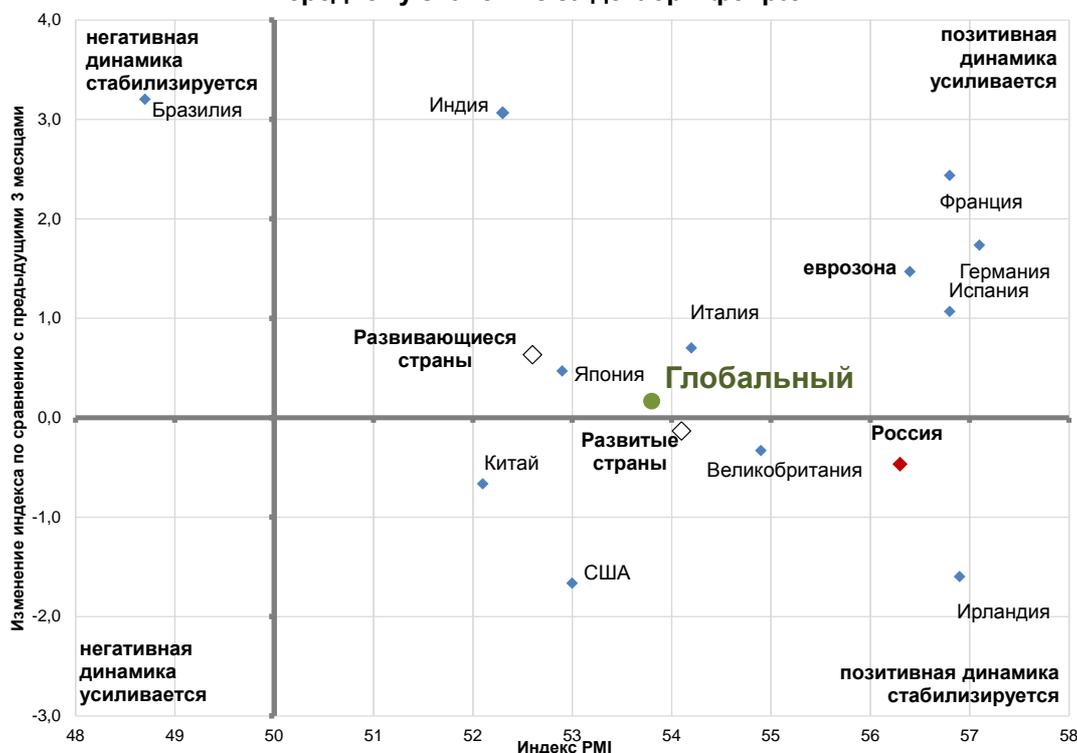
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Глобальные PMI: ускорение роста в развивающихся странах при неоднородной динамике в развитых

Данные по композитным индексам PMI за март 2017 года (Рисунок 81) указывают на небольшое ускорение роста мировой экономики, причем за счет улучшения ситуации в развивающихся странах.

Среди развитых стран наметилось достаточно сильное расхождение в динамике: ускорение роста частного сектора еврозоны и его замедление в США. Композитный индекс еврозоны вырос с 56 до 56,6пп – максимума за 71 месяц. Значительное улучшение рыночной конъюнктуры было отмечено как для обрабатывающих отраслей, так и для сектора услуг, и сопровождалось рекордным за последние десять лет расширением занятости. Оптимизм компаний поддерживает хорошая статистика новых заказов, в том числе и экспортных. Кроме того, компании продолжили отмечать нарастание инфляционного давления в закупочных ценах и, что самое главное для экономики еврозоны – переносить его на отпускные цены.

Рисунок 81. Динамика композитного индекса PMI за март и изменение к среднему значению за декабрь-февраль



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

PMI в США снизился с 54,1 до 53 пп, минимума за последние полгода. Замедление роста было характерно как для обрабатывающих отраслей, так и для сектора

услуг и, прежде всего, было связано с менее оптимистичной динамикой поступления новых заказов и сокращением количества незавершенных работ. Тем не менее, оптимизм компаний в марте даже вырос, что дает надежду на временный характер текущего замедления роста.

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

### 2.2.1. Перспективы роста ВВП остаются благоприятными

- Индексная оценка ВВП на I квартал 2017 год в марте была незначительно понижена до 0,5% к/к (с исключением сезонного фактора) с 0,6% к/к в феврале.
- Мартовская оценка на II квартал 2017 год составляет +0,6% к/к, на III квартал 2017 г. – +0,6% к/к (с устранением сезонности).
- Небольшое понижение наших оценок не связано с февральской макроэкономической статистикой, которую нельзя воспринимать как слабую с учетом поправки на календарный фактор.
- Скорее, модельные оценки ранее завышали динамику ВВП в ближайшие кварталы под влиянием оптимистичных значений опережающих индикаторов и теперь корректируются в сторону более реалистичных значений по мере поступления новых статистических данных.
- Представленные модельные оценки предполагают рост ВВП по итогам 2017 года на 2,0%.
- Результаты приведенных расчетов приблизительно соответствуют средней цене на нефть в 2017 году на уровне 50-51 долл./барр.
- Модельные оценки на 2017 год сопряжены с высокой неопределенностью и могут быть скорректированы по мере выхода новых краткосрочных статистических данных.

	Март 2017 года	Февраль 2017 года
	% к/к SA	% к/к SA
I квартал 2017 года	0,5	0,6
II квартал 2017 года	0,6	0,8
III квартал 2017 года	0,6	-

### 3. В фокусе.

#### **Факторы низкой продовольственной инфляции и их устойчивость**

- Основной вклад в замедление продовольственной инфляции в России внесла стабилизация цен в сельском хозяйстве...
- ... под воздействием благоприятных погодных условий, конъюнктуры мирового рынка и внутренней экономической ситуации...
- а также происходящих процессов импортозамещения.
- Однако недостаточный уровень технико-технологической модернизации и высокая зависимость сельского хозяйства от импорта материально-технических ресурсов ограничивают потенциал повышения конкурентоспособности отрасли, сохраняя также ее зависимость от курсовой динамики.
- В связи с этим наблюдаемое замедление продовольственной инфляции может быть неустойчивым.

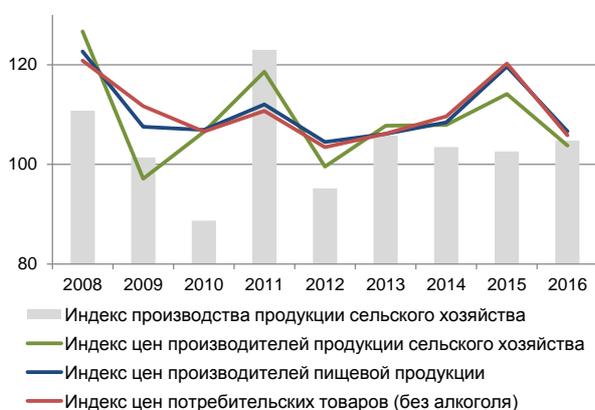
В 2016 году индекс потребительских цен на продовольственные товары (без учета алкогольных напитков) снизился до 104,3%, что стало наилучшим показателем с 2011 года (Рисунок 82). Основной вклад в замедление продовольственной инфляции внесла стабилизация цен в сельском хозяйстве на фоне устойчивого с 2013 года роста производства сельскохозяйственной продукции. При этом цены в перерабатывающей промышленности и рознице в последние годы росли опережающими темпами.

В 2016 году рост цен на агропродовольственные товары сдерживался в основном под влиянием краткосрочных факторов: благоприятных погодных условий, внутренней экономической ситуации, конъюнктуры мирового рынка. Среди факторов долгосрочного характера положительное влияние на стабилизацию цен оказало повышение конкурентоспособности пищевой продукции и снижение объемов импорта.

Одним из факторов умеренной динамики цен на сельхозпродукцию стало увеличение объемов производства продукции сельского хозяйства. За прошедшие два года производство в отрасли увеличивалось преимущественно за счет растениеводства, которому способствовали *благоприятные погодные условия*, позволившие достичь высоких показателей по урожайности (Рисунок 83).

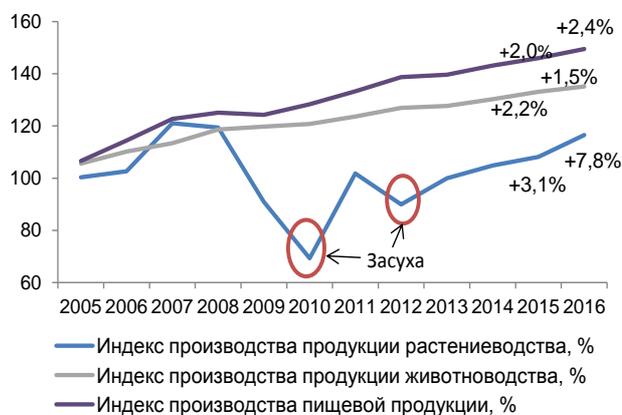
Сложившаяся в последние годы негативная *конъюнктура мирового рынка* также способствовала невысокому уровню цен на внутреннем рынке. Во второй половине 2016 года наметился рост мировых цен на отдельные виды продукции. По прогнозам ФАО–ОЭСР, эта тенденция сохранится и в 2017 году, но ее влияние на продовольственную инфляцию в России будет носить ограниченный характер (в основном через повышение цен на молочную продукцию).

**Рисунок 82. Динамика производства продукции сельского хозяйства и цен производителей с/х и пищевой продукции, потребительских цен, %**



Источник: Росстат.

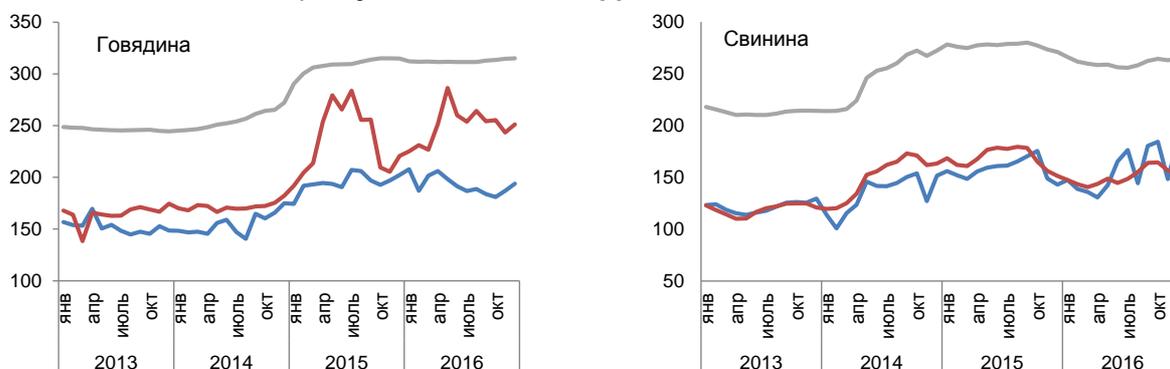
**Рисунок 83. Динамика производства продукции сельского хозяйства и пищевой промышленности**

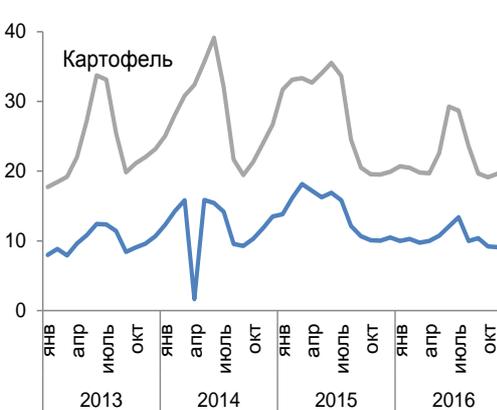
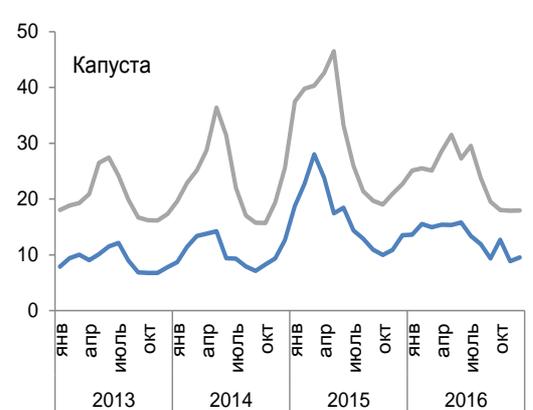
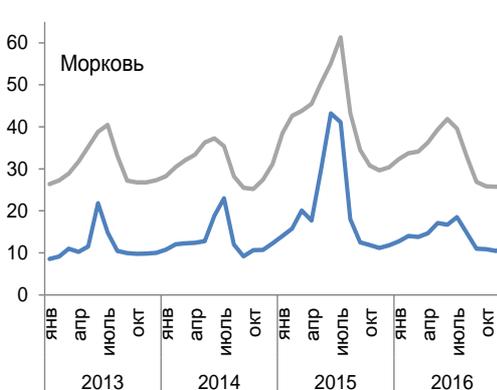
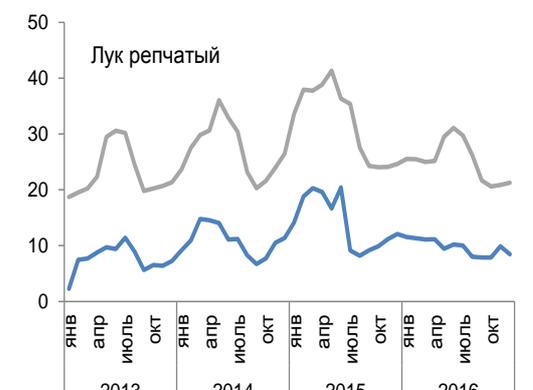
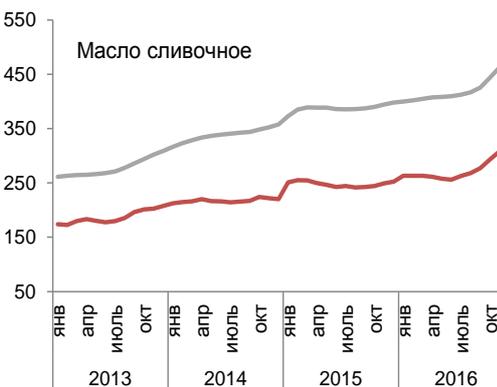
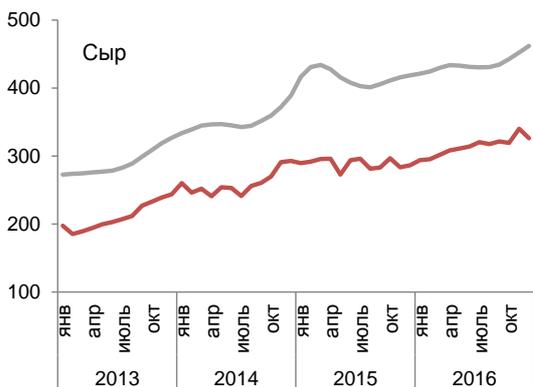
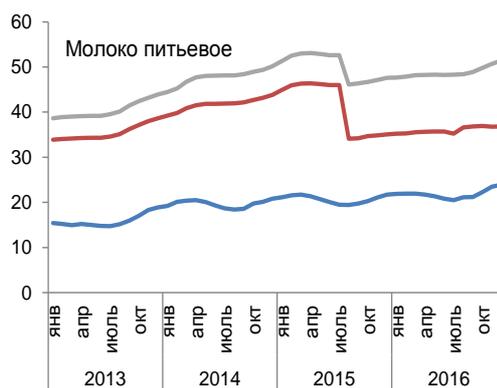
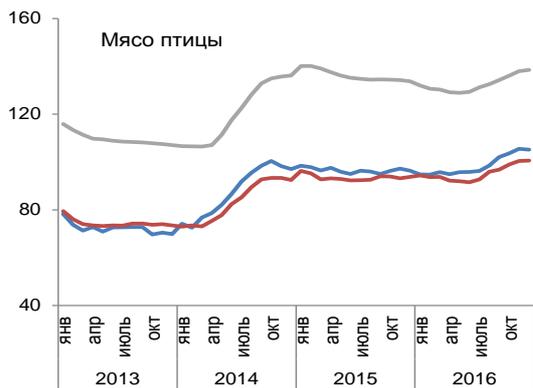


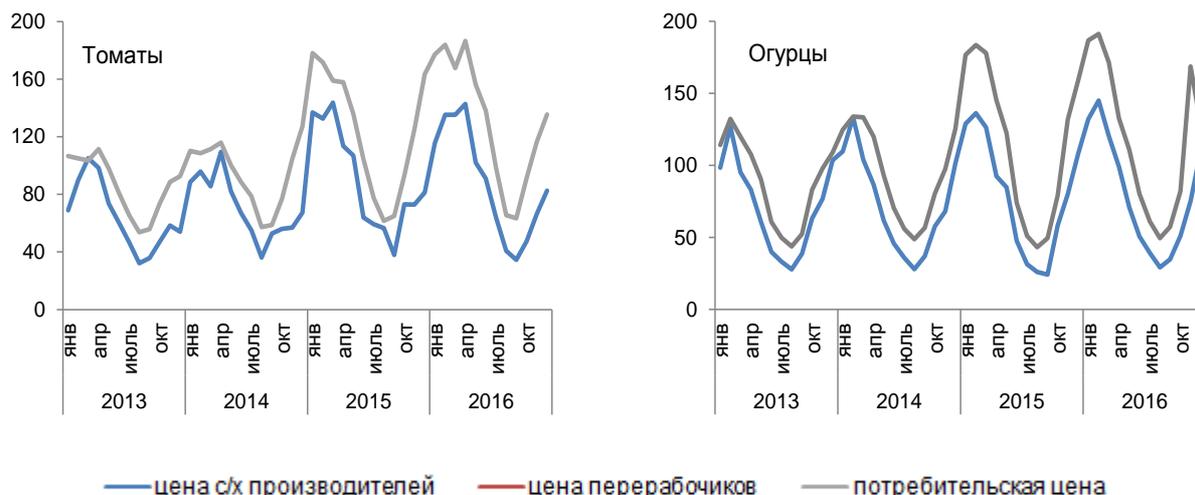
Источник: Росстат.

Одной из основных причин замедления роста цен на продовольственные товары в 2016 году стала их коррекция после резкого скачка в период введения контрсанкций и ослабления рубля (Рисунок 84). В 2015 году в результате ограничения импорта производители получили возможность повысить цены на свою продукцию. Это не только позволило компенсировать увеличение их издержек в связи повышением стоимости импортных компонентов на фоне ослабления рубля, но и способствовало росту прибыли. Однако в 2016 году покрывать рост себестоимости повышением цен не позволил ограниченный платежеспособный спрос, в результате запас финансовой прочности компаний сократился. В дальнейшем влияние фактора высокой доходности сельхозпроизводства как резерва для удержания цен в условиях ограниченных доходов населения будет снижаться. Поэтому в текущем году, скорее всего, следует ожидать постепенного выравнивания ценового диспаритета в сельском хозяйстве, возникшего после коррекции цен вниз в 2016 году.

**Рисунок 84. Сравнение цен у с/х производителей, переработчиков и потребительских цен (без учета сезонной корректировки), руб./кг**

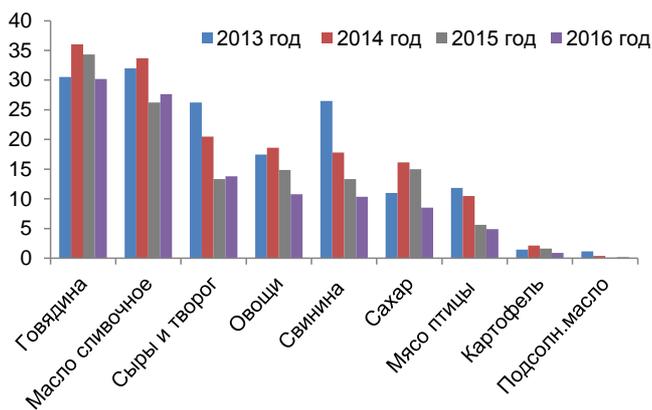






Источник: Росстат.

Рисунок 85. Доля импорта в видимом потреблении, %



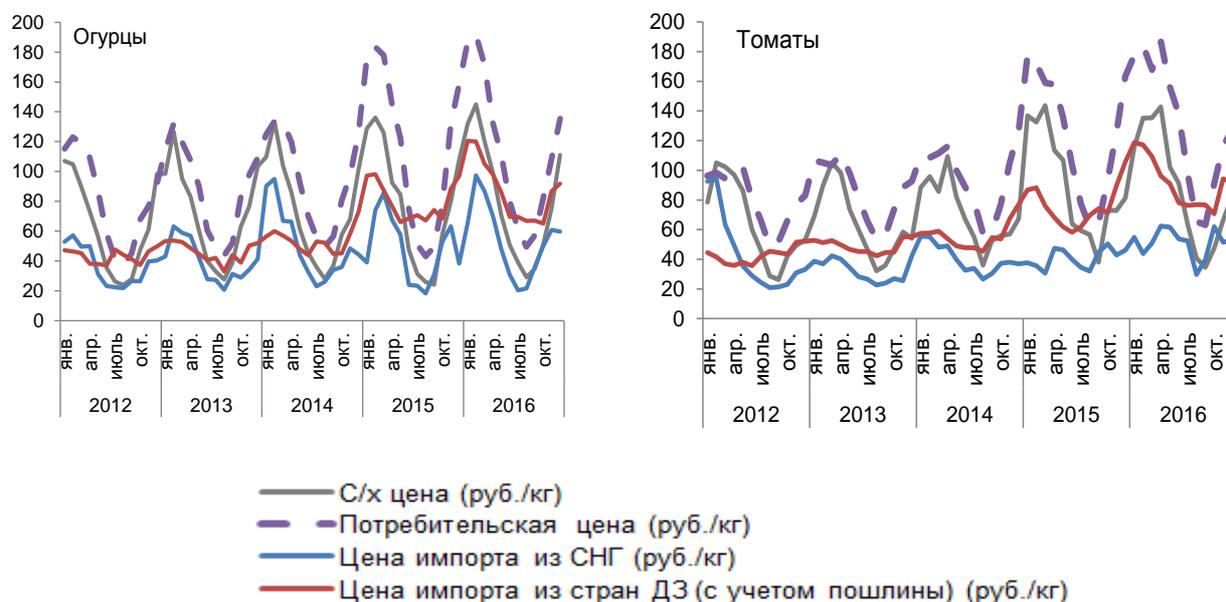
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Введение продовольственного эмбарго на фоне реализуемой государственной политики в отношении агропромышленного комплекса способствовало процессам *импортозамещения* в аграрном секторе. В 2015–2016 годы прослеживается тенденция снижения доли импорта в потреблении по большинству товаров (Рисунок 85), что благоприятно отразилось на стабилизации внутренних цен. Однако по ряду видов продукции (некоторые виды молочной продукции, тепличные овощи) возможности по созданию конкурентоспособных производств в необходимых объемах для замещения импорта ограничены (Рисунок 86).

По мере роста внутреннего производства агропродукции в рамках импортозамещения некоторые рынки продовольственных товаров начали приближаться к границе полной самообеспеченности (свинины, мяса птицы) (Рисунок 87). В условиях неразвитого экспорта этой продукции возник риск *перенасыщения рынков*, что

оказывало давление на продовольственную инфляцию в сторону снижения в 2016 году. Влияние этого фактора сохранится и в 2017 году.

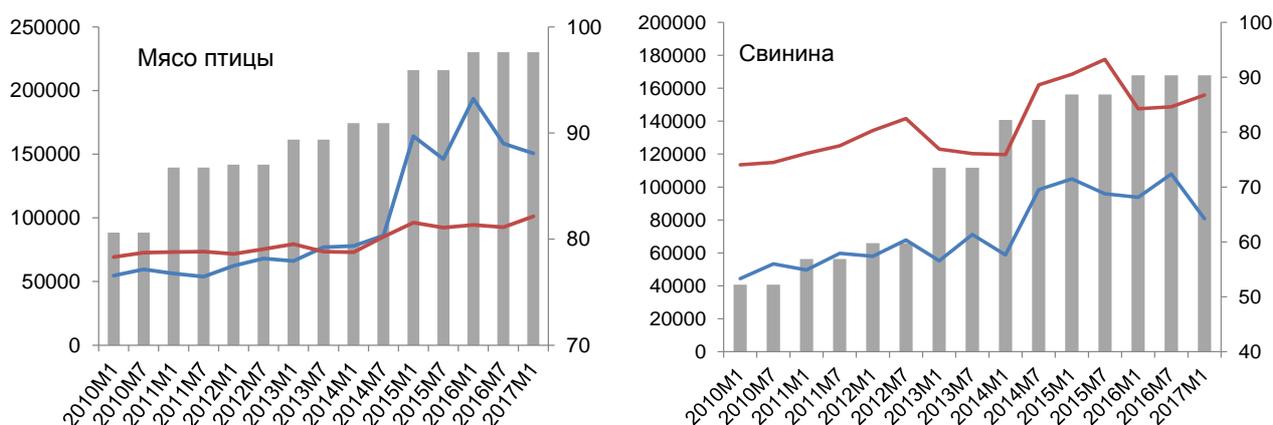
**Рисунок 86. Динамика внутренних и мировых цен на томаты и огурцы**

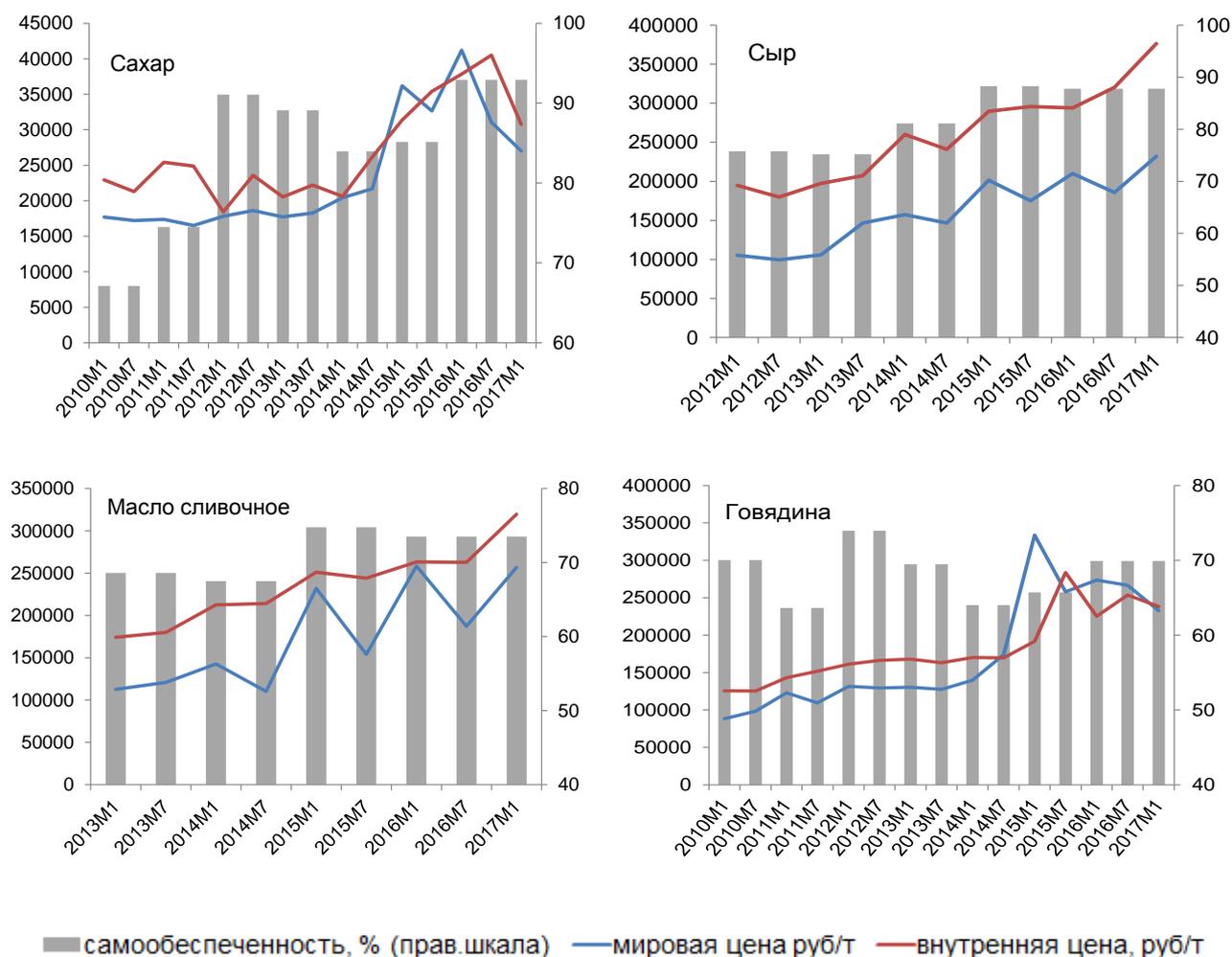


Источники: Росстат, ФТС, расчеты ДИП.

Недостаточное *развитие инфраструктуры и логистики* на продовольственных рынках создает высокие затраты в структуре себестоимости продукции. Однако строительство оптово-логистических центров в рамках государственной программы по развитию сельского хозяйства позволило увеличить сроки хранения овощной продукции и уже в 2016 году сгладить сезонные колебания цен на овощи открытого грунта (картофель, лук репчатый, капуста, морковь) (Рисунок 84).

**Рисунок 87. Динамика внутренней и мировой цен и самообеспеченность**





Источники: Росстат, ФТС, IMF, Global Dairy Trade, расчеты ДИП.

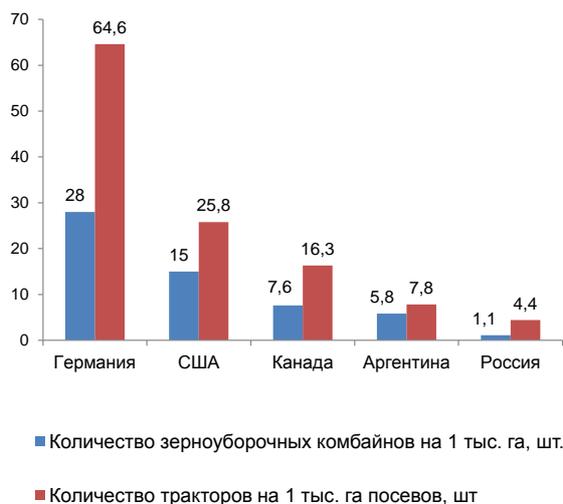
В предыдущие годы увеличение объемов производства в сельском хозяйстве происходило в основном за счет валовых показателей (поголовья и валовых сборов), в то время как эффективность производства росла медленно. В результате в отрасли сложился недостаточный уровень *технической и технологической модернизации*.

Низкие темпы развития технико-технологической модернизации сельского хозяйства ограничивают потенциал повышения конкурентоспособности отрасли и снижают устойчивость сельскохозяйственного производства к природно-климатическим условиям, что может приводить к существенным ценовым колебаниям на рынке агропродукции. Кроме того, сохраняющаяся зависимость сельского хозяйства от импорта техники, оборудования, средств защиты растений, семян и племенного материала предполагает существенное влияние на объемы производства и цены со стороны курсовой динамики.

Низкий уровень технической оснащенности объясняется высоким процентом устаревших машин и продолжающимся сокращением парка сельхозтехники, который значительно отстает от развитых стран (Рисунок 88, Рисунок 89). Сохраняется

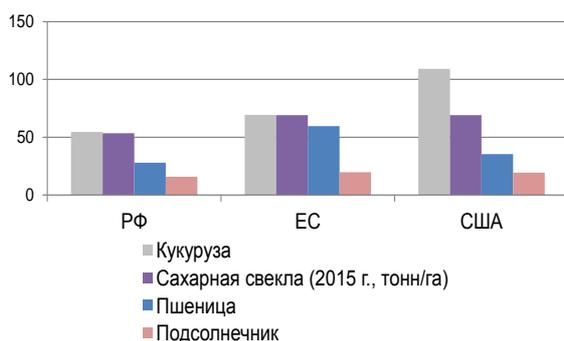
зависимость от использования некоторых видов зарубежной техники, которая обусловлена отсутствием российских аналогов или их несоответствием уровню западных технологий. Однако в последнее время в условиях принятых мер государственной поддержки отечественных производителей сельхозтехники такая зависимость в растениеводстве медленно снижается.

**Рисунок 88. Обеспеченность сельхозтехникой производителей разных стран (по состоянию на 2015 год)**



Источник: Ростсельмаш.

**Рисунок 90. Сравнение уровня урожайности основных культур в РФ с ЕС и США (по состоянию на 2016 год), центнеров с гектар**



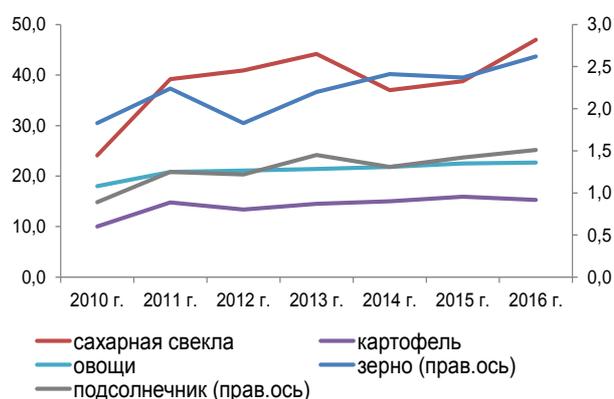
Источники: FAO–OECD, Ростсельмаш.

**Рисунок 89. Обеспеченность сельскохозяйственной техникой (штук на 1000 га посевов) и уровень энергетических мощностей**



Источник: Росстат.

**Рисунок 91. Динамика урожайности сельскохозяйственных культур в РФ в 2016 году, тонн с гектар**



Источники: Росстат.

Внедрение интенсивных технологий повышения урожайности сельскохозяйственных культур (мелиорация земель, внесение минеральных удобрений, исполь-

зование высокоурожайных семян и др.) отстает от показателей ведущих аграрных стран (Рисунок 90) в силу различных причин (высокие цены на минеральные удобрения, зависимость от импортных семян и др.). Тем не менее, в отраслях с продукцией конкурентоспособной на внутреннем и внешнем рынках (зерновые, масличные, сахарная свекла) наблюдается постепенный рост урожайности (Рисунок 91).

В животноводстве ключевые факторы интенсивного производства связаны с развитием кормового производства и генетики. Хотя в последние годы удалось добиться значительных успехов по снижению зависимости от импорта комбикормов и премиксов, доля импортного племенного материала остается высокой.

Таким образом, наблюдаемое замедление роста цен на продовольствие может быть неустойчивым. В 2017 году основным риском для повышенного инфляционного давления со стороны продовольственных товаров может являться исчерпание сложившихся в последний год факторов низкой продовольственной инфляции, имеющих преимущественно краткосрочный характер. В то же время, структурные преобразования в отрасли, направленные на повышение эффективности производства и имеющие долгосрочный эффект на уровень цен, пока еще не столь значительны.

## 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