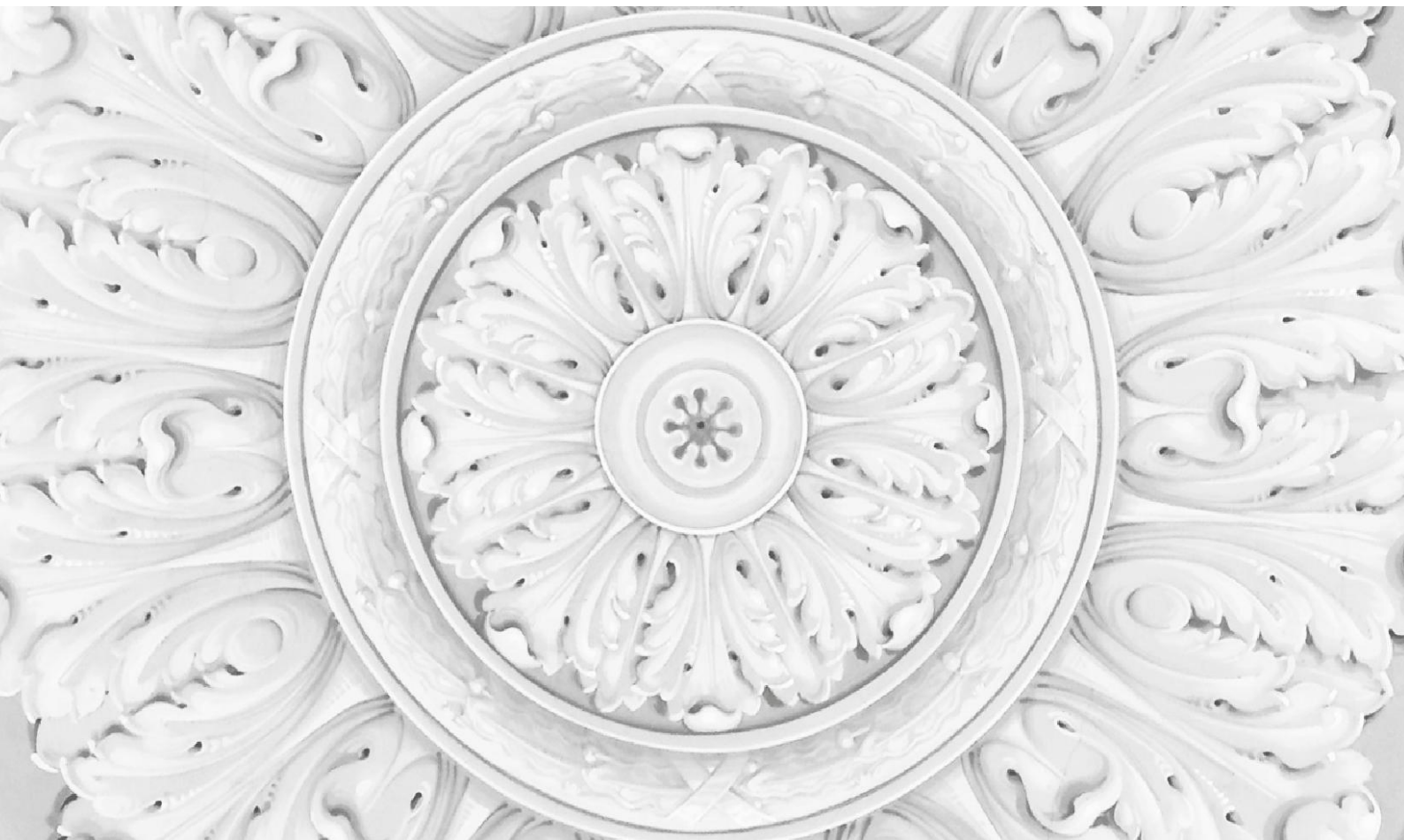




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Декабрь 2017

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 8 (20)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 01.12.17.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---|-----------|
| Краткое содержание | 3 |
| 1. Итоги | 4 |
| 1.1. Инфляция | 4 |
| 1.1.1. Инфляция снижается под влиянием временных факторов | 4 |
| 1.1.2. Ускорение роста цен производителей пока не отражается на потребительских ценах | 7 |
| 1.1.3. Трендовая инфляция снижается | 9 |
| 1.2. Экономическая динамика | 10 |
| 1.2.1. Темп роста ВВП в III квартале соответствует потенциалу | 10 |
| 1.2.2. Замедление инвестиций в основной капитал на фоне завершения масштабных проектов | 11 |
| 1.2.3. Промышленное производство: сделка ОПЕК+ вызвала снижение выпуска в обрабатывающей промышленности | 13 |
| 1.2.4. Норма сбережений снизилась за счет оживления кредитования | 15 |
| 1.2.5. Дальнейшее восстановление потребительского спроса | 18 |
| 1.2.6. Безработица остается низкой, реальные зарплаты ускорили рост | 21 |
| 1.2.7. Индекс PMI в ноябре указал на стабилизацию роста в обработке | 22 |
| 1.2.8. Бюджетная консолидация идет с заметным опережением графика | 24 |
| 1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки | 26 |
| 1.3.1. Экономики США и еврозоны уверенно растут | 26 |
| 1.3.2. Интерес к активам стран с формирующимися рынками возвращается | 33 |
| 1.3.3. Международные организации ухудшили оценки перспектив рынка жидкого топлива | 36 |
| 2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы | 41 |
| 2.1. Глобальные опережающие индикаторы | 41 |
| 2.1.1. PMI еврозоны неожиданно достиг многолетнего максимума | 41 |
| 2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России? | 42 |
| 2.2.1. Индексная оценка ВВП в ноябре повышена | 42 |
| 2.2.2. Инфляционные ожидания профессиональных участников рынка остаются заякоренными на цели | 43 |
| 3. В Фокусе. Что происходило с рублем в ноябре? Ослабление вопреки дорогой нефти | 45 |

Краткое содержание

1. Итоги

- Инфляция в октябре-ноябре замедлилась до нового минимума, придав новый импульс снижению инфляционных ожиданий населения. Анализ факторов инфляции и их изменения во времени показывает, что можно ожидать некоторого ускорения роста потребительских цен с текущего уровня и стабилизации инфляции около 4% в 2018–2019 годах. Расширение экономической активности продолжается, закрепляясь на траектории медленного, но устойчивого роста. Существующий баланс рисков говорит в пользу постепенного перехода от умеренно жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике.
- Инфляция в октябре-ноябре замедлилась до уровня менее 3% благодаря совокупному действию временных благоприятных факторов и умеренно жесткой денежно-кредитной политике. Риски некоторого превышения инфляцией 4% в среднесрочной перспективе снизились, но сохранились. Эти риски в первую очередь связаны с темпами роста реальных заработных плат, опережающими темпы роста производительности. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к 4%, на прогнозном горизонте.
- Динамика краткосрочных показателей экономической активности и опросных показателей указывает на сохранение устойчивых, хотя и невысоких темпов роста экономики во второй половине 2017 года – первой половине 2018 года. Постепенно набирают обороты темпы роста розничной торговли и потребительского кредитования на фоне ускорения роста реальных заработных плат.
- Риски для стабильности финансовых рынков остаются умеренными и не являются значимым препятствием для успешного таргетирования инфляции и постепенного перехода к нейтральной денежно-кредитной политике. Российский рынок остается в целом устойчивым к кратковременным колебаниям внешних условий, динамике глобальных рынков и геополитическим рискам.

2. Взгляд в будущее

- Краткосрочные модельные оценки указывают на то, что в ближайшие кварталы рост экономики, вероятно, будет находиться вблизи или несколько выше потенциального уровня.

3. Фокус-секция. Что происходило с рублем в ноябре? Ослабление вопреки дорогой нефти

- Курс рубля в первой половине ноября ослаблялся, несмотря на повышение цены нефти...
- ...из-за общей динамики рынков развивающихся стран, которые стали пользоваться меньшей популярностью у инвесторов на фоне снижения аппетита к риску.
- Дополнительными факторами ослабления могли стать объявление новых параметров бюджетного правила на 2018 год и учет вероятности введения ограничений на покупку российского госдолга.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Инфляция в октябре-ноябре замедлилась, составив менее 3%, благодаря совокупному действию благоприятных временных факторов (росту мировых цен на нефть, рекордному урожаю многих сельхозкультур и растянутому во времени эффекту от укрепления рубля в этом году) и умеренно жесткой денежно-кредитной политике. Достигли исторического минимума инфляционные ожидания населения и трендовая инфляция. Показатели базовой инфляции стабилизировались на пониженном уровне. Продление Соглашения ОПЕК+ уменьшило риски значительного снижения цен на нефть в 2018 году.

В результате укрепилась основа для стабилизации роста потребительских цен на низком уровне, вблизи 4%, создавая тем самым возможность постепенного перехода к нейтральной денежно-кредитной политике.

Риски некоторого превышения инфляцией 4% в среднесрочной перспективе снизились, однако полностью не исчезли. В условиях низкой безработицы и все еще повышенных инфляционных ожиданий рост реальной заработной платы темпами, опережающими рост производительности, может привести к реализации этих рисков.

1.1.1. Инфляция снижается под влиянием временных факторов

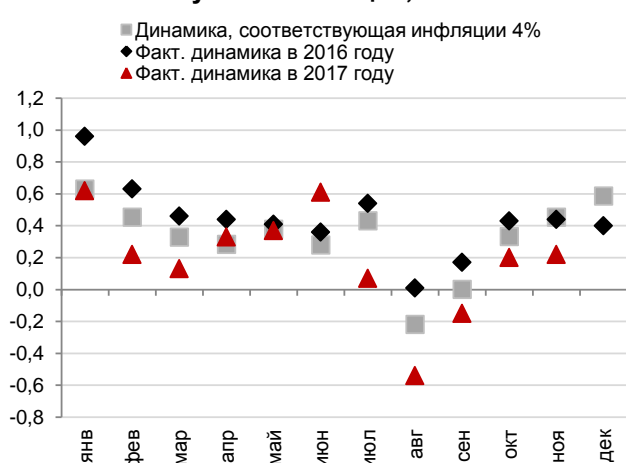
- По итогам ноября годовая инфляция составила 2,5%, снизившись с октябрьского уровня.
- Сдерживающее влияние на инфляцию оказывают временные благоприятные факторы, наряду с умеренно жесткой денежно-кредитной политикой.
- Эффект от снижения реальной процентной ставки на экономику и цены проявится только в следующем году. Это предполагает последовательное, но постепенное снижение ключевой ставки, чтобы избежать риска избыточного повышения ценового давления во втором полугодии 2018 года.
- Медианная оценка инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев обновила исторический минимум после двух месяцев роста.

Согласно данным Росстата, опубликованным вечером 5 декабря, ноябрьский рост цен составил около 0,22% м/м, что по-прежнему ниже уровня, обеспечивающего 4%-ную инфляцию (Рисунок 1). В годовом выражении инфляция в ноябре снизилась до 2,5% с 2,7% в октябре (Рисунок 2). При этом динамика валютного курса по-прежнему оказывает значительное влияние на замедление инфляции. В октябре-ноябре инфляция, очищенная от влияния произошедшего в этом году укрепления

рубля, оценивается на уровне 3,4–3,7%. Помимо валютного курса на рост потребительских цен оказывает сдерживающее действие и рекордный урожай многих сельскохозяйственных культур. В результате, инфляция, очищенная от действия благоприятных краткосрочных эффектов, оценивается на уровне чуть ниже 4%. Сезонно сглаженные темпы роста замедлились примерно до 0,1% м/м после октября показателя 0,2% м/м (Рисунок 3).

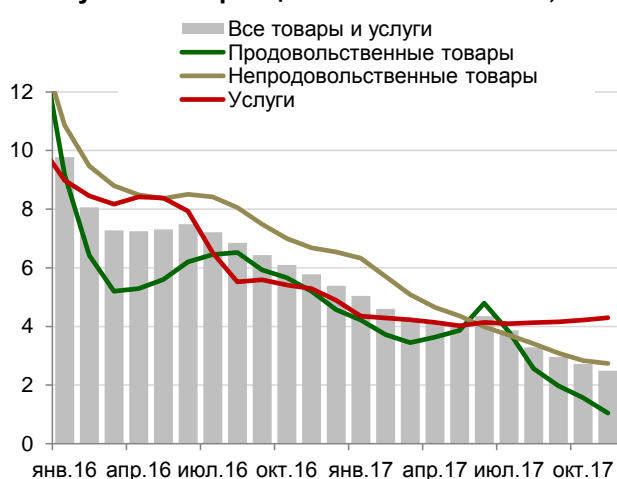
Оценка роста потребительских цен с 28 ноября по 4 декабря составила 0,1%, причем произошло значительное ускорение среднесуточных темпов роста цен. Частично это объясняется сезонным ускорением роста цен на плодоовощную продукцию, но и по многим товарам, входящим в недельную корзину, также наблюдалось ускорение роста цен.

Рисунок 1. Рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Инфляция и ее компоненты, %/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

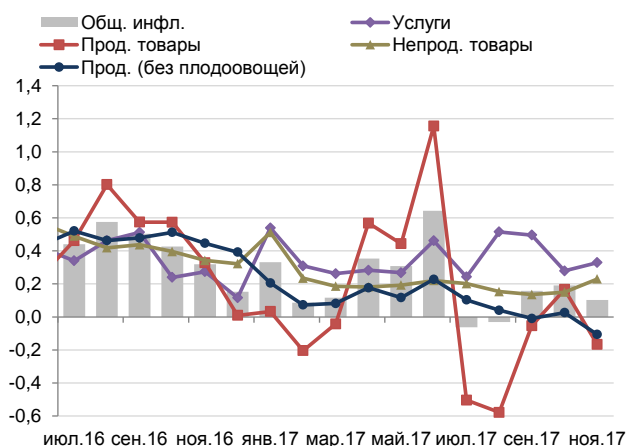
В ноябре цены на продовольственные товары возобновили снижение (после очистки от сезонности). Впервые в этом году оно произошло не только за счет цен на плодоовощную продукцию, что является следствием хорошего урожая. Темпы роста цен на непродовольственные товары впервые за несколько месяцев ускорились составив 0,23% м/м после 0,15% м/м в октябре. Наблюдаемые низкие темпы роста цен некоторых категорий непродовольственных товаров могут объясняться тем, что курс рубля достиг своего локального максимума в середине весны, когда осуществлялись закупки сезонных осенних/зимних товаров (таких как одежда и обувь). Учитывая постепенное снижение влияния этого эффекта, предпосылки для дальнейшего ускорения темпов роста цен непродовольственных товаров сохраняются. Наибольшими темпами дорожали услуги. Темпы роста их цен ускорились до 0,33% м/м с 0,28% м/м в октябре.

Ноябрьские темпы роста модифицированных показателей базовой инфляции¹ практически не изменились по сравнению с уровнем октября (Рисунок 4). Начиная середины июля рост данных показателей стабилизировался на уровне около

¹ Подробнее см. [Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России. 2015. № 4](#). Март.

0,15%² м/м (не считая временного всплеска в августе), в то время как в феврале–июне они устойчиво росли темпами 0,20–0,25% м/м. Вместе с тем, необходимо отметить, что на динамику модифицированных показателей базовой инфляции также влияют временные факторы укрепления рубля и хорошего урожая, хотя и в меньшей степени, чем на общую инфляцию.

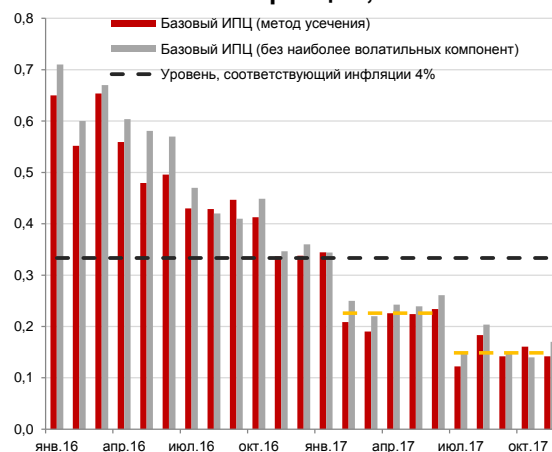
Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оценка за ноябрь 2017 года является предварительной.

Рисунок 4. Модифицированные показатели базовой инфляции, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

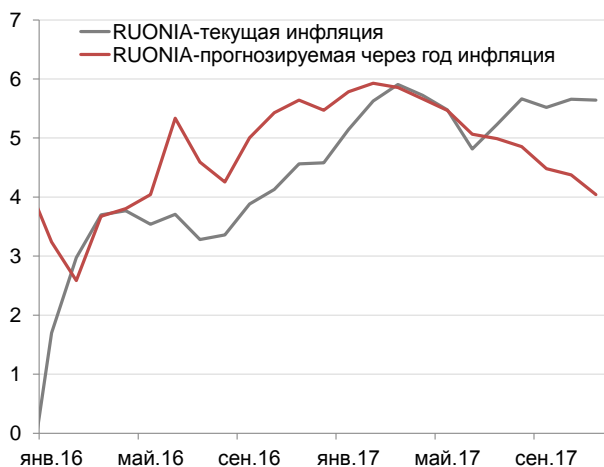
Текущая инфляционная динамика привела к росту реальной процентной ставки, рассчитанной как ключевая ставка за вычетом текущей инфляции, поскольку инфляция снижалась быстрее, чем ставки (Рисунок 5, серая линия).

Однако реальная ставка, рассчитанная через *ожидаемую* инфляцию (что соответствует общепринятому подходу, поскольку именно она влияет на решения, принимаемые субъектами экономики), по нашим оценкам, с начала года снизилась почти на 2 п.п. – с примерно 6 до 4%³. Эффект от этого снижения должен проявиться в следующем году из-за того, что действие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики происходит с временными лагами.

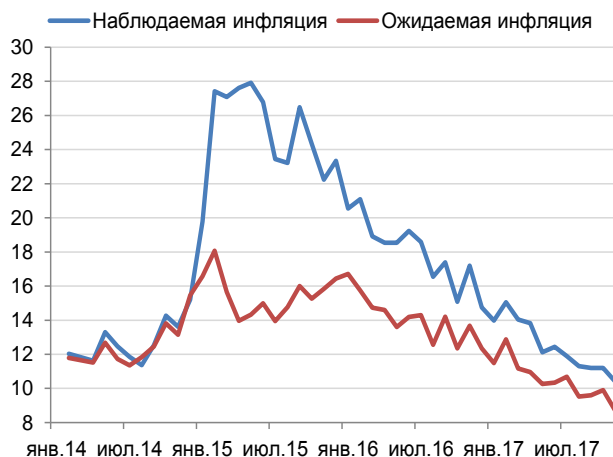
Таким образом, ожидаемый уход временных благоприятных факторов и влияние некоторого снижения реальных ставок на протяжении 2017 года должны привести к ускорению темпов роста цен в следующем году, при прочих равных условиях. При этом инфляция останется на уровне, близком к 4%.

² Метод усечения указывает на небольшое ускорение роста цен, а метод исключения наиболее волатильных компонент, наоборот, замедление. В итоге в среднем получается стабилизация около озвученного уровня.

³ В расчете использован консенсус прогноз по инфляции Bloomberg на 12 месяцев вперед.

Рисунок 5. Динамика реальных ставок, %

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

Рисунок 6. Динамика инфляционных ожиданий населения, %

Судя по опросным показателям, инфляционные ожидания населения постепенно снижаются. По результатам опроса ООО «инФОМ», в ноябре медианная оценка инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев понизилась до 8,7%, обновив исторический минимум (Рисунок 6). Большинство респондентов считают, что темпы роста цен не изменятся. Оценка наблюдаемой инфляции понизилась до 10,4%. При этом, как и раньше, большинство опрошенных оценивают текущий рост цен как умеренный. По альтернативным оценкам, полученным на основе опроса ВЦИОМ⁴, население продолжает ожидать ускорения роста цен. Однако оценка величины ожидаемого ускорения роста цен снизилась по сравнению с прошлым годом.

1.1.2. Ускорение роста цен производителей пока не отражается на потребительских ценах

- Рост цен производителей существенно опережает потребительскую инфляцию, в основном за счет сильного повышения цен производителей в сфере добычи полезных ископаемых и производства нефтепродуктов и металлургии вслед за мировыми.
- Динамика индекса цен производителей статистически не является предвестником ускорения роста потребительских цен, однако наблюдаемое ускорение роста цен на нефтепродукты при сохранении высоких мировых цен на нефть может создать дополнительное инфляционное давление в 2018 году.
- Высокий темп роста цен производителей может поддерживать повышенный уровень инфляционных ожиданий в промышленности, поддерживая спрос на заемные средства при текущем уровне ключевой ставки Банка России.

⁴ ВЦИОМ [Пресс-выпуск №3514. 15.11.2017](#). Опрос проводился с 30 октября по 1 ноября 2017 года.

В октябре годовые темпы роста цен производителей составили 7,62%, оказавшись выше темпов роста потребительских цен (2,72% в октябре) третий месяц подряд (Рисунок 7). Опережающими темпами росли цены производителей в области добычи полезных ископаемых (+14,0% г/г). Среди обрабатывающих производств высокие темпы роста отпускных цен производителей были зафиксированы в производстве кокса и нефтепродуктов (+20,8% г/г), а также в металлургическом производстве (+11,7% г/г), что связано с ростом мировых цен на нефть и металлы.

Что касается потребительских товаров, то в большинстве случаев темпы роста цен производителей держатся на уровне ниже темпов роста потребительских цен, что указывает на отсутствие дополнительного давления на цены со стороны производителей (Рисунок 8).

Повышение индекса цен производителей не всегда влечет за собой увеличение потребительской инфляции, его динамика гораздо более волатильна по сравнению с динамикой индекса потребительских цен⁵. Например, всплеск роста цен производителей в феврале до 15% г/г не привел к ускорению потребительской инфляции. Статистические тесты на причинность на горизонте последних 17 лет также говорят об отсутствии прямого влияния динамики индекса цен производителей на индекс цен потребителей и наоборот. Основная причина, по нашему мнению, кроется в разной структуре компонент индексов цен производителей и потребителей.

Динамика отдельных товарных групп и позиций может больше сказать о наличии или отсутствии инфляционных рисков. К примеру, рост и отпускных цен производителей, и потребительских цен на нефтепродукты сейчас значительно выше, чем инфляция. Если мировые цены на нефть останутся на уровне 60 долл. США/баррель и выше, опережающий рост цен на топливо может начать давить на издержки в экономике и повысить общее инфляционное давление. К тому же принятое решение о повышении акцизов на топливо в 2018 году может дополнительно добавить 0,24 п.п. к потребительской инфляции по сравнению с изначальным вариантом индексации акцизов на размер инфляции в 4%.

Отталкиваясь от текущих темпов прироста индекса потребительских цен, многие делают вывод о высоком уровне текущей реальной процентной ставки Банка России (2,4% по оценке на конец ноября против ключевой ставки 8,25%). Однако высокий октябрьский темп прироста цен производителей 7,6% г/г (при сильной дифференциации между отраслями) может поддерживать повышенный уровень инфляционных ожиданий в промышленности, поддерживая спрос на заемные средства. Это означает, что текущая денежно-кредитная политика не должна сдерживать спрос промышленных предприятий на кредиты.

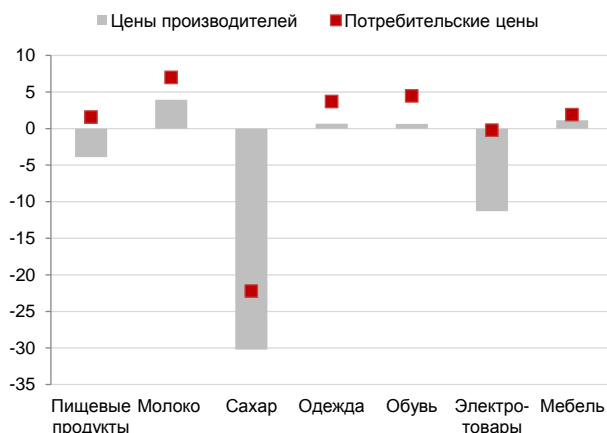
⁵ Стандартное отклонение годовых темпов роста цен производителей с 2000 года почти в два раза выше, чем потребительских цен.

Рисунок 7. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Изменение цен на некоторые товары в октябре, % г/г

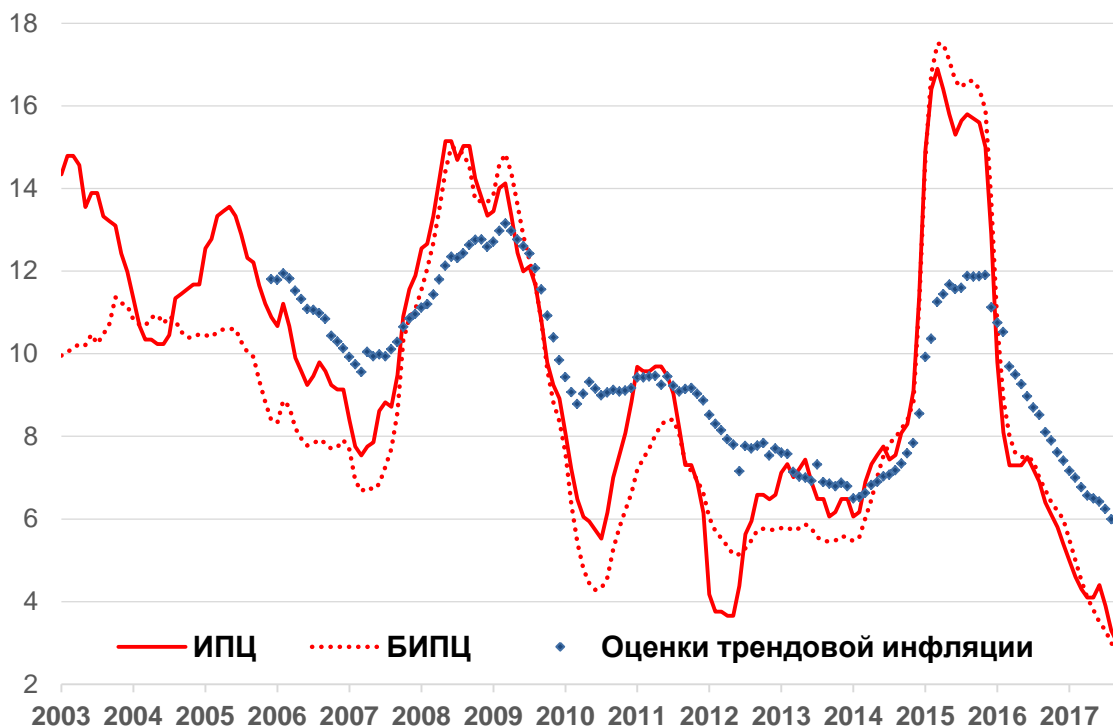


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.3. Трендовая инфляция снижается

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в октябре 2017 года снизилась до уровня 5,6% с 5,9% в сентябре, указывая на уменьшение среднесрочных инфляционных рисков (Рисунок 9).

Рисунок 9. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

- Несмотря на устойчивое замедление трендовой инфляции, ее текущая оценка все еще представляется повышенной из-за наблюдавшихся на ретроспективе сравнительно более высоких уровней инфляции, а также инерционности данного показателя по построению.
- По нашим оценкам, снижение трендовой инфляции в случае отсутствия проинфляционных шоков в ближайшие месяцы продолжится.

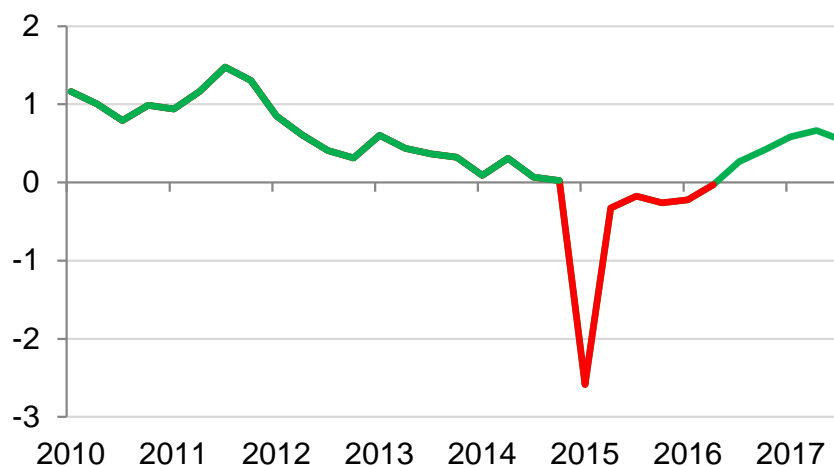
1.2. Экономическая динамика

Динамика краткосрочных показателей экономической активности и опросных показателей указывает на устойчивый рост экономики умеренными темпами, отвечающими ее текущему потенциалу. Уровень безработицы немного снизился, практически достигнув уровня, который оценивается нами в качестве естественного, поддерживающего устойчивый рост экономики без ускорения инфляции. Замедление темпов роста промышленного производства в октябре носит временный характер и связано, в первую очередь, с действием Соглашения ОПЕК+ и фактором теплой погоды. Опережающие индикаторы указывают на продолжение роста в обрабатывающих отраслях и экономике в целом в IV квартале 2017 года и первой половине 2018 года.

1.2.1. Темп роста ВВП в III квартале соответствует потенциалу

- По предварительной оценке Росстата рост ВВП в III квартале составил 1,8% г/г, замедлившись после 2,5% г/г во II квартале.
- По нашим оценкам, указанному годовому темпу роста ВВП соответствует сезонно сглаженный квартальный темп роста в 0,5% в III квартале 2017 года (Рисунок 10).
- Это соответствует текущему потенциалу роста российской экономики, возможно, немного превышая его.
- Оценка сезонно сглаженного роста ВВП является предварительной. Она исходит из того, что Росстатом при формировании итоговой цифры за III квартал 1,8% г/г не производился пересмотр динамики ВВП на ретроспективе.

Рисунок 10. Динамика ВВП в постоянных ценах (сезонность устранена), % к/к



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

1.2.2. Замедление инвестиций в основной капитал на фоне завершения масштабных проектов

- Вклад инвестиций малых предприятий остается лидирующим, несмотря на некоторое замедление темпов роста.
- Основным источником ухудшения динамики инвестиций являются крупные предприятия, замедлившие рост закупок машин и оборудования.
- Динамика жилищного и нежилого строительства, напротив, улучшается.

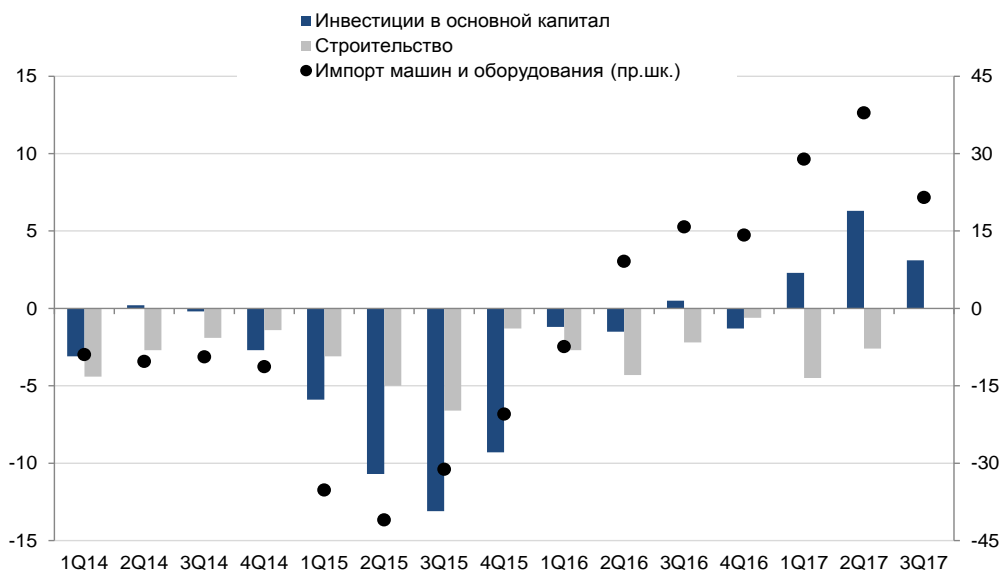
Согласно обновленным оценкам Росстата, темпы роста инвестиций в основной капитал в III квартале 2017 года замедлились до 3,1% г/г против 6,3% г/г во II квартале 2017 года. Замедление роста инвестиций в основной капитал в годовом выражении оказалось сильнее наших ожиданий.

Мы отмечаем, что исходя из последних оценок, при общем темпе роста инвестиций за девять месяцев 2017 года в 4,2% г/г, темп роста инвестиций крупных и средних предприятий составляет только 1,3% г/г. Из этого следует, что главным фактором роста инвестиций остаются вложения малых предприятий, а также динамика объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами. Причем согласно новой статистике главным поддерживающим фактором инвестиций остаются именно малые предприятия. Темпы роста вложений малых предприятий в III квартале замедлились несущественно – с 14 до 11,5% г/г⁶. То, что основной рост инвестиций наблюдается именно в малых предприятиях подтверждает формирование важной тенденции. Это говорит о том, что рост инвестиций все в боль-

⁶ Вклад инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами считается не доминирующим.

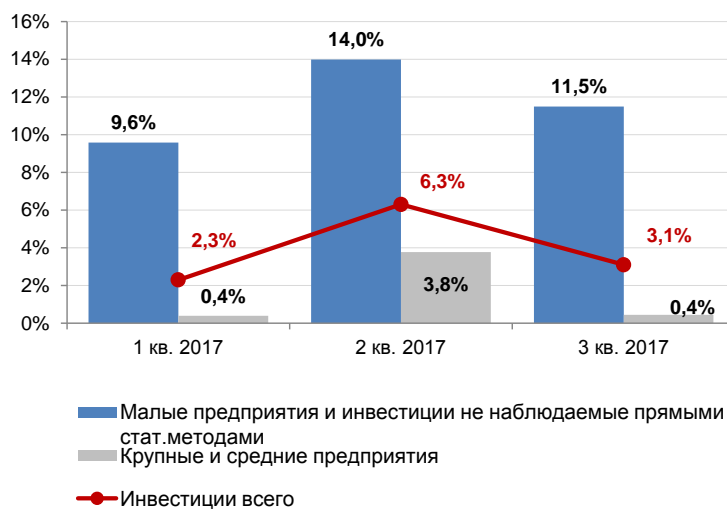
шей степени обусловлен фундаментальными факторами, не концентрируется только в крупных проектах, а получает широкое распространение.

Рисунок 11. Динамика инвестиций в основной капитал, строительства и импорта машин и оборудования, темпы роста г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

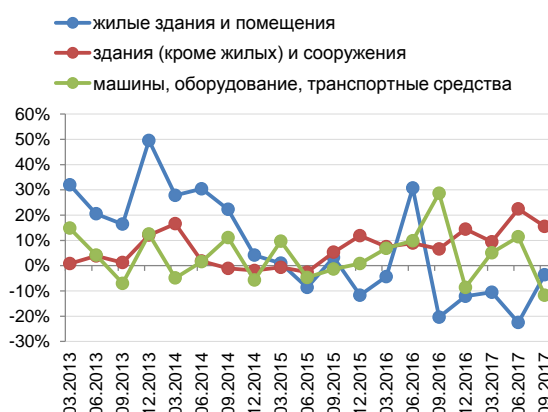
Рисунок 12. Динамика основных составляющих инвестиций в основной капитал, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Как показывает анализ структуры инвестиций крупных и средних предприятий (около 70% всех инвестиций в основной капитал)⁷, ухудшение инвестиционной динамики в этом сегменте инвестиций произошло в основном на фоне снижения темпов роста инвестиций в машины и оборудование (около 40% совокупных инвестиций в основной капитал). Необходимо отметить, что именно закупки машин и оборудования были основным драйвером инвестиций с начала года. Между тем, другие важные категории инвестиций – нежилые и жилые здания и сооружения (в сумме >40% всех инвестиций) – напротив, в III квартале продолжали демонстрировать улучшение динамики.

Рисунок 13. Динамика основных компонентов инвестиций крупных и средних предприятий*, % г/г



*около 70% всех инвестиций в основной капитал

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Структура инвестиций крупных и средних предприятий, доли %, за девять месяцев 2017 г.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.3. Промышленное производство: сделка ОПЕК+ вызвала снижение выпуска в обрабатывающей промышленности

- В октябре промышленное производство с поправкой на сезонность сократилось на 0,1% м/м, по оценкам Росстата, и на 0,7% м/м, по оценкам ДИП.
- Основной вклад в общее снижение промпроизводства внесла обрабатывающая промышленность. Это во многом вызвано эффектом выполнения соглашений ОПЕК+ по ограничению добычи нефти для нефтепереработки и других смежных секторах, а также сдвигом экспорта нефти и нефтепродуктов в пользу сырой нефти.
- Ожидания бизнеса в промышленном секторе остаются позитивными, поэтому в ближайшие месяцы можно ожидать возвращения промышленности к росту.

⁷ Без субъектов малого предпринимательства и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами.

Согласно оценкам Росстата, в октябре промышленное производство продолжило снижение. После поправки на сезонный и календарный факторы снижение составило 0,1% м/м. В годовом выражении объем промпроизводства не изменился (после +0,9% г/г в сентябре), несмотря на положительный вклад календарного фактора, который должен был поддержать динамику производств прерывного цикла⁸.

Оценки ДИП, которые выглядели гораздо более консервативными относительно темпов роста и падения промышленности в июне–сентябре, в октябре, напротив, указали на более значительное снижение промышленности – на уровне 0,7% м/м⁹. Из них, в частности, следует, что накопленный за январь–май рост производства в значительной степени был «растерян» за истекшие с тех пор месяцы (Рисунок 15).

Основной причиной негативной динамики промышленности, помимо ожидаемого снижения выпуска добывающих отраслей, стало снижение выпуска обрабатывающих производств на 0,7% м/м¹⁰ (замедление до +0,1% г/г с +1,1% г/г в сентябре) после двух месяцев их уверенного роста.

Судя по продуктовой разбивке, на динамике выпуска обрабатывающей промышленности сказался эффект выполнения сделки по ограничению добычи нефти ОПЕК+. Объем первичной переработки нефти и выпуск основных нефтепродуктов в октябре в годовом выражении упали из-за эффекта высокой базы прошлого года (Рисунок 16). Кроме того, сохраняется тенденция смещения структуры нефтяного экспорта в сторону экспорта сырой нефти, что также вносит негативный вклад в динамику выпуска нефтепродуктов. Эффект от сделки ОПЕК+ распространился и на другие смежные секторы. Например, на негативную динамику металлургического производства, помимо прочего, могло оказать влияние замедление роста спроса на трубы, используемые при добыче нефти.

Отрицательный вклад в динамику промышленности внесла и сравнительно теплая погода в октябре¹¹, которая привела к снижению выпуска электроэнергии, газа и пара.

Предварительные данные¹² указывают на то, что в производстве потребительских и инвестиционных товаров в целом не наблюдалось значительного замедления темпов роста. Таким образом, причины снижения объемов промышленного производства в целом носят технический (выполнение сделки ОПЕК+ и его влияние на смежные с нефтегазовой отрасли) и природный (теплая погода) характер.

⁸ В октябре 2017 года было 22 рабочих дня против 21 рабочих дня в октябре 2016 года.

⁹ Однако крайне ограниченный ряд наблюдений по новой методологии заставляет с осторожностью относиться к текущим сезонно сглаженным оценкам промышленного производства. Это связано, прежде всего, с проблемой «виляющего хвоста»: при последующем добавлении данных оценки могут заметно измениться.

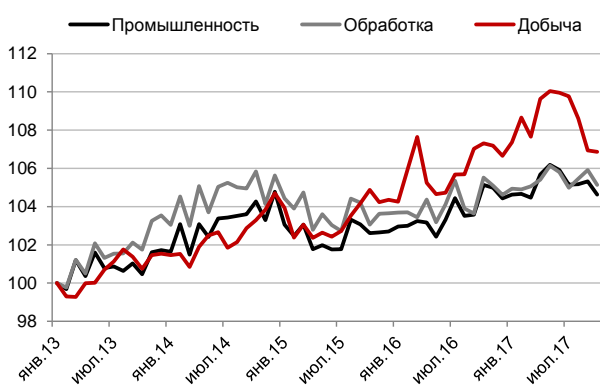
¹⁰ После устранения сезонного и календарного факторов.

¹¹ 3,6°C в октябре 2017 против 1,9°C в октябре 2016.

¹² Точные оценки будут даны по итогам публикации информации о социально-экономическом положении России за январь–октябрь 2017 года.

Сохранившаяся в первой половине ноября теплая погода¹³, динамика добычи нефти и смежных секторов обрабатывающей промышленности, вероятно, продолжат сдерживать рост промышленности в ноябре и, соответственно, рост ВВП в IV квартале. Общая негативная картина октября при этом идет вразрез с динамикой индексов PMI, которые указывали лишь на замедление роста, а не на снижение выпуска. Сохранение позитивных ожиданий в промышленности, о котором в настоящее время свидетельствуют результаты разных опросов, говорит о высокой вероятности возобновления роста промышленности в ближайшие месяцы (с поправкой на указанные выше неблагоприятные эффекты).

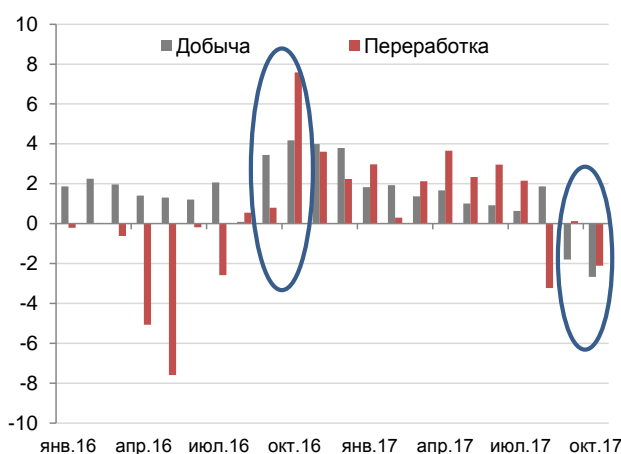
Рисунок 15. Динамика промышленности*
(январь 2013 = 100)



*с поправкой на сезонный и календарный факторы

Источники: Росстат, расчеты Банка России

Рисунок 16. Динамика добычи и переработки нефти в России, % г/г



Источник: Минэнерго

1.2.4. Норма сбережений снизилась за счет оживления кредитования

- Норма сбережений в сентябре 2017 года по данным Росстата составила 5,5%, что ниже значения соответствующего периода прошлого года и ближе к значениям 2011-2013 годов.
- Одним из основных факторов снижения нормы сбережений продолжает оставаться рост кредитования.
- Опросные показатели свидетельствуют об увеличении потребительской активности: население меньше сберегает на фоне роста потребительского кредитования.

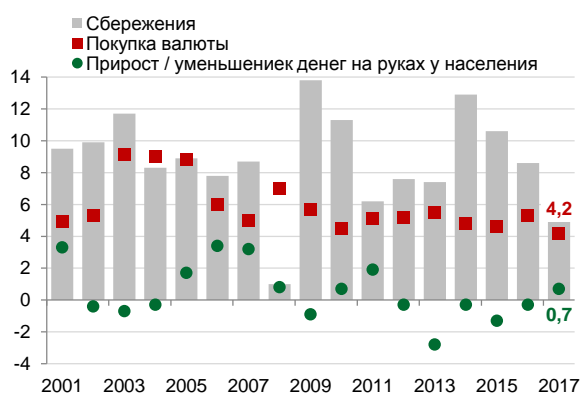
По данным Росстата, в сентябре норма сбережений составила 5,5% после 4,1% в августе¹⁴ и оказалась ближе к значениям сентября 2011–2013 годов, чем к

¹³ -0,8°C за 1-17 ноября 2017 года против -6,8°C за 1-17 ноября в 2016 году в среднем по России.

¹⁴ Значения показателя за январь–август 2017 года были пересмотрены.

уровню сентября прошлого года (Рисунок 17). В связи со снижением нормы сбережений по сравнению с прошлым годом увеличилась доля денежных доходов, направленная на покупку товаров и оплату услуг, в том числе на покупки по банковским картам за рубежом, а также на оплату обязательных платежей и взносов. Кроме того, в отличие от предыдущего года имел место прирост количества денег на руках у населения.

Рисунок 17. Компоненты использования денежных доходов населением в августе (% , сезонность не устранена)



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Изменение в структуре использования денежных доходов населением, в % к денежным доходам



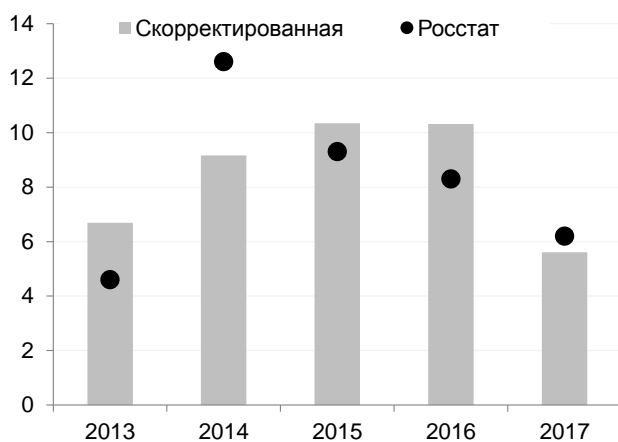
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Оценка нормы сбережений с учетом валютных вкладов и кредитов оказывается чуть ниже показателя Росстата за счет снижения валютных депозитов (Рисунок 19)¹⁵. Более низкое значение нормы сбережений по сравнению с предыдущими годами вызвано оживлением кредитования, вносящим отрицательный вклад в норму сбережений, и снижением прироста депозитов (Рисунок 20). Кроме того, возможно, более активное использование населением альтернативных форм сбережений (в том числе, индивидуальные инвестиционные счета (ИИС) и долевые сертификаты участия (ДСУ)), информация по которым поступает с задержкой, приводит к некоторому занижению оперативной оценки нормы сбережений.

Чистая покупка населением иностранной валюты в сентябре снизилась по сравнению с предыдущим месяцем. Снижение спроса на валюту могло быть частично связано с постепенным завершением туристического сезона. Тем не менее и доля покупки валюты в денежном доходе в сентябре этого года немного снизилась по сравнению с предыдущим годом. Это может частично объясняться направлением населением средств на покупку товаров и услуг (Рисунок 21).

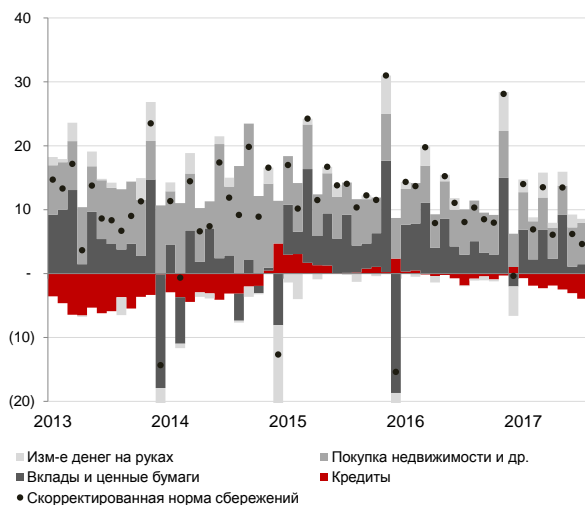
¹⁵ При сравнении в норме сбережений Росстата учитывалось и изменение количества наличности на руках.

Рисунок 19. Норма сбережений в сентябре (% с учетом наличности на руках)



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Разбивка скорректированной нормы сбережений



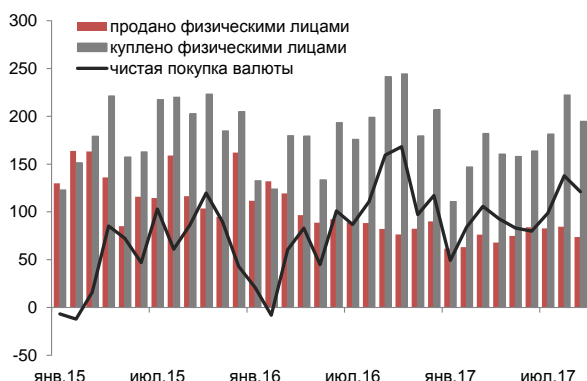
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Поскольку в настоящее время Росстатом производится уточнение методологии по расчету показателей денежных доходов и расходов населения с последующим пересмотром статистики, для более полного представления о потребительской модели поведения стоит учитывать и альтернативные показатели. Согласно результатам опроса, проводимого ООО «инФОМ»¹⁶, в октябре потребительские настроения населения немного ухудшились по сравнению с сентябрем за счет снижения показателей ожиданий, в том числе ожиданий относительно будущего материального положения (Рисунок 22). Так, оценка будущего благосостояния снизилась на 3 п.п. за счет увеличения доли респондентов, считающих, что их материальное положение ухудшится в ближайшие 12 месяцев. Большинство респондентов не ожидает его изменения. Оценка текущего материального положения не претерпела значительных изменений.

Отношение населения к сбережениям в октябре также несколько ухудшилось. Хотя по сравнению с сентябрем доля респондентов, которым удалось совершить сбережения, не изменилась, она является минимальной с начала 2016 года. Кроме того, в сентябре–октябре выросла доля тех, кто на данный момент не имеет сбережений. Однако, с учетом того, что доля тех, кому приходилось экономить за последние три месяца, снизилась, можно предположить, что в октябре часть средств была направлена по покупку товаров и услуг, а не на накопление сбережений. Учитывая снижение оценок респондентами благоприятности сбережений, а также то, что доля респондентов, имеющих кредит, продолжила расти, можно говорить об увеличении потребительской активности населения. Таким образом, потребительские настроения в октябре могут привести к сохранению нормы сбережений на более низком уровне, чем год назад за счет меньшего роста депозитов и оживления кредитования.

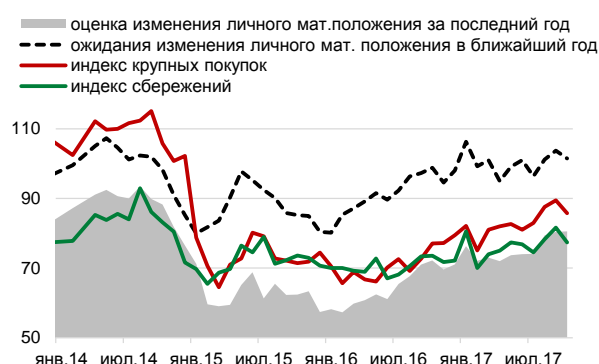
¹⁶ См.: «Инфляционные ожидания и потребительские настроения». 2017. [№10 \(Октябрь\)](#).

Рисунок 21. Динамика покупки, продажи и чистого приобретения иностранной валюты населением (млрд руб.)



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Динамика индекса крупных покупок и сбережений, оценки и ожиданий изменения личного материального положения, п.п.



Источник: опрос «инФОМ».

1.2.5. Дальнейшее восстановление потребительского спроса

- Рост розничного товарооборота в октябре составил 3,0% г/г, после 3,1% г/г в сентябре.
- Высокая сентябрьская база сравнения, в том числе из-за смещения сроков сбора урожая плодоовощной продукции, привела к сокращению оборота розничной торговли в октябре с поправкой на сезонный и календарный факторы на 0,35% м/м.
- Рост реальных заработных плат, оживление кредитования и оптимистичные потребительские ожидания будут продолжать способствовать восстановлению потребительского спроса.

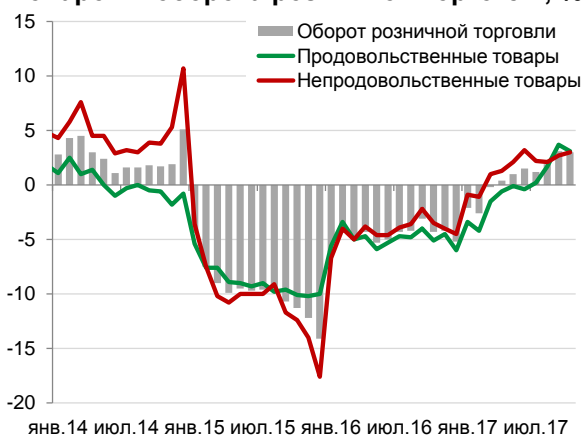
В октябре, по данным Росстата, темп роста оборота розничной торговли составил 3,0% г/г, после 3,1% г/г в сентябре – максимального роста с декабря 2014 года. Восстановление товарооборота продолжает поддерживаться ростом реальных заработных плат, который в октябре составил 4,3% г/г после 4,4% г/г месяца назад.

Оборот продовольственных товаров продолжает расти немного быстрее, чем оборот непродовольственных товаров, хотя разрыв между темпами прироста сократился по сравнению с предыдущим месяцем. Так, продажи продовольственных товаров выросли на 3,1% г/г, а продажи непродовольственных – ускорились до 3,0% г/г с 2,7% г/г.

С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли, по нашим оценкам, сократился на 0,35% м/м после роста на 0,6% м/м в сентябре (Рисунок 24). При этом в отчетном месяце наблюдалось сокращение оборота как продовольственных, так и непродовольственных товаров – на 0,56% м/м и 0,4%

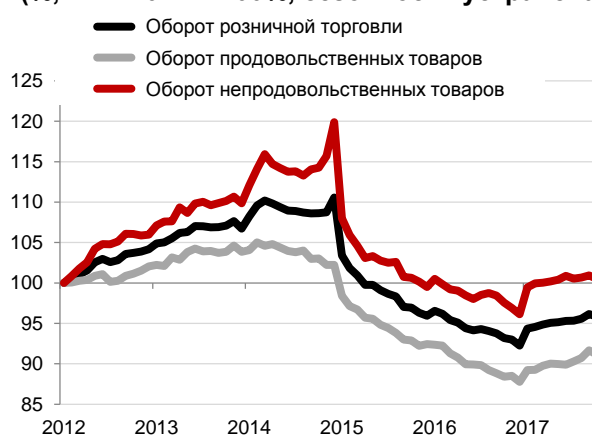
м/м¹⁷ соответственно. Снижение вероятно связано с большими покупками продовольственных товаров в сентябре из-за более поздних сроков сбора и продаж урожая плодоовощной продукции в этом году, а также - с более равномерной динамикой покупок непродовольственных товаров в течение года (в пользу чего говорит ускорение роста продаж непродовольственных товаров в годовом выражении).

Рисунок 23. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика оборота розничной торговли (% , янв. 2012 = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Данные исследовательского холдинга «Ромир»¹⁸ указывают на рост реальных потребительских расходов населения в октябре на 5,5% по сравнению с сентябрем, что отчасти связано с прекращением сезонного снижения цен на некоторые виды плодоовощной продукции. Однако, учитывая тот факт, что за прошедший месяц выросла доля затрат на непродовольственные товары (с 50 до 53%), можно заключить, что дополнительные расходы были скорее всего направлены именно на них. Реальные расходы снизились на 2,1% г/г после роста на 0,3% г/г в сентябре. С точки зрения потребительских расходов отдельных доходных групп стоит отметить, что группа потребителей со средними доходами за год увеличила свои расходы на 2,5%, что значительно выше показателей других доходных групп.

По результатам опроса, проводимого ООО «инФОМ»¹⁹, в октябре потребительские настроения населения немного ухудшились по сравнению с сентябрем. Октябрьские оценки текущего и будущего материального положения практически не изменились (Рисунок 27). Вместе с тем, уже в ноябре респонденты стали лучше отзываться об изменении их материального положения за прошедший год и ожидают его улучшения в будущем²⁰. Доля респондентов, материальное положение которых за прошедший год ухудшилось, продолжила постепенно уменьшаться, достигнув в ноябре 30%.

¹⁷ Динамика отдельных показателей может не соотноситься с общей динамикой.

¹⁸ Исследовательский холдинг «Ромир» [«Пошли в расход». 08.11.2017.](#)

¹⁹ «Инфляционные ожидания и потребительские настроения». [№10. Октябрь 2017.](#)

²⁰ По оперативным данным за ноябрь.

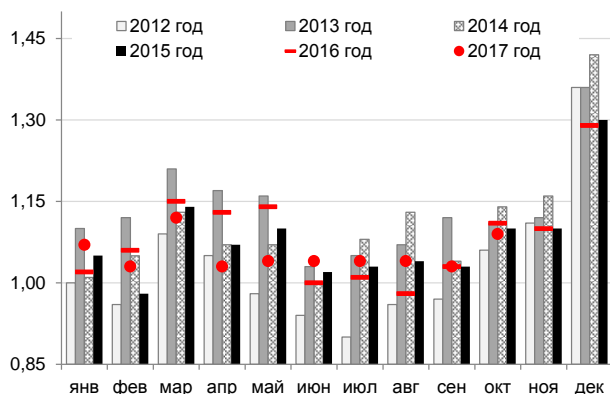
Рисунок 25. Динамика реальных доходов населения, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

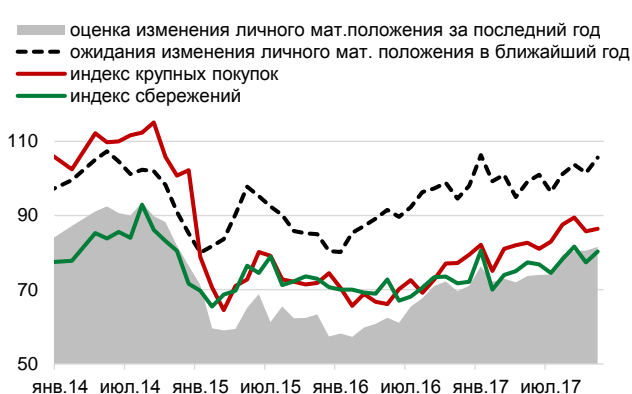
Оценка отношения населения к крупным покупкам в октябре немного ухудшилась после роста в течение трех предыдущих месяцев, однако ее значение остается выше уровня начала года. Доля тех, кто предпочел бы потратить свободные деньги на покупку дорогостоящих товаров, выросла на фоне снижения доли тех, кто предпочел бы их сберечь. В ноябре отношение респондентов к крупным покупкам практически не изменилось. В целом, учитывая намеченный тренд на снижение оценки благоприятности времени для сбережений, а также то, что доля респондентов, имеющих кредит, продолжила расти, можно говорить о потенциальном увеличении потребительской активности населения.

Рисунок 26. Динамика реальных повседневных расходов населения (% , январь 2012=100%)



Источник: Исследовательский холдинг «Ромир».

Рисунок 27. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, п.п.



Источник: ООО «инФОМ», расчеты ДИП.

1.2.6. Безработица остается низкой, реальные зарплаты ускорили рост

- В октябре уровень безработицы с поправкой на сезонную составляющую немного снизился, оставаясь вблизи своего естественного уровня.
- Годовой темп роста номинальных зарплат в сентябре был пересмотрен в сторону увеличения практически на 2 п.п., оказав положительное влияние на темп роста реальных зарплат.
- Исполнение майских указов будет поддерживать рост заработных плат на протяжении 2018 года.

На протяжении всего текущего года безработица продолжает оставаться на стабильно низком уровне. В октябре он повысился до 5,1% после 5,0% в сентябре, а сезонно сглаженный показатель за месяц незначительно снизился – с 5,24% в сентябре до 5,18% (Рисунок 28).

Рисунок 28. Уровень безработицы, %



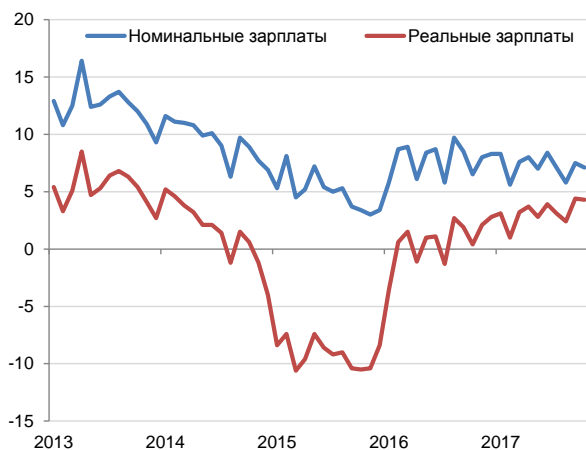
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Росстат, как и предполагалось, пересмотрел темпы роста номинальной заработной платы в сентябре в сторону повышения – с 5,6 до 7,5% г/г. Пересмотр положительно отразился на годовом темпе роста реальной заработной платы, который в итоге составил 4,4% г/г.

Согласно предварительным оценкам, номинальная зарплата в октябре выросла на 7,1% г/г (Рисунок 29). Темпы роста номинальных зарплат уже почти два года в среднем держатся на уровне 7–8% г/г. В то же время реальная заработная плата выросла на 4,3% г/г. Недавнее ускорение роста реальной зарплаты объясняется продолжающимся замедлением инфляции. Таким образом, низкая инфляция увеличивает покупательную способность доходов.

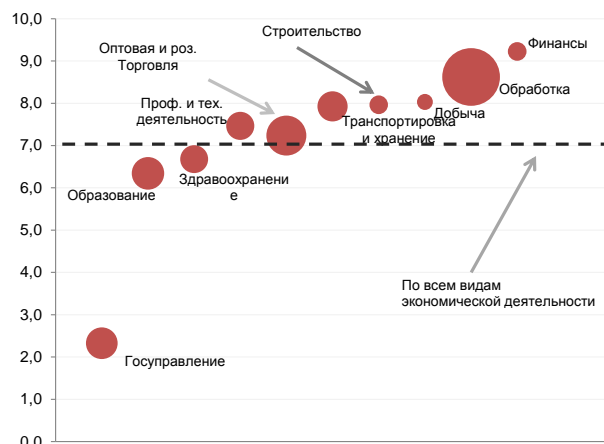
Динамика заработных плат в разрезе по видам экономической деятельности остается прежней (Рисунок 30). Ожидаемое исполнение майских указов будет поддерживать общий рост зарплат на повышенном уровне в течение всего 2018 года.

Рисунок 29. Темп роста номинальной и реальной заработной платы, %, г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 30. Рост номинальных зарплат по видам деятельности за январь-сентябрь, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Площадь кружков пропорциональна доле вида экономической деятельности в фонде оплаты труда.

1.2.7. Индекс PMI в ноябре указал на стабилизацию роста в обработке

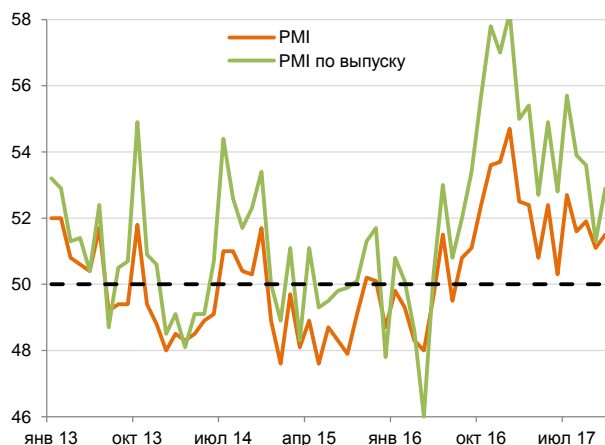
- В ноябре индекс PMI в обрабатывающих отраслях вырос до 51,5 пп, среднего уровня индекса за весь период наблюдений.
- При этом деловые ожидания компаний снизились и компании сектора снова возобновили сокращение занятости.
- Динамика индекса PMI указывает на стабилизацию темпов роста на более умеренных уровнях. Однако рост цен на нефть выше 60 долл./барр. может привести к еще одной небольшой волне ускорения роста деловой активности.

В ноябре индекс PMI обрабатывающих отраслей вырос с 51,1 пп до 51,5 пп, указав на ускоренное расширение деловой активности сектора по сравнению с октябрём (Рисунок 31). Однако динамика индекса уже четвертый месяц подряд колеблется около среднего уровня индекса за весь период наблюдений, вероятно, свидетельствуя о достижении сектором устойчивых, хотя и умеренных темпов роста. В связи с этим, вероятно сохранение низкой волатильности интегрального индекса и в ближайшие месяцы.

Рост индекса PMI в ноябре был обеспечен улучшением динамики новых заказов, темпы роста которых оказались максимальными с июля 2017 года. Новые экс-

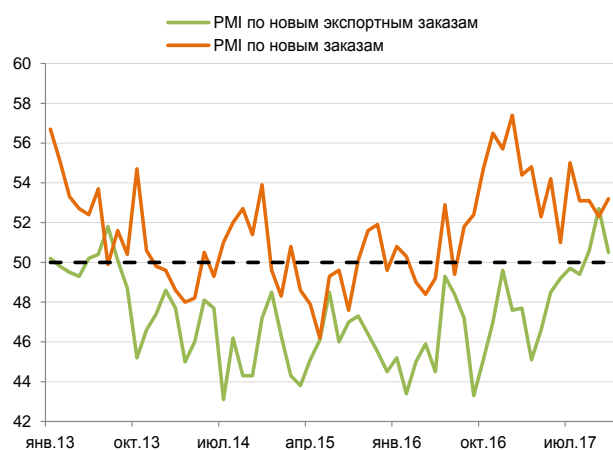
портные заказы также выросли, однако, менее высокими по сравнению с октябрем темпами (Рисунок 32). Индекс PMI по объемам производства также превысил октябрьский показатель (Рисунок 31). Кроме того, возобновился рост закупочной активности, а запасы готовой продукции сократились максимальными с января 2016 года темпами, указывая на опережающий рост спроса по сравнению с производством.

Рисунок 31. Динамика различных индексов PMI обрабатывающих отраслей, пп



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 32. Динамика компонент индекса PMI обрабатывающих отраслей по заказам, пп

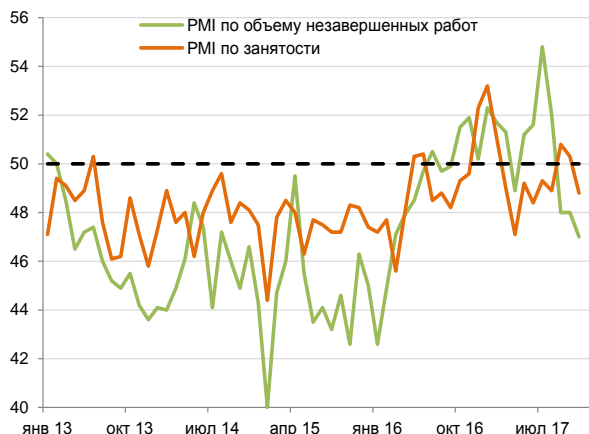


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Тем не менее, совокупность этих факторов не стала достаточным основанием для сохранения повышенного оптимизма компаний. Индекс деловых ожиданий снова снизился, опустившись в ноябре ниже своего среднего уровня за всю историю наблюдений. Объем незавершенных работ сократился максимальными за 21 месяц темпами. Кроме того, компании сократили занятость, прервав тенденцию увеличения числа рабочих мест, начатую в августе (Рисунок 33). Вероятно, компании обрабатывающих отраслей верят в устойчивость невысоких темпов роста, которые были характерны для сектора в течение последних месяцев. В связи с этим, возможно, компании оптимизируют численность рабочей силы, исходя именно из таких ожиданий. Это может свидетельствовать об ослаблении рисков для рынка труда со стороны обрабатывающей промышленности.

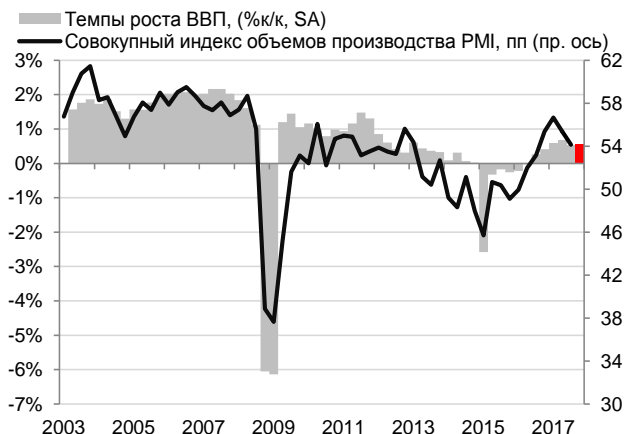
В целом IV квартал по-прежнему характеризуется более медленными, но, вероятно, и более устойчивыми темпами роста объемов производства сектора, что в целом соответствует постепенному замедлению экономического роста до потенциальных темпов роста (Рисунок 34). В то же время рост цен на нефть выше 60 долл./барр. может привести к еще одной небольшой волне ускорения роста. Это косвенно подтверждается повышением нами индексной оценки роста экономики в IV квартале 2017 года до 0,6% к/к (подробнее см. подраздел 2.2.1. Индексная оценка ВВП в ноябре повышена).

Рисунок 33. Динамика различных индексов PMI обрабатывающих отраслей, пп



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 34. Динамика ВВП и сводного индекса PMI



Источник: Bloomberg Finance L.P., Росстат, расчеты Банка России

1.2.8. Бюджетная консолидация идет с заметным опережением графика

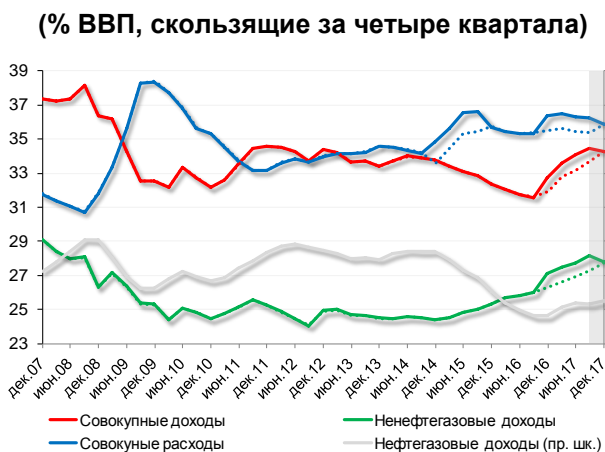
- По итогам трех кварталов 2017 года доходы бюджетной системы на 2,4 п.п. ВВП выше г/г, в том числе нефтегазовые доходы – на 1,4 п.п., что прежде всего вызвано улучшением собираемости налогов, связанных с внутренним производством. По итогам года превышение снизится, но останется большим.
- Расходы бюджетной системы в целом следуют сезонности 2016 года, а в структуре происходит сдвиг от военного к экономическому и социальному блокам и от расходов на конечное потребление к трансфертам и капитальным вложениям.
- По итогам 2017 года дефицит бюджетной системы составит около 1,5% ВВП, что на 2 п.п. ниже, чем в 2016 году и примерно на 0,7 п.п. ниже запланированного Минфином России уровня на 2017 год. В 2017 году будет достигнут ориентир по дефициту на 2018 год.

В 2017 году произошел резкий рост доходной части бюджетной системы России (Рисунок 35). За первые три квартала доходы выросли до 33,7% ВВП, или на 2,4 п.п. ВВП г/г²¹, в том числе нефтегазовые – на 1,0 п.п. и нефтегазовые – на 1,4 процентного пункта. Первое является следствием роста нефтяных цен (Рисунок 36): позитивный эффект от Соглашения об ограничении добычи ОПЕК+ значительно перевесил недобор доходов от сокращения добычи и экспорта. Второе вызвано ростом налоговых доходов, связанных с внутренним производством, что прежде всего можно объяснить улучшением их собираемости (неналоговые платежи и налоговые доходы, связанные с импортом, растут примерно одинаковыми темпами с уровнем ВВП).

²¹ За III квартал 2017 года используются предварительные оценки ВВП Минфина России.

В III квартале нефтегазовые доходы выросли на 1,6 п.п. ВВП г/г, а нефтегазовые снизились: -0,1 п.п. ВВП г/г.

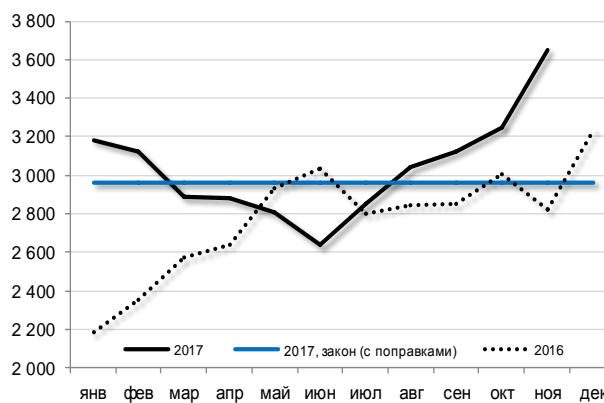
Рисунок 35. Основные показатели бюджетной системы России



Источники: Минфин России, Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

* Пунктиром обозначены оценки без учета крупных однократных факторов: докапитализации банков в IV квартале 2014 года и расходов на досрочное погашение кредитов ОПК и приватизации Роснефти в IV квартале 2016 года.

Рисунок 36. Месячная рублевая цена барреля нефти Urals в 2016-2017 годах



Источники: Банк России, Минфин России, расчеты ДИП.

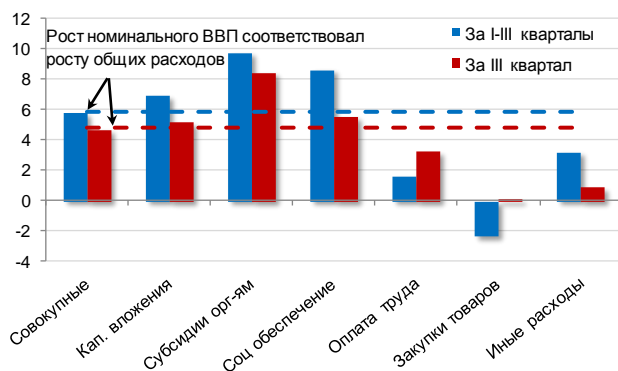
В IV квартале начнет играть роль высокая база по нефтегазовым доходам из-за эффекта, вызванного приватизацией Роснефти²². Также может остаться небольшим изменение нефтегазовых поступлений относительно ВВП. При этом по итогам 2017 года рост доходной части бюджетной системы останется высоким – по нашим оценкам, 1,4 п.п. ВВП г/г (Рисунок 35) и почти на 1 п.п. ВВП выше, чем предполагают Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018–2020 годы (далее – ОНБП).

Расходы бюджетной системы на 2017 год в соответствии с ОНБП запланированы на 1,2 п.п. ВВП ниже, чем в 2016 году, но за вычетом расходов на досрочное погашение кредитов ОПК в IV квартале 2016 года²³ – на сопоставимом уровне (Рисунок 35). Внутри 2017 года наблюдалось опережающее расходование средств в I квартале, которое затем было отыграно во II квартале, после чего сезонность расходования соответствует сезонности 2016 года (Рисунок 37). В структуре расходов по функциональной классификации продолжается заметное смещение расходов от военного к экономическому и социальному блокам. В экономической классификации расходов происходит смещение от расходов на конечное потребление (закупку товаров и услуг, оплату труда и основную часть иных расходов) к трансфертам (предприятиям и населению) и капитальным вложениям (Рисунок 37).

²² Доходы от приватизации Роснефти составили почти 3 п.п. ВВП за IV квартал 2016 года.

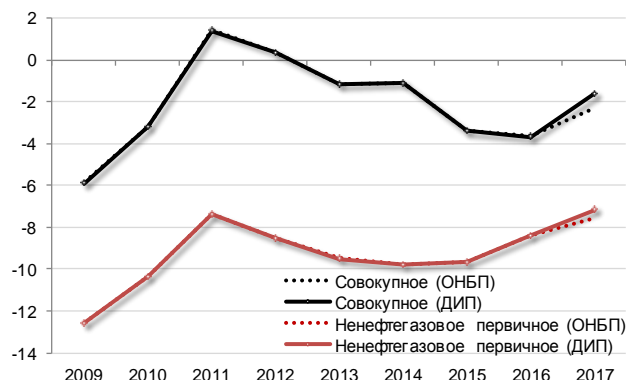
²³ Расходы на досрочное погашение кредитов ОПК составили немногим более 3 п.п. ВВП за IV квартал 2016 года.

Рисунок 37. Темпы роста расходов бюджетной системы по экономической классификации, % г/г



Источники: Казначейство России, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Совокупное и нефтегазовое первичное сальдо бюджетной системы, % ВВП



Источники: Казначейство России, Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

По нашим оценкам, по итогам 2017 года дефицит бюджетной системы значительно снизится по отношению к предыдущему году и составит около 1,5% ВВП: чуть больше при предположении о полном расходовании запланированных ассигнований и немногим меньше при предпосылке о традиционно неполном расходовании средств (Рисунок 38). Это не только на 2 п.п. ниже, чем по итогам 2016 года, но и примерно на 0,7 п.п. ниже, чем заложено в недавней версии ОНБП из-за консервативной оценки доходов Минфином России. Таким образом, уже по итогам 2017 года будет достигнут ориентир по дефициту бюджетной системы на 2018 год (1,5% ВВП). Это говорит о том, что бюджетная консолидация проводится опережающими темпами.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Экономики США и еврозоны уверенно растут

- Рост ВВП США превысил 3% в аннуализированном виде и в IV квартале может еще ускориться за счет сильного внутреннего спроса.
- Уверенный рост экономики еврозоны пока не приводит к ускорению инфляции – она остается ниже 1%.
- Небольшое ускорение экономики Великобритании во 2 полугодии обусловлено активным потребительским спросом, инвестиции компаний снижаются – неопределенность вокруг ситуации с Brexit заставляет компании сберегать, а не инвестировать.

- Рост ВВП Японии превышает потенциальный, но положительный разрыв выпуска должен сохраняться минимум два года, чтобы привести к ускорению инфляции.
- Рост экономики Китая продолжает замедляться, чему способствует снижение поддержки из бюджета внутри 2017 года и будет способствовать переход с количественных на качественные показатели роста в последующие годы. Народный банк Китая возобновил активные покупки иностранной валюты в рамках политики поддержания стабильного курса юаня.

США: рост ВВП превысил 3% и без налоговой реформы.

Октябрьская статистика указывает на продолжение уверенного роста экономики, даже после учета восстановительного эффекта, связанного с компенсацией последствий разрушительных ураганов III квартала. Так розничные продажи в октябре выросли на 0,2% м/м, что выглядит оптимистично, учитывая рост на внушительные 1,9% м/м в сентябре. Промышленное производство также продемонстрировало положительные темпы роста. С поправкой на восстановление производственной активности после ураганов рост промышленности составил бы солидные 0,3% м/м. Отметим, что динамика индексов PMI в IV квартале и уверенный рост глобальной экономики сулят продолжение роста деловой активности американской экономики и улучшение на рынке труда.

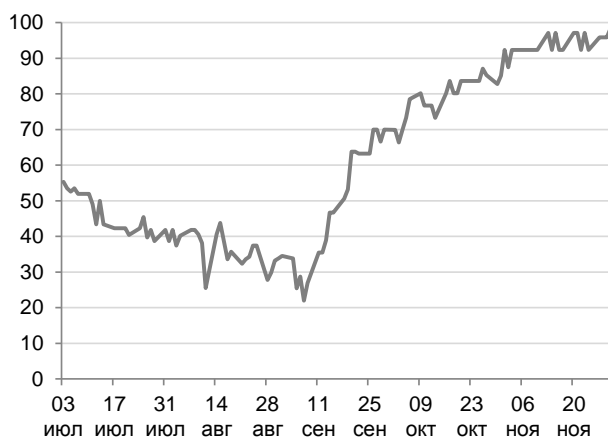
После 3,3% saar в III квартале, оценки nowcast Нью-Йоркского ФРБ указывает на рост экономики на уровне 3,7% saar в IV квартале. Вполне вероятно, что в IV квартале драйвером экономического роста останется внутренний спрос на фоне продолжающегося улучшения на рынке труда и снижения нормы сбережений (до 3,4% в III квартале снизилась).

В октябре БИПЦ ускорился до 1,8% г/г после пяти месяцев нахождения на отметке 1,7% г/г. Базовый дефлятор потребительских расходов также прибавил 0,1пп в октябре до 1,45% (Рисунок 39). Последнее в целом является обнадеживающим фактом, так как ускорение было обеспечено ускорением роста в секторе услуг, являвшегося главным «виновником» торможения инфляции в первой половине 2017 года.

Медленное ускорение инфляции остается главным вопросом для обсуждения внутри Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC). В протоколе с последнего заседания FOMC (31 октября – 1 ноября) подчеркивается необходимость крайне осторожной нормализации монетарной политики. Тем не менее, рынок практически не сомневается в декабрьском повышении ставки – ее вероятность, исходя из динамики фьючерсов на ставку ФРС, вплотную приблизилась к 100% (Рисунок 40).

Рисунок 39. Динамика инфляции в США, % г/г

Источник: Bloomberg Finance L.P.

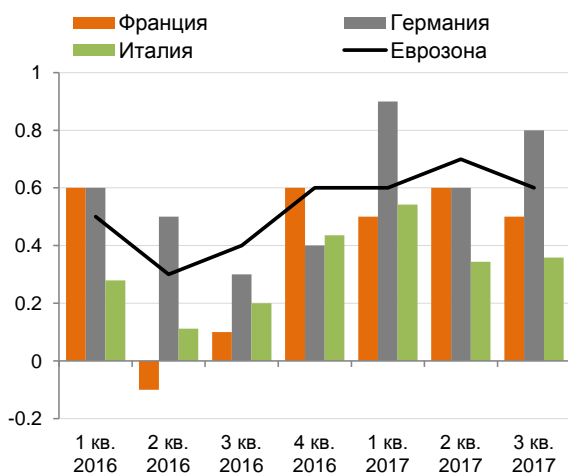
Рисунок 40. Вероятность повышения ставки ФРС США на декабрьском заседании, %

Источники: Bloomberg Finance L.P.

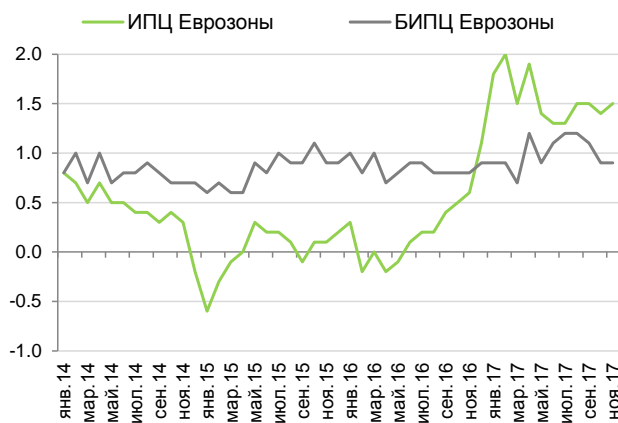
Еврозона: инфляция по-прежнему не дотягивает до 1%

ВВП еврозоны в III квартале вырос на 0,6% к/к, 2,5% г/г. Оценка несколько превысила прогнозы аналитиков, но по-прежнему сигнализирует о небольшом замедлении темпов роста экономики – статистика за II квартал была пересмотрена с +0,6 до +0,7% к/к. Однако рост экономики по-прежнему превышает потенциальный. А динамика опережающих индикаторов (в том числе PMI) указывает на оптимистичное и уверенное завершение 2017 года.

Позитивная статистика роста ВВП сопровождалась оптимистичными данными по рынку труда. Уровень безработицы в сентябре опустился ниже 9%, и в октябре составил 8,8%. Тем не менее, еврозона разделяет проблемы всех развитых стран: несмотря на солидные экономические темпы роста, иногда превышающие потенциальные, инфляционная динамика остается слабой. В октябре-ноябре БИПЦ составил 0,9% г/г.

Рисунок 41. Динамика макропрогнозов ЕЦБ

Источник: ЕЦБ.

Рисунок 42. Динамика инфляции в еврозоне, % г/г

Источники: Bloomberg Finance L.P.

Великобритания: динамика производительности не возвращается к предкризисному тренду

Рост ВВП в III квартале 2017 года составил +0,4% к/к. Оценки NIESR указывают на рост на 0,5% к/к в августе–октябре 2017 года, что говорит о небольшом ускорении экономики во втором полугодии 2017 года (Рисунок 43).

Главный вклад в рост в III квартале внесло потребление домохозяйств (+0,6% к/к). Темпы роста валового накопления составили 0,5% к/к, но рост инвестиций в основной капитал замедлился по всем компонентам (Рисунок 44). Компании предпочитают направлять свободные денежные средства на банковские счета. Снижающаяся бизнес-уверенность и слабый спрос на корпоративное кредитование являются следствием неопределенности вокруг ситуации с Brexit и первопричиной замедления роста инвестиций. Домохозяйства, напротив, придерживаются противоположной стратегии.

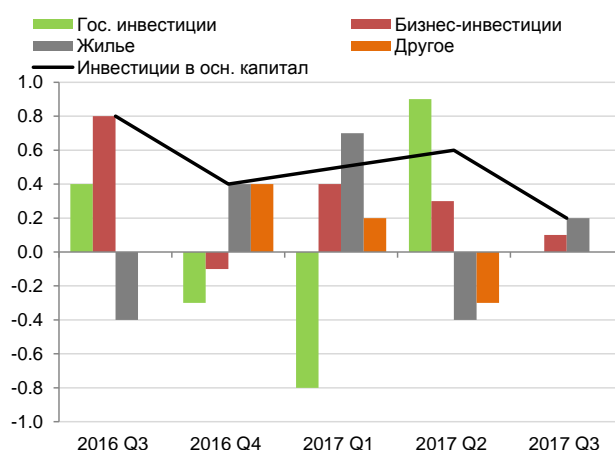
В октябре в очередной раз было зафиксировано замедление темпов роста депозитов на фоне сохранения динамичного роста кредитования. Устойчивость роста потребительского кредитования беспокоит Банк Англии. Однако опрос доступности кредитования свидетельствует о начавшемся постепенном ужесточении условий кредитования. Это может привести к замедлению основного драйвера роста ВВП – внутреннего потребления. Этот риск нашел отражение в пересмотре бюджетным офисом траектории роста экономики Великобритании до 2021 года. Рост ВВП был значительно пересмотрен в сторону снижения вплоть до 2021 года вслед за понижением прогноза роста производительности (Рисунок 46). Среднегодовой рост экономики Великобритании в ближайшие 5 лет составит 1,4%, что значительно ниже прогноза роста мировой экономики.

Рисунок 43. Компоненты роста ВВП Великобритании, % к/к



Источник: Office for National Statistics.

Рисунок 44. Динамика компонент валового накопления, % к/к



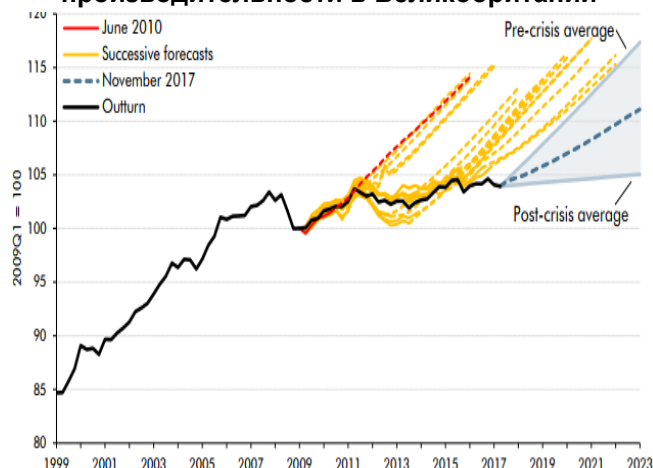
Источник: Office for National Statistics.

Рисунок 45. Темпы роста депозитов населения, % г/г



Источник: UK Finance.

Рисунок 46. Прогноз и факт по динамике производительности в Великобритании



Источник: Office for Budget Responsibility.

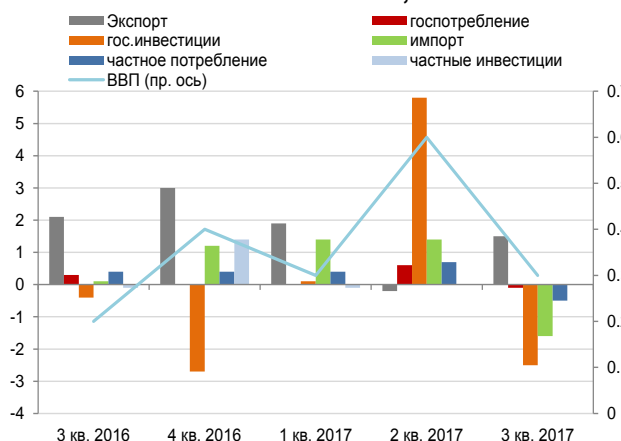
Япония: седьмой квартал подряд экономической экспансии.

Рост ВВП в III квартале замедлился до 0,3% к/к после 0,6% к/к в II квартале на фоне сокращения внутреннего спроса на 0,2% к/к. В основе замедления лежит падение потребления домохозяйств (-0,5% к/к) и государственных инвестиций. Бизнес-инвестиции продемонстрировали при этом скромный рост на 0,2% к/к. Положительный вклад в рост внес внешний сектор – экспорт в III квартале прибавил 1,5% к/к при снижении импорта на 1,6% к/к (Рисунок 47).

Отметим, что III квартал 2017 года стал седьмым кварталом подряд роста экономической активности. Последний раз столь длительная экспансия была характерна для японской экономики с II квартала 1999 года по I квартал 2001 года. По оценкам Банка Японии, текущая положительная динамика ВВП обеспечила рост экономики на 2,9%, что на 1,5 п.п. выше потенциала. В результате японская экономика стала характеризоваться положительным разрывом выпуска, который, по итогам II квартала 2017 года, достиг 1,22% от потенциального ВВП. Оценки бюджетного офиса более консервативные – 0,5% потенциального ВВП по итогам III квартала 2017 года (Рисунок 48).

Текущая динамика ВВП и его разбивка в части компонент использования должны стать еще одним доказательством в пользу проведения более активной фискальной политики, так как инструменты Банка Японии практически полностью исчерпаны. По оценкам Банка Японии, для разгона инфляции к цели рост ВВП должен превышать потенциальный еще не менее двух лет.

Рисунок 47. Динамика компонент ВВП Японии по использованию, % к/к



Источник: Japan Macro Advisors.

Рисунок 48. Оценки разрыва выпуска, % потенциального выпуска

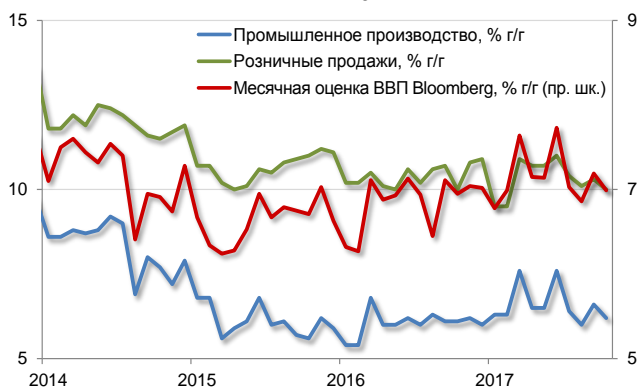


Источник: Japan Macro Advisors.

Китай: рост экономики замедляется, Народный банк Китая сдерживает укрепление юаня в рамках политики по поддержанию стабильности курса

По итогам III квартала рост ВВП Китая замедлился до 6,8% (6,9% в I–II кварталах), а октябрьские данные указывают на то, что замедление экономического роста продолжается. В октябре рост промышленного производства снизился до 6,2% г/г, рост розничных продаж – до 10,0% г/г, рост инвестиций в основной капитал упал до 3,2% г/г (в сентябре 6,6; 10,3 и 6,2% г/г соответственно) (Рисунок 49, Рисунок 50).

Рисунок 49. Промышленное производство, розничные продажи и оценка Bloomberg роста ВВП Китая



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 50. Показатели инвестиций в основной капитал в Китае

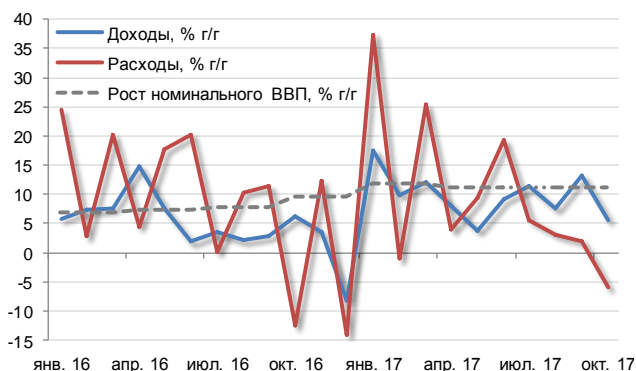


Источники: CEIC, расчеты ДИП.

К факторам негативной динамики можно отнести закрытие властями части загрязняющих окружающую среду предприятий и ограничение активности на рынке недвижимости. Кроме того, сдерживающее влияние оказывает государственный бюджет: опережающее расходование средств в первой половине года вызывает потребность в снижении темпов роста расходов в IV квартале (Рисунок 51). При

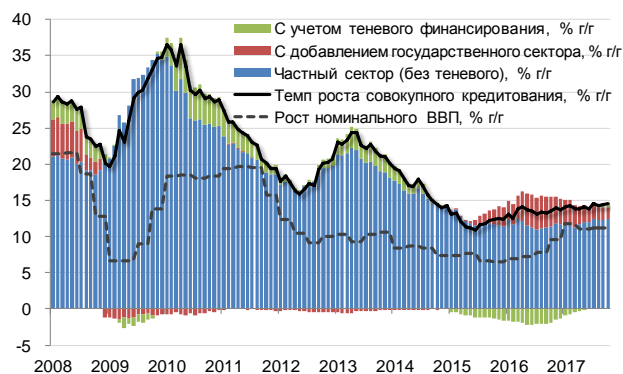
этом мы пока по-прежнему не видим замедления темпа роста кредитования из-за продолжающейся активизации теневого финансирования (Рисунок 52).

Рисунок 51. Показатели бюджетной системы Китая



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

Рисунок 52. Показатели совокупного кредитования в Китае



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

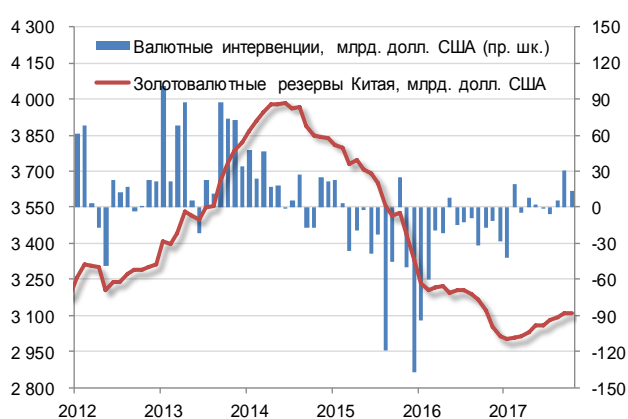
Статистика внешней торговли Китая остается сильной, но конкурентоспособность китайских товаров снижается. В октябре в долларовом выражении рост импорта составил 17,2% г/г, экспорта – 6,9% (в сентябре 18,6 и 8,0% г/г соответственно) (Рисунок 53). Импорт (сезонно-сглаженный м/м) растет благодаря высокому внутреннему спросу и закрытию части предприятий. При этом экспорт сокращается. На фоне улучшения мировой торговли и пересмотра в сторону увеличения прогноза роста мировой экономики (10 октября МВФ повысил прогноз на 2017 год на 0,1 п.п., до 3,6%) это указывает на возможное снижение конкурентоспособности китайских товаров, чему, вероятно, способствует наблюдавшееся с начала августа укрепление курса юаня.

Рисунок 53. Показатели внешней торговли Китая (долл. США)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 54. Золотовалютные резервы и валютные интервенции НБК



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

В рамках политики по стабилизации валютного курса Народный банк Китая (НБК) возобновил покупку валюты (Рисунок 54). По нашим оценкам, НБК осуще-

ствил наибольшие с 2014 года интервенции в сентябре и продолжил покупки в октябре, способствуя развороту тренда на укрепление курса юаня. С этой же целью в сентябре НБК отменил 20%-ную норму резервирования для покупки валютных форвардов, снизив издержки игры против юаня.

По нашему мнению, в последующие кварталы замедление роста китайской экономики продолжится. В своей речи на съезде Коммунистической партии Китая в октябре Си Цзиньпин (был переизбран на второй срок на пост главы Китая) сказал о смене приоритетов в вопросе экономического роста с количественных на качественные показатели, а среди ключевых направлений реформ назвал повышение равенства доходов и снижение бедности²⁴; снижение загрязнения окружающей среды; реформу государственных предприятий; борьбу с «пузырем» на рынке недвижимости и снижение уровня долговой нагрузки в экономике. Кроме того, в ноябре председатель НБК Чжоу Сяочуан в статье написал о необходимости предупреждения системного риска на финансовых рынках, указав на общее недостаточное регулирование, наличие большого числа «финансовых хищников», рост доли плохих долгов в банковской сфере, использование Интернет финансирования для финансовых спекуляций, а также потребность снижения долговой нагрузки в экономике.

Вслед за этим власти Китая активизировали ужесточение регулирования финансовых рынков. Усиление коснулось трех направлений: инвестиционных продуктов (asset management products), Интернет финансирования и жилищного рынка. Основными пунктами являются контроль за ростом объемов финансирования и целевым использованием средств. Оперативное принятие данных мер²⁵ стало неожиданностью для экономических агентов и вызвало резкий рост процентных ставок и доходностей ценных бумаг, при этом подтвердив серьезность намерений властей по борьбе с системными рисками в экономике. Это может иметь негативный эффект на темпы роста экономики, но положительно скажется на ее устойчивости в среднесрочной перспективе. Мы ожидаем, что по итогам 2017 года рост экономики составит 6,8%, после чего умеренно снизится до «около 6,5%» в 2018 году.

1.3.2. Интерес к активам стран с формирующимися рынками возвращается

- Краткосрочные долларовые ставки (включая доходности коротких гособлигаций США) продолжают обновлять послекризисные максимумы по мере приближения к декабрьскому заседанию ФРС
- Рост волатильности на китайском рынке акций, вызванный ростом доходностей государственных облигаций, пока не оказал значительного влияния на глобальные рынки.

²⁴ Согласно официальной статистике, по коэффициенту Джини Китай уступает большинству стран (0,47).

²⁵ Mizuho указывает, что большинство аналитиков ожидало ужесточения регулирования после Национального Народного Конгресса в марте 2018 года.

- Курс рубля в начале ноября начал «догонять» валюты других развивающихся стран, которые в сентябре–октябре ослаблялись, а в ноябре стали укрепляться на фоне роста интереса к активам стран с формирующимися рынками.
- Наклон кривой доходности ОФЗ становится все круче по мере постепенного приближения ставок Банка России к нейтральному уровню.

Глобальные рынки

Краткосрочные долларové ставки, которые наиболее чувствительны к динамике ключевой ставки и ожиданиям по дальнейшей политике ФРС США продолжают обновлять посткризисные максимумы (Рисунок 56). Учитывая более стабильную динамику долгосрочных ставок, которые в большей степени зависят от инфляционных ожиданий, кривая доходностей гособлигаций США становится все более плоской. Уплотнение кривой доходности может привести к снижению доходов банков, что может иметь долгосрочные негативные последствия для экономики США.

В ноябре в активную фазу вошли обсуждения налоговой реформы Д. Трампа. В течение месяца это на некоторое время вызывало всплеск волатильности (Рисунок 57), однако не привело к серьезным последствиям для рынков акций в США, которые продолжили обновлять исторические максимумы.

Курс доллара США в ноябре снизился как по отношению к валютам развитых, так и развивающихся стран, отражая рост аппетита к риску (Рисунок 55). Курс рубля по итогам месяца остался практически неизменным по отношению к доллару, что стало третьим «с конца» результатом среди валют развивающихся стран после Чили и Турции. По сути, рубль частично отыграл ослабление валют развивающихся стран, которое наблюдалось в сентябре и октябре, так как в тот период он был очень стабилен за счет поддержки от высоких цен на нефть.

Рисунок 55. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

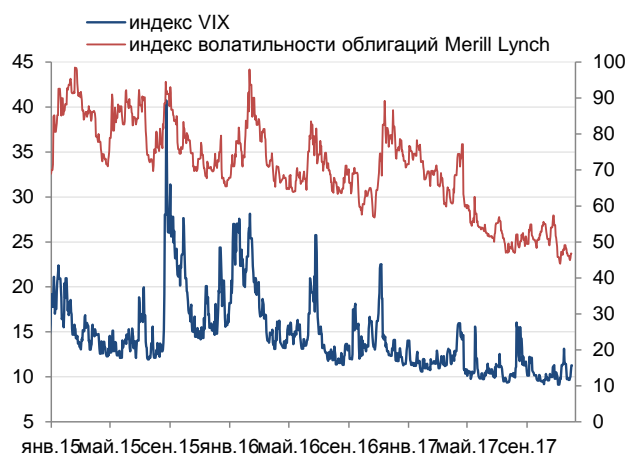
Рисунок 56. Динамика краткосрочных долларовых ставок, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

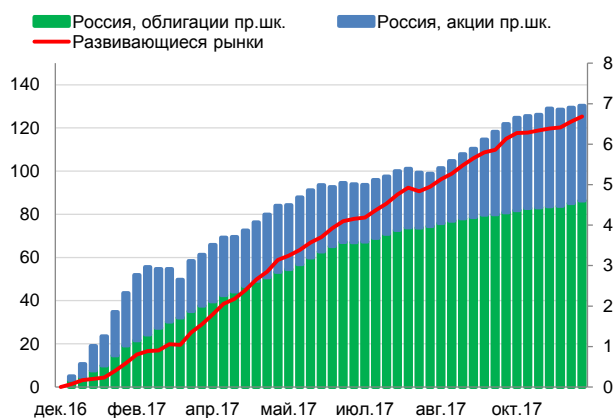
Рост доходностей на рынке облигаций в Китае, вызванный ужесточением регулирования финансовых рынков, повлиял на достаточно сильное снижение индексов акций. Впрочем, пока события на китайском рынке не оказали значительного влияния на динамику глобальных финансовых рынков.

Рисунок 57. Динамика индексов волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 58. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл., накопленным итогом с начала 2017 года

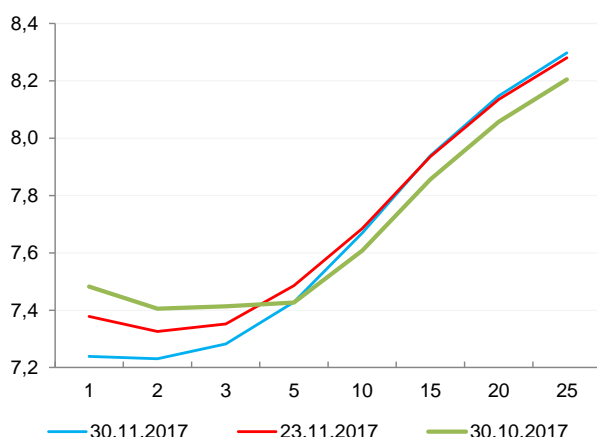


Источник: EPFR.

Российские рынки

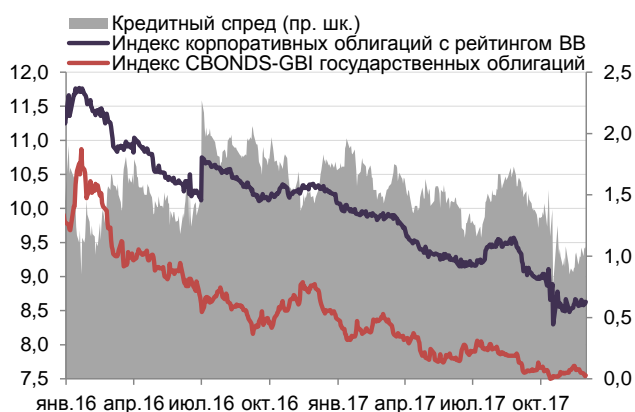
На локальном рынке облигаций по итогам ноября продолжилось снижение доходностей (Рисунок 59, Рисунок 60), хотя в середине месяца наблюдалось их небольшое повышение на фоне общей для всех развивающихся стран тенденции.

Рисунок 59. Кривая доходности ОФЗ, %



Источники: Bloomberg Finance L.P., Московская Биржа.

Рисунок 60. Динамика доходностей на локальном рынке облигаций, %



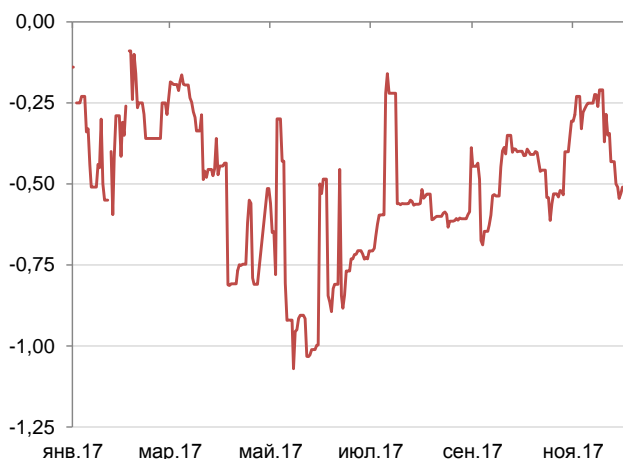
Источник: Cbonds.

В ноябре, судя по всему, происходил отток нерезидентов из российского госдолга. В последнее время инвесторы-нерезиденты концентрировались в бумагах с

длинными сроками погашения, поэтому этот конец кривой оказался выше по итогам месяца. Возможно, часть инвесторов переключивалась в более короткие бумаги, что привело к росту наклона кривой. Снижение доходностей на коротком конце также могло быть вызвано усилением ожиданий более быстрого снижения ставок Банком России в связи с текущей благоприятной инфляционной динамикой.

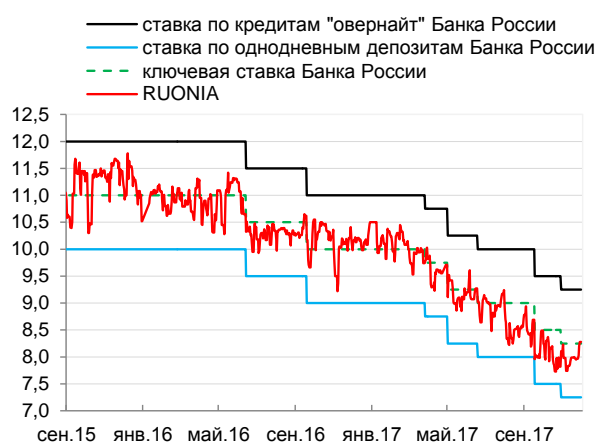
По мере приближения к декабрьскому заседанию Совета директоров Банка России расширился спред FRA3x6 относительно Mosprime на три месяца (Рисунок 61). Из этого следует, что рынок закладывает кумулятивное снижение ставок денежного рынка (а также ставок Банка России) на 50 б.п. на двух ближайших заседаниях Банка России по ключевой ставке, что в целом совпадает с консенсус-прогнозом финансовых аналитиков (см. подраздел 2.2.2. Инфляционные ожидания профессиональных участников рынка).

Рисунок 61. Динамика спреда FRA3x6 и Mosprime на три месяца



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 62. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Международные организации ухудшили оценки перспектив рынка жидкого топлива

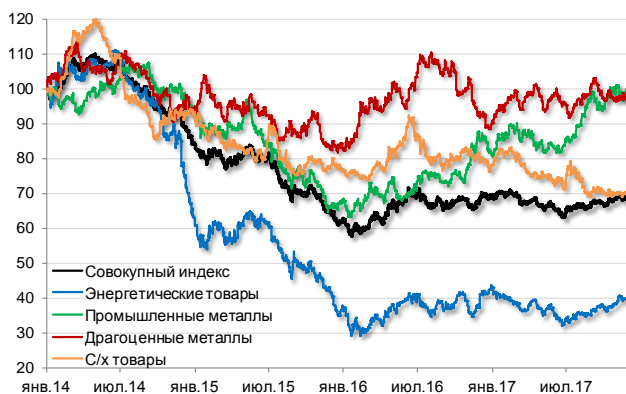
- Страны ОПЕК+ продлили Соглашение об ограничении добычи до конца 2018 года, добавив в него Ливию и Нигерию и пообещав постепенный и продуманный выход из него...
- ...Однако Соглашение в текущем виде не меняет прогнозов состояния рынка жидкого топлива, часть из которых не предполагает дальнейшего снижения уровня нефтяных запасов в странах ОЭСР.
- В ноябрьских отчетах ведущие международные организации в среднем ухудшили перспективы рынка жидкого топлива, а Международное энергетическое

агентство и Управление энергетической информации США по-прежнему видят «новой нормальностью» нефтяные цены около 50 долл./баррель.

- В октябре степень следования странами ОПЕК+ Соглашению об ограничении добычи оставалась высокой – 116% (в среднем за январь-октябрь 103%).

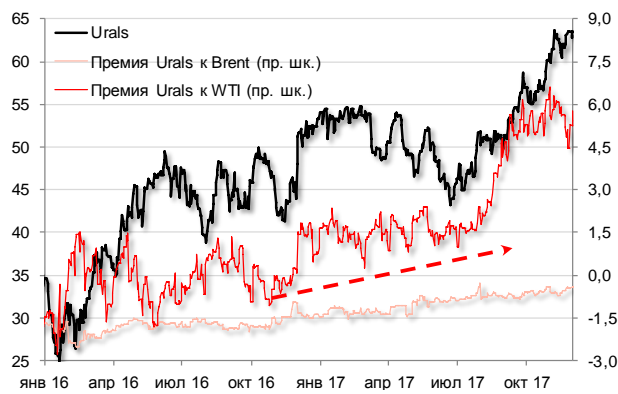
За ноябрь индекс цен сырьевых товаров Bloomberg уменьшился на 0,6%: снижение цен промышленных металлов на 4% компенсировало рост цен энергетических товаров на 2% при слабом изменении цен драгоценных металлов и сельскохозяйственных товаров (Рисунок 63). Цена нефти Urals выросла на 4% из-за ужесточения рынка в результате продления Соглашения ОПЕК+ и действия новых временных факторов (Рисунок 64).

Рисунок 63. Индексы цен Bloomberg товаров и металлов (01.01.2014 = 100%)



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

Рисунок 64. Цена нефти Urals и премия к Brent и WTI, долл./барр.

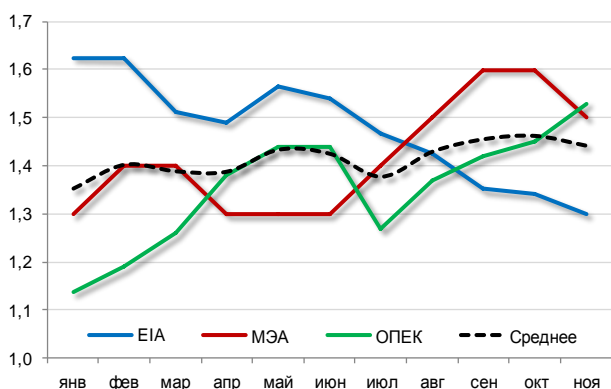


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Страны ОПЕК+ на заседании 30 ноября, опасаясь повторения падения нефтяных цен после майского заседания, постарались максимально удовлетворить ожидания инвесторов. Соглашение ОПЕК+ было продлено до конца года, к нему присоединились Ливия и Нигерия, согласившиеся ограничить совокупную добычу уровнем 2,8 млн барр. в день, а также было обещано, что выход из соглашения (exit strategy) будет постепенным и продуманным.

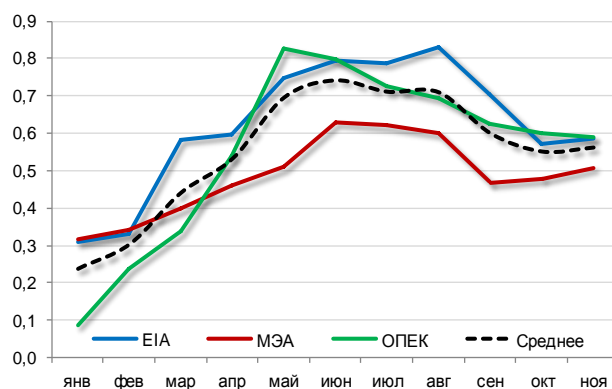
В то же время продление Соглашения ОПЕК+ в таком виде не меняет прогнозов состояния рынка жидкого топлива, в которые давно закладывается продление ограничения на добычу для стран ОПЕК+ и отсутствие существенного роста добычи в Ливии и Нигерии ввиду недостаточных инвестиций (по данным вторичных источников, в октябре совокупная добыча в Ливии и Нигерии составила немногим менее 2,7 млн барр. в день).

Рисунок 65. Прогнозы международных организаций роста спроса на жидкое топливо в 2017 году в месячных отчетах, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

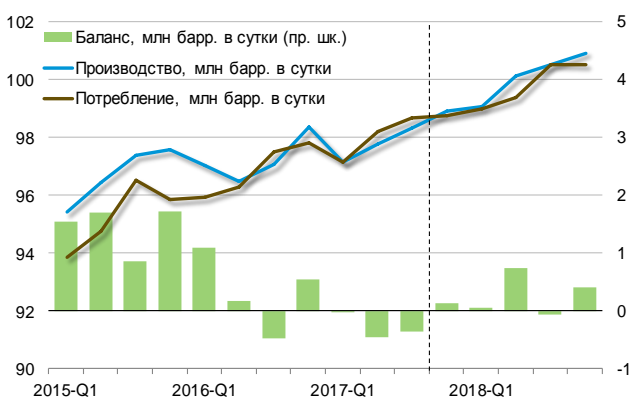
Рисунок 66. Прогнозы международных организаций роста производства жидкого топлива в США в 2017 году в месячных отчетах, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

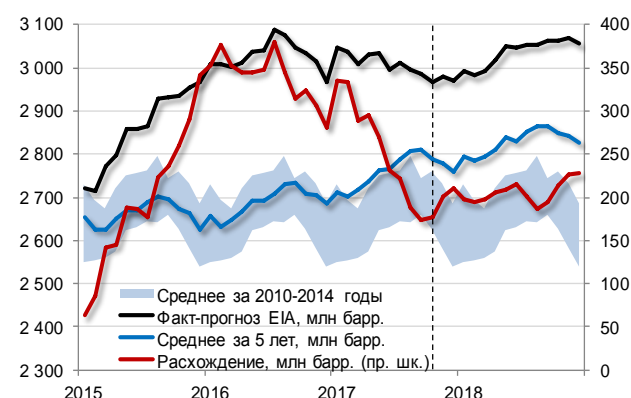
В ноябрьских отчетах ведущие международные организации ухудшили перспективы ребалансировки рынка жидкого топлива. Международное энергетическое агентство (МЭА) и Управление энергетической информации США (EIA) пересмотрели прогноз роста спроса в сторону понижения, приняв во внимание в том числе эффект недавнего роста цен и ожидания относительно мягкой наступающей зимы (Рисунок 65). Также они повысили прогноз роста добычи в США, отметив в частности улучшение условий привлечения заемных средств сланцевыми производителями (Рисунок 66). В целом МЭА и EIA не ожидают дальнейшего существенного снижения коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР (Рисунок 67-Рисунок 68). Несколько сгладило общую картину улучшение прогноза как спроса, так и предложения на 2017 и 2018 годы со стороны ОПЕК.

Рисунок 67. Прогноз EIA основных показателей рынка жидкого топлива



Источник: EIA.

Рисунок 68. Прогноз EIA величины коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР

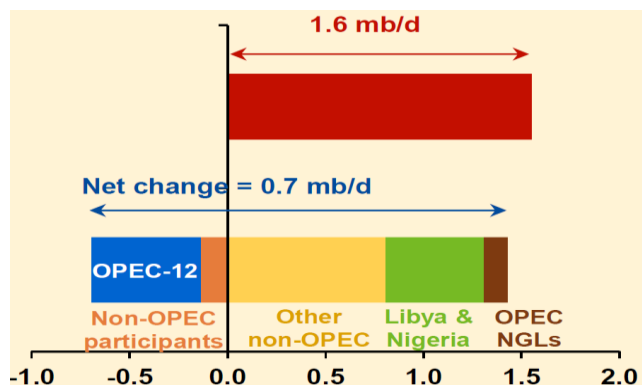


Источники: EIA, расчеты ДИП.

Текущий рост нефтяных цен МЭА и EIA во многом объясняют временными факторами (в том числе эффектами ураганов и внутреннего конфликта в Ираке, которые пока не отыграны) и ожидают последовательного ослабления давления на

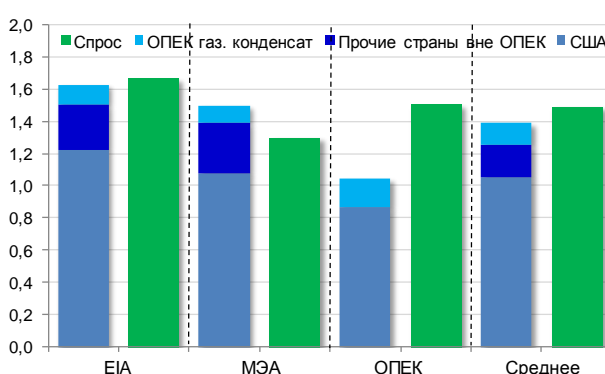
цены с их стороны. «Новой нормальностью» организации по-прежнему видят цену нефти около 50 долл./баррель.

Рисунок 69. Оценки ОПЕК роста спроса (верхняя половина) и предложения (нижняя половина) в I-III кварталах 2017 года, г/г, млн барр. в день



Источник: ОПЕК.

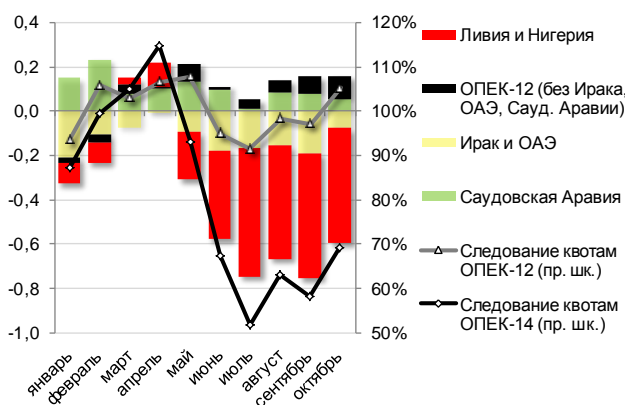
Рисунок 70. Прогнозы международных организаций основных показателей рынка жидкого топлива в 2018 году, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

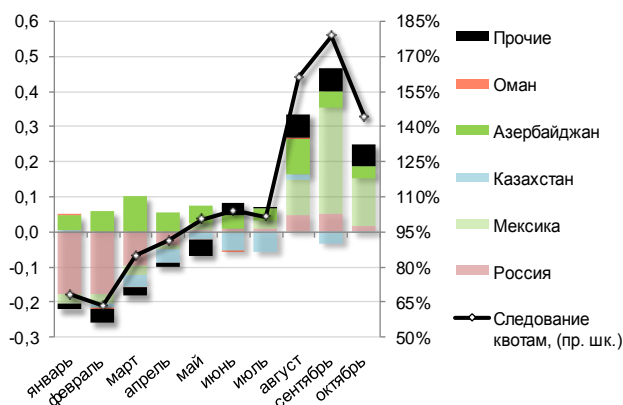
В целом ситуация на рынке жидкого топлива схожа в 2017 и 2018 годах. Рост спроса компенсируется расширением добычи в странах вне ОПЕК и газового конденсата в странах ОПЕК (Рисунок 69-Рисунок 70). В 2017 году вернуть рынок из состояния существенного излишка в состояние предположительно небольшого дефицита помогло Соглашение ОПЕК+. По нашим оценкам на данных ОПЕК, в октябре степень следования квотам странами ОПЕК-12²⁶ выросла до 105%, странами вне ОПЕК снизилась до 145%, а в целом по странам ОПЕК+ – до 116% из-за восстановления добычи в Мексике (в среднем за январь-октябрь степень следования квотам странами ОПЕК+ составила 103%) (Рисунок 71-Рисунок 72). В 2018 году страны ОПЕК+ не будут иметь возможности существенного расширения добычи без возвращения рынка обратно в состояние излишка.

Рисунок 71. Степень следования квотам странами ОПЕК (“+” показывает сокращение добычи больше квоты), млн барр. в день



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 72. Степень следования квотам странами вне ОПЕК (“+” показывает сокращение добычи больше квоты), млн барр. в день



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

²⁶ Без Ливии и Нигерии.

Мы ожидаем, что предложение нефти со стороны стран-участников соглашения может увеличиться. В 2020-21 году эффект недоинвестирования в нефтедобычу переведет рынок в состояние дефицита, позволив странам-участникам соглашения полностью отказаться от ограничения добычи.

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

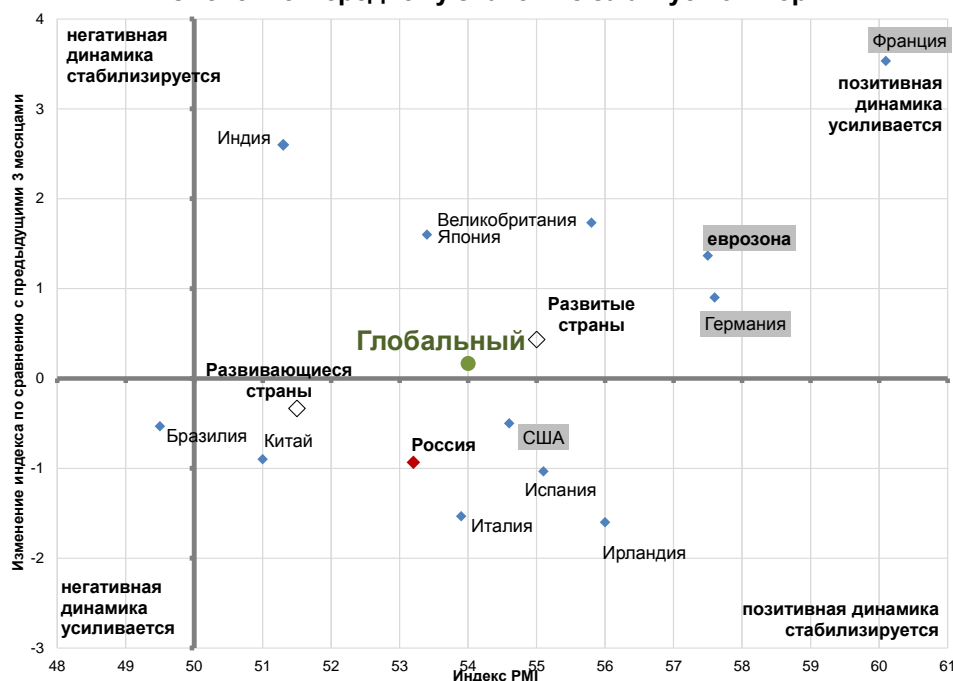
2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. PMI еврозоны неожиданно достиг многолетнего максимума

Предварительные данные по индексам PMI в ноябре указывают на разную динамику ускорения деловой активности в крупнейших развитых странах. Несмотря на это, экономики США и еврозоны в целом сохраняют уверенные темпы роста (Рисунок 73, выделены серым).

В ноябре сводный PMI США снизился с 55,2 до 54,6 п.п. – четырехмесячного минимума. Несмотря на замедление сводного показателя, поток новых заказов остался сильным (выше среднего за первое полугодие 2017 года). Кроме того, компании отметили рост закупочных и отпускных цен темпами, превышающими наблюдения за последние три года. Расширение занятости также продолжилось уверенными темпами на уровне 200 тыс. новых рабочих мест в месяц. Таким образом, несмотря на некоторое замедление роста деловой активности, ситуация в экономике продолжает улучшаться, что на руку ФРС и ожидаемому декабрьскому повышению ставки.

Рисунок 73. Динамика композитного индекса PMI за ноябрь и изменение к среднему значению за август-октябрь



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

Сводный PMI еврозоны в ноябре отыграл замедление прошлого месяца и вырос до внушительных 57,5 п.п. – максимума за 6,5 лет. В экономике отмечен бум

производства и новых заказов, особенно в промышленности, где PMI достиг 60 п.п. – максимума с апреля 2000 года. Нехватка свободных мощностей сопровождается рекордным (за 17 лет) расширением занятости и ускорением роста оплаты труда. При этом инфляционное давление продолжило нарастать максимальными с 2011 года темпами. Все указывает на позитивное и уверенное завершение года в евро-зоне.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Индексная оценка ВВП в ноябре повышена

- Индексная оценка ВВП²⁷ на IV квартал 2017 года по состоянию на 20 ноября оказалась в диапазоне 0,5–0,6% к/к SA. Это незначительно выше октябрьской оценки (0,5% к/к SA).
- Оказавшиеся хуже наших ожиданий данные по промышленному производству за октябрь были компенсированы позитивным эффектом от роста цен на нефть за последний месяц.
- Оценка на I квартал 2018 года повышена до +0,6% к/к SA (после +0,5% к/к SA месяцем ранее).
- Первая оценка ВВП на II квартал 2018 года составила +0,5% к/к SA. Однако в дальнейшем она может быть существенно скорректирована по мере выхода новых данных.
- Представленные выше модельные оценки, с нашей точки зрения, выглядят достаточно оптимистичными, поскольку закладываемая ДФМ-моделью цена на нефть Urals составляет около 60 долл. за баррель до середины 2018 года.
- Исходя из представленных оценок, мы по-прежнему ожидаем рост ВВП по итогам 2017 года на уровне около 2%²⁸.

²⁷ 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. 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: [Поршаков А., Дерюгина Е., Пономаренко А., Синяков А. Краткосрочное оценивание и прогнозирование ВВП России с помощью динамической факторной модели // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России. 2015. № 2.](#)

²⁸ По построению наша оценка исходит из окончательной, а не предварительной оценки роста ВВП Росстатом.

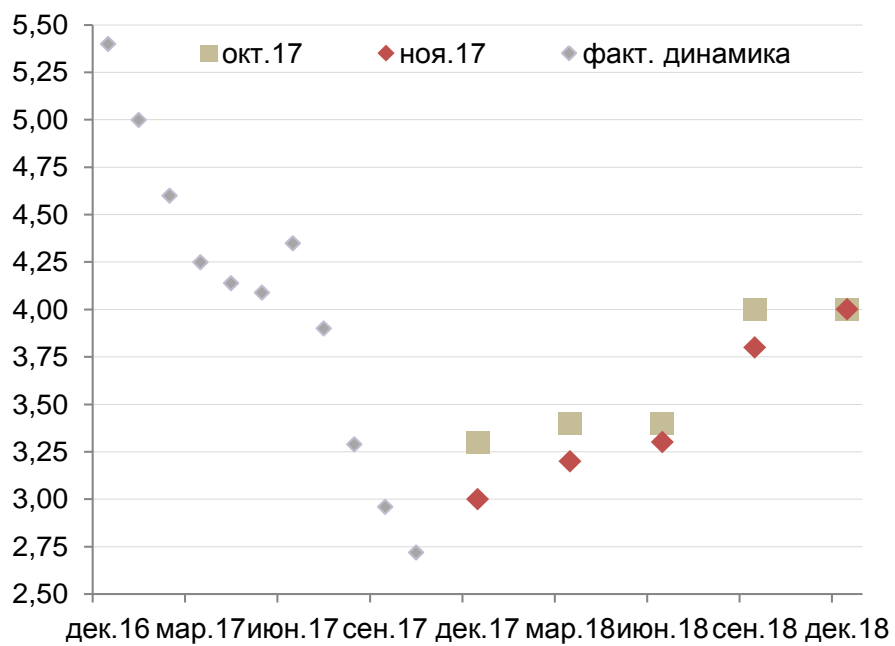
| | Ноябрь 2017 года | Октябрь 2017 года |
|----------------------|------------------|-------------------|
| | % к/к SA | % к/к SA |
| IV квартал 2017 года | 0,5 – 0,6 | 0,5 |
| I квартал 2018 года | 0,6 | 0,5 |
| II квартал 2018 года | 0,5 | - |

2.2.2. Инфляционные ожидания профессиональных участников рынка остаются заякоренными на цели

- Аналитики, опрошенные агентством Bloomberg в ноябре, вновь понизили оценки роста цен на текущий год, опустив их до исторического минимума.
- При этом по итогам 2018 года участники опроса сохранили инфляционные ожидания на уровне 4% г/г. Это указывает на их заякоренность и доверие к политике инфляционного таргетирования Банка России.

В ноябре инфляционные ожидания профессиональных участников рынка, согласно опросу Bloomberg, снизились, обновив исторический минимум. На это, очевидно, главным образом повлияла динамика фактической инфляции, которая в октябре снизилась до 2,7% г/г. Согласно агентству, медианный прогноз инфляции на конец текущего года снизился с 3,3 до 3,0% (Рисунок 74). Это по-прежнему выше оцениваемого нами вероятного диапазона по инфляции на конец 2017 года (2,5 – 2,7%), что скорее всего объясняется сугубо техническим фактором – ряд экспертов нечасто производят формальные пересмотры своих краткосрочных прогнозов под влиянием оперативных недельных оценок Росстата. Консенсус-прогноз инфляции на первые три квартала следующего года также понизился. При этом важно, что оценка на конец 2018 года не изменилась: аналитики сохраняют уверенность в том, что инфляция останется на уровне 4% г/г.

Рисунок 74. Ожидания аналитиков по инфляции, %, г/г



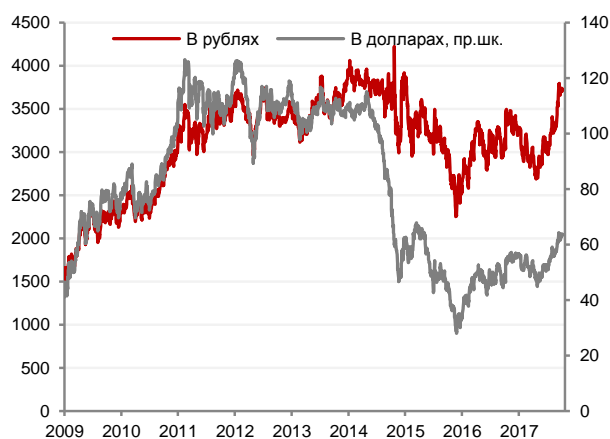
Источник: Bloomberg Finance L.P.

3. В Фокусе. Что происходило с рублем в ноябре? Ослабление вопреки дорогой нефти

- Курс рубля в первой половине ноября ослаблялся, несмотря на повышение цены нефти...
- ...из-за общей динамики рынков развивающихся стран, которые стали пользоваться меньшей популярностью у инвесторов на фоне снижения аппетита к риску.
- Дополнительными факторами ослабления могли стать объявление новых параметров бюджетного правила на 2018 год и учет вероятности введения ограничений на покупку российского госдолга.

Цена нефти сорта Brent на стыке октября–ноября впервые с конца 2014 года превысила отметку в 60 долл. за баррель. При этом в начале ноября курс рубля практически не отреагировал на данное повышение цены, даже показав снижение. Это привело к росту рублевой цены на нефть выше 3500 руб. за баррель (Рисунок 75, Рисунок 76). С чем это связано?

Рисунок 75. Цена нефти Brent в долларах и рублях за баррель в 2009–2017 годах



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 76. Цена нефти Brent в долларах и рублях за баррель в 2014–2017 годах



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Во-первых, снижение чувствительности курса рубля к динамике цен на нефть – достаточно устойчивая тенденция, которая наблюдается с середины 2016 года. В последние недели корреляция между ними достигла минимального с конца 2014 года уровня и, вероятно, продолжит дальнейшее снижение в ближайшее время, так как корреляция рассчитывается за 90-дневный период²⁹ (Рисунок 77). Операции Минфина по покупке валюты в соответствии с бюджетным правилом в принципе

²⁹ Напомним, что в 2014 году на курс рубля, помимо нефтяного шока, значительное воздействие оказывал финансовый шок, связанный с геополитикой.

должны снижать чувствительность рубля к изменениям нефтяных цен, однако фактические данные пока это однозначно не подтверждают. Модифицированная версия бюджетного правила, которая вступает в действие в 2018 году, должна еще больше отвязать рубль от динамики нефтяных цен.

Во-вторых, рублевая цена на нефть хорошо скоррелирована с долларовой ценой (Рисунок 77). При более высоких нефтяных ценах рублевая цена барреля нефти выше, поскольку эластичность курса рубля при изменении нефтяных цен существенно ниже 1.

Рисунок 77. Корреляция курса рубля к доллару США и цены на нефть (90-дневная)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Почему же рубль в первой половине ноября стал слабее при сохранении слабо восходящего тренда нефтяных цен?

По нашему мнению, это преимущественно связано с происшедшей **коррекцией на глобальных финансовых рынках** из-за снижения аппетита к риску. С начала сентября началось восстановление позиций доллара США по отношению к валютам как развитых стран, так и стран с формирующимися рынками (СФР) (Рисунок 78). К началу ноября индекс валют СФР снизился по отношению к доллару на 4,5%, а развитых стран – на 3,5%. Валюты некоторых стран за неполные два месяца снизились по отношению к доллару США на 7–11%³⁰ (Рисунок 79). Снижение курса рубля оказалось более умеренным, чем в среднем по СФР и развитым странам, что связано с ростом цен на нефть почти на 11%.

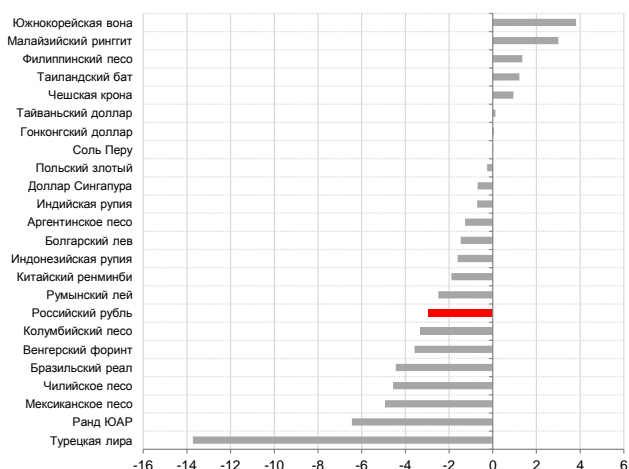
³⁰ Динамика номинальных эффективных курсов валют была более благоприятной за счет того, что доллар укреплялся практически ко всем мировым валютам.

Рисунок 78. Динамика индексов валют



Источник: Bloomberg Finance L.P.

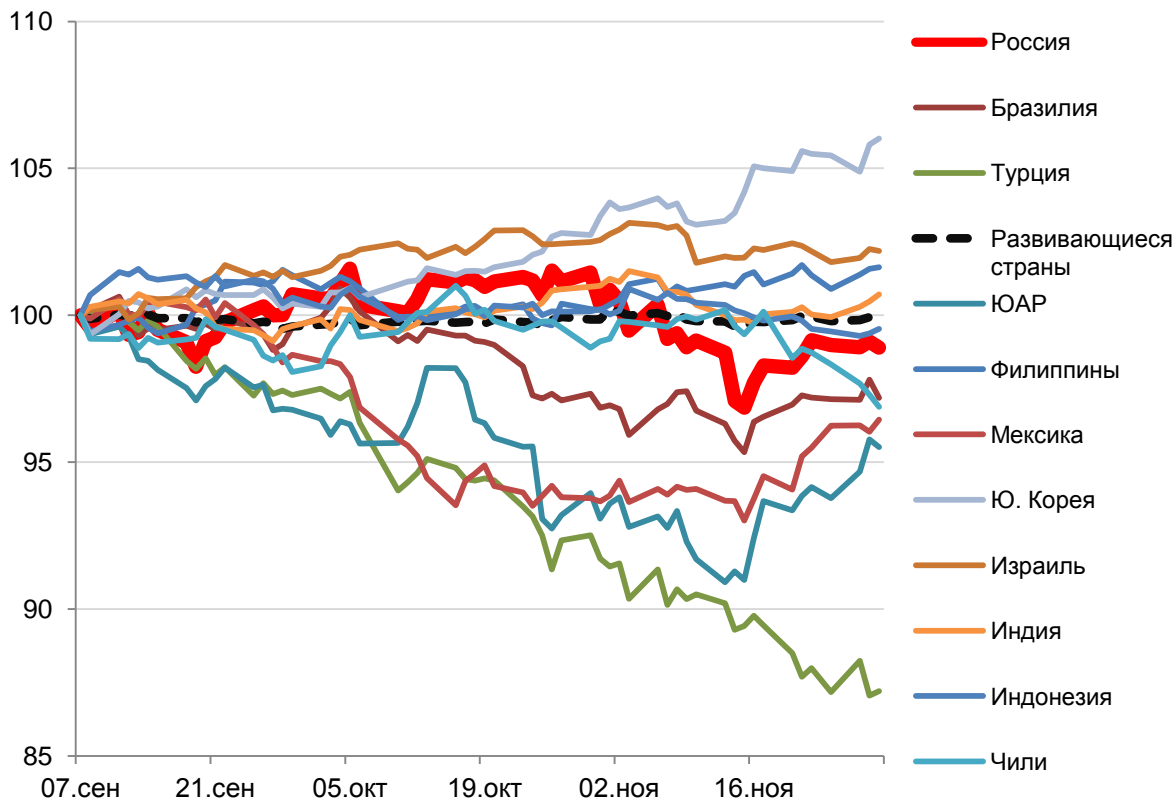
Рисунок 79. Динамика валют развивающихся стран с 7 сентября* по 30 ноября по отношению к доллару США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

*Начало разворота динамики курса доллара США по отношению ко всем мировым валютам

Рисунок 80. Динамика номинальных эффективных курсов валют развивающихся стран (индекс, 100 = 1 сентября 2017 года).



Источники: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan.

На наш взгляд, помимо глобальных финансовых рынков на рубль в первой половине ноября *дополнительно* оказывали влияние следующие факторы, роль которых была невелика:

1) Реакция участников рынка на **объявление нового пакета санкций** от США. Рост предложения валюты экспортерами из-за роста цен на нефть в конце октября был компенсирован повышенным спросом на валюту со стороны нерезидентов. Данные EPFR подтверждают, что в начале ноября на короткий период произошло понижение притока средств как в российские фонды облигаций, так и в фонды акций (Рисунок 81, Рисунок 82). С тех пор потоки практически восстановились.

Рисунок 81. Недельные притоки/оттоки средств в фонды облигаций (% от стоимости активов)



Источник: EPFR.

Рисунок 82. Недельные притоки/оттоки средств в фонды акций (% от стоимости активов)



Источник: EPFR.

2) Еще одним негативным фактором для рубля стал учет инвесторами **новых параметров бюджетного правила** в своих ожиданиях по динамике курса. Новая версия правила при прочих равных условиях предполагает больший объем покупок валюты Минфином по сравнению с действующей версией и более слабый рубль при одной и той же цене на нефть и прочих равных. Вообще, действие бюджетного правила приведет к росту волатильности рублевой цены нефти, так как курс рубля будет в меньшей степени компенсировать изменение долларовой цены. При этом сам курс будет менее волатилен.

3) Кроме того, 3 ноября Минфин в рамках действующего бюджетного правила объявил об **увеличении объема покупки валюты** в 1,6 раза в последующие четыре недели (до 126 млрд. за период). Это существенно превзошло ожидания рынка и, вероятно, послужило одним из факторов ослабления рубля в этот день.

Относительная слабость рубля оказалась временной, и во второй половине ноября он стал восстанавливать позиции за счет возврата интереса глобальных инвесторов к активам развивающихся стран.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Поршаков

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева