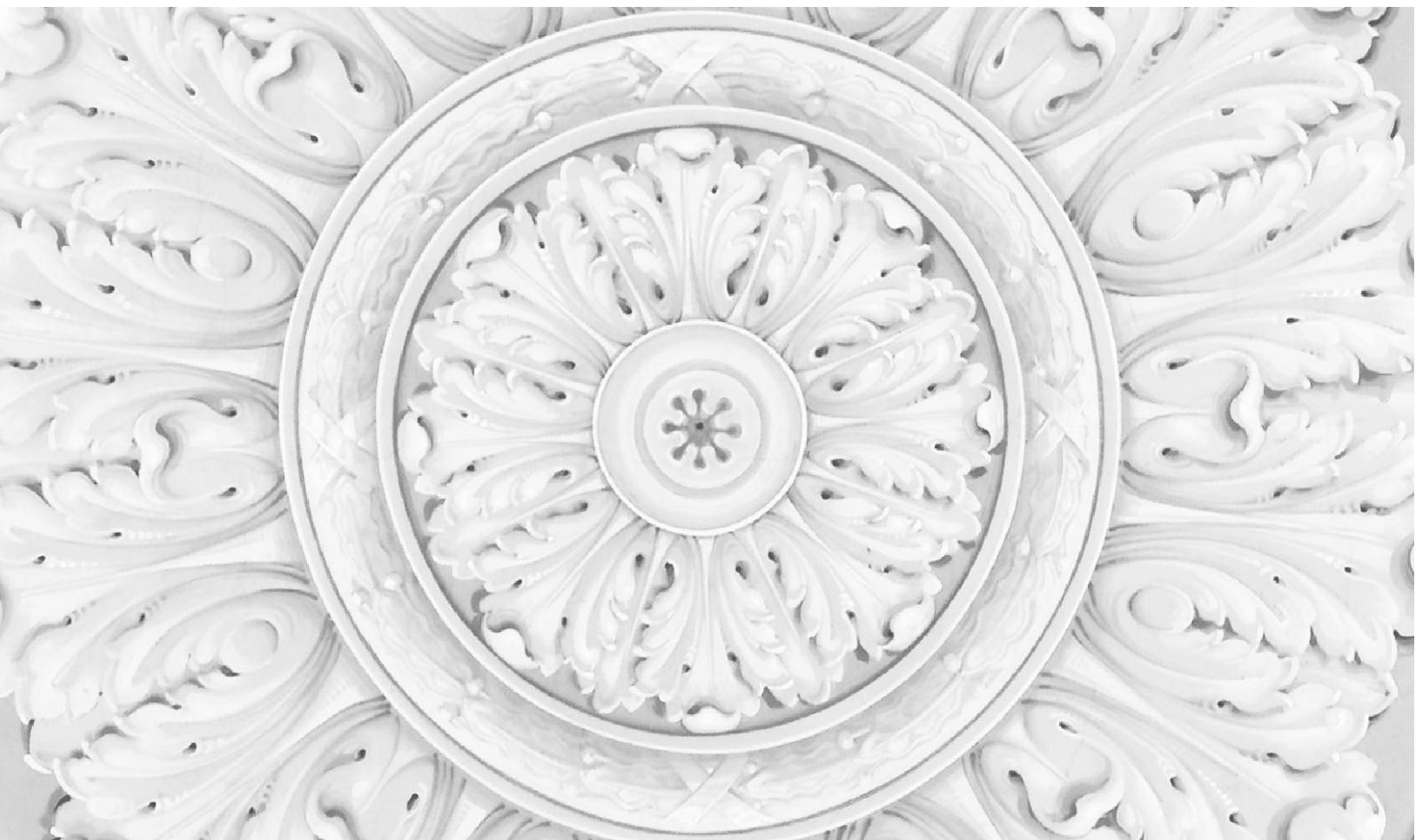




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Ноябрь 2016

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 12**

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

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	4
1.1. Инфляция	4
1.1.1. Инфляция постепенно приближается к цели	4
1.1.2. Ожидания финансовых аналитиков по инфляции незначительно превышают цель по инфляции	7
1.2. Экономическая динамика	8
1.2.1. Промышленное производство: первые признаки восстановления в отраслях инвестиционного спроса	8
1.2.2. Снижение потребительской активности в октябре: изменение сезонности или тренда?	11
1.2.3. Реальные заработные платы продолжают расти	14
1.2.4. Импорт продолжает восстанавливаться быстрее ожиданий	16
1.2.5. Импорт вытянул инвестиции в плюс	19
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	21
1.3.1. Нормализация монетарной политики ФРС США может пойти быстрее, чем предполагалось ранее	21
1.3.2. Исход выборов президента США определил динамику мировых рынков в ноябре	25
1.3.3. Товарные рынки: страны ОПЕК все-таки договорились	29
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	35
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	35
2.1.1. Предварительные PMI в США и еврозоне говорят о перспективах ускорения роста.	35
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	36
2.2.1. Индексная оценка продолжает указывать на рост ВВП	36
2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности: перспективы умеренно позитивные	37
3. В фокусе. Структурный анализ безработицы в регионах	39

Краткое содержание

1. Итоги

- В ноябре динамика инфляции осталась в рамках базового сценария Банка России на фоне умеренно благоприятных внешнеэкономических и финансовых условий. Экономическая активность в октябре показала в целом позитивную динамику, что говорит о постепенном переходе к медленному росту.
 - Инфляция стабилизировалась на уровнях, соответствующих официальному прогнозу Банка России на 2016 год в базовом сценарии (5,5%-6,0%) и постепенно приближается к цели. Однако инфляционное давление пока остается на повышенном уровне. Сохраняющаяся нестабильная динамика инфляционных ожиданий является одним из значимых рисков для достижения цели по инфляции в 2017 году. Инфляционные риски продолжают свидетельствовать в пользу сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики. При этом стабилизация ожиданий финансовых аналитиков по росту цен в 2017 году на уровне, незначительно превышающем заявленную Банком России цель в 4%, отражает рост доверия к политике Банка России. Это должно послужить фактором закоривания инфляционных ожиданий на требуемом уровне.
 - Экономическая активность показывает первые признаки качественного улучшения, несмотря на продолжающуюся адаптацию к низким нефтяным ценам. Наблюдаются признаки восстановления производства в отраслях, ориентированных на инвестиционный спрос. Продолжается рост реальных заработных плат и инвестиционного импорта. Экономика выходит на траекторию медленного роста.
 - Денежно-кредитные условия остаются умеренно жесткими. Реакция российских рынков на укрепление доллара США в связи с усилением ожиданий по нормализации политики ФРС оказалась гораздо более умеренной по сравнению с развивающимися рынками в целом.

2. Взгляд в будущее

- Индексная оценка ВВП предсказывает слабый положительный рост экономики по итогам IV квартала 2016 года.
- Результаты президентских выборов не оказали существенного влияния на ожидания по деловой активности в США. Вероятность повышения учетной ставки ФРС в декабре близка к 100%.

3. В фокусе

- Специфика приспособления рынка труда к экономическим шокам в отдельных регионах России ограничивает возможности инструментов денежно-кредитной и бюджетной политики по снижению уровня инфляции.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Инфляция стабилизировалась на уровнях, соответствующих официальному прогнозу Банка России на 2016 год в базовом сценарии (5,5–6,0%), и постепенно приближается к цели. Однако инфляционное давление по-прежнему остается повышенным. Сохраняющаяся нестабильная динамика инфляционных ожиданий является одним из значимых рисков для достижения цели по инфляции в 2017 году. Сохраняется ускоренная динамика цен на продовольственные товары. Наблюдаемая инфляционная динамика и существующие инфляционные риски продолжают свидетельствовать в пользу сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики. При этом стабилизация ожиданий финансовых аналитиков по росту цен в 2017 году на уровне, незначительно превышающем заявленную Банком России цель в 4%, отражает рост доверия к политике Банка России. Это должно послужить фактором закоривания инфляционных ожиданий на требуемом уровне.

1.1.1. Инфляция постепенно приближается к цели

- Ценовое давление остается повышенным относительно целевой отметки Банка России, указывая на риски «зависания» инфляции на уровне в 5%.
- В ближайшие недели рост цен на продовольствие может остаться повышенными из-за возобновившегося роста цен на некоторые продовольственные товары мировых рынках.
- Инфляция в ноябре снизилась до 5,8% в годовом выражении, что соответствует сезонно очищенной инфляции около 0,35-0,4% м/м по предварительной оценке.

Рост потребительских цен в ноябре составил 0,4%. По нашим оценкам, рост цен с точностью до двух знаков составил 0,44%¹. Такой рост цен в ноябре по предварительной оценке соответствует сезонно очищенной инфляции около 0,35-0,4% м/м. Это означает, что инфляционное давление в ноябре немного снизилось по сравнению с октябрём², приблизившись к уровню, соответствующему годовой инфляции в 4%. Предварительный анализ показывает, что основной вклад в замедление сезонно сглаженной инфляции в ноябре внесли цены на продовольствие, особенно те, где продолжает действовать эффект хорошего урожая (крупы и бобовые, сахар, плодоовощная продукция). Они смогли перекрыть ускорение роста цен на другие продовольственные товары, например, молоко и молочную продукцию.

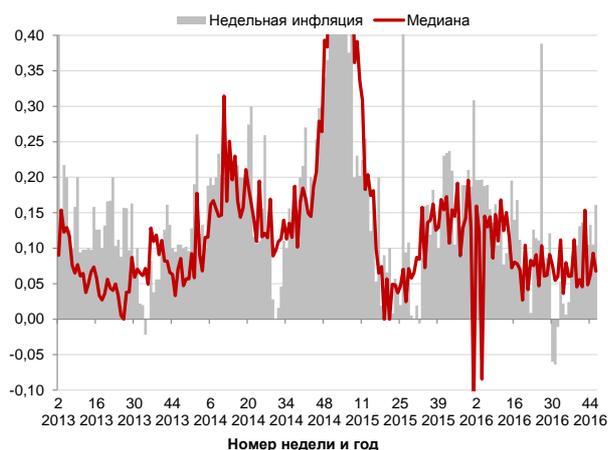
¹ Росстат публикует данные по росту цен с точностью до одной цифры после запятой. По мере снижения инфляции и приближения ее к целевому уровню возрастает важность «сотых» в цифрах по росту цен.

² В октябре сезонно сглаженный рост цен составил 0,45%.

Повышенными темпами растут цены на молоко и молочную продукцию. Этому способствует продолжающийся рост мировых цен на молочную продукцию, за которыми подтягиваются рекомендуемые минимальные экспортные цены на молочную продукцию из Беларуси, где очередное повышение произошло 4 ноября³ (Рисунок 2). Республика Беларусь является основным импортером молочной продукции на российский рынок, доля которой возросла с 33% в 2012 году до 74% в 2015 году⁴. Важно отметить, что перенос изменения мировых цен на внутренние происходит достаточно быстро – в течение одного-двух месяцев. Поэтому в ближайшие недели ускоренный рост цен⁵ на молоко и молочную продукцию может продолжиться, но дальнейшая динамика внутренних цен будет зависеть от ситуации на мировом рынке.

Тем не менее, мы не видим признаков существенного усиления ценового давления. Медианный рост цен недельной корзины товаров снизился и продолжает находиться на уровнях 2013 года (Рисунок 1). Тогда инфляция с учетом сезонности соответствовала годовому росту цен около 5,0–5,5%.

Рисунок 1. Недельная инфляция и медиана* роста товаров, %



* Без учета регулируемых цен на услуги и плодоовощной продукции.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Цены на молочную продукцию, %



* Январь 2010 = 100.

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

Мы рассчитали примерный диапазон месячного роста цен внутри года с учетом сезонности, который должен соответствовать целевому уровню инфляции в 4%⁶. Полученный график служит наглядным инструментом для понимания того, насколько текущая инфляция отклоняется или не отклоняется от траектории, необходимой для выхода на целевой уровень (Рисунок 3). Например, в 2016 году фактическая инфляция оказалась внутри указанного диапазона только в марте и, предварительно, в но-

³ http://milknews.ru/analitika-rinka-moloka/rinok-moloka-v-mire/rinok-moloka-v-mire_7764.html.

⁴ Расчеты произведены по данным UN Comtrade Database.

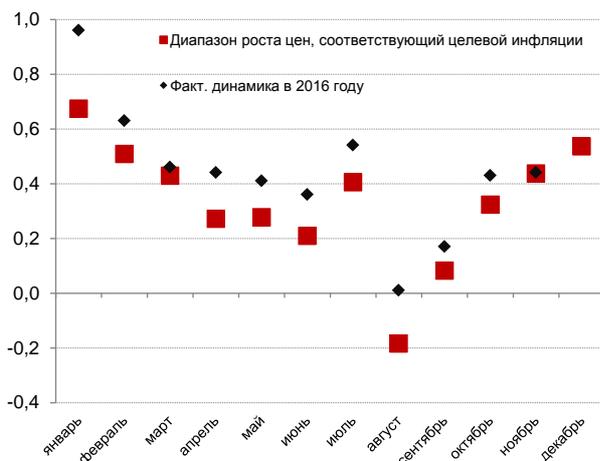
⁵ Выходящий за рамки сезонности.

⁶ Рост тарифов на регулируемые услуги закладывается на уровне 4%. Это важно для корректного расчета инфляции в июле.

ябре. В марте сезонно очищенный рост цен вплотную приблизился к целевому, составив всего 0,37%. Во все остальные месяцы сезонно очищенная инфляция была выше диапазона, соответствующего целевой инфляции, однако в целом соответствовала траектории замедления инфляции, заложенной в официальном прогнозе Банка России.

В сентябре-ноябре сезонно сглаженные месячные темпы роста цен, по нашим оценкам, приблизились к рассчитанному нами диапазону, сигнализируя о снижении инфляционного давления в этот период. В ближайшее время, вероятно, еще сохранится небольшой разрыв месячной инфляции с целевым диапазоном, соответствующем 4%-ной инфляции. Однако важно отметить, что достижение заявленной Банком России цели по инфляции к концу 2017 года может сопровождаться периодическими отклонениями инфляции от рассчитанного целевого диапазона роста цен в последующие месяцы в одну и другую сторону. Данные отклонения могут быть связаны как с незначительными краткосрочными шоками, так и с возможным появлением дополнительной неопределенности в сезонно сглаженных оценках нестабильных компонентов инфляции.

Рисунок 3. Месячные темпы роста потребительских цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Прямые оценки наблюдаемой и ожидаемой инфляции на год вперед



Источник: инФОМ.

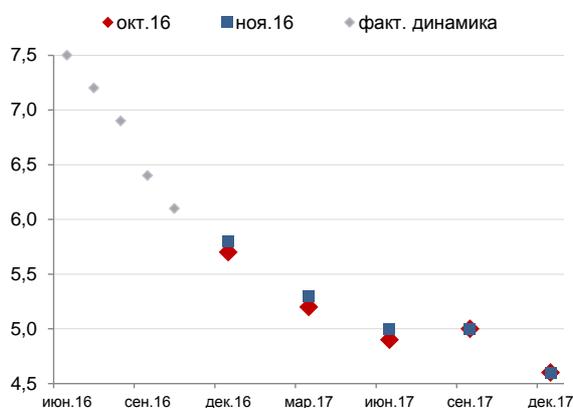
Одним из рисков достижения цели по инфляции является нестабильность инфляционных ожиданий населения. По итогам опроса населения, проводимого ООО «инФОМ», медианное значение ожидаемой на год вперед инфляции в ноябре выросло до 13,7% с 12,3% в октябре (Рисунок 4). Сильные колебания данного показателя во втором полугодии после достаточно быстрого и монотонного снижения говорят о наличии рисков для инфляции из-за возможного закоривания ожиданий на повышенном уровне.

1.1.2. Ожидания финансовых аналитиков по инфляции незначительно превышают цель по инфляции

- Медиана ожиданий аналитиков по инфляции на конец 2017 года не изменилась, составив 4,6%. При этом впервые ожидания одного из участников опроса оказались ниже целевого уровня.
- Ожидания по динамике ставки не меняются три месяца подряд: снижение на 0,5 п.п. в квартал начиная с I квартала 2017 года.

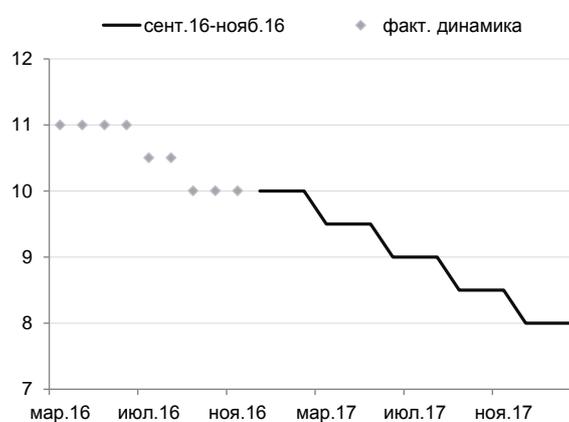
В ноябре финансовые аналитики немного ухудшили свои ожидания в отношении динамики инфляции: медианные значения ожидаемого роста цен на конец 2016 года и в первом полугодии 2017 года повысились на 0,1 п.п. по сравнению с октябрем (Рисунок 5). В то же время ожидания по инфляции на конец 2017 года сохранились на уровне 4,6%. При этом ожидания по инфляции одного из участников опроса по итогам 2017 года впервые опустились ниже целевого уровня – до 3,8% г/г. Консенсус-прогноз относительно динамики ключевой ставки не изменился: как и в предыдущие два месяца аналитики ожидают ее снижения на 0,5 п.п в квартал, начиная с I квартала 2017 года (Рисунок 6).

Рисунок 5. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 6. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

1.2. Экономическая динамика

Экономическая активность показывает первые признаки качественного улучшения, несмотря на продолжающуюся адаптацию к низким нефтяным ценам. Наблюдаются признаки восстановления производства по более широкому кругу отраслей, в том числе ориентированных на инвестиционный спрос. Продолжается рост реальных заработных плат и инвестиционного импорта при стабилизации потребительской активности. Экономика выходит на траекторию устойчивого медленного роста.

1.2.1. Промышленное производство: первые признаки восстановления в отраслях инвестиционного спроса

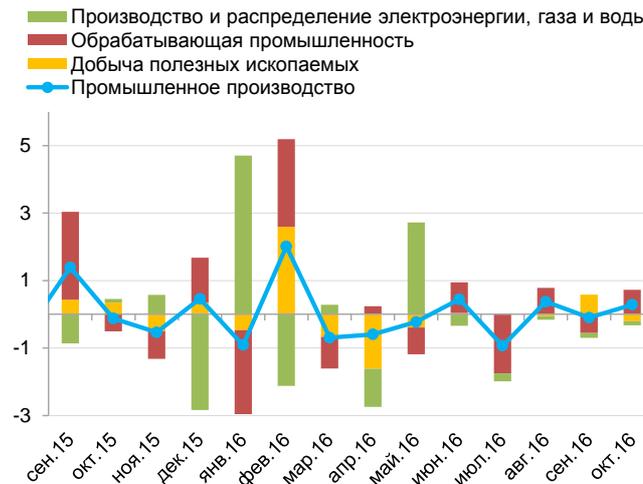
- В октябре промышленное производство, согласно нашим оценкам с поправкой на сезонность, выросло на 0,3% м/м.
- Основным драйвером роста стало производство в обрабатывающей отрасли.
- Ожидания сохранения PMI выше отметки 50 п.п. и продолжающийся рост инвестиционного роста позволит промышленности сохранить умеренный рост.

Динамика промышленности продолжает оставаться крайне волатильной. Согласно данным Росстата, в октябре промышленное производство выросло на 0,3% м/м после снижения на 0,3% м/м месяцем ранее. В годовом выражении сокращение выпуска составило 0,2%, оказавшись немного лучше консенсус-прогноза (-0,4% г/г). Не последнюю роль в сохранении отрицательной годовой динамики сыграл календарный фактор: в октябре 2016 года было на 1 рабочий день меньше, чем год назад.

Наши оценки указывают на рост промышленного производства в октябре на 0,3% м/м после -0,1% м/м в сентябре. Определяющий вклад в динамику показателя вновь внесла обрабатывающая промышленность (+0,7% м/м) (Рисунок 7). Судя по продуктовой разбивке выпуска, ее поддержал рост производства некоторых продуктов питания, нефтепродуктов, транспортных средств, химии и металлургии.

Добывающая промышленность сократилась на 0,2% м/м. При этом в годовом выражении рост замедлился с 2,1 до 0,8% г/г. Замедление темпов роста добычи полезных ископаемых произошло за счет не топливно-энергетических: железной руды, камня и др. Среднесуточный объем добычи нефти в октябре увеличился до 11,23 млн барр., что на 1% выше показателя предыдущего месяца, когда были достигнуты максимальные показатели добычи за весь постсоветский период.

Рисунок 7. Вклад отраслей в динамику месячного роста промышленности, % м/м

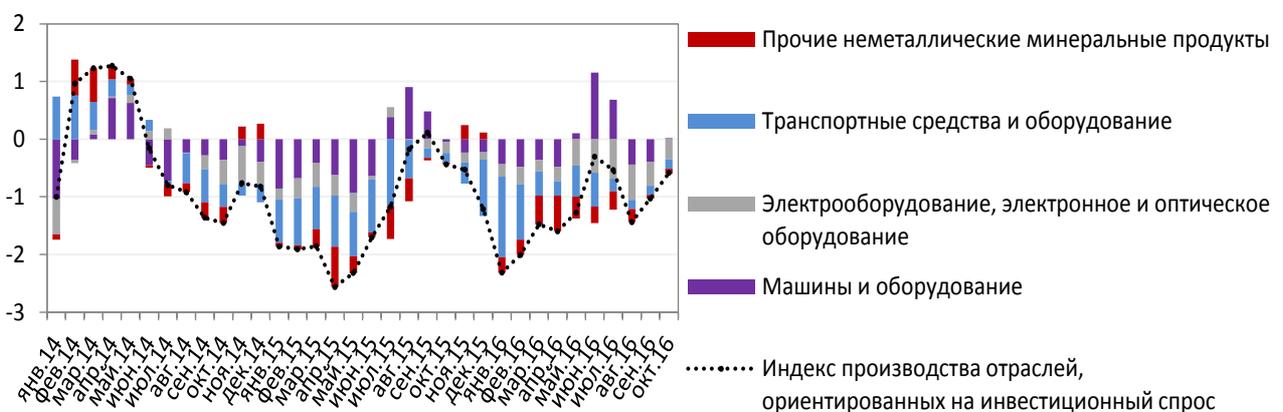


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В октябре 2016 практически во всех отраслях *инвестиционного спроса* сокращение производства замедлилось (Рисунок 8).

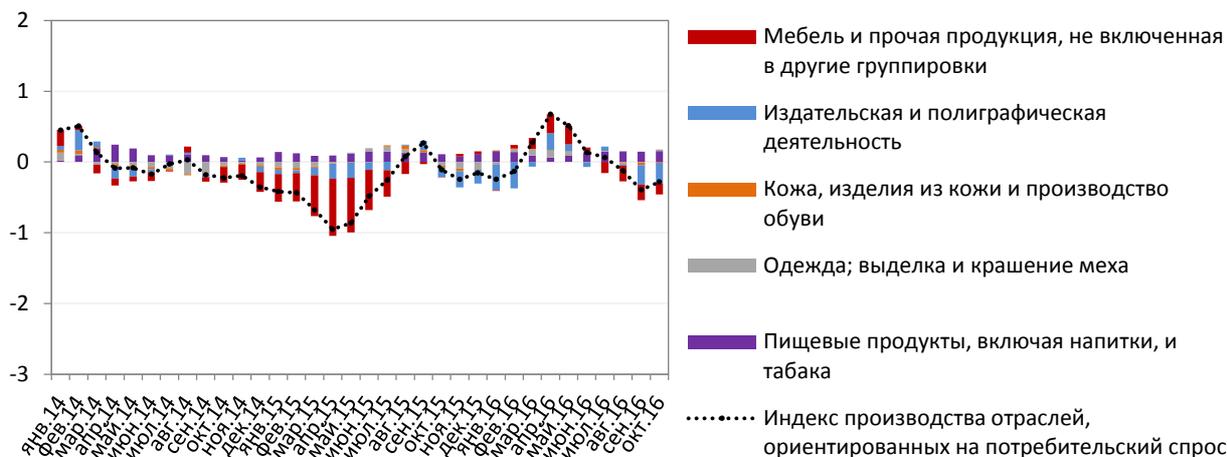
В производстве машин и оборудования наблюдался незначительный рост. Наиболее существенный положительный вклад внесли производители сельскохозяйственной техники, положительная динамика в производстве которой поддерживается увеличением поставок на экспорт. По данным ФТС, в III квартале 2016 года экспорт сельхозтехники превысил показатели III квартала 2015 на 48%. Ожидается, что в дальнейшем положительная динамика экспорта сохранится благодаря выходу российских производителей на рынки Китая. До конца 2016 года поддержку отраслям инвестиционного спроса будет оказывать субсидирование из федерального бюджета затрат на производство и реализацию пилотных партий средств производства.

Рисунок 8. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (тренд), м/м, %



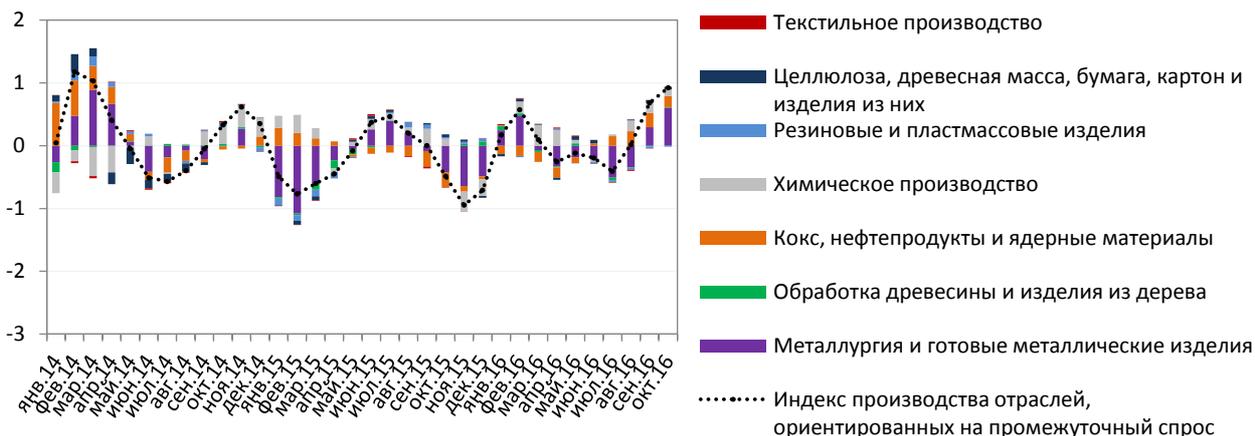
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос (тренд), м/м, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на промежуточный спрос (тренд), м/м, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В отраслях *потребительского спроса* в октябре по-прежнему наблюдалась негативная динамика индекса производства за счет сокращения производства товаров длительного пользования (Рисунок 9). Однако темпы снижения сводного индекса по сравнению с сентябрем замедлились.

Наибольший отрицательный вклад внесла издательская и полиграфическая деятельность, а также производство мебели и прочей продукции. В производстве одежды в октябре наблюдался незначительный рост. Уверенному восстановлению в отрасли препятствует проблема контрафактной продукции, которая в период низкой покупательской способности населения приобрела особую актуальность. В рамках государственной поддержки отрасли с октября лизингодатели, обеспечивающие легкую промышленность новым оборудованием, имеют право на получение субсидий⁷.

⁷Постановление Правительства Российской Федерации от 23 сентября 2016 года № 958.
<http://government.ru/media/files/raSQ47mE2N590B4a64АНK8jq3l0o054J.pdf>

Производство пищевых продуктов сохраняет положительную динамику, оставаясь в числе отраслей-драйверов.

Что касается отраслей *промежуточного спроса*, то в октябре практически по всем компонентам наблюдался значительный рост (Рисунок 10).

Наиболее существенный положительный вклад внесла металлургия, где выпуск продукции увеличивался в сентябре и октябре впервые с февраля 2016 года. Сохранение антидемпинговых пошлин со стороны США на горячекатаный прокат из России не оказало существенного влияния на выпуск. При этом российские металлурги обратились в суд и потребовали отмены антидемпинговых пошлин со стороны Европы на холоднокатаный прокат.

По-прежнему в химической промышленности фиксировался рост выпуска, хотя в октябре он был не столь существенным, как в предыдущие два месяца. По нашему мнению, в дальнейшем рост производства в химической промышленности будет поддерживаться увеличением выпуска в фармацевтической отрасли, где наблюдается расширение производственных мощностей.

Таким образом, динамика производственной активности пока еще остается достаточно неустойчивой, однако постепенно начинает демонстрировать позитивные проблески в плане возможного скорого начала восстановления экономики. При этом все больше отраслей демонстрируют признаки оживления. Несмотря на сохраняющуюся неоднородность производства в различных отраслях, октябрьская статистика указывает на признаки восстановления инвестиционного спроса в экономике. Этот вывод также косвенно подтверждается ростом инвестиционного импорта (подробнее см. раздел 1.2.4. Импорт продолжает восстанавливаться »).

Наиболее проблемным сегментом остается производство продукции, ориентированной на потребительский спрос. Однако стабилизация доходов и отсутствие объективных фундаментальных факторов для дальнейшего падения потребительского спроса, в том числе на товары длительного пользования, позволяет рассчитывать на более уверенную динамику в ближайшие месяцы.

1.2.2. Снижение потребительской активности в октябре: изменение сезонности или тренда?

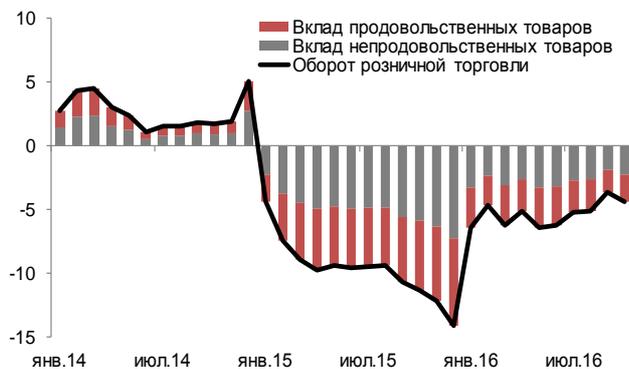
- В октябре годовой темп сокращения розничного товарооборота достиг 4,4% г/г, оказавшись хуже ожиданий.
- Данные с устранением сезонного фактора говорят о сокращении товарооборота на 0,7% м/м после роста на 0,1% м/м месяц назад.
- Изменение сезонности в обороте розничной торговли может занижать фактические темпы роста.

Приём заявок до 1 ноября, субсидия распространяется на договоры на новое оборудование, заключенные с 01.07.2016 по 01.12.2016, выделенный объем средств на данное мероприятия составляет 500 млн руб.

Согласно данным Росстата, в октябре оборот розничной торговли вырос на 0,7% м/м. По оценкам ДИП с устранением сезонного фактора, оборот сократился на 0,7% м/м после роста на 0,1% м/м в сентябре.

Годовые темпы падения в октябре ускорились и составили 4,4% г/г после сокращения на 3,6% г/г месяц назад. Падение по сравнению с предыдущим годом ускорилось как в категории продовольственных, так и непродовольственных товаров. Тем не менее, темп падения последних остается ниже: 3,4% г/г против 5,4% г/г (Рисунок 11). Таким образом, разрыв между динамикой продовольственных и непродовольственных товаров в октябре увеличился. Сезонно сглаженные данные также говорят о меньшем падении непродовольственных товаров и продолжают указывать на более активное восстановление продаж непродовольственных товаров (Рисунок 12).

Рисунок 11. Вклад продовольственных и непродовольственных товаров в обороте розничной торговли, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. Оборот розничной торговли и его компонент (% , янв. 2012 = 100%, сезонность устранена)



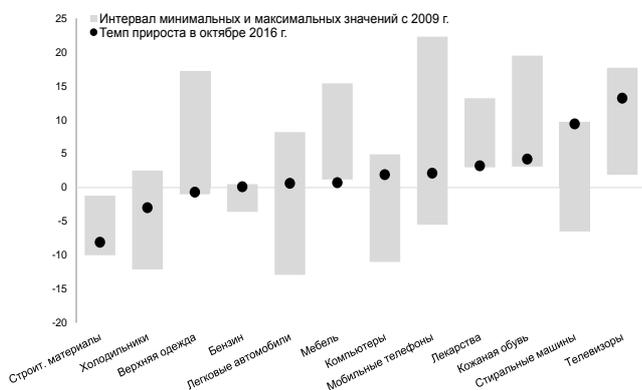
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Тем не менее по ряду товаров длительного пользования темпы роста являются достаточно низкими для октября, что может быть объяснено совершением таких покупок в предыдущие месяцы. С учетом продолжающегося улучшения потребительских настроений относительно крупных покупок можно предположить, что часть спроса на товары длительного пользования будет реализована позже.

Анализ оперативных данных за октябрь показал, что по некоторым категориям непродовольственных товаров темп прироста находится выше минимального с 2009 года. Эта тенденция видна в динамике продаж таких товаров, как холодильники, легковые автомобили, компьютеры, стиральные машины и телевизоры. Наблюдается также некоторое изменение в сезонности. Так, несвойственный сентябрю рост продаж строительных материалов сменился сокращением в октябре. Аналогичная ситуация складывается и в объемах продаж лекарств, кожаной обуви и верхней одежды (Рисунок 13)⁸.

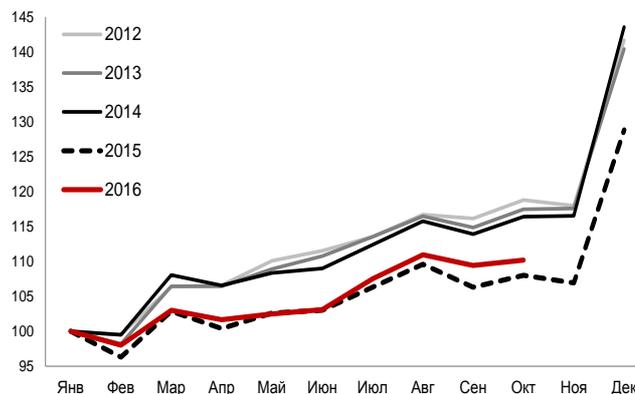
⁸ График построен на основе данных по индексам физического объема.

Рисунок 13. Темпы прироста розничных продаж и диапазон значений с 2009 года (% , м/м, сезонность не устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Динамика оборота розничной торговли по годам (янв. = 100%)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Изменение сезонности наблюдается и по розничным продажам в целом. Сентябрьское снижение товарооборота было не таким существенным, как в предыдущие годы. Это привело к меньшему, чем ожидали аналитики, сокращению продаж в прошлом месяце. В то же время, эффект базы имел обратное воздействие в октябре (в этом месяце обычно розничные продажи растут, компенсируя сентябрьское падение). В этом году падение в сентябре в месячном выражении было меньше, чем обычно, и рост в октябре относительно предыдущего месяца был также ниже обычного. Данный эффект может частично объяснить ускорение падения продаж в октябре по сравнению с предыдущим годом. Наблюдающееся изменение сезонных колебаний в розничном товарообороте также может приводить к тому, что сезонно сглаженные данные указывают на большее падение по сравнению с фактическим.

Тем не менее, в октябре сократился и объем платных услуг населению (по предварительным данным -2,1% г/г). В конце 2015 года динамика показателя не характеризовалась значимыми всплесками, поэтому указанное замедление, с нашей точки зрения, в некоторой степени обусловлено эффектом базы. Сокращение происходило на фоне незначительного снижения индекса PMI, который, тем не менее, продолжил указывать на рост деловой активности в секторе услуг (Рисунок 15).

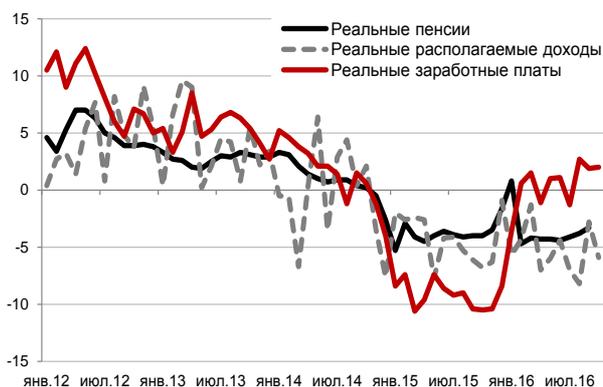
Ослабление внутреннего спроса сопровождалось ростом реальных заработных плат: 2,0% г/г после роста на 1,9% г/г месяц назад и положительного изменения потребительских настроений относительно фактического и будущего изменения личного материального положения (Рисунок 16)⁹.

⁹ По опросам ООО «ИНФОМ» за октябрь.

Рисунок 15. Динамика платных услуг населению (% г/г) и индекса PMI сферы услуг



Рисунок 16. Динамика реальных доходов населения (% г/г)



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

Опросные показатели и наблюдающаяся в последние месяцы умеренная динамика реальной заработной платы дают основания полагать, что падение продаж в октябре может быть не таким глубоким, как указывают официальные данные. Более того, существенный рост продаж через Интернет может не в полном объеме учитываться официальной статистикой, занижая фактическую покупательскую активность населения¹⁰.

Тем не менее потребительский спрос остается слабым, а его восстановление может происходить медленнее, чем остающееся неравномерным восстановление доходов. Так, доля населения, вынужденного экономить, сохраняется на высоком уровне. В то же время, преобладающая часть населения предпочитает сберегать дополнительный доход, а не тратить его на крупные покупки¹¹.

1.2.3. Реальные заработные платы продолжают расти

- Безработица с поправкой на сезонную составляющую сохраняется на уровне 5,5%.
- Номинальный рост заработных плат стал более однородным по видам экономической деятельности.
- Рост реальных заработных плат в годовом выражении остается в положительной зоне, однако пока он компенсируется снижением других доходов населения.

¹⁰ По оценкам группы компаний Assist, в первой половине 2016 года по сравнению со вторым полугодием 2015 года объем платежей в Интернете возрос на 12% в денежном выражении, а количество транзакций увеличилось на 27% при разной динамике по сегментам (рассчитано на основе 12 млн онлайн-платежей по банковским картам).

¹¹ Согласно данным ООО «инФОМ», доля респондентов, которым приходилось экономить за последние три месяца, в октябре составила 58,6%, 66,4% в I квартале 2016 года. В октябре 54% респондентов сообщили о том, что предпочли бы отложить свободные деньги, в то время как 33% предпочли бы купить дорогостоящие товары.

Уровень безработицы в октябре повысился до 5,4% с 5,2% в сентябре. Рост уровня безработицы связан с сокращением количества сезонных работников, характерным для осеннего периода. С устранением сезонной составляющей уровень безработицы практически не изменился и остался на уровне 5,5% (Рисунок 17).

В октябре сезонно сглаженный уровень занятости населения немного снизился (Рисунок 18). Это было вызвано тем, что начиная с августа, когда занятость достигает своего сезонного пика, численность занятых снизилась на 966 тыс. человек, что стало максимальным сезонным изменением с 2012 года. Вызвано оно было, скорее всего, не ухудшением экономической ситуации, а тем, что в этом году было нанято много сезонных работников. Косвенно это подтверждает динамика количества безработных – с августа по октябрь оно увеличилось всего на 85 тыс. человек, что говорит об отсутствии тенденции на сокращение постоянно занятого персонала. Более детальный и точный анализ станет возможным после выхода в конце ноября статистического бюллетеня «Обследование рабочей силы».

Рисунок 17. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

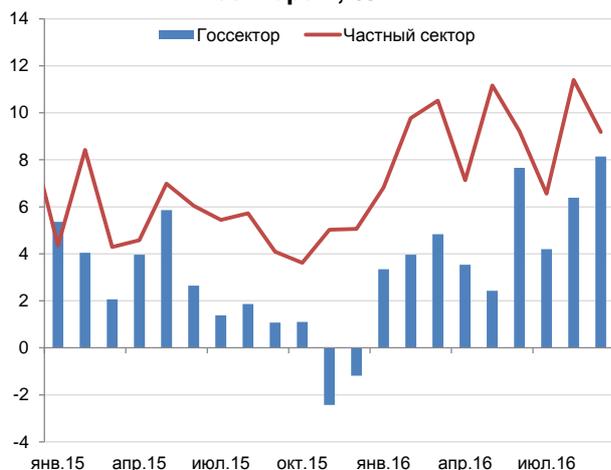
Рисунок 18. Уровень безработицы и занятого населения (сезонность устранена), %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В октябре темп роста номинальной заработной платы составил 8,2%, что несколько ниже показателя предыдущего месяца (Рисунок 20). Росстат пересмотрел сентябрьские оценки роста номинальной зарплаты с 9,4 до 8,5% г/г и реальной с 2,8 до 1,9% г/г. В октябре за счет дальнейшего замедления инфляции рост реальной заработной платы незначительно вырос до 2,0% г/г. Инфляционные риски из-за стабилизации реальных темпов роста оплаты труда пока компенсируются продолжающимся падением других доходов населения.

Рисунок 19. Динамика индекса зарплат по секторам, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика зарплат, % г/г



Источник: Росстат.

Опубликованные данные по размеру заработных плат по видам деятельности в сентябре указали на две особенности. *Во-первых*, рост заработных плат стал более однородным, что может указывать на постепенное завершение процесса пересмотра заработных плат с целью компенсации за сильное снижение реальных доходов в 2015 году. *Во-вторых*, рост зарплат в госсекторе¹², по нашей оценке, в сентябре ускорился до 8,14% г/г (Рисунок 19). В соответствии с экономической классификацией расходов бюджетной системы в сентябре этого года на оплату труда было потрачено 293 млрд руб., тогда как годом ранее 265 млрд руб., а в 2014 году – 274 млрд руб. По сравнению с 2014 годом рост расходов на оплату труда в сентябре вырос всего на 7%¹³. В целом накопленный рост оплаты труда по бюджетной системе за первые 9 месяцев этого года составил около 4% г/г. Рост расходов бюджетной системы по итогам года вряд ли превысит эту цифру, поэтому ускорение в сентябре окажется временным.

1.2.4. Импорт продолжает восстанавливаться быстрее ожиданий

- Импорт демонстрирует значительное восстановление благодаря росту инвестиционного импорта...
- ...прежде всего, закупки механического оборудования.
- Рост импорта приобрел устойчивый характер и может указывать на улучшение инвестиционного спроса.
- Экспорт демонстрирует более слабую динамику относительно предыдущих месяцев.

¹² Под госсектором понимаются виды деятельности: государственное управление и обеспечение военной безопасности, здравоохранение и предоставление социальных услуг, образование.

¹³ В 2015 году по сравнению с 2014 годом снизился на 2,3%.

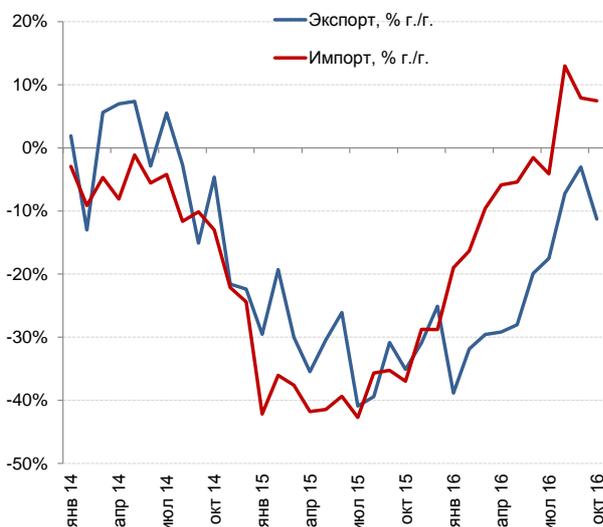
- В части несырьевого экспорта наблюдается улучшение динамики экспорта продовольствия, древесины и некоторых категорий строительных материалов.

Согласно данным Банка России, рост импорта в октябре продолжился, тогда как экспорт продемонстрировал более слабую динамику. Это оказывает давление на профицит торгового баланса, который продолжает снижаться.

Нужно отметить, что динамика несырьевого экспорта улучшается лишь отчасти. Из основных категорий несырьевого экспорта можно выделить активизацию экспорта продовольствия, древесины и отдельных строительных материалов. Существенную роль в росте экспорта продовольственных товаров играет экспорт зерновых, что может быть во многом связано с фактором хорошего урожая.

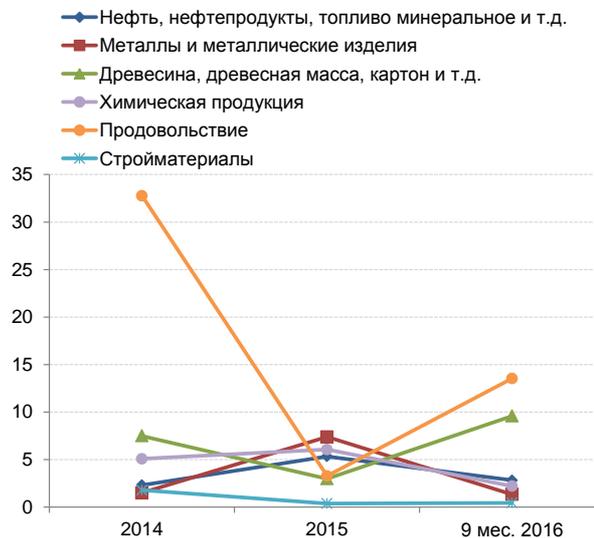
Между тем, импорт восстанавливается достаточно интенсивно. За первые 10 месяцев 2016 года падение импорта составило всего 2,8% г/г. В частности, в октябре рост импорта продолжился, хотя и более низкими темпами, чем в предыдущие два месяца, замедлившись до 7,5% г/г после 7,9% г/г в сентябре и 13,0% г/г в августе. Темпы роста импорта были меньше и в месячном выражении. Данная тенденция подтверждается также статистикой с устранением сезонности. Тем не менее, даже с учетом такого замедления темпов роста импорта, его восстановление идет опережающими темпами относительно первоначальных оценок.

Рисунок 21. Динамика экспорта и импорта, долл. США, темпы роста (% г/г)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Ключевые категории экспорта, физические объемы, темпы роста (% г.г.)



* В 2016 году приводится значение темпов роста за 9 месяцев 2016 года к 9 месяцам 2015 года.

Источники: ФТС, расчеты ДИП.

Главным драйвером положительной динамики импорта является достаточно сильный рост импорта машин и оборудования, который с июля 2016 года достигает двузначных значений г/г. Импорт остальных категорий товаров, хотя и находится на положительной траектории, все еще демонстрирует слабый рост. Из отдельных по-

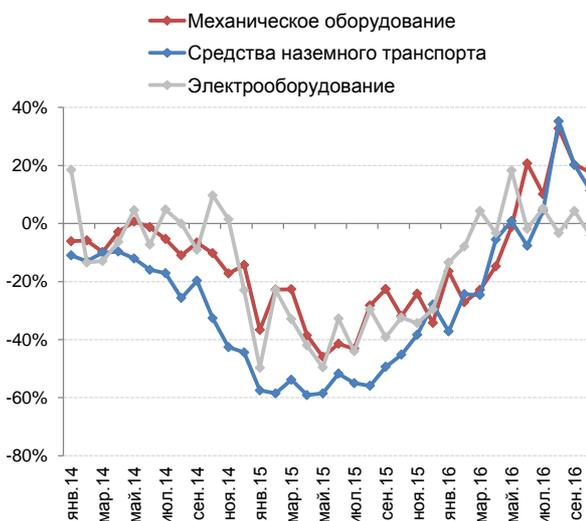
зиций инвестиционного импорта наиболее сильная и устойчивая динамика наблюдается у импорта механического оборудования. Отметим, что это основная категория инвестиционного импорта (в среднем около 50% от общего объема).

Рисунок 23. Темпы роста компонентов импорта из стран дальнего зарубежья, долл. США, темпы роста (% г/г)



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика компонентов инвестиционного импорта, долл. США, темпы роста (% г/г)



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

Восстановление инвестиций обычно начинается именно с роста импорта механического оборудования, поэтому продолжительное улучшение его динамики может свидетельствовать об улучшении инвестиционной активности. Несмотря на то, что восстановление инвестиционного импорта уже является достаточно устойчивым, пока это отражается в динамике общего показателя инвестиций лишь отчасти. Нельзя не отметить также, что рост инвестиционного импорта в последние месяцы существенно превышает рост потребительского импорта.

В потребительском импорте наметилась положительная тенденция со стороны импорта продовольствия. Заметное восстановление демонстрирует импорт фруктов, мясной и рыбной продукции. Между тем импорт непродовольственных потребительских товаров стагнирует. В последние месяцы не наблюдается заметного улучшения как в импорте повседневных товаров (например, моющие и чистящие средства, косметика и т.д.), так и в импорте одежды и обуви. Это говорит не в пользу гипотезы о повышении потребительской активности.

Рисунок 25. Динамика основных компонентов импорта машин и оборудования, физические объемы, накопленным итогом с устранением сезонности (п.п.)



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

1.2.5. Импорт вытянул инвестиции в плюс

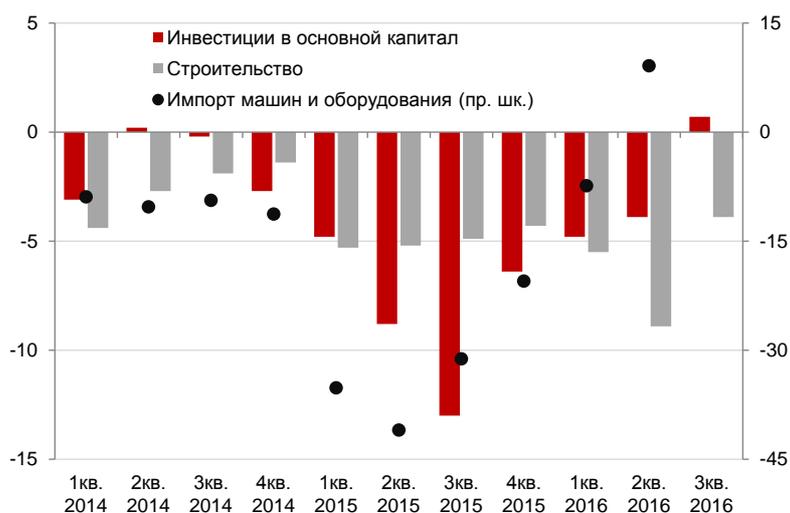
- Инвестиции в основной капитал в III квартале выросли на 0,3% г/г на фоне восстановления импорта машин и оборудования, а также за счет эффекта низкой базы III квартала 2015 года.
- Сильное замедление темпов снижения объемов строительства в октябре указывает на высокие шансы повторения положительной динамики инвестиций в IV квартале.

По предварительной оценке Росстата, инвестиции в основной капитал за январь-сентябрь 2016 года снизились по отношению к тому же периоду 2015 года на 2,3%. Соответственно, в III квартале был зафиксирован рост на 0,3% г/г (Рисунок 26). Это первый рост инвестиций в годовом выражении с II квартала 2014 года. Стоит отметить, что он во многом носит технический характер из-за низкой базы III квартала 2015 года.

Основным драйвером роста, судя по всему, стали инвестиции в машины и оборудование. Динамика объемов строительства, которое составляет около половины

инвестиций, в III квартале оставалась негативной, поэтому рост произошел за счет других компонент. Агрегированные данные по динамике физических объемов импорта машин и оборудования в III квартале пока не опубликованы, однако динамика его отдельных компонент позволяет говорить об ускорении годового роста. Судя по всему, рост инвестиций в машины и оборудование, причем в основном за счет импорта, стал основным фактором улучшения динамики инвестиций в III квартале.

Рисунок 26. Инвестиции в основной капитал, % г/г



* Агрегированные данные по динамике физических объемов импорта машин и оборудования в III квартале пока не опубликованы.

Источники: Росстат, СЕИС, расчеты ДИП.

В октябре Росстат зафиксировал резкое замедление годовых темпов падения строительства до 0,8% г/г с 6,8% г/г в сентябре. Учитывая, что наибольший объем строительства приходится на IV квартал, сохранение позитивной октябрьской тенденции¹⁴ может позволить инвестициям в основной капитал продемонстрировать рост в годовом выражении второй месяц подряд.

¹⁴ Рост м/м после очистки от сезонности составил, по нашим оценкам, 1,1%.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Нормализация монетарной политики ФРС США может пойти быстрее, чем предполагалось ранее

- Вероятность повышения ставки ФРС в декабре достигла 100% на фоне продолжающихся улучшений в экономике США.
- Выполнение предвыборных обещаний нового президента США может привести к ускорению инфляции и потребовать от ФРС более быстрой нормализации монетарной политики в ближайшие годы.
- От ЕЦБ ждут продления программы количественного смягчения, однако со стороны регулятора все громче звучат призывы к смягчению и бюджетной политики.
- Китайские власти начали бороться с перегревом рынка недвижимости, что может негативно повлиять на экономический рост в ближайшие кварталы.

Продолжающийся рост американской экономики и улучшение ситуации на рынке труда являются достаточными условиями для повышения ставки ФРС в декабре. При этом выполнение предвыборных обещаний нового президента США может вызвать рост бюджетного дефицита, что, учитывая близость американской экономики к состоянию полной занятости, может привести к ускорению инфляции. Это потребует от ФРС более быстрой нормализации монетарной политики в ближайшие годы. После ускоренного роста, который стал результатом стимулирующих мер, принятых в начале года, динамика экономической активности в Китае приостановилась. Меры по борьбе с перегревом на рынке недвижимости могут негативно сказаться на темпах роста экономики в ближайшие кварталы, а также усилить отток капитала из страны.

США: темпы нормализации монетарной политики ФРС после избрания Д. Трампа президентом могут ускориться

На состоявшихся 8 ноября президентских выборах в США победу одержал республиканец Дональд Трамп, что стало неожиданностью для экспертов. Большинство голосов избирателей получила Х. Клинтон, однако двухступенчатая система выборов обеспечила Д. Трампу 290 голосов выборщиков при необходимых для победы 270 голосах. Избранный кандидат вступит в должность 20 января 2017 года, но неясность относительно конкретных шагов и степени реализации предвыборных обещаний нового президента, скорее всего будет сохраняться, как минимум, в течение нескольких месяцев после его инаугурации.

С большой вероятностью от администрации Д. Трампа следует ожидать существенного увеличения бюджетного дефицита, учитывая его предвыборные обеща-

ния снизить корпоративные налоги, а также начала масштабных инфраструктурных проектов и повышения военных расходов. Для американской экономики, которая по оценке многих экономистов уже находится вблизи своего потенциального уровня, фискальное стимулирование будет нести риски перегрева и ускорения инфляции, как в США, так и в странах – торговых партнерах. Это означает, что темпы нормализации монетарной политики США могут оказаться более быстрыми, чем ранее предполагалось и рынком, и самой ФРС.

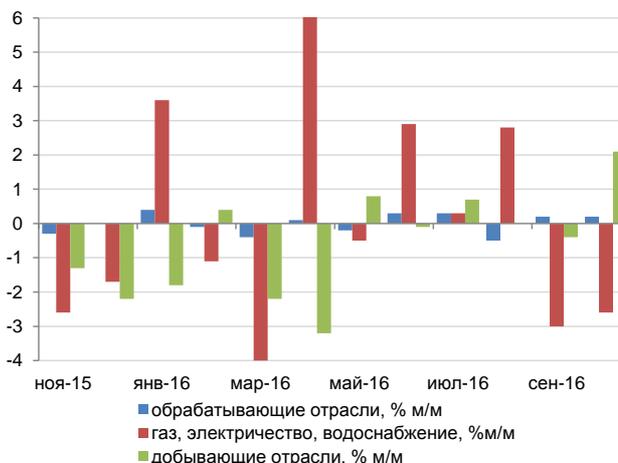
Тем не менее, глава ФРС Дж. Йеллен в своем выступлении в Конгрессе дала понять, что ФРС пока не будет принимать превентивных мер, предпочитая действовать исходя из конкретных шагов Д. Трампа на посту президента. Это означает, что на декабрьском заседании комитет по финансовым рынкам будет принимать решение в соответствии с текущей оценкой состояния экономики. Последняя макростатистика по розничным продажам (Рисунок 27), промышленности (Рисунок 28), заказам длительного пользования и PMI лишь добавила уверенности в хорошем самочувствии экономики США. Вероятность декабрьского повышения учетной ставки ФРС последние недели близка к 100%¹⁵.

Рисунок 27. Динамика розничных продаж в США, %/м (сезонность устранена)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 28. Динамика промышленности в США, %/м (сезонность устранена)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Еврозона: локомотив роста экономики – монетарная политика

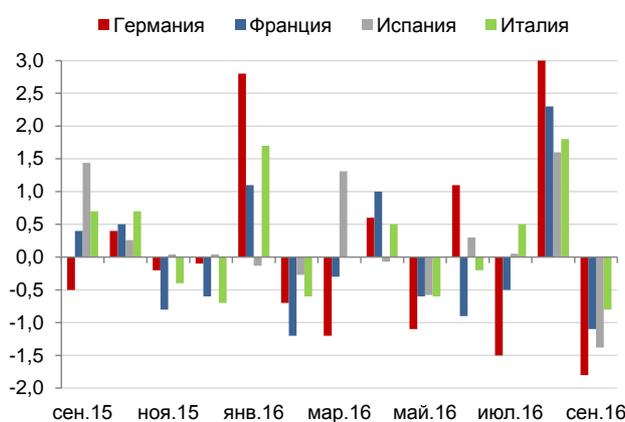
Заседание ЕЦБ, прошедшее 20 октября, полностью развеяло сомнения в том, что ЕЦБ готовится к завершению действия программы количественно расширения. Напротив, члены Управляющего совета сошлись во мнении, что инфляционное давление по-прежнему отсутствует, а рост зарплат остается весьма слабым. Выступление М. Драги, который заявил, что темпы роста экономики еврозоны пока недостаточны для повышения инфляционного давления, добавило уверенности в необходимости продления программы стимулирования. В то же время экономический рост

¹⁵ Исходя из динамики фьючерсов.

в значительной мере поддерживается мерами монетарной политики. В результате участники рынка ожидают от декабрьского заседания ЕЦБ продления программы покупок облигаций на полгода – до сентября 2017 года.

Вышедшая на неделе статистика также подтвердила неустойчивость роста. Так, промышленное производство в сентябре сократилось на 0,8% м/м. Разбивка указала на сокращение в большинстве стран и практически во всех секторах. В Германии оно упало на 1,9% м/м, в Италии – на 0,8% м/м (Рисунок 29).

Рисунок 29. Динамика промышленности в странах еврозоны, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Китай: октябрьские данные сильные, но хуже ожиданий

Почти все вышедшие данные по китайской экономике за октябрь оказались хуже ожиданий. Рост промышленного производства остался на сентябрьском уровне – 6,1% г/г (Рисунок 30). Темп роста розничных продаж оказался минимальным за год – 10,0% г/г (в сентябре – 10,7%). Последнее обусловлено высокой базой для сравнения в октябре 2015 года из-за роста объема продаж малолитражных автомобилей, связанного со снижением налога с продаж на них. Рост инвестиций в основной капитал замедлился до 8,8% г/г (в сентябре – 9,0%), и от еще большего замедления его удерживает продолжающийся активный рост частных инвестиций в секторе недвижимости (Рисунок 31). Этому, в свою очередь, способствует сохранение высоких темпов роста кредитования (15,5% г/г), которые в последние месяцы удерживает от замедления спрос со стороны домохозяйств, вероятно, на ипотечные кредиты (Рисунок 32).

Китайские власти продолжают принимать ограничительные меры в секторе недвижимости, которые должны привести к замедлению его роста, а также ослабить кредитную активность. По данным Financial Times, вслед за ужесточением условий ипотечного кредитования для населения начали вводиться ограничения на кредитование девелоперов под покупку земли для строительства. Зачастую тендеры на покупку земли выигрывают сильно закредитованные девелоперы. Меры по охлажде-

нию рынка недвижимости могут привести к замедлению темпов роста китайской экономики и усилить отток частного капитала, который ранее направлялся в недвижимость.

Рисунок 30. Рост ВВП, промышленное производство и розничные продажи, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

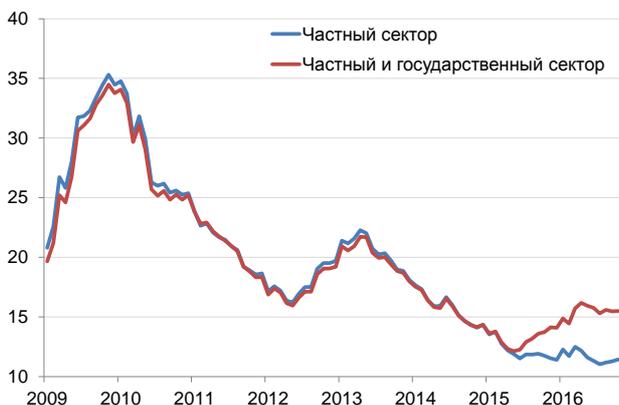
Рисунок 31. Темп роста инвестиций в основной капитал по видам собственности, % г/г



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

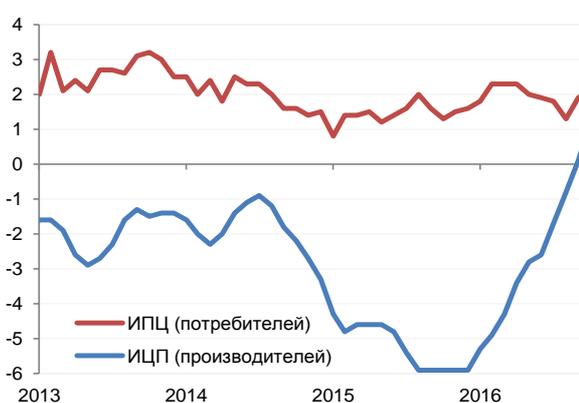
Динамика сезонно сглаженных показателей внешней торговли сохраняется: импорт восстанавливается вслед за восстановлением цен на товары и металлы, экспорт замедляется за счет слабого внешнего спроса со стороны стран с переходной экономикой, в том числе из-за смещения спроса в другие азиатские страны.

Рисунок 32. Динамика долгового финансирования, % г/г



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

Рисунок 33. Индекс цен производителей и потребителей в Китае, % г/г



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

В результате, по оценкам Bloomberg, в октябре рост ВВП Китая продолжил замедляться до 7,0% г/г после 7,1 и 7,2% г/г в сентябре и августе соответственно (Рисунок 30). Ухудшающаяся динамика макропоказателей несколько расходится с наблюдаемым второй месяц подряд ростом показателей PMI.

Индекс цен производителей в октябре продолжил восстанавливаться до 1,2% г/г (в сентябре – 0,1% г/г) из-за роста цен на товары и металлы (Рисунок 33). Индекс

потребительских цен в октябре повысился до 2,1% г/г (в сентябре – 1,9%) вследствие ускорения роста цен на овощи и повышения непродовольственной инфляции. В последующие месяцы рост потребительских цен может продолжиться, следуя за динамикой цен производителей. Однако ускорение инфляции будет сдерживаться относительно низкими темпами роста денежного показателя M2 и увеличением производства продовольственных товаров, в первую очередь – свинины.

1.3.2. Исход выборов президента США определил динамику мировых рынков в ноябре

- Ожидания более быстрой нормализации монетарной политики ФРС США и ее сильного расхождения с политикой других крупных ЦБ привели к росту доходностей гособлигаций и сильному укреплению доллара.
- Сильный рост курса доллара к валютам развивающихся стран и возобновившийся отток капитала могут вынудить центральные банки перейти к ужесточению монетарной политики.
- Краткосрочные ставки денежного рынка после временного резкого снижения в начале ноября стабилизировались около уровня ключевой ставки Банка России.

Глобальные рынки

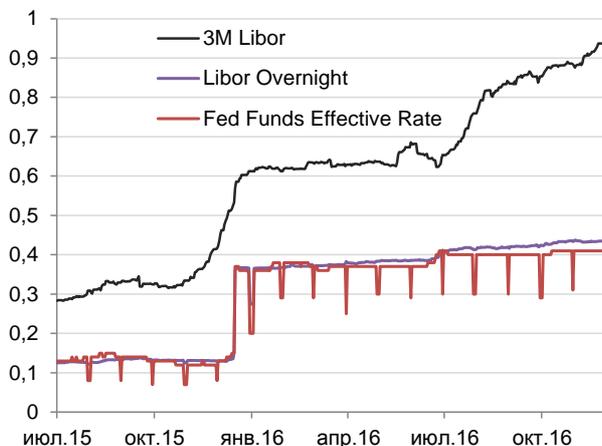
Основным событием ноября, повлиявшим на динамику мировых финансовых рынков стали результаты выборов президента США. Участники рынка достаточно оперативно пересмотрели свои долгосрочные ожидания по динамике инфляции и соответствующей ей траектории ставок в связи с высокой вероятностью реализации предвыборной экономической программы нового президента. На этом фоне сильно выросли доходности гособлигаций США. Вслед за ними пошли вверх и доходности гособлигаций других развитых стран (Рисунок 35). В итоге спред между доходностями 10 летних облигаций США и Германии достиг максимального с 1989 года уровня. С одной стороны, рост доходностей облигаций в Европе помогает ЕЦБ решить проблему нехватки активов для выкупа. С другой стороны, учитывая отсутствие признаков ускорения инфляции, снижает эффективность политики.

В целом буквально за несколько дней облигационный рынок из фаворита инвесторов превратился в аутсайдера. Рост базовых доходностей в развитых странах и возможные негативные последствия политики нового президента США для роста в развивающихся странах привели к распродаже на всех сегментах рынка. Доходности гособлигаций развивающихся стран как в локальной, так и в иностранной валюте выросли, при этом валюты этих стран достаточно сильно просели по отношению к доллару США.

Если рынок облигаций оказался в глубоком пике, то рынок акций от планов Д. Трампа и пересмотров долгосрочных ожиданий пока только выиграл (Рисунок 37). Планируемое снижение корпоративного налога на прибыль приведет к росту распо-

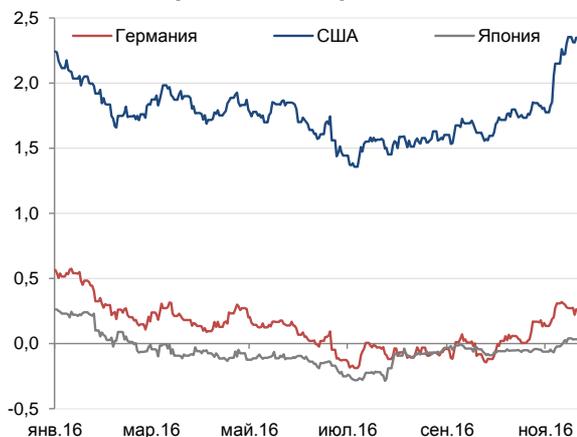
лагаемой прибыли компаний, а рост инфляционных ожиданий и долгосрочного уровня ставок уже привел к росту акций банковского сектора.

Рисунок 34. Долларовая ставка LIBOR, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 35. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Есть вероятность, что рынки в данный момент немного переоценивают потенциальный масштаб расхождения монетарной политики ФРС и других центральных банков. Во-первых, возможности по смягчению бюджетной политики в США могут быть ограничены из-за риска слишком быстрого роста госдолга. Его наращивание при одновременном повышении доходностей может привести к опережающему росту расходов на его обслуживание, что должно ограничить или аппетит к смягчению бюджетной политики, или возможности для ужесточения монетарной. Во-вторых, при принятии решений ФРС должен учитывать ситуацию во всей мировой экономике, так как сильное повышение ставки может привести к неблагоприятным последствиям как с точки зрения экономической динамики, так и с точки зрения финансовой стабильности, особенно в развивающихся странах.

Ослабление национальных валют развивающихся стран будет сопряжено с наибольшими рисками для тех стран, которые в период низких ставок накопили большой объем задолженности в иностранной валюте. В такой ситуации растет долговая нагрузка, выраженная в национальной валюте, особенно у тех заемщиков, валютная структура доходов и долга которых не совпадает (проблема *currency mismatch*). Повышение долговой нагрузки вместе с ростом доходностей и оттоком капитала, которые затрудняют рефинансирование, может обернуться ростом кредитных рисков заемщиков. Обесценение валюты через рост импортных цен также может привести к ускорению инфляции, а кроме того, оказать перманентный повышательный эффект на инфляционные ожидания.

Рисунок 36. Индекс VIX (S&P500) и индекс волатильности PTC (RTSVX)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

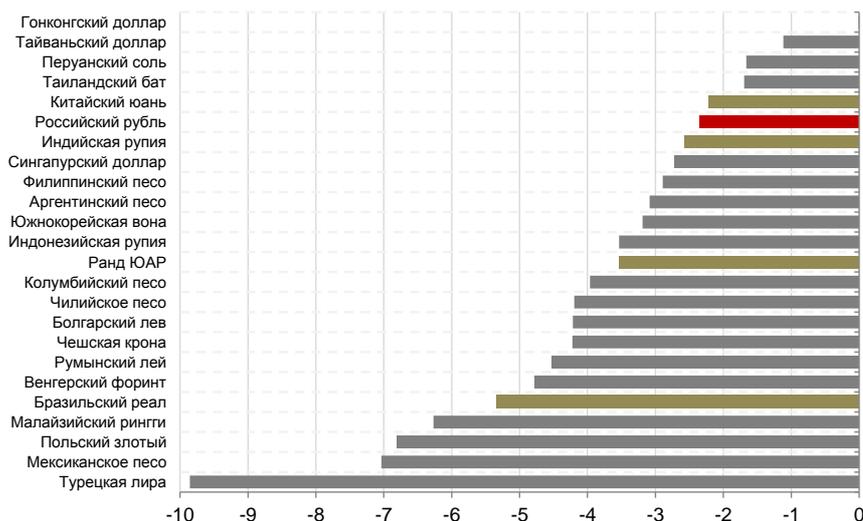
Рисунок 37. Индексы акций в локальной валюте, 1 янв 2016 = 100



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В ответ на рост описанных выше рисков центральные банки некоторых развивающихся стран могут перейти к ужесточению монетарной политики. Например, Банк Турции в ноябре впервые за три года для борьбы с ослаблением лиры поднял ключевую ставку на 50 б.п. – до 8%. Многие участники рынка ожидают, что это повышение станет не последним. Валовый внешний долг Турции составляет более 420 млрд долл. США¹⁶, что делает страну особенно уязвимой к ослаблению курса национальной валюты. Повышения ставки ожидают и от Банка Мексики. Песо и лира в ноябре стали лидерами падения среди валют развивающихся стран (Рисунок 38).

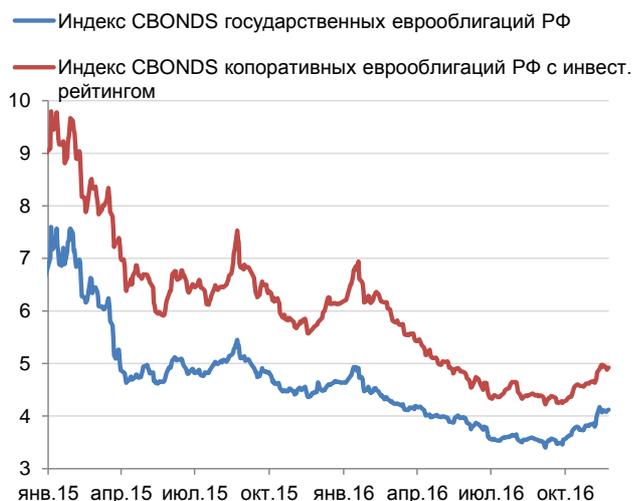
Рисунок 38. Изменение курса валют развивающихся стран к доллару США с 1 по 25 ноября, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

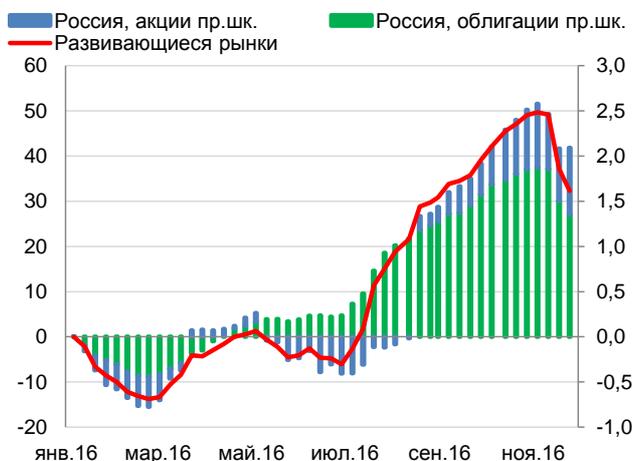
¹⁶ При долларом ВВП в 2015 году около 720 млрд.

Рисунок 39. Динамика доходности российских еврооблигаций, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 40. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд. долл., накопленным итогом с начала 2016 года

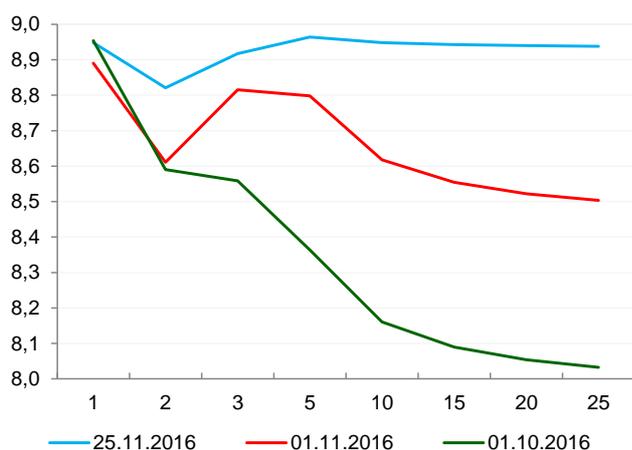


Источник: EPFR.

Российские рынки

Динамика российских финансовых рынков определялась ситуацией на глобальных рынках. Реакция российских активов оказалась лучше, чем в среднем по всем развивающимся странам. Частично этому способствовал рост цены нефти во второй половине месяца перед заседанием ОПЕК. В итоге курс рубля к доллару за период с 1 до 25 ноября снизился меньше, чем на 2,5%, оказавшись одним из наиболее стабильных среди валют развивающихся стран.

Рисунок 41. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 42. Динамика доходности рублевых облигаций, %



Источник: Cbonds.

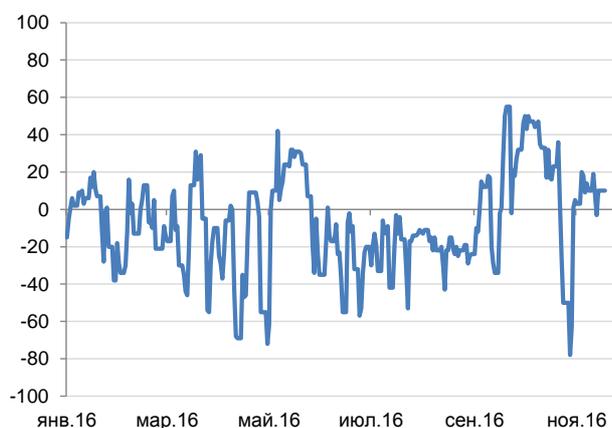
Динамика доходностей ОФЗ на фоне гособлигаций других развивающихся стран также оказалась лучше среднего показателя. Рост доходностей ОФЗ в основном пришелся на длинный конец кривой, что позволило ей впервые с февраля этого

года принять небольшой положительный наклон (Рисунок 41). Форма кривой за последние два месяца претерпела существенные изменения. Частично этому способствовали итоги сентябрьского и октябрьского заседаний Банка России. Однако в основном повышение длинных доходностей было вызвано негативной внешней динамикой.

В конце ноября индекс ММВБ обновил очередной рекорд на фоне приближения цены нефти сорта Brent в начале недели к 50 долл. США/баррель (Рисунок 37). Приток средств в российские фонды акций на фоне оттока из фондов других развивающихся стран способствовал росту рынка акций (Рисунок 40).

В начале месяца ставки денежного рынка снизились, достигнув 9,5%, что на 50 б.п. ниже ключевой ставки Банка России (Рисунок 43). Нужно отметить, что в отрицательной зоне спред RUONIA к ключевой ставке находился последний раз только в начале октября. После этого ситуация нормализовалась на фоне увеличения лимитов недельных депозитных аукционов Банка России и использования однодневных депозитных аукционов для абсорбирования ликвидности в рамках тонкой настройки. Налоговый период, приходящийся на конец месяца, способствовал небольшому росту ставок выше ключевой, однако ситуация с ликвидностью в целом не претерпела существенных изменений, о чем можно судить по динамике чистой ликвидной позиции банков (Рисунок 44). Задолженность банков перед Банком России практически не меняется на протяжении последних двух месяцев.

Рисунок 43. Спред RUONIA к ключевой ставке Банка России, б.п.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 44. Динамика чистой ликвидной позиции банков перед Банком России, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

1.3.3. Товарные рынки: страны ОПЕК все-таки договорились

- Страны ОПЕК достигли соглашения о распределении квот на сокращение добычи нефти, реализация которого позволит сбалансировать рынок...

- ... но по-прежнему связана с высокой неопределенностью: способностью следовать договоренностям и реакцией в странах вне картеля, прежде всего, сланцевых производителей в США.

В ноябре цены большинства товаров несколько снизились, что можно объяснить произошедшим укреплением курса доллара США на фоне победы в президентских выборах Д. Трампа и роста ожиданий ускоренного повышения ключевой ставки ФРС США (Рисунок 45).

Цены металлов, за исключением золота, выросли, некоторые очень сильно (например, на медь), поскольку участники рынка ожидают более высокого спроса, в частности в связи с предвыборными обещаниями Д. Трампа увеличить расходы на инфраструктуру (Рисунок 46). При этом отчасти рост цен был вызван спекулятивными мотивами, что вынудило Шанхайскую, Даляньскую и Гуанчжоускую товарные биржи принять меры, ужесточающие условия торгов: увеличена комиссия, введены персональные ограничения для отдельных участников торгов. Цены на золото снизились в частности за счет сокращения импорта Китаем в рамках мер по противодействию оттоку капитала.

Нефтяные цены были во власти ожиданий относительно возможности ОПЕК достигнуть соглашения о распределении квот на сокращение добычи нефти: снизившись в середине ноября, по итогам месяца цены показали рост на 5% (Рисунок 45). Как итог, индекс сырьевых товаров Bloomberg за ноябрь прибавил 1%.

Рисунок 45. Цены на основные товары
(январь 2014 года = 100)



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

Рисунок 46. Цены на основные металлы
(январь 2014 года = 100)



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

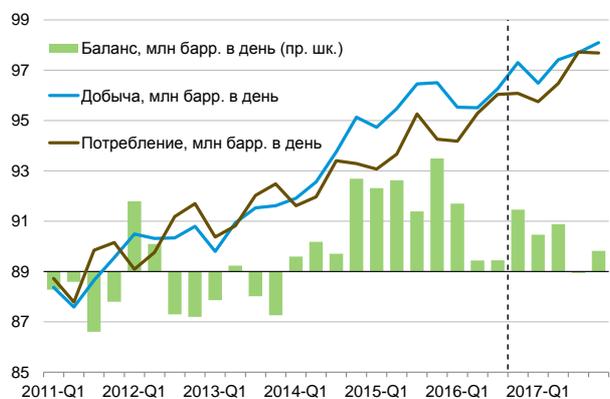
Главным событием ноября стало заседание ОПЕК, на котором были распределены квоты на сокращение добычи нефти между странами картеля. Также предполагается, что добычу сократят несколько стран, не входящих в ОПЕК, в том числе Россия. Следование соглашению о сокращении добычи должно позволить сбалансировать нефтяной рынок уже в первой половине 2017 года. Без предпосылки о реализации соглашения Международное энергетическое агентство и Минэнерго США

(EIA) ожидают сохранения избытка предложения жидкого топлива в течение всего 2017 года (Рисунок 47), в том числе из-за продолжающегося снижения перебоев поставок нефти (Рисунок 48).

Реализация соглашения об ограничении добычи, вероятно, приведет к активизации сланцевых производителей и увеличению их доли на нефтяном рынке. Фьючерсная кривая нефти WTI перешла к бэквардации¹⁷ на участке IV квартал 2017 года – III квартал 2018 года, что свидетельствует о активном хеджировании сланцевых производителей. Котировки акций большинства таких компаний показали рост до 50% на фоне соглашения ОПЕК. Газета The Wall Street Journal обращает внимание на ожидаемое значительное улучшение доступности банковского кредитования, которое являлось одним из основных сдерживающих факторов. Goldman Sachs ожидает, что при цене нефти 55 долл./барр. добыча сланцевой нефти увеличится на 0,8 млн. барр. в день. Также рост цен предположительно будет сдерживать более низкий рост спроса на нефть.

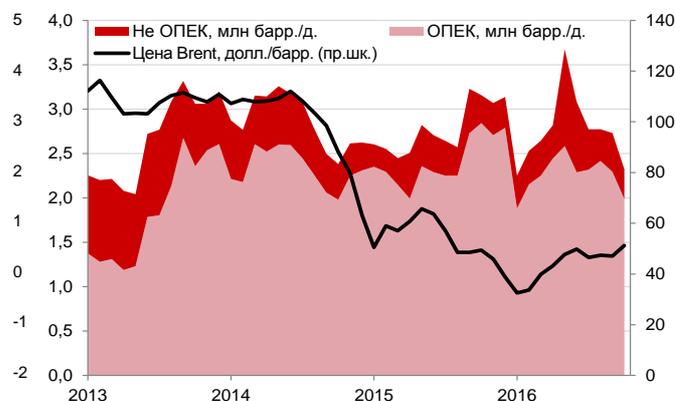
Кроме того, статистика показывает, что добыча в странах ОПЕК зачастую превышает установленные квоты. По нашим оценкам, за 1999–2015 годы среднее отклонение добычи от квот составляло 1,1 млн барр. в день, или 4% от размеров квот, что примерно соответствует согласованному сокращению добычи. Неопределенность, связанная с данными факторами, может привести к снижению нефтяных цен.

Рисунок 47. Оценки EIA добычи, потребления и баланса на рынке жидкого топлива



Источник: EIA.

Рисунок 48. Перебои в добыче нефти и цена нефти Brent



Источники: EIA, Bloomberg Finance L.P.

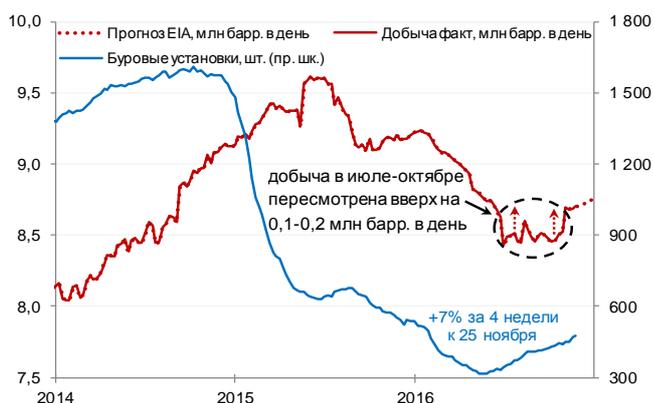
EIA в ноябре снова ожидаемо пересмотрело прогноз добычи сланцевой нефти: при неизменившемся прогнозе нефтяных цен повышены как прогнозируемый объем добычи нефти, так и отчетные цифры за последние месяцы. Динамика добычи нефти в ноябре соответствует прогнозу EIA (Рисунок 49). Кроме того, данные EIA показывают, что в октябре закончилась поддержка добычи за счет использования законсервированных скважин (Рисунок 50), то есть динамика стала полностью определяться фундаментальными факторами. Средневзвешенная эффективность добычи нефти в октябре несколько снизилась из-за смещения буровой активности из регио-

¹⁷ Стоимость последующего фьючерса ниже, чем предыдущего.

на с наибольшей средней продуктивностью (Eagle Ford) в регионы с меньшей продуктивностью, но активный рост числа буровых установок продолжается (Рисунок 49).

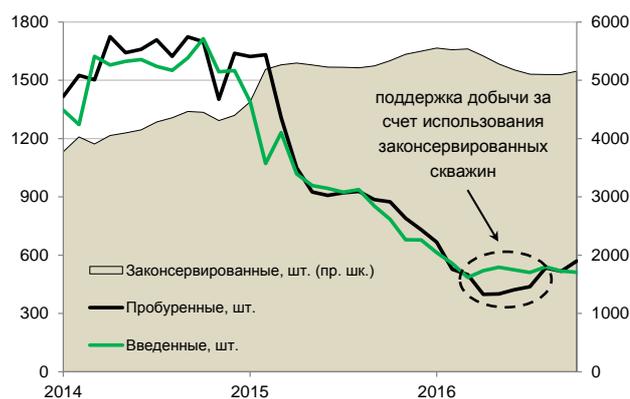
Оценки потребления нефти в США также ожидаемо повышены: в последние месяцы США выступают основным драйвером роста спроса. При этом в ноябре темп роста спроса на нефть относительно соответствующего периода предыдущего года замедлился, и динамика была хуже ожидаемой EIA (Рисунок 51).

Рисунок 49. Добыча нефти и число действующих нефтяных буровых установок в США



Источники: EIA, Baker Hughes, расчеты ДИП.

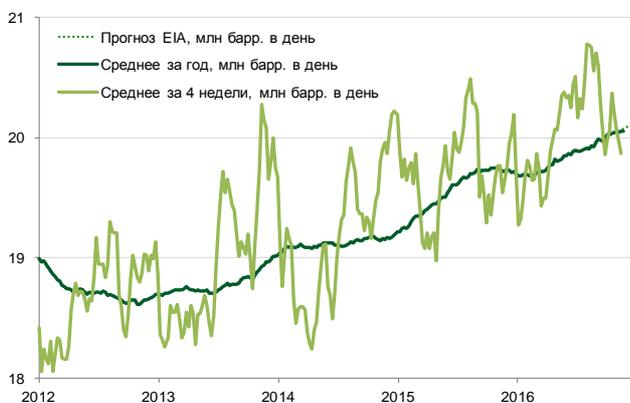
Рисунок 50. Число пробуренных и введенных (в месяц), а также законсервированных (на конец месяца) скважин в США



Источник: EIA.

EIA также указало на нестандартную динамику запасов нефти и нефтепродуктов: снижение запасов в США на фоне роста запасов в странах ОЭСР в целом. Помимо прочего (прежде всего, природного фактора) это объясняется различным наклоном фьючерсной кривой нефти Brent и WTI: менее пологое контанго по нефти Brent стимулирует хранение излишков за пределами США. Однако в ноябре рост запасов в США продолжился, что может указывать на ограниченные свободные мощности для хранения нефти за пределами США (Рисунок 52).

Рисунок 51. Потребление нефти в США



Источники: EIA, расчеты ДИП.

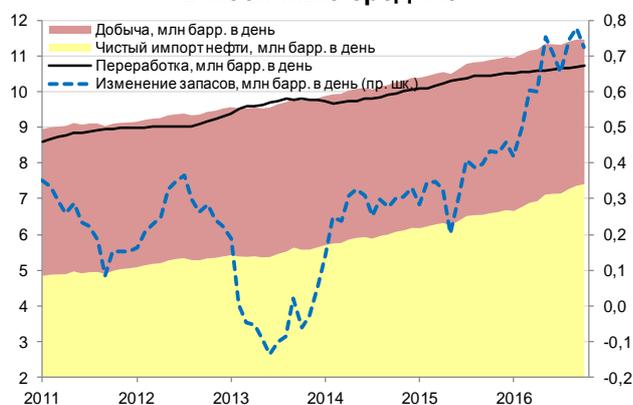
Рисунок 52. Совокупные коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США



Источники: EIA, расчеты ДИП.

ОПЕК, по нашему мнению, представила оптимистичный прогноз тенденций на рынке жидкого топлива на период до 2040 года. ОПЕК ожидает активного роста нефтяных цен: на 5 долл./барр. в год до 2021 года и до 155 долл./барр. к 2040 году (92 долл./барр. в ценах 2015 года). При этом динамика добычи в странах вне картеля предполагается достаточно слабой, в частности слабый ответ сланцевой нефти на данный рост цен: небольшой рост предложения до 2020 года (+0,3 млн барр. в день за 2017–2020 годы в целом), умеренный рост в последующие годы с пиком между 2025 и 2030 годами и дальнейшая обратная динамика. Также в базовом сценарии предполагается последовательный активный рост спроса на всем прогнозном горизонте примерно на 1 млн барр. в день ежегодно. Для сравнения: глава компании Royal Dutch Shell ожидает пика мирового спроса на нефть в ближайшие 5–15 лет.

Рисунок 53. Добыча, чистый импорт, переработка и изменение запасов нефти в Китае, 12-месячные средние



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

Рисунок 54. Переработка и потребление нефти в Китае, 12-месячные средние

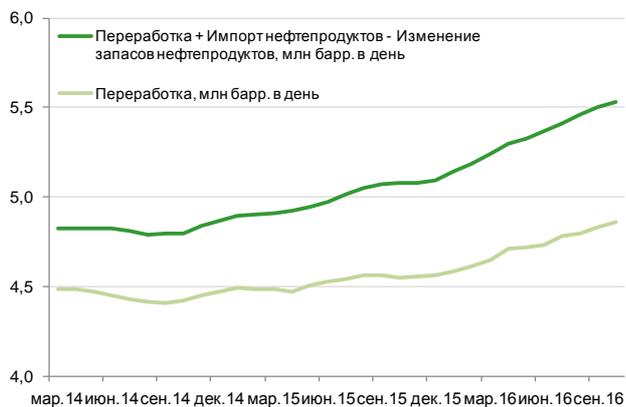


Источники: Bloomberg Finance L.P., Xinhua News Agency, расчеты ДИП.

В Китае в октябре снова сократилась добыча нефти (-11,3% г/г). Потребление оказалось сильнее, чем в любом из месяцев III квартала и в октябре прошлого года (+1,4% г/г). Однако за счет сокращения запасов нефти, в том числе стратегических, что в последний раз наблюдалось в мае 2015 года, темп роста чистого импорта нефти заметно снизился относительно показателей августа и сентября и составил +4,3% г/г. В оставшиеся месяцы года замедление темпов роста чистого импорта нефти в Китай может продолжиться: по данным SCl International Gao, «самоварные» нефтеперерабатывающие заводы (*teapot refineries*) исчерпали лимиты на импорт нефти. Это может оказать дополнительное давление на нефтяные цены.

Потребление нефтепродуктов в Индии в последние месяцы растет медленнее, чем в США, но в целом за январь-октябрь Индия сохраняет статус основного драйвера роста спроса на нефть. В Японии продолжается сокращение потребления нефтепродуктов, и с сентября страна перешла в статус чистого экспортера нефтепродуктов (Рисунок 56).

Рисунок 55. Переработка и потребление нефти в Индии, 12-месячные средние



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

Рисунок 56. Переработка и потребление нефти в Японии, 12-месячные средние



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

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

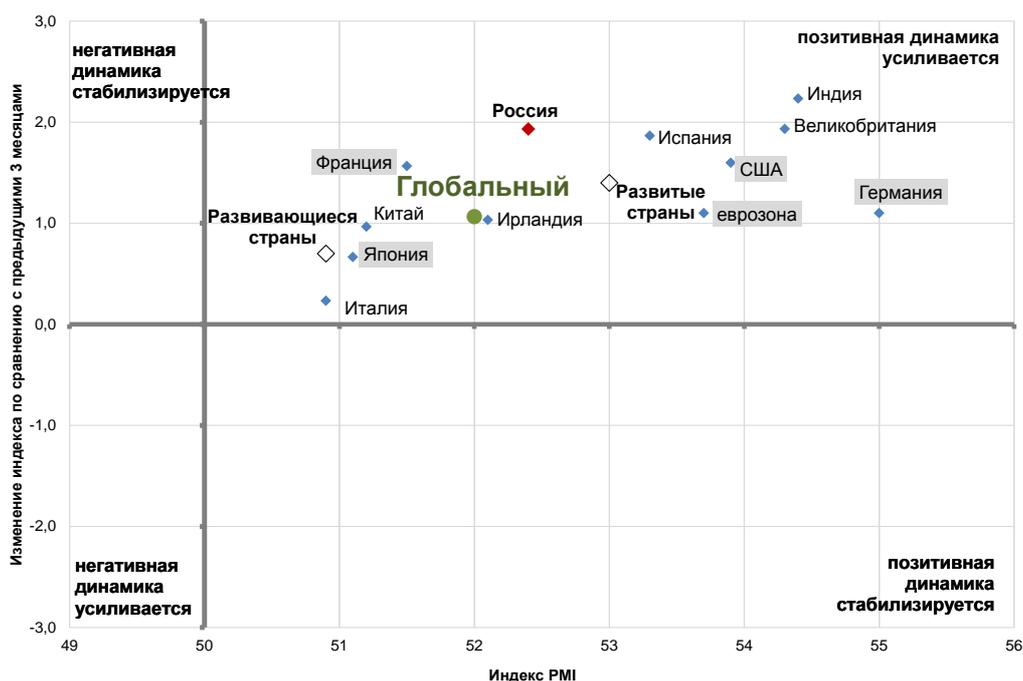
2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Предварительные PMI в США и еврозоне говорят о перспективах ускорения роста.

Предварительные данные по индексам PMI за ноябрь (Рисунок 57, выделены серым) указывают на ускорение темпов роста деловой активности в обрабатывающих отраслях как США, так и еврозоны.

Результаты выборов президента США не оказали негативного воздействия на настроения в промышленности. Напротив, в США рост внутренних заказов в ноябре оказался максимальным за последние 13 месяцев, а компании все отчетливее демонстрировали готовность к расширению деятельности, увеличивая занятость и закупочную активность.

Рисунок 57. Динамика индекса PMI в обрабатывающей промышленности за ноябрь и изменение к среднему значению за август–октябрь



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Опубликованный для еврозоны предварительный PMI в секторе услуг свидетельствует о продолжающемся улучшении и в этом секторе (рост с 52,8 до 54,1). В результате, композитный PMI еврозоны продемонстрировал максимальный за десять месяцев рост деловой активности. Это позитивный сигнал, так как темпы роста, и особенно замедление роста ВВП Германии до 0,2% к/к в III квартале оставляли вопросы относительно перспектив роста еврозоны. Данные по PMI и уверенный рост индекса в Германии позволяют надеяться на ускорение роста в IV квартале.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

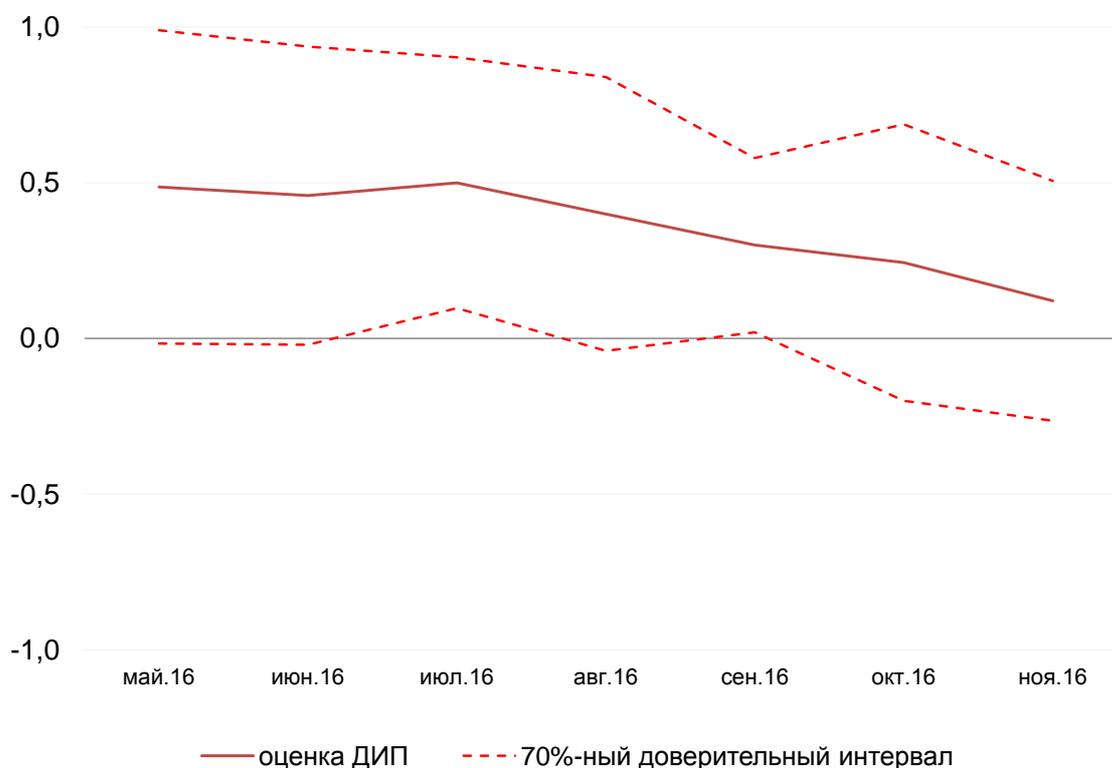
2.2.1. Индексная оценка продолжает указывать на рост ВВП

- Индексная оценка ВВП за IV квартал в октябре указывает на рост ВВП в текущем квартале на 0,1%.
- Краткосрочная макроэкономическая статистика за сентябрь–октябрь, опубликованная Росстатом на прошедшей неделе, привела к пересмотру индексной оценки ВВП на IV в сторону незначительного понижения.
- В целом на протяжении последних 6 месяцев оценка прироста ВВП за IV квартал незначительно пересматривалась в сторону понижения.
- Это говорит о том, что поступающая в течение последних месяцев краткосрочная макростатистика оказывается чуть хуже относительно более ранних модельных оценок, которые летом указывали на рост в конце 2016 года вблизи отметки 0,5% к/к с сезонной корректировкой (Рисунок 58).

	Ноябрь 2016 года	Октябрь 2016 года
	В % к предыдущему кварталу	В % к предыдущему кварталу
IV квартал 2016	0,1	0,2-0,3
I квартал 2017	0,2	0,3
II квартал 2017	0,4	–

- Оценки на ближайшие два квартала предполагают сохранение и укрепление положительной динамики ВВП. Оценка на I квартал 2017 года составляет 0,2% к/к, на II квартал 2017 года – 0,4% к/к после устранения сезонности.
- Наша модельная оценка на II квартал 2017 года указывает на прирост ВВП с поправкой на сезонность в размере 0,4% к/к.
- Индексная оценка ВВП на будущие кварталы может значительно измениться по мере публикации новых статистических данных по краткосрочным макроэкономическим показателям.

Рисунок 58. Оценка темпа прироста ВВП в IV квартале 2016 года, % к/к

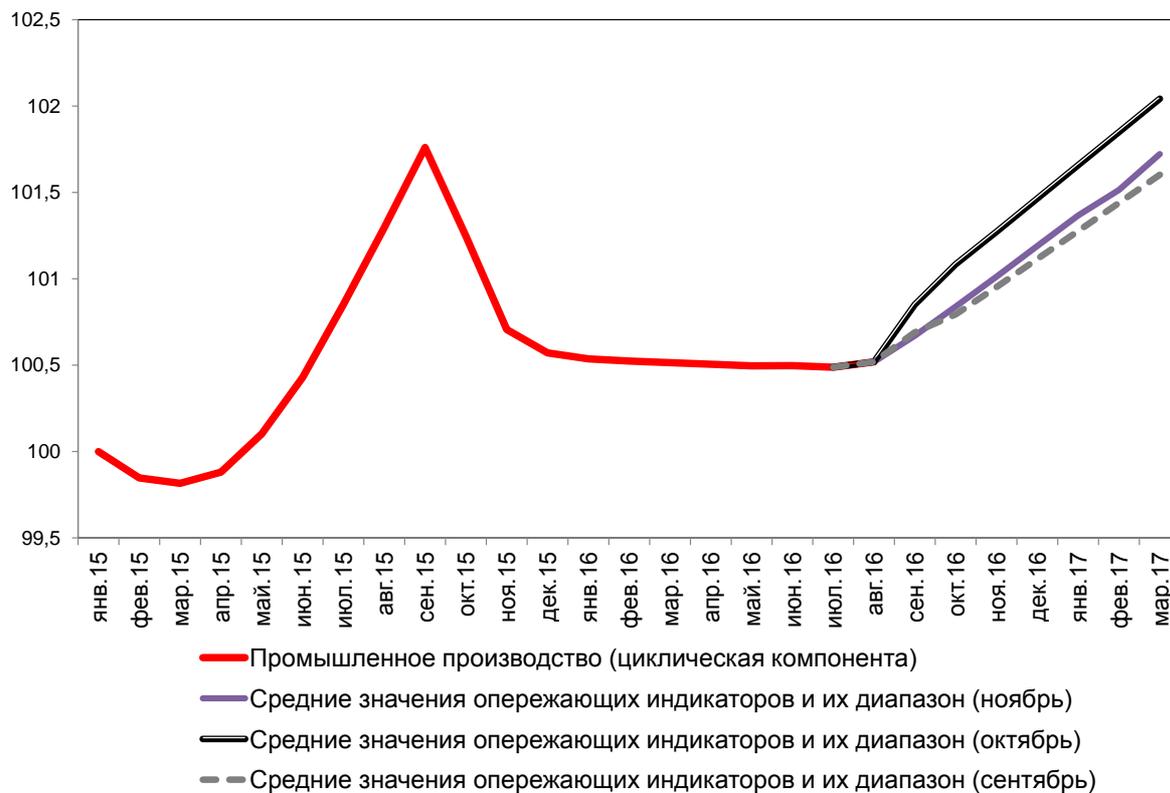


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности: перспективы умеренно позитивные

- Оценка сводного опережающего индекса деловой активности по итогам ноября незначительно ухудшилась по сравнению с октябрьской оценкой, по-прежнему указывая на рост деловой активности (Рисунок 59).
- Высокие значения PMI-индексов, составляемых по результатам конъюнктурных опросов, и колебания цен на нефть в наибольшей степени определяют оценку циклической компоненты промышленного производства в настоящее время. Из-за этого оценка остается неустойчивой.
- Несмотря на это, вероятность перехода промышленного производства к умеренному росту в ближайшие месяцы, по нашему мнению, весьма высока.

Рисунок 59. Циклическая компонента промышленного производства (январь 2015 = 100, сезонность устранена) и опережающий индекс деловой активности



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

3. В фокусе. Структурный анализ безработицы в регионах

- Региональные различия в уровне безработицы во многом определяются отраслевой специализацией и развитостью сферы услуг в регионе.
- Это означает, что в зависимости от структуры региональной экономики рынки труда в регионах по-разному реагируют на экономические шоки.
- Сильное влияние специфических региональных факторов на рынки труда в отдельных субъектах РФ ограничивает возможности инструментов денежно-кредитной и бюджетной политики по снижению уровня инфляции.

Региональные различия в уровне безработицы по России в настоящее время являются существенными. Относительно неплохая ситуация с безработицей на уровне страны в целом скрывает за собой высокую безработицу в одних регионах и гораздо более низкую по сравнению с общероссийским уровнем в других. Структурный анализ ситуации с безработицей необходим для более глубокого понимания причин, вызывающих дифференциацию ее уровня в регионах, и способов снижения напряженности на региональных рынках труда и в стране в целом.

Наиболее высокие средние показатели по общему уровню безработицы наблюдаются в сельскохозяйственных, добывающих и аграрно-промышленных регионах (Рисунок 60). Эти регионы характеризуются невысоким развитием рыночных услуг. Сфера услуг создает возможности для трудоустройства разнородной и часто неквалифицированной рабочей силы. В других группах регионов, занимающихся обработкой и имеющих смешанную специализацию, средний уровень безработицы по группе незначительно отличается от среднего уровня по стране.

При этом внутри некоторых групп, преимущественно с менее развитыми рыночными услугами, межрегиональная вариация по безработице достаточно велика и смещена в сторону больших значений. Так, в группах аграрно-промышленных и промышленно-аграрных регионов с неразвитым сектором услуг, где средний по группе уровень безработицы приближается к среднероссийскому, есть аутсайдеры, которые демонстрируют безработицу, существенно превышающую среднее значение по стране (Рисунок 60). Высокая неоднородность безработицы наблюдается также внутри группы регионов, ориентированных на сельское хозяйство. Это дает основание предполагать, что развитая сфера услуг смягчает проблему занятости в регионе, но специфика географического положения и разные демографические условия объясняют подобные исключения и выводят регион в разряд аутсайдеров.

Границы локальных рынков труда не совпадают с административно-территориальными границами регионов. Это четко показывают карты регионов по уровню безработицы в целом и по отдельным ее видам (Рисунок 61–Рисунок 66), где можно увидеть ареалы повышенной напряженности на рынке труда в территориально близких или граничащих друг с другом регионах. Образование таких ареалов указывает на то, что входящие в них регионы обладают схожими характеристиками, ко-

торые определяются не только отраслевой специализацией региона, но и его демографическими и природно-географическими условиями.

К рынкам труда с уровнем общей безработицы ниже среднероссийского показателя можно отнести:

– центрально-европейские регионы и регионы северо-запада, являющиеся финансово-экономическими центрами (Москва, Санкт-Петербург, Московская область), с прилегающими к ним территориями со смешанной специализацией;

– регионы Поволжья, имеющие преимущественно смешанную специализацию;

– северные регионы Уральского ФО с ориентацией на добычу и экспорт топливно-энергетических полезных ископаемых (Ямало-Ненецкий АО и Ханты-Мансийский АО);

– прибрежные регионы Дальнего Востока (Чукотский АО, Магаданская и Камчатская области, Хабаровский край) с добывающей или смешанной специализацией.

К проблемным регионам, где безработица превышает среднее значение по России, относятся:

– сельскохозяйственные или аграрно-промышленные территории Южного и Северо-Кавказского ФО;

– большинство регионов Северо-Западного ФО, имеющие различные направления специализации;

– территории Сибирского ФО с различными направлениями специализации;

– регионы Дальнего Востока (добывающая Якутия и аграрно-промышленные Амурская область и Приморский край).

Центральный ФО, где многие регионы имеют развитый сектор услуг, характеризуется в целом низким уровнем безработицы как среди городского населения, так и среди молодежи. Исключения составляют Москва и Московская область, где сложилась высокая доля молодого населения среди безработных.

Данная ситуация явилась следствием процесса поляризации, то есть стягивания населения из соседних областей в сторону Москвы. Столица притягивает не только наиболее активных и квалифицированных жителей этих регионов, но и молодежь. Из-за большого числа образовательных учреждений Москва (и прилегающая к ней Московская область) отличается высоким уровнем безработицы среди молодежи. Наблюдаемый с начала 1990-х годов активный миграционный отток жителей ухудшил качественный состав населения в регионах-донорах, вызвав быстрое изменение возрастной структуры населения (демографическое старение). Это явилось причиной формирования застойной безработицы, которая в перспективе может вызвать серьезные проблемы в отдельных регионах, связанные с потерей профессиональных навыков, деградацией рабочей силы и концентрацией бедности в определенных слоях населения.

Отдельные регионы ЦФО уже сейчас характеризуются высокой безработицей среди населения с профессиональным образованием. В соседних с Москвой областях это, прежде всего, связано с переизбытком рабочей силы за счет трудовых мигрантов. В наиболее удаленных от центра регионах периферийной зоны ЦФО (Тульской, Смоленской, Тверской, Костромской областях) низкий спрос на квалифицированные кадры переходит в застойную форму безработицы.

На всей территории *Северо-Западного ФО*, кроме Санкт-Петербурга, Ленинградской и Новгородской областей, сложился более высокий уровень безработицы, чем в среднем по России. Регионы СЗФО имеют достаточно разнородную отраслевую специализацию и характеризуются невысоким уровнем развития сферы услуг (за исключением Санкт-Петербурга).

Значительная часть безработицы носит структурный характер и обусловлена несоответствиями между качественными характеристиками рабочей силы и требованиями производства. В некоторых регионах безработица перешла в застойную форму: в Псковской, Новгородской и Вологодской областях (занимающих межстолбчатое положение), а также в Калининградской области и Республике Карелия. В первой группе областей это явилось следствием оттока населения в Москву и Санкт-Петербург, что является общей проблемой двух макрорайонов страны – центра и севера. В Калининградской области повышенная напряженность на рынке труда объясняется изолированностью территории. Республика Карелия, ориентированная на добычу неэнергетического сырья с преобладанием в промышленной базе деревообрабатывающей и бумажной промышленности, характеризуется отсутствием альтернативных форм предложения на рынке труда в моногородах.

В *Северо-Кавказском ФО* уровень безработицы традиционно высокий. Однако фактическая безработица может быть и ниже, так как для населения этих регионов характерна теневая занятость. Основными составляющими напряженности на рынке труда являются высокая структурная безработица среди городского населения и фрикционная безработица среди молодежи. Из-за высокой рождаемости приток молодежи на рынок труда постоянно растет, а сельскохозяйственная специализация данной территории при низко развитом секторе услуг (кроме Ставропольского края) ограничивает создание новых рабочих мест в нетеневом секторе.

В результате безработица и ограниченное число образовательных учреждений формируют мощный миграционный поток молодежи, а также людей, уже имеющих профессиональное образование, в другие регионы России. Отток населения приводит к быстрому старению населения и вымыванию квалифицированных работников. Оставшееся трудоспособное население находит занятость в личном подсобном хозяйстве. Это препятствует развитию повсеместной застойной безработицы, которая имеет место лишь в отдельных регионах (Ингушетия, Карачаево-Черкессия).

В *Южном ФО* уровень безработицы несколько ниже, чем в республиках Северного Кавказа, но все же превышает среднероссийский показатель. В основном все регионы имеют сельскохозяйственный или аграрно-промышленный профиль, что определяет распространение незанятости среди трудоспособного городского насе-

ления во всех регионах. В некоторых из них (Калмыкии, Краснодарском крае) присутствует высокая (выше, чем в среднем по России) безработица среди молодежи. В Калмыкии и Волгоградской области безработица перешла в застойную форму. Но главной проблемой регионального рынка труда является повсеместная безработица среди специалистов со средним профессиональным образованием. Это может объясняться как массовым притоком молодого населения и квалифицированных специалистов из республик СКФО, так и давлением со стороны рынка труда: специалист, имеющий высшее профессиональное образование может занимать должность, требующую лишь среднего профессионального образования.

Приволжский ФО выполняет роль демографического донора для других регионов страны – Центра и Урала. Округ объединяет субъекты различных смешанных специализаций. Из 14 регионов 5 имеют более развитую сферу услуг. Эти области расположены либо на западной границе с ЦФО, либо на восточной границе с Уралом. Относительно невысокий по сравнению со средним показателем в России уровень безработицы в большинстве регионов округа (кроме Пермского края и Республики Башкортостан, где безработица превышает среднероссийскую) сопровождается рядом острых проблем на региональных рынках труда: высокой безработицей среди молодежи и квалифицированных специалистов с очагами застойной безработицы на приграничных с Казахстаном территориях.

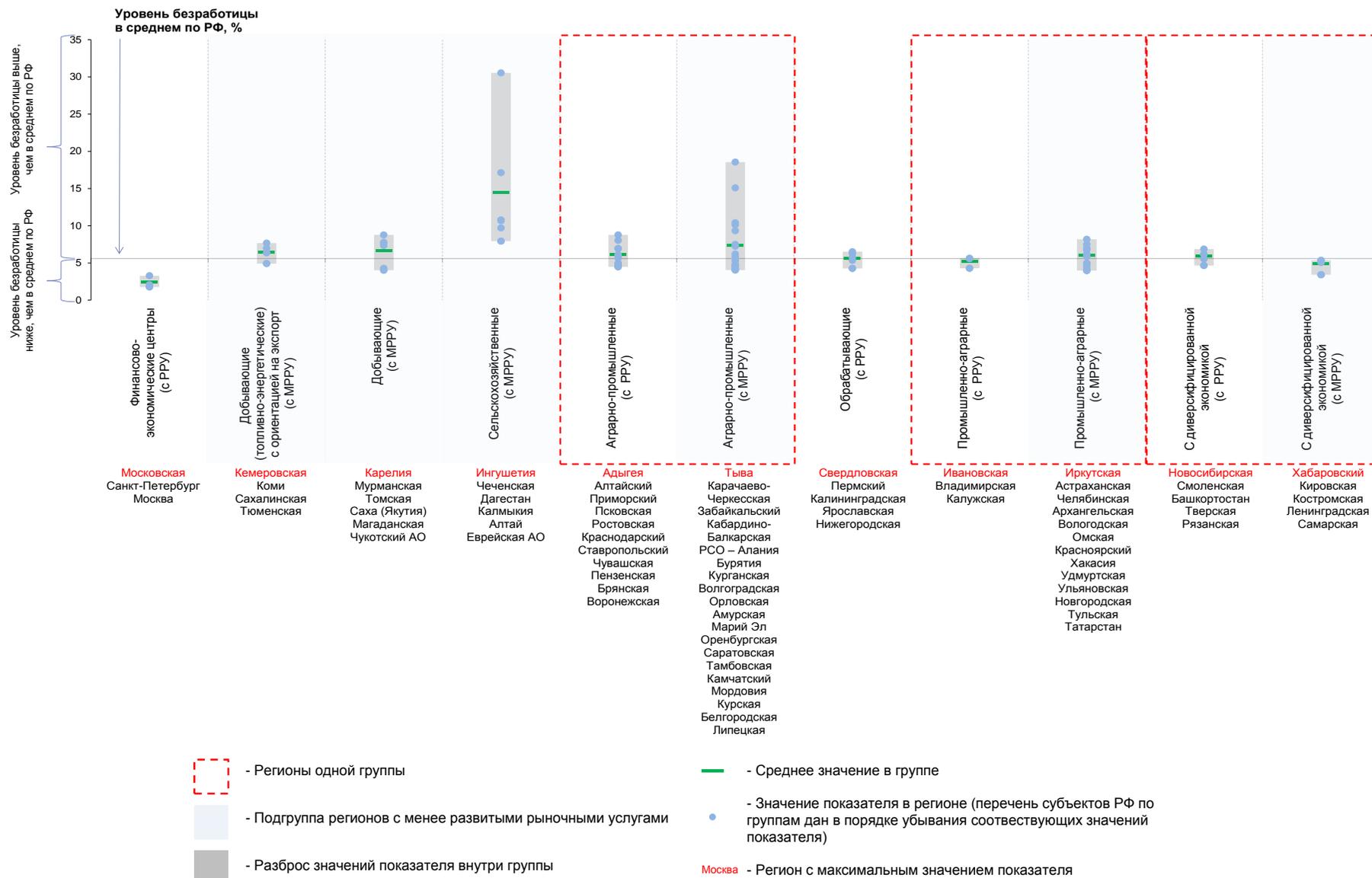
Нефтегазовые регионы *Уральского ФО* (Ханты-Мансийский и Ямало-Ненецкий АО) имеют низкий уровень безработицы, в то время как в южных регионах округа (Свердловская, Тюменская, Курганская и Челябинская области) наблюдается избыток работников. Рост безработицы в добывающих регионах сдерживает демографический фактор – снижение численности трудовых ресурсов и низкая готовность рабочей силы к переезду с юга на север.

Южный Урал (особенно Челябинская область) традиционно является проблемным в плане безработицы. Это связано с наплывом мигрантов из ближнего зарубежья и высокой концентрацией предприятий машиностроения, которые в последнее время испытывают снижение экономической активности. В отдельных регионах высокая безработица среди городского населения и молодежи на фоне низкого спроса на специалистов со средним профессиональным образованием уже приобрела застойный характер.

В *Сибирском ФО* и *Дальневосточном ФО* создается парадоксальная ситуация: при высокой безработице наблюдается дефицит квалифицированных кадров. Узкая отраслевая специализация некоторых субъектов СФО и ДФО в сочетании с чрезвычайно узким уровнем развития сферы услуг привели к тому, что основная масса занятых работников характеризуется узкоотраслевым профилем и неквалифицированной рабочей силой. При этом в миграционном плане Восточная Сибирь и Дальний Восток становятся замкнутым регионом.

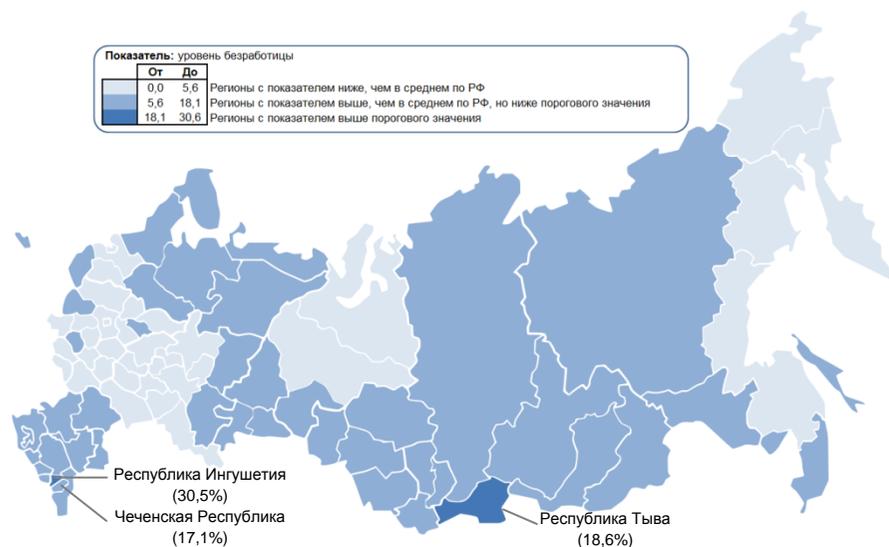
Сильное влияние специфических региональных факторов на рынки труда в отдельных субъектах РФ ограничивает возможности инструментов денежно-кредитной и бюджетной политики по снижению уровня инфляции.

Рисунок 60. Уровень безработицы по группам регионов



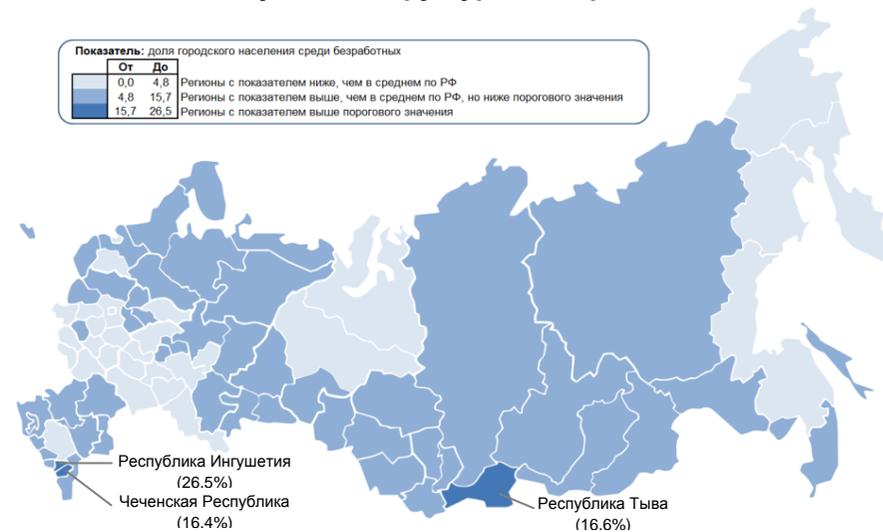
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 61. Уровень безработицы



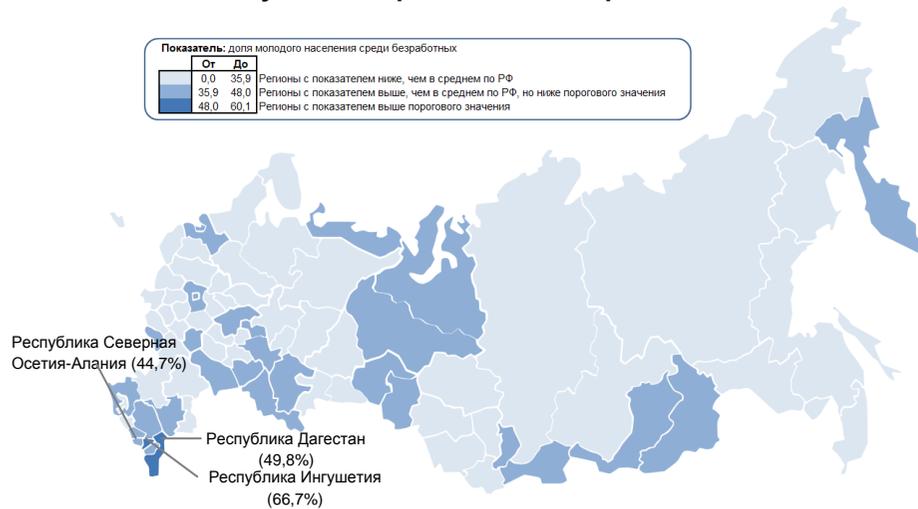
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 62. Структурная безработица



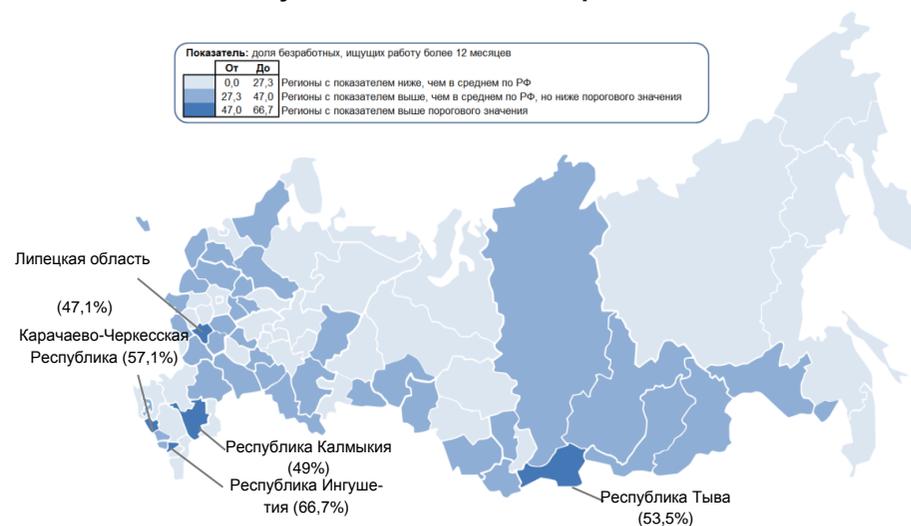
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 63. Фрикционная безработица



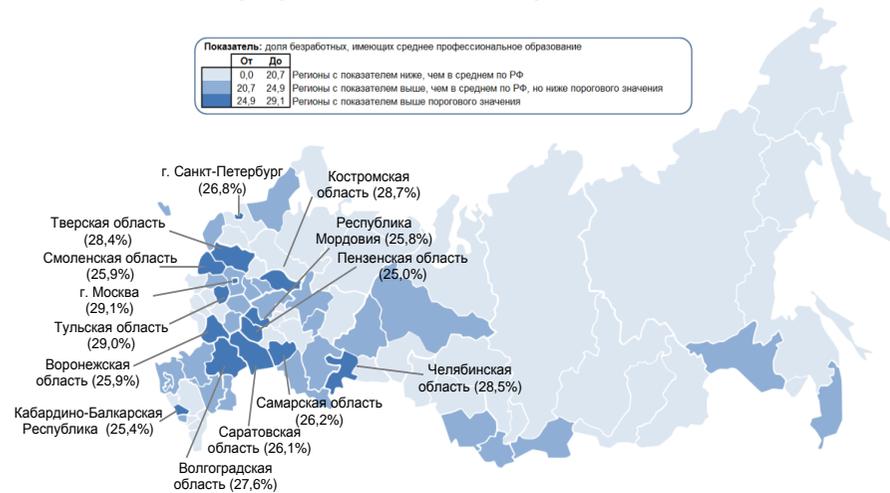
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 64. Застойная безработица



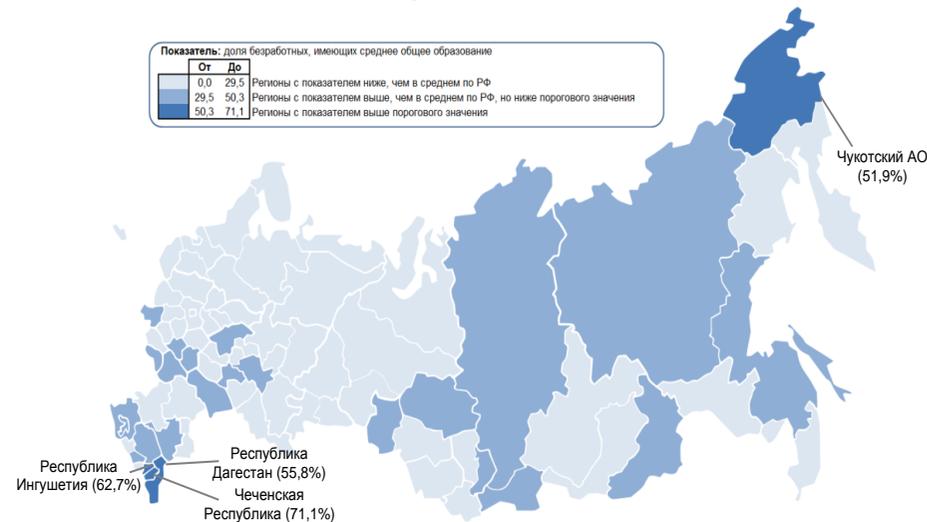
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 65. Безработица среди населения со средним профессиональным образованием



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 66. Безработица среди населения со средним общим образованием



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Ирина Богачева

Сергей Власов

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Андрей Синяков

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева