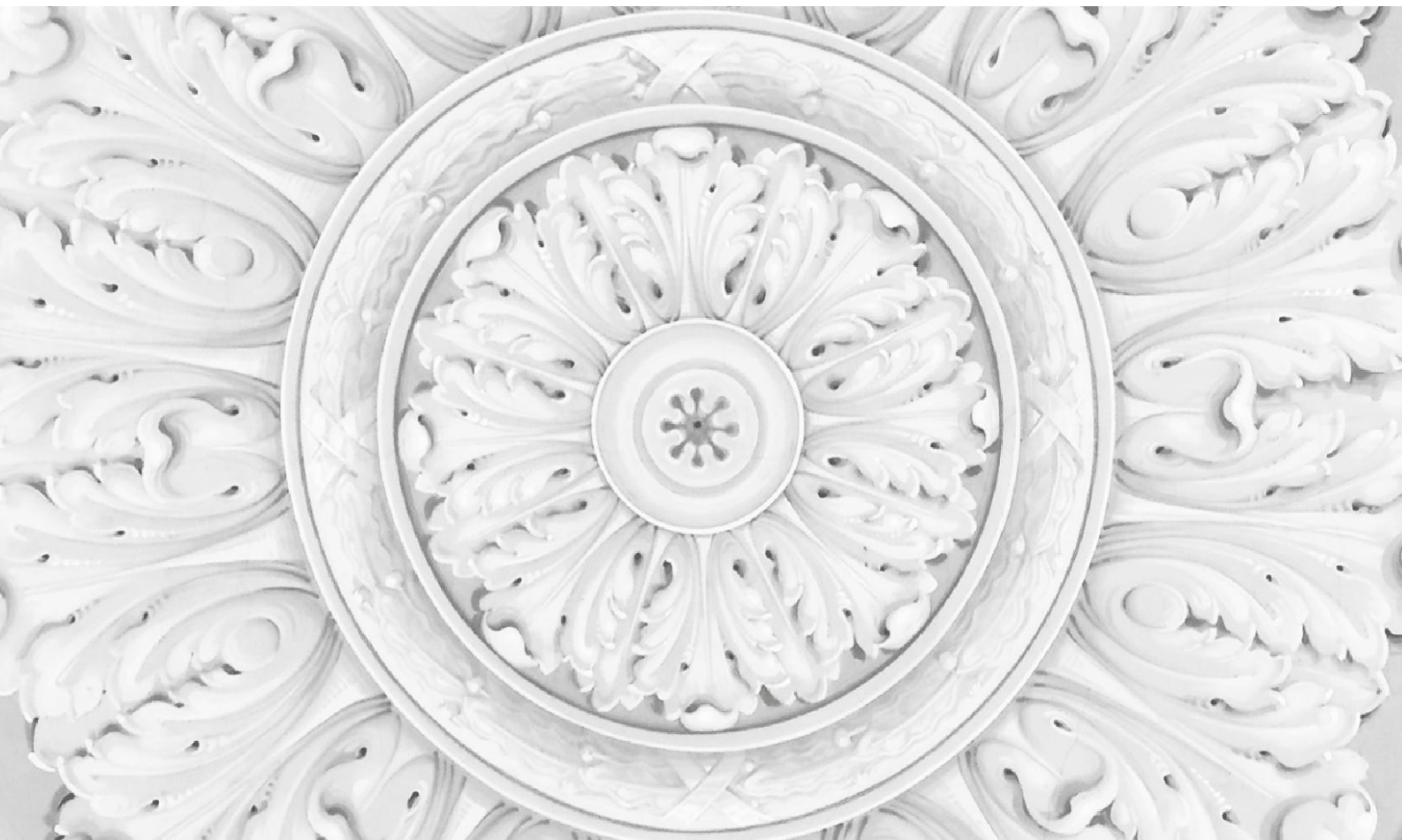




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Январь 2016

Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 3 / Январь 2016

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

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	4
1.1. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	4
1.1.1. Замедление роста экономик стран с формирующимися рынками – риск для мировой экономики и финансовых рынков в 2016 году	4
1.1.2. Финансовые рынки: год начался с сильного падения из-за опасений относительно состояния экономики Китая	12
1.1.3. Товарные рынки: новое падение цен в январе	17
1.2. Российская экономика: выход из рецессии затягивается	23
1.2.1. Промышленное производство в декабре: продолжение спада?	23
1.2.2. Тренд к убыванию выпуска в торгуемом и неторгуемом секторах экономики сохранился	25
1.2.3. Черная металлургия: туманные перспективы	29
1.2.4. Потребительская и инвестиционная активность сдерживается сохраняющейся неопределенностью и слабым спросом	31
1.2.5. Экономическая активность в большинстве федеральных округов снижается при сохранении региональных различий	33
1.2.6. Рост безработицы приостановился в декабре	36
1.2.7. Неполная занятость остается на высоком уровне, особенно в регионах со специализацией на проблемных отраслях обработки	38
1.2.8. Процикличность бюджетной политики: вынужденная мера	40
1.3. Инфляция остается на высоком уровне, инфляционные риски увеличились	42
1.3.1. Ослабление рубля в декабре–январе добавит к инфляции 2016 года до 1,3 п.п. в I квартале	42
1.3.2. Инфляционные ожидания в январе продолжали повышаться	44
1.3.3. Трендовая инфляция остается высокой	45
1.3.4. Замедление роста цен производителей создает предпосылки для снижения годовой инфляции в начале 2016 года	46
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы и прогнозы	49
2.1. Что говорят опережающие индикаторы по России?	49
2.1.1. Краткосрочная индексная оценка ВВП: риски продолжения спада в первом полугодии возросли	49
2.1.2. Снижение сводного опережающего индикатора деловой активности: восстановление в промышленности откладывается как минимум до второго полугодия	53
2.1.3. Прогнозы финансовых аналитиков – участников рынка: сохраняющиеся инфляционные риски в 2016 году потребуют более плавного смягчения денежно-кредитной политики	54
3. В фокусе	56
Платежный баланс: продолжение адаптации к слабому рублю и быстрое замедление чистого оттока капитала	56

Краткое содержание

1. Итоги

- **В декабре 2015 – январе 2016 года** произошло дальнейшее увеличение инфляционных рисков, в том числе связанных с финансовыми рынками, выросли риски для финансовой стабильности, возросла вероятность продолжения рецессии в экономике.
 - **Инфляционное давление** усилилось, **инфляционные риски** увеличились.
 - В конце 2015 года **российская экономика** возобновила снижение под влиянием нового падения нефтяных цен.
 - Риски для **финансовой стабильности** в России возросли из-за снижения нефтяных цен.

2. Взгляд в будущее

- Опережающие индикаторы деловой активности говорят о продолжающейся **стабилизации экономической динамики в развитых странах и торможении экономического роста в странах с формирующимися рынками**, что вызывает сильную турбулентность на финансовых рынках.
- Опережающие российские индикаторы деловой активности ухудшились на фоне снижения цен на нефть и ослабления рубля, **возобновление экономического роста откладывается как минимум до второй половины 2016 года**.

3. В фокусе: платежный баланс – подстройка завершается

- Российский платежный баланс в 2015 году показал быструю адаптацию к слабому рублю. Счет текущих операций укрепился, а чистый отток капитала резко снизился по сравнению с 2014 годом. Хотя новый раунд ослабления рубля в конце 2015 – начале 2016 года, скорее всего, потребует дальнейшей адаптации экономики, в первую очередь через снижение импорта товаров и услуг, сам адаптационный механизм доказал свою работоспособность.
- С учетом нового ослабления курса рубля из-за снижения нефтяных цен можно ожидать, что профицит счета текущих операций сохранится на высоком уровне и в 2016 году. Положительные тенденции, которые проявились в финансовом счете в 2015 году, должны укрепиться и привести к дальнейшему снижению чистого оттока капитала до 30–45 млрд. долл. США в 2016 году.

1. Итоги

1.1. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.1.1. Замедление роста экономик стран с формирующимися рынками – риск для мировой экономики и финансовых рынков в 2016 году

Замедление роста экономики Китая и других стран с формирующимися рынками представляет риск для мировой экономики и финансовых рынков в 2016 году. Расхождение ожиданий рынка и намерений ФРС США по темпам нормализации монетарной политики – еще один источник риска. Стимулирующая политика ЕЦБ, Банка Японии и Народного банка Китая может снизить риски.

США

Экономика США могла замедлить темпы роста в четвертом квартале даже на фоне существенного улучшения ситуации на рынке труда. ФРС США может удивить рынки более жесткой политикой.

ФРС заняла выжидательную позицию. В декабре ФРС приняла историческое решение о повышении ставки с минимальных уровней на 0,25 процентного пункта. Последовавшее за ним январское заседание не принесло сюрпризов – ставка осталась на уровне 0,25–0,5%. Более интересным для участников рынка было содержание пресс-релиза по итогам январского заседания. Его тон оказался нейтральным. Особое внимание ФРС уделила возможным последствиям нестабильности на глобальных финансовых рынках. ФРС не закрыла для себя возможность повышения ставки уже в марте и пока, похоже, все еще настроена более жестко в отношении темпов повышения ставки по сравнению с рыночными ожиданиями. Последние прогнозы ФРС говорят об ожидаемом повышении ставки до конца года до 1,25–1,5% – это четыре повышения за весь 2016 год. На текущий момент рыночные показатели (например, фьючерс на ключевую ставку ФРС) включают в цену только одно-два повышения до конца 2016 года.

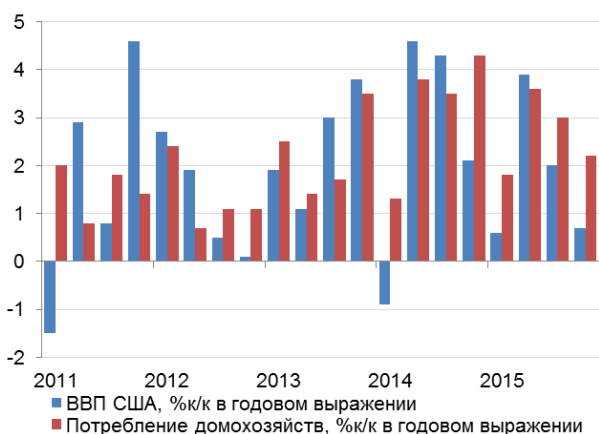
Рисунок 1. Временная вероятность повышения ставки ФРС по итогам заседания ФРС США в декабре 2016 года с текущего уровня 0,25–0,5%, %



Источник: Bloomberg

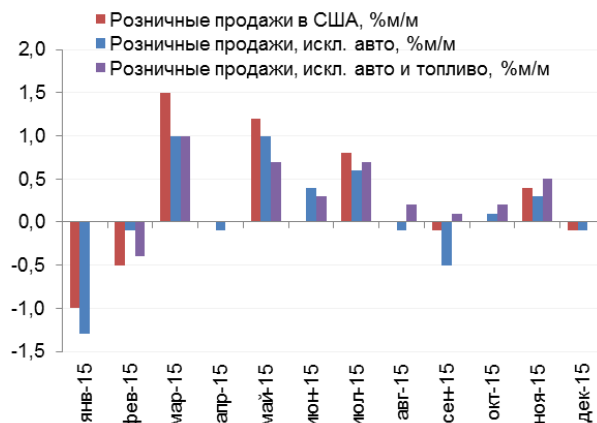
Первая оценка роста ВВП США за IV квартал 2015 года оказалась чуть хуже ожиданий. Рост квартал к кварталу составил 0,7% при ожидавшемся 0,8%. Рост потребления замедлился с 3,0% до 2,2%. Негативный вклад мог внести экспорт из-за сильного доллара США и общего замедления роста мировой экономики.

Рисунок 2. Квартальная динамика ВВП США, % к/к в годовом выражении



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Динамика розничных продаж в США, % м/м



Источник: Bloomberg

Данные по розничным продажам разочаровали, однако потребительские настроения остаются позитивными. Розничные продажи в декабре упали на 0,1%. Продажи без учета автомобилей и бензина не оправдали ожиданий (прогно-

зировался рост на 0,4%) и остались неизменными в декабре. Наблюдается некоторое снижение оценок потребителями текущего состояния, однако их ожидания остаются на высоком уровне, что может оказать поддержку розничным продажам в ближайшие месяцы.

Рынок труда может стабилизироваться после сильного роста в конце года. В декабре 2015 года количество рабочих мест (без учета сельского хозяйства) увеличилось на 292 тысяч, рост существенно опередил ожидания. Аномально теплая погода в декабре могла стать причиной улучшения динамики, поскольку сдвинула окончание сезонных работ на более поздний срок. В январе наблюдался рост первичных обращений за пособиями по безработице. Этот показатель сильно коррелирует с уровнем безработицы, поэтому январская статистика может указать на стабилизацию ситуации на рынке труда.

Ситуация в промышленности может ухудшиться в ближайшие месяцы. Промышленное производство снизилось на 0,4% м/м в декабре после падения на 0,9% в ноябре (данные с очисткой от сезонности). Предварительная оценка индекса PMI промышленного сектора указывает на возможное улучшение месячной динамики в январе. Однако статистика по заказам товаров длительного пользования говорит о том, что в дальнейшем состояние промышленности может ухудшиться – падение в декабре составило 5,1% (ожидалось 0,7%). Даже после очистки от нестабильного компонента заказов на транспорт (включая самолеты) наблюдается снижение на 1,2%.

Ситуация в жилищном секторе остается позитивной. Продажи домов как на первичном, так и на вторичном рынке выросли и приблизились к максимальным с начала кризиса уровням.

Рисунок 4. Динамика продаж домов



Источники: Bloomberg

Рисунок 5. Индекс состояния рынка жилья



Источники: Bloomberg

Еврозона

В отличие от экономик США и Японии в еврозоне экономическая динамика характеризовалась влиянием большого числа положительных факторов, будучи под-

держанной дешевым евро из-за ожиданий более мягкой политики ЕЦБ и снижением давления на экономику ограничительной бюджетной политики (см. Рисунок 6).

Низкая инфляция (на уровне 0,4% за год в январе после 0,2% за год в декабре, базовая в январе на уровне 1,0%) превращается в проблему для ЕЦБ, озабоченного негативными вторичными эффектами из-за столь стабильно низкого ее уровня. Снижение цены на нефть продолжает оказывать наибольшее влияние на инфляцию. Динамика номинальных заработных плат (прирост на 1,1% г/г в третьем квартале после 1,6% г/г) не позволяет рассчитывать на ускорение инфляции.

Рисунок 6. Изменение дефицита бюджета стран еврозоны, % ВВП



Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Темп базовой инфляции и кредитный импульс частного сектора в еврозоне



Примечание. Под кредитным импульсом понимается прирост увеличения/снижения кредитования, деленный на номинальный ВВП.

Источник: Bloomberg

Отметим, что декабрьской статистикой отмечено дальнейшее замедление роста денежной массы М3 (до 4,7% г/г после 5,2% г/г в октябре) и сокращение кредитного импульса. Прирост кредитования в частном секторе сократился до 2,5% ВВП. Ранее, в 2000-е годы, даже такие, более низкие темпы генерации нового спроса, обеспеченного кредитованием, были достаточны для нахождения базовой инфляции на уровне около 1,7% (см. Рисунок 6). В этой связи опасения ЕЦБ о негативных вторичных эффектах низкой инфляции выглядят обоснованными. Эти вторичные эффекты могут проявляться не только в закреплении инфляции на низком уровне, что оправдывает смягчение политики, но и в рисках для финансовой стабильности, что, однако, требует ужесточения политики.

Пока же эти риски не являются главными, смягчение политики ЕЦБ в марте 2016 года представляется очень вероятным. Подобное решение определенно поддержит финансовые рынки, в том числе российский рубль. Рынки закладывают возможность снижения ставки по депозитам ЕЦБ на 0,5–1 п.п., также обсуждается возможность расширения сроков программы выкупа активов, что позитивно для отношения инвесторов к риску.

Китай

Китайская экономика остается одной из фокусных точек мировой экономики и финансовых рынков по двум причинам. Во-первых, замедление темпов роста китайской экономики сочетается с переходом к новой модели роста, опирающейся на потребление. Эта модель менее ресурсо- и энергозатратна, что усиливает негативный эффект от торможения экономического роста Китая для экспортеров сырья и материалов, т.е. большинства развивающихся стран. Во-вторых, продолжающийся чистый отток капитала из Китая вызывает устойчивое давление на курс юаня и золотовалютные резервы страны. Связанная с этим высокая неопределенность относительно «равновесного» уровня обменного курса и траектории выхода на него держат финансовые рынки и экономики других стран, прямо или косвенно связанных с Китаем, в напряжении.

Экономическая статистика, вышедшая за последние два месяца, говорит о продолжении замедления роста китайской экономики. Рост промышленного производства составил 5,9% по сравнению с ожидавшимися 6,0% и 6,2% в ноябре. Накопленный рост инвестиций в основной капитал за 2015 год достиг 10% и также оказался хуже ожиданий и показателя за ноябрь (оба 10,2%). Такое снижение показателя накопленного с начала 2015 года роста может сигнализировать о сильном замедлении темпов роста инвестиций в месячном выражении. Рост розничных продаж неожиданно замедлился с 11,2% в ноябре до 11,1% (ожидался рост на 11,3%).

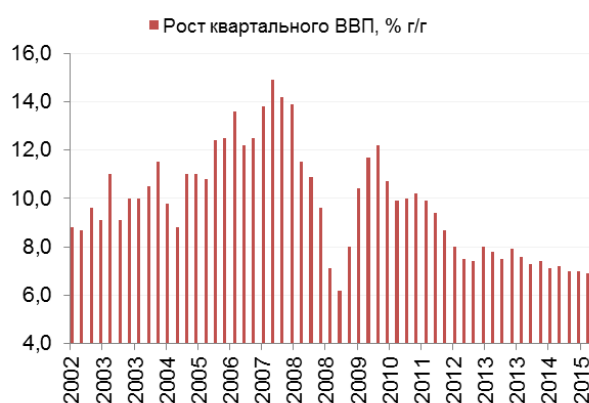
Рост ВВП за IV квартал в годовом выражении замедлился до 6,8% (ожидания – 6,9%, рост в III квартале – 6,9%), что стало самым низким значением после кризиса 2008–2009 годов. Рост ВВП за весь 2015 год составил 6,9%, что близко к официальной цели китайских властей в 7%.

Рисунок 8. Динамика основных показателей экономической активности в Китае



Источники: Bloomberg

Рисунок 9. Темпы роста ВВП Китая



Источники: Bloomberg

Рост денежной массы после ускорения в первой половине года остановился. Это связано с сильным уменьшением объемов кредитования. Такая монетарная динамика может говорить о недостаточном росте спроса, несмотря на запущенные

ранее меры стимулирования. Высокая долговая нагрузка китайской экономики уменьшает эффективность монетарного стимулирования и сдерживает положительный эффект от снижения процентных ставок.

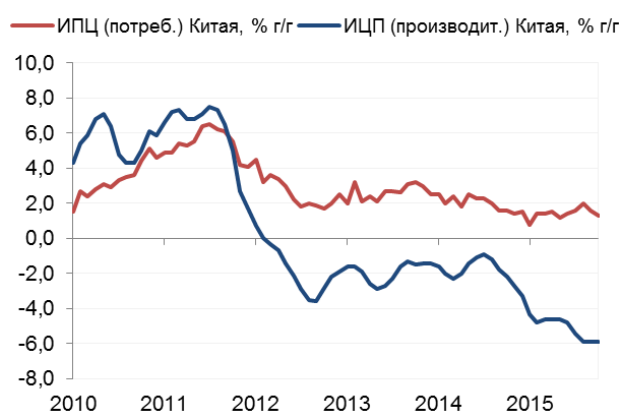
Расхождение динамики цен производителей и потребительских цен создает дополнительное понижающее давление на инфляцию. Снижение инфляции может иметь негативные последствия для экономики, если Народный банк Китая не будет реагировать на нее смягчением денежно-кредитной политики, в том числе снижением процентных ставок. Однако это может быть затруднительно сделать в условиях борьбы с оттоком капитала.

Рисунок 10. Динамика кредитования и денежной массы в Китае



Источники: Bloomberg

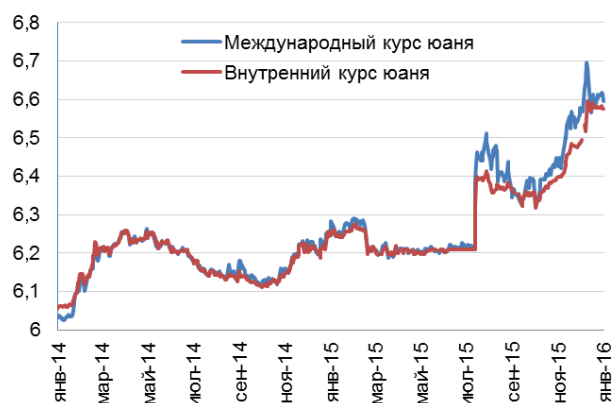
Рисунок 11. Динамика цен в Китае



Источники: Bloomberg

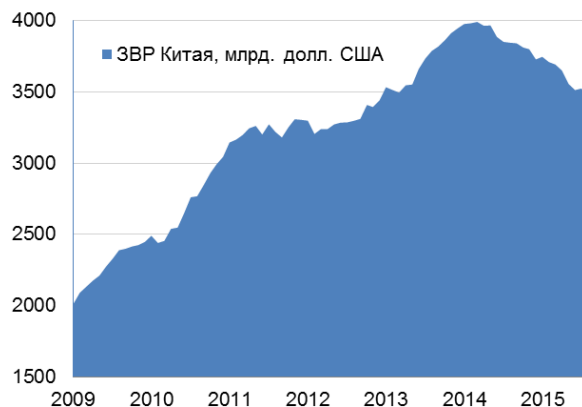
Ускорение ослабления китайского юаня стало одной из причин роста волатильности на финансовых рынках в начале 2016 года. Рост девальвационных ожиданий при желании китайских властей не допустить резкого обесценения валюты вынуждает их использовать международные резервы для смягчения динамики курса.

Рисунок 12. Динамика курса юаня



Источник: Bloomberg

Рисунок 13. Динамика международных резервов Китая



Источник: Bloomberg

Япония

Существенное замедление роста экономики и инфляции привело к новым шагам Банка Японии по смягчению монетарной политики.

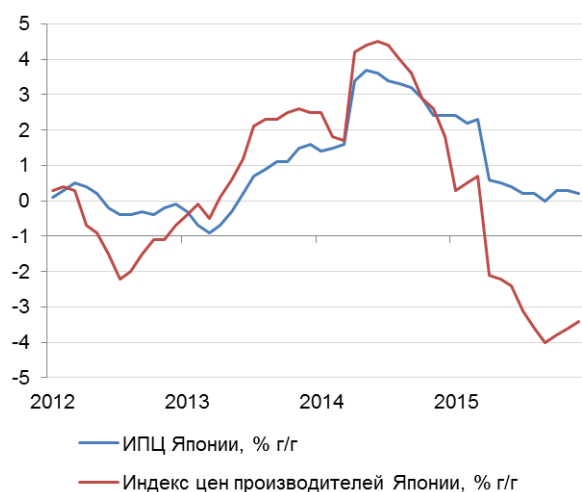
В конце 2015 года наметилась тенденция к ухудшению динамики экономических показателей. Промышленное производство упало в декабре в годовом выражении на 1,6%. Предварительная оценка индекса PMI промышленного сектора оказалась хуже ожиданий (52,4 против 52,8), однако осталась в зоне роста (см. Рисунок 16). Розничные продажи также продемонстрировали динамику хуже ожиданий.

Инфляция продолжает держаться около нулевой отметки из-за укрепления иены и снижения цены на нефть. Рост общего индекса потребительских цен в декабре составил 0,2%, а цены производителей продолжают падать, хотя и меньшими темпами. Неплохая ситуация на рынке труда пока не сказывается на росте инфляционного давления.

Указанные события привели к тому, что Банк Японии объявил о введении отрицательной процентной ставки (-0,1%) для стимулирования банковского кредитования. Данная ставка станет частью трехуровневой системы и будет применяться только к избыточным объемам средств банков на корреспондентских счетах в Банке Японии. Параметры программы количественного расширения остались неизменными.

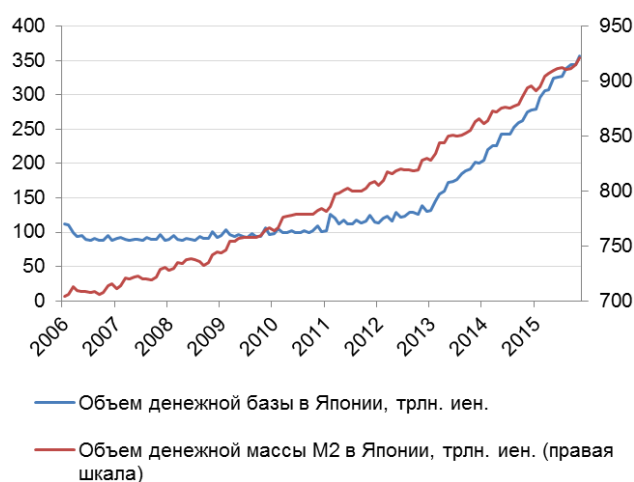
Можно ожидать дальнейших действий со стороны Банка Японии в рамках политики «количественного смягчения». Основной задачей регулятора является увеличение инфляционных ожиданий. Это особенно важно в преддверии весеннего раунда переговоров по заработной плате между профсоюзами и работодателями.

Рисунок 14. Динамика инфляции цен производителей и потребителей, %, г/г



Источник: Bloomberg

Рисунок 15. Динамика денежной базы Японии



Источник: Bloomberg

Данные опережающих индикаторов: проблемный БРИКС

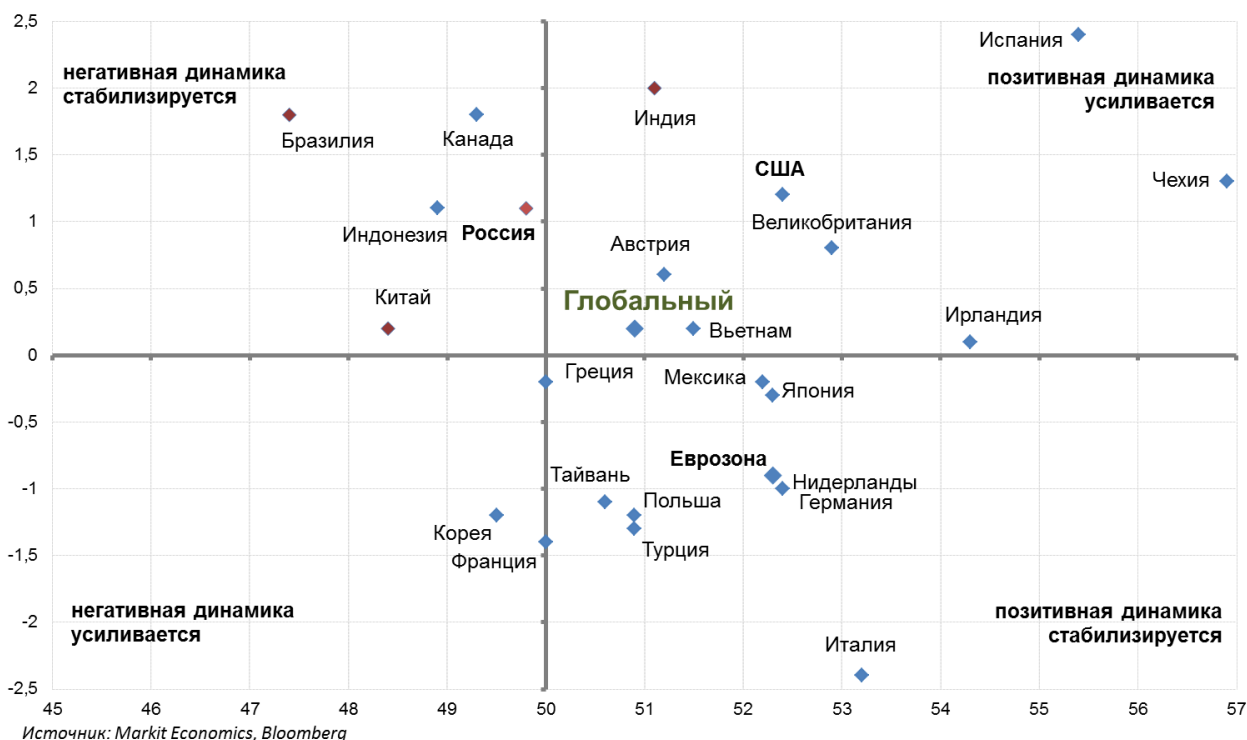
Во многих странах с формирующимися рынками (СФР) серьезно стоит проблема устойчивого торможения или снижения деловой активности, о чем, в частности, свидетельствуют результаты опросов PMI. Во всех странах БРИКС индексы PMI находятся ниже отметки 50, отделяющей рост экономической активности от снижения.

В целом причина многих проблем СФР видится в перегруженности корпоративного сектора этих стран долговой нагрузкой, накопленной после кризиса 2008–2009 годов в период ультранизких процентных ставок и проведения политики «количественного смягчения» ФРС и центральными банками других развитых стран. Начало процесса роста ставок в США вызывает форсированное сокращение внешнего долга корпораций СФР, что часто сопровождается падением курса валют, шоками и сильно сказывается на экономике СФР.

Предварительные оценки январских индексов PMI промышленного сектора указали на сохранение положительных тенденций в большинстве развитых стран. Промышленный рост несколько замедлился в Еврозоне и ускорился в США.

Общая картина не меняется: ситуация в развитых странах выглядит более стабильной, чем в развивающихся.

Рисунок 16. PMI в обрабатывающем секторе в декабре 2015 года и прирост к ноябрю, пункты

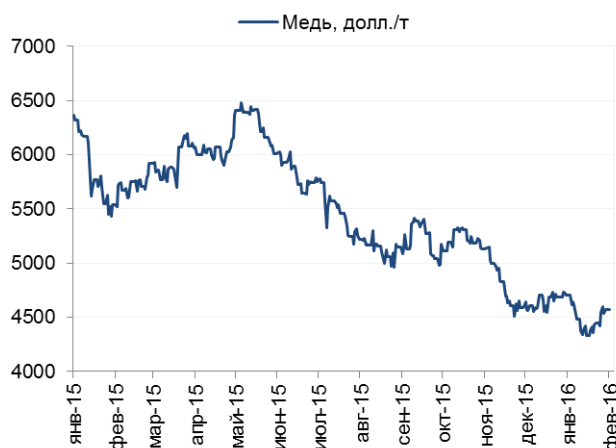


Источники: Markit Economics, Bloomberg

Цены на медь как индикатор состояния глобальной промышленности продемонстрировали схожую с другими рисковыми активами динамику (Рисунок 17). Стабилизация в декабре сменилась существенным падением, отражающим рост рисков замедления экономики. Однако мягкий тон центральных банков развитых стран привел к частичному восстановлению цены.

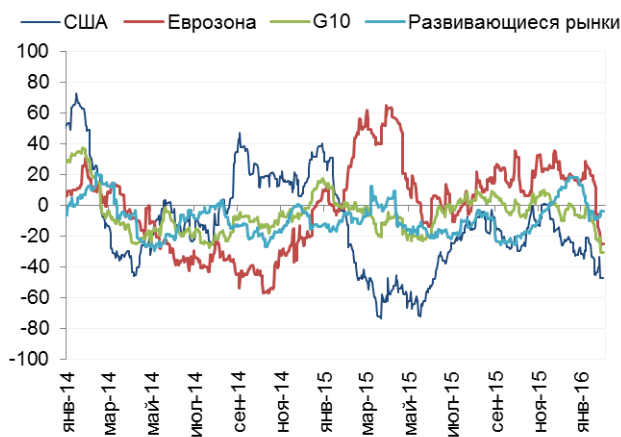
Сводные индикаторы сюрпризов макроданных по развитым и развивающимся странам по версии Citi показали отрицательную динамику. Более медленный, чем ожидалось, рост в развивающихся странах повлиял и на динамику экономики развитых стран.

Рисунок 17. Цена меди, долл./т



Источники: Bloomberg

Рисунок 18. Индексы сюрпризов в релизах макроданных по США, еврозоне, странам с развитыми и развивающимися рынками



Источники: Citi, Bloomberg

1.1.2. Финансовые рынки: год начался с сильного падения из-за опасений относительно состояния экономики Китая

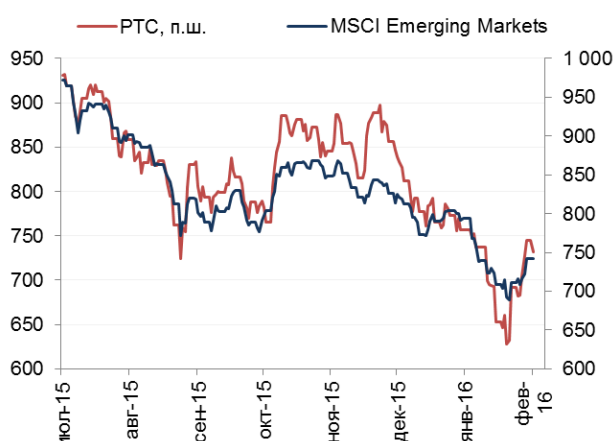
Начало года оказалось крайне негативным. Уход от рисков был вызван ускорением темпов ослабления китайского юаня.

Позитивная динамика рынков, наблюдавшаяся в конце декабря, сменилась резким снижением в первые дни нового года. Ускорение ослабления китайского юаня вызвало рост опасений относительно состояния экономики Поднебесной. Падение наблюдалось как на рынках акций развитых стран, так и развивающихся. Некоторые из них формально вошли в «медвежью фазу», то есть упали более чем на 20% с пиковых значений. Все это сопровождалось всплеском волатильности, хотя ее уровни оказались ниже августовских. Снижение рынков стало отражением возросших рисков в мировой экономике. Это вызвало ответные действия со стороны центральных банков. Намек ЕЦБ на возможный пересмотр параметров монетарной политики на следующем заседании в марте и неожиданное снижение ставки Бан-

ком Японии до отрицательной величины оказали поддержку рынкам и привели к восстановлению части утраченных позиций во второй половине января.

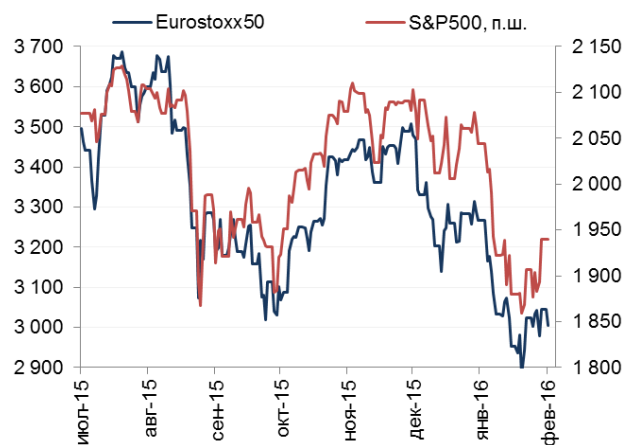
Реакция российского рынка на решение Банка России о сохранении ключевой ставки на уровне 11% выглядит нейтрально-позитивной. Решение совпало с консенсусом. Участники рынка еще до оглашения решения Совета директоров банка корректировали свои ожидания относительно направления монетарной политики. В целом в ближайшие 2–3 года рынок ожидает смягчения политики. Однако упоминание возможности повышения ставки привело к переносу ожиданий по времени снижения ставок на более поздние периоды. Некоторые аналитики стали допускать возможность повышения ключевой ставки в условиях сохранения низких цен на нефть.

Рисунок 19. Индексы РТС и MSCI EM



Источник: Bloomberg

Рисунок 20. Индексы S&P500 и Eurostoxx50

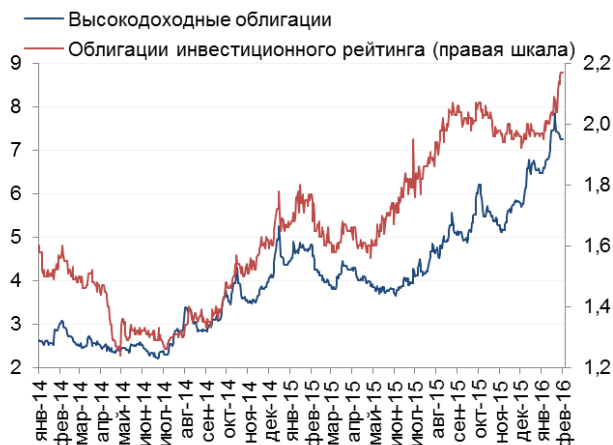


Источник: Bloomberg

Доходности государственных облигаций развитых стран достигли минимальных за последние полгода значений. Мягкая риторика крупнейших центральных банков, рост спроса на безрисковые активы и снижение инфляционных ожиданий привели к такой динамике. При этом продолжилось расширение кредитных спредов как в сегменте облигаций инвестиционного рейтинга, так и в сегменте высокодоходных облигаций. Данная тенденция наблюдается еще с 2014 года и носит негативный характер для финансового рынка в целом. Рынки облигаций развивающихся стран не остались в стороне от общей негативной тенденции.

Рисунок 21. Динамика доходностей 10-летних гособлигаций развитых стран

Источник: Bloomberg

Рисунок 22. Кредитный спред облигаций развитых стран (%)

Источник: Bloomberg

Рисунок 23. Индекс VIX (S&P500) и индекс волатильности РТС (RTSVX)

Источник: Bloomberg

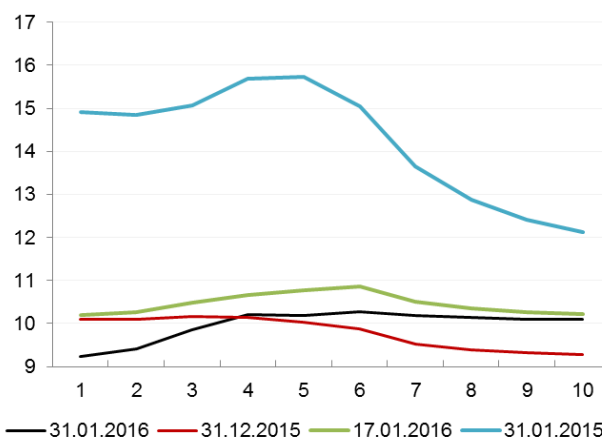
Рисунок 24. Спреды EMBI+Russia и JP Morgan EMBI Global (базисные пункты)

Источник: Bloomberg

Российский долговой рынок реагировал на резкое снижение цены нефти и ослабление рубля достаточно сильно. Доходность 10-летних ОФЗ после стабилизации в декабре на уровне 9,5% взлетела почти до 11% и позже вернулась к уровню 10,1–10,2%, завершив январь ростом до 10,2–10,3% после решения Банка России о ключевой ставке.

Рисунок 25. Ожидаемая волатильность рублевого курса доллара США

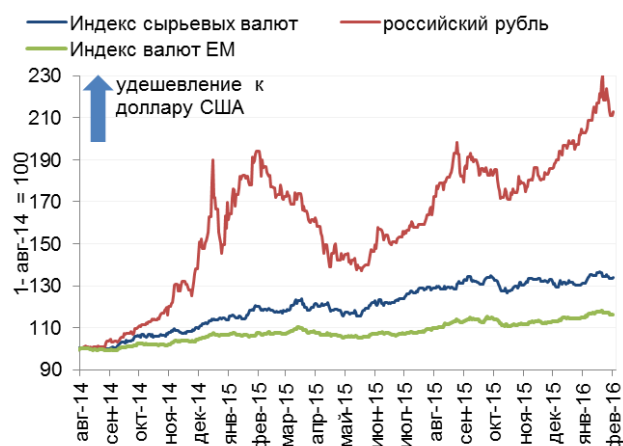
Источник: Bloomberg

Рисунок 26. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %

Источник: Московская Биржа

Волатильность на российском валютном рынке выросла. Резкое падение цены нефти и последовавший за этим быстрый отскок спровоцировали рост колебаний курса рубля. Дополнительная нервозность наблюдалась после преодоления важной отметки – 80 рублей за доллар США. Показатель волатильности рубля вырос до максимального с сентября 2015 года уровня. Дальнейшая динамика курса рубля продолжит во многом зависеть от ситуации на рынке нефти.

Динамика курса доллара к валютам развитых стран оказалась достаточно стабильной, что выглядит достаточно нетипично для периодов повышенной волатильности. Например, намек ЕЦБ на возможное дополнительное смягчение монетарной политики не привел к ослаблению евро.

Рисунок 27. Валютные курсы развивающихся стран, сырьевых валют (авг-14 = 100)

Примечание. Сырьевые валюты: новозеландский доллар, норвежская крона, австралийский доллар.

Источник: Bloomberg

Рисунок 28. Валютные курсы стран БРИКС (авг-14 = 100)

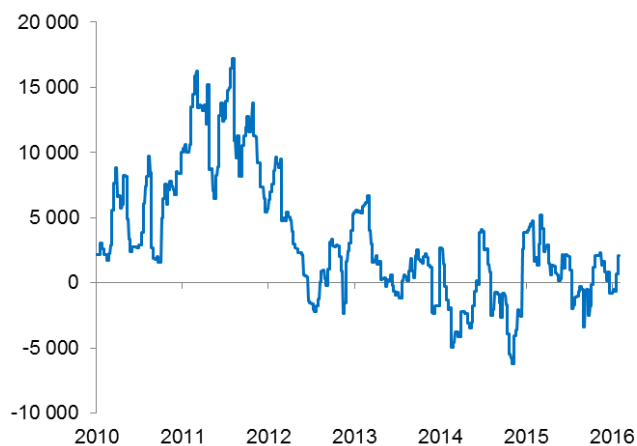
Источник: Bloomberg

Рисунок 29. 12-месячная корреляция рубля с валютами развивающихся стран и нефтью



Источник: Bloomberg

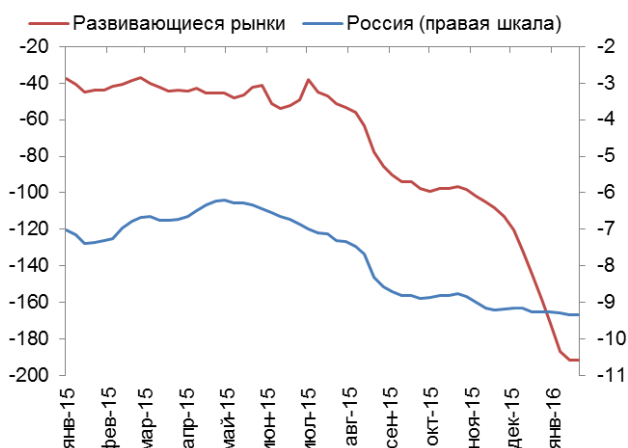
Рисунок 30. Чистая короткая позиция по фьючерсам на рубль



Источники: Bloomberg, расчеты Банка России

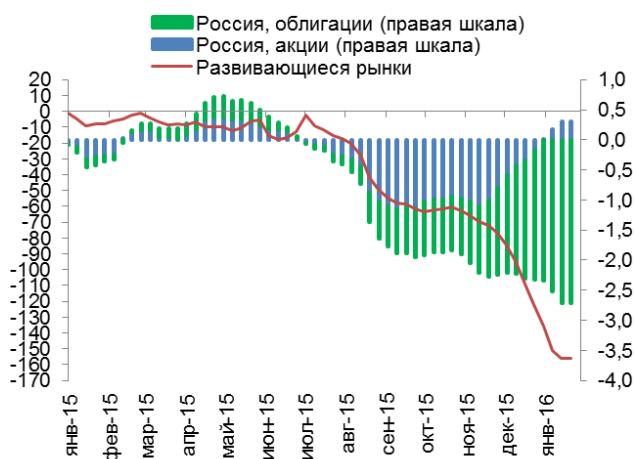
Динамика оттока средств из фондов, ориентированных на облигации России, усилилась за последние два месяца. Российские еврооблигации стали лидером роста среди всех сегментов облигаций в 2015 году, поэтому ускорение оттока в конце года может быть связано с желанием инвесторов зафиксировать прибыль. Российские акции пользовались большей популярностью. В целом оттоки из фондов, ориентированных на развивающиеся рынки, продолжились, что может быть связано с уменьшением привлекательности активов из-за замедления роста экономик этих стран.

Рисунок 31. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран EM (накопленным итогом, «+» – приток), млрд долл. США



Источник: EPFR Global, Bloomberg

Рисунок 32. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран EM (накопленным итогом, «+» – приток), млрд долл.

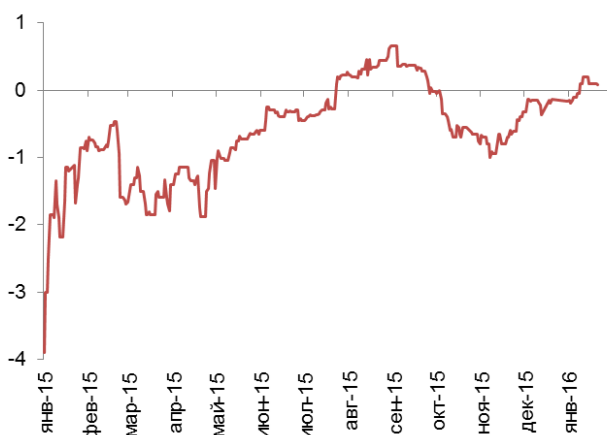


Источник: EPFR Global, Bloomberg

Ожидания относительно рисков ликвидности и денежно-кредитной политики Банка России стабилизировались. Спред между FRA 3×6 и 3M Mosprime в

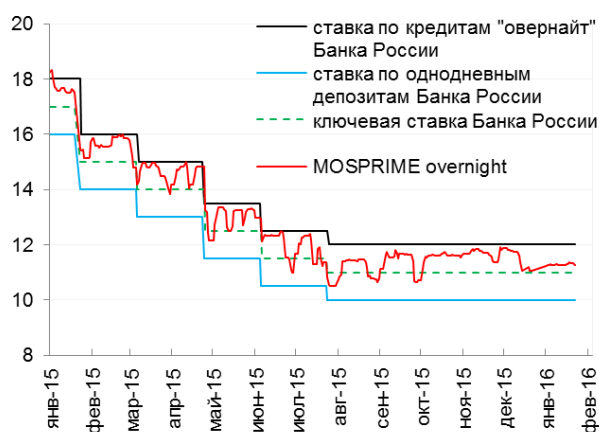
январе вышел в положительную зону, отражая рост оценки вероятности ужесточения монетарной политики (Рисунок 33). Краткосрочные ставки межбанковского кредитного рынка в течение последних двух месяцев приблизились к середине процентного коридора Банка России, отражая сезонное улучшение ситуации с рублевой ликвидностью (Рисунок 34).

Рисунок 33. Спред FRA 3×6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg, расчеты Департамента исследований и прогнозирования (далее –ДИП)

Рисунок 34. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК



Источник: Банк России, Bloomberg

1.1.3. Товарные рынки: новое падение цен в январе

Многие сырьевые товары и индексы, включая нефть, в январе обновили очередные многолетние ценовые минимумы, при этом нефтяные цены могут надолго «застрять» в коридоре 20–40 долл./баррель. Спрос на нефть и нефтепродукты в Китае и способность стран-нефтеэкспортеров договориться о скоординированном снижении добычи – основные факторы, которые могут сильно повлиять на динамику нефтяных цен.

В декабре 2015 года – большей части января 2016 года цены на основные биржевые товары и металлы продолжили снижение. Индекс сырьевых товаров Bloomberg в декабре–январе снизился на 6%, обновив 20 января свой исторический минимум февраля 1999 года. Baltic Dry Index, показывающий спрос на крупнотоннажные морские перевозки насыпных и наливных грузов, также обновил свой исторический минимум, снизившись за два месяца на 43% в поисках дна.

Лидером падения стали нефтяные цены, что объясняется сложившимся значительным перепроизводством и опасениями его дальнейшего увеличения в результате частичного снятия санкций с Ирана, а также новыми рисками замедления экономического роста в Китае. Отскок цен в последнюю декаду января произошел на фоне заявлений председателя ЕЦБ М. Драги о планах реализации дополнительных мер по стимулированию экономики еврозоны, а также информации о воз-

можной внеплановой встрече представителей крупнейших производителей нефти, включая Россию.

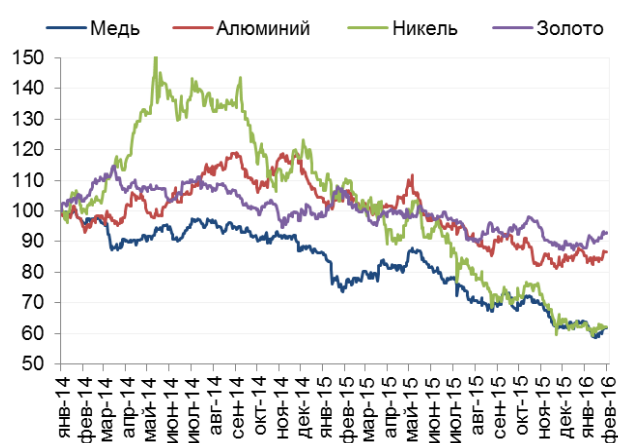
История знает случаи координации действий ОПЕК и стран вне картеля по ограничению добычи, позволившие повысить цену на нефть. По данным РБК, такие случаи были в начале 1999 года и в конце 2001 года, когда помимо стран ОПЕК сократили добычу Мексика, Норвегия, Оман и Россия. Однако вероятность подобной договоренности в настоящее время небольшая. Последнее заседание ОПЕК показывает, что достижение договоренности внутри картеля маловероятно с учетом существующих серьезных разногласий между Саудовской Аравией и Ираном. Что касается стран вне ОПЕК, то Мексика захеджировала цену на нефть на уровне 49 долл./баррель на весь 2016 год (по данным Financial Times) и не имеет стимулов сокращать добычу в этом году ввиду трудностей с наполнением бюджета. Норвегия, наоборот, находится в относительно благоприятной бюджетной ситуации, чтобы участвовать в подобной кампании с ограниченным числом участников, принимая на себя повышенные обязательства. Во многих других странах нефтяная отрасль представляет собой большое число частных компаний. В итоге все может свестись к обсуждению двустороннего соглашения, которое вряд ли будет выгодно Саудовской Аравии и России. Месячная волатильность цены на нефть марки Brent, по данным Bloomberg, в январе возросла до уровня октября 2015 года, превысив 60%.

**Рисунок 35. Динамика цен на товары
(январь-2014 = 100)**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 36. Динамика цен на металлы
(январь-2014 = 100)**



Источник: Bloomberg

По данным Energy Intelligence Group, добыча нефти и жидкого топлива в мире за ноябрь–декабрь выросла на 1,2% (Рисунок 37). В январе 2016 года добыча в странах ОПЕК продолжила рост, увеличившись относительно декабря 2015 года на 0,1%, а относительно января 2015 года на 6,3%. Основной вклад в рост добычи внес Ирак (0,4 млн баррелей в день), который в декабре ввел остававшиеся у него незагруженные мощности. В целом за 2015 год незагруженные мощности стран ОПЕК сократились на 1,6 млн баррелей в день. Помимо Саудовской Аравии неза-

гуженные мощности в значительных объемах остались только у Ливии, которая не способна их полностью задействовать в краткосрочной перспективе. Таким образом, в настоящее время внутри ОПЕК и в мире только Саудовская Аравия и Иран, намеревающийся увеличить поставки нефти на мировой рынок после снятия санкций, могут обеспечить значимое увеличение нефтедобычи. Существенный рост добычи в ноябре–декабре произошел также в США и Канаде.

Рисунок 37. Динамика добычи и баланса на нефтяном рынке (млн баррелей в день)

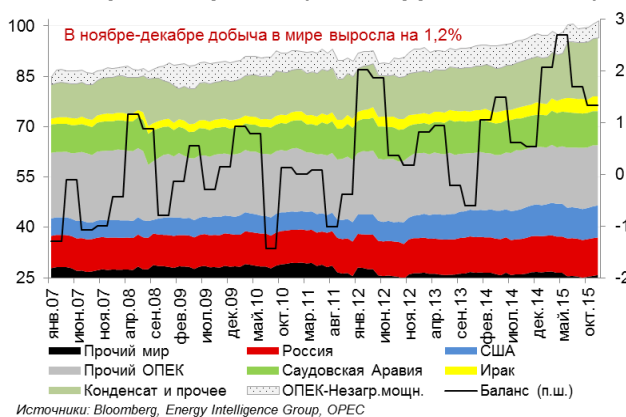


Рисунок 38. Число буровых установок и разрешений на добычу нефти в Техасе



Добыча углеводородов в США сохраняется на высоком уровне, а запасы продолжают расти. В декабре–январе продолжилось сокращение числа действующих нефтяных буровых установок, а данные о числе выданных в декабре в Техасе разрешений на бурение позволяют ожидать продолжения данной тенденции (Рисунок 38). Однако хеджирование цен производителями, необходимость формирования денежного потока для выплат по долгу компаниями, находящимися в плохом финансовом состоянии, а также устойчивый рост эффективности добычи сланцевой нефти привели к тому, что добыча нефти в США даже несколько выросла в декабре–январе (Рисунок 39). Коммерческие запасы нефти продолжают расти и по состоянию на 22 января находятся на рекордном уровне со времен Великой депрессии (Рисунок 40).

Рисунок 39. Добыча нефти в США

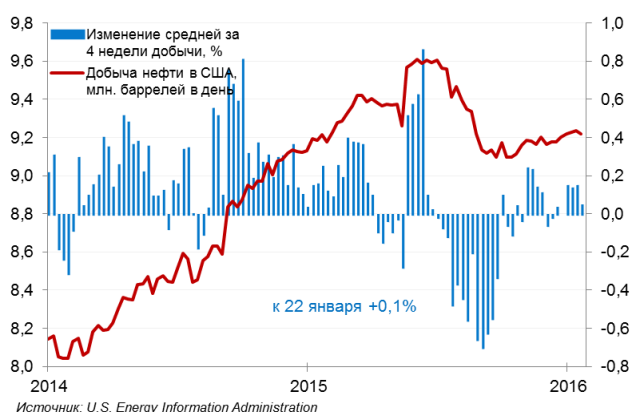


Рисунок 40. Коммерческие запасы нефти в США



По данным Таможенной службы Китая, в декабре зафиксирован рекордный чистый импорт нефти в Китай. Скользящая 12-месячная средняя показателя также продолжает уверенный рост (Рисунок 41). Однако данные цифры скрывают реальную картину с потреблением нефти в Китае. Во-первых, с конца 2013 года образовывался и имел тенденцию к росту разрыв между спросом на нефть со стороны Китая (добыча плюс чистый импорт) и объемом ее переработки (Рисунок 41). Это свидетельствует о последовательном наращивании запасов нефти, причем данный избыток направлялся на формирование стратегических запасов, в то время как коммерческие запасы нефти, по данным Bloomberg, имели тенденцию к снижению в течение 2015 года. Хотя Китай намерен увеличить к 2020 году свои стратегические резервы нефти, выраженные в днях потребления, с примерно 30 дней в настоящее время до 90 дней, их текущее наращивание ограничено имеющимися мощностями для хранения. По данным Platts, в 2015 году все имеющиеся наземные мощности были заполнены, и Китай начал активно использовать плавучие танкеры для хранения нефти. Мощностей, запланированных к введению в 2016 году, с учетом их среднего темпа наращивания запасов в 2015 году хватит на 5–6 месяцев. Таким образом, если количество используемых для хранения нефти плавучих танкеров не будет увеличено, в 2016 году можно ожидать замедления формирования запасов нефти Китаем в два раза, или на 1 млн баррелей в день.

Во-вторых, рост спроса на нефть со стороны нефтеперерабатывающих заводов отчасти объясняется увеличением экспортных операций (Китай стал чистым экспортером нефтепродуктов со второго квартала 2015 года), в то время как работа на внутреннее потребление с августа 2015 года имеет тенденцию к снижению (Рисунок 42). Поскольку динамика запасов нефтепродуктов в Китае, по данным Bloomberg, демонстрирует привычную сезонность, такая ситуация свидетельствует о снижении внутреннего спроса на нефтепродукты со стороны китайской экономики.

Рисунок 41. Компоненты баланса на рынке сырой нефти в Китае (двенадцатимесячные средние)

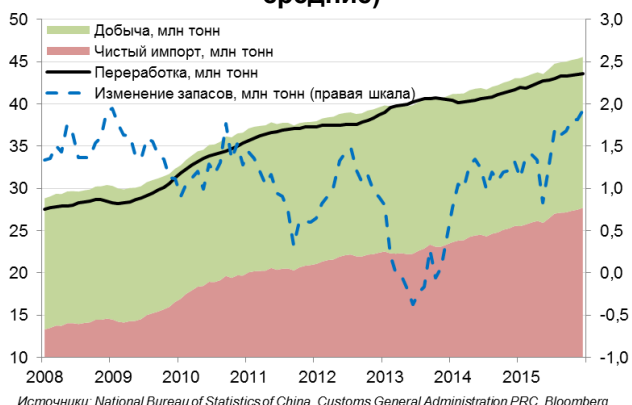
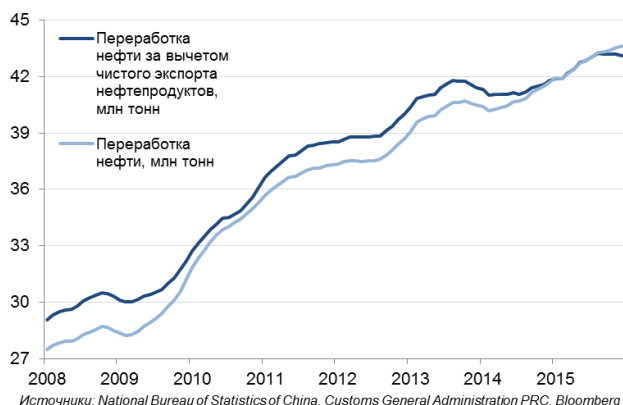


Рисунок 42. Переработка нефти в Китае (двенадцатимесячные средние)



В начале января США и Евросоюз частично сняли санкции с Ирана. Опрошенные Bloomberg эксперты скептически относятся к темпам роста экспорта нефти Ираном вследствие недоинвестирования нефтедобывающей промышленности

страны в течение ряда лет: медианный прогноз составляет +0,1 млн баррелей в день через месяц после отмены санкций и +0,7 млн баррелей в день через год¹. Тем не менее это увеличит и без того избыточное предложение нефти на рынке, а также уже привело к росту премии Urals к Brent, по данным Bloomberg, до 2 долл./баррель. В конце 2015 года о своем намерении существенно увеличить добычу также объявила Ливия, однако эксперты не верят в это, обращая внимание на то, что в годы гражданской войны инфраструктура была значительно разрушена.

[EIA](#), [ОПЕК](#) и [Всемирный банк](#) представили январские прогнозы ситуации на рынке энергоресурсов. EIA ожидает устойчивого роста спроса на нефть в 2016–2017 годах (по 1,4 млн баррелей в день), умеренного роста предложения нефти из стран ОПЕК, в основном из Ирана, при сопоставимом сокращении добычи в прочих странах в 2016 году (Рисунок 43), в результате чего в 2017 году спрос и предложение сбалансируются (Рисунок 44). Цена нефти WTI прогнозируется на уровне 40 долл./баррель в 2016 году и 50 долл./баррель в 2017 году. ОПЕК и Всемирный банк ожидают более умеренного роста спроса в 2016 году (1,2 млн баррелей в день). Всемирный банк прогнозирует цену на нефть на 2016 и 2017 годы на уровне 37 и 47 долл./баррель, а также ожидает, что восстановление цены будет происходить более медленно, чем в предыдущие эпизоды ее падения, ввиду больших накопленных запасов.

Рисунок 43. Прогноз роста производства нефти и жидкого топлива в регионах мира

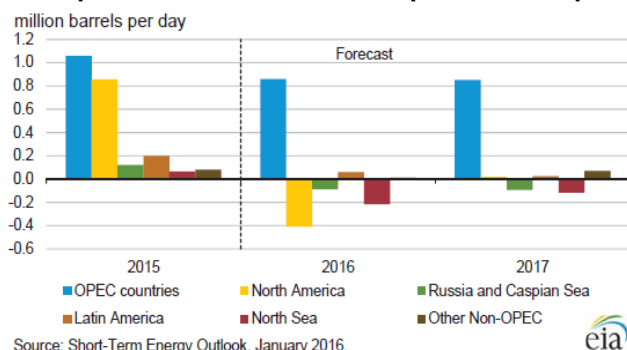
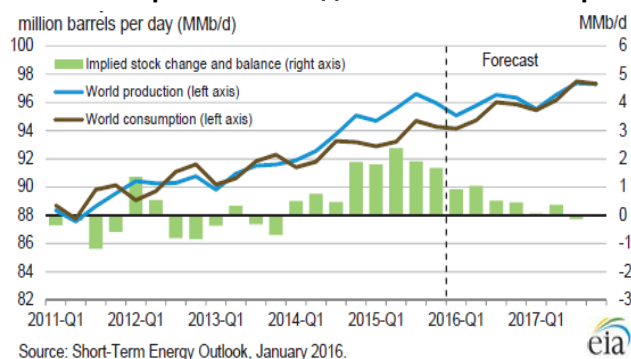


Рисунок 44. Прогноз соотношения производства и потребления жидкого топлива в мире



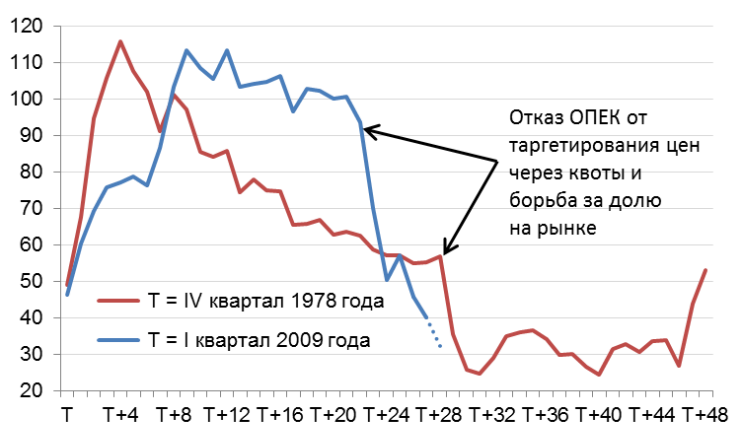
Динамика реальной цены на нефть, наблюдаемая с 2009 года, схожа с ее динамикой в период 1979–1986 годов, закончившийся продолжительным (почти в течение пяти лет) нахождением цены на нефть на уровне 25–35 долл./баррель в ценах 2014 года (Рисунок 45). Падению цен также предшествовал рост добычи в странах вне ОПЕК², а катализатором падения цены стал отказ ОПЕК от ее таргети-

¹ Правительство Ирана заявило о готовности увеличения экспорта на 0,5 млн баррелей в день сразу после отмены санкций и еще на 0,5 млн баррелей в день в течение года.

² До 1975 года преимущественно в СССР, в последующие годы – за его пределами. Рост цен на нефть более чем в 3 раза в начале 1974 года сделал нефтяную отрасль привлекательной для инвестиций и развития технологий. По оценкам Всемирного банка, в 1974–1983 годах рост добычи в Северном море и Мексиканском заливе, основных регионах роста, составил 6 млн баррелей в день (что сопоставимо с ростом добычи из нетрадиционных источников за последнее десятилетие).

рования через сокращение добычи³. После падения цены наиболее зависимые от нее производители в течение года-двух смогли поддерживать добычу, в других странах вне ОПЕК производителям потребовалось аналогичное время, чтобы адаптироваться и восстановить добычу. Страны ОПЕК активно наращивали добычу, возвращая долю на рынке, потерянную в период таргетирования цены. Сопоставляя представленные эпизоды и принимая во внимание существующие риски со стороны спроса и предложения, нельзя исключать продолжительного нахождения цены на нефть возле текущих значений, в коридоре 20–40 долл./баррель.

Рисунок 45. Динамика реальной цены на нефть Brent в 1978–1990 годы и с 2009 года (долл. 2014 года/баррель)



Примечание. Пунктир – прогноз на I квартал 2015 г. исходя из сохранения цены на текущем уровне

Источники: СЕИС, расчеты ДИП

³ В 1980-х годах ОПЕК была настойчивее, что позволило увеличить период высоких цен на два года ценой сокращения поставок нефти странами картеля почти в два раза и уменьшения доли в мировом предложении с 46 до 28% (по данным British Petroleum). При этом система квот также подрывалась менее богатыми странами.

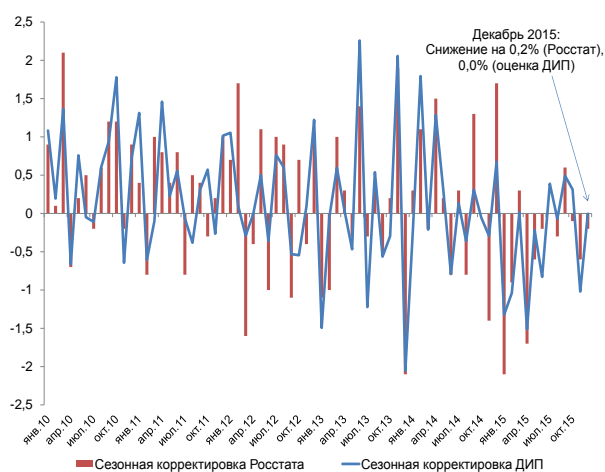
1.2. Российская экономика: выход из рецессии затягивается

1.2.1. Промышленное производство в декабре: продолжение спада?

Статистика по промышленному производству за декабрь указывает на то, что сокращение выпуска по основным видам экономической деятельности в целом продолжается. Это подтверждает опасения более продолжительного спада в российской экономике, чем предполагалось ранее. Основная причина – снижение цен на нефть в последние месяцы. Высокие колебания месячных показателей заставляют при этом с недоверием относиться к данным, говорящим об ослаблении темпов снижения объемов выпуска в промышленности в декабре по сравнению с ноябрем. Экономика, скорее всего, продолжит нащупывать дно в ближайшие месяцы.

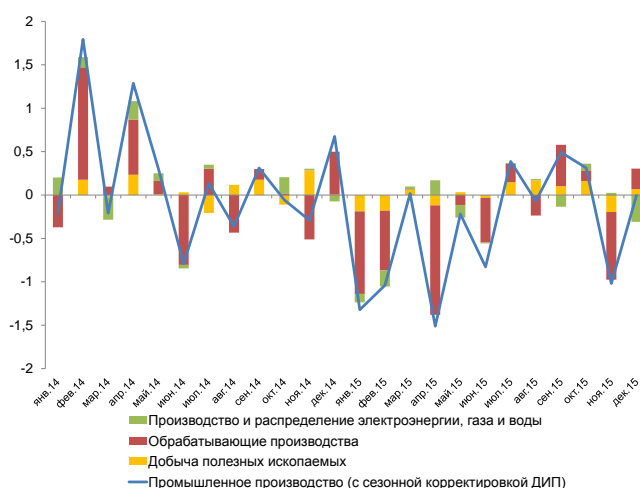
Промышленное производство в декабре 2015 года снизилось на 0,2% м/м с учетом сезонной корректировки Росстата (по сравнению с сокращением на 0,6% м/м в ноябре 2015 года). Оценки ДИП чуть более оптимистичны и говорят о неизменности декабрьского выпуска в промышленности (Рисунок 46). Наши оценки при этом показывают, что вклад производства в разрезе видов экономической деятельности оказался более разнонаправленным по сравнению с предыдущими месяцами.

Рисунок 46. Промышленное производство, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 47. Вклад отдельных компонентов в динамику индекса промышленного производства, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Декабрьская динамика в добыче полезных ископаемых, а также в обрабатывающем секторе была стабильной. Рост выпуска за прошлый месяц в добыче с учетом сезонной корректировки оценивается нами в диапазоне 0,2–0,3% м/м, в обрабатывающих отраслях – 0,5% м/м. Однако высокая волатильность месячных

данных, а также периодически появляющиеся в них «выбросы» заставляют трактовать данные оценки с максимальной осторожностью.

В разрезе отдельных видов обрабатывающих производств динамика выпуска в декабре по сравнению с ноябрем была разнонаправленной. Это относится к производству машин и оборудования, целлюлозно-бумажному производству, производству кожи и обуви, а также резиновых и пластмассовых изделий (Рисунок 48).

Второй месяц подряд отчетливое снижение показали металлургия, а также химическое производство, динамика которого в течение 2015 года характеризовалась в целом как весьма благоприятная на фоне ввода новых мощностей и импортозамещения. Пока текущее снижение показателей производства химической промышленности не связано с появлением каких-либо устойчивых трендов в его динамике. Наибольший риск для химического производства при этом представляет снижение спроса со стороны отраслей-потребителей, причем реализация данного риска в 2016 году представляется весьма вероятной. В свою очередь, ситуацию в металлургии наряду с падающим внешним спросом осложняют перспективы усиления конкуренции со стороны китайского экспорта, а также рост протекционистских мер со стороны ряда развитых стран – потребителей российской металлургической продукции (подробнее см. Раздел 1.2.3).

Рисунок 48. Темпы прироста по основным видам обрабатывающих производств (в % к предыдущему месяцу, сезонность устранена)



Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

В качестве наиболее позитивного компонента в составе обрабатывающих производств выступает отрасль производства нефтепродуктов, в которой за последние два месяца наблюдался устойчивый рост на уровне около 2,0% с поправ-

кой на сезонность. Мы полагаем, что дополнительную поддержку производству нефтепродуктов может оказать процесс модернизации, связанный с переходом российских нефтеперерабатывающих заводов на выпуск топлива более высокого качества в сочетании с запретами на продажу нефтепродуктов «Евро-3» и, возможно, «Евро-4».

Наиболее негативной по итогам декабря оказалась динамика в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды – здесь произошло снижение на 2,4% м/м. Объективных фундаментальных предпосылок для столь резкого снижения данного компонента индекса промышленного производства, по нашему мнению, не прослеживается. Указанный спад может объясняться особенностями применяемого ДИП сезонного сглаживания и недоучетом в нем температурного фактора (с учетом зафиксированной аномально теплой погоды в декабре), а также упомянутыми выше «выбросами» в краткосрочных данных.

В условиях низких цен на нефть мы прогнозируем продолжение неуверенной динамики в промышленности на протяжении первого полугодия 2016 года. Краткосрочный модельный прогноз ВВП, а также статистические оценки сводного опережающего индикатора, основанные на широком спектре актуальных краткосрочных макропоказателей, говорят о высокой вероятности продолжения рецессии в I–II кварталах в случае сохранения цен на нефть на текущих низких уровнях (подробнее см. Раздел 2.1.2. Снижение сводного опережающего индикатора деловой активности: восстановление в промышленности откладывается как минимум до второго полугодия).

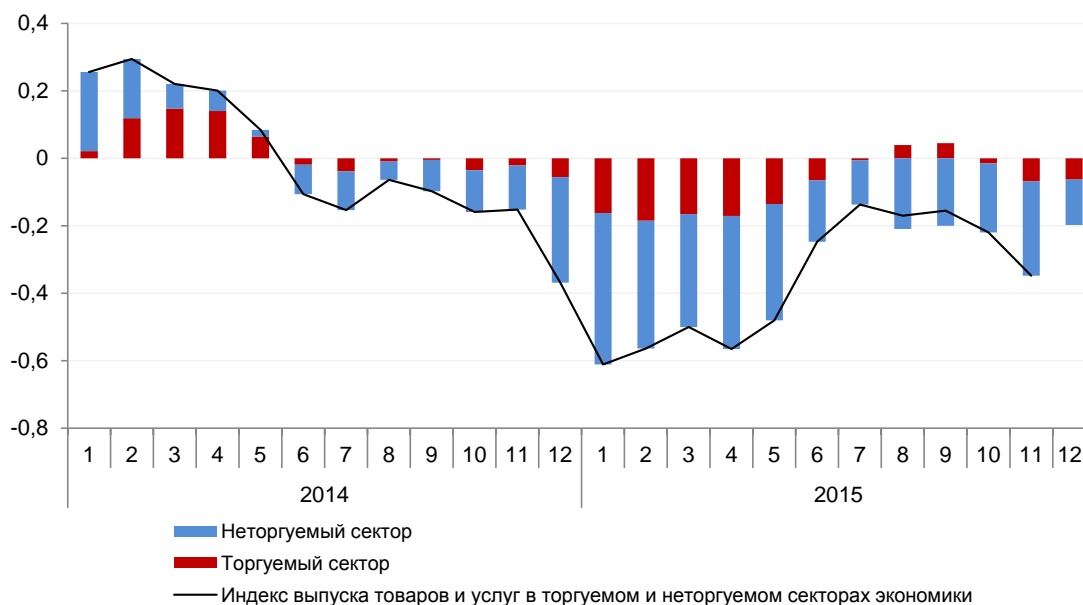
1.2.2. Тренд к убыванию выпуска в торгуемом и неторгуемом секторах экономики сохранился

В декабре 2015 года тренд к убыванию выпуска в торгуемом и неторгуемом секторах экономики сохранился, хотя и замедлился. В секторе неторгуемых рыночных услуг основной вклад в негативную динамику тренда внесли оборот розничной торговли и грузооборот транспорта. В торгуемом секторе обрабатывающие отрасли инвестиционного спроса являются основным фактором, ослабляющим негативную динамику. В отраслях промежуточного и потребительского спроса устойчивой тенденции к росту выпуска пока не наблюдается.

Неторгуемый сектор экономики продолжал оказывать определяющее влияние на динамику развития экономики (Рисунок 49). В декабре 2015 года убывающий тренд выпуска (с замедлением темпов падения) в сфере неторгуемых рыночных услуг сохранился за счет продолжающегося спада в обороте розничной торговли на фоне снижения потребительской активности, а также за счет снижения грузооборота транспорта. Последнее вызвано сокращением грузоперевозок на автомобильном транспорте (занимает 68% всех грузовых перевозок в тоннах за месяц), что обусловлено падением деловой активности в основных грузообразующих отраслях, сокращением экспортно-импортных операций и введением системы взимания платы с грузовиков в счет возмещения вреда, причиняемого автодорогам.

Рисунок 49. Индекс выпуска товаров и услуг в торгуемом и неторгуемом секторах экономики

Темп прироста трендовой составляющей, %/м



Примечание. Вклад трендовой составляющей неторгуемых отраслей за декабрь не содержат данных по объемам платных услуг населению ввиду отсутствия на дату отчета соответствующей статистики.

Источники: Росстат, расчеты ДИП

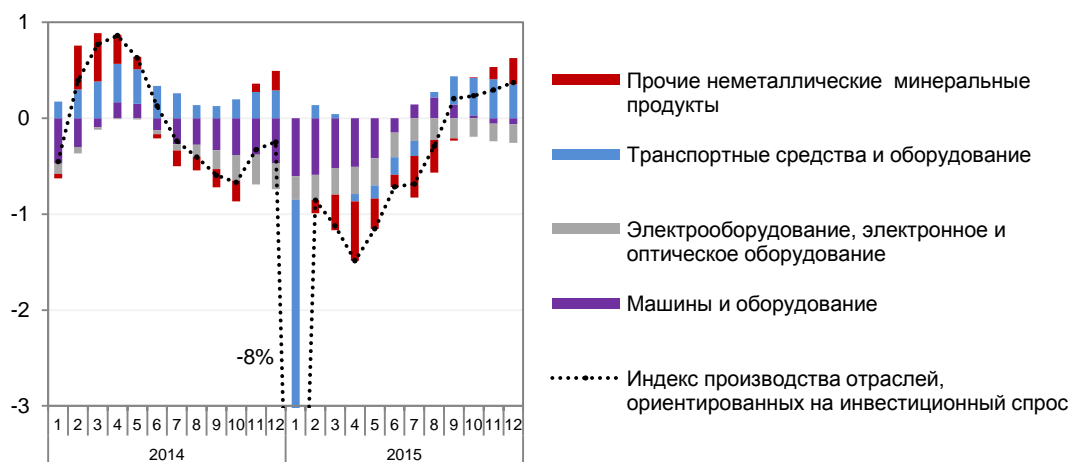
В торгуемом секторе тренд к убыванию выпуска товаров и услуг также сохранился, хотя в декабре 2015 года наблюдался небольшой прирост объемов производства в обрабатывающей промышленности, добыче полезных ископаемых и сельском хозяйстве к предыдущему месяцу (с корректировкой сезонности). Однако, чтобы переломить нисходящий тренд, необходимо дальнейшее восстановление производства.

В отраслях обрабатывающей промышленности наблюдалось улучшение динамики трендовой составляющей по всем трем группам отраслей: инвестиционного, потребительского и промежуточного спроса.

В группе отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (Рисунок 50), основным фактором, формирующим позитивную динамику, оставался выпуск транспортных средств и оборудования (судов и летательных космических аппаратов). После продолжительного спада наблюдался рост экономической активности в производстве прочих неметаллических минеральных продуктов (строительных материалов). Производство машин и оборудования, несмотря на колебания объемов от месяца к месяцу, сохраняло пока слабоотрицательную динамику выпуска. В динамике выпуска электрооборудования, где отсутствует накопленный потенциал к импортозамещению по-прежнему нет признаков восстановления. Обрабатывающие отрасли инвестиционного спроса в ближайшей перспективе, скорее всего, останутся основным фактором, ослабляющим негативную динамику в торгуемом секторе экономики.

Рисунок 50. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос

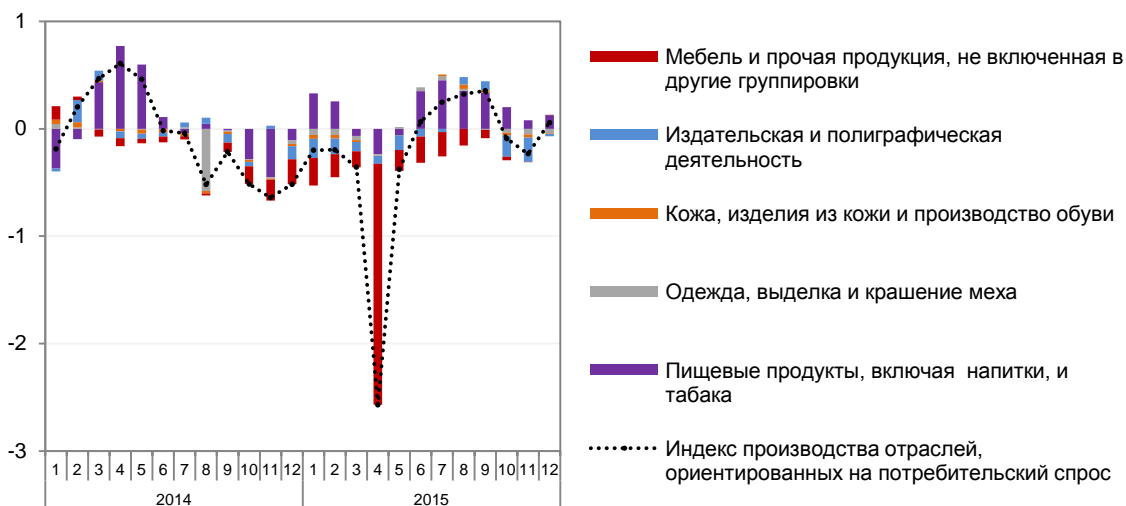
Темп прироста трендовой составляющей, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 51. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос

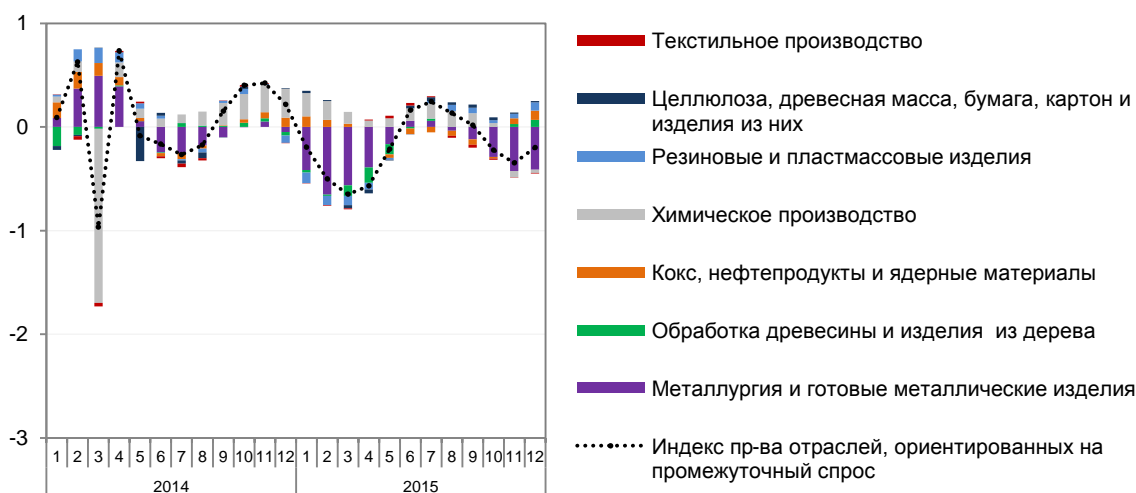
Темп прироста трендовой составляющей, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 52. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на промежуточный спрос

Темп прироста трендовой составляющей, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП

В обрабатывающих отраслях потребительского спроса динамика трендовой составляющей после двухмесячного пребывания в отрицательной зоне перешла в зону слабopоложительных значений (Рисунок 51). Эта группа отраслей остается под влиянием низкой потребительской активности. Если до октября 2015 года выпуск пищевых продуктов, включая напитки и табак, обеспечивал положительную динамику в отраслях, ориентированных на потребительский спрос, то в последние месяцы 2015 года в условиях нереализованного импортозамещения в пищевой промышленности влияние этого фактора стало несущественным, хотя и осталось положительным. Рост производства прочих потребительских товаров, которые можно отнести к товарам длительного пользования (мебели, одежды, обуви), сдерживается снижением реальных доходов населения. В условиях наиболее вероятного сохранения такой динамики в ближайшие месяцы, трендовая составляющая в группе отраслей потребительского спроса вряд ли сможет показать устойчиво выраженный рост.

В группе отраслей, ориентированных на промежуточный спрос, отрицательный прирост выпуска месяц к месяцу в декабре сохранился, но масштаб снижения несколько сократился по сравнению с ноябрем (Рисунок 52). Основной вклад в снижение объемов выпуска промежуточных производств продолжает вносить металлургия, которая находится под воздействием сокращающегося внутреннего спроса на металлопродукцию со стороны потребляющих отраслей и усиления конкуренции на экспортных рынках. При этом, если с начала года основным двигателем развития данной группы отраслей была химическая промышленность (что обусловлено процессами импортозамещения и развитием экспорта), то в ноябре–декабре объемы ее производства месяц к месяцу начали снижаться за счет отдельных видов продукции (прежде всего лакокрасочных материалов), которые находятся под давлe-

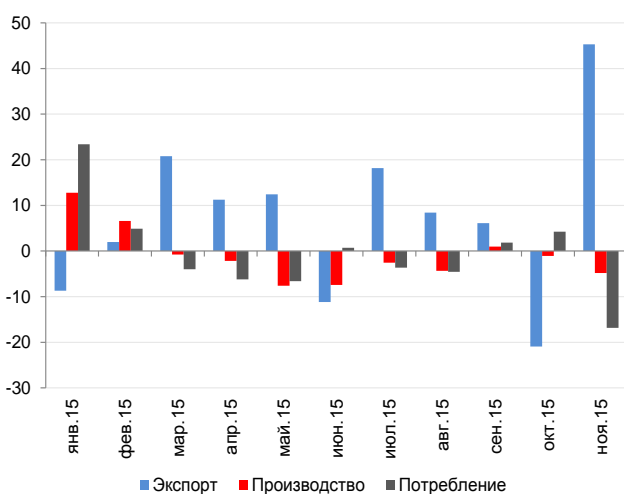
нием низкого внутреннего спроса. В ближайшей перспективе формирование тенденции в отраслях промежуточного спроса будет определяться как динамикой спроса со стороны потребляющих отраслей, так и возможностями поставок на экспорт.

1.2.3. Черная металлургия: туманные перспективы

В 2015 году динамика развития в российской черной металлургии определялась снижением внутреннего спроса на металлопрокат, падением мировых цен на фоне роста экспортных поставок из Китая и динамикой курса рубля. В ближайшие два года сложная ситуация в отрасли сохранится: будет расти конкуренция со стороны китайских производителей, усилится протекционизм на экспортных рынках, продолжится снижение спроса на внутреннем рынке. Однако слабый рубль окажет поддержку российским металлургам, и в условиях ограничения металлургического производства в мире следует ожидать постепенного роста цен на металлы на мировом рынке.

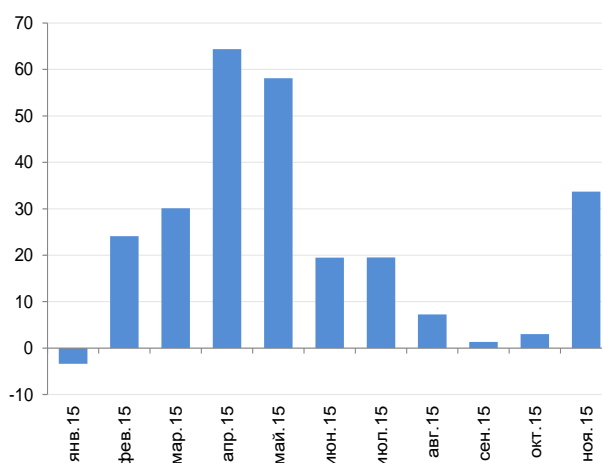
За 11 месяцев 2015 года объемы производства стального проката в России снизились на 1,2% по сравнению с соответствующим периодом 2014 года (Рисунок 53). Одна из основных причин уменьшения производства металлопродукции – снижение потребления. По оценкам экспертов рынка, в 2015 году спрос на сталь в России упал на 12%⁴. Наиболее заметно это проявилось в строительстве и машиностроении, в то время как производители труб увеличили потребление стали. На рынке наблюдалось превышение предложения над спросом. В течение всего 2015 года у дистрибьюторов запасы металлопродукции на складах были выше уровня предыдущего года (Рисунок 54).

Рисунок 53. Производство, экспорт и потребление стального проката в России, % г/г



Источник: Росстат, ФТС, расчеты ДИП

Рисунок 54. Запасы стального проката на складах российских предприятий, % г/г

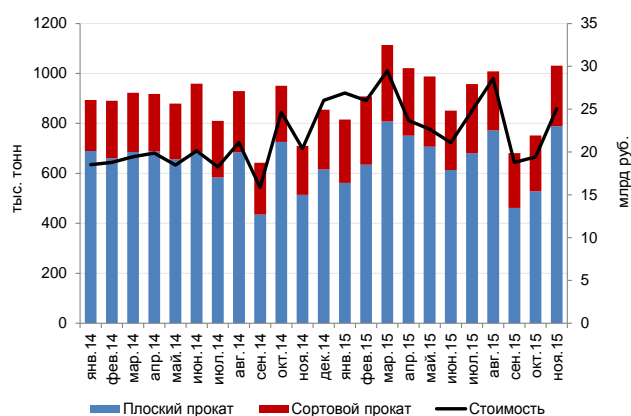


Источник: Росстат

⁴ URL: <http://metalinfo.ru>.

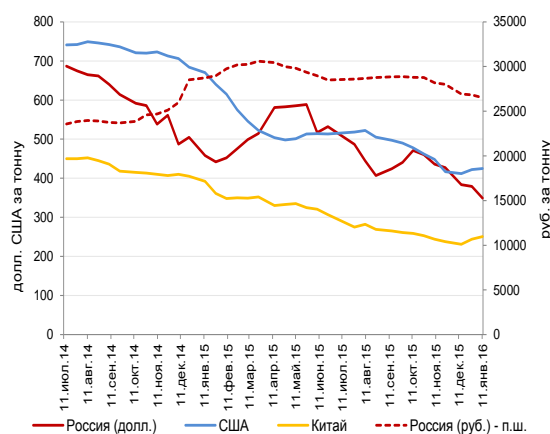
При этом российский экспорт металлопроката вырос на 2,8% за 10 месяцев 2015 года, однако динамика экспорта была неоднородной. С начала осени слабый рубль перестал поддерживать экспорт, и объемы экспорта резко сократились (Рисунок 55). В условиях избыточных запасов на складах и высокой конкуренции между поставщиками внутренние котировки на прокат начали движение вниз. Несмотря на снижение мировых цен, поставки металлургической продукции на экспорт в физическом выражении в ноябре вновь выросли, но при этом существенно упали в стоимостном выражении.

Рисунок 55. Российский экспорт металлопроката в стоимостном и физическом выражении



Источник: ФТС

Рисунок 56. Плоский горячекатаный прокат: цены на внутреннем рынке стран



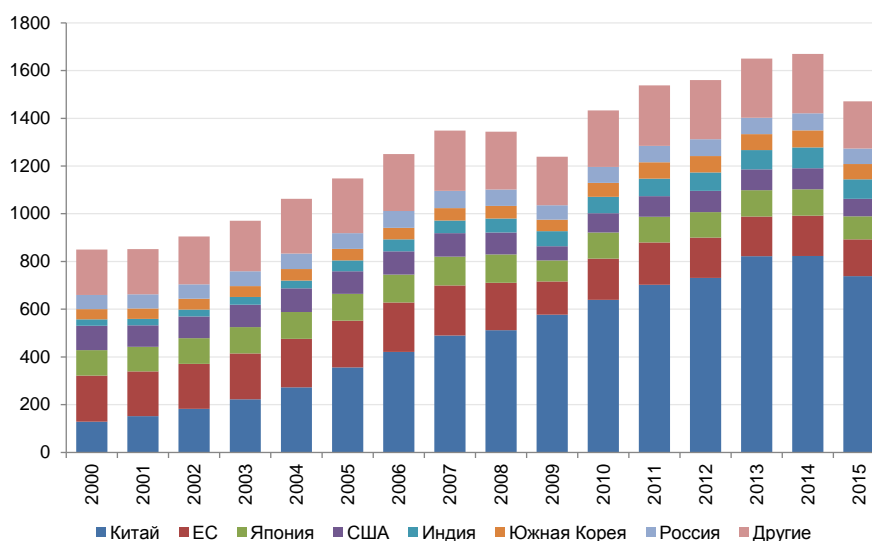
Источники: Metalinfo.ru, SteelBenchmarker

Основными факторами, влияющими на динамику мировых цен в 2015 году, являлись перепроизводство железнорудного сырья и, как следствие, низкие цены на него в мире, а также перепроизводство металла в Китае, стимулирующее КНР к увеличению экспортных поставок. К тому же сужение внутреннего спроса на стальную продукцию наблюдалось у многих стран – крупнейших производителей стали.

Для перспектив рынка черных металлов главным негативным фактором являлось усиление конкуренции со стороны китайских производителей. С целью балансирования спроса и предложения идет закрытие ряда мощностей и снижение выпуска в Китае, что должно остановить или по крайней мере замедлить дальнейшее падение внутренних цен на металлопродукцию. По оценкам инвестиционного банка Citigroup, в 2016 году выплавка стали в Китае упадет на 2,6%, при этом спрос на прокат в Китае будет по-прежнему сокращаться быстрее, в результате чего китайский экспорт вновь возрастет. Девальвация юаня может оказать поддержку китайским экспортерам.

Рост протекционизма на экспортных рынках в виде антидемпинговых и компенсационных пошлин со стороны Канады, ЕС и США сохранит свое негативное влияние на металлургическую отрасль в России.

Рисунок 57. Производство стали в мире, млн тонн



Примечание. В 2015 году – производство за 11 месяцев.

Источник: World Steel Association

Слабый рубль может оказать поддержку российским металлургам, а также повысить их конкурентоспособность на глобальном рынке. В январе 2016 года новый раунд ослабления рубля вновь увеличил доходность экспортных продаж. При этом цены металлопроката на мировых площадках приближаются к уровням безубыточности, поэтому следует ожидать дальнейшего снижения производства проката в мире, что в конечном счете должно привести к постепенному восстановлению цен на черные металлы.

Тем не менее сложная ситуация на рынке металлургической продукции сохранится в ближайшие год-два. На внутреннем рынке России в ближайшем будущем ожидается дальнейшее снижение спроса на сталь (по разным оценкам до 3–10% в 2016 году). Сложившиеся условия потребуют от российских металлургов пересмотра планов по развитию, грамотного управления запасами, проведения программ сокращения издержек и поддержания конкурентных позиций. Очевидно, многие предприятия перейдут в режим неполной занятости и прибегнут к увольнениям работников. Однако закрытие металлургических производств маловероятно.

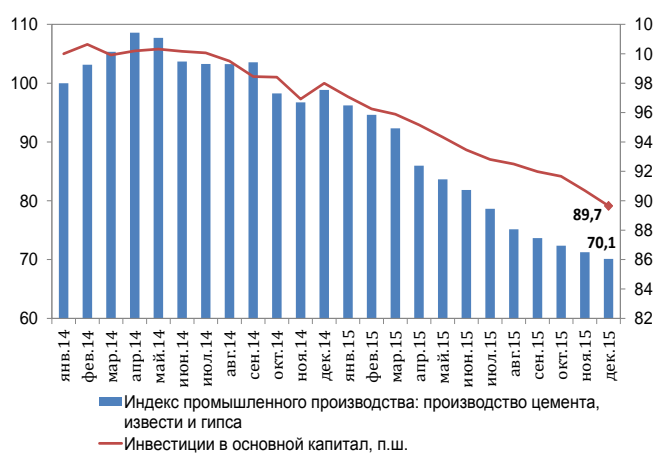
1.2.4. Потребительская и инвестиционная активность сдерживается сохраняющейся неопределенностью и слабым спросом

Разнонаправленная динамика показателей экономической активности в строительстве говорит о том, что перспективы скорого восстановления инвестиционной активности все еще неопределенны. Низкий спрос продолжает тормозить потребительскую активность. В случае дальнейшего снижения нефтяных цен мы ожидаем сохранения негативной ситуации в розничной торговле в ближайшей перспективе.

Статистика по инвестициям в основной капитал за декабрь свидетельствует об усилении спада в динамике капиталовложений в конце 2015 года. Согласно оценке ДИП, снижение инвестиций в основной капитал в течение ноября и декабря 2015 года превысило отметку 1,0% м/м с поправкой на сезонность. Наиболее значимым препятствием для инвестиций, с нашей точки зрения, продолжает выступать слабый спрос, а также неопределенность относительно перспектив восстановления экономики, которая за последнее время должна была усилиться на фоне снижения цен на нефть.

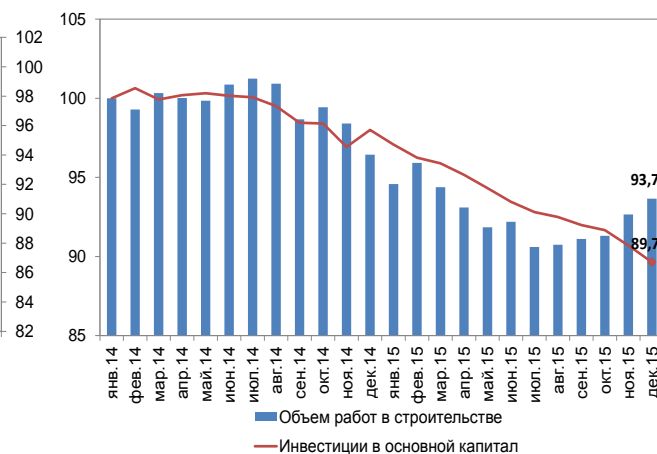
За последние месяцы также прослеживается отчетливая тенденция к снижению производства цемента как одного из показателей, традиционно рассматриваемых для характеристики текущей и возможной будущей инвестиционной активности (Рисунок 58). Динамика объема работ в строительстве стабилизировалась после спада в первом полугодии 2015 года (Рисунок 59). Однако делать утверждения о наличии в настоящий момент предпосылок для восстановления инвестиций пока рано: месячная динамика данного показателя в отдельные периоды характеризовалась заметной волатильностью, в результате чего сезонно сглаженные оценки краткосрочной динамики данного показателя за последнее время не отличались стабильностью. В силу сохраняющихся в экономике негативных тенденций, обуславливающих высокий уровень неопределенности, мы прогнозируем, что спад инвестиционной активности окажется затяжным и продолжится в первом полугодии 2016 года.

Рисунок 58. Производство цемента и инвестиции в основной капитал (январь 2014 = 100, сезонность устранена)



Источник: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

Рисунок 59. Объем работ по виду деятельности «Строительство» и инвестиции в основной капитал (январь 2014 = 100, сезонность устранена)

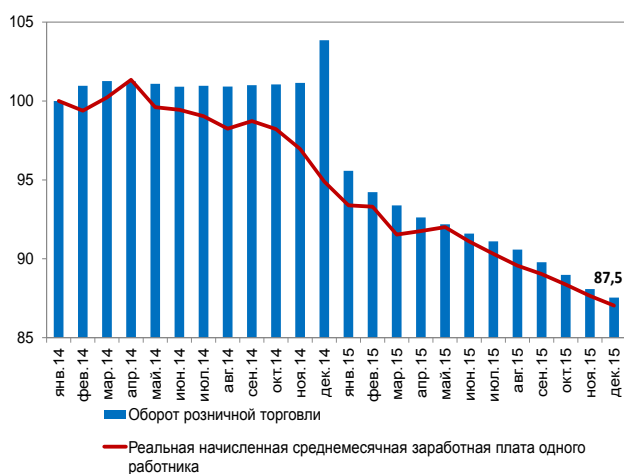


Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

Тенденция к снижению потребительской активности в декабре продолжилась. Одним из главных ее двигателей остается снижение реальных доходов населения, продолжение которого в ближайшие месяцы крайне вероятно (Рисунок 60). Индекс потребительской уверенности в IV квартале, согласно официальной оценке Росстата, показал умеренное снижение – на 2 пункта (Рисунок 61). Однако говорить о том,

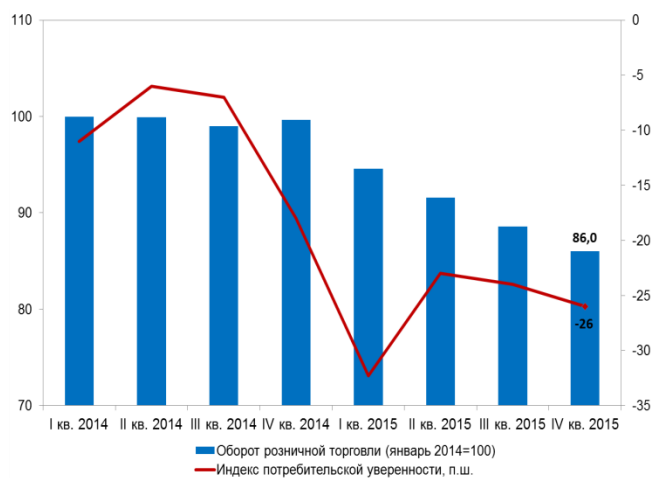
что потребительская уверенность в течение 2016 года не повторит локального минимума начала прошлого года, на наш взгляд, преждевременно. Как мы подчеркивали в предыдущих выпусках бюллетеня, настроения потребителей были в значительной степени продиктованы колебаниями курса рубля, которые за последнее время в силу объективных причин значительно усилились. В случае дальнейшего снижения цен на нефть ослабление рубля может повлечь за собой спад в потреблении.

Рисунок 60. Оборот розничной торговли и реальная начисленная заработная плата (01.2014 = 100, сезонность устранена)



Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

Рисунок 61. Оборот розничной торговли (01.2014 = 100) и индекс потребительской уверенности Росстата



Источники: Росстат, сезонное сглаживание ДИП

По нашему мнению, важным фактором со стороны предложения, который в сочетании с низким спросом будет продолжать сдерживать рост розничного товарооборота, являются ограниченные возможности привлечения предприятиями внешнего финансирования по причине сохраняющегося высокого уровня долговой нагрузки в данной отрасли. Согласно оценкам, опубликованным в подразделе «Серия докладов об экономических исследованиях» на официальном сайте Банка России⁵, уровень долговой нагрузки медианной российской компании в розничной торговле заметно превышает как свое микробоснованное значение, так и аналогичный показатель для развивающихся стран.

1.2.5. Экономическая активность в большинстве федеральных округов снижается при сохранении региональных различий

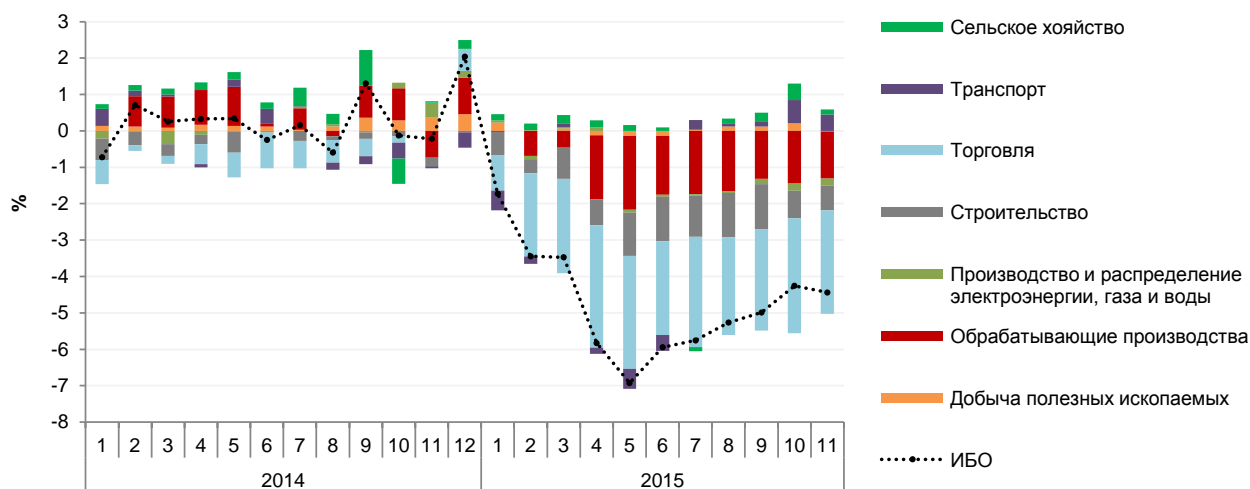
В ноябре 2015 года падение индекса базовых отраслей в годовом выражении ускорилось. Снижение экономической активности отмечено даже в тех регионах, где в предыдущие месяцы наблюдалась устойчивая положительная динамика.

⁵ Подробнее см. Донец С., Пономаренко А. [Индикаторы долговой нагрузки](#) // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России. 2015. № 5.

В ноябре 2015 года индекс базовых отраслей (ИБО)⁶ сократился на 4,4% год к году против сокращения на 4,3% месяцем ранее (Рисунок 62).

Рисунок 62. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в Российской Федерации

Темп прироста, % г/г



Источники: Росстат, оценка ДИП

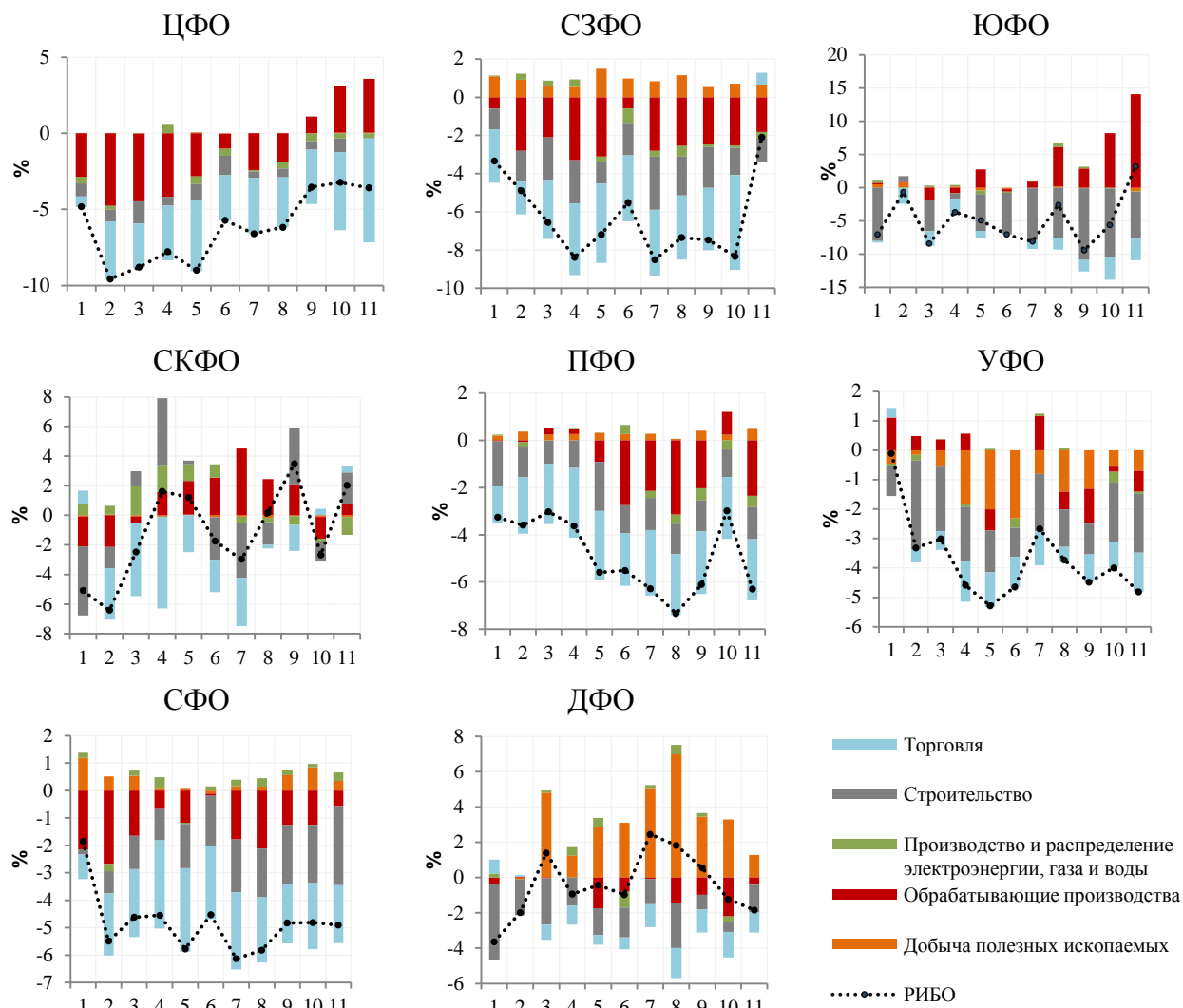
Значение ИБО в ноябре складывалось под влиянием двух разнонаправленных в отраслевом разрезе тенденций. Первая, позитивная, тенденция состояла в сокращении отрицательного влияния на динамику ИБО торговли, строительства, производства и распределения электроэнергии, газа и воды, а также обрабатывающих производств. Однако это не связано с улучшением экономической ситуации в обрабатывающей промышленности и строительстве (в ноябре по сравнению с октябрём происходило снижение объёмов производства по этим видам экономической деятельности), а определялось влиянием календарного фактора и низкой базой ноября прошлого года, когда в обработке и строительстве наблюдался спад. Отрицательное влияние торговли уменьшилось из-за снижения отрицательных темпов прироста год к году оборота оптовой торговли на фоне усилившегося падения в рознице, которая вносит меньший вклад в динамику ИБО. Вторая, негативная, тенденция формирования индекса состояла в сокращении положительного вклада трех отраслей: добычи полезных ископаемых, транспорта и сельского хозяйства. Последнее связано со снижением объёмов добычи полезных ископаемых, грузооборота транспорта и объёмов выпуска продукции сельского хозяйства в ноябре по сравнению с октябрём.

⁶ ИБО рассчитан путем агрегирования пяти отраслевых показателей год к году (производство продукции сельского хозяйства; промышленное производство; объем работ, выполненных по виду деятельности «Строительство»; оборот оптовой и розничной торговли; грузооборот транспорта) с весами, соответствующими доле отрасли в валовой добавленной стоимости региона в 2013 году.

Таким образом, наблюдалось снижение месяц к месяцу практически всех показателей, входящих в состав ИБО, что говорит о высокой вероятности отрицательного прироста ВВП в ноябре по сравнению с октябрем.

Рисунок 63. Вклад отраслевых компонент в динамику РИБО в 2015 году

Темп прироста, % г/г



Источники: Росстат, оценка ДИП

Региональная картина кризиса остается размытой. В Центральном, Приволжском и Сибирском ФО, где в течение нескольких месяцев, предшествующих ноябрю, наблюдалось повышение экономической активности, значения региональных индексов базовых отраслей (РИБО)⁷ вновь показывали отрицательную динамику (Рисунок 63). Определяющим фактором такой динамики в Центральном ФО стало

⁷ Региональный индекс базовых отраслей (РИБО) разработан с целью оперативного мониторинга экономической ситуации в отдельных регионах. В силу отсутствия официальной информации по производству продукции сельского хозяйства и грузообороту транспорта в региональном разрезе для ФО представлена оценка РИБО по трем отраслевым показателям: промышленное производство, строительство, оборот оптовой и розничной торговли.

дальнейшее снижение оборота розничной и оптовой торговли, в Приволжском ФО – падение в сфере обрабатывающего производства, а в Сибирском ФО – усиление спада в строительстве и снижение положительных темпов роста в добыче полезных ископаемых.

В Дальневосточном ФО негативная динамика усиливалась, что обусловлено дальнейшим сокращением положительного вклада добычи полезных ископаемых в изменение РИБО.

В то же время в ноябре 2015 года отмечен рост экономической активности в Северо-Западном, Южном и Северо-Кавказском ФО. Причем в ЮФО и СКФО показатели базовых отраслей превысили прошлогодние значения. Однако такая динамика, вероятно, имеет неустойчивый характер.

На фоне такой негативной картины положительной тенденцией является рост показателей обрабатывающих производств в Южном и Центральном ФО. Основным драйвером развития этих регионов оказалось машиностроение, хотя в целом по стране показатели отрасли снижались. В условиях низкого уровня инвестиционного спроса рост машиностроения может быть связан с поддержкой предприятий на территории ЦФО и ЮФО в рамках программ импортозамещения и гособоронзаказа.

В ЦФО обрабатывающее производство последние три месяца демонстрировало положительные темпы прироста год к году благодаря росту выпуска машин и оборудования, электрооборудования, транспортных средств и оборудования, кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов.

В ЮФО в последние месяцы наблюдался рост показателей большинства отраслей обрабатывающей промышленности. Самые высокие темпы прироста год к году демонстрировало производство транспортных средств и оборудования и производство машин и оборудования. В Ростовской области расположены крупнейшие машиностроительные предприятия, выполняющие производственные программы по государственному оборонному заказу, и ООО Комбайновый завод «Ростсельмаш», увеличивший поставки сельхозтехники на внутренний рынок России в 2015 году на 20%.

1.2.6. Рост безработицы приостановился в декабре

Уровень безработицы (с исключением сезонного фактора) снизился с 5,8% в ноябре до 5,7% в декабре 2015 года. Новая волна увольнений и роста безработицы в декабре приостановилась, но высокая вероятность ее проявления в 2016 году сохраняется. Пониженная мобильность рынка труда может тормозить адаптацию экономики к низким нефтяным ценам.

Текущую рецессию в российской экономике отличал умеренный рост безработицы и отсутствие активных процессов высвобождения рабочей силы. В условиях превалирования в рецессии структурных факторов незначительный масштаб перераспределения трудовых ресурсов между предприятиями, отраслями и регионами

препятствует активной подстройке структуры российской экономики к низким ценам на энергоресурсы. Это может отложить начало активной фазы экономического роста, но способствует сохранению социальной стабильности.

По данным Росстата, уровень безработицы в декабре 2015 года с учетом данных по Крымскому ФО остался таким же, как в ноябре и составил 5,8%. Сезонно скорректированный уровень безработицы за месяц снизился с 5,8% в ноябре до 5,7% в декабре (Рисунок 64), а очищенная от сезонности численность безработных (без Крымского ФО) снизилась по сравнению с ноябрем на 0,6% (Рисунок 65).

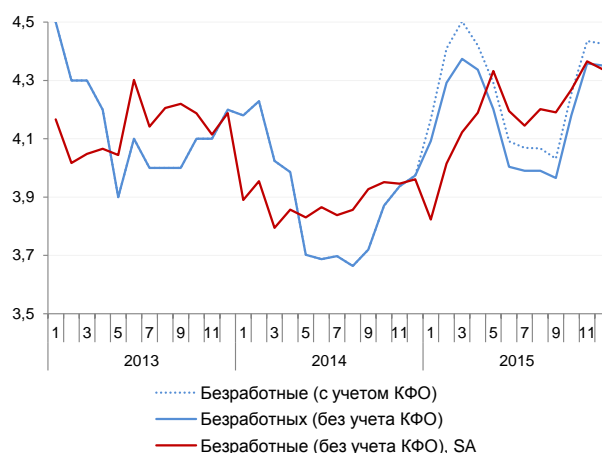
Дальнейшее распространение второй волны роста безработицы в декабре 2015 года сдержало относительно стабильное положение в промышленном производстве. Кроме того, предприятия промышленности всё еще стараются избегать масштабных сокращений, при необходимости переводя работников в режим неполной занятости. Относительно небольшой масштаб кризисных увольнений объясняется еще и тем, что в условиях текущего кризиса российская промышленность не сталкивается с избытком работников, который достигал значительных масштабов в прошлые кризисные годы.

В условиях, когда предприятия стараются не проводить массовых сокращений, наблюдается существенное снижение числа вакантных рабочих мест. По данным Минтруда, в 2015 году по сравнению с уровнем прошлого года потребность работодателей в работниках снизилась на треть. Падение спроса на рабочую силу будет оказывать негативное воздействие на уровень безработицы в ближайшей перспективе. Растущая неуверенность предприятий в скором оживлении экономики заставляет их сокращать производственные планы, что также может привести к росту увольнений. Таким образом, вероятность роста напряженности на рынке труда в 2016 году сохраняется.

Рисунок 64. Уровень безработицы с учетом КФО



Рисунок 65. Численность безработных, млн. чел.



* Данные за декабрь 2015 года предварительные

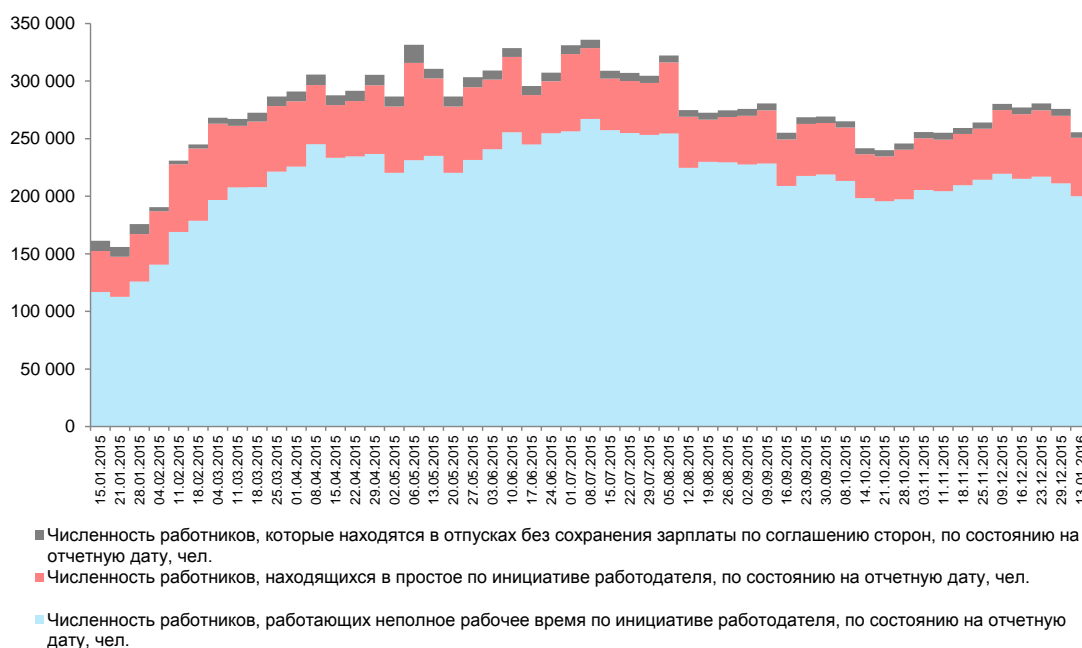
Источники: Росстат, расчеты ДИП

1.2.7. Неполная занятость остается на высоком уровне, особенно в регионах со специализацией на проблемных отраслях обработки

По оперативной информации Минтруда России, в конце 2015 года численность работников, находящихся в режиме вынужденной неполной занятости, оставалась на высоком уровне. Наибольшие показатели неполной занятости наблюдались в отдельных регионах Центра, Урала и Поволжья со специализацией на отраслях машиностроения и текстильной промышленности.

Рост неполной занятости является традиционной моделью адаптации российского рынка труда к кризисным условиям. Наиболее распространенной формой неполной занятости является неоплачиваемый отпуск по заявлению работника – добровольная неполная занятость. Другие формы неполной занятости – вынужденные. Они инициируются работодателем либо оформляются по соглашению сторон. Хотя эти формы вносят не столь существенный вклад в неполную занятость, вынужденная неполная занятость может служить сигналом проблем на рынке труда.

Рисунок 66. Динамика численности работников, находившихся в режиме вынужденной неполной занятости, по состоянию на отчетную дату, чел. (крайняя точка – 13.01.2016 г.)



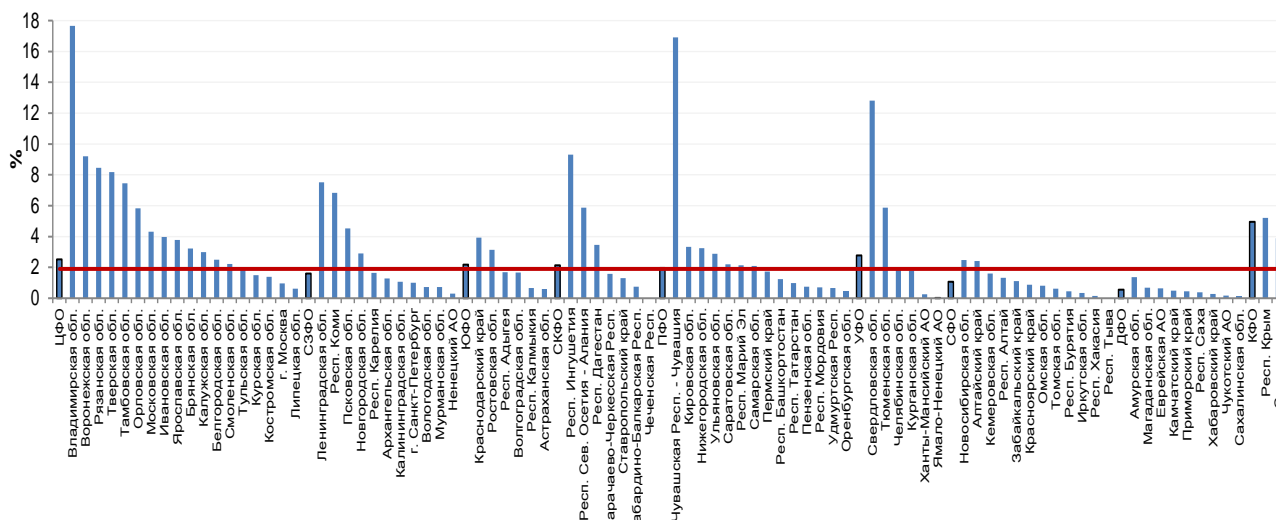
Источники: Мониторинг высвобождения работников организаций в связи с ликвидацией либо сокращением численности или штата работников, а также введения режимов неполной занятости, Минтруд России, расчеты ДИП

По оперативным данным мониторинга Министерства труда Российской Федерации о вынужденной неполной занятости, на конец IV квартала 2015 года (23.12.2015) численность работников, находившихся в простое или работавших неполное рабочее время по инициативе работодателя, а также работников, которым были предоставлены отпуска без сохранения зарплаты по соглашению сторон, составила 280 770 человек и снизилась по отношению к концу III квартала

(30.09.2015) на 1,7% (без учета Крымского ФО). Тем не менее, после масштабного роста в первом полугодии 2015 года (особенно за счет увеличения численности работающих неполное рабочее время по инициативе работодателя) вынужденная неполная занятость продолжает оставаться на достаточно высоком уровне по сравнению с началом года (Рисунок 66), сдерживая рост безработицы. Кроме того, сложившаяся тенденция роста неполной занятости по инициативе работодателя или по соглашению сторон является признаком снижения гибкости рынка труда.

Доля не полностью занятых в среднесписочной численности работников предприятий, заявивших в службы занятости об увольнении работников либо о введении режима неполной занятости, может служить индикатором напряженности на региональном рынке труда. По данным Минтруда на 23.12.2015, среди федеральных округов выделяются Центральный, Уральский и Крымский, где значение этого показателя существенно выше, чем в среднем по России (Рисунок 67). Высокую долю работающих в режиме неполной занятости имеют отдельные металлургические и машиностроительные регионы Урала (Свердловская, Тюменская области), машиностроительные регионы Поволжья (Республика Чувашия), а также регионы Центра со специализацией в машиностроении и текстильной промышленности (Владимирская, Воронежская, Тверская области и другие регионы).

Рисунок 67. Доля не полностью занятых работников в среднесписочной численности работников предприятий, вошедших в мониторинг, по регионам на 23.12.2015



Источники: Мониторинг высвобождения работников организаций в связи с ликвидацией либо сокращением численности или штата работников, а также введении режимов неполной занятости, Минтруд России, расчеты ДИП

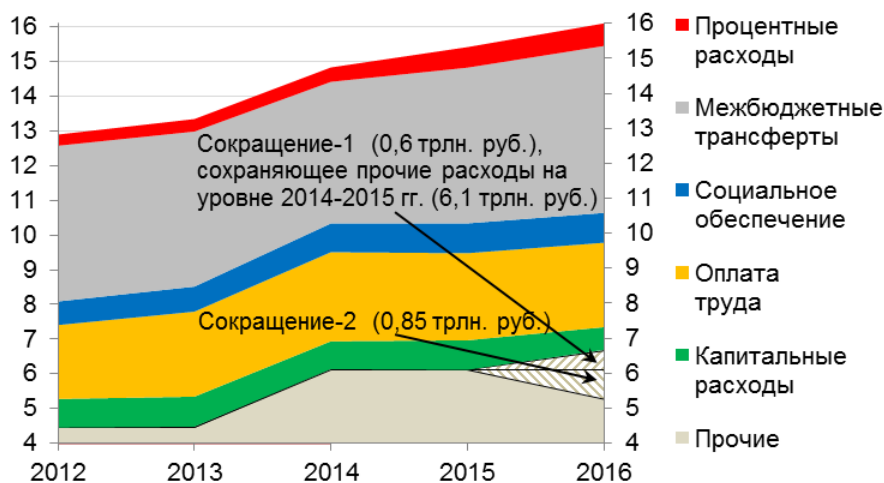
В зону повышенного риска попадают области, где расположены градообразующие предприятия. Так, во Владимирской, Свердловской областях, в Чувашской республике на градообразующие предприятия приходилось до половины и более численности всех не полностью занятых в соответствующем регионе.

1.2.8. Проциклическость бюджетной политики: вынужденная мера

Ограниченность внутренних и внешних источников госзаимствований ставит размер дефицита федерального бюджета в жесткие рамки и заставляет проводить политику ограничения расходов в условиях недостаточно большого объема накопленного Резервного фонда. Это делает бюджетную политику вынужденно проциклической в период экономической рецессии, что создает негативный эффект на рост ВВП, который оценивается в 0,2–0,3 п.п. в 2016 году. Сокращение текущих расходов (без учета защищенных) до уровня 2014–2015 годов позволит сэкономить около 0,6 трлн. рублей.

Сохранение средней цены нефти Urals на уровне 35 долл. США/баррель приведет к недобору доходов федерального бюджета относительно утвержденной законом величины в размере 1,45 трлн. руб., повышая дефицит с 3,0 до 4,8% ВВП. Следование цели по дефициту 3% ВВП без повышения налоговой нагрузки вызывает необходимость соответствующего сокращения расходов – почти на 9% от утвержденных законом 16,1 трлн. рублей.

Рисунок 68. Структура расходов федерального бюджета (трлн. руб.)



Источники: Минфин России, Казначейство России, расчеты ДИП

Вследствие заморозки накопительной части пенсии доля не подлежащих сокращению расходов федерального бюджета⁸, по нашим оценкам, снизилась с порядка 60% в 2012–2013 годах до 55% в 2014–2016 годах. Без учета капитальных расходов снижение прочих расходов федерального бюджета до уровня 2014–2015 годов в абсолютном выражении позволит сэкономить 0,6 трлн. руб. (Рисунок 68). Оставшееся сокращение расходов объемом 0,85 трлн. руб. потребует уменьшения капитальных расходов, уже сокращенных ниже уровня 2015 года, или дальнейшего сокращения прочих расходов. Альтернативный вариант заключается в более мас-

⁸ К ним мы относим процентные расходы, расходы на оплату труда и социальное обеспечение, а также межбюджетные трансферты, в том числе регионам, с учетом их значительного дефицита.

штабном расходовании средств Резервного фонда, неистраченных остатков бюджетных средств предыдущего года и привлечении доходов от приватизации⁹. Возможное формирование среднегодовой цены на нефть на уровне ниже 35 долл. США/баррель в 2016 году потребует еще большего расширения источников финансирования дефицита.

Необходимость сокращения расходов должна быть использована для их оптимизации. Негативный эффект на экономический рост от сокращения расходов на 0,6 трлн. руб. (исходя из обычной структуры расходов) может составить 0,2–0,3 п.п. Ухудшение сценарных макроэкономических условий также должно стать основанием для отказа от дополнительной индексации пенсий за счет сформированных резервов.

⁹ Увеличение чистого привлечения внутреннего долга в 2016 году с запланированной суммы в 300 млрд руб. потребует предоставления существенной премии к рыночной доходности.

1.3. Инфляция остается на высоком уровне, инфляционные риски увеличились

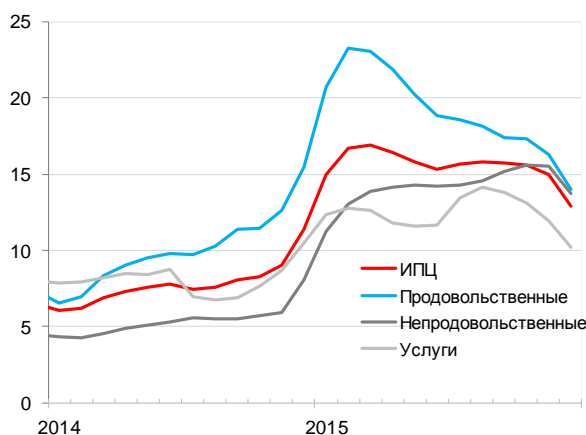
1.3.1. Ослабление рубля в декабре–январе добавит к инфляции 2016 года до 1,3 п.п. в I квартале

Декабрьская инфляция сохранилась на уровне предыдущего месяца (0,8% м/м). Наиболее быстрое ускорение месячных темпов роста ИПЦ наблюдалось в сегменте продовольственных товаров и услуг (Рисунок 69). Рост цен на продовольственные товары сохранился на уровне ноября 2015 года и составил 1,2% м/м (14,0% г/г), что обусловило вклад данной группы товаров в месячную инфляцию 0,44 п.п. (Рисунок 70). Максимальное удорожание наблюдалось в группе плодоовощных товаров (более 20% роста по отдельным компонентам), которые оказали наибольшее влияние в декабре на продовольственную инфляцию.

Цены на услуги в декабре 2015 года увеличились на 0,7% м/м (10,2% г/г). Декабрьское увеличение цен на потребительские услуги преимущественно связано с ростом стоимости услуг пассажирского транспорта и туризма. В условиях замедления реальных доходов населения не ожидается значительного роста цен на платные услуги.

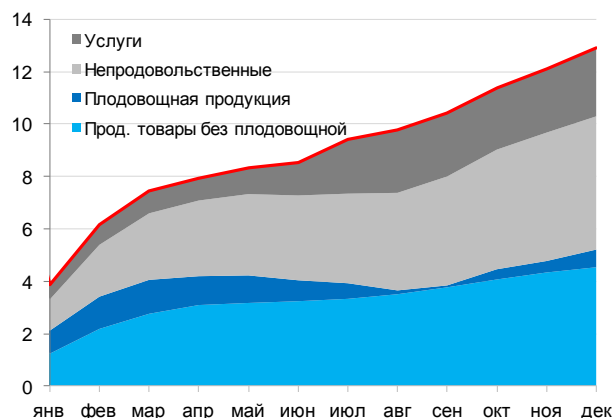
Темпы роста цен на непродовольственные товары замедлились с 0,7% м/м в ноябре до 0,4% м/м (13,7% г/г) в декабре 2015 года. Вклад непродовольственных товаров в инфляцию составил 0,14 п.п. Снижение вклада непродовольственных товаров обусловлено снижением действия эффекта переноса валютного курса и снижением потребительского спроса.

Рисунок 69. Динамика цен в основных сегментах потребительского рынка, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 70. Вклад в инфляцию основных групп потребительских товаров, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Однако эффект переноса ослабления валютного курса, произошедшего в декабре 2015 – первой половине января 2016 года, может привести к дополнительно-му росту потребительских цен до 1,3 п.п. в I квартале 2016 года, при прочих равных условиях.

Данные о недельной инфляции с 19 по 25 января 2016 года показывают смещение роста цен от административно регулируемых к нерегулируемым при сохранении среднесуточного роста цен на уровне предыдущей недели (0,028%). Это может отражать действие эффекта переноса ослабления рубля на потребительские цены.

Сезонно сглаженная аннуализированная инфляция (инфляция, рассчитанная на год вперед исходя из среднесуточного темпа за отчетную неделю) составила на неделе с 19 по 25 января 10,5 % г/г. Сезонно сглаженная скользящая 4-х недельная инфляция снизилась до 9,1% (в расчете на год вперед), возвращаясь к значениям 2014 года (Рисунок 71).

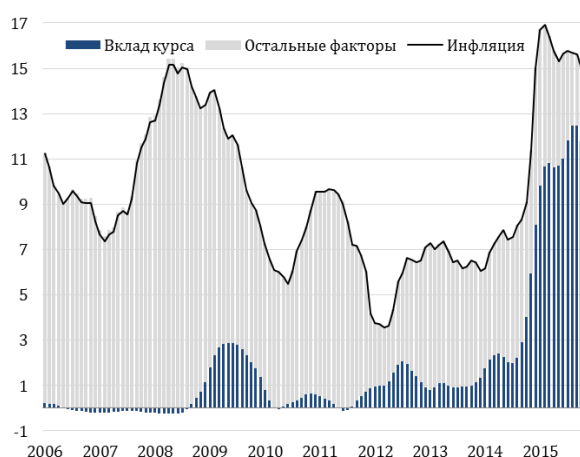
Основным источником рисков для инфляции в 2016 году остается возможность новых валютных шоков на фоне снижения котировок нефти. В настоящий момент эффект переноса ослабления валютного курса, произошедшего в декабре – первой половине января 2016 года, сдерживается сокращением потребительского спроса. Однако произошедшее в январе ослабление валютного курса создает риски для ускорения инфляции в среднесуточном выражении (Рисунок 72).

Рисунок 71. Ежедневные индексы цен, основанные на ценах 64 товаров и услуг, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 72. Декомпозиция инфляции, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

1.3.2. Инфляционные ожидания в январе продолжали повышаться

Несмотря на быстрое уменьшение годовой инфляции в ноябре 2015 – январе 2016 года, инфляционные ожидания населения росли в этот период, что создавало существенные инфляционные риски. Вероятно, на ожиданиях сказалось падение нефтяных цен и ослабление рубля. Как бы то ни было, рост инфляционных ожиданий существенно усложнил выполнение задачи замедления инфляции до целевых значений в 2017 году.

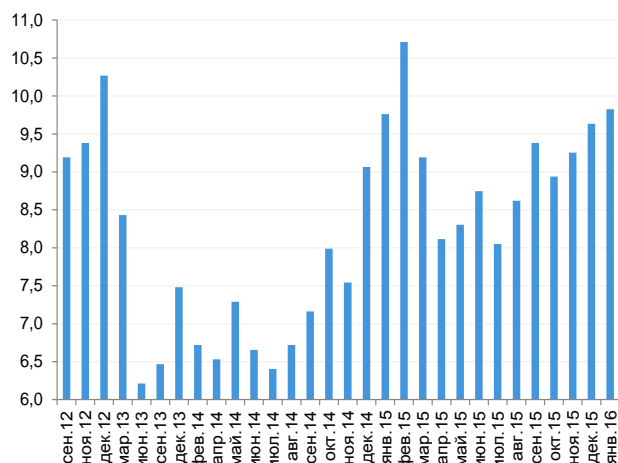
Согласно данным опросов ООО «инФОМ», в январе инфляционные ожидания населения на год вперед сохраняются на высоком уровне (Рисунок 73). Оценки ДИП показывают, что инфляционные ожидания в январе продолжили рост по сравнению с декабрем: январская оценка составила 9,7% против 9,6% в декабре. Данная оценка учитывает корректировку ДИП на систематическое завышение ожидаемой инфляции участниками опросов (подробнее см. **«Опросы ООО «инФОМ»: поправка на систематическое завышение инфляции респондентами»** ниже). Диффузные индексы также говорят о том, что на фоне происходивших в последнее время колебаний цен на нефть и курса рубля респонденты, опрошенные ООО «инФОМ», также склонны ожидать ускорения роста цен (Рисунок 74).

Опросы ООО «инФОМ»: поправка на систематическое завышение инфляции респондентами

В дополнение к актуальным опросным данным ООО «инФОМ» нами была проведена корректировка систематического завышения респондентами опросных данных по инфляционным ожиданиям. Согласно оценке, инфляционные ожидания в январе выросли до отметки 9,7% по сравнению с 9,6% месяцем ранее. Расчеты базировались на эконометрическом оценивании линейного коэффициента из парной регрессии фактической потребительской инфляции через 12 месяцев (в % к соответствующему периоду предыдущего года) на значения опросных показателей в каждый момент времени.

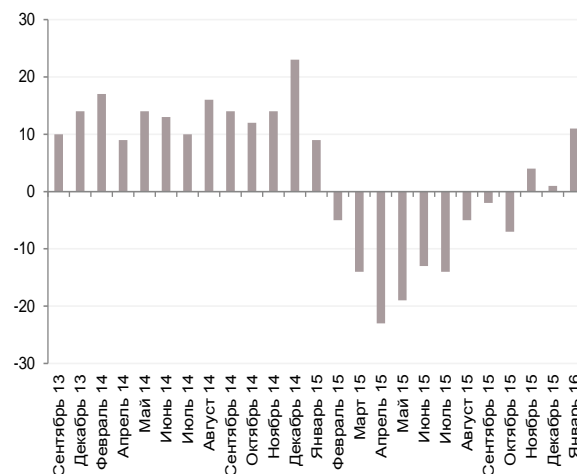
Оценки на ретроспективе показали, что эластичность фактической будущей инфляции по ожиданиям населения статистически значимо оказывается ниже единицы. Данный результат с содержательной точки зрения не претерпевает изменений даже при исключении из выборки верхнего квантиля, соответствующего респондентам, заявившим наиболее высокие значения по ожидаемой инфляции. Это позволяет говорить о тенденции к устойчивому завышению респондентами инфляции в опросах.

Рисунок 73. Прямые оценки инфляционных ожиданий ООО «инФОМ» с поправкой на их систематическое завышение, % г/г через календарный год



Источники: Росстат, ООО «инФОМ», расчеты ДИП

Рисунок 74. Диффузный индекс ответов «будут расти быстрее, чем сейчас» и «будут расти медленнее, чем сейчас» на вопрос ФОМ: «Как, по вашему мнению, в целом будут меняться цены в следующие 12 месяцев?», % г/г



Источник: ООО «инФОМ»

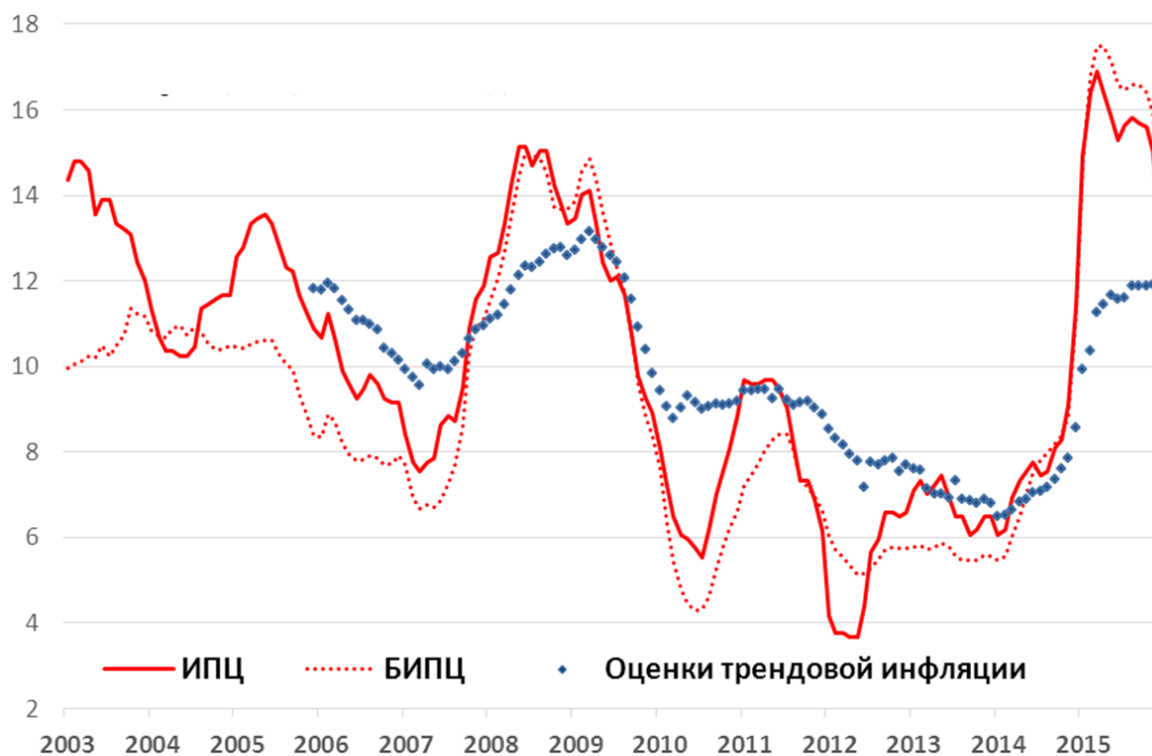
1.3.3. Трендовая инфляция остается высокой

Оценка годовых темпов трендовой инфляции в декабре снизилась до уровня 11,1%¹⁰. Существенную роль в пересмотре уровня трендовой инфляции сыграли технические факторы (в частности, существенные колебания оценок сезонной компоненты в исходных данных, используемых при расчетах). Несмотря на снижение, оценка трендовой инфляции остается на высоком уровне.

При сохранении текущих тенденций в динамике цен и монетарных агрегатов мы ожидаем постепенного снижения оценок трендовой инфляции. Однако в случае реализации возросших инфляционных рисков замедление трендовой инфляции будет происходить более медленными темпами, удерживая ее на более высоком уровне, чем необходимо для достижения целевого показателя инфляции 4% в 2017 году.

¹⁰ В качестве уровня трендовой инфляции используется медианное значение из трех оценок, полученных на основе выделения ненаблюдаемой общей компоненты из набора ценовых показателей с помощью динамических факторных моделей. Метод оценки трендовой инфляции описан в докладе об экономических исследованиях в Банке России: Е. Дерюгина, А. Пономаренко, А. Синяков, К. Соколин. [Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России](#) // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России. Март. 2015. № 4.

Рисунок 75. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % за год



Источники: Росстат, расчеты ДИП

1.3.4. Замедление роста цен производителей создает предпосылки для снижения годовой инфляции в начале 2016 года

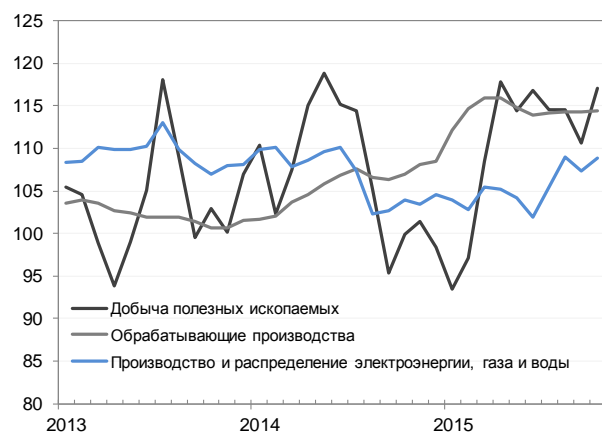
Понижительная ценовая тенденция в секторе потребительских товаров создает предпосылки для дальнейшего замедления годового роста индекса цен производителей и продовольственной инфляции в начале 2016 года, но они пока недостаточно сильны для устойчивого замедления инфляции в течение всего года.

В декабре индекс цен производителей промышленных товаров продолжил снижение на 2,2% м/м (снижение в ноябре 2015 года составило 0,7% м/м). Годовой темп роста цен производителей замедлился с 13,9% г/г в ноябре до 10,7% г/г в декабре 2015 года. В целом темп роста цен в добывающей промышленности составил 9,8% г/г, в обрабатывающей промышленности – 11,2% г/г, в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды – 9,3% г/г (Рисунок 76).

Вклад обрабатывающей промышленности в годовой индекс цен производителей за указанный период составил 7,6 п.п. (8,7 п.п. в ноябре), вклад добычи полезных ископаемых – 1,9 п.п. (3,9 п.п. в ноябре), вклад производства и распределения электроэнергии, газа и воды – 1,1 п.п. (1,3 п.п. в ноябре). В итоге вклад всех компо-

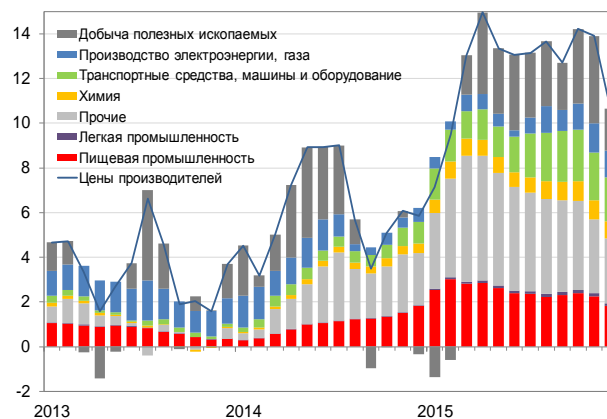
нентов в годовую инфляцию производителей значительно уменьшился по сравнению с предыдущим месяцем (Рисунок 77).

Рисунок 76. Динамика цен производителей в отдельных отраслях промышленности, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 77. Вклады отдельных видов экономической деятельности в цены производителей, % г/г



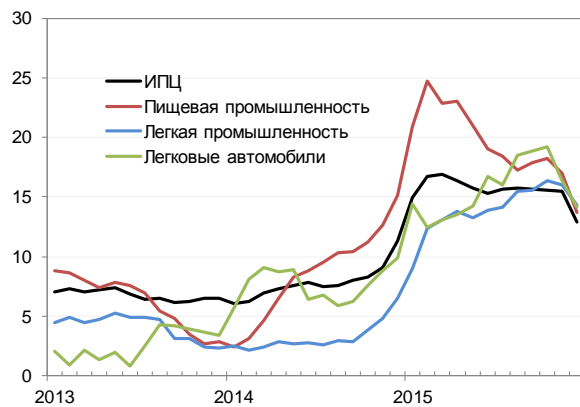
Источники: Росстат, расчеты ДИП

Цены производителей добывающей промышленности в декабре 2015 года снизились по сравнению с ноябрем 2015 года на 7,1% м/м, что обусловило значительный вклад добычи полезных ископаемых в замедление инфляции. Анализ отдельных компонент внутренних цен производителей промышленных товаров показывает, что наиболее быстрое снижение цен в декабре 2015 года происходило в топливно-энергетических отраслях преимущественно за счет снижения цен в добыче сырой нефти на 8,0% м/м (увеличение на 9,5% г/г) и обогащении железных руд на 7,1% м/м (увеличение на 13,9% г/г). Основным фактором замедления цен в указанных отраслях стала динамика цен на товарных рынках.

Динамика цен производителей обрабатывающей промышленности замедлилась на 1,3% м/м преимущественно за счет обработки природных ресурсов (до 7,2 м/м в производстве нефтепродуктов).

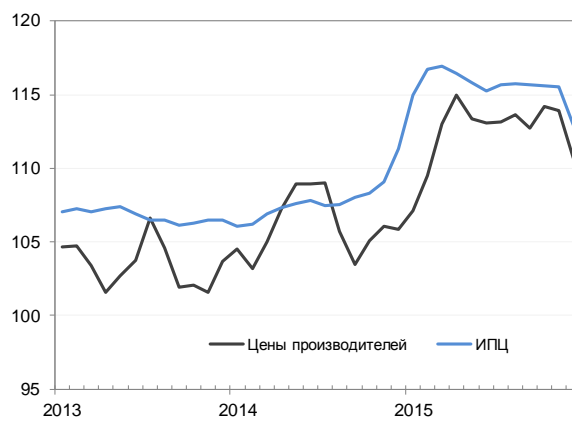
При этом максимальный рост цен показала пищевая промышленность, которая в существенной мере определяет рост потребительских цен на продовольственные товары (0,6% м/м). Хотя годовые темпы роста цен в пищевой промышленности замедлились с 17,0% г/г в ноябре до 13,7% г/г в декабре, месячный темп роста цен все еще превышает уровень, необходимый для снижения инфляции до прогнозного уровня 2016 года (6,5%).

Рисунок 78. Динамика цен производителей потребительских товаров и потребительских цен, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Рисунок 79. Индексы цен потребителей и производителей, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы и прогнозы

2.1. Что говорят опережающие индикаторы по России?

2.1.1. Краткосрочная индексная оценка ВВП: риски продолжения спада в первом полугодии возросли

Поступившие за последний месяц макростатистические данные подтверждают предположение, сделанное нами в декабре, о повышении вероятности продолжения рецессии в первом полугодии 2016 года. Декабрьские данные по опережающим показателям, финансовым показателям, а также нефинансовым показателям реального сектора сигнализируют о продолжении спада в экономике. Наши оценки прироста ВВП на горизонте двух кварталов были ухудшены по сравнению с расчетами месячной давности.

Индексная оценка ВВП¹¹ для IV квартала 2015 года в январе была снижена до -0,8% к/к по сравнению с -0,6% к/к в декабре (с поправкой на сезонность).

Основными факторами, повлиявшими на снижение краткосрочной оценки прироста ВВП по сравнению с предыдущим месяцем, выступили показатели PMI в обработке, инвестициях в основной капитал, обороте розничной торговли (Рисунок 80). Динамика данных показателей в декабре оказалась хуже наших ожиданий месяцем ранее.

Отрицательный вклад снижения цен на нефть также прослеживается – включение данного показателя в модель ухудшает оценку прироста ВВП в IV квартале, однако на сравнительно небольшую величину (менее 0,1 п.п.). Следует отметить, что вклад снижения нефтяных цен в оценку ВВП в совокупности используемых в модели краткосрочной индексной оценки ВВП показателей отражен неявно. Изменение индексной оценки после включения в модель показателя цен на нефть (Рисунок 80) в большей степени можно интерпретировать как оставшийся недоучтенный вклад динамики цен на нефть, который по-прежнему не отражается в широком спектре показателей, используемых в модели.

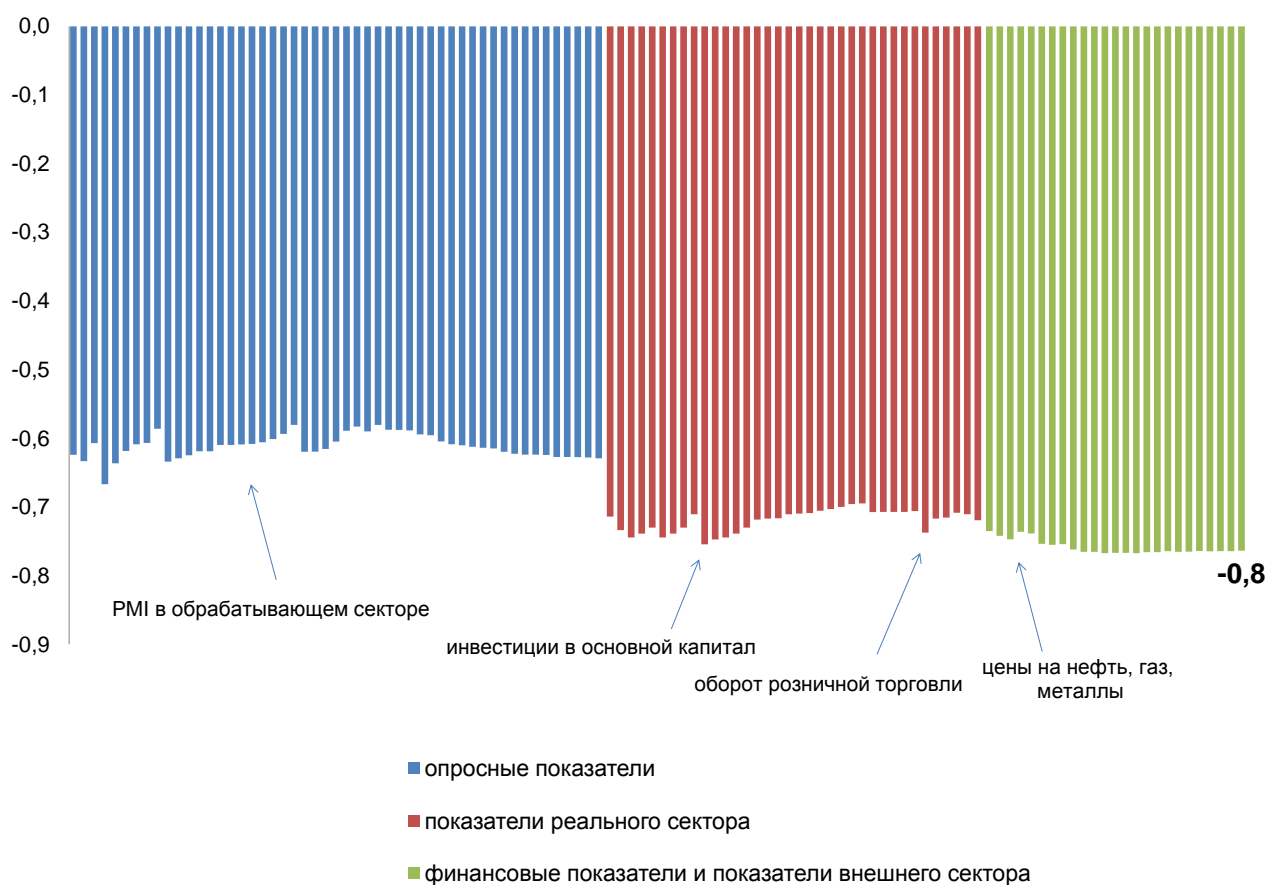
С учетом поступивших статистических данных за декабрь мы пересмотрели в сторону понижения оценки прироста ВВП в I квартале 2016 года до -0,7% к/к (де-

¹¹ Индексная оценка ВВП основана на информации Росстата о социально-экономическом положении России за соответствующий месяц и других статистических, опережающих и финансовых данных на дату расчета, и формируется по результатам симуляций динамической факторной модели. Источником указанных прогнозов ДИП являются исключительно модельные расчеты, и их результаты не являются официальным прогнозом Банка России. Массив информации, использованный для индексной оценки ВВП, представлен 110 разнообразными динамическими рядами, разделенными на три группы: 1) опережающие показатели, 2) нефинансовые показатели реального сектора, 3) финансовые показатели и показатели внешнего сектора. Метод построения индексной оценки ВВП подробно описан в докладе об экономических исследованиях в Банке России: А. Поршаков, Е. Дерюгина, А. Пономаренко, А. Синяков. [Краткосрочное оценивание и прогнозирование ВВП России с помощью динамической факторной модели](#) // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России. Март. 2015. № 2.

кабрьская модельная оценка ДИП составляла -0,3% к/к с поправкой на сезонность). Во II квартале 2016 года снижение сезонно сглаженного ВВП составит, по нашим оценкам, -0,3% к/к (в декабре модель предсказывала околонулевую динамику). Тем не менее, данные значения в будущем могут существенно измениться по мере поступления новой краткосрочной статистической информации.

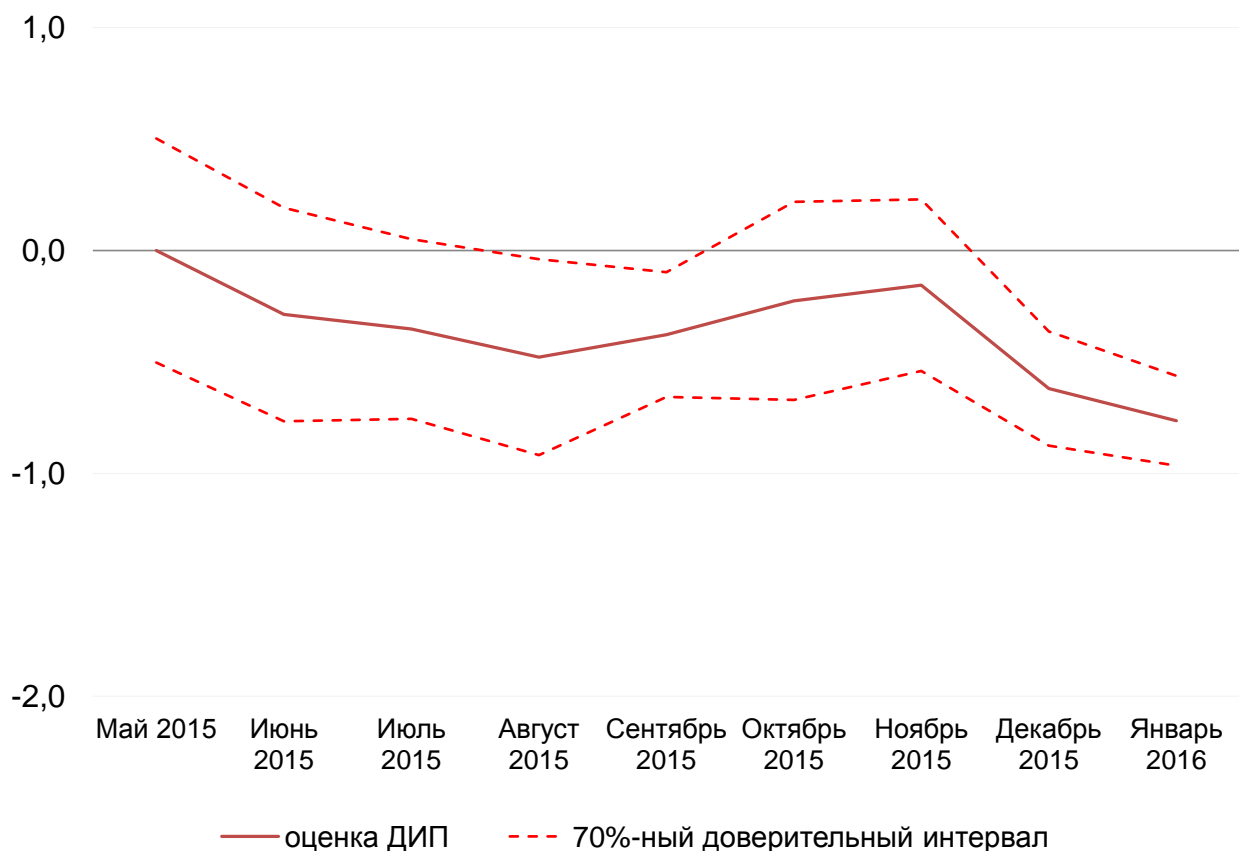
	Январь 2016 в % к предыдущему кварталу	Декабрь 2015 в % к предыдущему кварталу
IV квартал 2015	-0,8	-0,6
I квартал 2016	-0,7	-0,3
II квартал 2016	-0,3	0,0

Рисунок 80. Изменение январской оценки прироста ВВП на IV квартал 2015 года по мере включения в модель новых показателей (п.п.)



Источники: Росстат, расчеты ДИП (с поправкой на сезонность)

Рисунок 81. Оценка темпа прироста ВВП в IV квартале 2015 года в % к предыдущему кварталу



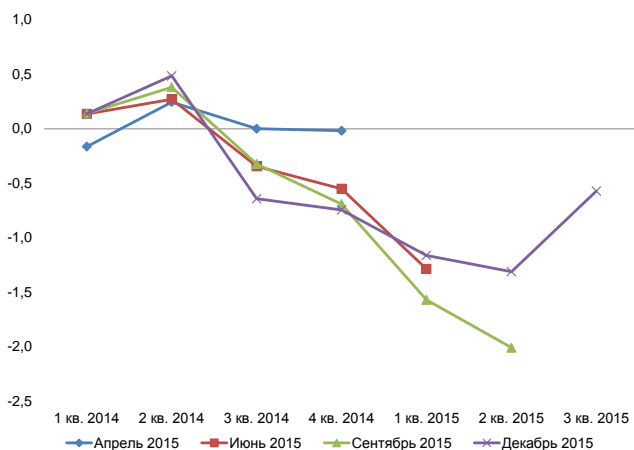
Источник: расчеты ДИП

О методологии расчета и пересмотра Росстатом данных по ВВП и особенностях краткосрочной модельной оценки ДИП

В конце января Росстатом была опубликована первая оценка прироста ВВП в 2015 году, которая составила -3,7%. Данная цифра оказалась лучше ожиданий многих аналитиков и, в частности, декабрьской модельной оценки ДИП – -3,9%. При условии отсутствия дальнейшего пересмотра динамики сезонной компоненты ВВП в течение 2015 года, опубликованная годовая оценка, согласно расчетам ДИП, предполагает, что в IV квартале с поправкой на сезонность продолжения снижения ВВП не наблюдалось.

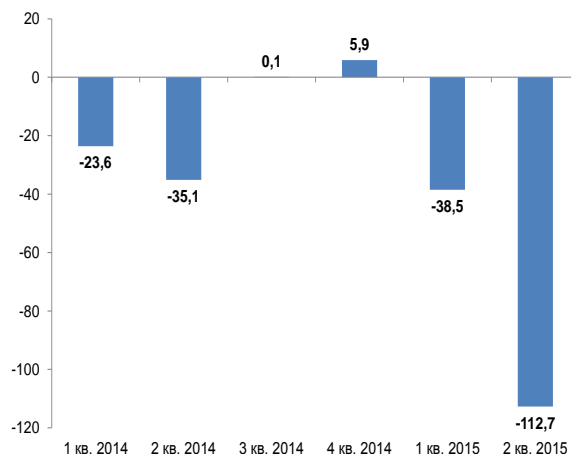
Однако, основываясь на наших краткосрочных модельных оценках, мы полагаем, что динамика ВВП в IV квартале 2015 года по-прежнему свидетельствовала о продолжении рецессии в экономике. Вероятно, что несколько более оптимистичная по сравнению с ожиданиями рынка оценка Росстата связана с проведенным им положительным пересмотром квартальных сезонно сглаженных темпов прироста ВВП за первые девять месяцев 2015 года, результаты которого официально пока не опубликованы. Аналогичная ситуация наблюдалась и в случае улучшения Росстатом оценок сезонно сглаженного квартального роста ВВП в первом полугодии 2015 года в декабре (Рисунок 82).

Рисунок 82. ВВП в ценах 2008 г. (в % к предыдущему кварталу, сезонное сглаживание Росстата)



Источник: Росстат

Рисунок 83. Пересмотр Росстатом сезонной компоненты ВВП в постоянных ценах 2008 года в декабре (знак «-» означает понижение), млрд. руб.



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Следует отметить, что существенное расхождение в модельной оценке ДИП годового прироста ВВП по итогам III квартала (-5,0% г/г против данных Росстата -4,1% г/г) было во многом связано с тем, что в расчеты ДИП закладывались прежние, не пересмотренные в сторону улучшения квартальные темпы прироста ВВП в первом полугодии 2015 года¹². Декабрьский пересмотр Росстата впоследствии показал, что оказавшийся ниже ожиданий многих аналитиков годовой спад ВВП на 4,1% в III квартале произошел при фактическом продолжении рецессии в III квартале 2015 года, как и прогнозировалось ДИП.

Учитывая вышеизложенное, при оценке точности краткосрочных модельных оценок ВВП мы ориентируемся прежде всего на их соответствие фактической квартальной динамике ВВП с поправкой на сезонность, поскольку на оценивание данного показателя в первую очередь направлена краткосрочная макроэкономическая статистика, используемая при моделировании. В то же время оценка годовых темпов прироста ВВП может быть сопряжена с определенной неточностью по причине волатильной и периодически подвергающейся серьезному пересмотру сезонной компоненты. Прогнозирование сезонной компоненты выходит за рамки первоочередных задач традиционных динамических факторных моделей.

С учетом очередного вероятного пересмотра сезонной составляющей в данных по ВВП, мы продолжаем основывать нашу оценку по IV кварталу не на официальной первой оценке Росстата по 2015 году в целом, а на модельных расчетах по широкому кругу краткосрочных макроэкономических показателей, которые указывают на продолжение рецессии.

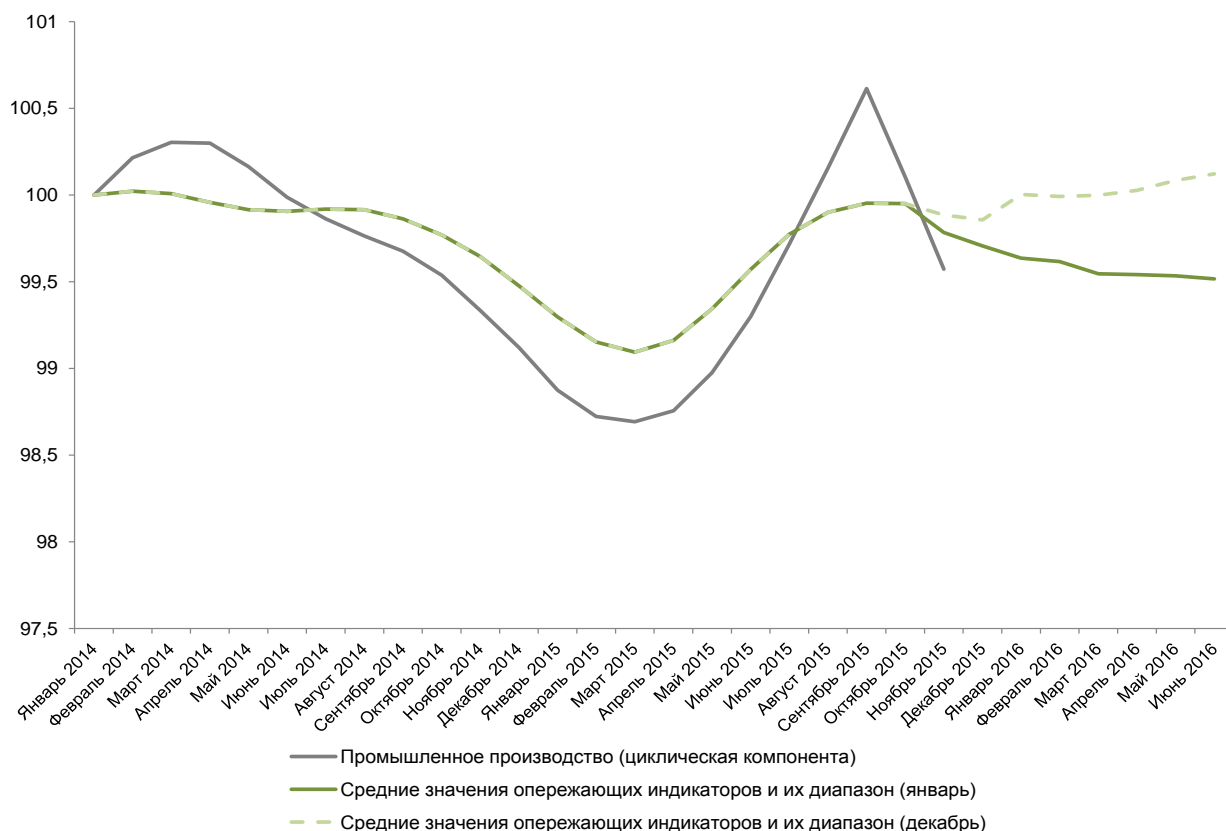
Публикация динамики ВВП за 2015 год в квартальной разбивке с учетом IV квартала ожидается в начале апреля.

¹² Подробнее см. [Бюллетень «О чем говорят тренды». №1. Октябрь. 2015](#). Раздел 2.1.1 «Краткосрочная оценка и прогноз ВВП: динамика макропоказателей соответствует ожиданиям».

2.1.2. Снижение сводного опережающего индикатора деловой активности: восстановление в промышленности откладывается как минимум до второго полугодия

Сводный опережающий индикатор деловой активности¹³ продолжает указывать на отсутствие сигналов для возобновления роста в промышленности в течение первого полугодия 2016 года (Рисунок 84). Мы ожидаем, что в ближайшие месяцы циклическая компонента показателя промышленного производства продемонстрирует слабо отрицательную динамику. Сценарий дальнейшего сокращения выпуска в I и II кварталах оценивается как гораздо более вероятный по сравнению со сценарием его роста.

Рисунок 84. Циклическая компонента промышленного производства (январь 2014 = 100, сезонность устранена) и опережающий индекс деловой активности



Источники: Росстат, HSBC, РЭБ, расчеты ДИП

¹³ Рассчитывается ДИП на базе методологии HSBC по широкому спектру краткосрочных экономических показателей (более 100 переменных) посредством «метода поворотных точек». Подробнее см. Fenn D., Nerbrand F., Kasem S., Selvakumar Y. 2015. «HSBC Leading Indicators». HSBC Global Research.

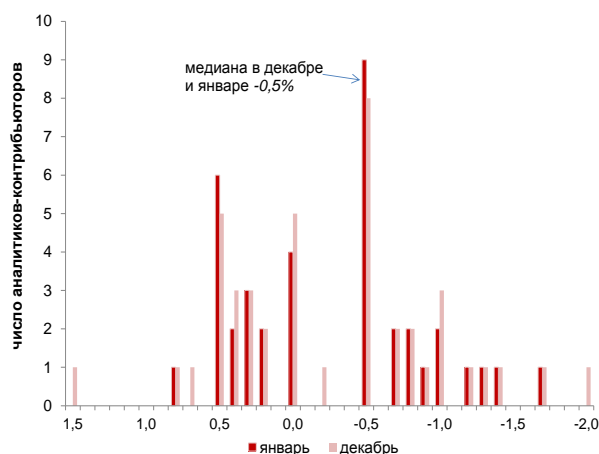
Текущая оценка индекса сложилась преимущественно под влиянием индексов PMI для России, которые преобладают в перечне отобранных с помощью используемой нами статистической методологии показателей, в наибольшей степени обладающих опережающими свойствами. Кроме того, снижению текущих оценок сводного опережающего индикатора деловой активности способствует продолжающееся падение цен на нефть. В соответствии с нашими ожиданиями, январская статистика может привести к дальнейшему пересмотру оценок сводного опережающего индикатора в сторону ухудшения.

2.1.3. Прогнозы финансовых аналитиков – участников рынка: сохраняющиеся инфляционные риски в 2016 году потребуют более плавного смягчения денежно-кредитной политики

1) ВВП

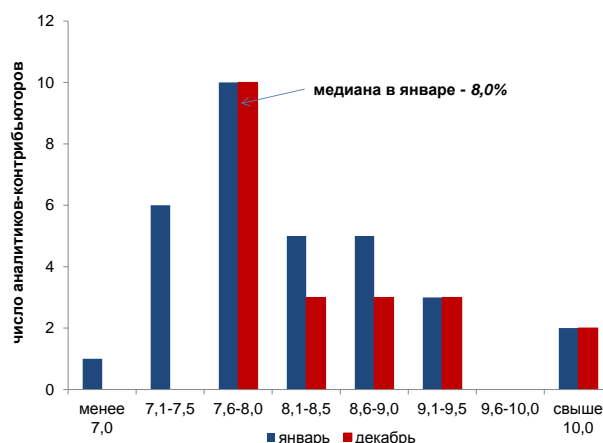
Согласно данным консенсус-прогнозов Bloomberg по состоянию на 28 января 2016 года, эксперты ожидают, что снижение ВВП России по итогам 2016 года не превысит 1,7%. Медианная оценка при этом сохранилась как и в предыдущем месяце на уровне -0,5%. Мы полагаем, что в целом аналитики с момента предыдущего опроса существенным образом не ухудшили собственный прогноз уровня цен на нефть в 2016 году и расценивают их январские колебания как временные и не обоснованные с фундаментальной точки зрения.

Рисунок 85. Распределение прогнозов внешних аналитиков по приросту ВВП в 2016 году



Источники: Bloomberg, расчеты ДИП

Рисунок 86. Распределение прогнозов внешних аналитиков по потребительской инфляции в 2016 году



Источники: Bloomberg, расчеты ДИП

2) Инфляция

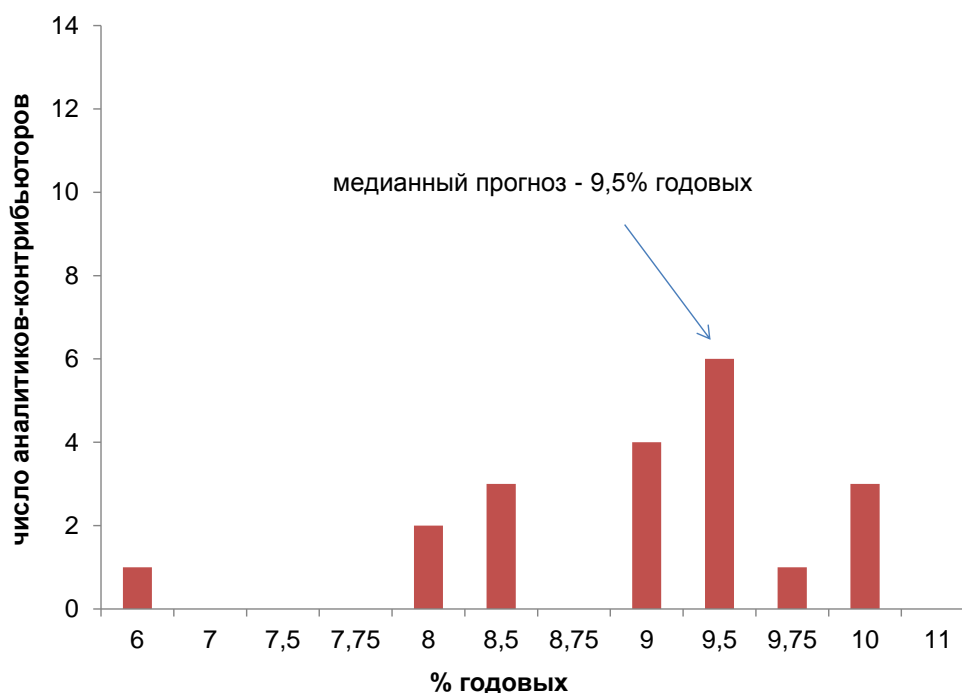
Медианный прогноз потребительской инфляции на конец 2016 года по состоянию на 28 января 2016 года составляет 8,0%, что также соответствует консенсус-прогнозу аналитиков в декабре 2015 года (Рисунок 86). Скорее всего, большинство

экспертов рассчитывает на то, что цены на нефть нащупали дно, при этом в ближайшие месяцы произойдет их корректирующий рост и стабилизация курса рубля. Тем не менее неблагоприятные колебания внешнеэкономических условий и курса рубля могут способствовать повышению инфляционных ожиданий в экономике в течение более длительного времени, что, в свою очередь, потребует от Банка России проведения более жесткой денежно-кредитной политики в течение 2016 года, чем прогнозировалось ранее.

3) Денежно-кредитная политика Банка России

Ожидания аналитиков Bloomberg относительно размера ключевой ставки на конец 2016 года по состоянию на 28 января составляют 9,5% (Рисунок 87). По сравнению с декабрем медианная оценка значений ключевой ставки повысилась на 75 базисных пунктов. В случае отсутствия новых негативных внешних шоков потребительская инфляция в годовом выражении в ближайшее время замедлится в силу «эффекта базы», однако понижение Банком России ставок в течение года окажется более умеренным, чем прогнозировалось аналитиками в декабре 2015 года, в силу возникших за последний месяц дополнительных инфляционных рисков.

Рисунок 87. Распределение прогнозов внешних аналитиков по ключевой процентной ставке Банка России на конец 2016 года



Источники: Bloomberg, расчеты ДИП

3. В фокусе

Платежный баланс: продолжение адаптации к слабому рублю и быстрое замедление чистого оттока капитала

Российский платежный баланс в 2015 году показал быструю адаптацию к слабому рублю. Счет текущих операций укрепился, а чистый отток капитала резко снизился по сравнению с 2014 годом. Хотя новый раунд ослабления рубля в конце 2015 – начале 2016 года, скорее всего, потребует дальнейшей адаптации экономики, в первую очередь, через снижение импорта товаров и услуг, сам адаптационный механизм доказал свою работоспособность. С учетом нового ослабления курса рубля из-за снижения нефтяных цен можно ожидать, что профицит сальдо счета текущих операций (СТО) сохранится на высоком уровне и в 2016 году. Положительные тенденции, которые проявились в финансовом счете в 2015 году, должны укрепиться. Можно ожидать, что они приведут к дальнейшему существенному снижению чистого оттока капитала в абсолютном выражении до примерно 30–45 млрд долл. в 2016 году.

В 2015 году российский платежный баланс претерпел существенные качественные и количественные изменения под воздействием внешнеторговых шоков и валютного курса. В качестве основных изменений можно отметить следующие:

- значительное снижение российского экспорта товаров, в основном из-за снижения экспортных цен;
- значительное снижение российского импорта товаров и услуг, в основном, из-за сокращения физических объемов;
- существенное снижение отрицательного баланса чистых инвестиционных доходов;
- рост профицита счета текущих операций;
- ухудшение баланса прямых иностранных инвестиций;
- резкое сокращение чистого оттока капитала.

Опубликованная Банком России на прошедшей неделе первая оценка платежного баланса за 2015 год свидетельствует о росте СТО до 65,8 млрд долл. США по сравнению с 58,4 млрд долл. США в 2014 году, несмотря на понижающую динамику цен на энергоресурсы, которая пришлась на второе полугодие. В относительном выражении счет текущих операций вырос значительно, до 5,5% ВВП в 2015 году с 3,3% ВВП в 2014 году за счет снижения ВВП в долларовом выражении.

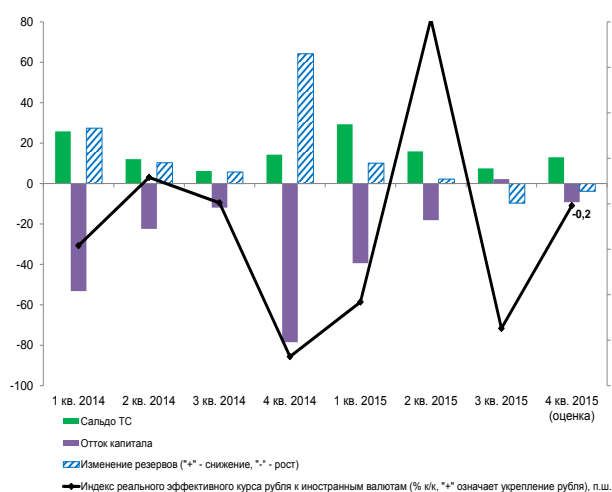
Улучшение баланса текущего счета происходило на фоне приспособления внешнеторговых потоков к обесценению рубля (Рисунок 88). По итогам 2015 года сальдо торгового баланса снизилось по сравнению с 2014 годом на 44,1 млрд долл. США, составив 145,6 млрд долл. США. Однако ослабление национальной валюты в 2015 году в связи со снижением цен на нефть послужило демпфером против более резкого ухудшения торгового баланса. Так, слабый рубль стал основным фактором

снижения товарного импорта, а также импорта услуг в 2015 году по сравнению с 2014 годом (Рисунок 89). Сокращение импорта услуг, в свою очередь, улучшило баланс услуг на 18,2 млрд долл. США относительно 2014 года.

Наряду с балансом услуг на рост профицита СТО повлияло существенное улучшение баланса инвестиционных доходов. Оно было обусловлено главным образом сокращением внешних обязательств российских банков и компаний в течение прошедшего года как за счет погашения обязательств, так и за счет долларовой переоценки в сторону уменьшения обязательств (и платежей по ним), выраженных в иных валютах. В 2015 году сальдо по инвестиционным доходам улучшилось на 25,9 млрд долл. США, при этом снижение доходов к выплате составило 34,0 млрд долл. США.

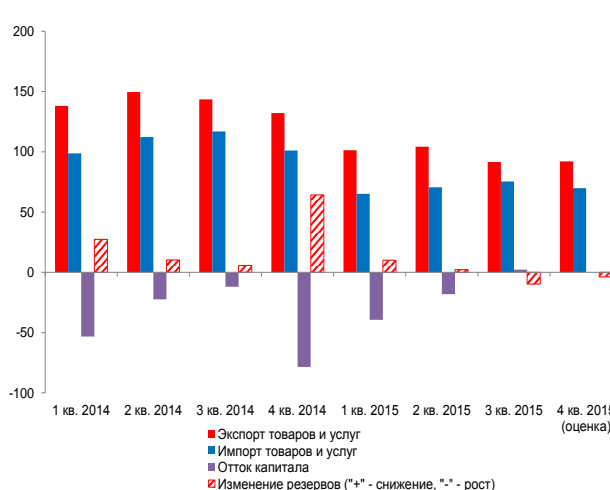
С учетом нового ослабления курса рубля из-за снижения нефтяных цен, можно ожидать, что профицит СТО сохранится на высоком уровне и в 2016 году.

Рисунок 88. Динамика основных компонентов платежного баланса, млрд. долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП

Рисунок 89. Динамика показателей торгового баланса и оттока капитала, млрд. долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП

В свою очередь, сальдо финансового счета по итогам 2015 года составило 57,1 млрд долл. США, что существенно ниже прогнозов 2015 года. Если в предыдущие годы отток капитала был связан с накоплением резидентами иностранных активов, то динамика оттока капитала на протяжении большей части 2015 года сложилась под влиянием сокращения внешних обязательств (прежде всего банковским сектором) в условиях действия финансовых санкций. Несмотря на периоды резких курсовых колебаний, ярко выраженных эпизодов ажиотажного спекулятивного спроса на иностранную валюту и роста долларизации, аналогичных концу 2014 года, в прошедшем году не происходило. Мы ожидаем, что выплаты по внешним долгам останутся одним из преобладающих факторов в динамике оттока капитала и в 2016 году.

Кроме того, снижение стоимости экспорта из-за падения сырьевых цен и связанное с ослаблением российской валюты снижение ВВП и доходов в долларовом выражении объективно снижает потенциал оттока капитала со стороны российских резидентов. При прочих равных условиях это должно приводить к уменьшению оттока капитала в абсолютном выражении (в относительном выражении отток может даже увеличиться).

С точки зрения анализа оттока капитала обращает внимание значительное снижение оттока капитала по таким статьям, как «Сомнительные операции» и «Чистые ошибки и пропуски». За последние два года сумма указанных статей уменьшилась приблизительно в 10 раз – с 40 до 4 млрд долл. США. С одной стороны, это может быть связано с ужесточением политики Банка России в части надзора. С другой стороны, текущая оценка вывоза капитала в 2015 году может быть несколько занижена, в том числе по причинам статистического характера, одна из которых предположительно связана с отражением фактического оттока капитала в других статьях платежного баланса. В этом ракурсе одна из проблем, которая неоднократно попадала в поле зрения Банка России, – это существование схем фиктивного импорта, в том числе в рамках торговых соглашений со странами СНГ. В пользу сделанного предположения косвенно свидетельствует и то, что прогноз роста товарного импорта в 2015 году, сделанный ДИП в декабре прошлого года с учетом статистики за первые 11 месяцев, оказался в итоге на 5 млрд долл. США ниже фактических данных, вышедших на прошлой неделе. Кроме того, на протяжении последних нескольких кварталов наши прогнозы импорта товаров и услуг, базирующиеся на ретроспективных значениях эластичности импорта, также имели тенденцию к незначительному систематическому занижению.

В любом случае те тенденции, которые проявились в финансовом счете платежного баланса в 2015 году, должны укрепиться в 2016 году. Они должны привести к дальнейшему существенному снижению чистого оттока капитала в абсолютном выражении до примерно 30–45 млрд долл. США в 2016 году. Причем в рисковом сценарии чистый отток капитала может оказаться даже меньше, чем в базовом.

Следует отметить, что усилившиеся за последнее время колебания нефтяных цен в сочетании с сохраняющейся неопределенностью увеличили разброс наших оценок фундаментально обоснованного уровня валютного курса, обеспечивающего равновесие платежного баланса. Это связано с тем, что расчеты равновесного валютного курса базируются в том числе на ретроспективных оценках эластичности валютного курса по ценам на нефть, которая по объективным причинам может претерпевать изменения во времени. Одна из таких причин – снижение за последнее время доли сырьевой составляющей в общем товарном экспорте России вследствие снижения цен на нефть, которое не может быть полноценно отражено в текущих эконометрических оценках, основанных на исторических временных рядах.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Елена Дерюгина

Екатерина Ильичева

Наталия Карлова

Егор Козлитин

Дмитрий Крепцев

Анна Крупкина

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Сергей Селезнев

Андрей Синяков

Дмитрий Чернядьев