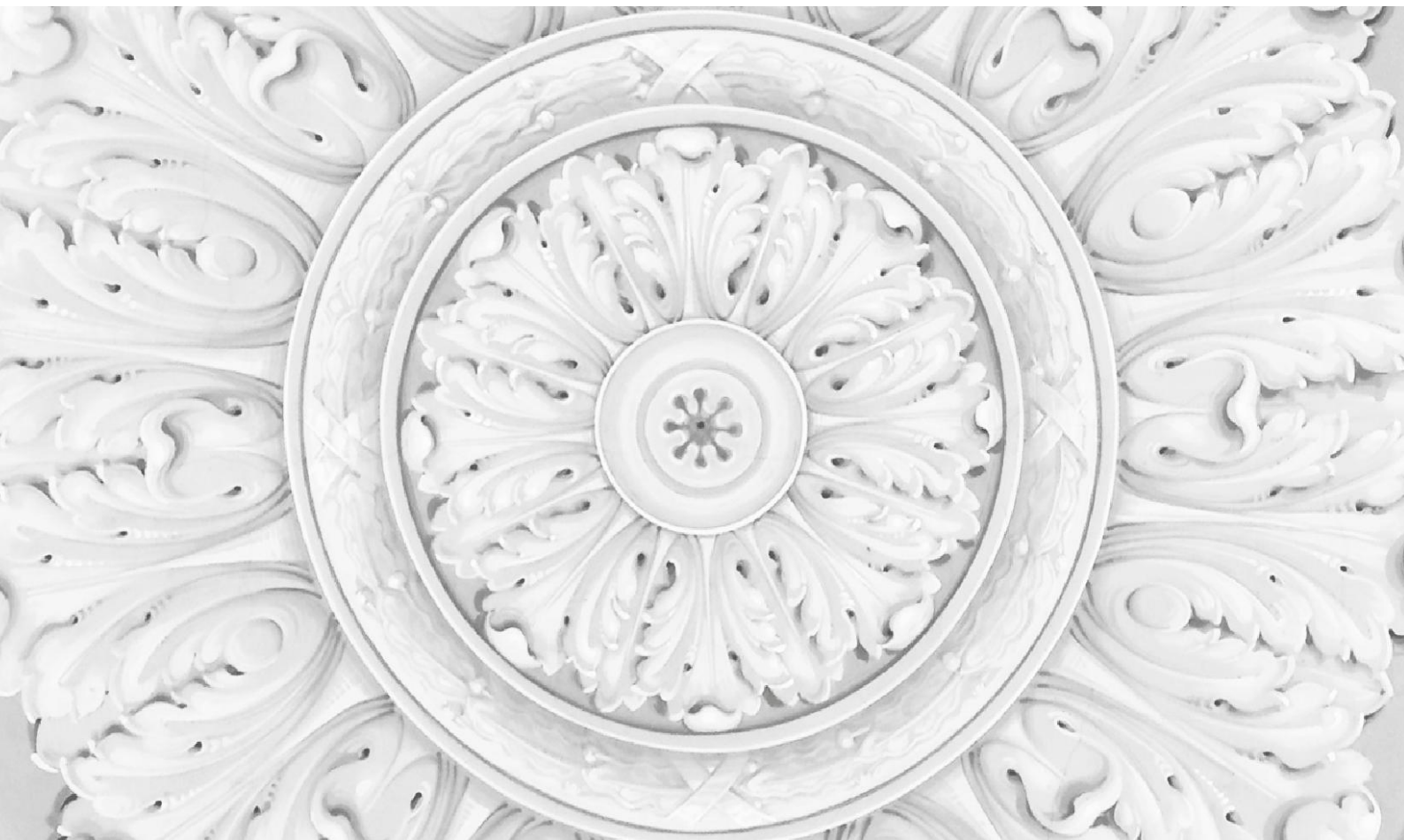




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ**

Макроэкономика и рынки

Октябрь 2016

**Бюллетень  
Департамента исследований  
и прогнозирования № 11**

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

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

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Краткое содержание</b>	<b>3</b>
<b>1. Итоги</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1.1. Инфляция стала приближаться к оптимальной траектории	4
1.1.2. Трендовая инфляция в октябре: снижение продолжается	6
1.1.3. Среднесрочные инфляционные ожидания крупного бизнеса близки к целевому уровню Банка России	6
1.1.4. Сохраняются инфляционные риски из-за улучшения ситуации на рынке труда, которое не сбалансировано с ростом деловой активности	8
1.1.5. Ценовые индексы PMI указывают на сдержанное инфляционное давление	9
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>10</b>
1.2.1. Стагнация в промышленности продолжается, но индекс PMI обрабатывающих отраслей достиг четырехлетнего максимума	10
1.2.2. Обрабатывающая промышленность: снижение выпуска в большинстве отраслей	12
1.2.3. Оживление потребительской активности за счет восстановления спроса на непродовольственные товары	16
1.2.4. Норма сбережений снижается на фоне улучшения потребительских настроений	20
1.2.5. Продолжение роста индекса потребительской уверенности на фоне улучшения потребительских ожиданий	23
1.2.6. Рынок новых автомобилей: кратковременный рост производства и продаж	24
1.2.7. Платежный баланс: снижение текущего счета компенсируется пониженным оттоком капитала	26
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>28</b>
1.3.1. ФРС все ближе к повышению ставки	28
1.3.2. Мировые рынки готовятся к декабрьскому повышению ставки ФРС	32
1.3.3. Товарные рынки: реализация соглашения о сокращении добычи нефти маловероятна	37
<b>2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы</b>	<b>42</b>
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>42</b>
2.1.1. Индексы PMI указывают на удачное начало IV квартала для мировой экономики	42
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>43</b>
2.2.1. Индексная оценка ВВП продолжает указывать на рост	43
2.2.2. Инфляционные ожидания финансовых аналитиков приблизились к целевому уровню Банка России	45
<b>3. В фокусе. О роли временных благоприятных факторов в динамике потребительских цен</b>	<b>46</b>

## Краткое содержание

### 1. Итоги

- В октябре динамика инфляции осталась в рамках базового сценария Банка России, а внешнеэкономические и финансовые условия были в целом благоприятными. По предварительным оценкам, в октябре экономика выросла, хотя наблюдалась значительная неоднородность секторальной динамики экономической активности.
  - Инфляция остается на нисходящей траектории, в том числе благодаря проводимой денежно-кредитной политике. Однако произошедшее замедление темпов роста цен частично вызвано действием временных факторов и пока недостаточно для уверенного достижения цели 4% в 2017 году. Значительная инерционность инфляционных ожиданий населения и бизнеса, неопределенность относительно параметров среднесрочного бюджета и риски возврата потребительской модели поведения, по-прежнему, сдерживают темпы снижения инфляционного давления. Тем не менее, проводимая умеренно жесткая денежно-кредитная политика обеспечивает дальнейшее снижение инфляционного давления в ближайшие месяцы.
  - Экономическая ситуация постепенно улучшается: растут реальная заработная плата, розничные продажи, импорт инвестиционных товаров. Вместе с тем в части секторов экономики деловая активность все еще снижается, отражая структурную адаптацию к низким нефтяным ценам. Экономика выходит на траекторию медленного роста.
  - Сохраняя жесткость, денежно-кредитные условия продолжают смягчение, как в части уровня процентных ставок, так и в части неценовых условий кредитования. В то же время, на финансовых рынках премия за риск и уровни доходности выросли.

### 2. Взгляд в будущее

- Индексная оценка ВВП продолжает указывать на слабый положительный рост экономики в прошедшем квартале.
- Продолжающийся рост доверия финансовых аналитиков к проводимой Банком России умеренно-жесткой денежно-кредитной политике должен послужить фактором закоренения инфляционных ожиданий на требуемом уровне.
- Улучшение глобальных опережающих индикаторов деловой активности в октябре может оказаться временным явлением.

### 3. В фокусе

- Сезонно сглаженные темпы роста потребительских цен в последние месяцы снизились до 5% в годовом выражении, однако это снижение произошло во многом за счет временных благоприятных факторов.
- Для уверенного достижения цели по инфляции к концу 2017 года сезонно сглаженный месячный рост цен должен замедлиться до 4% в расчете на год вперед уже в начале 2017 года, чему должна способствовать умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России.

## 1. Итоги

### 1.1. Инфляция

Текущая динамика инфляции соответствует официальному прогнозу Банка России на 2016 год в базовом сценарии (5,5%-6,0%) при несколько более высоком фактическом уровне нефтяных цен и благоприятном действии ряда других временных факторов. При отсутствии в ближайшие месяцы новых негативных ценовых шоков рост цен к концу года окажется около нижней границы данного диапазона. Инфляционные ожидания снижаются, оставаясь на повышенном уровне. В этой связи риски недостижения цели по инфляции в 2017 году сохраняются.

#### ***1.1.1. Инфляция стала приближаться к оптимальной траектории***

- Рост потребительских цен в октябре составил 0,4–0,5% м/м с учетом сезонности.
- Хороший урожай и укрепление рубля продолжают оказывать позитивное влияние на инфляцию, однако оно частично компенсируется ростом мировых цен на молоко и восстановлением цен на мясо.
- Динамика цен на нерегулируемые услуги (как индикатора общего ценового давления) соответствует приблизительно 5-процентной инфляции, что незначительно превышает целевой уровень Банка России.

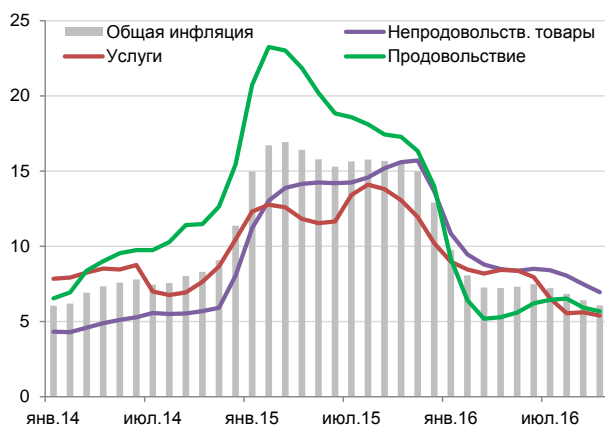
Рост потребительских цен в октябре составил 0,4% м/м и оказался существенно ниже вышедшей ранее оценки на недельных данных (чуть выше 0,5%). Это происходит уже второй месяц подряд: в сентябре итоговый уровень инфляции также был на 0,1% ниже оценки, полученной на недельных данных.

Возможно, продолжающееся снижение относительных цен на услуги, которые слабо представлены в выборке, используемой для расчета недельного индекса потребительских цен (ИПЦ), приводит к завышению недельных оценок роста цен Росстатом. Это снижает информативность недельных данных и затрудняет оперативный анализ ценовой динамики.

Накопленный с начала года рост цен составил 4,5%, а годовая инфляция снизилась до 6,1% с 6,4%. Эффект высокой базы прошлого года способствует снижению годовой инфляции во всех трех основных компонентах ИПЦ: продовольственных и непродовольственных товарах, услугах (Рисунок 1).

В течение последних пяти лет сезонный фактор в динамике цен в октябре был небольшим, поэтому сезонно сглаженная инфляция почти не отличалась от фактической. Наши предварительные оценки октябрьской инфляции после очистки от сезонности (0,4–0,5% м/м) это подтверждают (Рисунок 2).

Рисунок 1. Динамика инфляции, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Инфляция в октябре, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Цены на продовольствие выросли на 0,8% м/м (без плодоовощной продукции – на 0,6% м/м) по сравнению с 1% (0,8%) годом ранее. С одной стороны, хороший урожай продолжает оказывать понижающее давление на цены таких товаров, как сахар и крупы. С другой стороны, наблюдается ускорение роста цен на те товары, которые прежде обеспечивали замедление инфляции, в частности мясо. А рост цен на мировых рынках приводит к росту цен на молочную продукцию и масло (на 1,7% и 4,2% м/м соответственно). В сегменте непродовольственных товаров темпы роста цен остаются примерно на уровне прошлого месяца в основном из-за благоприятной курсовой динамики.

В октябре цены на услуги снизились на 0,3% м/м, что объясняется влиянием сезонного фактора в сегментах услуг пассажирского транспорта и санаторно-оздоровительных услуг, а также снижением цен на услуги зарубежного туризма из-за укрепления рубля. Годовые темпы роста цен на услуги три месяца подряд держатся на уровне 5,4–5,6%, а без учета регулируемых услуг (жилищно-коммунальных и общественного транспорта) – на уровне 4,9–5,1%.

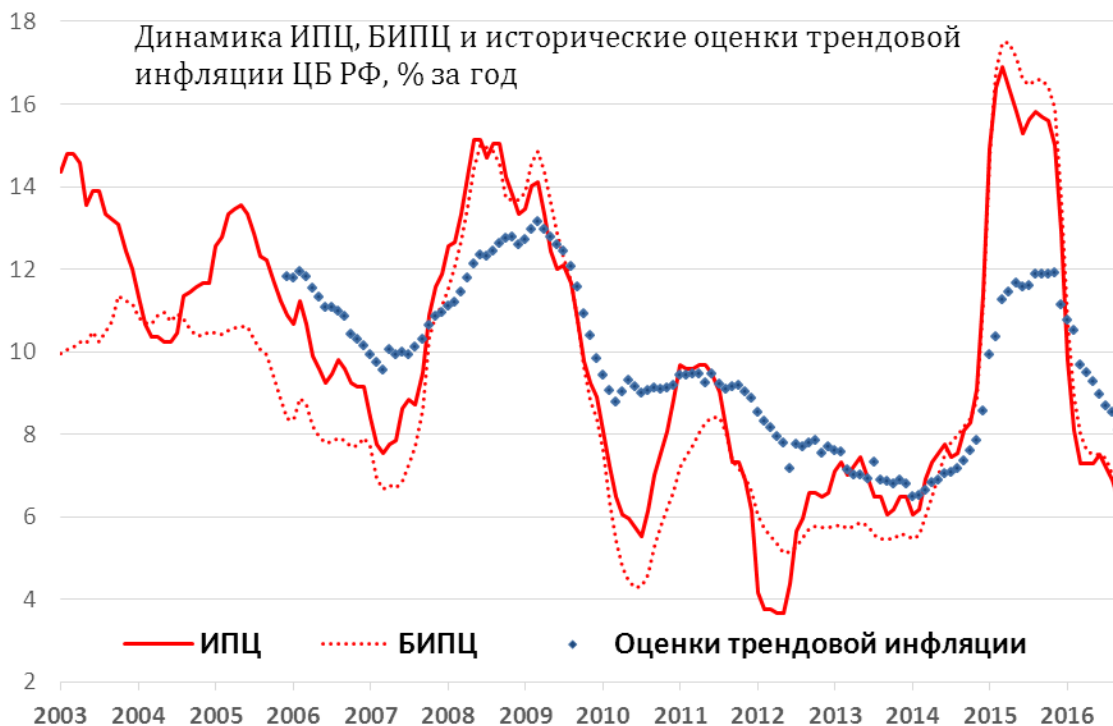
Цены на нерегулируемые услуги характеризуются невысоким эффектом переноса по сравнению с продовольственными и непродовольственными товарами<sup>1</sup> и отсутствием зависимости от временных факторов (урожая, мировых цен). Поэтому по ним можно судить о текущей инфляционной динамике, очищенной от временных факторов. По нашим оценкам, сезонно сглаженный рост цен на услуги (за вычетом регулируемых) в октябре составил 0,4–0,45%, что соответствует годовой инфляции на уровне 4,8–5,4%. Таким образом, наши предварительные расчеты говорят о том, что инфляция постепенно снижается до уровня, соответствующего целевому. Однако наличие риска окончания действия временных благоприятных факторов обуславливает сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

<sup>1</sup> За исключением услуг зарубежного туризма.

### 1.1.2. Трендовая инфляция в октябре: снижение продолжается

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в октябре снизилась до уровня 7,9% с 8,1% в сентябре, отражая ослабление инфляционного давления.
- При сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов мы ожидаем дальнейшего постепенного снижения оценок трендовой инфляции.
- Риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 года сохраняются.

Рисунок 3.



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

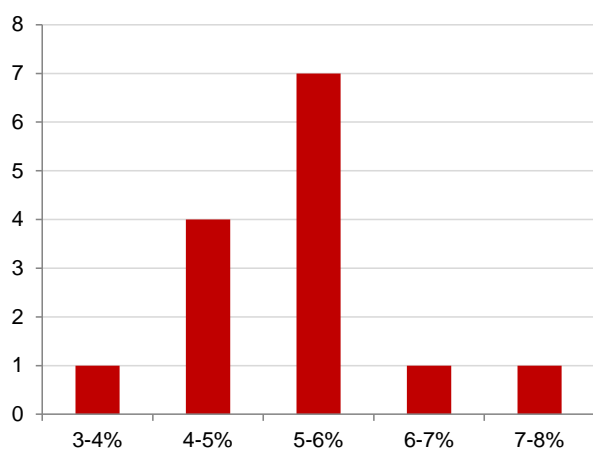
### 1.1.3. Среднесрочные инфляционные ожидания крупного бизнеса близки к целевому уровню Банка России

- Большинство опрошенных финансовых директоров крупнейших российских компаний верят в достижение цели по инфляции, но только в 2018 и 2019 годах.
- Ожидания по динамике бизнес-показателей в 2017 году соответствуют прогнозируемому медленному росту ВВП.

Опрос финансовых директоров крупнейших российских компаний, проведенный при участии Банка России, указал на наличие у некоторых компаний завышенных инфляционных ожиданий на ближайшие три года. В опросе участвовало 14

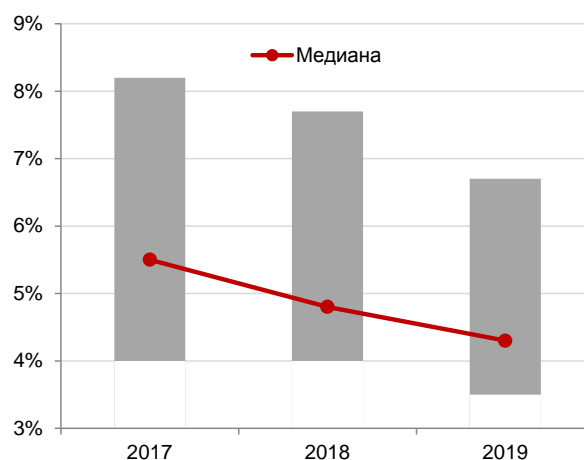
крупнейших компаний, работающих в следующих отраслях: нефтегазовая, металлургия, транспорт, связь, электроэнергетика. Выборка не является репрезентативной с точки зрения структуры экономики, но дает понять настроения и ожидания крупного бизнеса. Половина компаний ожидает, что инфляция по итогам 2017 года окажется в диапазоне 5-6% (Рисунок 4). Пока количество тех, кто верит в достижение цели Банка России невелико. Среди причин указывается стандартный набор рисков: потенциальное ослабление рубля, неопределенность параметров бюджета, рост издержек/тарифов, восстановление потребительского спроса и завышенные инфляционные ожидания.

**Рисунок 4. Распределение ожиданий CFO крупных компаний по инфляции по итогам 2017 года**



Источник: расчеты ДИП.

**Рисунок 5. Используемые в бизнес-планах значения инфляции на 2017-2019 годы**



Источник: расчеты ДИП.

Более долгосрочные ожидания по росту цен находятся гораздо ближе к целевому уровню Банка России (Рисунок 5). В бизнес-планы на 2018 год только три компании закладывают показатели инфляции выше 5%, при этом четыре компании ориентируются на целевой уровень Банка России. Тот факт, что большое количество крупнейших российских компаний используют в своих среднесрочных расчетах близкий к целевому показатель инфляции, говорит о возросшем доверии бизнеса к проводимой политике инфляционного таргетирования и повышает вероятность ее успешности.

Большинство компаний (8 из 14) ожидают сохранения объема выпуска в 2017 году на уровне прошлого года, сокращения – только одна компания, а остальные ждут увеличения. Картина по инвестиционной активности примерно такая же: половина компаний планирует сохранить ее на прежнем уровне, четыре компании собираются увеличивать и три – сокращать. Ожидания компаний относительно динамики реальных показателей в 2017 году в целом соответствуют нашим представлениям о незначительном росте ВВП.

#### 1.1.4. Сохраняются инфляционные риски из-за улучшения ситуации на рынке труда, которое не сбалансировано с ростом деловой активности

- Ситуация на рынке труда продолжает улучшаться по мере снижения безработицы и роста уровня экономической активности населения.
- При этом ускорение роста заработных плат и рост занятости в экономике при невысоком уровне деловой активности указывают на наличие рисков для устойчивого замедления инфляции...
- ...однако неоднородность роста зарплат может частично нивелировать эти риски.

Уровень безработицы в сентябре с поправкой на сезонность немного снизился и составил 5,5% (Рисунок 6). Благоприятная динамика уровня безработицы сопровождается ростом рабочей силы<sup>2</sup> и уровня участия в ней<sup>3</sup> (Рисунок 7). В целом ситуация на рынке труда продолжает улучшаться, что вместе с ускорением роста номинальных зарплат указывает на наличие рисков для инфляции.

Рисунок 6. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Уровень экономической активности населения, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Согласно оценке Росстата, номинальные зарплат в сентябре в годовом выражении выросли на 9,4% (Рисунок 8). Значительный рост номинальных зарплат и замедление инфляции оказали позитивное влияние на реальные зарплат, рост которых составил 2,8% г/г, что является максимальным значением с апреля 2014 года. Также в сторону повышения были пересмотрены оценки по росту номинальной заработной платы в августе: с 5,8% до 9,7% г/г.

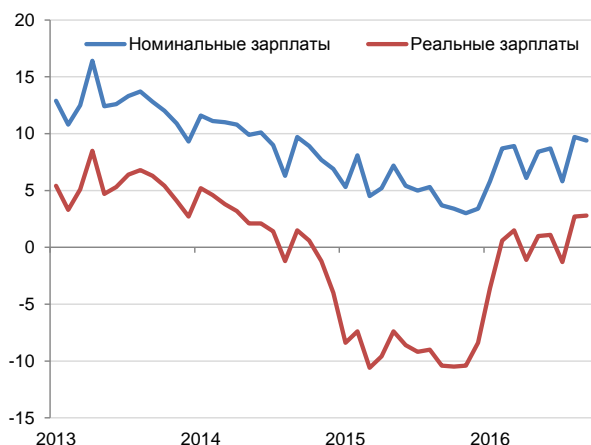
<sup>2</sup> На 167 тыс. чел. к сентябрю 2015 года.

<sup>3</sup> Аналог показателя labor force participation – рабочая сила в % от численности населения в возрасте 15-72 лет.



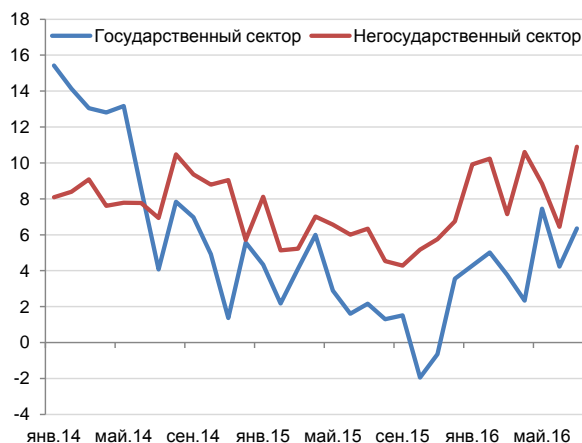
Зарплаты в негосударственном секторе по сравнению с государственным<sup>4</sup> продолжают расти опережающими темпами (Рисунок 9). Основными драйверами роста зарплат в торгуемом секторе стали добыча полезных ископаемых и рыболовство, а в неторгуемом – финансовая деятельность.

**Рисунок 8. Динамика зарплат, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 9. Динамика индекса зарплат по секторам, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

С начала года максимальный прирост зарплат в сентябре наблюдается в отраслях с наивысшим уровнем заработной платы, в то время как в отраслях с низким уровнем заработной платы прирост оказался незначительным. Такой рост дифференциации между группами населения по доходам может сдерживать рост потребительских цен.

### **1.1.5. Ценовые индексы PMI указывают на сдержанное инфляционное давление**

- Ценовые индексы PMI говорят о постепенном снижении инфляционного давления в обрабатывающем секторе и сфере услуг
- Рост отпускных цен в сфере услуг оказался минимальным с мая 2010 года
- Стабилизация курса рубля могла стать одним из факторов замедления роста цен

Динамика ценовых индексов PMI говорит о постепенном снижении инфляционного давления в экономике, особенно в сфере услуг, где индекс отпускных цен

<sup>4</sup> По итогам августа. Данные по динамике зарплат по видам экономической деятельности публикуются Росстатом с лагом в один месяц.

снизился до 50,7 – минимального с мая 2010 года значения (Рисунок 10, Рисунок 11). В обрабатывающем секторе рост отпускных цен также замедлился.

Стабилизация курса рубля на протяжении последних месяцев могло стать одной из причин снижения темпов роста цен. Прежде всего это видно по динамике индексов закупочных цен, которые наиболее чувствительны к изменениям валютного курса. Они обычно быстро реагируют на движение курса, что потом с некоторым лагом переносится и в динамику конечных цен. Однако влияние этого благоприятного фактора может оказаться временным, особенно если начавшееся падение нефтяных цен и ослабление рубля продолжатся.

**Рисунок 10. Ценовые индексы PMI обрабатывающего сектора**



Источники: IHS Markit, Банк России

**Рисунок 11. Ценовые индексы PMI сферы услуг**



Источники: IHS Markit, Банк России

## 1.2. Экономическая динамика

Динамика краткосрочных показателей деловой активности в октябре улучшилась, позволяя рассчитывать на рост экономики в IV квартале, в том числе за счет восстановления инвестиционной активности. Растут реальные зарплаты и потребительский спрос, судя по динамике розничных продаж в III квартале и снижению нормы сбережений. Устойчивое преодоление стагнации по-прежнему сдерживается структурными ограничениями в ряде ключевых отраслей.

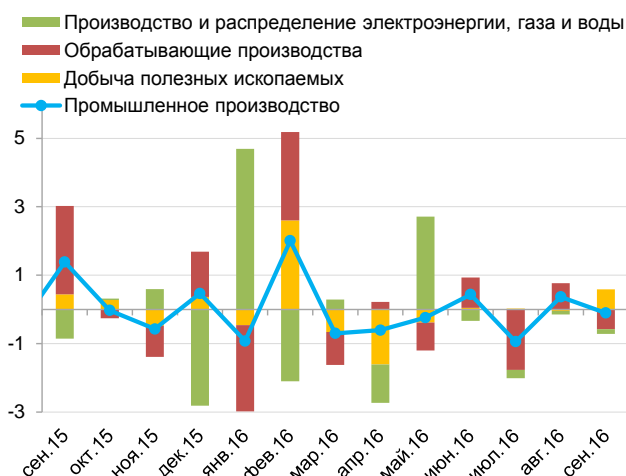
### 1.2.1. Стагнация в промышленности продолжается, но индекс PMI обрабатывающих отраслей достиг четырехлетнего максимума

- Промышленное производство сократилось в сентябре на 0,1% м/м (согласно сезонной корректировке ДИП) из-за снижения выпуска в обрабатывающей промышленности.

- PMI обрабатывающих отраслей в октябре достиг четырехлетнего максимума 52,4 баллов
- Рекордные темпы роста новых заказов и закупочной активности позволяют ожидать возобновления устойчивого роста обрабатывающей промышленности

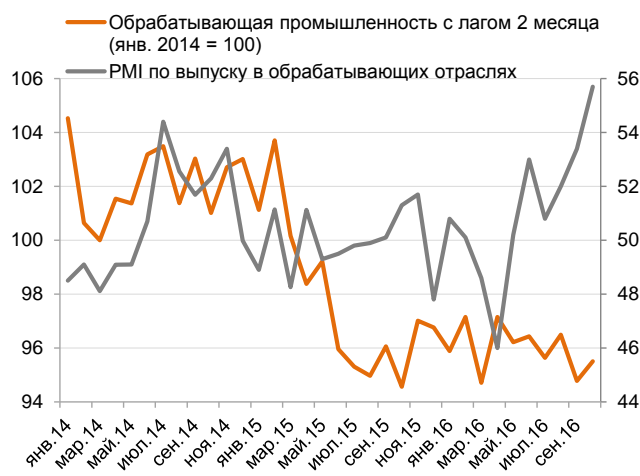
Динамика промышленности продолжает оставаться крайне волатильной (Рисунок 12). Согласно данным Росстата, в сентябре промышленное производство сократилось на 0,3% м/м и 0,8% г/г, что практически нивелировало рост в августе (+0,5% м/м). При этом фактическая оценка оказалась значительно хуже ожиданий аналитиков (+0,4% г/г). За III квартал промышленный выпуск сократился на 0,7% к/к.

**Рисунок 12. Вклад отраслей в динамику месячного роста промышленности, % м/м (сезонность устранена)**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 13. Динамика промышленности и компоненты объемов производства композитного PMI (сезонность устранена)**



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

Наши оценки также указывают на отрицательную динамику промпроизводства в сентябре. Падение в обрабатывающем секторе полностью компенсировал рост добывающей промышленности, где был установлен рекорд по суточной добыче нефти (11,085 млн барр./день). Поддержку добывающей промышленности также оказали заметный рост добычи угля (+3,9% г/г), руды (+2,2% г/г) и газа (+6,5% г/г). Выпуск в секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды сократился незначительно – на 0,1% м/м.

Динамика обрабатывающей промышленности продолжает оставаться зигзагообразной. После внушительного роста в августе показатели выпуска в сентябре вновь начали падать. Такая волатильность, отмечаемая нами уже на протяжении трех кварталов, мешает выделению истинной сезонности и затрудняет анализ динамики промышленности. В целом выпуск обрабатывающей промышленности остается на прошлогодних уровнях, что указывает на признаки стагнации. Такая динамика идет вразрез с динамикой компоненты объемов производства PMI обрабатывающей промышленности (Рисунок 13), где в октябре были достигнуты макси-

мальные за более чем пять лет темпы роста. Достижение многолетних максимумов было характерно для новых заказов со стороны внутреннего рынка, а также объема незавершенных заказов и сопровождалось уверенными темпами роста закупочной активности.

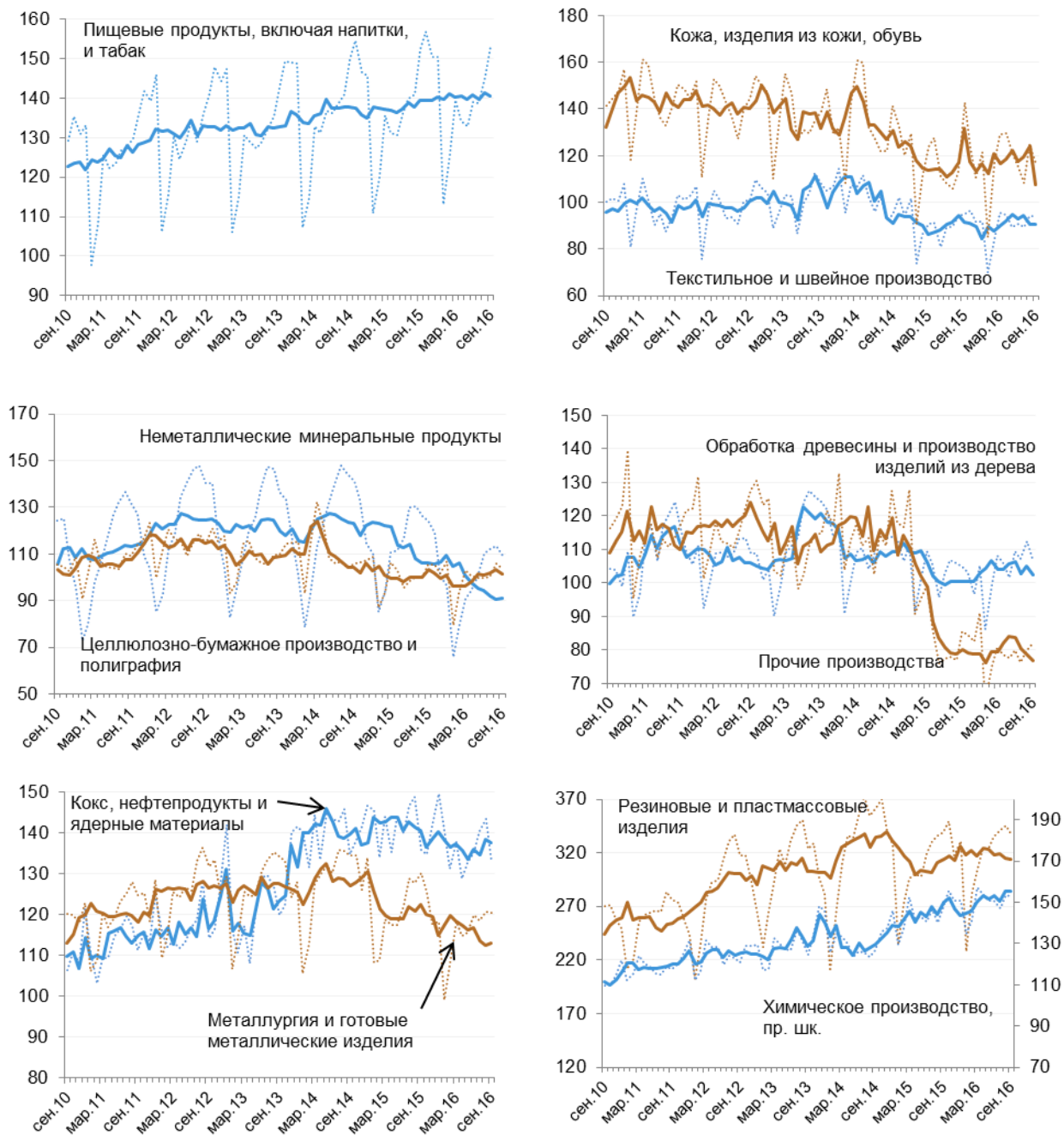
Дальнейшая динамика PMI может оказаться не столь оптимистичной. В предыдущие годы внутригодовые максимумы по новым внутренним заказам в основном приходились на октябрь, в значительной мере определяя внутригодовую динамику объемов производства и индекса PMI. Более того, согласно опросам Росстата, индекс предпринимательской уверенности даже не превысил показатель июля, а оценки перспектив выпуска и портфеля заказов даже ухудшились по сравнению с сентябрем. Таким образом, вполне вероятно, что в ближайшие месяцы индекс PMI окажется ниже своего октябрьского значения. Тем не менее достигнутые многолетние максимумы по незавершенным заказам и закупочной активности, а также продолжающееся уже два с половиной года сокращение запасов готовой продукции вместе с начавшимся оживлением потребительского спроса поддержат рост деловой активности в секторе. В ближайшие месяцы индекс PMI вряд ли опустится ниже 50 баллов, что позволяет ожидать роста выпуска обрабатывающей промышленности.

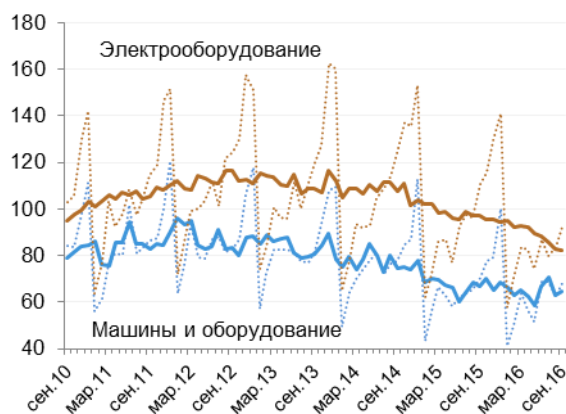
### ***1.2.2. Обрабатывающая промышленность: снижение выпуска в большинстве отраслей***

- Рост в пищевой и химической промышленности продолжает замедляться...
- ...при снижении темпов спада в отраслях инвестиционного спроса.
- В большинстве других отраслей производство сократилось, включая отрасли, где в предыдущие месяцы наблюдался рост.

В большинстве отраслей обрабатывающей промышленности в сентябре наблюдалось падение выпуска, что свидетельствует о продолжении стагнации в промышленности. Отрасли-драйверы (пищевая и химическая промышленность) продемонстрировали небольшое снижение или стабилизацию выпуска, в целом сохраняя растущий, но замедляющийся тренд. В отраслях инвестиционного спроса отмечается незначительное оживление, но оно остается слабовыраженным. За исключением металлургии, в остальных отраслях в сентябре произошло замедление темпов роста вследствие пока еще слабой и неустойчивой инвестиционной и потребительской активности.

Рисунок 14. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2005=100%





\* На графиках пунктиром обозначены фактические данные, а сплошной линией – данные с устраненной сезонностью..

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Производство пищевых продуктов и табака в сентябре незначительно сократилось. В целом в отрасли сохраняется положительный тренд, однако долгосрочный рост замедляется, что обусловлено насыщением рынка по некоторым товарным группам на фоне низкой покупательной способности населения.

Производство в текстильной и швейной промышленности в сентябре практически осталось на уровне августа с учетом корректировки на сезонность. Рост в этой отрасли, обладающей высоким потенциалом для импортозамещения, сдерживается дефицитом качественного сырья российского производства при высоких ценах на импортное сырье, недостатком в отрасли современного оборудования и наличием высокой доли контрафактной продукции.

В производстве кожи, изделий из кожи и обуви, где с начала года сохранялся растущий тренд, произошло резкое падение объемов выпуска продукции. Высокая доля малых предприятий и наличие теневого бизнеса не лучшим образом сказывается на показателях в отрасли. При этом следует отметить, что в последний год кожевенно-обувная промышленность чувствовала себя относительно устойчиво, развиваясь благодаря низкой зависимости от импортного сырья. Ослабление рубля способствовало увеличению стоимости импортной продукции и росту спроса на отечественную обувь, а также развитию экспорта.

Вследствие низкой покупательной способности продолжает снижаться производство товаров длительного пользования, таких как ювелирные изделия и мебель<sup>5</sup>.

Довольно неустойчивым остается выпуск в деревообрабатывающей промышленности, где в отдельных сегментах наблюдаются процессы импортозамещения (производство древесных плит) при сохранении негативного тренда в производстве пиломатериалов. Однако в сентябре снижение производства древесных плит отра-

<sup>5</sup> Прочие производства по ОКВЭД.

зилось на выпуске в отрасли в целом, который сократился на 2,4% м/м с учетом корректировки на сезонность.

После роста производства целлюлозно-бумажной продукции и полиграфии, продолжавшегося в течение полугода, в сентябре наблюдалось снижение, что связано с сокращением производства бумаги и изделий из картона.

Производство химической продукции в сентябре осталось практически на уровне августа с учетом корректировки на сезонность. В целом сохраняется положительная тенденция в отрасли, однако рост производства химической продукции замедляется в связи с тем, что большинство новых заводов уже вышло на проектную мощность. Одним из дополнительных стимулов к появлению новых инвестиционных проектов в отрасли станет увеличение государственной поддержки химической промышленности за счет расширения перечня подотраслей и повышения стоимости проектов, которые могут претендовать на эту поддержку<sup>6</sup>.

Динамика производства резиновых и пластмассовых изделий в сентябре показывает улучшение в рамках нисходящего тренда, что стало следствием активизации процессов импортозамещения в отрасли производства шин для сельскохозяйственных машин и легковых автомобилей.

После существенного роста в августе выпуск кокса и нефтепродуктов снизился на 0,5% м/м с учетом сезонности. Налоговый маневр в дальнейшем будет оказывать негативное влияние на показатели в отрасли.

В сентябре остановилось падение выпуска металлургической продукции, которое наблюдалось с февраля 2016 года. Отмена антидемпинговых пошлин со стороны США на холоднокатаный прокат не оказала существенного влияния на выпуск в металлургии, так как доля поставок данной продукции в США в экспорте всей продукции металлургии составляет менее 1%, по данным ФТС. Говорить о восстановлении в отрасли в ближайшее время преждевременно, поскольку на данный момент негативный тренд не переломлен.

Падение выпуска неметаллических минеральных продуктов приостановилось. Это связано с незначительным ростом производства цемента, извести и гипса.

Сохраняется долгосрочная негативная тенденция в отрасли электрооборудования. Производство машин и оборудования увеличилось на 2,5% м/м с учетом сезонности. Это объясняется продолжением положительного тренда в производстве тракторов, в сентябре их выпуск увеличился на 12% м/м с учетом сезонности. При этом в целом производство сельскохозяйственной техники после летнего всплеска снизилось на 12% м/м с учетом сезонности. Активизировался выпуск бытовых приборов (на 5% м/м с учетом сезонности), что связано с оживлением потребительского спроса на бытовую технику и ростом потребительского кредитования.

Выпуск транспортного машиностроения в сентябре был стабилен относительно показателей августа, однако пока рано говорить о том, что долгосрочный тренд к

<sup>6</sup> Постановление Правительства Российской Федерации от 15 июня 2016 года № 545.



снижению в данной отрасли переломлен. На фоне сохраняющегося негативного тренда в производстве автомобилей вырос выпуск прочих транспортных средств (на 3,4% м/м с учетом сезонности). В том числе на высоком уровне после существенного роста в августе на 16% м/м сохраняется производство грузовых вагонов, что может свидетельствовать о действенности принятых в июле<sup>7</sup> мер государственной поддержки вагоностроения.

### **1.2.3. Оживление потребительской активности за счет восстановления спроса на непродовольственные товары**

- В сентябре годовой темп сокращения розничного товарооборота замедлился до 3,6% г/г, превзойдя ожидания.
- Товарооборот увеличился на 0,2% м/м с устранением сезонного фактора.
- Динамика розничных продаж непродовольственных товаров продолжает восстанавливаться быстрее, чем динамика продовольственных товаров.
- Рост реальных доходов населения и улучшение потребительских ожиданий будут способствовать дальнейшему восстановлению товарооборота и оборота платных услуг населению.

В сентябре, согласно данным Росстата, падение товарооборота розничной торговли составило 1,4% м/м. По оценкам ДИП с устранением сезонного фактора, оборот вырос на 0,2% м/м после сокращения на 0,3% м/м в августе. Аннуализированный темп роста товарооборота оказался выше оценок потенциального роста ВВП,<sup>8</sup> что говорит о возможном проинфляционном эффекте наметившегося восстановления динамики розничных продаж. Более того, оценка темпа роста розничного товарооборота по сезонно сглаженным данным, вероятно, занижает фактический рост (см. бокс «О специфике сезонной корректировки оборота розничной торговли»).

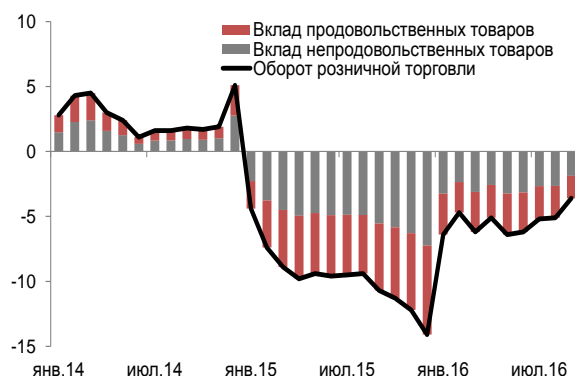
Годовые темпы роста свидетельствуют о замедлении падения до 3,6% г/г с 5,1% г/г в августе. Темпы падения в сентябре замедлились как в категории продовольственных, так и непродовольственных товаров, но замедление падения последних было более существенным: -2,8% г/г против -4,4% г/г (Рисунок 15). Сезонно сглаженные данные также продолжают указывать на более активное восстановление продаж непродовольственных товаров (Рисунок 16).

<sup>7</sup> См. О чем говорят тренды. 2016. 22–28 августа. № 44. Раздел 1.2.1 «Обрабатывающая промышленность: затухание роста в отраслях-драйверах сопровождается появлением новых точек роста».

<sup>8</sup> Из предполагаемого расчета роста потенциального ВВП в 2017 году на 1,5% г/г. Подробнее см. А. Синяков, А. Ройтман, С. Селезнев. [Динамика потенциального ВВП России после нефтяного шока: роль сильного изменения относительных цен и структурных жесткостей](#), Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России, Август 2015 г., №6



**Рисунок 15. Вклад продовольственных и непродовольственных товаров в оборот розничной торговли, %, г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 16. Динамика оборота розничной торговли и его компонент (% , янв. 2012 = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Более детальный анализ темпов прироста продаж непродовольственных товаров в реальном выражении в сентябре указывает на восстановление спроса по большинству товарных позиций.<sup>9</sup> Так, в сентябре темпы прироста по таким категориям, как верхняя одежда, компьютеры и телевизоры, мобильные телефоны, стиральные машины и автомобили оказались существенно выше минимальных темпов по соответствующим категориям за последние 7 лет (Рисунок 17). Наряду с эффектом дохода, рост спроса на непродовольственные товары может быть объяснен перераспределением средств, отложенных на крупные траты, в пользу покупки других товарных категорий.

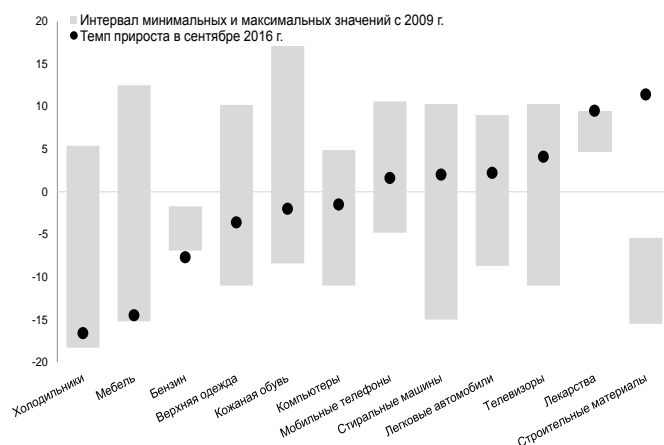
С учетом того, что по ряду категорий минимальный темп роста был достигнут в 2015 году, можно предположить, что часть возникшего спроса является следствием отложенного потребления<sup>10</sup>. В этом случае могло произойти изменение сезонной составляющей, поэтому сравнение с историческими темпами роста в сентябре может искажать оценку текущего уровня спроса в соответствующей категории. В связи с этим показательным является рассмотрение накопленных темпов роста. Последние сейчас указывают на возросший спрос на мобильные телефоны, строительные материалы и компьютеры, в то время как рост объемов продаж лекарственных средств, стиральных машин и автомобилей пока не компенсировал предыдущий спад продаж.

<sup>9</sup> В сентябре улучшились потребительские настроения относительно крупных покупок и произошел рост доли непродовольственных товаров в розничных продажах, в связи с чем динамика этой категории оборота розничной торговли представляет особый интерес. С учетом возможной неустойчивости оценки сезонной компоненты в розничном товарообороте было проведено сравнение темпов прироста продаж по основным категориям непродовольственных товаров по данным с 2009 года без учета сезонной корректировки. Были рассмотрены категории товаров, по которым есть данные по динамике розничных продаж в реальном выражении с 2009 года.

<sup>10</sup> Темп прироста в сентябре 2015 года был минимальным для таких категорий, как верхняя одежда, кожаная обувь, компьютеры, мобильные телефоны, телевизоры, мебель, стройматериалы и автомобили.

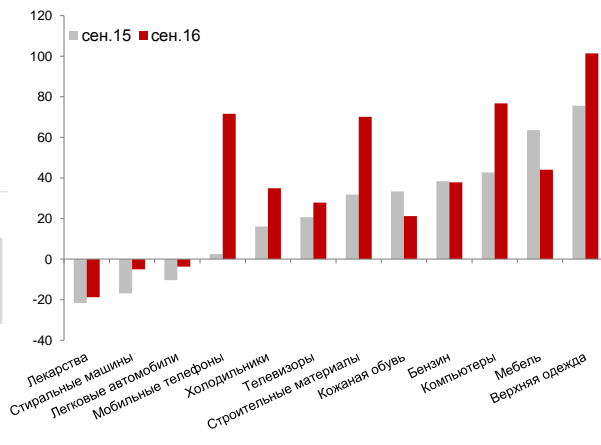
Таким образом, динамика отдельных компонент розничных продаж непродовольственных товаров указывает на постепенное восстановление спроса по ряду категорий и потенциал восстановления в других.

**Рисунок 17. Темпы прироста розничных продаж в реальном выражении и диапазон соответствующих значений с 2009 года, % (сезонность не устранена)**



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

**Рисунок 18. Темпы прироста индекса оборота розничной торговли (сен. 2010 = 100%, сезонность устранена)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Спрос на платные услуги населению также продолжает восстанавливаться, но динамика этого показателя остается волатильной. Годовые темпы падения в 2016 году замедлились, однако, пока не вышли на устойчивые положительные темпы роста (Рисунок 19). Тем не менее, объем платных услуг населению продолжает восстанавливаться (-0,6% г/г с января по сентябрь). С учетом достаточно устойчивой положительной динамики индекса PMI в секторе услуг, можно ожидать продолжения восстановления в этом секторе.

**Рисунок 19. Динамика платных услуг населению (% г/г) и индекса PMI сферы услуг**



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

**Рисунок 20. Оборот розничной торговли и индекс потребительской уверенности**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оживление внутреннего спроса происходило на фоне роста реальных заработных плат (2,8% г/г) и существенного замедления падения реальных располагаемых доходов (-2,8% г/г после -8,2% г/г в августе). В результате разрыв между динамикой розничного товарооборота и реальной заработной платой стал сокращаться.

Восстановление реальных доходов населения и улучшение потребительских ожиданий указывают на наличие потенциала для дальнейшего оживления покупательской активности в ближайшие месяцы (Рисунок 20).

### **О специфике сезонной корректировки оборота розничной торговли**

Современные методы сезонной корректировки (такие как TRAMO/SEATS и X-13-ARIMA) традиционно являются достаточно чувствительными к таким факторам, как пересмотр статистики, добавление новых наблюдений, определение исходных спецификаций и параметров моделей.<sup>11</sup>

При сопоставлении результатов сезонной корректировки оборота розничной торговли (метод TRAMO/SEATS), полученных на основе временных рядов разной длины (с января 2002 года по декабрь 2015 года и с января 2002 года по сентябрь 2016 года), можно заключить, что добавление новых наблюдений приводит к переоценке параметров модели сезонной корректировки. Кроме того на изменение параметров модели влияет тот факт, что темпы роста оборота розничной торговли не являются постоянными в рамках одного месяца разных лет (Рисунок 21). Несмотря на то, что общие сезонные тенденции сохраняются, амплитуда сезонных колебаний меняется из года в год. Сезонно очищенный темп прироста оборота розничной торговли в сентябре 2016 года, полученный на основе модели, построенной по данным по декабрь 2015 года, составляет 0,9% м/м. Если же для оценки параметров модели использовать данные по сентябрь 2016 года, то значение составляет 0,2% м/м.

Неустойчивость оценок сезонной корректировки вблизи правого края, способных заметно изменяться при поступлении данных за очередной месяц, получила название *эффекта «влияния хвостом»*.<sup>12</sup>

Согласно Руководству ЕЦБ по сезонной корректировке, оптимальная частота обновления сезонных моделей – один раз в год (если временной ряд длиннее семи лет).<sup>13</sup> Это означает, что модель, фильтры, календарные регрессионные переменные и т.д. пересматриваются один раз в год (по статистике за весь год), а результаты сезонной корректировки оцениваются каждый раз, когда публикуются новые данные. Указанный подход позволяет значительно снизить неустойчивость оценок при добавлении новых наблюдений.

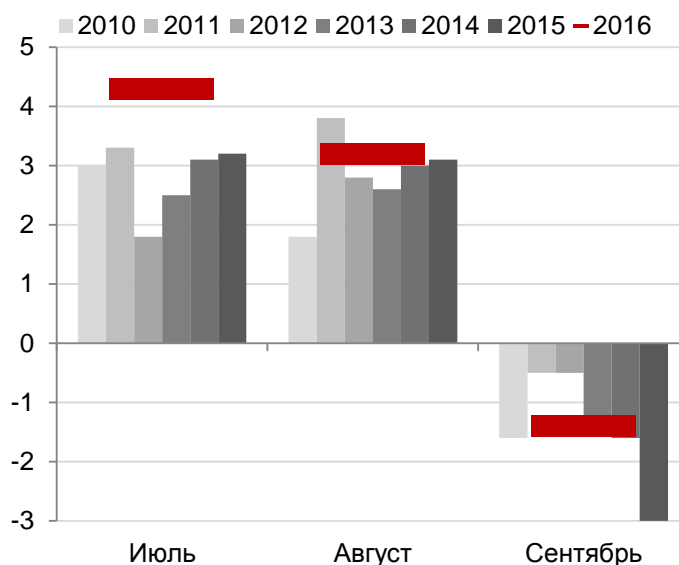
<sup>11</sup> Бюллетень «О чем говорят тренды». №10. Сентябрь 2016. Раздел 1.2.1. «Новая сезонность в обрабатывающей промышленности».

<sup>12</sup> Бессонов В.А., Петроневич А.В. «Сезонная корректировка как источник ложных сигналов» - Экономический журнал ВШЭ, №4 (2013).

<sup>13</sup> Руководство ЕСС по сезонной корректировке (2009).

В результате можно заключить, что полученное значение сезонно очищенного темпа прироста оборота розничной торговли в 0,2% м/м занижено, поскольку сезонная оценка не является устойчивой.

**Рисунок 21. Динамика месячных темпов роста оборота розничной торговли, % (сезонность не устранена)**



#### **1.2.4. Норма сбережений снижается на фоне улучшения потребительских настроений**

- В сентябре норма сбережений существенно снизилась относительно предыдущего месяца, сохранив разрыв с показателем предыдущего года.
- Снижение нормы сбережений связано в том числе с сезонным фактором, что пока не позволяет делать уверенных выводов об изменении сберегательной модели потребительского поведения.
- Норма сбережений в сентябре приблизилась к значениям 2012-2013 годов.
- Улучшение отношения потребителей к осуществлению крупных покупок может способствовать дальнейшему снижению нормы сбережений.

По данным Росстата в сентябре доля дохода, идущая на накопление сбережений, составила 7,4% после 8,5% в августе (по уточненным данным).

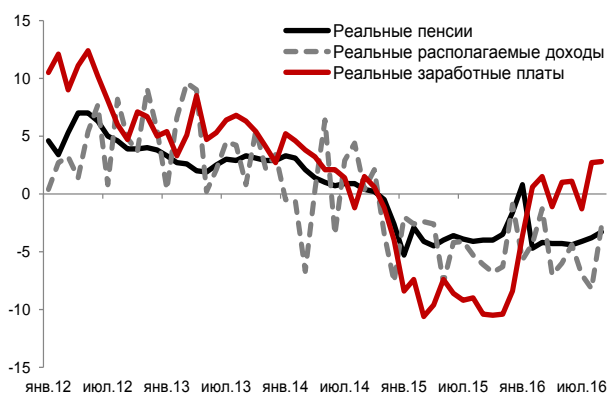
Низкий уровень нормы сбережений не объясняется исключительно сезонными колебаниями: данные с устранением сезонности так же говорят о некотором сокращении нормы сбережений по сравнению с предыдущим месяцем.<sup>14</sup> Тем не ме-

<sup>14</sup> Норма сбережений с устранением сезонности составила 10,1% в августе и 10% в сентябре.

нее, стоит отметить, что снижение нормы сбережений в сентябре не является регулярным сезонным изменением. За исключением кризисного 2008 года, снижение нормы сбережений в сентябре наблюдалось в период с 2004-2006 год, а также в 2010 и 2015 годах. Нельзя объяснить сокращение нормы сбережений и сокращением доходов населения: последние данные говорят о восстановлении трудовых доходов населения и замедлении падения пенсий (Рисунок 22).

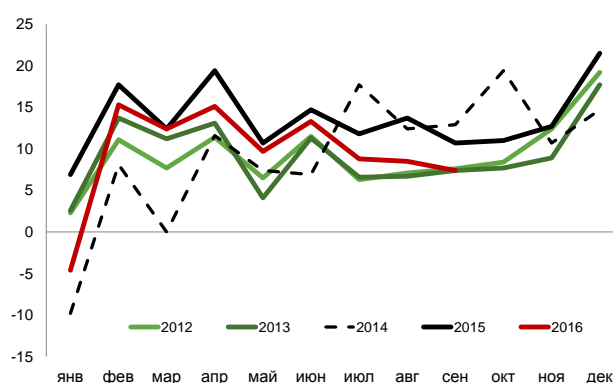
Сокращение в сентябре доли дохода, идущей на сбережения, и пересмотр вниз значения за прошлый месяц (с 8,6% до 8,5%) указывают на понижающую динамику показателя. В сентябре уровень нормы сбережений достиг значения показателя в сентябре 2012-2013 года, оказавшись ниже значения прошлого года (Рисунок 23).<sup>15</sup>

**Рисунок 22. Динамика реальных доходов населения, г/г, %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 23. Динамика нормы сбережений в денежном доходе населения, %**



Источник: Росстат, , расчеты ДИП.

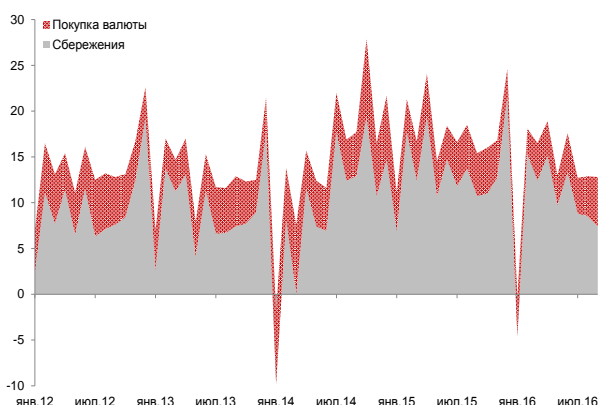
Структура распределения денежного дохода практически не изменилась по сравнению с предыдущим годом. Сокращение нормы сбережений сопровождалось ростом доли, идущей на покупку иностранной валюты, а также меньшим сокращением валюты на руках у населения, при незначительном росте расходов на покупку товаров и услуг. Норма сбережений с учетом доли дохода, идущей на покупку валюты, так же остается ниже уровня прошлого года и ближе к значениям 2012-2013 года (Рисунок 24). Мы ожидаем, что в отсутствии внешних шоков норма сбережений сохранится ниже уровней предыдущего года и ближе к докризисным значениям (Рисунок 25). Это продолжит поддерживать наметившееся восстановление оборота розничной торговли и услуг.

В сентябре по опросам «инФОМ» доля населения без сбережений чуть выросла, а в октябре осталась на уровне предыдущего месяца (62%). Эта динамика могла быть связана с тратами накопленных денег на туристические поездки и запланированные покупки. Более того в предыдущие годы также наблюдался рост этой доли в сентябре.

<sup>15</sup> Средняя норма сбережений за январь-сентябрь с 2000 года за исключением кризисных годов (2008-2010, 2015) составила 9,2%. Без учета 2000 года, когда наблюдалась достаточно низкая норма сбережений, средняя составляет 9,6%. В 2016 году она составляет 9,54%.

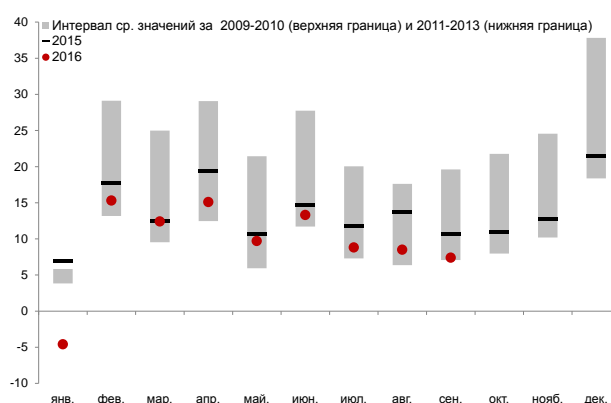
Опросные показатели указывают на сохранение сберегательной модели поведения и преобладание намерения у населения откладывать дополнительные средства. В то же время отношение населения к крупным покупкам продолжает улучшаться.

**Рисунок 24. Динамика доли изменения сбережений и покупки валюты в денежном доходе населения, %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 25. Динамика нормы сбережений в денежном доходе населения и интервал исторических значений, %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Так, доля респондентов, которые отложили бы дополнительные деньги в случае их появления, достигла в сентябре максимального за всю историю наблюдения значения в 52%, сохранившись на высоком уровне и в октябре. Это сопровождалось ростом доли респондентов, считающих текущее время подходящим для осуществления сбережений. В октябре эта доля осталась на высоком уровне, после достижения в сентябре 20% – максимума с августа 2014 года, при сохранении баланса ответов в отрицательной зоне.

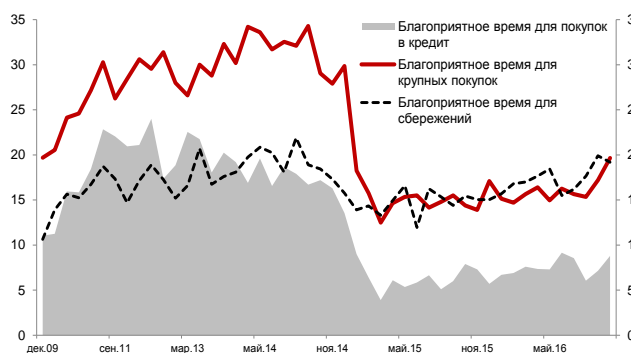
При этом в октябре доля респондентов, считающих текущее время благоприятным для осуществления крупных покупок, достигла максимума с декабря 2014 года.<sup>16</sup> Рост этой доли в сентябре согласуется с замедлением падения розничных продаж непродовольственных товаров. С учетом увеличением частоты ответов о благоприятном времени для покупок в кредит, дальнейшему восстановлению продаж непродовольственных товаров может способствовать рост потребительского кредитования (Рисунок 26).

Таким образом, опросные показатели продолжают указывать на улучшение отношения к крупным покупкам и более оптимистичные оценки изменения материального положения за последний год (Рисунок 27). Косвенным индикатором улучшения материального положения населения в октябре может служить и рост доли респондентов, которым не приходилось за последние три месяца экономить на ка-

<sup>16</sup> Баланс ответов, тем не менее, продолжает оставаться в отрицательной зоне.

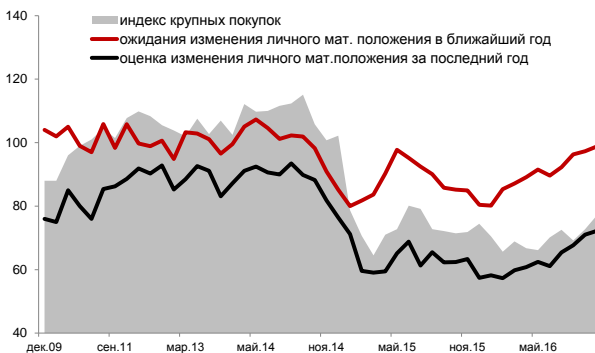
ких-либо товарах или услугах. В то же время в октябре продолжила увеличиваться доля населения, уверенная в стабильности своего трудового дохода.<sup>17</sup>

**Рисунок 26. Оценка благоприятности времени для сбережений, для крупных покупок и покупок в кредит, % от всех опрошенных**



Источник: опрос «инФОМ», расчеты ДИП.

**Рисунок 27. Динамика индекса крупных покупок, оценки и ожиданий изменения личного материального положения, пункты**



Источник: опрос «инФОМ»

С учетом улучшения потребительских ожиданий об изменении личного материального положения в ближайший год можно ожидать дальнейшего оживления внутреннего спроса и роста доли населения, имеющей возможность делать сбережения. Тем не менее, мы ожидаем стабилизации нормы сбережений на более низких уровнях, чем в предыдущем году, за счет снижения темпов накопления буферных сбережений и траты части накопленных сбережений.

### 1.2.5. Продолжение роста индекса потребительской уверенности на фоне улучшения потребительских ожиданий

- Индекс потребительской уверенности увеличился в III квартале на 7 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом.
- Наибольший рост был отмечен в оценке произошедших изменений экономической ситуации.
- Повышение оценки личного материального положения и улучшение условий для крупных покупок дает основания ожидать дальнейшего восстановления потребительского спроса.

В III квартале индекс потребительской уверенности Росстата увеличился на 7 п.п., до (-19) п.п. Рост индекса ускорился по сравнению с прошлым кварталом и сопровождался увеличением всех компонентов.

Значительно улучшилась оценка потребителями произошедших изменений в экономике (+11 п.п.). Следующие по величине изменения произошли в оценке лич-

<sup>17</sup> По результатам опроса «инФОМ» в октябре доля респондентов, указавших, что нет вероятности понижения, сокращения их зарплаты в ближайшее время, повысилась до 53% (47% в сен.), в то время как тех, кто указал отсутствие вероятности увольнения по сокращению штата в ближайшие 2-3 месяца, выросла до 63% (56% в сен.).

ного материального положения населения (+8 п.п.) и условий для крупных покупок (+8 п.п.) на фоне роста индекса благоприятности условий для сбережений (+5 п.п.).

Улучшение потребительских ожиданий во многом могло быть связано с летней стабилизацией курса рубля (Рисунок 22). Тем не менее рост всех компонент индекса и повышение потребительской уверенности по всем возрастным группам являются положительным сигналом с точки зрения восстановления потребительского спроса. Аналогичная восстановительная динамика потребительской уверенности наблюдалась и в 2009 году, поэтому есть основания полагать, что при отсутствии внешних шоков наметившаяся тенденция к росту продолжится и в IV квартале.

**Рисунок 28. Индекс потребительской уверенности и динамика обменного курса рубля**



Источник: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

### **1.2.6. Рынок новых автомобилей: кратковременный рост производства и продаж**

- Падение спроса на легковые автомобили по итогам девяти месяцев и ухудшенный прогноз АЕВ на 2016 год подтверждают продолжение стагнации в автомобильной отрасли.
- Отмеченный в августе рост выпуска автомобилей связан с запуском в производство новых модельных рядов на некоторых автомобильных заводах и не свидетельствует о какой-либо тенденции в экономике.
- Увеличение продаж автомобилей в сентябре по сравнению с предыдущим месяцем также носит временный характер, связанный с неопределенностью мер господдержки авторынка в следующем году.

В автомобильной отрасли большую часть 2016 г. наблюдалась стабилизация производства и спроса. Для циклической отрасли, страдающей больше остальных в



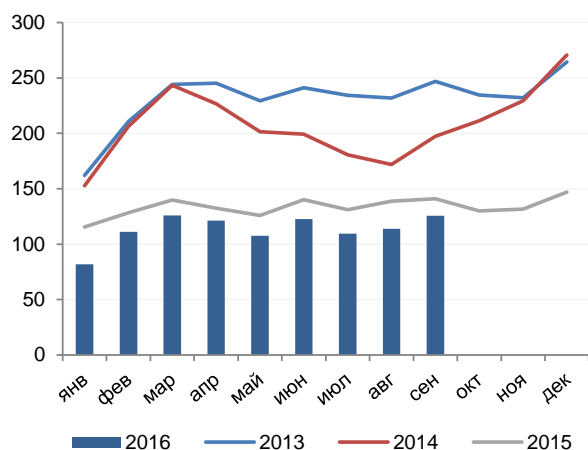
период рецессии, это неплохо. Однако выход на траекторию роста откладывается, как минимум, до 2017 г. при сохранении пониженных нефтяных цен.

В сентябре 2016 года спрос на новые автомобили продолжает показывать негативную динамику по сравнению с прошлым годом. По данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), продажи легковых и легких коммерческих автомобилей (LCV) в России в этом месяце упали на 10,9% г/г (Рисунок 29). Физические объемы продаж в сентябре с учетом устранения сезонного и календарного эффектов по сравнению с прошлым месяцем увеличились на 2,5% (Рисунок 30). Последний раз месячный рост продаж наблюдался в июне текущего года.

Незначительная активизация спроса может быть связана с неопределенностью сохранения государственных программ поддержки авторынка на 2017 год. В частности, речь идет о возможной остановке программы обновления парка, которая предусматривает скидки на новые автомобили при утилизации старых машин или сдаче их в trade-in и является наиболее востребованной на потребительском рынке<sup>18</sup>.

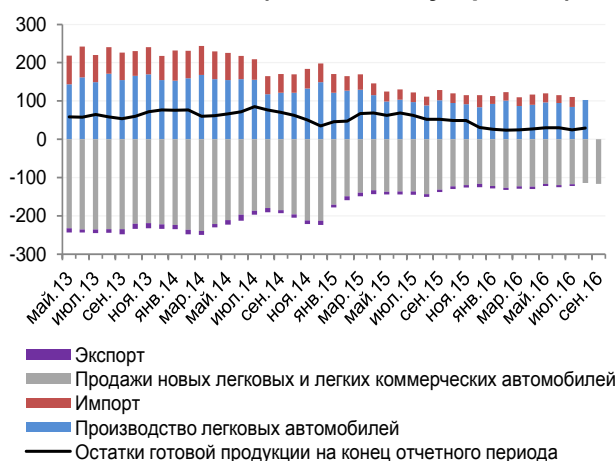
С одной стороны, возможность сворачивания программ господдержки может стимулировать потенциальных покупателей к совершению покупок до конца года и тем самым поддержать рынок. С другой стороны, следует ожидать усиления падения рынка LCV, так как программа льготного автолизинга, которая поддерживала продажи коммерческого транспорта, в текущем году завершилась досрочно – уже к сентябрю был полностью исчерпан выделенный лимит по финансированию программы из федерального бюджета.

**Рисунок 29. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. шт.**



Источник: АЕБ, расчеты ДИП.

**Рисунок 30. Составляющие спроса (-) и предложения (+) на рынке автомобилей в РФ, тыс. шт. (сезонность устранена)**



Источник: АЕБ, расчеты ДИП.

<sup>18</sup> В целом в рамках программ стимулирования спроса (программа обновления парка, льготное автокредитование и льготный лизинг), по данным Минпромторга, за девять месяцев 2016 года была реализована примерно половина от общего количества проданных автомобилей (включая LCV). В 2015 году господдержка имела меньший эффект и стимулировала за тот же период спрос объемом 36% от общих продаж. Наибольшую поддержку спросу оказала программа обновления автопарка.

В июле АЕВ ухудшила свои прогнозы на 2016 год, ожидая, что продажи по итогам года упадут на 10,3%, в то время как в начале года снижение продаж ожидалось на уровне 4,7%. Но и этот уровень, вероятно, оптимистичен: ведь за девять месяцев продажи новых автомобилей упали на 14,5% г/г.

Падение внутреннего спроса на новые автомобили отражается на финансовом состоянии компаний отрасли. По расчетам ДИП, показатели рентабельности производства автомобилей по итогам первого полугодия 2016 года составили (-3,80%), в прошлом году за соответствующий период рентабельность производства была 1,08%. Объемы производства легковых автомобилей по итогам восьми месяцев сократились на 15,9% г/г.

В августе было выпущено 87,3 тыс. легковых автомобилей, что, согласно оценкам ДИП, на 34,0% больше, чем в соответствующем периоде предыдущего года (по расчетам Росстата – на 41,6%). Расхождение в расчетах связано с корректировкой Росстатом данных за август 2015 года в сторону понижения, что и привело к завышению фактического темпа роста производства автомобильной промышленности. Отмеченный рост выпуска автомобилей после непрерывного падения в течение предыдущих трех месяцев, скорее всего, носит временный характер и связан с запуском в производство новых марок автомобилей на петербургских автозаводах.

В условиях падающего рынка продолжает увеличиваться отложенный спрос на автомобили, который при улучшении экономической ситуации может привести к резкому, но кратковременному росту продаж, сопровождаемому повышением цен.

### ***1.2.7. Платежный баланс: снижение текущего счета компенсируется пониженным оттоком капитала***

- Профицит текущего счета уменьшается на фоне восстановления импорта и неторгового сальдо.
- Чистый отток капитала снизился из-за сокращения валютных активов банков, в том числе в связи с погашением валютной задолженности перед Банком России.
- После полного погашения этой задолженности при прочих равных условиях приток капитала по этому каналу резко сократится.

Согласно последним данным, профицит текущего счета после сильного снижения в II квартале в III квартале оставался примерно на том же уровне, составляя 1,9 млрд долл. (после 1,5 млрд долл. в II квартале и 12,2 млрд долл. в I квартале). Поскольку сокращение текущего счета во многом было перекрыто снижением оттока капитала, динамика рубля в последние месяцы оказалась несколько лучше первоначальных ожиданий.

Нужно отметить, что основной причиной низкого профицита текущего счета в последние месяцы является активное восстановление импорта, в то время как динамика экспорта в целом находится в рамках наших изначальных ожиданий<sup>19</sup>. В III квартале темпы роста импорта вышли в положительную зону, составив 4% г/г после снижения на 4,9% г/г в II квартале и на 20,4% г/г в I квартале 2016 года. Такая динамика, вероятно, приведет к снижению импорта всего на 2% по итогам года.

Восстановление импорта в последние месяцы связано прежде всего со значительным ростом закупок механического оборудования, вклад в который внесли в том числе поставки по проекту Ямал СПГ<sup>20</sup>. Однако доля данных поставок в общем приросте импорта механического оборудования все же не доминирует. Это означает, что в действительности наблюдается восстановление спроса на инвестиционный импорт. Такая тенденция устойчива и с устранением сезонности. При этом дополнительное давление на профицит текущего счета оказывает увеличение дефицита неторгового сальдо<sup>21</sup>.

Отток капитала частного сектора в III квартале несколько увеличился относительно II квартала, составив 2,6 млрд долл., однако был значительно меньше, чем в I квартале (8 млрд долл.). С начала года чистый вывоз капитала частным сектором достиг 9,7 млрд долл. Главную роль в оттоке капитала по-прежнему играет сокращение банками обязательств перед нерезидентами (погашение внешней задолженности), которое в III квартале составило 7,5 млрд долл. (в январе–сентябре 2016 года – 19,7 млрд долл.). Новые данные говорят о том, что не менее значимым фактором оттока капитала становится наращивание компаниями финансовых активов. В III квартале иностранные активы выросли на 3,2 млрд долл., что, однако, меньше чем в II квартале (почти 7 млрд долл.). В сумме за девять месяцев 2016 года этот фактор оказал влияние на отток капитала в размере 17,7 млрд долл.

Компенсация оттока происходит в основном за счет сокращения банками валютных активов: на 9 млрд долл. в III квартале 2016 года и на 23,3 млрд долл. за девять месяцев 2016 года. Однако после полного погашения этой задолженности банков по валютным операциям с Банком России приток капитала по этому каналу при прочих равных условиях резко сократится.

<sup>19</sup> (-9,6)% г/г в III квартале против (-25,5)% г/г в II квартале. В частности, в сентябре снижение экспорта составляло только 4,8% г/г после (-7,2)% г/г в августе.

<sup>20</sup> Поставка модулей для строительства СПГ-завода.

<sup>21</sup> Прежде всего по балансу услуг вследствие активизации поездок.

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

#### 1.3.1. ФРС все ближе к повышению ставки

- ФРС США и ЕЦБ не стали менять основные параметры денежно-кредитной политики на своих заседаниях в октябре–ноябре. В декабре от ФРС США ожидается повышение ставки, от ЕЦБ – расширение политики количественного смягчения.
- Великобритания поглощена проблемами вокруг запуска Brexit.
- Рост ВВП Китая в III квартале оставался стабильным, вероятность резкого спада темпов роста экономической активности до конца 2016 года низкая.
- Восстановление цен на сырьевые товары вернуло индекс цен производителей Китая в положительную область, что может благоприятно сказаться на динамике финансовых показателей промышленных предприятий.

ФРС США подошла вплотную к возобновлению цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Об этом говорит умеренно позитивная макроэкономическая статистика и пресс-релиз комитета по финансовым рынкам по итогам ноябрьского заседания. Другие ведущие центральные банки развитых стран, напротив, взяли паузу в проведении денежно-кредитной политики или готовятся к продлению программ количественного смягчения. Великобритания обсуждает варианты проведения Brexit. Стимулирующие меры, принятые властями Китая еще в начале года скорее всего продолжат оказывать благоприятное влияние на экономическую динамику в ближайшие 1–2 квартала, после чего замедление может возобновиться.

#### **США: на пути к повышению ставки в декабре**

Статистика по ВВП США в III квартале оказалась достаточно позитивной. Зафиксированный рост на 2,9% к/к<sup>22</sup> стал максимальным за последние два года, а также оказался лучше консенсуса Bloomberg (2,5% к/к) и модельной оценки GDPnow ФРБ Атланты (2,1% к/к). Краткосрочные данные прежде всего указывают на признаки оживления инвестиций в товарно-материальные запасы при стабилизации умеренно благоприятной динамики потребления (рост на 2,1% к/к).

Несмотря на то, что ФРС США сосредоточена прежде всего на мониторинге данных по занятости и инфляции, опубликованная за последний месяц статистика по промышленности и заказам товаров длительного пользования также оказывается весомым доводом в пользу ожидаемого рынками повышения ставки. Однако на ноябрьском заседании комитета по открытым рынкам ФРС США ключевая ставка осталась неизменной. Опубликованный по итогам заседания пресс-релиз во многом

<sup>22</sup> Сезонно сглаженный в годовом выражении.

повторил сентябрьские оценки комитета: риски кажутся сбалансированными, а свидетельств необходимости повышения ставки стало больше. Несмотря на позитивную статистику, повышению ставки помешала неопределенность относительно итогов выборов президента США. В связи с этим все факторы сейчас указывают на декабрьское повышение ставки.

### **Еврозона в ожидании продления программы QE**

Согласно предварительной оценке, ВВП еврозоны вырос в III квартале на 0,3% к/к<sup>23</sup>, что полностью совпало с консенсус-прогнозом и темпами роста экономики в II квартале (Рисунок 31). Рост остается сдержанным и, исходя из опубликованной пока только по Франции покомпонентной разбивки, вероятно, отражает стагнацию потребления. Первые опросы указывают на возможность небольшого ускорения роста экономики в IV квартале. В случае выхода на 0,4% к/к в IV квартале ВВП по итогам года вырастет на 1,6% г/г, что соответствует озвученному в сентябрьском раунде прогнозу ЕЦБ. Таким образом, возможное небольшое ускорение роста в IV квартале не должно стать поводом для сворачивания действия программы количественного расширения.

Инфляция в октябре на фоне снижения негативного вклада энергетической компоненты ускорилась до 0,5% г/г (0,4% г/г в сентябре). Базовая инфляция, исключая влияние волатильных компонент продовольствия и топлива, сохранилась на уровне 0,8% г/г, еще раз указывая на отсутствие инфляционного давления в еврозоне (Рисунок 32).

На октябрьском заседании Управляющего совета ЕЦБ было принято решение оставить все параметры основных операций на неизменном уровне. Неизменным остался и текст пресс-релиза, согласно которому ставки сохранятся на текущем или более низком уровне в течение продолжительного времени, в том числе после окончания программы скупки активов. При этом сама программа будет продолжаться, пока члены Совета не увидят устойчивых признаков ускорения инфляции к целевому уровню.

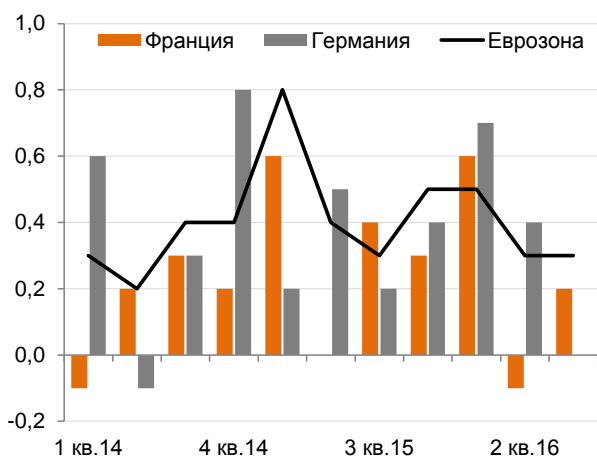
На пресс-конференции по итогам заседания М. Драги пообещал обеспечить плавный выход из программы покупки активов. Это вместе с заверениями о том, что ЕЦБ пока не обсуждал механизм сворачивания QE, сигнализирует о высокой вероятности продления программы после марта 2017 года. М. Драги также подтвердил, что в декабре, когда поступит соответствующий анализ от комитетов ЕЦБ, Управляющий совет будет рассматривать возможные пути решения проблемы нехватки активов, удовлетворяющих текущим требованиям программы QE. В целом пресс-конференция оказалась малоинформативной, так как М. Драги избегал любых обещаний и намеков на дальнейшие действия ЕЦБ.

Вероятнее всего, следующее заседание Управляющего совета ЕЦБ, которое пройдет 8 декабря 2016 года, окажется более насыщенным. Прежде всего мы ожи-

<sup>23</sup> Сезонно сглаженный.

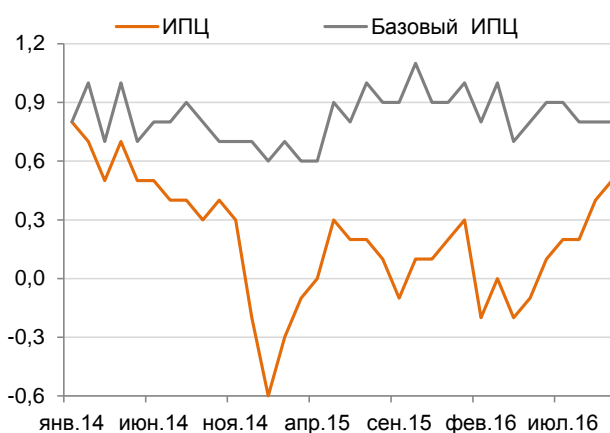
даем от него продления программы количественного смягчения за март 2017 года на полгода. При этом объем скупки активов скорее всего останется на текущем уровне – 80 млрд евро в месяц. Кроме того, ЕЦБ для решения проблемы нехватки облигаций может отказаться от нижнего ориентира доходности скупаемых облигаций, привязанного сейчас к ставке по депозитам в ЕЦБ (-0,4%), из-за которой участвовать в программе QE не может ряд облигаций (Германии прежде всего).

**Рисунок 31. Динамика квартальных темпов роста экономики, %**



Источники: Bloomberg Finance L. P.

**Рисунок 32. Динамика инфляции в Еврозоне, % г/г**



Источники: Bloomberg Finance L. P.

### Великобритания: перспективы hard Brexit

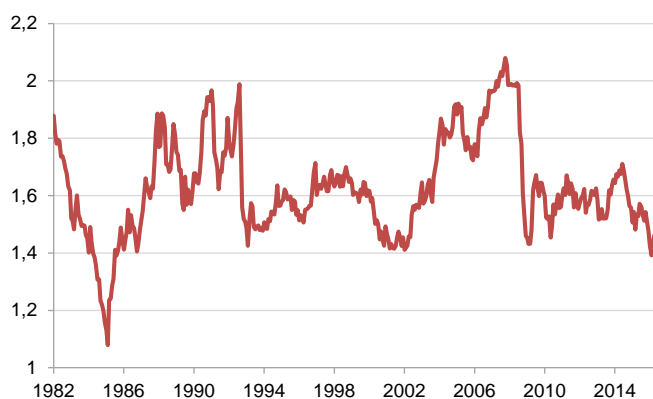
В начале октября премьер-министр страны Тереза Мэй сформулировала позицию правительства относительно дальнейших перспектив Brexit. Во-первых, процедура выхода из ЕС должна быть инициирована до марта 2017 года. С этого момента у страны будет всего два года на то, чтобы согласовать выход из ЕС и параметры отношений со странами ЕС после разрыва. Во-вторых, правительство настроено на hard Brexit. Наиболее важным итогом выхода из ЕС должно стать обретение Великобританией полной независимости и выход из-под юрисдикции Европейского суда. Такой суверенитет означает отказ от единого рынка и потерю привилегий финансового и ряда других секторов экономики. Главным результатом обретенной независимости станет, прежде всего, возможность контроля миграции.

Однако в начале ноября Высокий суд Лондона постановил, что правительство не может запустить процесс выхода страны из ЕС без одобрения парламента. Правительство намерено оспорить это решение, поэтому неопределенность относительно Brexit может сохраняться еще несколько месяцев.

Перспективы hard Brexit и неопределенность относительно параметров соглашения будут сдерживать инвестиционную активность и рост экономики Великобритании. МВФ в октябрьском WEO понизил прогноз роста страны в 2017 году еще на 0,2 п.п. до 1,1% (после 1,8 % г/г в 2016 и 2,2% г/г в 2015 году). Банк Англии чуть бо-

лее оптимистичен в ожиданиях: рост на 1,4% г/г в 2017 году и на 1,5% г/г в 2018 году. В то же время ослабление национальной валюты несет в себе риски для инфляции. С начала лета фунт потерял около 20% своей стоимости к доллару (Рисунок 33), что, согласно прогнозам Банка Англии, приведет к ускорению инфляции до 2,7% в 2017–2018 годах. На этом фоне Банк Англии не стал изменять ключевую ставку на прошедшем в начале ноября заседании.

**Рисунок 33. Динамика валютного курса британского фунта к доллару США, \$/£**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

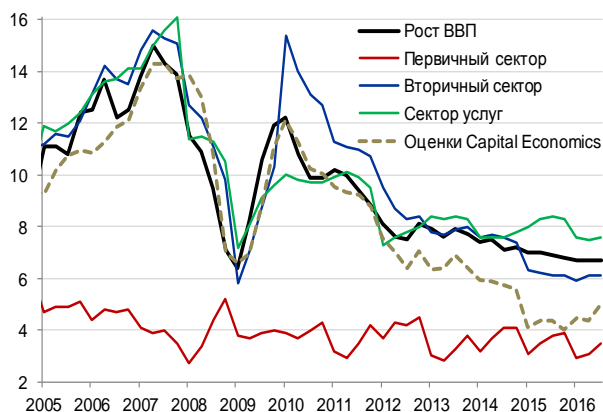
### **Китай: квартальный рост ВВП застыл на отметке 6,7% г/г**

Темп роста ВВП Китая остается стабильным третий квартал подряд – 6,7% г/г. При этом отмечается небольшое ускорение роста в первичном и вторичном секторах. Многие аналитики, например Capital Economics, продолжают высказывать недоверие официальной статистике, указывая на более низкие темпы роста экономики, отмечая при этом признаки восстановления в последних кварталах (Рисунок 34).

На месячном уровне динамика макропоказателей Китая остается стабильной, и вероятность новых проявлений спада в экономике до конца года невелика. В сентябре впервые с октября 2014 года оба вида как официального, так и Caixin PMI перешли в область выше 50,0 пунктов и продолжили свой рост в октябре. Темп роста розничных продаж в сентябре оказался максимальным в 2016 году – 10,7% г/г. Рост промышленного производства немного замедлился – до 6,1% г/г.

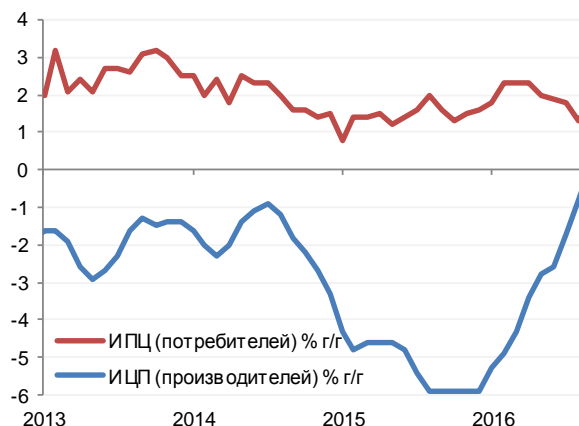
Темп роста инвестиций в основной капитал в сентябре продолжил восстанавливаться после июльского «дна» (когда наблюдались наводнения), чему способствовали частные инвестиции в секторах обрабатывающей промышленности и недвижимости. Динамика долгового финансирования стабилизировалась. Однако следует ожидать, что повышенные темпы роста этих показателей не смогут сохраняться более одного-двух кварталов и будут падать по мере исчерпания эффекта стимулирующих мер.

**Рисунок 34. Рост ВВП и его компонентов, % г/г**



Источники: Bloomberg Finance L.P., Capital Economics.

**Рисунок 35. Индексы потребительских цен потребителей и производителей, % г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Индекс потребительских цен в сентябре вырос до 1,9% г/г вследствие ускорения роста цен на продовольствие (Рисунок 35). При этом непродовольственная инфляция оказалась максимальной за два года, прежде всего за счет возвращения к росту цен на топливо впервые с середины 2014 года.

Индекс цен производителей впервые с начала 2012 года вернулся в положительную область из-за ускоренного роста нефтяных цен в сентябре – 0,1% г/г (Рисунок 35). Низкая база для сравнения по ценам на сырьевые товары должна способствовать дальнейшему росту индекса цен производителей в ближайшие месяцы. Окончание периода снижения цен производителей может благоприятно сказаться на динамике финансовых показателей промышленных предприятий, что будет способствовать некоторому снижению кредитных рисков, особенно в бывших убыточными отраслях.

### **1.3.2. Мировые рынки готовятся к декабрьскому повышению ставки ФРС**

- Доходности гособлигаций выросли на фоне большей уверенности в повышении ставки ФРС США.
- Продолжение распродажи на мировом рынке облигаций может иметь неблагоприятные последствия для финансовой стабильности.
- Инверсия кривой доходности ОФЗ снизилась за счет роста доходностей длинных облигаций.
- Отклонения краткосрочных ставок денежного рынка от ключевой ставки Банка России невелики, волатильность определяется переходным периодом от структурного дефицита ликвидности к ее профициту.

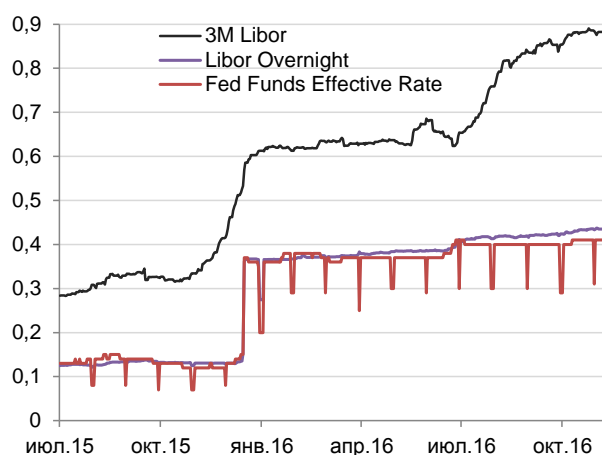


## Глобальные рынки

За прошедший месяц основными темами на мировых финансовых рынках стали грядущее повышение ставки ФРС, неопределенность исхода выборов президента в США и опасения относительно сворачивания стимулирующих мер центральными банками развитых стран (не только ФРС США).

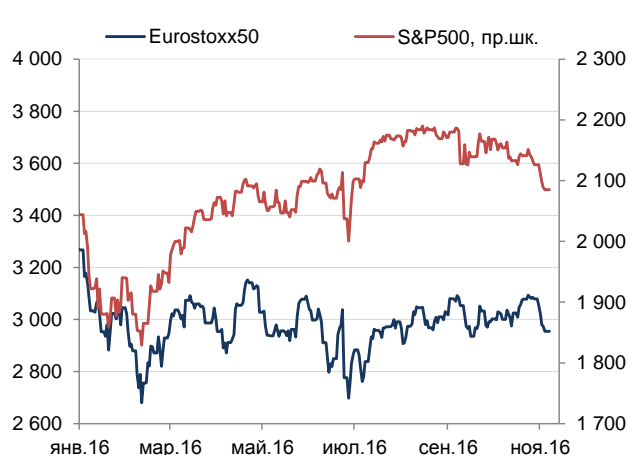
Макроэкономическая статистика по США и содержание пресс-релиза прошедшего в начале ноября заседания ФРС значительно увеличили вероятность повышения ставки федеральных фондов в декабре. В связи с этим продолжили расти долларовые ставки LIBOR (Рисунок 36) и доходности государственных облигаций США (Рисунок 40). Вместе с тем в октябре–начале ноября наблюдался рост доходностей и на рынке гособлигаций других развитых стран. Причиной послужили опасения относительно возможного скорого сворачивания программы количественного расширения ЕЦБ. Мы не считаем этот сценарий реалистичным, однако сложившаяся за последний месяц ситуация на рынках облигаций позволяет оценить возможный масштаб последствий от таких действий центральных банков.

**Рисунок 36. Долларовая ставка LIBOR, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

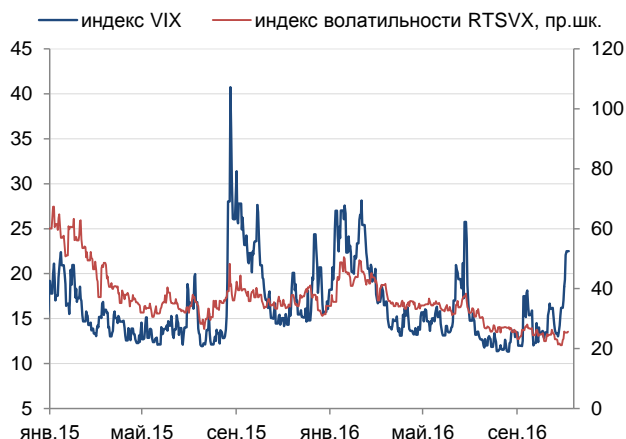
**Рисунок 37. Индексы S&P500 и Euro Stoxx 50**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Продолжение роста базовых доходностей может иметь неприятные последствия для динамики рынка и финансовой стабильности. Снижение доходностей гособлигаций развитых стран до минимальных (а иногда и отрицательных уровней) привело к тому, что инвесторы стали активно уходить в инструменты с длинной дюрацией и в более рискованные сегменты для получения большей доходности. Чем длиннее срок до погашения облигации, тем более изменчива ее цена при сравнительном изменении доходности. Соответственно, в периоды роста доходностей цены длинных инструментов снижаются опережающими темпами, что может вызвать цепную реакцию в случае, если инвесторы начнут фиксировать уже накопленную прибыль или стараться минимизировать убытки.

**Рисунок 38. Индекс VIX (S&P500) и индекс волатильности РТС (RTSVX)**



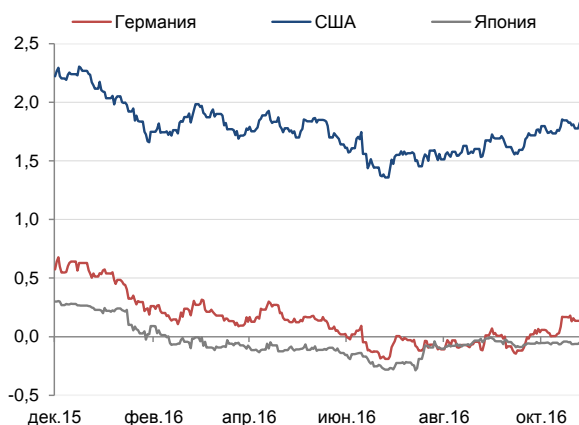
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 39. Спреды EMBI+Russia и JP Morgan EMBI Global**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 40. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 41. Кредитный спред корпоративных облигаций развитых стран, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

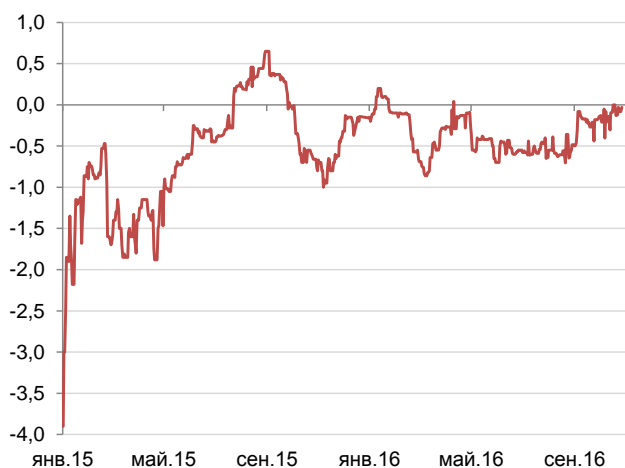
Переток инвесторов в более рискованные сегменты приводит к снижению кредитных спредов, что позволяет получить дополнительную доходность относительно безрискового актива. В последние месяцы кредитные спреды приблизились к своим минимальным уровням (Рисунок 39, Рисунок 41). Пока распродажа на рынках гособлигаций не вызвала существенного расширения спредов, однако если она продолжится, падение на рискованных сегментах рынка облигаций может идти опережающими темпами. С точки зрения рисков для развивающихся стран, этот разворот может означать начало оттока портфельных инвестиций.

## Российские рынки

Реакция рынка на решение Банка России оставить ключевую ставку на уровне 10% была нейтральной. В целом решение было ожидаемо, а мнение участников рынка относительно ужесточения или смягчения риторики пресс-релиза разделились примерно поровну. Стоит отметить, что спред между форвардом на 3-

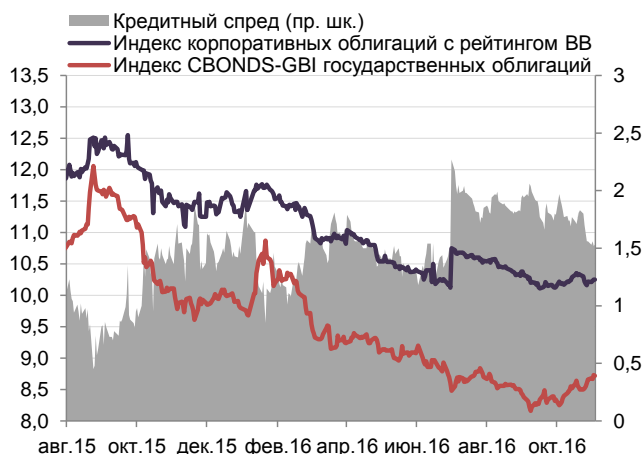
месячную ставку Mosprime через 3 месяца и самой ставкой впервые за несколько месяцев приблизился к нулю (Рисунок 42). Это означает, что рынок ожидает снижения ключевой ставки не ранее середины I квартала 2017 года, доверяя заявлениям Банка России.

**Рисунок 42. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых**



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

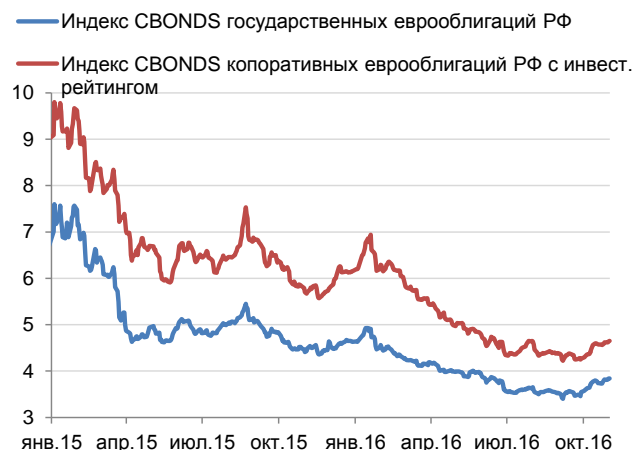
**Рисунок 43. Динамика доходности рублевых облигаций, %**



Источник: Cbonds.

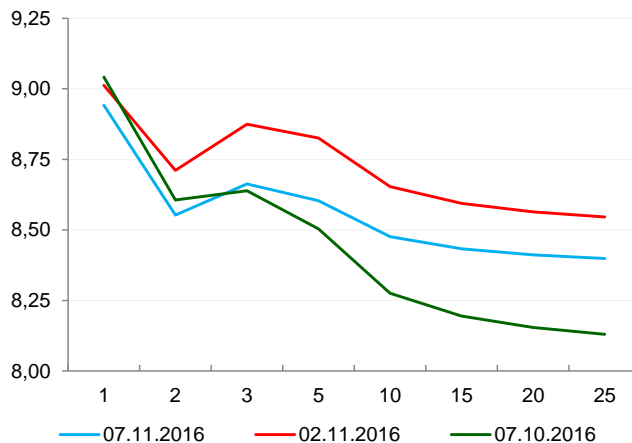
Российский рынок облигаций оказался под влиянием глобальных тенденций. На рынке еврооблигаций доходности росли вслед за повышением базовых доходностей и снижением цены на нефть в конце октября – начале ноября (Рисунок 44). Несмотря на это, многие частные компании успели провести размещение еврооблигаций на привлекательных условиях. Доходности ОФЗ за последний месяц существенно выросли вслед за доходностями гособлигаций других развивающихся стран (Рисунок 45). Доходности длинных бумаг росли быстрее, что привело к уменьшению степени инверсии кривой доходности российских гособлигаций.

**Рисунок 44. Динамика доходности российских еврооблигаций, %**



Источник: Cbonds.

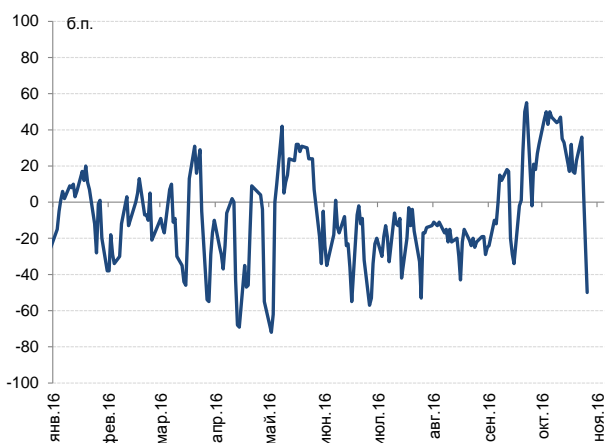
**Рисунок 45. Кривая доходности ОФЗ, %**



Источник: Московская Биржа.

Состояние рублевой ликвидности денежного рынка по итогам октября не претерпело серьезных изменений, хотя в течение месяца ситуация не была стабильной: наблюдались как существенные притоки, так и оттоки средств (Рисунок 48). С 7 октября по 7 ноября уровень остатков средств на корсчетах и депозитах в Банке России практически не изменился, составляя 2,4 трлн рублей. Однако структура ликвидности сместилась в пользу увеличения запаса средств на депозитах в Банке России (прирост на 150 млрд. руб.)<sup>24</sup>, чему способствовало расширение соответствующих лимитов со стороны регулятора. Такое перераспределение ликвидности оказывает сдерживающее влияние на краткосрочные ставки денежного рынка и смягчает эффект от перехода основных участников банковского сектора к профициту ликвидности.

**Рисунок 46. Спред RUONIA к ключевой ставке Банка России, б.п.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 47. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Наблюдаемый в этот период совокупный приток ликвидности в банковский сектор в 146 млрд руб. практически полностью был потрачен банками на погашение задолженности по РЕПО с Банком России. По этой причине поступление ликвидности не должно было оказать сильного дополнительного положительного влияния на ставки. Причем, если бы не 330 млрд руб., которые некоторые банки в это время привлекли в рамках операций с Казначейством РФ, в октябре наблюдался бы отток ликвидности.

<sup>24</sup> С 7 октября по 7 ноября 2016 года.

**Рисунок 48. Динамика чистой ликвидной позиции банков перед Банком России, млрд руб.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 49. Сравнительная динамика сокращения задолженности банков перед Банком России и чистого притока ликвидности**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Резкое снижение краткосрочных ставок денежного рынка в начале ноября 2016 года до уровня ниже ключевой ставки Банка России<sup>25</sup> носит временный характер и связано в большей степени с изменением особенностей циркуляции ликвидности по банковской системе<sup>26</sup> и наличием временных задержек при абсорбировании нетипичных всплесков ликвидности. Обычно влияние таких разовых факторов непродолжительно и сглаживается на горизонте нескольких недель за счет инструментов по предоставлению и абсорбированию ликвидности Банка России. В целом краткосрочные ставки денежного рынка остаются вблизи ключевой ставки Банка России и их средние отклонения от ключевой ставки Банка России находятся в узком диапазоне +/- 60 б.п.

### **1.3.3. Товарные рынки: реализация соглашения о сокращении добычи нефти маловероятна**

- Разногласия между странами ОПЕК и увеличение добычи нефти в этих государствах способствовали затруднению реализации соглашения о сокращении добычи и снижению нефтяных цен.
- Сланцевая индустрия США демонстрирует все больше признаков восстановления, при этом важную поддержку отрасли оказывают компании, проходящие процедуру банкротства.

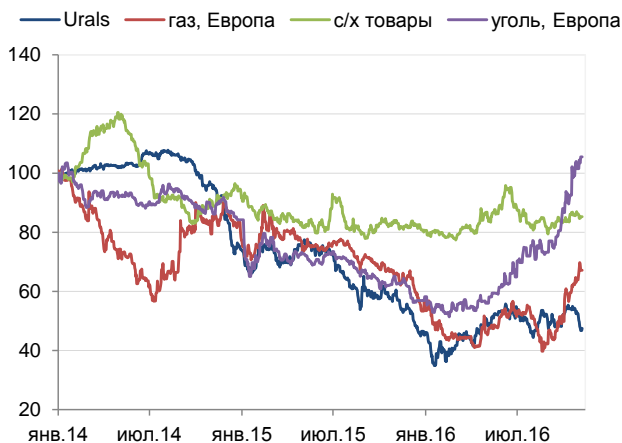
<sup>25</sup> В среднем до 9,5%.

<sup>26</sup> К примеру, изменения в объемах операций с валютными свопами или запуск ПАО «Банк ВТБ» односторонних облигаций, размещаемых в банках.

- Прогноз роста спроса на нефть продолжает ухудшаться, несмотря на активный рост потребления в США, Индии и накопление стратегических запасов Китаяем.

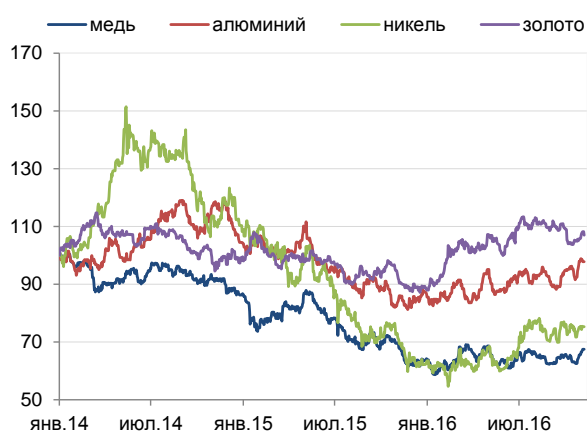
В октябре цены сырьевых товаров продемонстрировали разнонаправленную динамику. Индекс сырьевых товаров Bloomberg незначительно снизился, но с поправкой на укрепившийся курс доллара США – вырос.

**Рисунок 50. Цены на основные товары  
(январь 2014 = 100)**



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

**Рисунок 51. Цены на основные металлы  
(январь 2014 = 100)**



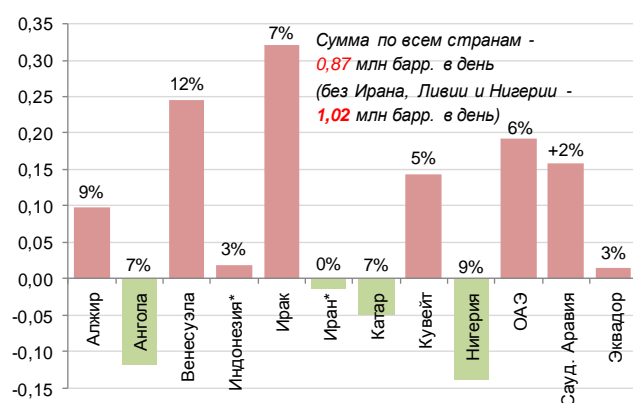
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

В течение октября нефтяные цены находились на повышенном уровне, что подогревалось встречами и заявлениями представителей стран ОПЕК и стран вне картеля о намерении реализовать соглашение о сокращении добычи нефти. Однако в начале ноября цены практически вернулись к уровню конца сентября, когда ОПЕК объявила о намерении снизить добычу до 32,5–33,0 млн барр. в день.

Снижение вероятности реализации соглашения о сокращении добычи объясняется рядом факторов. В своем октябрьском отчете ОПЕК раскрыла информацию о соотношении объемов добычи нефти в странах-членах на основе оценок самих стран и на основе вторичных источников, которые используются ОПЕК в качестве официальных (Рисунок 52). Почти все страны заявляют о существенной недооценке собственной добычи, которая в сентябре суммарно (с учетом отклонений в обе стороны) составила 0,9 млн барр. в день, а без Ирана, Ливии и Нигерии, на которые не предполагается распространять квоты на сокращение добычи – 1,0 млн барр. в день. Причем данное расхождение в 3–4 раза превышает соответствующие цифры 2014–2015 годов. Это подтверждает наше предположение о стремлении большей части стран ограничить свое участие в соглашении о сокращении добычи вербальной поддержкой, и кроме того, дает повод повысить в несколько раз оценку излишков нефти на рынке.

ОПЕК также продолжает обновлять рекорд добычи нефти. По оценкам Bloomberg, в октябре добыча выросла на 0,5% м/м и 2,8% г/г (Рисунок 53). Прекращение поставок с крупного месторождения в Анголе (0,2 млн барр. в день) компенсировалось восстановлением добычи в Ливии, Нигерии и Иране, которые вместе добавили к предложению 0,4 млн барр. в день. По данным Bloomberg, добыча в этих странах продолжает расти и в ноябре. Так, министр нефти Нигерии заявил о восстановлении в начале ноября добычи до январского уровня, что на 0,4 млн барр. в день выше показателя за октябрь. Исходя из текущей динамики, странам ОПЕК для реализации сентябрьского соглашения потребуется сократить добычу на 1,5–2,0 млн барр. Все больше факторов указывает на то, что реализация соглашения будет перекладываться на Саудовскую Аравию и другие богатые страны, что вряд ли отвечает их интересам. Встреча в Вене 28–29 октября, где предполагалось обсудить более конкретные шаги по ограничению добычи, закончилась безрезультатно.

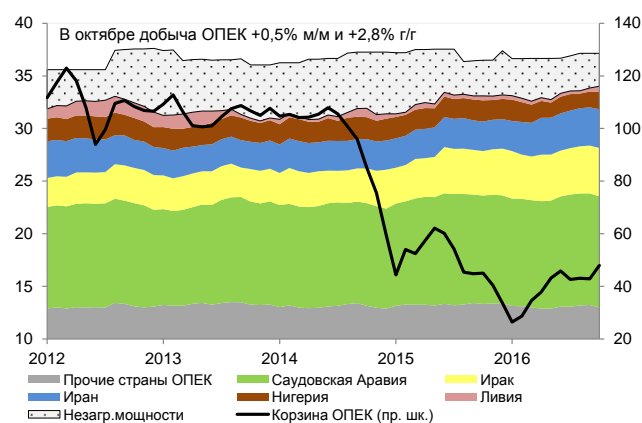
**Рисунок 52. Разница между добычей нефти в странах ОПЕК в сентябре 2016 года по собственным оценкам стран и официальным данным ОПЕК (млн барр. в день), и доли этих величин в официальных объемах добычи (%)**



\* Данные за август 2016 года.

Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 53. Добыча нефти в странах ОПЕК (млн барр. в день)\* и цена корзины ОПЕК (долл. США)**



\* Для сопоставления добавлены данные по добыче в Индонезии до декабря 2015 года и в Габоне до июля 2016 года.

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

Россия в октябре также обновила рекорд добычи, увеличив ее на 0,8% м/м и 3,9% г/г (Рисунок 54).

В США добыча нефти, пройдя дно в августе, продолжает расти, превосходя ожидания Минэнерго США (EIA) (Рисунок 55). Газета The Wall Street Journal сообщила, что существенный вклад в добычу делают компании, проходящие процедуру банкротства: их показатели добычи почти не снизились по сравнению с уровнем до подачи заявлений о банкротстве, а в последнее время все большее число таких компаний выходит из процедуры банкротства и активизирует деятельность.

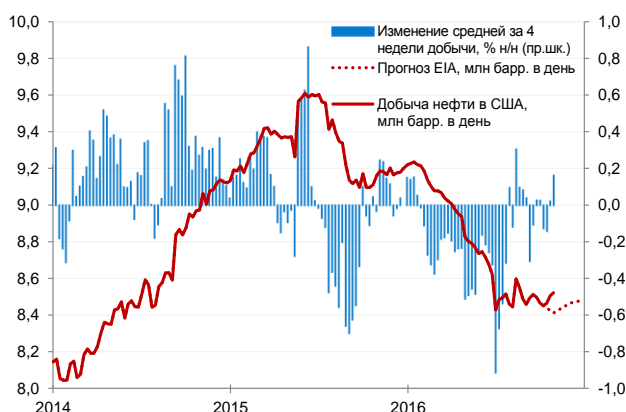


Рисунок 54. Добыча нефти в России



Источники Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

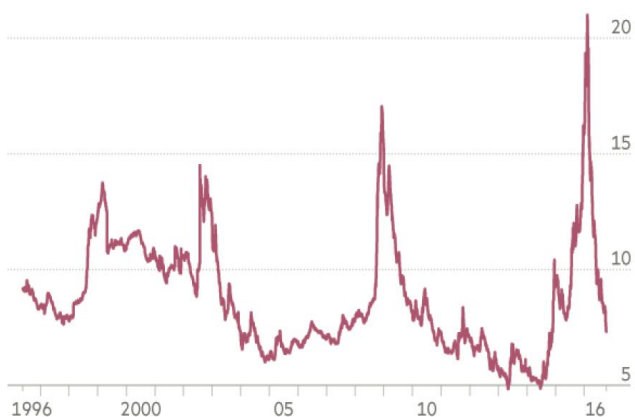
Рисунок 55. Добыча нефти в США



Источники: EIA, расчеты ДИП.

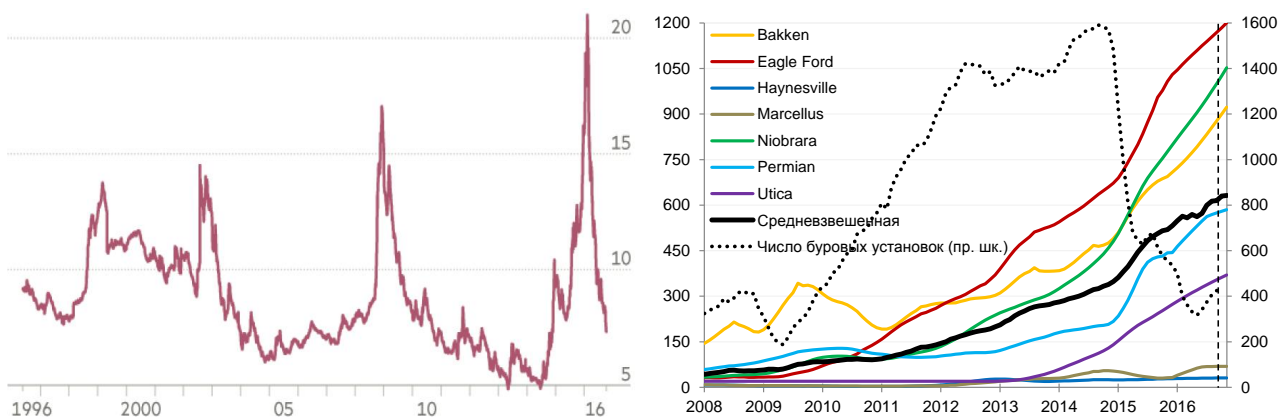
EIA в октябрьском отчете отметило улучшение финансового состояния нефтедобывающих компаний США и рост капитальных расходов в III квартале 2016 года. Это произошло впервые с II квартала 2014 года. Газета Financial Times сообщила о крупнейшем с 2014 года IPO нефтедобывающей компании США (Extraction Oil & Gas) и о подготовке IPO другими компаниями. Доходности высокорисковых облигаций нефтяного сектора США, по оценкам Bank of America Merrill Lynch, упали до уровня 2014 года (около 7%) с более 20% в начале 2016 года (Рисунок 56). Число действующих буровых установок и их эффективность продолжают расти (Рисунок 57).

Рисунок 56. Доходность высокорисковых облигаций нефтяного сектора США, %



Источники: Financial Times, Bank of America Merrill Lynch.

Рисунок 57. Число действующих буровых установок и средняя эффективность добычи нефти на сланцевых месторождениях США, барр. в день



Источники: EIA, расчеты ДИП.

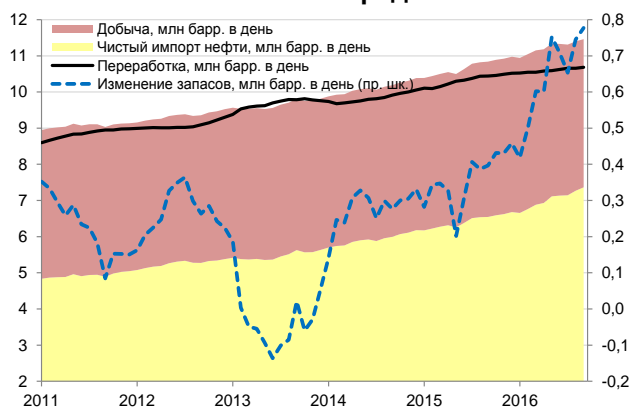
Страной, продолжающей оказывать поддержку нефтяным ценам со стороны предложения, остается Китай, где за январь–сентябрь добыча сократилась на 0,5 млн барр. в день, или на 12%. По оценкам Sanford C. Bernstein (Hong Kong), для



стабилизации добычи нефти в Китае нужны нефтяные цены на уровне 50 долл./барр., а рост добычи возможен при ценах около 60 долл./барр.

Потребление нефтепродуктов активно растет в США и Индии, но рост мирового спроса в целом продолжает слабеть. Международное энергетическое агентство и EIA в октябрьских отчетах пересмотрели прогноз мирового спроса вниз и снова отдалили момент балансировки нефтяного рынка. Китай продолжает активно наращивать чистый импорт нефти, но по-прежнему в целях компенсации сокращения собственной добычи, увеличения чистого экспорта нефтепродуктов и накопления стратегических резервов (Рисунок 58) при стагнации потребления (Рисунок 59).

**Рисунок 58. Добыча, чистый импорт, переработка и изменение запасов нефти в Китае, 12-месячные средние**



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

**Рисунок 59. Переработка и потребление нефти в Китае, 12-месячные средние**



Источники: Bloomberg Finance L.P., Xinhua News Agency, расчеты ДИП.

## 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

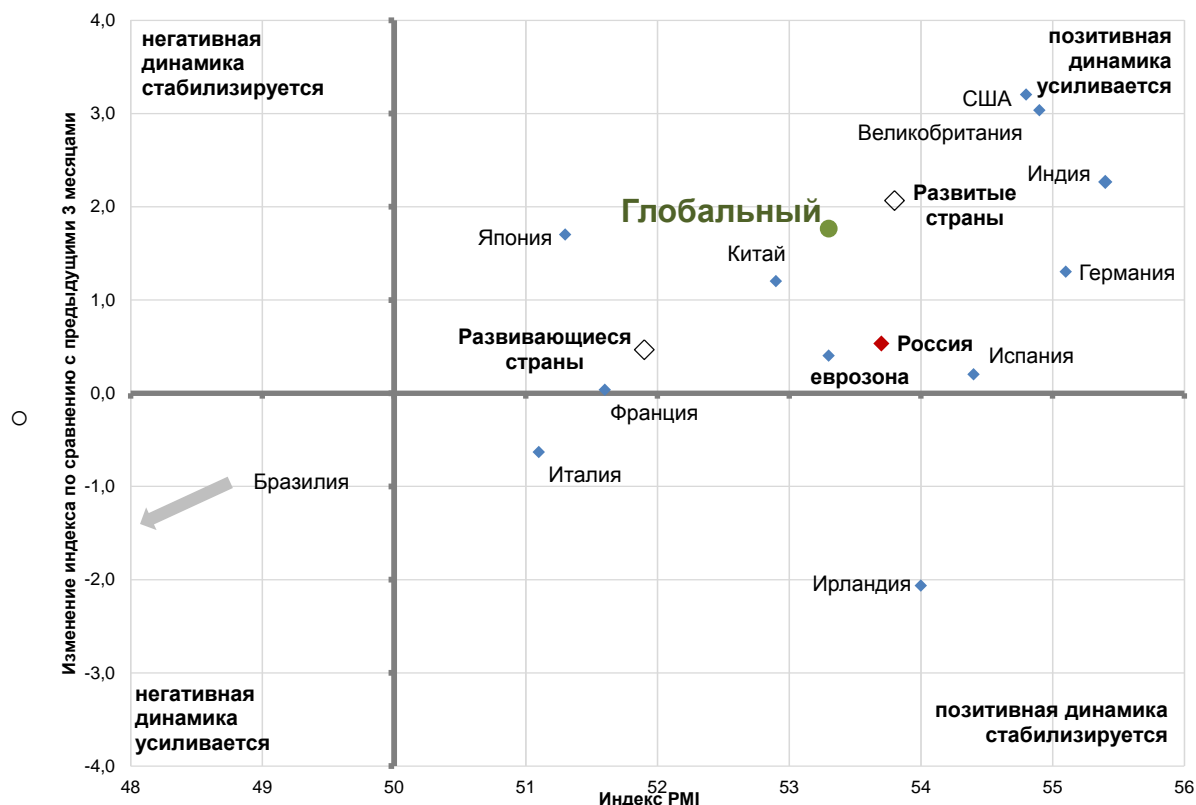
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Индексы PMI указывают на удачное начало IV квартала для мировой экономики

- Начало IV квартала складывается удачно с точки зрения динамики мировой экономики. Улучшение наблюдается как в развитых, так и в развивающихся странах.
- Ценовые индексы PMI достигли максимума за более чем два года на фоне роста цены нефти. Ускорение может оказаться временным.

Начало IV квартала оказалось для мировой экономики удачным, если судить по динамике индексов PMI (Рисунок 60). Сводный индекс по выпуску достиг максимального значения почти за год, при этом индекс в обрабатывающем секторе оказался на максимуме с июля 2014 года, а услуг – с ноября 2015 года.

Рисунок 60. Сводный индекс PMI за октябрь и изменение по сравнению со средним значением за III квартал.



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

Ситуация в развитых странах существенно улучшилась, а ускорение роста в развивающихся странах сдерживается возобновившимся падением активности в Бразилии. Стоит отметить и хорошие данные по индексу новых заказов, что позволяет ожидать сохранения индексов PMI на достигнутых уровнях до конца года.

С точки зрения монетарной политики важным является ускорение роста цен как закупочных, так и отпускных. Оба ценовых индекса достигли максимума за более чем два года. Рост закупочных цен можно объяснить значительным повышением цены нефти в октябре по сравнению с сентябрем, что объясняется надеждой на реализацию сделки стран ОПЕК и других стран по ограничению уровня добычи. Начавшееся в конце октября снижение цен вследствие неуверенности в реализации достигнутых в Алжире договоренностей может способствовать снижению давления на ценовые индексы в ноябре.

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

### 2.2.1. Индексная оценка ВВП продолжает указывать на рост

- Индексная оценка ВВП за III квартал продолжает указывать на положительную динамику (Рисунок 61).
- Оценка была незначительно понижена до 0,1% к/к с сезонной корректировкой по сравнению с сентябрьской. Величина пересмотра находится в пределах стандартной погрешности наших модельных расчетов.

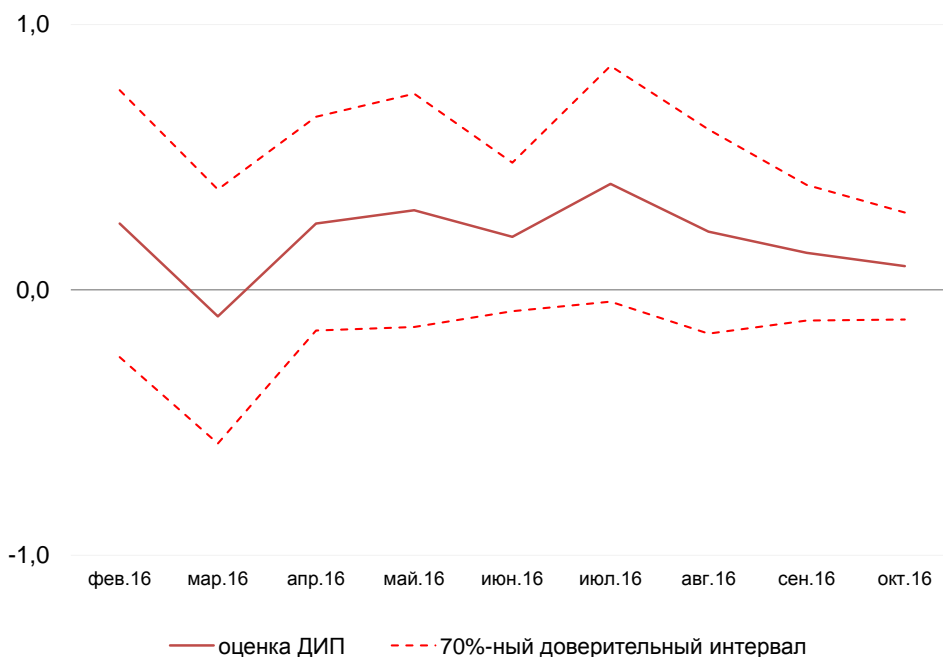
	Октябрь 2016 года	Сентябрь 2016 года
	в % к предыдущему кварталу	в % к предыдущему кварталу
III квартал 2016	0,1	0,1–0,2
IV квартал 2016	0,2–0,3	0,3
I квартал 2017	0,3	0,3

*Расчетные значения приведены с учетом первой оценки Росстата по ВВП за II квартал на уровне -0,6% г/г*

- Снижение оценок ВВП в III квартале на протяжении трех месяцев подряд свидетельствует о том, что статистика реального сектора за июль–сентябрь в целом оказывалась несколько хуже наших ожиданий.

- Оценки на ближайшие два квартала предполагают сохранение и укрепление положительной динамики ВВП. Текущая оценка на IV квартал составляет 0,2–0,3% к/к, на I квартал 2017 года – 0,3% к/к после устранения сезонности.
- Данные оценки исходят из средних цен на нефть Urals в течение ближайшего полугодия на уровне около 45 долл. США/барр., что выше, чем в базовом сценарии прогноза Банка России...
- ...однако расчеты показывают, что исключение показателя цен на нефть из расчетов понижает оценку прироста ВВП в III квартале всего на 0,02 п.п. Это означает, что практически все влияние на ВВП со стороны нефтяных цен отражено в других объясняющих показателях.
- Таким образом, неустойчивость наблюдаемого в прошлом месяце роста цен на нефть слабо сказывалась на наших модельных оценках ВВП.
- Индексная оценка ВВП на будущие кварталы может значительно измениться по мере публикации новых статистических данных по краткосрочным макроэкономическим показателям.

Рисунок 61. Оценка темпа прироста ВВП в III квартале 2016 года,  
% к/к



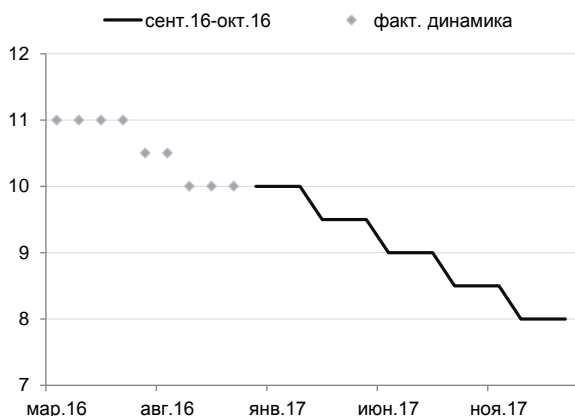
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 2.2.2. Инфляционные ожидания финансовых аналитиков приблизились к целевому уровню Банка России

- Доверие аналитиков к текущей денежно-кредитной политике Банка России возросло...
- ... что выразилось в существенном снижении инфляционных ожиданий, которые приблизились к целевому уровню Банка России на конец 2017 года
- Умеренно жесткая денежно-кредитная политика способствует закориванию ожиданий на необходимом уровне.

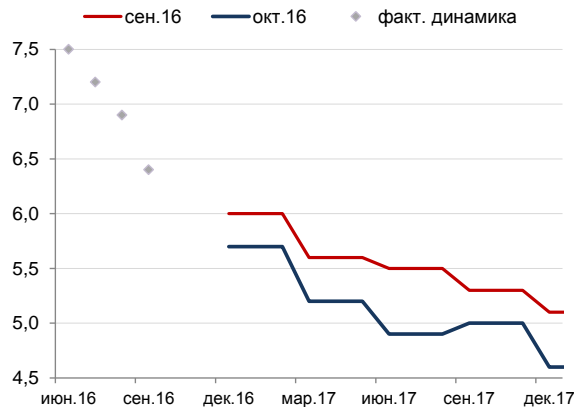
По итогам октябрьского опроса финансовых аналитиков, проведенного Bloomberg, медианное значение инфляции по итогам текущего года снизилось до 5,7% против 6,0% месяцем ранее (Рисунок 63). Этот пересмотр отражает позитивную динамику цен последних недель, на которую благоприятно влияют различные временные факторы. Более значимым, с точки зрения политики Банка России, является пересмотр ожиданий на конец 2017 года с 5,1% до 4,6%. Инфляционные ожидания участников рынка итогов 2017 года максимально приблизились к целевому значению, хотя все еще продолжают оставаться выше 4%. При этом аналитики сохранили свои ожидания по динамике ключевой ставки на уровне предыдущего месяца (Рисунок 62).

**Рисунок 62. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 63. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

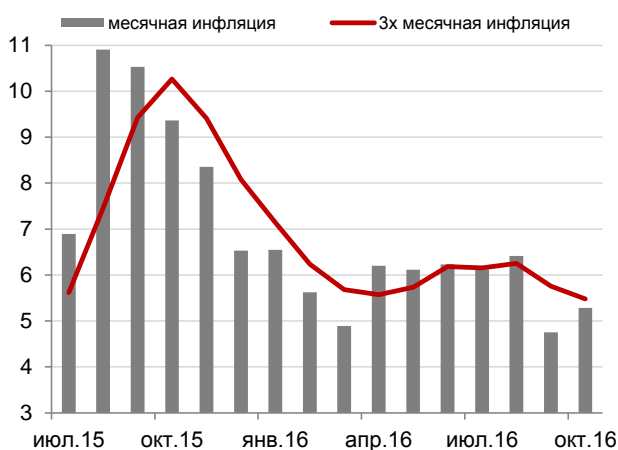
Октябрьские оценки свидетельствуют о том, что подавляющее число аналитиков верят в умеренно-жесткую политику, проводимую Банком России. Рост доверия со стороны финансовых аналитиков будет способствовать дальнейшему снижению уровня инфляции, поэтому необходимо не допустить роста инфляционных ожиданий в дальнейшем. Сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики с реальной ставкой выше нейтрального уровня является одним из инструментов закоривания инфляционных ожиданий на низком уровне.

### 3. В фокусе. О роли временных благоприятных факторов в динамике потребительских цен

- Сезонно сглаженные темпы роста потребительских цен в последние месяцы снизились до 5% в годовом выражении...
- ...однако это снижение произошло во многом за счет временных благоприятных факторов. Без их влияния инфляционное давление соответствовало бы годовому росту цен в 6,0–6,5%.
- Для уверенного достижения цели по инфляции к концу 2017 года в ноябре-декабре может потребоваться замедление сезонно сглаженного месячного роста цен...
- ...чему должна способствовать умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России

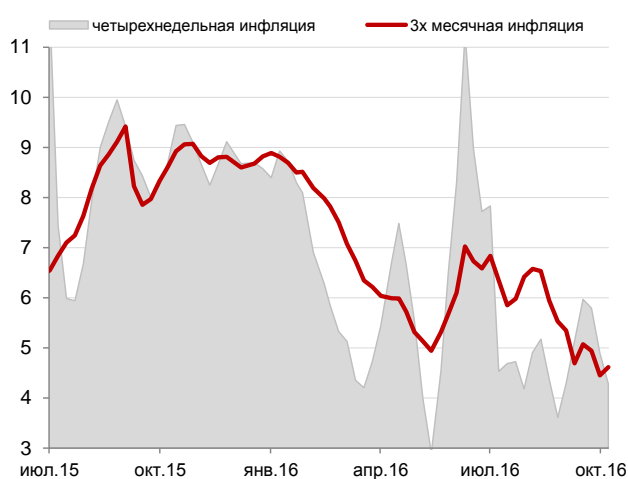
В последние месяцы наблюдается замедление годовой инфляции: до 6,1% в октябре с 7,5% в начале лета. Помимо эффекта высокой базы прошлого года, оно происходит благодаря общему снижению инфляционного давления в экономике. Об этом можно судить по динамике наших оценок сезонно сглаженной инфляции, которые делаются на основе как месячных (Рисунок 64), так и недельных данных (Рисунок 65). В сентябре и октябре<sup>27</sup> темп роста цен с поправкой на сезонность оказался ниже летних значений и соответствовал годовой инфляции в размере около 5%. Такая динамика инфляции выглядит благоприятной с точки зрения достижения целевого уровня в 4% к концу 2017 года.

**Рисунок 64. Сезонно сглаженная инфляция в годовом выражении (месячные данные)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП. Оценки за октябрь предварительные.

**Рисунок 65. Сезонно сглаженная инфляция в годовом выражении (недельные данные)**



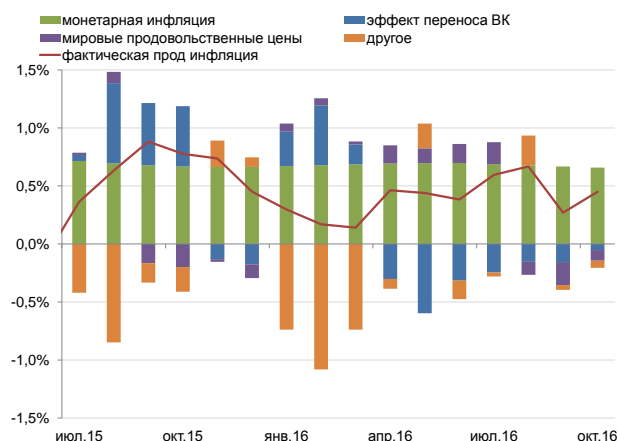
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>27</sup> Предварительная оценка.

Если в начале 2017 года сезонно сглаженные месячные темпы роста потребительских цен останутся выше 4% в расчете на год вперед, то достижение цели по инфляции к концу 2017 года потребует замедления сезонно сглаженных месячных темпов роста цен в расчете на год вперед ниже 4% в течение следующего года. Сильные колебания инфляционного давления внутри года и уход показателей инфляции значительно ниже 4% нежелательны, поскольку задачей денежно-кредитной политики является обеспечение стабильного роста цен близко к целевому уровню. До конца 2016 года осталось всего два месяца, поэтому инфляционные тенденции в этот период во многом определяют траекторию инфляции в 2017 году.

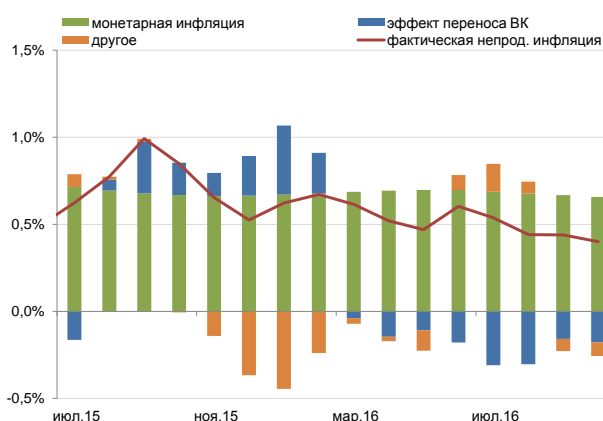
Из-за действия временных факторов в целом благоприятная ценовая динамика в последние месяцы, вероятно, недооценивает уровень инфляционного давления на потребительском рынке. К таким факторам мы относим укрепление рубля, хороший урожай в России и мире, а также возобновившееся снижение мировых продовольственных цен.

**Рисунок 66. Декомпозиция продовольственной инфляции, % м/м сезонно сглаженная**



Источники: Росстат, расчеты ДИП. Оценки за октябрь предварительные.

**Рисунок 67. Декомпозиция инфляции непродовольственных товаров, % м/м сезонно сглаженная**



Источники: Росстат, расчеты ДИП. Оценки за октябрь предварительные.

Для оценки степени влияния описанных выше временных факторов мы провели декомпозицию<sup>28</sup> инфляции продовольственных и непродовольственных товаров на условную монетарную составляющую, курсовую составляющую и составляющую мировых цен на продовольствие (Рисунок 66 и Рисунок 67). Полученные результаты подтверждают, что эффект переноса укрепления валютного курса, а также снижение мировых цен на продовольствие повлияли на недавнее замедление роста цен. По нашим расчетам, вклад этих факторов в снижение общей инфляции составил в среднем 0,10–0,15 п.п. за месяц. Это означает, что без их действия сезонно сгла-

<sup>28</sup> Подробно методика декомпозиции описана в разделе 1.1.2 [Бюллетеня «О чем говорят тренды» \(№5/Март 2016\)](#).

женная инфляция в последние два-три месяца была бы выше и соответствовала бы росту цен на 6,0–6,5% в годовом выражении<sup>29</sup>.

Отсюда можно сделать вывод, что инфляционное давление (с поправкой на действие временных факторов) пока остается на повышенном уровне относительно целевого, а инфляция снижается по более пологой траектории. Тем не менее последовательное проведение Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики должно привести к снижению инфляционного давления.

---

<sup>29</sup> Темпы роста цен на год вперед, рассчитанные из сезонно сглаженных месячных темпов (аннуализированные темпы).



## Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

*Директор*

Ирина Богачева

Сергей Власов

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Пономаренко

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Андрей Синяков

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева