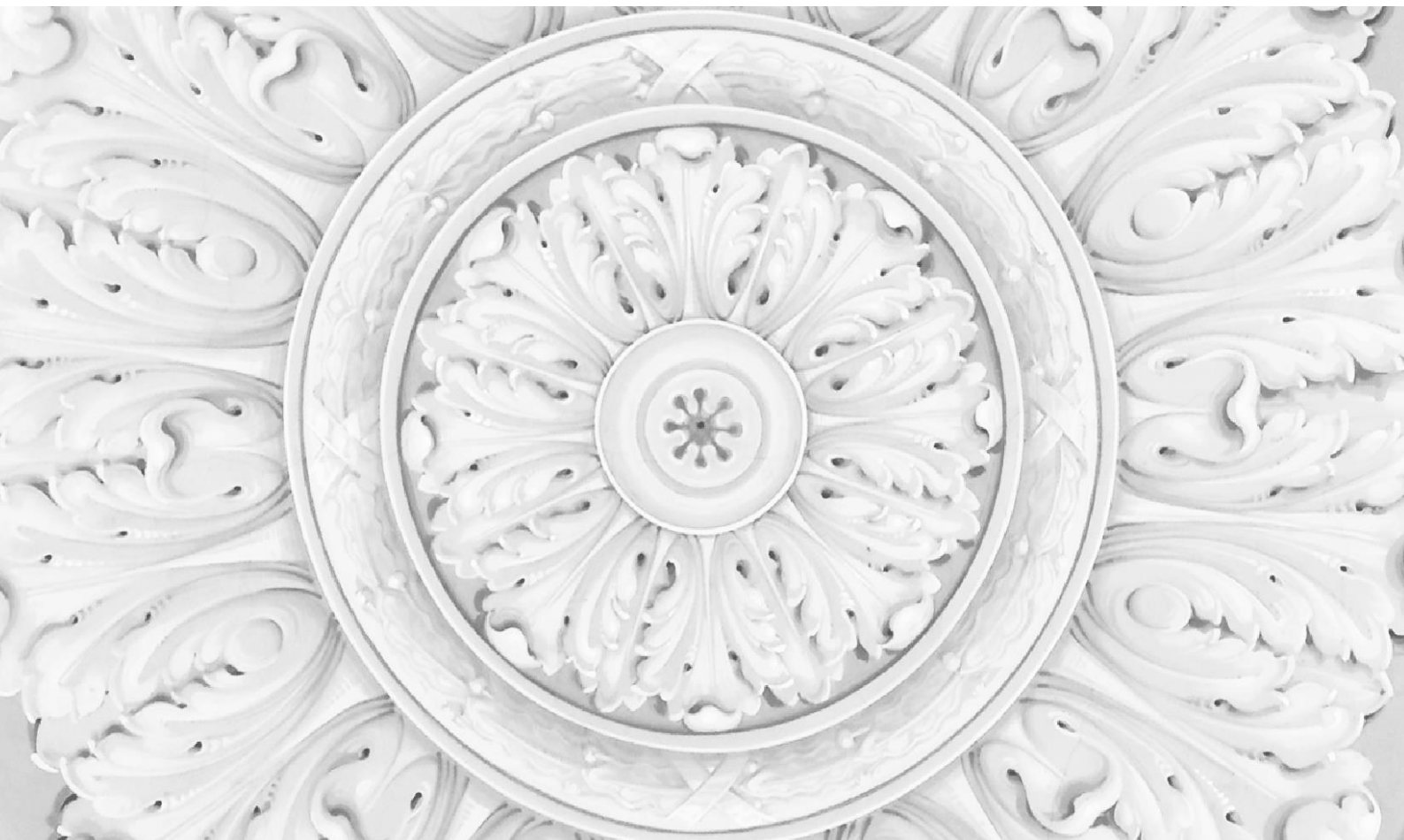




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Октябрь 2017

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 7 (19)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 16.10.17.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	4
1.1. Инфляция	4
1.1.1. Сезонно сглаженный рост цен ускорился, оставаясь в рамках прогноза по инфляции	4
1.1.2. Трендовая инфляция продолжает медленное снижение	7
1.1.3. Ценовые индексы PMI: инфляционное давление постепенно повышается	8
1.2. Экономическая динамика	9
1.2.1. Рост ВВП во II квартале: спасибо инвестициям	10
1.2.2. При низкой инфляции уменьшение рентабельности совместимо с финансовой устойчивостью	13
1.2.3. Рост обрабатывающей промышленности становится все более сбалансированным	14
1.2.4. Промышленное производство в сентябре: устойчивый рост в обработке	18
1.2.5. Розница набирает обороты	19
1.2.6. Безработица продолжает оставаться вблизи равновесного уровня	21
1.2.7. PMI в сентябре: уверенное завершение III квартала	23
1.2.8. Рынок новых автомобилей: рост ускоряется	24
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	27
1.3.1. ФРС США скорее всего повысит ставку на заседании в декабре	27
1.3.2. Доходности ОФЗ вернулись в 2013 год	35
1.3.3. Цена нефти растет благодаря фундаментальным и временным факторам	38
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	43
2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	43
2.1.1. Индексная оценка ВВП: экономика закрепилась на траектории устойчивого роста	43
2.1.2. Аналитики уверены в поддержании инфляции вблизи 4% на среднесрочном горизонте	43
3. В Фокусе. О вкладе валютного курса в замедление инфляции: результаты эконометрического анализа	46

Краткое содержание

1. Итоги

- Инфляция в сентябре замедлилась до постсоветского минимума, придав новый импульс снижению инфляционных ожиданий ближе к 4%. Анализ факторов инфляции и их изменения во времени показывает, что можно ожидать некоторого ускорения роста потребительских цен с текущего уровня и стабилизации инфляции около 4% в 2018–2019 годах. Расширение экономической активности продолжается, закрепляясь на траектории медленного, но устойчивого роста. Существующий баланс рисков говорит в пользу продолжения проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики при сохранении возможностей для снижения ключевой ставки в ближайшие кварталы.
- Инфляция в сентябре замедлилась до 3% благодаря действию разовых факторов, таких как укрепление рубля и благоприятные изменения ситуации на рынке плодоовощной продукции. Вместе с тем, наблюдаются признаки усиления в целом пониженного инфляционного давления. Также сохраняются риски некоторого превышения инфляцией 4% в среднесрочной перспективе, которые в первую очередь связаны с ростом реальных заработных плат темпами, опережающими темпы роста производительности. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к 4%.
- Динамика краткосрочных показателей экономической активности и опросных показателей указывает на сохранение устойчивых, хотя и невысоких темпов роста экономики в III квартале. Рост в обрабатывающей промышленности становится более сбалансированным, постепенно набирает темпы рост розничной торговли и потребительского кредитования.
- Риски для стабильности финансовых рынков остаются умеренными и не являются значимым препятствием для успешного таргетирования инфляции. Российский рынок остается в целом устойчивым к кратковременным колебаниям внешних условий, динамике глобальных рынков и геополитическим рискам.

2. Взгляд в будущее

- Индексная оценка ВВП свидетельствует о закреплении экономики в ближайшие кварталы на траектории устойчивого, хотя и невысокого роста вблизи потенциального уровня.

3. Фокус-секция. О вкладе валютного курса в замедление инфляции: результаты эконометрического анализа

- Укрепление рубля продолжает вносить значимый вклад в текущее замедление инфляции. Если бы курс в течение последних полутора лет не менялся, инфляция по итогам сентября находилась бы на уровне около 4% г/г.
- Эффект переноса курса рубля в цены за последние пять лет снизился почти в два раза.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Инфляция в сентябре замедлилась до 3% благодаря снижению индекса цен на плодоовощную продукцию до трехлетнего минимума и действию эффекта переноса укрепления рубля в этом году. Продолжают снижаться инфляционные ожидания населения и трендовая инфляция. Тем самым укрепляется основа для стабилизации роста потребительских цен на низком уровне вблизи 4% при условии дальнейшей реализации умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

По нашим оценкам, без учета действия временных благоприятных факторов инфляция составила бы 4% или немного выше. Прогнозные оценки указывают на ускорение инфляции до 4% по мере того, как влияние этих факторов прекратится. Об этом же свидетельствует постепенное увеличение показателей, характеризующих базовую инфляцию.

По-прежнему сохраняются риски некоторого превышения инфляцией 4% в среднесрочной перспективе. В условиях низкой безработицы и повышенных инфляционных ожиданий рост реальной заработной платы темпами, опережающими рост производительности, может привести к реализации этих рисков.

1.1.1. Сезонно сглаженный рост цен ускорился, оставаясь в рамках прогноза по инфляции

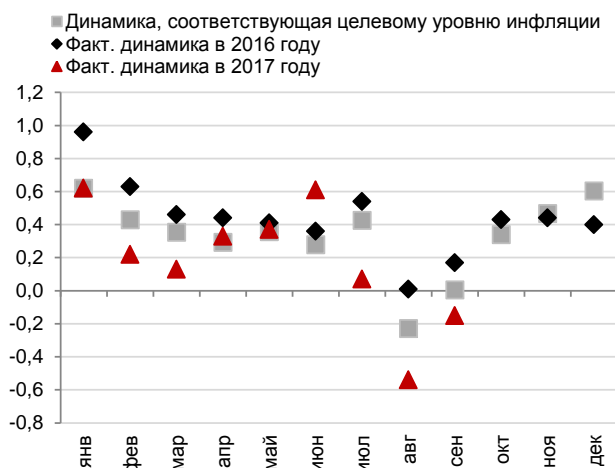
- При снижении потребительских цен в сентябре на 0,15% м/м и замедлении годовой инфляции до нового постсоветского минимума 3,0%...
- ...темпы роста модифицированных показателей базовой инфляции вновь ускорились, оставшись немного ниже 4% в расчете на год.
- Ускорение медианного темпа недельных приростов цен (без плодоовощной продукции и регулируемых услуг) также свидетельствует о небольшом повышении общего инфляционного давления.

По данным Росстата, в сентябре потребительские цены снизились на 0,15% м/м (после снижения в августе на 0,54%). Тем самым месячная динамика потребительских цен приблизилась к траектории, соответствующей годовой инфляции на уровне 4% (Рисунок 1).

Оценка сезонно сглаженных темпов роста цен в сентябре составила 0,15%, а за III квартал в целом – 0,07% к/к. При этом темпы снижения цен на продовольственные товары замедлились (с 0,55% м/м в августе до 0,05% м/м в сентябре), темпы роста цен на непродовольственные товары опустились до уровня 0,14% м/м

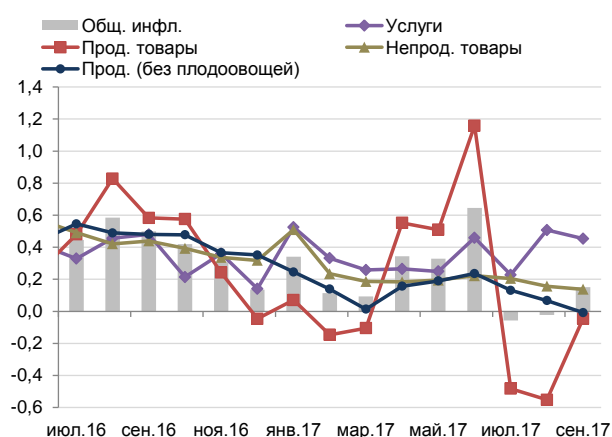
после того, как семь месяцев подряд они держались на уровне около 0,2%, темпы роста цен на услуги замедлились до 0,45% м/м после 0,51% м/м в августе (Рисунок 2).

Рисунок 1. Рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

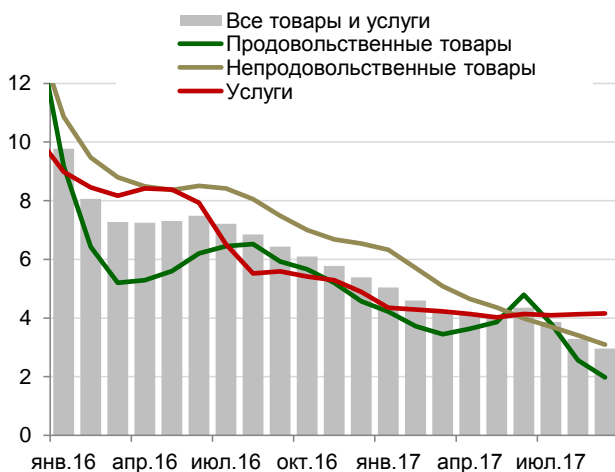
Рисунок 2. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

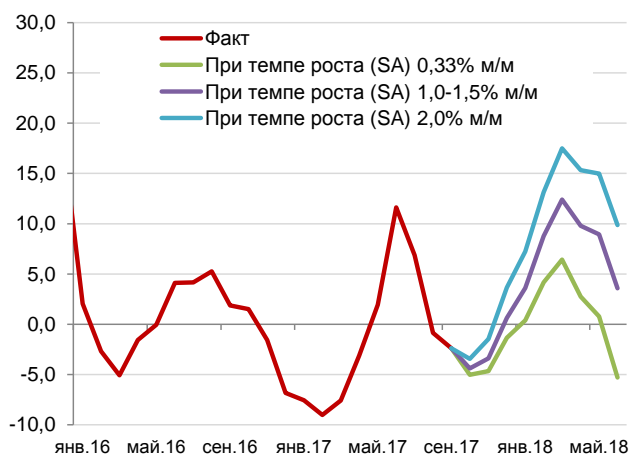
Годовая инфляция опустилась до 3,0% после 3,3% в августе. Инфляция на товарном рынке снизилась, в то время как годовые темпы роста цен на услуги ускорились, продолжая оставаться выше уровня в 4% (Рисунок 3).

Рисунок 3. Инфляция, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Годовой рост цен на плодоовощную продукцию, % г/г



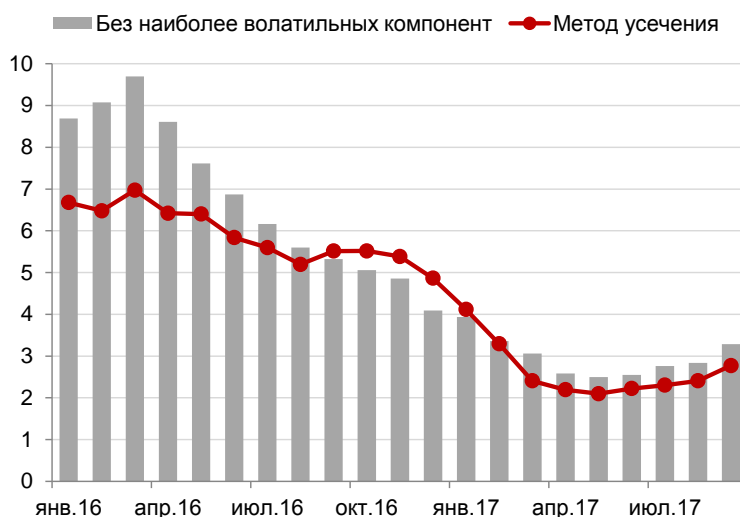
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Существенное влияние на снижение цен на продовольственные товары продолжает оказывать удешевление плодоовощной продукции (которое составило 2,4% г/г) за счет более позднего поступления нового урожая в этом году. По данным Минсельхоза, урожайность большинства сельскохозяйственных культур в 2017 году выше, чем в 2016 году. В частности, по состоянию на 5 октября овощей собрано на 0,81% больше, чем в прошлом году.

Риски ускорения роста цен на плодоовощную продукцию до конца года невысоки, однако в начале следующего года можно ожидать ускорения годовых темпов за счет эффекта низкой базы 2017 года в случае возвращения к привычной сезонности в динамике цен на плодоовощную продукцию (Рисунок 4).

Продовольственная инфляция без учета плодоовощной продукции замедлилась до 2,5% г/г после 2,9% г/г в августе, главным образом за счет динамики цен на яйца куриные и сахар; снижение цен на эти категории продолжило ускоряться. Темп роста на большинство наблюдаемых непродовольственных товаров замедлился, исключение составил бензин автомобильный. В сегменте услуг по сравнению с августом сильнее всего ускорились годовые темпы роста цен на услуги образования.

Рисунок 5. Модифицированные показатели базовой инфляции*, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

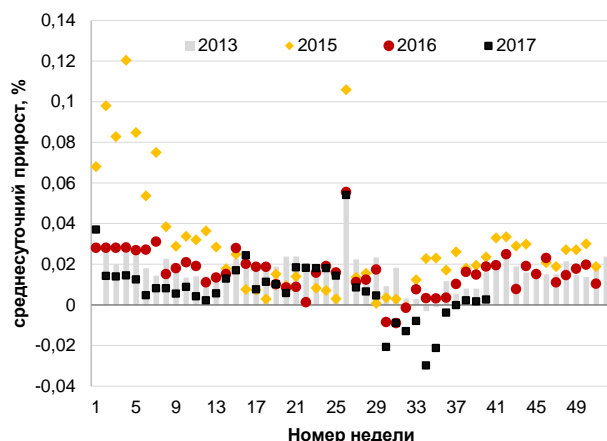
*скользящие за три месяца в годовом выражении, с устранением сезонности

В целом же, ценовое давление на потребительском рынке в сентябре несколько усилилось, укрепив повышательный тренд. Об этом свидетельствует динамика модифицированных показателей базовой инфляции: их темпы роста ускорились по сравнению с августом¹. Трехмесячное скользящее среднее аннуализированной базовой инфляции возросло, однако ее значение не превышает 4% (Рисунок 5).

По данным Росстата, за период с 3 по 9 октября темпы роста потребительских цен по-прежнему оставались околонулевыми. Среднесуточный прирост цен продолжил находиться ниже значений прошлых лет (Рисунок 6).

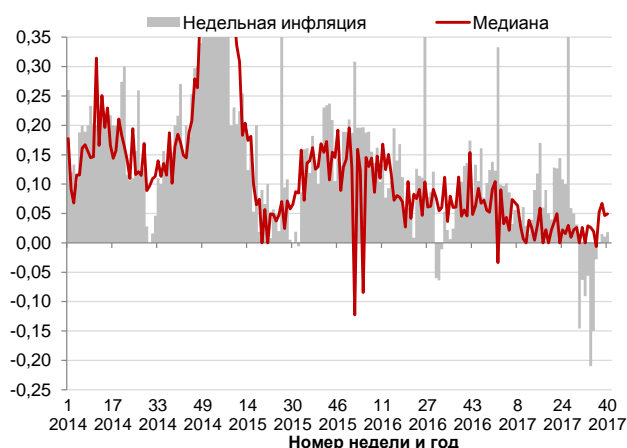
¹ Темп роста модифицированного базового ИПЦ, рассчитанного методом усечения, ускорился с 0,19% м/м в августе до 0,28% м/м в сентябре; темп роста модифицированного базового ИПЦ, рассчитанного методом исключения наиболее волатильных компонент, ускорился с 0,22% м/м в августе до 0,33% м/м в сентябре (сезонность устранена).

Рисунок 6. Среднесуточный рост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Медиана недельного роста цен товаров и услуг*, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

* За исключением плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

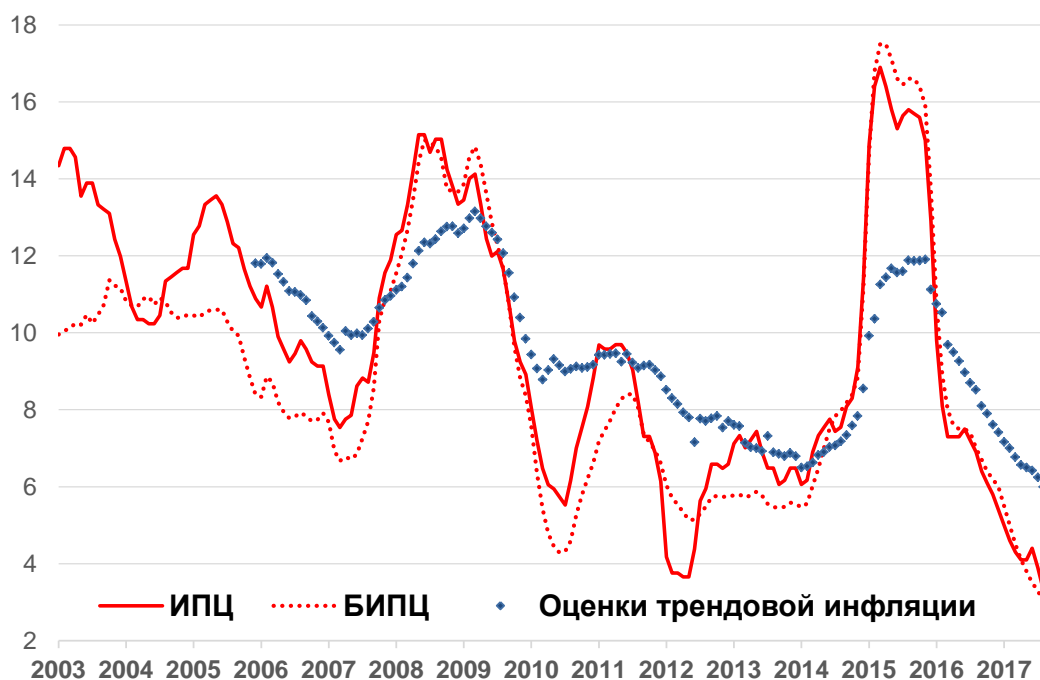
Медиана распределения недельных приростов цен, рассчитанная без учета цен на плодоовощную продукцию и тарифов на регулируемые услуги, осталась на уровне 0,05% (Рисунок 7). Это – уровень, превышающий медианные значения, наблюдавшиеся большую часть этого года. Ускорение медианного темпа недельных приростов цен (без плодоовощной продукции и регулируемых услуг) свидетельствует о небольшом повышении общего инфляционного давления.

Основным драйвером роста, как и неделей ранее, выступили цены на яйца куриные, которые увеличились на 2,39%. Относительно высокими (0,2–0,3%) темпами также росли цены на масло сливочное и молоко. Рост цен на эти категории носит сезонный характер.

1.1.2. Трендовая инфляция продолжает медленное снижение

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в сентябре 2017 г. снизилась до уровня 5,9% (в августе – 6,0%) (Рисунок 8).
- Несмотря на устойчивое замедление трендовой инфляции, ее текущая оценка все еще представляется повышенной из-за наблюдавшихся на ретроспективе более высоких уровней инфляции, а также инерционности данного показателя по построению.
- Среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от уровня в 4% снижаются, но остаются повышенными.

Рисунок 8. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.3. Ценовые индексы PMI: инфляционное давление постепенно повышается

- Ценовые индексы PMI по-прежнему остаются ниже исторически средних (Рисунок 9, Рисунок 10)...
- ...однако в сентябре индекс отпускных цен в обрабатывающем секторе вырос до максимума с конца прошлого года, а в сфере услуг – с мая 2017 года² из-за более активного переноса компаниями увеличившихся издержек на клиентов.
- В качестве факторов роста издержек респонденты называют повышение цен на сырье, увеличение дефицита материалов из-за задержек поставок, а также рост заработных плат.
- С одной стороны, повышение ценовых индексов PMI частично является реакцией на ослабление рубля, которое наблюдалось с конца весны, поэтому может носить временный характер.
- С другой стороны, динамика других субиндексов PMI говорит о том, что повышение ценового давления происходит из-за общего роста спроса на про-

² Если не принимать во внимание майское значение, так как оно было единовременным и не носило устойчивого характера, то в сентябре индекс отпускных цен в сфере услуг окажется максимальным с февраля 2016 года.

дукцию и услуги компаний, что позволяет им переносить рост издержек в конечные цены. Действие этого фактор имеет более устойчивый характер.

Рисунок 9. Ценовые индексы PMI в обрабатывающем секторе, пункты



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пункты



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2. Экономическая динамика

Динамика краткосрочных показателей экономической активности и опросных показателей указывает на устойчивый рост экономики в III квартале, отвечающий ее текущему потенциалу. Подъем производственной активности в обрабатывающих отраслях становится сбалансированным, охватывающим все большее количество отраслей. Уровень безработицы снизился, практически достигнув уровня, который оценивается нами в качестве естественного, поддерживающего устойчивый рост экономики без ускорения инфляции.

Замедление инфляции оказывает положительное влияние на экономику, способствуя более устойчивому экономическому росту, позволяя строить более долгосрочные бизнес планы, снижать риски реализации проектов и привлекать долгосрочное финансирование. Кроме того, более низкие процентные ставки при низкой инфляции снижают расходы по обслуживанию долга, способствуя снижению рисков для финансовой устойчивости заемщиков.

В целом, можно сделать вывод о том, что уверенный рост ВВП и инвестиций в I полугодии свидетельствует в пользу адекватности проводимой умеренно жесткой денежно-кредитной политики для экономики, обеспечивая макроэкономическую стабильность, наряду с ответственной бюджетной политикой.

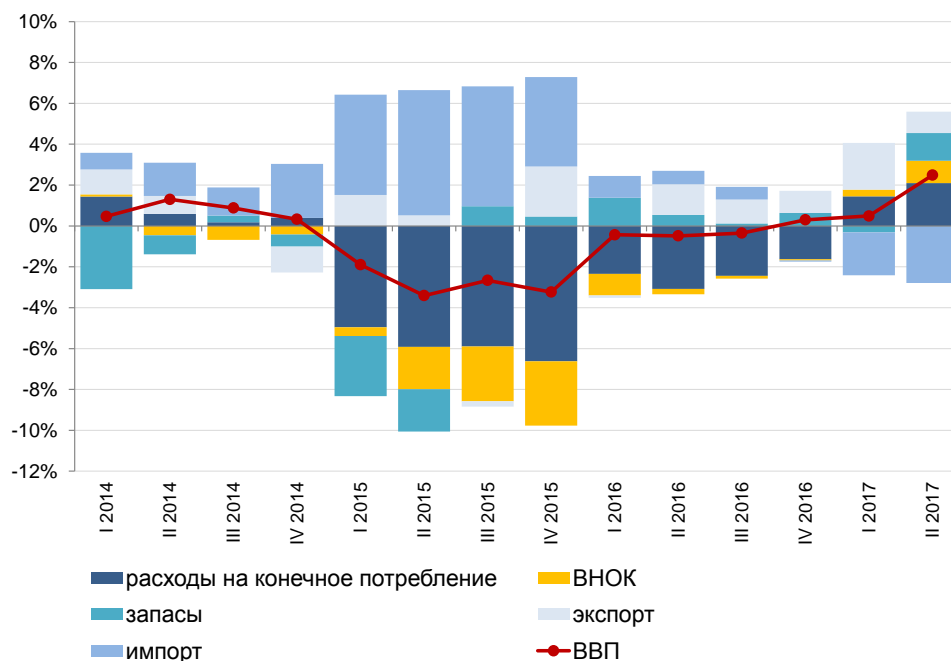
Тем не менее, достигнутая стабильность есть необходимое, но не достаточное условие для устойчивого повышения темпов роста российской экономики. Для этого, по-прежнему, требуется реализация мер структурной политики, которые бы позволили снизить финансовую и регуляторную нагрузку на бизнес, повысить уровень конкуренции в экономике, степень развития человеческого капитала, производственной и социальной инфраструктуры.

1.2.1. Рост ВВП во II квартале: спасибо инвестициям

- Значительное ускорение роста ВВП «год к году» во II квартале «исправило» формально слабые результаты I квартала, обусловленные статистическим эффектом базы.
- Согласно данным «квартал к кварталу» с устранением сезонности, улучшение динамики ВВП произошло главным образом за счет инвестиций в основной капитал и, в меньшей степени, восстановлению запасов.
- Во втором полугодии рост ВВП, вероятно, несколько замедлится до более устойчивых уровней (0,3–0,4% к/к после устранения сезонности), отражая завершение восстановительной фазы роста.
- Уверенный рост ВВП и инвестиций в I полугодии свидетельствует в пользу адекватности проводимой умеренно-жесткой денежно-кредитной политики для экономики.

Недавно Росстат подтвердил оценку роста ВВП в II квартале 2017 г. на уровне 2,5% г/г и опубликовал разбивку ВВП по расходам.

Рисунок 11. Динамика компонентов ВВП по расходам, темпы роста, % г/г



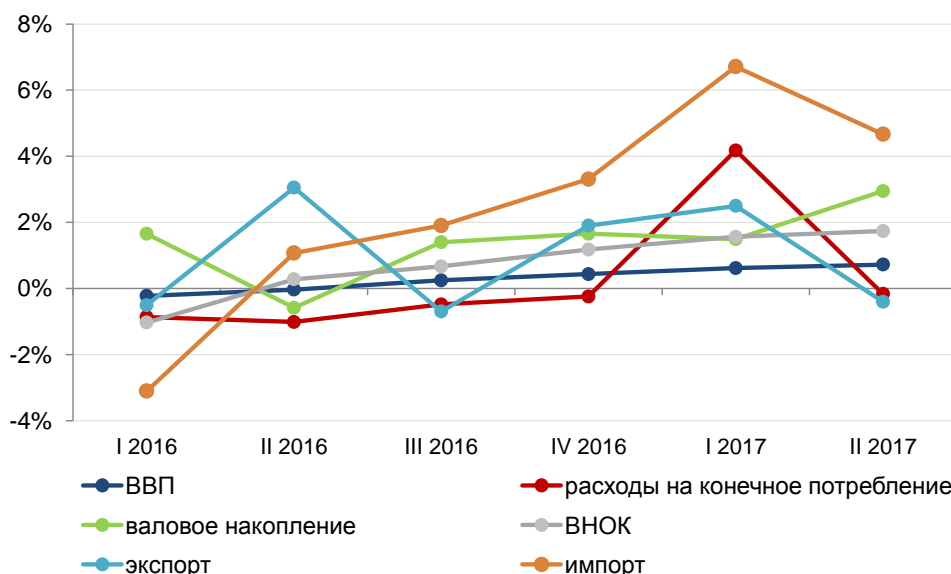
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Динамика компонентов ВВП по данным «год к году» и «квартал к кварталу» с поправкой на сезонность существенно различается. Довольно резкое ускорение ВВП «год к году» во II квартале 2017 г. в значительной степени связано с низкой ба-

зой сравнения I квартала. В I квартале этого года был получен формально слабый результат из-за меньшего количества дней по сравнению с високосным I кварталом 2016 г. А во II квартале годовая динамика ВВП вышла на уровень, согласующийся с оценками роста на квартальной основе с устраненной сезонностью. Этот рост имеет более плавный характер: 0,6% к/к в I квартале и 0,7% к/к во II квартале 2017 года.

В результате, отмеченный выше статистический фактор привел к существенному росту в годовом выражении во II квартале конечного потребления и товарно-материальных запасов, тогда как в квартальном выражении с устранением сезонности ускорение роста ВВП в этот период, исходя из данных Росстата, оказалось связано исключительно с динамикой валового накопления.

Рисунок 12. Динамика компонентов ВВП по расходам, с устранением сезонности, % к/к



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

По данным «год к году», главный вклад в ускорение роста ВВП в II квартале 2017 г. внесли валовое накопление (+2,5 п.п.) и расходы на конечное потребление (+2,1% п.п.). Наибольший прирост «год к году» пришелся на увеличение потребления домохозяйств (+2,0 п.п.) и восстановление товарно-материальных запасов (+1,4 п.п.). Постепенное восстановление внутреннего спроса дает импульс росту показателей потребления, импорта и запасов.

При ускорении роста ВВП во втором квартале, обращает на себя внимание отрицательный вклад в динамику ВВП чистого экспорта (-1,7 п.п.). Это произошло на фоне замедления роста физических объемов экспорта (с 7,1 до 3,3% г/г) при продолжающемся ускорении роста импорта (с 16,5 до 20,7% г/г). Замедление роста экспорта закономерно на фоне реализации Россией соглашения ОПЕК+ и стабилизации цен на ключевые статьи экспорта. В то же время, ускорение роста импорта во многом отражает переоснащение производственных мощностей (а не только восстановление потребительского спроса).

Данный вывод косвенно подтверждается результатами разных регулярных конъюнктурных опросов предприятий, проводимым Росстатом и частными компаниями. Так, согласно одному из опросов все меньшая доля участников опроса называют «недостаток оборудования» в числе причин, ограничивающих промышленную активность. Кроме того, конъюнктурные опросы предприятий указывают на уменьшение доли респондентов, отмечающих «дефицит инвестиций».

О том, что ситуация с инвестиционными показателями начала улучшаться, говорит также рост индекса оценки будущего выпуска и запасов PMI в обрабатывающей промышленности. Между тем, предприятия увеличили оценки уровня неудовлетворенности продажами и значимости «низкого внутреннего спроса» в качестве фактора, сдерживающего рост производства. Это может указывать на умеренность темпов восстановления внутреннего спроса и даже на их уменьшение,

Все эти выводы находят подтверждение в цифрах по компонентам ВВП «квартал к кварталу» с учетом сезонности. Согласно данным оценкам, главный вклад в улучшение динамики ВВП в II квартале внесли инвестиции в основной капитал. Вклад товарно-материальных запасов остался положительным и даже несколько возрос в II квартале, но в целом его динамика «квартал к кварталу» с учетом сезонности с конца 2016 г. не слишком значима для итоговых темпов роста ВВП.

Расходы на конечное потребление в II квартале с учетом сезонности немного снизились (-0,2% к/к) после скачка на 4,2% к/к в I квартале 2017 года, однако на данном этапе сбора статистической информации эти оценки очень ненадежны. Вероятно, по мере поступления новых данных обе квартальные оценки будут уточнены и, в результате, разрыв в оценках сократится. В любом случае можно говорить о менее сильной динамике потребления во II квартале, с поправкой на сезонность. При этом замедление темпов роста потребления во II квартале согласуется с улучшением динамики запасов «квартал к кварталу» и некоторым замедлением сезонно сглаженных темпов роста импорта.

Как следствие, новые данные, с одной стороны, говорят об укреплении тенденции к восстановлению инвестиционной активности, которая продолжит поддерживать показатели роста ВВП в оставшиеся месяцы 2017 года. С другой стороны, они указывают на вероятное некоторое замедление роста ВВП на квартальной основе во втором полугодии в связи с сохранением невысоких, хотя и устойчивых темпов роста потребления населения и постепенным уменьшением положительного вклада в рост восстановления товарно-материальных запасов³.

На этом фоне ожидается замедление темпов роста ВВП «квартал к кварталу» в III квартале 2017 г. до 0,3–0,4%⁴, отражая завершение восстановительной фазы роста. В целом, можно сделать вывод о том, что уверенный рост ВВП и инвестиций в I полугодии свидетельствует о том, что умеренно жесткая денежно-кредитная по-

³ Роль влияния прироста инвестиционных товаров в восстановлении товарно-материальных запасов в последнее время повысилась.

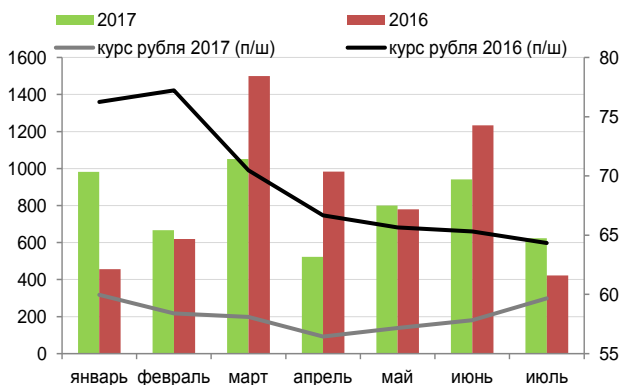
⁴ См. подраздел 2.1.1. «Индексная оценка ВВП: экономика закрепились на траектории устойчивого роста».

литика Банка России не препятствует экономическому росту, способствуя снижению неопределенности.

1.2.2. При низкой инфляции уменьшение рентабельности совместимо с финансовой устойчивостью

- Согласно данным Росстата сальдированный финансовый результат организаций⁵ в январе-июле 2017 года составил 5,6 трлн руб., что меньше результата соответствующего периода прошлого года на 6,7% г/г.
- По итогам первого полугодия снизились показатели рентабельности. За первые шесть месяцев 2016 г. она составляла 3,3% (к активам) и 8% (к выручке от продаж), за аналогичный период 2017 г. – 2,7 и 6,7% соответственно.

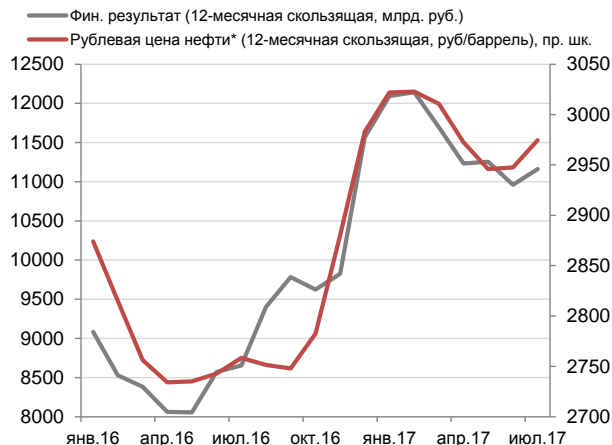
Рисунок 13. Финансовый результат по месяцам в 2017 и 2016 годах*, млрд руб.



Источник: Росстат, расчеты Банка России

*по сопоставимому кругу организаций

Рисунок 14. Финансовый результат и рублевая цена нефти



Источник: Росстат, расчеты Банка России

*цена нефти в долларах взята с лагом в 1 месяц

- Впрочем, снижение рентабельности закономерно при переходе к устойчиво низкой инфляции. Замедление инфляции, при прочих равных условиях, приводит к снижению формальных показателей рентабельности и уменьшению финансового результата в экономике в целом. Но за этим стоит счетный феномен, не отражающий реального изменения финансового положения компаний и экономики, их финансовой устойчивости. Ведь раньше показатели рентабельности должны были быть выше, чтобы покрывать более высокую инфляцию.
- Так, при высокой инфляции отпускные цены вынуждено устанавливаются на уровне, обеспечивающем «запас» рентабельности. Это делается для того, чтобы часть полученной прибыли направлять на увеличение оборотного ка-

⁵ Без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и бюджетных учреждений.

питала, который возрастает вместе с ценами на закупаемое сырье и материалы. При низкой инфляции и пониженных инфляционных ожиданиях такой «запас» создается в гораздо меньшем объеме или не создается вообще.

- Вместе с тем, на динамику финансового результата сильно влияют колебания рублевой цены нефти, которые практически сразу сказываются на результате в секторе добычи полезных ископаемых и смежных отраслях (Рисунок 14). Так, укрепление рубля при относительно стабильной долларовой цене нефти привело к некоторому снижению финансового результата из-за курсовой переоценки в начале этого года. Рост цен на нефть с середины года при стабильном курсе привел к росту финансового результата.

1.2.3. Рост обрабатывающей промышленности становится все более сбалансированным

- За первые восемь месяцев текущего года в большинстве отраслей обрабатывающей промышленности наблюдается рост.
- В августе 2017 г. рост в металлургическом комплексе и закрепление восстановительного тренда в автопроме стали основными драйверами роста в обработке.
- На фоне усиления активности в строительстве производство строительных материалов выходит на восходящую траекторию.

По результатам восьми месяцев текущего года наибольший рост в годовом выражении показали фармацевтическая продукция (+12,8% г/г), автотранспортные средства (+12,0% г/г), мебель (+8,5% г/г), текстильные изделия (+8,3% г/г), бумага (+6,3% г/г), электрическое оборудование (+5,6% г/г), химические вещества (+5,5% г/г) (Рисунок 15). В пищевой промышленности и производстве резиновых и пластмассовых изделий рост идет более умеренными темпами (+4,8 и +3,8% г/г соответственно), но сохраняется устойчивый положительный тренд.

Из отраслей, которые вносят существенный вклад в индекс производства обрабатывающей промышленности, годовое снижение показали металлургический комплекс (-1,7% г/г), прочие транспортные средства и оборудование (-3,8% г/г), а также компьютеры, электронные и оптические изделия (-4,8% г/г). Динамика выпуска в этих отраслях остается неустойчивой.

В августе по сравнению с предыдущим месяцем в большинстве отраслей *промежуточного спроса* наблюдался рост. Металлургия после падения в предыдущие месяцы снова показала значительный рост – на 4% м/м с учетом сезонности. На фоне благоприятной мировой конъюнктуры крупнейшие российские предприятия черной металлургии сохраняют высокие цены на свою продукцию. Таким образом,

улучшается их финансовое положение при относительно стабильном выпуске. Определенные колебания в траекторию развития металлургического комплекса вносит цветная металлургия. По прогнозам АКРА⁶, негативная тенденция в выпуске никеля сохранится до 2020 г., несмотря на дефицит на мировых рынках. Динамика данного сектора будет оказывать сдерживающий эффект на восстановление цветной металлургии.

После значительного спада выпуска химической промышленности, произошедшего в июле, в августе было отмечено небольшое восстановление. Возможно, отрасль вернется на траекторию роста, однако более медленными темпами, чем в 2016 году. Ускорение роста ожидается в 2019 г. в результате запуска крупных производственных площадок⁷. Прогнозируется рост мощностей по производству полиэтилена и полипропилена на 34 и 80% соответственно к 2020 г. по сравнению с уровнем 2016 года. Производство резиновых и пластмассовых изделий в августе продемонстрировало рост на 1,8% м/м с учетом сезонности.

Рисунок 15. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, январь–август 2017 г., % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

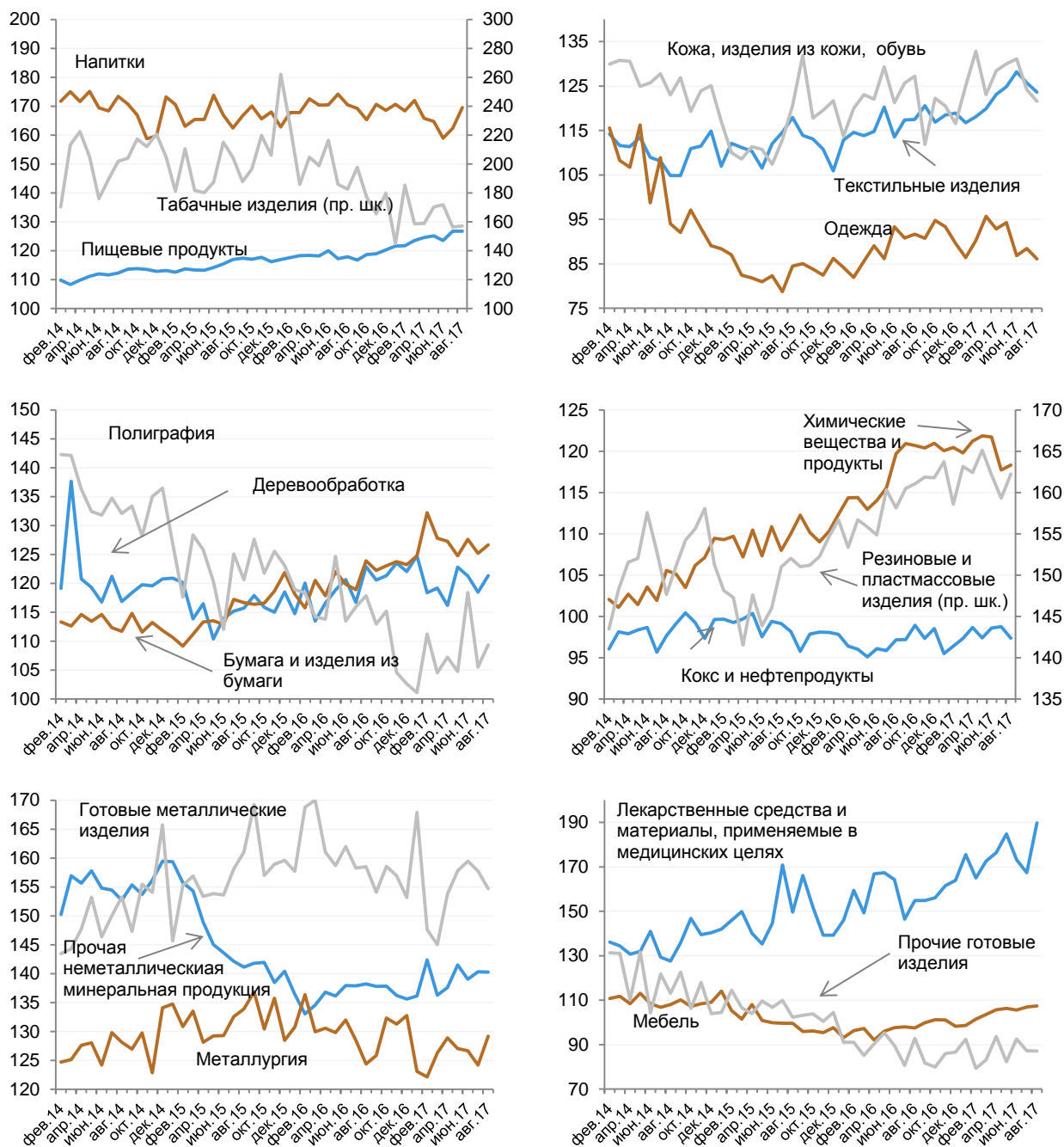
Крупнейшая отрасль обработки – нефтеперерабатывающая промышленность продемонстрировала снижение на 1,4% м/м с учетом сезонности. Сокращение может быть связано со снижением добычи, однако говорить о завершении положительного тренда преждевременно.

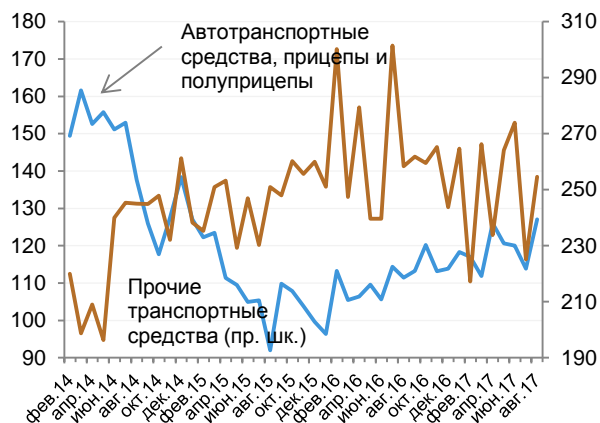
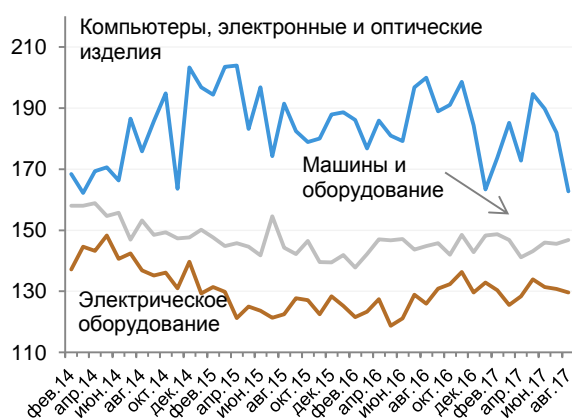
⁶ Аналитическое кредитное рейтинговое агентство «АКРА». [Восстановление цен на цветные металлы усиливает потенциал для импортозамещения в России.](#)

⁷ Официальный сайт компании СИБУР. [«ЗапСибНефтехим» в августе 2017 года.](#)

Практически все отрасли *потребительского спроса* также продемонстрировали рост. В пищевой промышленности сохраняется положительный тренд, который в последние месяцы поддерживался за счет выпуска мясoproductов. Поступления нового урожая пока не оказывают серьезного влияния на выпуск в пищевой промышленности. Положительный эффект от хорошего урожая в текущем сезоне следует ожидать с сентября.

Рисунок 16. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2014=100%, сезонность устранена*





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В последние два месяца наблюдается активный рост производства обуви: в июле на 2,2% м/м, в августе на 2,7% м/м с учетом сезонности. В целом сохраняются положительные тенденции не только выпуска отечественной продукции, но и импорта. Это может быть следствием легализации ранее не учтенной продукции на рынке, а также результатом прекращения снижения покупательной способности населения. При этом в целом объем выпуска кожевенной промышленности уменьшился на 2,1% м/м с учетом сезонности за счет падения производства других изделий из кожи.

В рамках стабильно растущего тренда фармацевтическая промышленность продемонстрировала увеличение выпуска на 13,3% м/м с учетом сезонности. Сохраняется стабильный рост производства мебели.

В отраслях *инвестиционного спроса* наблюдалась более разнонаправленная динамика, что не мешает, тем не менее, обозначить явные позитивные тренды.

В производстве строительных материалов закрепились положительные тенденции, наметившиеся в мае 2017 года. Поддержку отрасли оказывает рост активности в строительной отрасли, где можно говорить о сформировавшемся положительном тренде с начала года. На этом фоне растет производство цемента. В июле наблюдался всплеск выпуска огнеупорных строительных материалов.

Увеличение производства автотранспортных средств поддерживается ростом рынка автомобилей, выпуск легковых и грузовых автомобилей в августе с учетом сезонности вырос на 10,4 и 14,5% м/м соответственно. Положительную динамику также демонстрирует сектор производства кузовов для легковых автомобилей, рост составил 42% м/м с учетом сезонности (81,4% г/г).

Выпуск машин и оборудования увеличился на 0,9% м/м с учетом сезонности. Положительный тренд в данном секторе сохраняется.

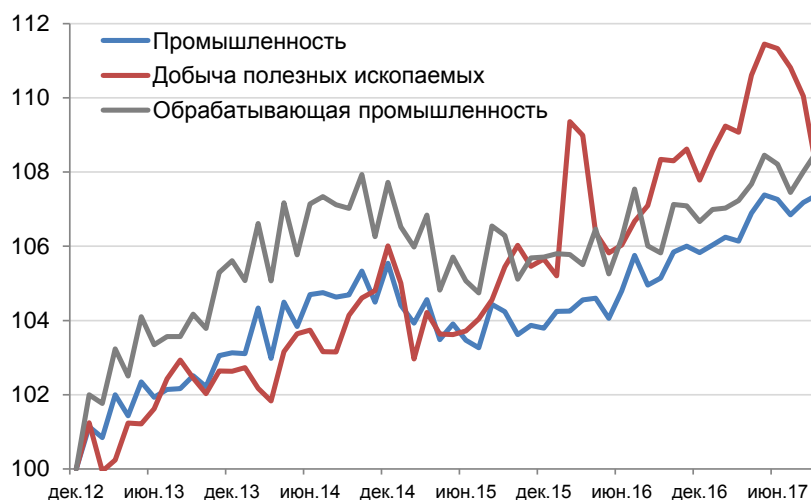
Крайне неустойчивой динамикой характеризуется выпуск прочих транспортных средств. Это может быть объяснено тем, что выпуск в 2017 г. не повторяет сформировавшуюся сезонную волну прошлых лет. Несмотря на сокращение производства грузовых вагонов в августе на 9% м/м с учетом сезонности, коррекция, скорее

всего, носит временный характер. Ожидается, что рост выпуска продолжится благодаря мерам государственной поддержки спроса.

1.2.4. Промышленное производство в сентябре: устойчивый рост в обработке

- Рост промышленного производства в сентябре замедлился до 0,9% г/г после 1,5% г/г в августе. Однако, с поправкой на сезонный и календарный фактор промышленное производство по оценке ДИП выросло на 0,2% м/м, повторив августовскую динамику.
- Обрабатывающие производства выросли на 0,5% м/м (после очистки от сезонности) второй месяц подряд. В годовом выражении рост ускорился до 1,1% г/г с 0,7% г/г в августе.
- Основной причиной замедления годового роста объемов промышленного производства в сентябре стало снижение добычи полезных ископаемых на 0,1% г/г после роста на 2,9% г/г в августе. На динамике показателя, безусловно, сказывается выполнение Россией соглашения с ОПЕК и эффект высокой базы сентября 2016 года в добыче сырой нефти. Негативную роль сыграл и календарный эффект (меньшее количество рабочих дней)
- С учетом эффекта высокой базы октября прошлого года, когда в России был зафиксирован рекордный уровень добычи нефти, по итогам этого месяца можно ожидать дальнейшее снижение объемов производства в добывающих отраслях в терминах «год-к году» при продолжении роста в обрабатывающих отраслях.

Рисунок 17. Динамика промышленности* (декабрь 2012 = 100)



Источник: Росстат, расчеты Банка России

*с поправкой на сезонный и календарный факторы

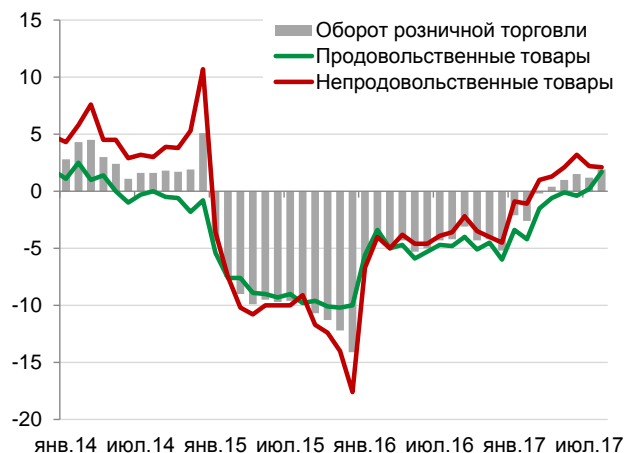
1.2.5. Розница набирает обороты

- Темп роста розничного товарооборота в августе ускорился до 1,9% г/г после 1,2% г/г в июле. С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в августе вырос по сравнению с июлем на 0,2% м/м.
- Динамика розничной торговли в первом полугодии, рассчитанная через изменение объема продаж отдельных категорий товаров, продолжила оставаться более благоприятной по сравнению с оценкой Росстата.
- Отношение населения к крупным покупкам и сбережениям улучшилось на фоне продолжающегося роста реальных заработных плат, а также оценок текущего и будущего располагаемого дохода.
- Это закладывает основу для дальнейшего роста потребления населения и розничной торговли.

По данным Росстата, в августе оборот розничной торговли вырос на 1,9% г/г, продолжив расти пятый месяц подряд и превысив ожидания рынка (Рисунок 18). Рост торговли в прошлом месяце составил 1,2% г/г с учетом пересмотра: темпы роста с апреля по июль были скорректированы вверх за счет уточнения респондентами ранее представленных данных, указывая на то, что до этого статистика недооценивала темп восстановления розничных продаж.

В августе рост розничного товарооборота непродовольственных товаров составил 2,1% г/г (в июле – 2,2% г/г). В то время как годовой рост непродовольственных товаров наблюдается с марта, рост оборота продовольственных товаров был зафиксирован только второй месяц подряд. Однако в августе темп прироста продовольственных товаров ускорился до 1,7% г/г (в июле – 0,2% г/г).

Рисунок 18. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

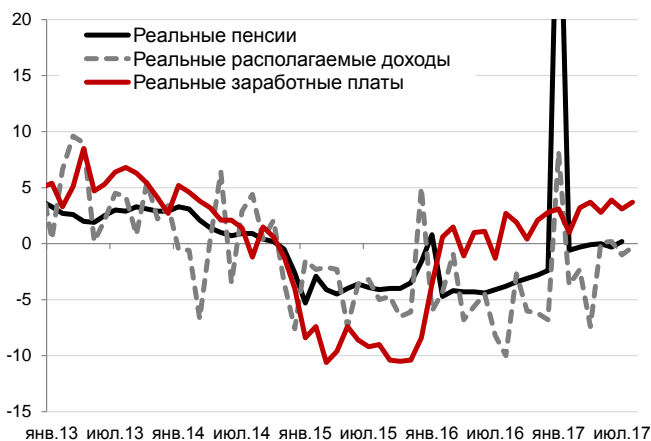
Рисунок 19. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

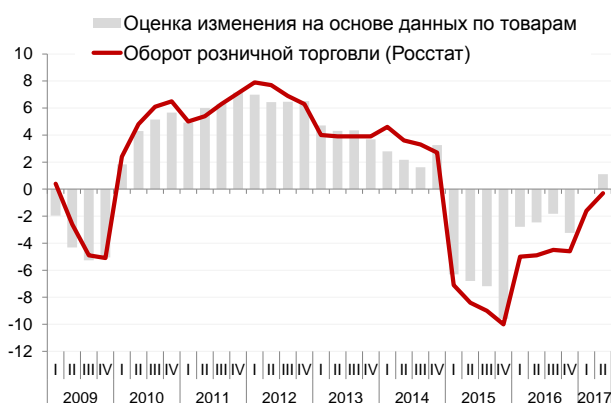
С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в августе вырос, по нашим оценкам, на 0,2% м/м после нулевого роста в июле (Рисунок 19). Относительно небольшой рост продаж непродовольственных товаров на 0,1% м/м был компенсирован ростом продаж продовольственных товаров на 0,5% м/м.

Рисунок 20. Динамика реальных доходов населения, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Динамика оборота розничной торговли, % с начала года к соответствующему периоду прошлого года



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Продолжающееся восстановление роста товарооборота в годовом выражении поддерживалось ускорением роста реальных заработных плат до 3,7 с 3,1% г/г в июле (с учетом пересмотра с 4,6% г/г) (Рисунок 20). Рост номинальной заработной платы составил 7,1% г/г в июле и августе. Таким образом, ускорение роста реальных заработных плат произошло за счет замедления темпа роста цен.

Снижение объема розничных продаж в первом полугодии было пересмотрено Росстатом с 0,5 до 0,3% г/г. При этом динамика оборота розничной торговли, рассчитанная через изменение объема продаж отдельных категорий товаров⁸, оказалась более благоприятной (Рисунок 21). Согласно расчету, в первом полугодии 2017 г. оборот розничной торговли увеличился на 1,1% г/г по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Продажи продовольственных товаров увеличились на 0,2%, а непродовольственных – на 1,9% г/г. По оценке Росстата, продажи продовольственных товаров снизились на 1,7% г/г, а непродовольственных – увеличились на 1,0% г/г.

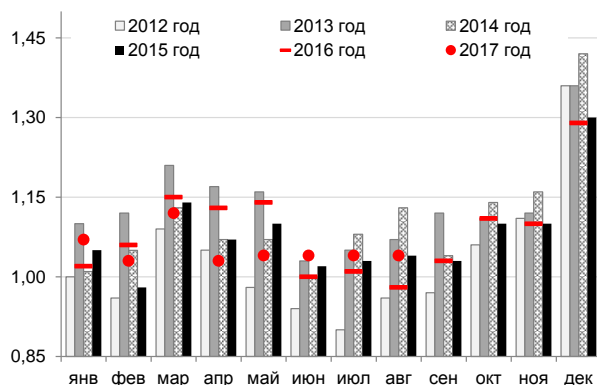
По данным исследовательского холдинга «Ромир»⁹, реальные расходы населения четвертый месяц подряд остаются неизменными (Рисунок 22). За год реальные расходы выросли на 6,4%. По данным холдинга, наибольший годовой рост ре-

⁸ Индекс представляет собой средневзвешенное из основных категорий продовольственных и непродовольственных товаров, суммарный вес которых составляет 71% 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?».

⁹ Исследовательский холдинг «Ромир». [«Новый урожай удешевил расходы». 7.09.2017](#).

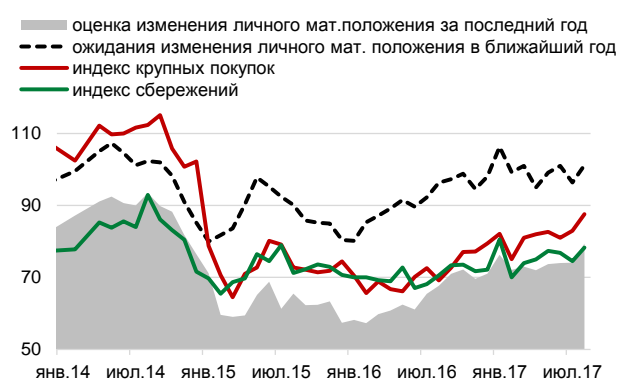
альных расходов был зафиксирован в группе потребителей со средними доходами – на 13,9%. Высокодоходные группы за год увеличили расходы на 7,2%. Сократили свои расходы относительно августа прошлого года только представители низкодходных слоев населения – на 1,3%.

Рисунок 22. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (январь 2012 = 100%)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, п.п.



Источники: ООО «инФОМ», расчеты ДИП.

По результатам опроса о потребительских настроениях, проводимого ООО «инФОМ»¹⁰, индекс потребительских настроений в августе вырос относительно июля, что указывает на постепенный рост оптимизма населения. Согласно результатам опроса, отношение населения к крупным покупкам и сбережениям улучшилось на фоне роста текущих и ожиданий относительно будущих доходов (Рисунок 23). Улучшение оценок материального положения сопровождалось снижением доли респондентов, отмечающих необходимость экономить на повседневных расходах. Кроме того, увеличилось число респондентов, которым в течение трех прошедших месяцев не приходилось отказываться от ранее запланированных трат.

Рост реальных заработных плат и сохранение оптимистичных потребительских настроений на фоне улучшения оценок материального положения будет способствовать восстановлению потребительского спроса и поддерживать рост экономики в ближайшие кварталы.

1.2.6. Безработица продолжает оставаться вблизи равновесного уровня

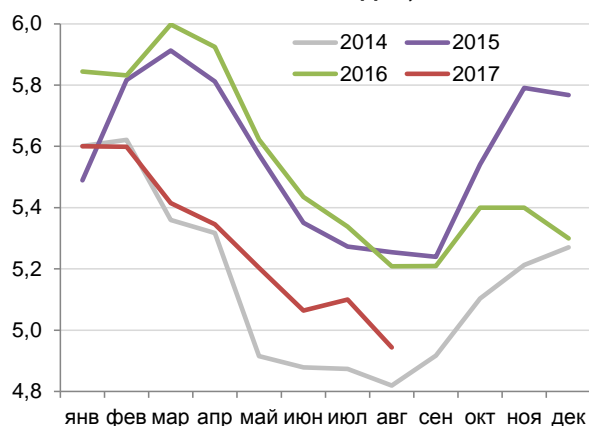
- Уровень безработицы опустился ниже 5% по мере роста сезонного спроса на труд, типичного для конца лета – начала осени.

¹⁰ «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения». [№8. Август 2017.](#)

- Рост номинальных заработных плат второй месяц подряд остается на уровне 7,1% г/г, что при снижении инфляции вызвало ускорение роста реальных заработных плат.
- Корректировка в сторону уменьшения на 1,5 п.п. предварительной июльской оценки роста зарплат указывает на меньшие риски для инфляции со стороны рынка труда...
- ...однако запланированное повышение зарплат отдельным категориям работников бюджетного сектора повысит темпы роста номинальных зарплат в IV квартале на 1,5 п.п.

Уровень безработицы впервые с 2014 г. опустился ниже отметки 5%, составив в августе 4,9% (Рисунок 24). Уровень безработицы традиционно достигает минимума в августе-сентябре. В этом году снижение в августе по сравнению с июлем оказалось максимальным за последние пять лет из-за того, что в июле уровень безработицы повысился вопреки сезонности. Последнее было связано в первую очередь со смещением сроков сборки урожая сельскохозяйственной продукции. Сезонно сглаженный показатель уровня безработицы снизился до 5,25 с 5,30% в июле (Рисунок 25), оставаясь близко к естественному уровню безработицы.

Рисунок 24. Уровень безработицы по месяцам в 2014–2017 годах, %



Источник: Росстат.

Рисунок 25. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

По предварительной оценке Росстата, рост номинальных заработных плат в августе составил 7,1% г/г (Рисунок 70). Июльские значения были пересмотрены вниз на 1,5 п.п., до 7,1 с 8,6%, что снижает опасения по поводу рисков для инфляции со стороны рынка труда. Тем не менее рост реальных заработных плат в августе ускорился до 3,7 с 3,1% г/г в июле за счет замедления инфляции до 3,3 с 3,9%.

В IV квартале в рамках исполнения «майских указов» начнется повышение заработных плат отдельных категорий бюджетников, что ускорит общий рост зара-

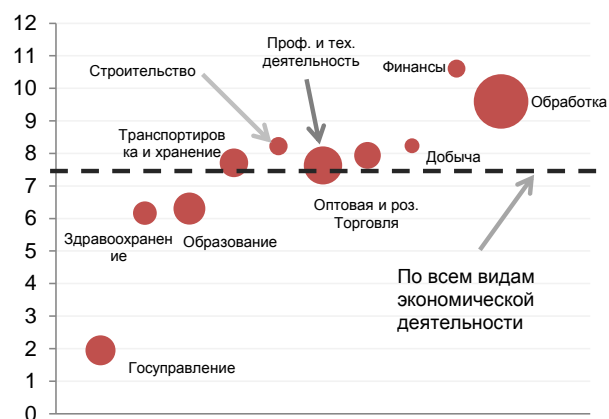
ботных плат. В последние годы рост заработных плат в государственном секторе был значительно ниже, чем в частном (Рисунок 71). Согласно нашим оценкам, выполнение «майских указов» может добавить к общему росту зарплат в экономике до 1,0–1,5 п.п. к концу этого года.

Рисунок 26. Темп роста номинальной и реальной зарплат, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 27. Рост заработных плат по видам экономической деятельности за январь–июль 2017 года, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Примечание. Площадь кружков соответствует доле вида экономической деятельности в фонде оплаты труда.

1.2.7. PMI в сентябре: уверенное завершение III квартала

- Индекс PMI сферы услуг в сентябре вырос с 54,2 до 55,2 п.п. на фоне максимальных с декабря 2012 г. темпов роста новых заказов.
- Оптимизм в секторе также значительно вырос, сопровождаясь максимальным с мая 2013 г. ростом занятости.
- Сводный PMI достиг максимума за три месяца...
- ... но его среднее значение за III квартал указывает на постепенное замедление темпов роста деловой активности российской экономики до более низкого, но устойчивого уровня, отвечающего текущим возможностям российской экономики.

В сентябре индекс PMI сферы услуг вырос с 54,2 до 55,2 п.п., указав на ускорение деловой активности в секторе по аналогии с динамикой обрабатывающих отраслей. В результате текущие значения индекса PMI обоих секторов оказались несколько выше своих исторических средних. Сводный PMI в сентябре вырос до 54,8 п.п., также превысив среднюю за весь период проведения опросов и показав максимальный за три месяца рост (Рисунок 28). Частный сектор российской экономики продемонстрировал солидное завершение III квартала, которое может поддержать динамику промышленности в ближайшие месяцы.

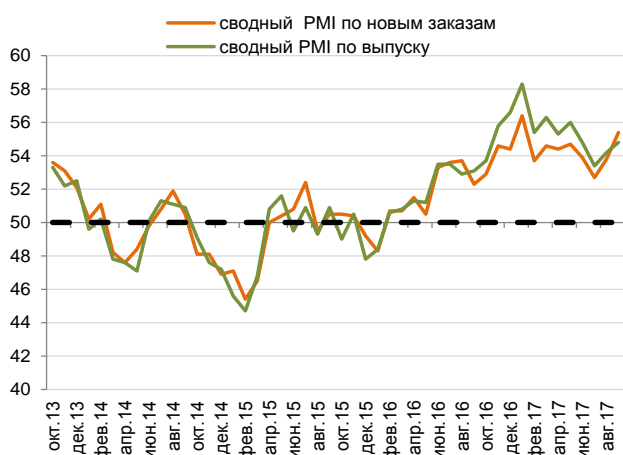
Однако среднее значение индекса PMI за III квартал оказалось ниже результатов IV квартала 2016 – II квартала 2017 г. и пока указывает на замедление роста российской экономики (Рисунок 29), что согласуется и с нашей индексной оценкой ВВП. По нашей оценке, экономика выходит на траекторию низкого, но устойчивого роста, отвечающего текущим возможностям российской экономики.

В основе ускорения роста в секторе сферы услуг лежит более благоприятная динамика поступления новых заказов, темпы роста которых оказались максимальными с декабря 2012 года. При этом ряд компаний указали на устойчивый спрос со стороны отечественных и зарубежных клиентов.

Судя по всему, улучшение ситуации с динамикой новых экспортных заказов, а также указанное респондентами улучшение рыночных условий добавили оптимизма компаниям сферы услуг. Деловые ожидания в секторе выросли до восьмимесячного максимума, сопровождаясь максимальными с мая 2013 г. темпами роста занятости и, как следствие, сокращением объема незавершенных работ.

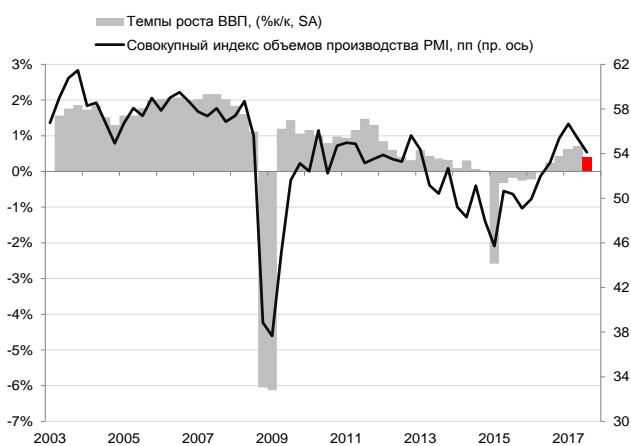
Делать выводы о тенденциях в частном секторе российской экономики по показателям одного месяца преждевременно. Однако благоприятная динамика поступления новых заказов может побудить компании отказаться от осторожной тактики наращивания объемов производства, активно используемой в последние месяцы особенно в секторе обрабатывающих отраслей. Одновременно, вероятно, сохранится устойчивый спрос на наем новых сотрудников с переходом к более активному повышению отпускных цен компаниями, что может повысить инфляционное давление.

Рисунок 28. Динамика индексов сводного PMI, п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 29. Динамика сводного PMI и роста ВВП, п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

1.2.8. Рынок новых автомобилей: рост ускоряется

- В сентябре 2017 г. продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей снова показали уверенный рост с учетом сезонности (+3,7% м/м) после

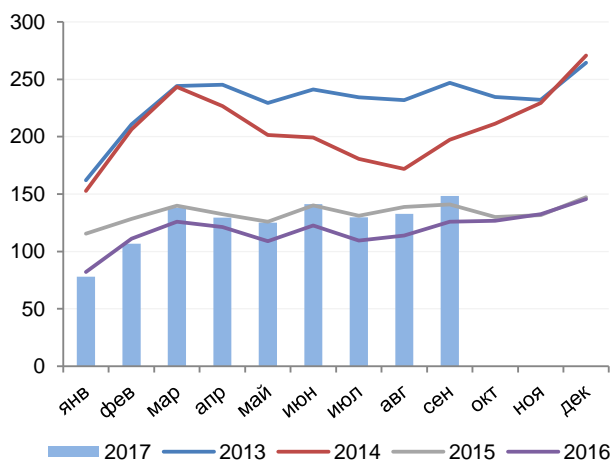
незначительного снижения в августе. Объемы производства легковых автомобилей за 8 месяцев текущего года также значительно выросли.

- Как минимум, до конца этого года авторынок еще преподнесет новые положительные сюрпризы, отражая восстановление спроса на товары длительного пользования и оказывая позитивное влияние на общую динамику розничных продаж.
- Физические объемы экспортных поставок новых легковых автомобилей продолжают расти, в основном, за счет стран дальнего зарубежья.

В сентябре 2017 г., согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей выросли на 17,9% г/г (Рисунок 30).

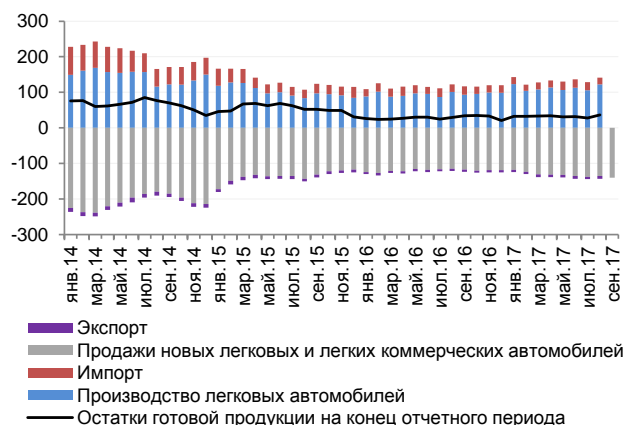
Значительный рост в текущем месяце и по итогам III квартала (+17,7% г/г) способствовал заметному улучшению годовых прогнозов. По оценкам АЕБ рынок вырастет в 2017 г. на 10,8%. о итогах девяти прошедших месяцев объем реализации уже увеличился на 10,6% г/г. Минпромторг также обновил прогнозы по итогам года в лучшую сторону: предполагается, что продажи вырастут на 10% г/г. На ту же величину оценивается рост производства в текущем году.

Рисунок 30. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс штук



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Составляющие спроса (-) и предложения (+) на рынке автомобилей в РФ, сезонность устранена, тыс штук



Источники: АЕБ, расчеты ДИП, Росстат.

По нашей оценке, в этом году рынок вырастет сильнее, чем ожидается, – как минимум на 12%. Приведенные на Рисунке 8 графики месячных продаж указывают на вероятное ускорение темпов роста рынка в IV квартале (особенно, в декабре), а не на замедление, предполагаемое в прогнозах АЕБ и Минпромторга. Действительно, месячные продажи осуществляются как в «нормальном» 2013 г., только со

сдвигом уровня продаж вниз. Рост цен на нефть в последние месяцы – залог дальнейшего роста спроса на автомобили до конца года.

Результаты продаж в сентябре после устранения сезонности также показывают уверенный рост – на 3,7% м/м (Рисунок 31). Данный прирост и обновление прогнозов аналитиков говорят о продолжении позитивных настроений на рынке новых легковых автомобилей.

Ускорение темпов роста продаж на авторынке должно внести свой вклад и в дальнейшее восстановление объемов розничной торговли.

Производство легковых автомобилей по итогам восьми месяцев 2017 г. также значительно увеличилось – на 21,4% г/г. В результате уровень выпуска за рассматриваемый период времени уже заметно превысил кризисные значения 2015–2016 годов. Тенденции, сложившиеся во внешнеэкономической деятельности в прошлые месяцы, сохранились и по итогам января-августа 2017 года. Наблюдаются заметное сокращение импортных поставок легкового транспорта (-8,5% г/г) и значительный рост экспорта (+32,4% г/г). Как и в прошлые периоды, основной рост экспорта приходится на поставки в страны дальнего зарубежья.

Потребительские цены на новые легковые автомобили в сентябре 2017 продолжили расти (Рисунок 32). При этом в годовом выражении рост цен на импортные и собранные на территории Российской Федерации автомобили был ниже общей инфляции в этом месяце (2,1 и 2,8 г/г против 3,0% г/г соответственно). Единственной группой товаров, рост цен на которую опередил общую инфляцию, стали новые отечественные автомобили.

Рисунок 32. Динамика цен потребителей на новые легковые автомобили, янв. 2013 г. = 100%

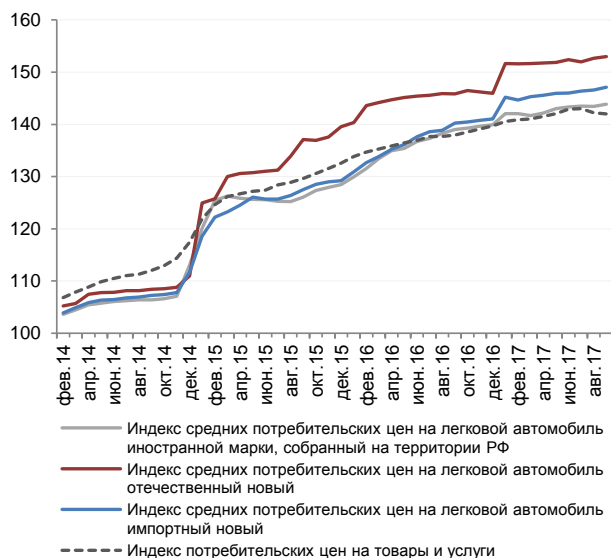
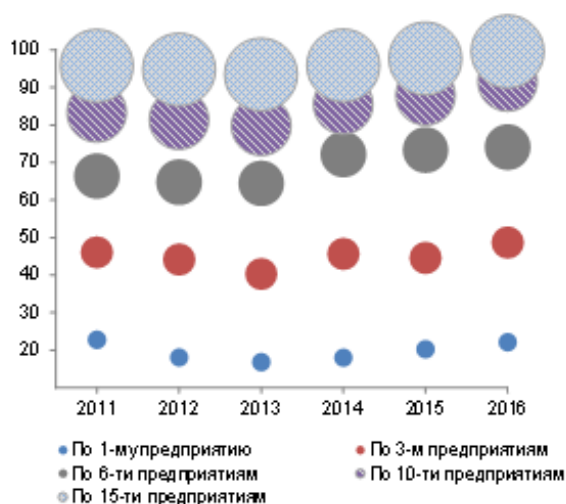


Рисунок 33. Коэффициент концентрации производства легковых автомобилей, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Источник: Росстат.

Несмотря на довольно устойчивое положение рынка в настоящее время, программы государственной поддержки оказывают существенное влияние на перспективы дальнейшего развития отрасли. К одному из значимых проектов относится новая Стратегия развития автомобильной промышленности Российской Федерации на период до 2025 года. Основными нерешенными вопросами из предыдущей версии стратегии¹¹ остались процесс наладки производства автокомпонентов и повышение доли экспорта. В новой версии документа как приоритет развития отрасли и как способ решения вышеперечисленных проблем обсуждается процесс консолидации автомобильного производства и сокращения числа базовых платформ. Предполагается, что в результате получится достичь эффекта масштаба, что максимизирует добавленную стоимость, повысит рентабельность бизнеса и увеличит уровень локализации. Важным последствием этого будет сокращение издержек, которое положительно скажется на развитии отрасли автокомпонентов и поставщиков сырья. Кроме этого, российское производство может стать более конкурентоспособным, что отразится на объеме экспортных поставок.

Консолидация производства, в принципе, соответствует глобальному тренду автомобильной отрасли. По данным Росстата, в отрасли наблюдается повышение концентрации производства (Рисунок 33): к 2016 г. на шесть предприятий приходилось около 75% всего объема выпуска. При этом количество базовых производственных платформ довольно велико. По состоянию на 2015 г. в России в расчете на одну платформу приходилось 230 автомобилей¹², что более чем в два раза меньше по сравнению с развивающимися странами. При этом загрузка мощностей автомобильного производства довольно низкая и имеет тенденцию к уменьшению (41% в 2016 году). Очевидно, что данный вопрос является важным для оптимизации производства, повышения его конкурентоспособности и дальнейшего развития отрасли в целом. Пока остается неясным, какие конкретные меры будут приняты государством для выполнения данной задачи. По мнению автопроизводителей, процессы консолидации должны происходить естественным образом, не приводя при этом к значительному сокращению модельного ряда, что крайне важно в условиях нынешнего состояния рынка.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. ФРС США скорее всего повысит ставку на заседании в декабре

- ФРС США начала сокращать баланс, прогнозируя еще одно повышение ставки в 2017 году. Оценки реальной равновесной процентной ставки снижены до 0,75%.

¹¹ Стратегия развития автомобильной промышленности Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная приказом Минпромторга России от 23 апреля 2010 г. № 319.

¹² По данным IHS.

- ЕЦБ планирует объявить о старте сворачивания программы QE на октябрьском заседании.
- Банк Англии не изменил параметры ДКП на сентябрьском заседании, но проинформировал о высокой вероятности повышения ставки в ноябре.
- Банк Японии не изменил параметры ДКП, а в стране началась избирательная кампания перед выборами в нижнюю палату парламента.
- Замедление роста китайской экономики продолжилось в августе. Дальнейшее замедление ожидается в ближайшие кварталы, но его темп должен быть умеренным.

США: ФРС начала сокращать баланс, а администрация президента обновляла планы налоговой реформы

Двухдневное опорное заседание Комитета по открытым рынкам ФРС США закончилось ожидаемым решением оставить ключевую ставку в диапазоне 1,0–1,25%. Неожиданностью для многих участников рынка стали обновленные прогнозы по динамике ключевой ставки. Большинство представителей Комитета по открытым рынкам ФРС по-прежнему ожидают повышения ставки до конца этого года (скорее всего, на декабрьском заседании) даже в условиях пониженного роста цен (Рисунок 34). Сентябрьская статистика по рынку труда, несмотря на сокращение занятости в несельскохозяйственном секторе экономики впервые за последние семь лет (-33 тыс. рабочих мест), также не должна повлиять на решимость регулятора. Последствия разрушительных ураганов Харви и Ирма временно исказили данные по рынку труда. Так, часовая оплата труда выросла на 0,5% м/м из-за некорректного учета низкооплачиваемых работ, занятость по которым в сентябре сократилась значительно всего (например, по официантам – -105 тыс. рабочих мест). Уровень безработицы при этом сократился с 4,4 до 4,2%. Достоверная статистика по рынку труда появится не ранее ноября.

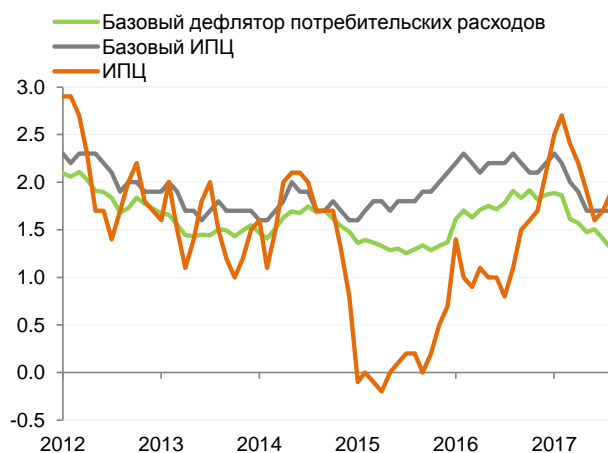
ФРС США также объявила о запуске программы по сокращению объема своего баланса, достигшего по итогам действия всех программ количественного смягчения 4,5 трлн долл. США. Процесс будет очень медленным и начнется с отказа от реинвестирования погашаемых облигаций в размере 10 млрд долл. США в месяц с постепенным увеличением лимита до 50 млрд долл. США в месяц.

Более важно, что возобновилось снижение медианной оценки долгосрочного равновесного уровня ключевой ставки ФРС (Рисунок 35): до 2,75 с 3,0%, а еще 4–5 лет назад она составляла 4,0%. При условии сохранения целевого уровня инфляции 2% это означает, что оценки реальной равновесной процентной ставки для экономики США уже составляют меньше 1%, а один из членов FOMC и вовсе оценивает ее всего в 0,25%. Более того, [по оценкам J. Williams](#), снижение оценки равновесной краткосрочной ставки по федеральным фондам будет сопровождаться

снижением временного спреда¹³, то есть кривая процентных ставок будет становиться более полой.

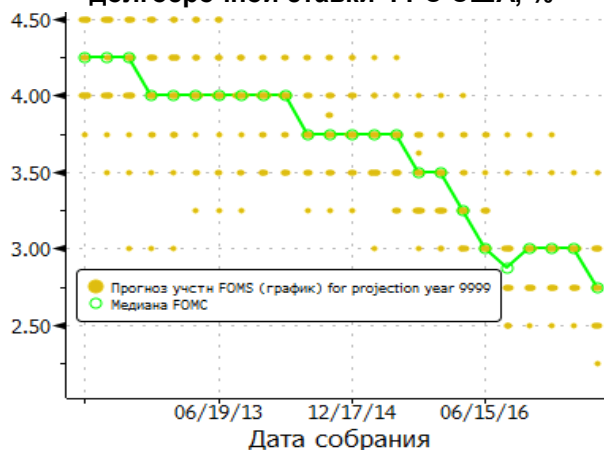
Снижение оценок равновесной реальной процентной ставки в США и других развитых странах может привести к снижению оценки равновесной ставки для России.

Рисунок 34. Динамика инфляции в США, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 35. Динамика прогнозов долгосрочной ставки ФРС США, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Основные направления налоговой реформы администрации президента США:

- Сокращение с 7 до 3 ступеней подоходной налоговой шкалы (вместо шкалы от 10 до 39,6% будут ставки в 12; 25 и 35%) с возможностью введения Конгрессом более высокого налога для самых богатых американцев. То есть максимальная ставка налогообложения сокращается (и отменяется налог на недвижимость), а минимальная вырастет. Также предполагается, что социальные вычеты самым низкодоходным группам населения будут удвоены, но в то же время количество налоговых вычетов должно сократиться. Однако без определения уровней дохода для перехода на другую ставку налогообложения оценить в полной мере данное предложение не представляется возможным.
- Снижение налога на прибыль с 35 до 20% для снижения стимулов по выводу прибыли за пределы юрисдикции США (сейчас это 2,6 трлн долл. США). Также планируется ввести льготное налогообложение на репатриацию активов и возможность амортизировать вложения в капитальные активы в течение пяти лет. Однако ни ставка льготного налогообложения, ни его срок также пока не специфицированы.

Республиканцы утверждают, что снижение налогов окупится через более быстрый экономический рост. Однако учитывая низкую конкретику предложенных мер (предполагается, что основные детали будут разработаны конгрессменами), а

¹³ Спред между 10-летними казначейскими облигациями и ставкой федеральных фондов на исторической перспективе составлял 1,5 п.п., но прогнозируется на уровне 1 процентный пункт.

также нацеленность некоторых мер на снижение налоговых доходов у самых обеспеченных американцев, вопрос источников финансирования этой инициативы остается открытым. Кроме того, принимая во внимание недавний провал по отмене Обамасаре, налоговая реформа может также наткнуться на сопротивление в Конгрессе. К тому же прежде чем перейти к налоговой реформе, необходимо рассмотреть вопрос бюджета на 2018 г., который в последние годы также был непростой задачей.

Еврозона: в ожидании начала сворачивания программы QE

«Записи» с сентябрьского заседания ЕЦБ (7 сентября) подтвердили намерение регулятора объявить о начале сворачивания программы количественного смягчения на октябрьском заседании (26 октября). Ключевой вопрос – скорость сворачивания программы, а также то, будет ли известна дата прекращения расширения баланса ЕЦБ сразу в момент объявления о запуске tapering. Кроме того, еще раз подчеркнута последовательность нормализации ДКП: сначала сворачивание программы QE, затем через какое-то время (продолжительное) повышение ключевой ставки.

По итогам сентябрьского заседания регулятор обновил свои макроэкономические прогнозы. Укрепление евро негативно сказывается на динамике инфляции, прогноз которой в очередной раз был пересмотрен вниз, несмотря на повышение прогноза по экономическому росту в 2017 г. (Рисунок 36). Достижение таргета отодвинуто дальше, что говорит в пользу проведения более мягкого варианта tapering.

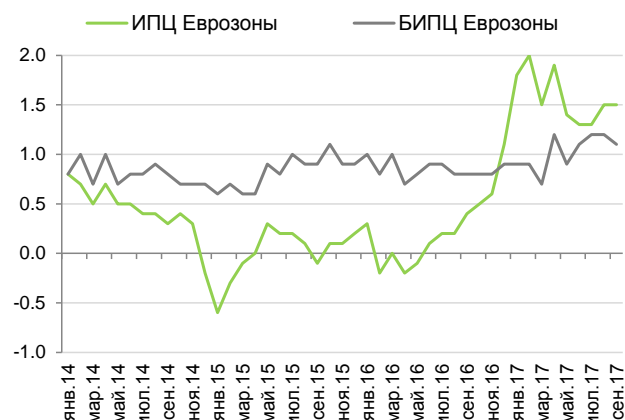
Инфляция в сентябре осталась на уровне августа – 1,5% г/г. Более того, неблагоприятный эффект базы на энергетическую компоненту может привести к замедлению годовых темпов роста ИПЦ вплоть до конца года. Базовая инфляция в сентябре снова неожиданно замедлилась с 1,2 до 1,1% г/г (Рисунок 37). Это еще раз подчеркивает, что сворачивание программы количественного смягчения должно быть очень медленным и осторожным.

Опережающие индикаторы указывают на продолжение уверенного роста экономической активности еврозоны. В сентябре помимо значительного роста PMI (с 55,7 до 56,7 п.п.) также вырос до максимума с июля 2007 г. (до 113 п.п.) индекс экономических настроений (ESI) еврокомиссии. Оба индикатора соответствуют росту ВВП в III квартале на уровне 0,6% к/к. Однако уже вышедшая за III квартал статистика указывает на высокую вероятность небольшого замедления экономики. Так, розничные продажи сокращаются второй месяц подряд (-0,5% м/м в августе и -0,3% м/м в июле). Уровень безработицы также приостановил снижение (на уровне 9,1%) и растет третий месяц подряд во Франции. Однако замедление не будет значительным – бизнес и потребительская уверенность остаются на многолетних максимумах, а уверенное восстановление мировой торговли должно компенсировать возможный негативный эффект от укрепления евро.

Рисунок 36. Динамика макропрогнозов ЕЦБ

	2017		2018		2019	
	сент.	июнь	сент.	июнь	сент.	июнь
Цены на нефть USD/EUR	51.8	51.6	52.6	51.4	53.1	51.5
ВВП, %г/г	1.13	1.08	1.18	1.09	1.18	1.09
Инфляция, %г/г	2.2	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
Безработица, %	1.5	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
	9.1	9.4	8.6	8.8	8.1	8.3

Источник: ECB.

Рисунок 37. Динамика инфляции, % г/г

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Великобритания: Банк Англии готовит рынки к повышению ставки

В сентябре Банк Англии сохранил основные параметры проводимой денежно-кредитной политики неизменными, но предупредил о возможном сокращении монетарного стимулирования уже в ближайшие месяцы, и наиболее вероятно – на ноябрьском заседании. Риторика регулятора была ужесточена после того, как августовские комментарии о несоответствии ожиданий финансовых рынков наиболее вероятной траектории денежно-кредитной политики практически не повлияли на ожидания рынка. Текущий сигнал оказался более действенным (Рисунок 38). Теперь рынок ожидает повышения ставки уже в следующем квартале.

Для перехода к повышению ставки у регулятора есть несколько оснований. Во-первых, текущая макроэкономическая динамика оказывается лучше, чем ожидалось, и, по оценкам регулятора, спрос растет несколько выше потенциала. ВВП в II квартале прибавил 0,3% к/к и, по оценкам NIESR, его рост ускорился до 0,4% к/к в III квартале 2017 года. Во-вторых, безработица снизилась сильнее, чем ожидал регулятор еще в августовском отчете по инфляции, и опустилась ниже естественного уровня (4,5%). Уровень безработицы достиг 40-летнего минимума в 4,3%, а рост оплаты труда несколько ускорился, что повышает риски дальнейшего нарастания инфляционного давления. В-третьих, инфляция также превысила ожидания и ускорилась до 2,9% г/г в августе и, вероятно, превысит 3% уже в октябре 2017 г. (Рисунок 39) в основном за счет роста цен на нефть и последствий ослабления фунта стерлингов в 2016 году. Несмотря на то, что регулятор не может и не должен препятствовать ослаблению фунта стерлингов и падению доходов в реальном выражении, которое будет следствием Brexit, его действия должны обеспечить устойчивое возвращение инфляции к целевому уровню в среднесрочном периоде.

Рисунок 38. Динамика вероятности повышения ключевой ставки до 0,5% по итогам ноябрьского заседания Банка Англии, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 39. Динамика потребительской инфляции, % г/г



Источник: Office for national statistics.

Япония: в преддверии избирательной кампании, которая может обернуться новыми стимулирующими мерами

Банк Японии на сентябрьском заседании принял решение о сохранении всех текущих параметров денежно-кредитной политики. По всем видимости, центральный банк Японии самым последним из крупнейших центральных банков развитых стран¹⁴ встанет на путь нормализации политики и сворачивания стимулирующих программ.

25 сентября Синдзо Абэ официально объявил о роспуске нижней палаты парламента. Досрочные выборы назначены на 22 октября. После серии скандалов в правящей партии летом, негативно отразившихся на поддержке парламента, в сентябре доверие населения было восстановлено (Рисунок 40). В качестве рекламы своей экономической программы Синдзо Абэ объявил о планах запуска нового пакета стимулирующих мер стоимостью 2 трлн иен, которые предполагается направить на финансирование дошкольного и высшего образования и стареющего населения. Пакет будет профинансирован планирующимся в октябре 2019 г. повышением налога с продаж. Из-за раскола внутри главной оппозиционной партии шансы на победу у Синдзо Абэ высоки.

Инфляционная динамика продолжает оставаться умеренной, хотя и постепенно ускоряется. Инфляция в августе выросла до 0,7 с 0,4% г/г. Базовая инфляция (исключая цены на свежие продукты и энергию) в августе составила 0,2% г/г (в июле – 0,1% г/г).

Рост оплаты труда также остается незначительным (+0,5% г/г в июле), несмотря на низкий уровень безработицы (2,8% в августе – минимум за 23 года) и близкий к историческому максимуму показатель напряженности (число вакансий на одного рабочего) на рынке труда (1,5 в августе) (Рисунок 41). Тем не менее рефор-

¹⁴ ФРС США, ЕЦБ, Банк Англии, Банк Японии.

мы на рынке труда, анонсированные в марте 2017 г., и положительный разрыв выпуска позволяют ожидать постепенного нарастания инфляционного давления. Правда, согласно исследованию МФВ в рамках октябрьского WEO, в странах, где безработица уже опустилась ниже предкризисного уровня (в том числе в Японии), около 2/3 замедления роста номинальных заработных плат объясняется замедлением роста производительности. Но решение этой проблемы вряд ли будет быстрым.

Рисунок 40. Опросы общественного мнения относительно работы парламента, %



Источник: Japan Macro Advisors.

Рисунок 41. Динамика безработицы и показателя напряженности на рынке труда



Источник: Japan Macro Advisors.

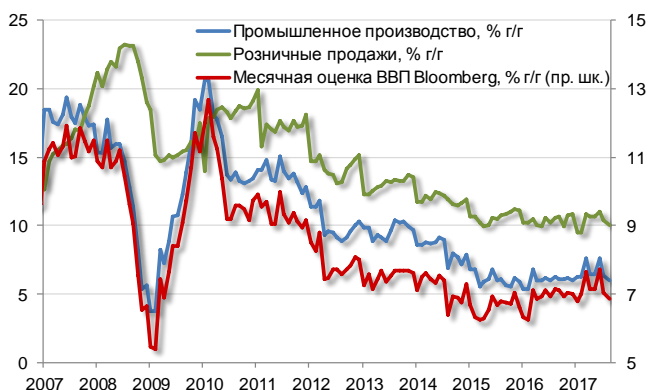
Китай: экономика замедляется умеренными темпами

Августовская статистика показала продолжение замедления роста китайской экономики. Рост промышленного производства оказался наименьшим в 2017 г.: 6,0% г/г после 6,4% г/г в июле (Рисунок 42). Замедление роста, вероятно, вызвано закрытием предприятий в рамках ужесточения борьбы с загрязнением окружающей среды: рост в добывающих отраслях опустился до -3% г/г при росте в 7% г/г в обработке. Темп роста розничных продаж также продолжил замедляться: 10,1% г/г после 10,4% г/г в июле (Рисунок 42).

До наименьшего уровня с конца 2000 г. снизился темп роста инвестиций в основную капитал: 3,8% г/г после 6,5% г/г в июле (Рисунок 43). Основное падение пришлось на инфраструктурные проекты, что можно объяснить замедлением роста государственных расходов до 3,2% г/г после 5,7% г/г в июле (Рисунок 44).

Скрасила ситуацию хорошая статистика внешней торговли. С поправкой на сезонность Capital Economics темпы роста экспорта и импорта в целом стабильны в последние месяцы (Рисунок 45).

Рисунок 42. Макроэкономическая динамика в Китае



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 43. Инвестиции в основной капитал в Китае



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

Рисунок 44. Доходы и расходы бюджетной системы Китая



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

Рисунок 45. Индекс сезонно сглаженных показателей импорта товаров в Китай (2005 = 100%, юаней)



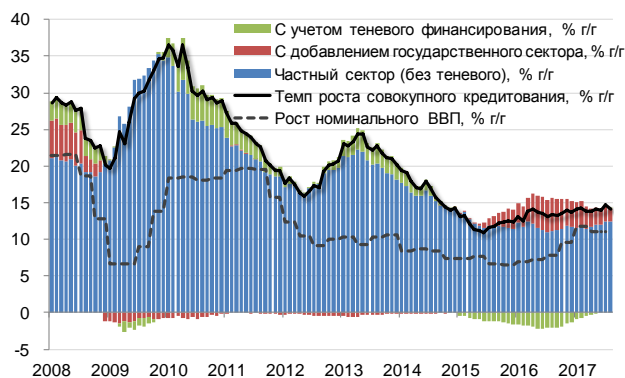
Источник: Capital Economics.

Мы ожидаем, что замедление китайской экономики продолжится в последующие кварталы. Все большую роль начнет играть замедление роста кредитования и показателя M2 в рамках задачи по снижению кредитной нагрузки на экономику. По оценкам BVVA, замедление роста кредитования и M2 на 1 п.п. снижает рост экономики на 0,1 и 0,16 п.п. с максимальным эффектом через 7 и 4 месяцев соответственно. Замедление роста M2 происходит последовательно и относительно предыдущего года составило почти 2,5 процентного пункта. Замедление роста кредитования экономики пока незначительное: снижение темпа роста облигационного финансирования почти полностью компенсируется ростом банковского и теневого кредитования (Рисунок 46). В целом монетарный фактор может внести негативный вклад в рост экономики Китая к концу 2017 г. в размере порядка 0,4 процентного пункта.

Негативное влияние должно оказать продолжающееся ужесточение регулирования рынка недвижимости, целями которого являются снижение темпа роста цен на жилье и сокращение запасов непроданного жилья. Это ведет к последовательному замедлению темпов роста строительства и продаж жилья.

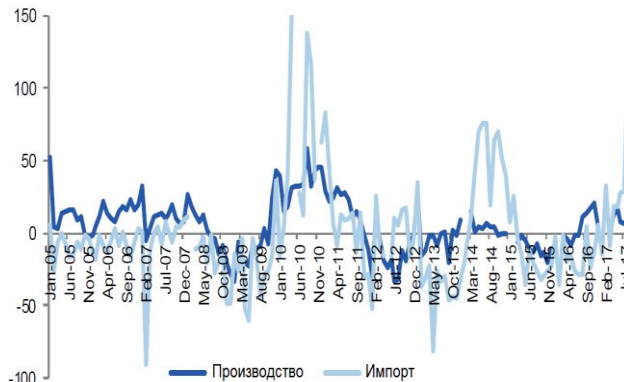
Кроме того, увеличение числа закрываемых предприятий в рамках борьбы с загрязнением окружающей среды (15 сентября закончился четвертый раунд инспекции) может вызвать дальнейшее замедление роста промышленного производства.

Рисунок 46. Рост кредитования в Китае



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

Рисунок 47. Темп роста производства и импорта станков в Китай, % г/г



Источник: Mizuho.

Однако мы не ожидаем, что замедление роста экономики Китая будет существенным. Помимо относительно высокого внешнего спроса, поддержку может оказать активизация роста инвестиций в промышленность, чему должны способствовать увеличение темпа роста прибыли и вероятное начало цикла замены оборудования на предприятиях: Mizuho указывает, что длина цикла составляет 7–11 лет, а начало предыдущего цикла было в 2009–2011 гг. в условиях масштабной антикризисной программы властей (Рисунок 47).

Наконец, по нашим ожиданиям, смягчить замедление роста экономики по итогам III квартала может всплеск бюджетных расходов в сентябре. Помимо того, что такая динамика характерна для отчетных периодов (Рисунок 44), подобный шаг также выглядел бы логичным в связи с проходящим съездом Коммунистической партии Китая, на котором произойдет переизбрание руководства страны.

1.3.2. Доходности ОФЗ вернулись в 2013 год

- Доллар США с середины сентября немного вырос на фоне укрепившихся ожиданий повышения ставки ФРС США на декабрьском заседании.
- Показатели волатильности рынка акций опустились до минимальных уровней, а сами акции продолжили обновлять исторические максимумы.
- Доходности ОФЗ продолжили снижение. Доходности на среднем и длинном конце кривой уже опустились до уровня второго полугодия 2013 года.

- Реакция рынков на снижение ключевой ставки Банка России на 0,5 п.п. была сдержанной, так как решение было ожидаемым на фоне снижения годовой инфляции

Глобальные рынки

В середине сентября начался разворот динамики курса доллара США по отношению к основным валютам развитых стран после длительного периода падения (Рисунок 48). Основным фактором разворота стало возвращение ожиданий повышения ставки ФРС США на декабрьском заседании. Оно вызвало не только укрепление курса доллара, но и повышение доходностей гособлигаций США. Доходности коротких бумаг (1-2 года), наиболее чувствительных к ожиданиям динамики ключевой ставки ФРС США, выросли с начала сентября на 16-17 бп, достигнув уровня, максимального с 2008 года.

Рисунок 48. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



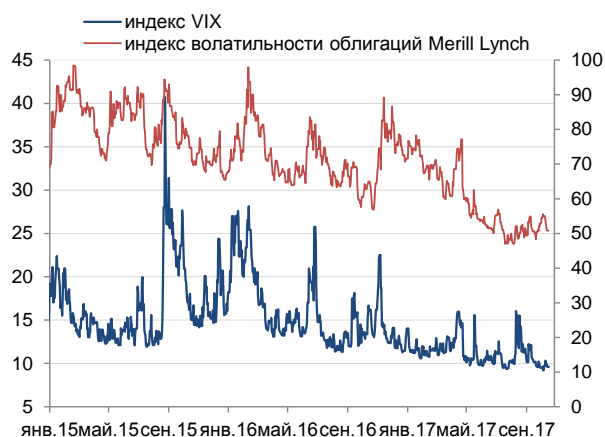
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 49. Динамика индексов акций (01.01.2014 = 100%)



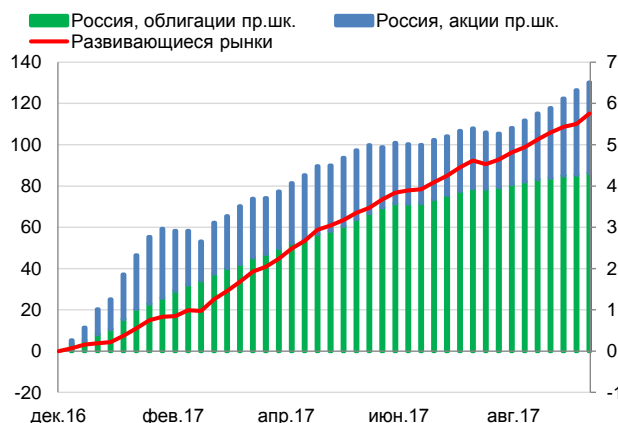
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 50. Динамика индексов волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 51. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл., накопленным итогом с начала 2017 года



Источник: EPFR.

Доходности облигаций развивающихся стран, номинированные в долларах, выросли вслед за доходностью базовых активов. При этом динамика рынков облигаций в локальных валютах и валютного рынка развивающихся стран оказалась разнонаправленной, что, впрочем, никак не помешало продолжению притока капитала в развивающиеся страны (Рисунок 51).

Небольшой рост волатильности рынка облигаций никак не сказался на волатильности рынка акций, которая вновь опустилась до минимальных уровней (Рисунок 50). На этом фоне индексы акций раз за разом обновляли максимальные исторические значения (Рисунок 49).

Российские рынки

На рынке российских еврооблигаций наблюдался резкий рост доходностей суверенных бумаг (Рисунок 52). Частично он был связан с ростом базовых доходностей гособлигаций США, однако сыграл свою роль и фактор резкого роста доходности амортизируемой еврооблигации с погашением в 2030 г., который привел к повышению доходностей и по остальным бумагам.

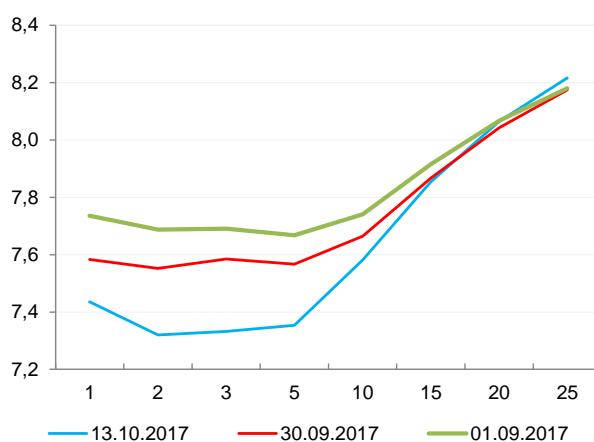
На локальном рынке облигаций продолжилось снижение доходностей (Рисунок 53). Доходности ОФЗ на длинном конце кривой (от 10 лет) уже опустились до уровня второго полугодия 2013 года. При этом максимальное снижение с начала сентября было зафиксировано на коротком и среднем участках кривой (Рисунок 53), где уровень доходностей все еще выше, чем в 2013 году. Доходности продолжают снижение по мере стабилизации инфляционных ожиданий и снижения премии за риск.

Рисунок 52. Динамика доходностей еврооблигаций РФ



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 53. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P., Московская Биржа

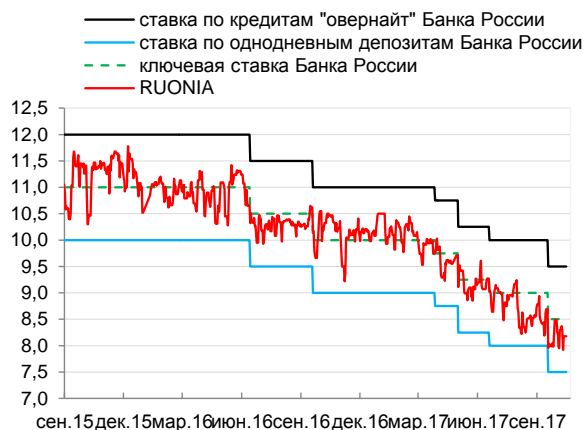
Реакция рынка на снижение ключевой ставки Банка России по итогам сентябрьского заседания Совета директоров оказалась незначительной. Решение было ожидаемым после снижения годовой инфляции в августе ниже 4%.

Рисунок 54. Динамика доходностей на локальном рынке облигаций, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 55. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



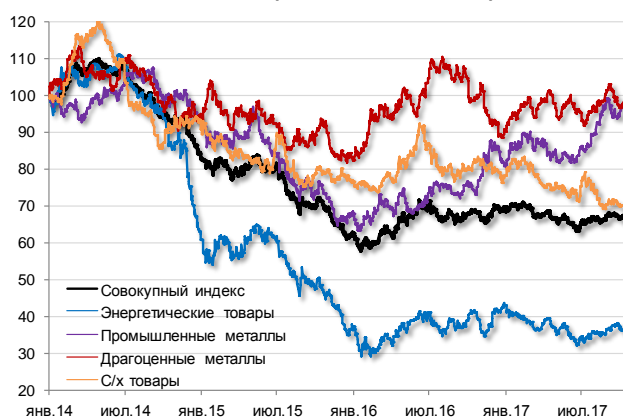
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Цена нефти растет благодаря фундаментальным и временным факторам

- Ведущие международные организации продолжили повышать прогноз роста спроса на жидкое топливо благодаря сильному росту потребления в странах ОЭСР.
- В США рост активности сланцевых компаний продолжает замедляться, позволяя ожидать замедления темпов роста добычи.
- Степень следования Соглашению ОПЕК+ значительно выросла в августе...
- ... но Ливия с Нигерией по-прежнему сильно снижают его эффективность, а страны-участники Соглашения поддерживают долю на рынке за счет продажи резервов.
- Помимо фундаментальных факторов рост нефтяных цен стимулирует усиление временных факторов, в частности, угрозы прекращения поставок нефти из Иракского Курдистана и продолжения падения добычи в Венесуэле.
- Как фундаментальные, так и временные факторы привели к переходу фьючерсной кривой нефти в положение «бэквордации»: при относительно высоких ценах фьючерсов на коротком участке кривой, цены фьючерсов на среднем участке находятся под давлением продаж со стороны хеджирующих производителей.

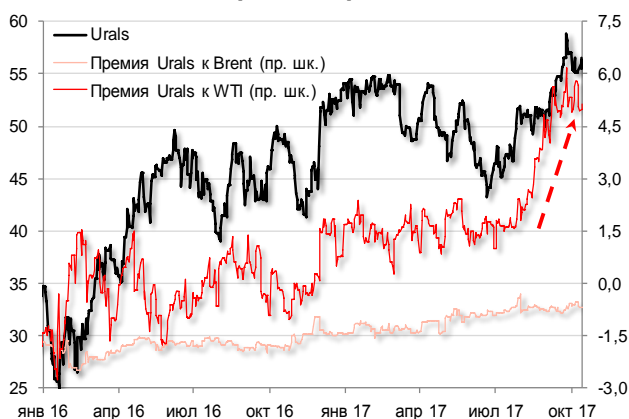
За сентябрь – первую половину октября индекс цен сырьевых товаров Bloomberg вырос на 1%. Снижение цен драгоценных металлов на 1% компенсировалось ростом цен промышленных металлов на 1% и энергетических товаров на 3% при нейтральной динамике со стороны цен на сельскохозяйственные товары (Рисунок 56). Цена нефти Urals выросла на 10% за счет ребалансировки нефтяного рынка и улучшения ожиданий относительно будущей динамики спроса и предложения, но отчасти также вследствие временных факторов и продолжающегося снижения дисконта к цене нефти Brent на фоне ограничения добычи российской нефти в рамках Соглашения ОПЕК+ (Рисунок 57).

Рисунок 56. Индексы цен Bloomberg товаров и металлов (01.01.2014 = 100)



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

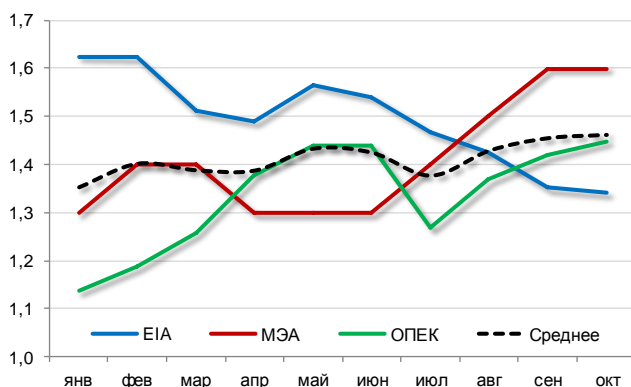
Рисунок 57. Цена нефти Urals и премия относительно сортов нефти Brent и WTI



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

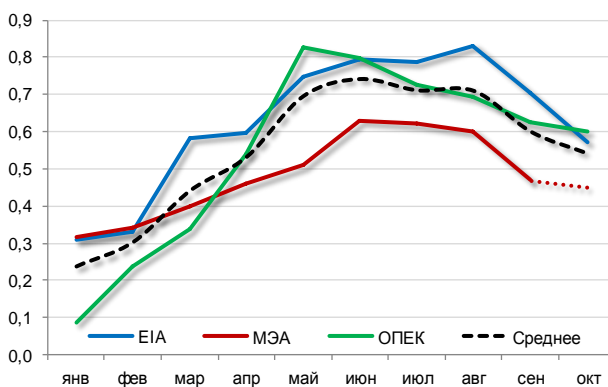
В отчетах ведущих международных организаций (Международное энергетическое агентство (МЭА), Управление энергетической безопасности США (EIA) и ОПЕК) за сентябрь и октябрь в целом сохранился тренд на пересмотр вверх прогноза роста мирового спроса на жидкое топливо (Рисунок 58). В его основе улучшение ожиданий относительно потребления в странах ОЭСР, в частности МЭА прогнозирует в Германии роста спроса на 0,1 млн барр. в день в 2017 году. EIA пересмотрело свой прогноз вниз, но посредством переноса этого спроса на 2018 год.

Рисунок 58. Прогнозы роста мирового спроса на жидкое топливо в месячных отчетах ведущих организаций в 2017 году, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

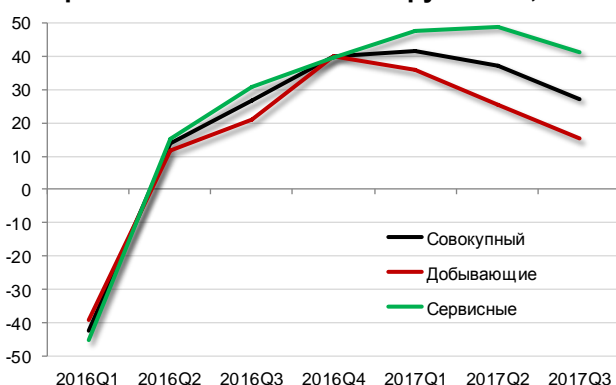
Рисунок 59. Прогнозы роста добычи жидкого топлива в США в месячных отчетах ведущих организаций в 2017 году, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

Сторона предложения также оказала поддержку нефтяным ценам. С одной стороны, рост производства жидкого топлива в США продолжается, а добыча сланцевой нефти, по данным EIA, в сентябре предположительно превысила рекорд марта 2015 года. В то же время в отчетах ведущих международных организаций тренд на пересмотр прогноза роста добычи в США в 2017 г. сменился на нисходящий (Рисунок 59). Энергетический отчет ФРБ Далласа за III квартал показал продолжение снижения индекса бизнес активности нефтегазовых компаний 11 округа США¹⁵ с опережающей динамикой у добывающих компаний (все бóльшая часть выгоды от восстановления нефтяных цен отходит сервисным компаниям) (Рисунок 60). Динамика добычи и ключевых опережающих показателей сланцевой индустрии в последние месяцы либо замедляет рост, либо ускоряет снижение: активизируется выбытие буровых установок, замедляется ввод новых скважин и восстановление занятости в отрасли, ускоряется снижение эффективности добычи, что позволяет ожидать развития тренда на замедление роста добычи сланцевой нефти (Рисунок 61–Рисунок 63).

Рисунок 60. Индекс бизнес активности нефтегазовых компаний 11 округа США, п.п.



Источник: ФРБ Далласа.

Рисунок 61. Темп роста показателей сланцевой индустрии, %/м



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

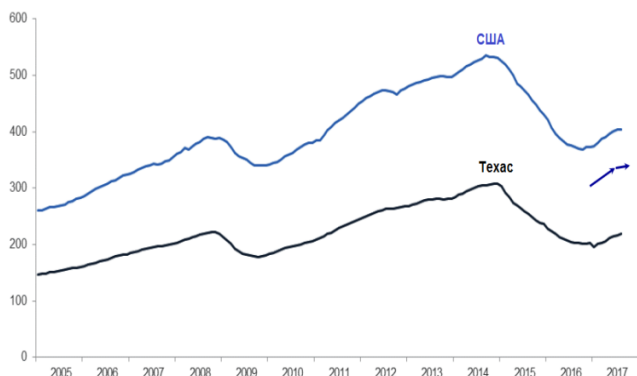
В августе-сентябре также улучшилась степень следования стран Соглашению ОПЕК+, способствуя повышению жесткости рынка. По оценкам ОПЕК на данных из вторичных источников, степень следования квотам странами ОПЕК-12¹⁶ выросла до 100% вследствие падения добычи в Венесуэле и возврата дополнительной поддержки со стороны Саудовской Аравии (Рисунок 64), а странами, не входящими в картель, подскочила до 161% (Рисунок 65). Отсюда, по нашим оценкам, совокупная по странам ОПЕК+ степень следования квотам составила в августе 117% (в июле 95%). При этом Ливия и Нигерия по-прежнему существенно снижают эффективность действия соглашения: с их учетом степень следования квотам в августе составила 91% (в июле – 67%).

¹⁵ Включает в себя Техас и прилегающие территории, в том числе бассейн Permian, с совокупной добычей нефти свыше 40% от общей по США и 2/3 добычи в основных сланцевых бассейнах. Обзор отчета за II квартал представлен в подразделе 1.3.3. «Перспективы балансировки нефтяного рынка ухудшились» [Бюллетеня «О чем говорят тренды» за июнь 2017 года \(№5 \(17\)\)](#).

¹⁶ Включает 12 стран ОПЕК, на которые распространены квоты, за исключением Ливии и Нигерии.

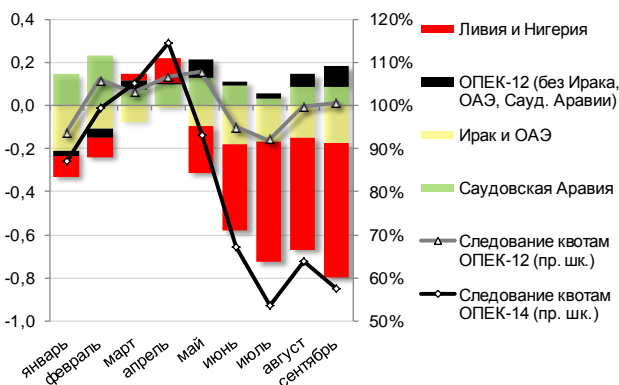
Кроме того, оценки Крлег показывают, что сокращение экспорта нефти из стран ОПЕК значительно уступает сокращению добычи: к августу относительно октября показатель экспорта снизился лишь на 0,21 млн барр. в день, то есть в несколько раз меньше, чем добыча (Рисунок 66). Данные JODI по Саудовской Аравии показывают, что реализация запасов продолжается, но ее влияние на рост предложения нефти снижается (Рисунок 67).

Рисунок 62. Занятость в нефтегазовой отрасли в Техасе и в США в целом, тыс. человек



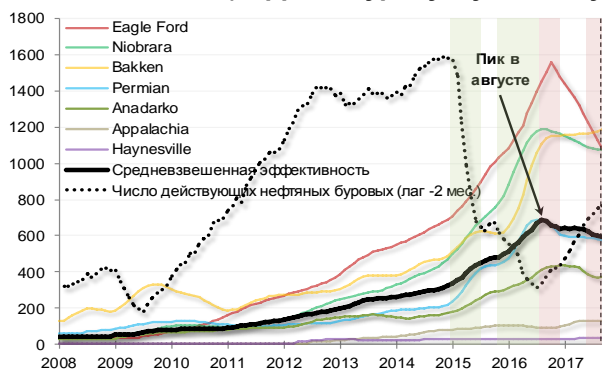
Источник: ФРБ Далласа.

Рисунок 64. Отклонение добычи стран ОПЕК от квот («+» показывает сокращение добычи сверх требуемого) (млн барр. в день)



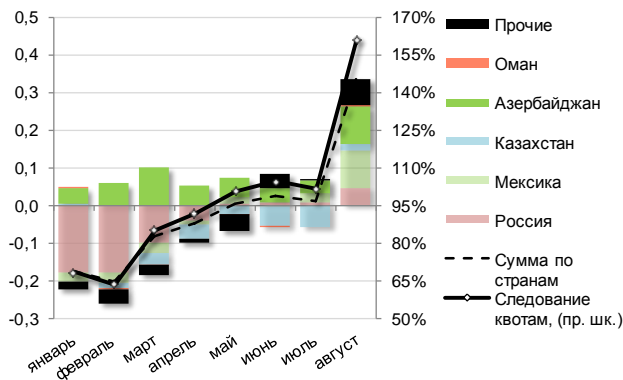
Источники: Bloomberg Finance L.P., ОПЕК, ДИП.

Рисунок 63. Число буровых установок и эффективность добычи нефти в сланцевых бассейнах США (барр. на буровую установку)



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

Рисунок 65. Отклонение добычи стран вне ОПЕК от квот (знак «+» показывает сокращение добычи сверх требуемого), млн барр. в день

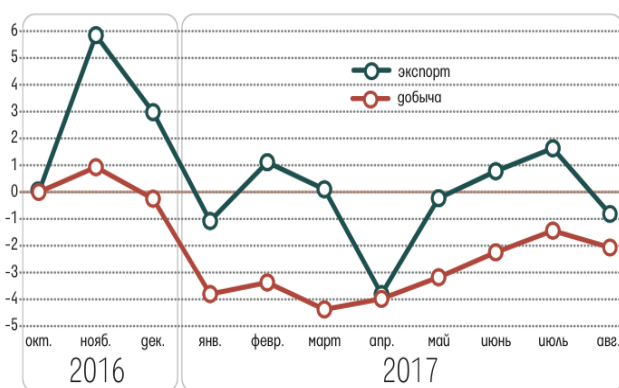


Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Помимо фундаментальных факторов росту нефтяных цен в отчетном периоде способствовало также заметное усиление эффекта временных факторов. К ним можно отнести сезонно высокий спрос; резкое падение добычи в Венесуэле в сентябре, породившее опасения подобной дальнейшей динамики; относительно высокий уровень ураганной угрозы в США, приводивший несколько раз к остановкам добычи на ряде месторождений; рост дисконта нефти WTI к другим сортам; повышение напряженности в отношениях США с Северной Кореей и Ираном; проведение референдума о независимости Иракского Курдистана. Последнее грозит рисками внутреннего военного конфликта, вызванного в том числе захватом Курдистаном богатых нефтью иракских месторождений Kirkuk и Bai Hassan и прекращением поставок нефти на мировой рынок через Курдистан (около 0,6 млн барр. в день).

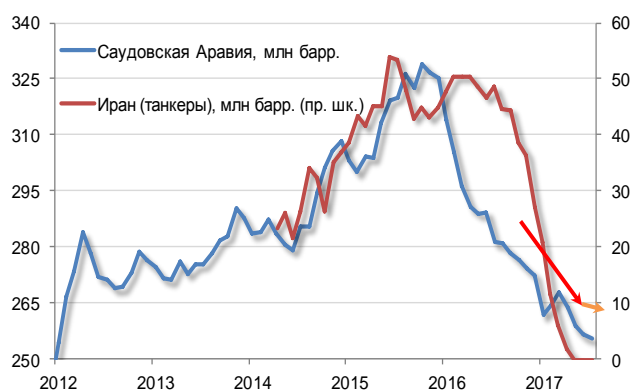
Произошедший в отчетном периоде рост нефтяных цен привел к переходу фьючерсной кривой нефти из состояния «контанго» в состояние «бэквордации»¹⁷ (Рисунок 68). На фоне относительно высоких цен фьючерсов на коротком участке кривой, что можно объяснить эффектом как фундаментальных, так и временных факторов, цены фьючерсов на среднем участке кривой находятся под давлением производителей, которые, по всей видимости, активно хеджируются. Опыт 2017 г. показывает, что фьючерсная кривая нефти WTI переходит в «бэквордацию» и ведет себя практически одинаково при переходе цены выше уровня 50 долл. США за баррель, который можно считать комфортным для сланцевых производителей (Рисунок 69).

Рисунок 66. Изменение объемов добычи и экспорта нефти странами ОПЕК, % м/м



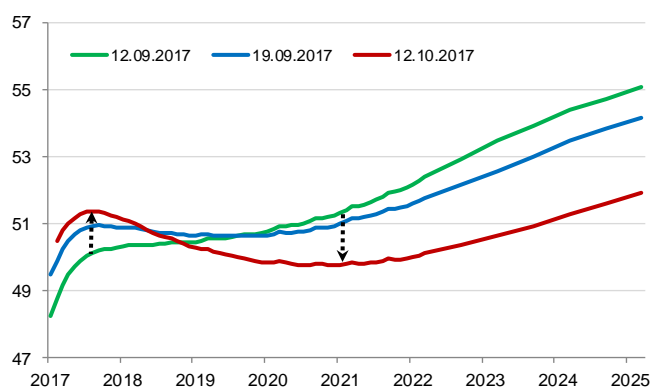
Источник: Ведомости.

Рисунок 67. Запасы нефти в Саудовской Аравии и Иране



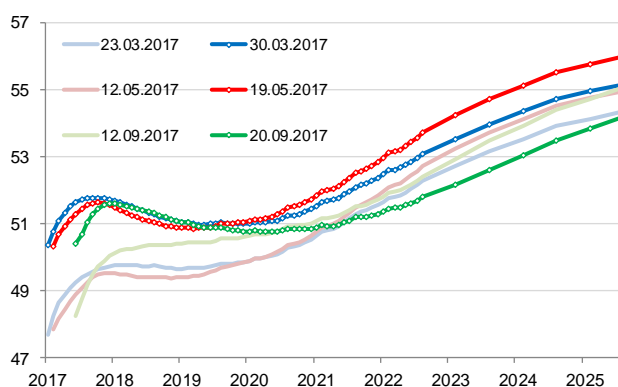
Источники: Bloomberg Finance L.P., JODI, расчеты ДИП.

Рисунок 68. Фьючерсные кривые нефти WTI, долл. США/барр.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 69. Фьючерсные кривые нефти WTI, долл. США/барр.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

¹⁷ «Контанго»/«бэквордация» характеризуется более высокой/низкой ценой каждого последующего по сроку исполнения фьючерсного контракта.

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.1.1. Индексная оценка ВВП: экономика закрепились на траектории устойчивого роста

- Индексная оценка ВВП на III квартал 2017 г. по состоянию на 19 сентября составила 0,4% к/к SA и была незначительно понижена по сравнению с августовской оценкой (давалась нами в диапазоне 0,4 – 0,5% к/к SA).
- Макростатистика за август, которая в целом оказалась достаточно позитивной, соответствует нашим ожиданиям о закреплении экономики на траектории устойчивого роста вблизи потенциального уровня.
- Наблюдавшееся в последние недели повышение нефтяных цен также может оказать дополнительную поддержку росту ВВП.
- Оценки на IV квартал 2017 г. (+0,4% к/к SA) и I квартал 2018 г. (+0,4 – 0,5% к/к SA) не претерпели существенных изменений за последний месяц.
- С учетом приведенных выше оценок мы ожидаем рост ВВП по итогам 2017 г. на уровне около 2,0%.

	Сентябрь 2017 года	Август 2017 года
	% к/к SA	% к/к SA
III квартал 2017 года	0,4	0,4-0,5
IV квартал 2017 года	0,4	0,4
I квартал 2018 года	0,4-0,5	0,4

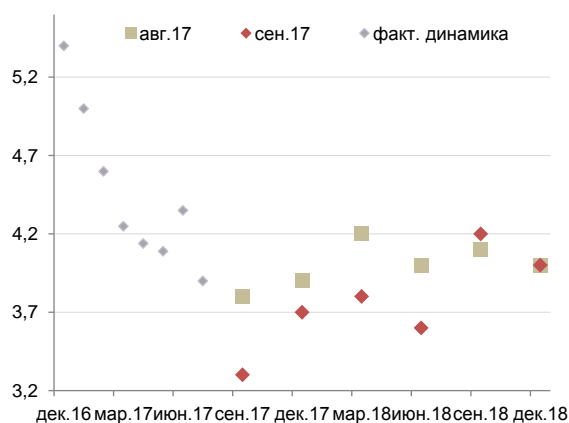
2.1.2. Аналитики уверены в поддержании инфляции вблизи 4% на среднесрочном горизонте

- По результатам сентябрьских опросов произошло очередное снижение инфляционных ожиданий аналитиков на конец текущего года с 3,9 до 3,7% г/г, что вызвано учетом текущей инфляционной динамики в прогнозе.

- В течение 2018 г. аналитиками прогнозируется более быстрый рост цен в связи с низкой базой текущего года и в отдельных случаях ожидается рост цен свыше 4% г/г.
- Таким образом, аналитики снижают ожидания по инфляции на 2017 г. с учетом фактических данных, но при этом уверены в поддержании инфляции вблизи 4% на среднесрочном горизонте.
- По нашим оценкам, действие эффекта базы 2017 г. должно приводить к большим колебаниям годовой инфляции, чем заложено в прогнозе аналитиков.
- Ожидания относительно процентной ставки остаются умеренными: аналитики не прогнозируют существенного снижения ставки в ближайшие два года.

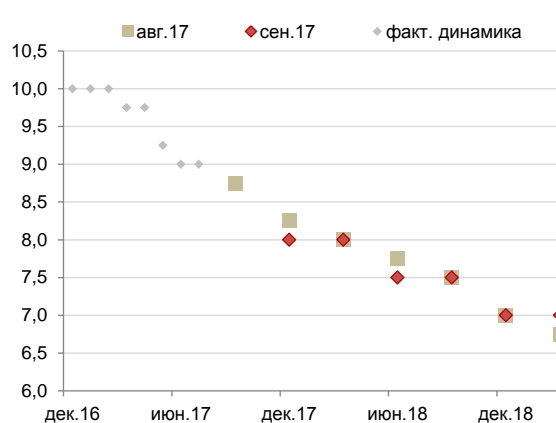
В сентябре ожидания аналитиков относительно инфляции существенно снизились вплоть до конца следующего года (Рисунок 70). Основной аргумент в пользу резкого снижения инфляционных ожиданий – это замедление фактического темпа роста потребительских цен. Инфляция за два месяца снизилась на 1 п.п., что не могло не повлиять на ожидания экспертов. Ожидания на конец текущего года снизились до 3,7%.

Рисунок 70. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 71. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Согласно ожиданиям аналитиков, значительный рост инфляции произойдет в III квартале 2018 г., что будет связано с эффектом низкой базы этого года. В определенные периоды годовая инфляция может превышать 4%, но на конец года ожидания не изменились и остались ровно на уровне цели Банка России.

Согласно опросам аналитиков, Банк России в дальнейшем продолжит снижение ключевой ставки. Однако текущее резкое замедление инфляции не привело к значимому пересмотру масштаба понижения Банком России ключевой ставки на рассматриваемом горизонте. Корректировка прогноза аналитиков по ключевой

ставки на конец 2017 года с 8,25 до 8,0% является в большей степени символическим, отражающим произошедшее в сентябре снижение ключевой ставки (Рисунок 71). В последующие периоды быстрого снижения ставки также не наблюдается – наоборот, на конец 2018 г. ожидаемое значение ставки немного подросло (до 7,0%). Это говорит о том, что аналитики считают, что Банк России не будет спешить с понижением процентной ставки.

3. В Фокусе. О вкладе валютного курса в замедление инфляции: результаты эконометрического анализа

- Эффект переноса динамики валютного курса в цены оказал значимое влияние на замедление инфляции. При отсутствии этого эффекта инфляция в сентябре оказалась бы на уровне 4% г/г – то есть том уровне, который Банк России намерен поддерживать на устойчивой основе.
- Данный вывод предполагает, что замедление инфляции до 3% в сентябре носит временный характер. При прочих равных условиях, инфляция ускорится до 4% по мере прекращения действия эффекта переноса в будущем.
- Эффект переноса курса рубля в цены за последние пять лет снизился почти в два раза, тем не менее продолжая вносить значимый вклад в динамику потребительских цен.¹⁸

Согласно данным Росстата, в сентябре годовые темпы роста потребительских цен замедлились до рекордно низких 3,0%, продолжив оставаться ниже уровня 4,0% г/г третий месяц подряд. При этом наряду с умеренно жесткой денежно-кредитной политикой Банка России, на замедление инфляции повлияли временные факторы, среди которых важную роль сыграло укрепление рубля, произошедшее за последний год.

Зависимость уровня потребительских цен от обменного курса определяется эффектом переноса, масштаб которого снизился почти в два раза за последние годы, о чем свидетельствуют данные анализа, представленные ниже. К основным причинам, влияющим на снижение эффекта переноса, в общем случае относятся постепенное снижение удельного веса импорта в структуре товарных ресурсов розничной торговли, снижение инфляционных ожиданий, «издержки меню»¹⁹ и так далее.

Несмотря на снижение эффекта переноса, вклад курса в динамику потребительских цен остается достаточно высоким: очищенная от влияния курса годовая инфляция оценивается на уровне 4,0% – уровне, который Банк России намерен поддерживать на устойчивой основе (Рисунок 72). Данный вывод предполагает, что замедление инфляции до 3% в сентябре носит временный характер. При прочих равных условиях, инфляция ускорится до 4% по мере прекращения действия эффекта переноса в будущем. Именно на этот уровень инфляции следует ориентироваться при принятии решений по денежно-кредитной политике.

¹⁸ Оценка, сделанная в результате анализа коинтеграции номинального эффективного курса рубля с ценами на различные компоненты ИПЦ, а также оценки стандартной VAR-модели приведенной формы

¹⁹ Расходы на пересмотр ценников.

**Рисунок 72. Динамика инфляции, очищенной от влияния динамики курса,
% г/г**



Источники: расчеты ДИП.

Проблема оценки вклада курсовой динамики в дезинфляцию²⁰ 2016-2017 гг. в российской экономике в свете последних эпизодов укрепления рубля в очередной раз ставит вопрос о наличии асимметрии эффекта переноса курса в потребительские цены. В частности, сильнее ли цены реагируют на ослабление национальной валюты, чем на ее укрепление? В общем случае асимметрия переноса курса в цены может объясняться тем, что фирмы, в достаточной степени обладающие монопольной властью, могут в большей степени варьировать торговые наценки и в меньшей степени снижать цены в эпизоды фактического снижения издержек из-за укрепления рубля. В частности, дезинфляционный вклад курса вследствие укрепления рубля в 2017 г. мог сдерживаться в том числе отсутствием достаточного снижения цен, установленных под более низкие уровни курса рубля, которые фиксировались в эпизоды ослабления валюты с конца 2014 по начало 2016 года. Кроме того, эффект переноса от ослабления и укрепления, согласно представленным далее оценкам, различается не только по масштабу, но и по длительности. При этом масштаб и отложенный характер влияния курса на цены зависит не только от эпизодов укрепления/ослабления, но и от меняющегося во времени степени и характера воздействия на разные компоненты потребительской корзины.

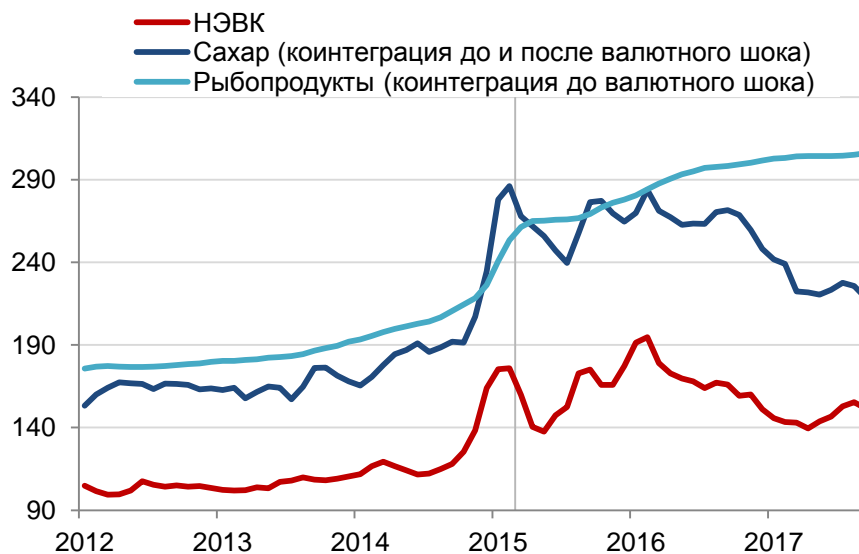
С помощью статистического анализа на базе простой модели векторной авторегрессии (VAR-модели) и коинтеграционных соотношений мы попытались в первом приближении проанализировать возможное изменение чувствительности цен к динамике курса рубля, а также оценить масштаб и продолжительность вклада курсовой динамики в текущее замедление инфляции.

На основе процедуры Энгла-Грэнджера мы протестировали наличие коинтеграционных соотношений между номинальным эффективным валютным курсом

²⁰ Т.е. в замедление инфляции (не путать с дефляцией – снижением цен в годовом выражении)

(НЭВК) и 43 основными компонентами ИПЦ. Анализ был проведен отдельно для трех временных отрезков: *январь 2012 – сентябрь 2014 г.* («докризисный» период), *январь 2012 – февраль 2015 г.* (период, захватывающий шок динамики курса) и *март 2015 – сентябрь 2017 г.* (период, в целом характеризующийся укреплением рубля). В результате было установлено, что на «докризисном» периоде количество компонентов ИПЦ, коинтегрированных с номинальным эффективным валютным курсом, составляло 9. Во время резкого ослабления курса их количество увеличилось до 14. В период укрепления рубля количество коинтегрированных с динамикой курса компонентов ИПЦ снизилось до 3 (см. также Рисунок 73). Как и ожидалось, ослабление рубля в конце 2014 – начале 2015 гг. отразилось на многих потребительских ценах, однако обратное влияние оказалось значительно ниже. При этом к компонентам ИПЦ, которые одинаково сильно реагируют как на ослабление курса, так и на его укрепление (т.е. демонстрируют симметричный по силе эффект переноса), относятся индексы цен на сахар и плодоовощную продукцию.

Рисунок 73. Номинальный эффективный курс рубля к иностранным валютам и его коинтеграция с отдельными компонентами потребительской корзины (индекс, п.п.)



Источники: расчеты ДИП.

Так или иначе, вывод о снижении коинтеграционных соотношений во времени косвенно свидетельствует об ослаблении эффекта переноса курса в цены в настоящее время, в силу чего дезинфляционное влияние укрепления рубля в 2017 году не было сильно выражено.

Для оценки степени связи между валютным курсом и потребительскими ценами была использована функция импульсного отклика базового индекса потребительских цен на шок валютного курса, полученная на основе стандартной VAR-модели приведенной формы:

$$Y_t = A_0 + \sum_{i=1}^p A_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^q B_j X_{t-j} + \mu_t$$

где

Y_t – вектор эндогенных переменных,

X_t – вектор экзогенных переменных,

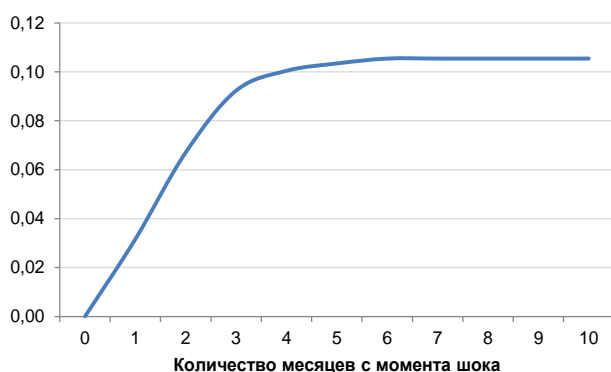
A_0 – вектор констант,

A_i и B_j – матрицы неизвестных оцениваемых параметров,

μ_t – вектор случайных ошибок.

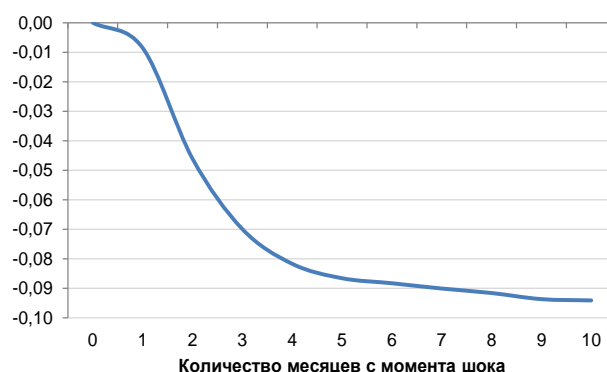
Эндогенными переменными в данной спецификации выступили *БИПЦ* и *валютный курс*, а в качестве экзогенной переменной был использован рассчитываемый нами на регулярной основе показатель *трендовой инфляции*. Выбор трендовой инфляции в качестве экзогенной переменной был сделан по совокупности модельных характеристик и экономических предпосылок: трендовая инфляция является определенной мерой изменения среднесрочных инфляционных ожиданий и динамики денежных агрегатов, которые, в свою очередь отражают влияние денежно-кредитной политики. С точки зрения эконометрического моделирования, использование данного показателя связано с необходимостью избежать неточной спецификации модели. В противном случае, практически весь масштаб произошедшего замедления инфляции в модельных расчетах был бы ошибочно отнесен на укрепление рубля, в результате чего эффект переноса от укрепления был бы сильно завышен.

Рисунок 74. Накопленный отклик инфляции по БИПЦ на 1%-ное ослабление рубля (оценка VAR-модели)



Источники: расчеты ДИП.

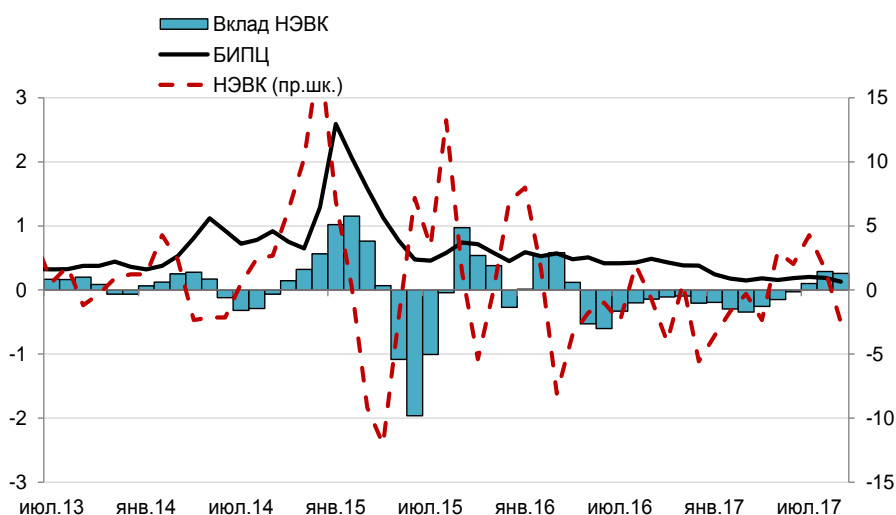
Рисунок 75. Накопленный отклик инфляции по БИПЦ на 1%-ное укрепление рубля (оценка VAR-модели)



Источники: расчеты ДИП.

Для оценки изменения степени связи во времени параметризация модели производилась на месячных данных и на фиксированном скользящем временном интервале продолжительностью в шесть лет (72 наблюдения).

Рисунок 76. Вклад динамики НЭВК в динамику БИПЦ (п.п.)



Источники: расчеты ДИП.

Результаты анализа подтвердили предположение о снижении эффекта переноса во времени. Если в 2012-2013 годах каждый 1% ослабления рубля добавлял в инфляцию 0,16-0,20 п.п. в течение шести месяцев, то в конце 2016 – начале 2017 годов снижение валютного курса на 1% добавляло в инфляцию только 0,10-0,12 п.п. Таким образом, эффект переноса от ослабления рубля снизился практически в два раза. Похожие результаты были получены и для эффекта переноса от укрепления рубля, однако период, в течение которого этот эффект действует на цены, оказался длиннее: девять месяцев (Рисунок 74 и Рисунок 75).

С помощью полученных оценок функций импульсного отклика мы рассчитали вклад изменения номинального эффективного валютного курса в изменение базовой инфляции²¹ (Рисунок 76). Совокупный вклад за 12 месяцев в сентябре 2017 г. составил -1,02 процентного пункта. Таким образом, учитывая фактическую годовую инфляцию в сентябре (3,0% г/г), оценка годовой инфляции, очищенной от влияния эффекта переноса со стороны валютного курса, составила 4,0%²².

Учитывая проявление в течение 2017 года еще одного временного благоприятного фактора, связанного с динамикой цен на плодоовощную продукцию из-за эффекта урожая, а также сохранение повышенных инфляционных ожиданий, текущее снижение инфляции ниже 4% можно расценивать как временное. После окончания действия кратковременных факторов инфляция будет находиться вблизи 4%.

²¹ В данном случае использовалась базовая инфляция, рассчитанная методом усечения, из которой было исключено влияние динамики цен на услуги образования.

²² При этом совокупный вклад за 12 месяцев в годовой рост цен продовольственных товаров составил 1,7 процентного пункта. Учитывая фактическую годовую продовольственную инфляцию в сентябре (2,0% г/г), оценка очищенного от влияния эффекта переноса со стороны валютного курса роста цен на продовольствие составила 3,7%.

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

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева