



КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ Март 2017 года

Что движет циклическим подъемом экономики в США и надолго ли еще его хватит?

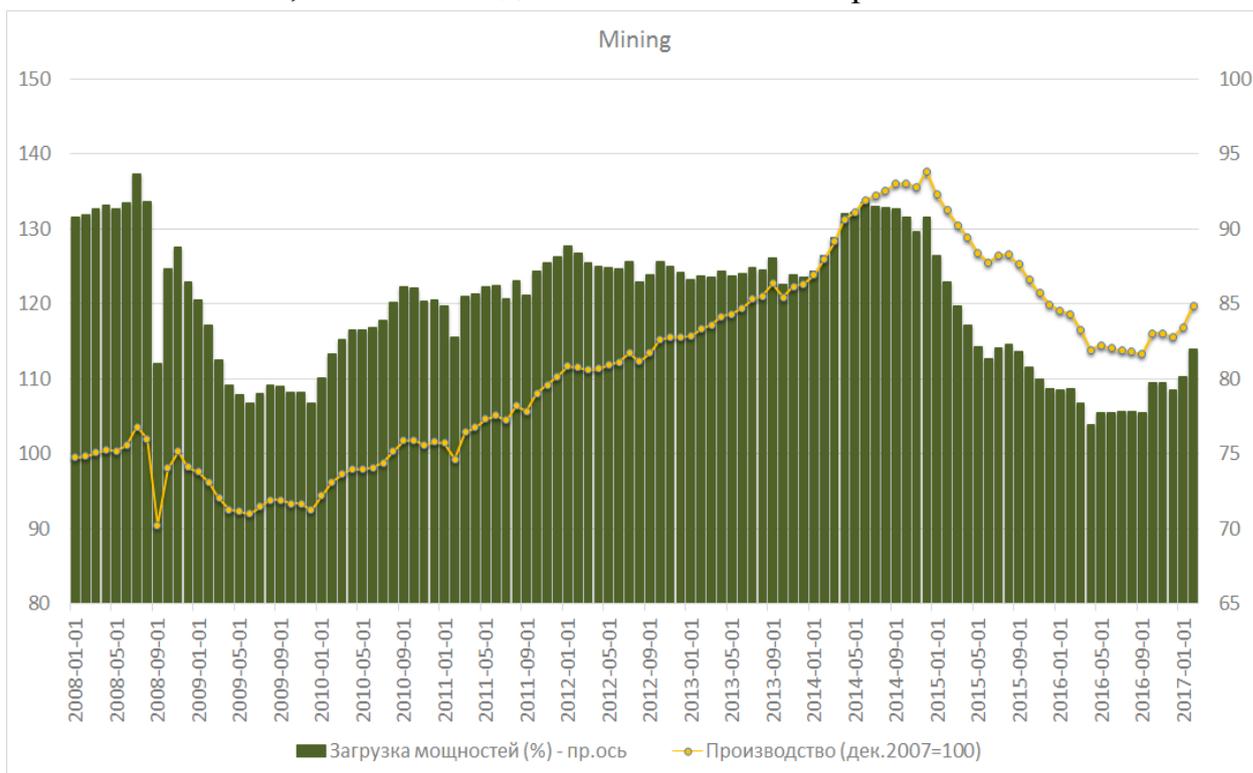
Согласно датировке деловых циклов, осуществляемой NBER, «дно» последней рецессии в американской экономике, начавшейся в декабре 2007 г. и продлившейся 18 месяцев, было достигнуто в июне 2009 года. С этого времени начался отчет нынешнего циклического подъема деловой активности. Апрель 2017 г. – его 94-й месяц.

Циклический подъем (как и рецессия) ограничен временными рамками. Нынешний подъем уже сейчас является третьим по продолжительности за всю историю (прежде таковой была фаза цикла в 1982-1990 гг. – 92 месяца). Еще через год (если фаза не переменится) будет достигнута продолжительность второго рекордно долгого подъема в 1961-1969 гг. – 106 месяцев.

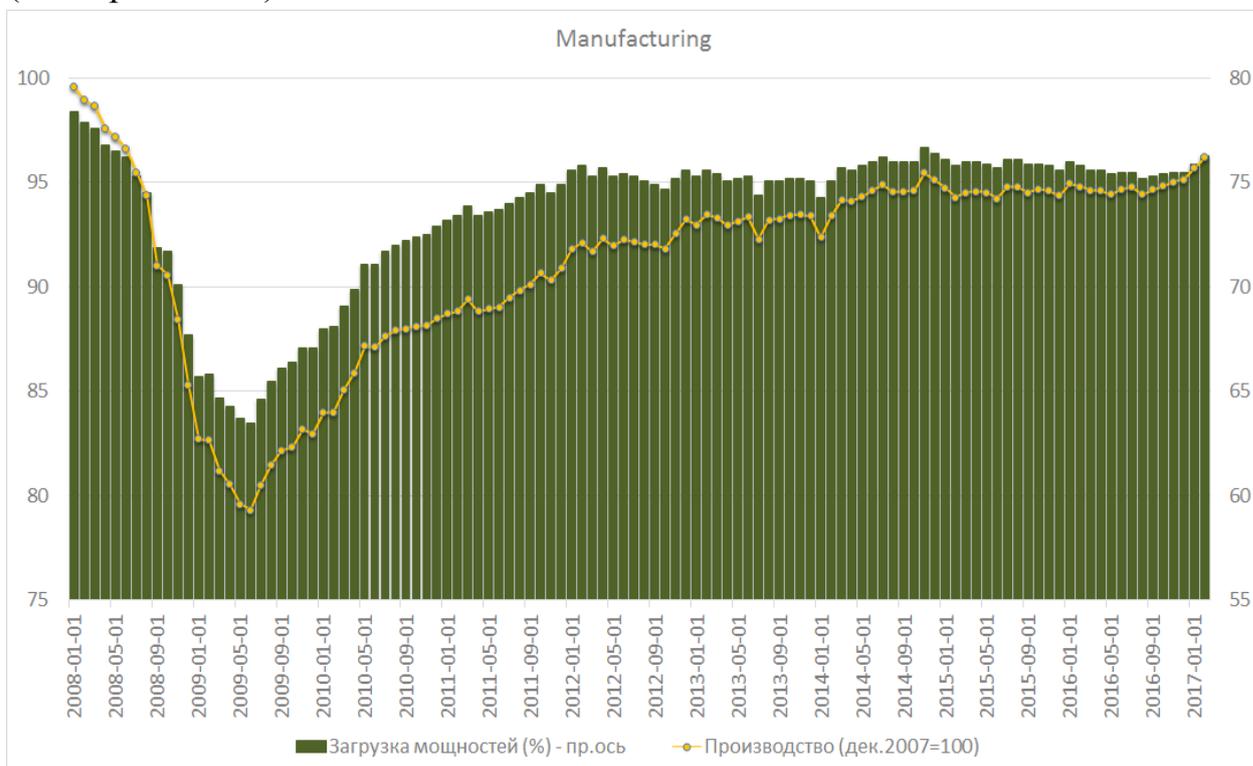
Самая длительная фаза циклического подъема наблюдалась в 1991-2001 гг. – он продолжался 120 месяцев (ровно 10 лет) в чрезвычайно благоприятных условиях притока извне квалифицированной рабочей силы и динамичного развития информационно-вычислительных технологий. Условия текущей фазы далеки от идеальных – после серии кризисов ситуация на глобальных финансовых рынках остается нестабильной, затормозился рост экономики ведущих торговых партнеров, соотношение доллара с валютами основных конкурентов находилось в восходящем тренде. Трижды повторенное ФРС использование инструментов количественного смягчения было главной движущей силой оживления деловой активности, – сейчас стимулирование свернуто, процентная ставка растет, хотя и медленно.

Текущая фаза подъема деловой активности началась с увеличения промышленного производства и продаж промышленной продукции. Продажи все еще растут, но производство, как и загрузка промышленных мощностей, с 2015 г. не поднимались выше пика, зафиксированного в конце 2014 года.

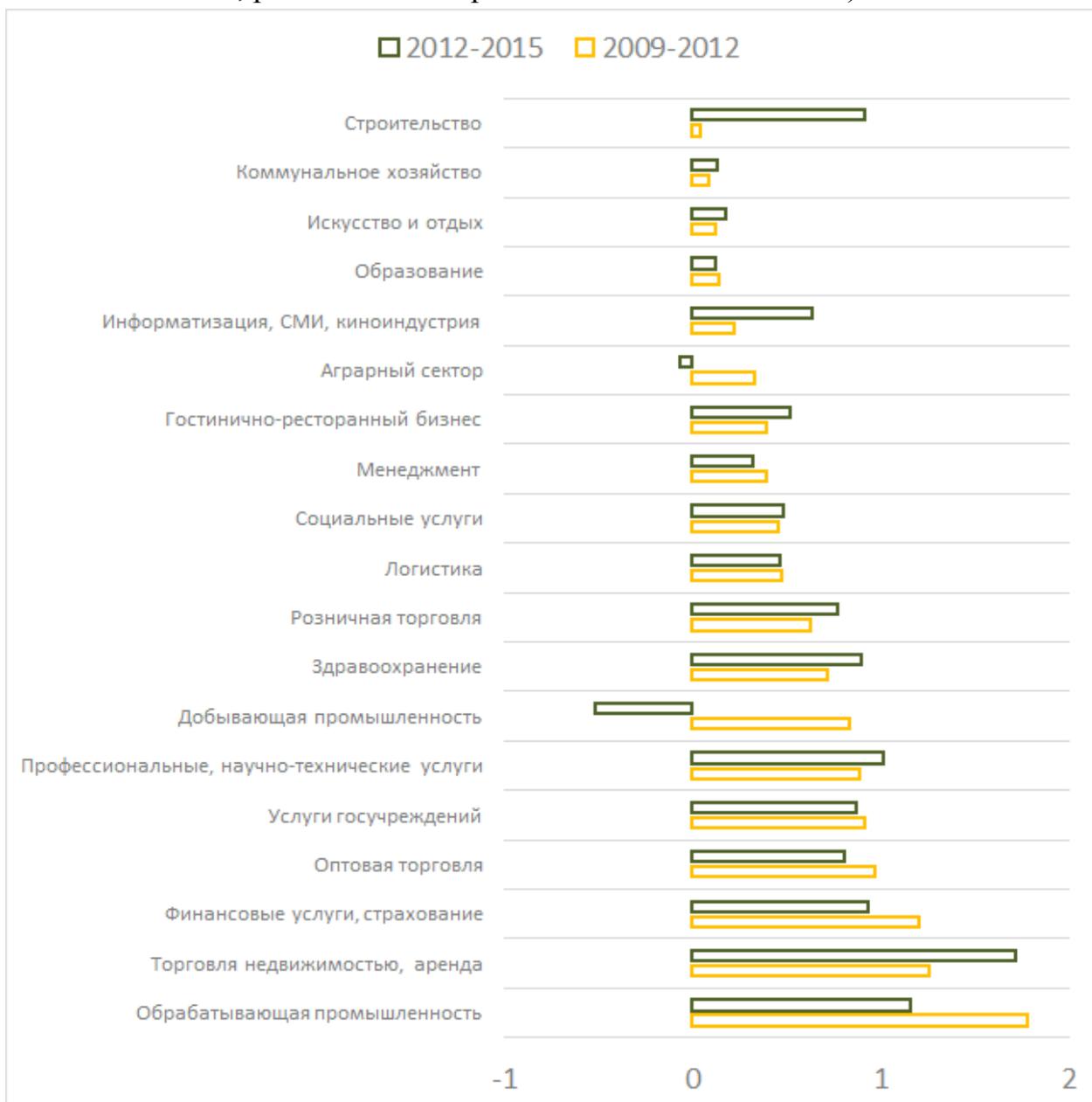
Застой в промышленности – следствие ситуации в добывающих отраслях. Падение цен на нефть в 2015-2016 гг., приведенное в действие политикой ОПЕК, вызвало спад активности в этом промышленном сегменте.



Однако и в обрабатывающих отраслях динамизм восстановительного роста был утрачен с 2012 года. Выпуск так и не достиг предкризисного уровня (декабрь 2007 г.).



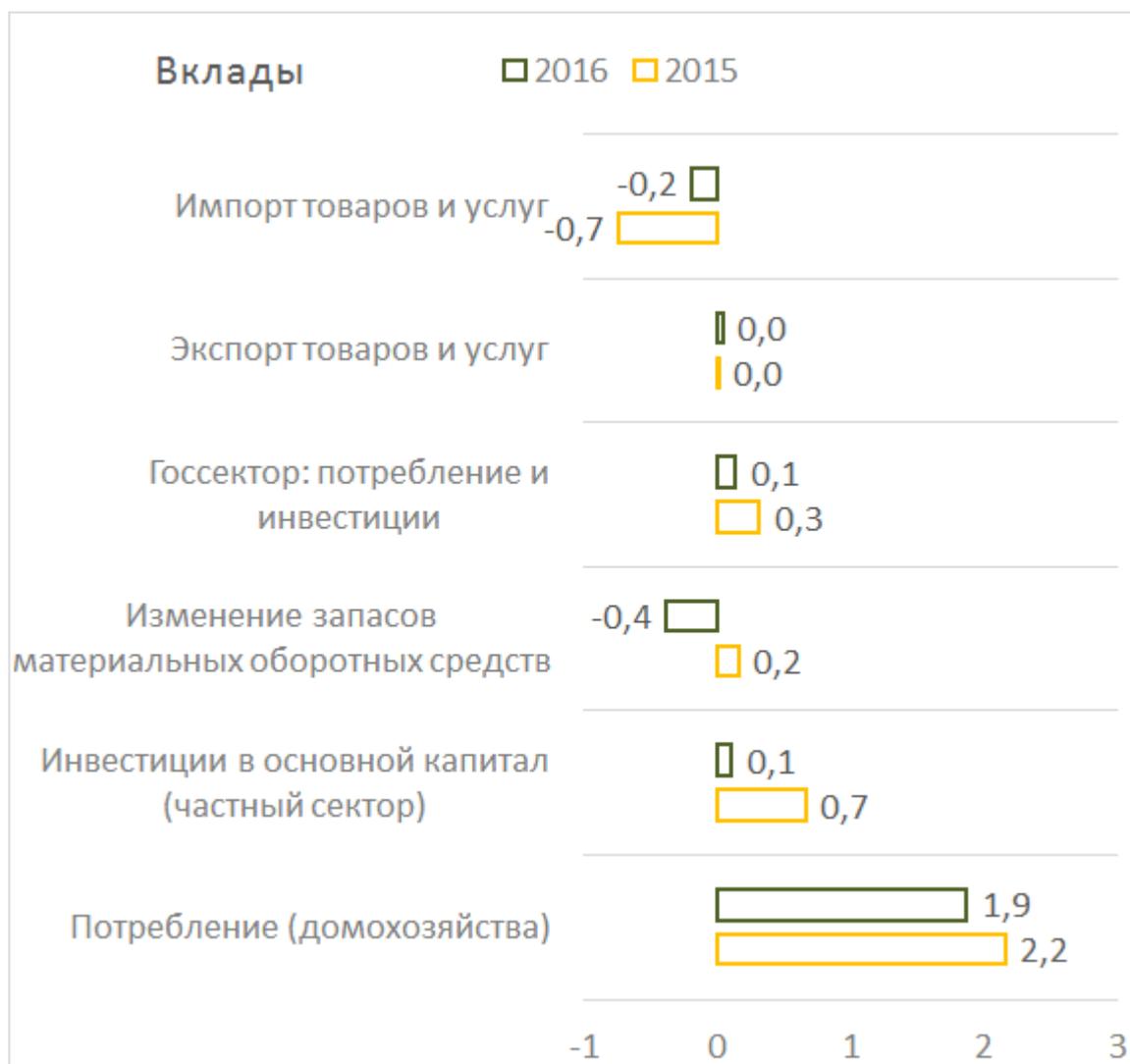
Посмотрим, как изменились отраслевые характеристики по вкладам в рост ВВП с 2012 г., когда американская экономика перенесла микрокризис из-за событий, связанных с европейским кризисом суверенных долгов. Всего за 6 лет ВВП возрос на 25% (полных данных за 2016 г. пока нет из-за отставания статистики ВВП, рассчитанной производственным методом).



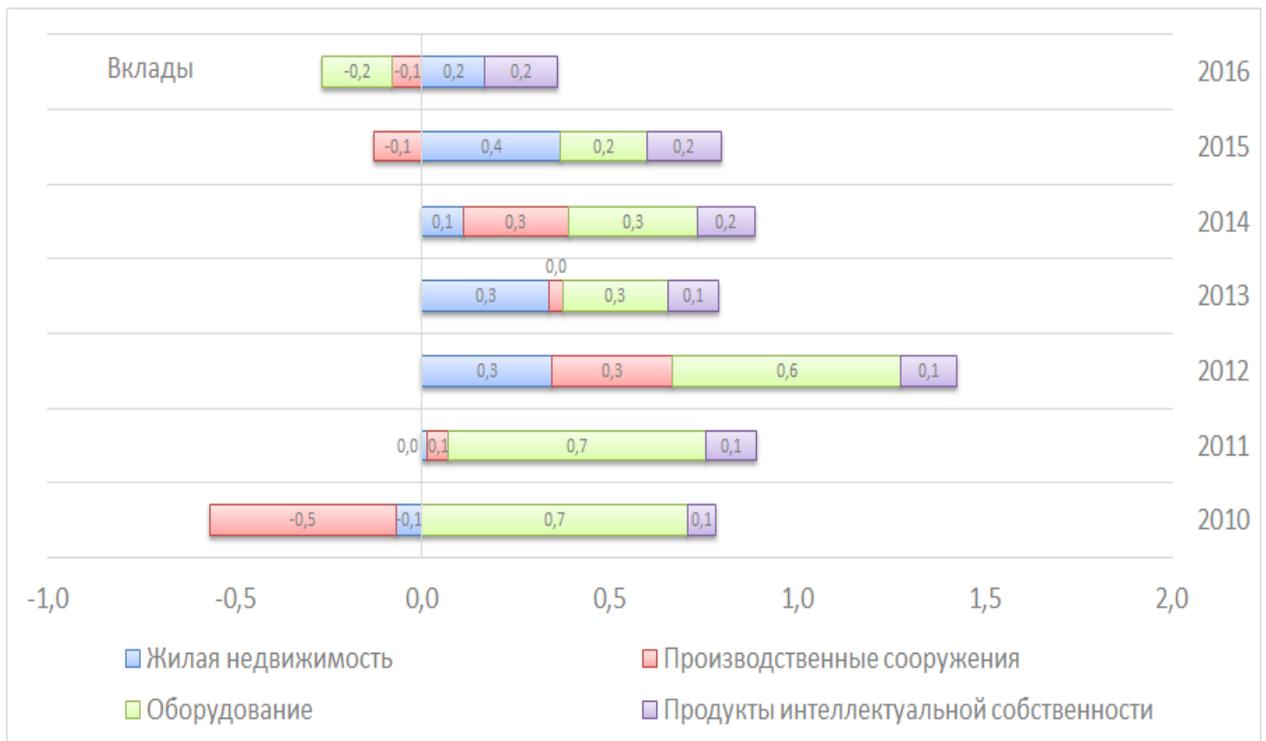
- ✚ Обрабатывающая промышленность уступила роль ведущего драйвера торговле недвижимостью.
- ✚ Свежий импульс экономическому подъему придал рост добавленной стоимости в результате восстановления активности в строительстве и развития интернет-технологий.
- ✚ Добыча перешла из «плюса» в «минус» (то же, хотя и не столь заметно, относится к аграрному сектору).

Представляется, что риск здесь – в возврате уже пройденной в первой половине прошлого десятилетия ситуации «перегретого» рынка недвижимости, «переинвестированной» строительной отрасли. Уровень цен на недвижимость в американских мегаполисах пока остается на 5% ниже пикового значения в 2006 г., но с 2012 г. повысился уже более чем на 40%¹. Правда, сейчас нет таких рисков, которые были сопряжены с образовавшимся к 2006 г. спекулятивным пузырем на рынке секьюритизаций.

В 2016 г. темпы роста ВВП уменьшились на 1 п.п. (с 2,6 до 1,6%). Из них 0,6 п.п. «забрало» резкое торможение инвестиционной активности. Сыграло роль как сокращение вложений в производственное оборудование, там и резкое замедление роста инвестиций в жилищное строительство. Спад инвестиций в коммерческое строительство продолжался уже второй год подряд (поэтому не повлиял на темповый показатель ВВП в 2016 г.).



¹ S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index.

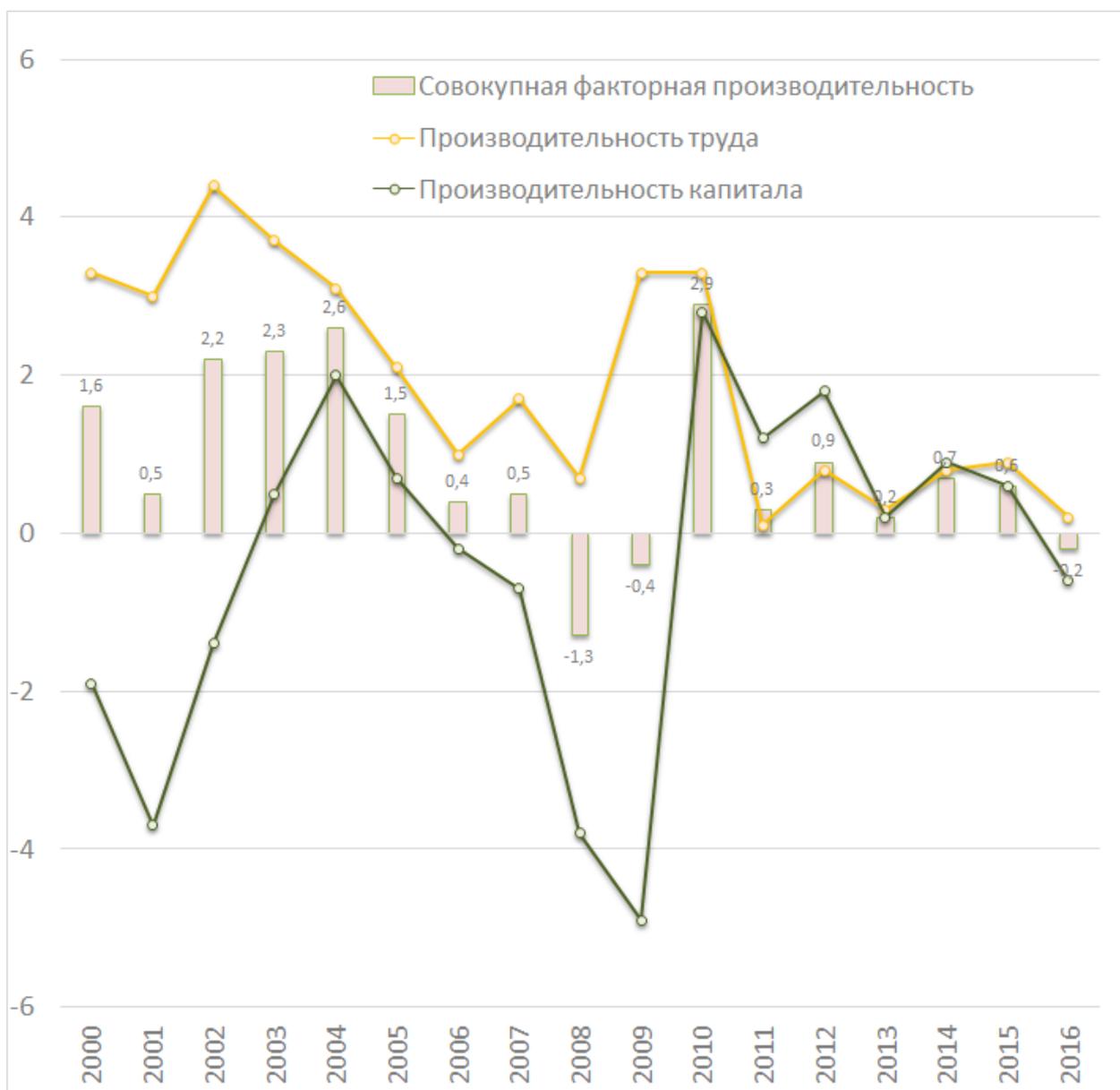


Избежать худшего сценария помогло лишь замедлившееся увеличение импорта. Он возрос лишь на 1,2% (4,6% в 2015 г.) при одновременном, хотя и очень слабом оживлении экспорта (0,4% по сравнению с 0,1 годом ранее). Сократив потребительский и инвестиционный импорт, минимизируя ввоз автомобилей, США между тем нарастили ввоз углеводородного топлива.



Еще одно существенное наблюдение: в 2016 г. в американской экономике (рассматриваемой без аграрного сектора) впервые с 2009 г. отмечено уменьшение совокупной факторной производительности:

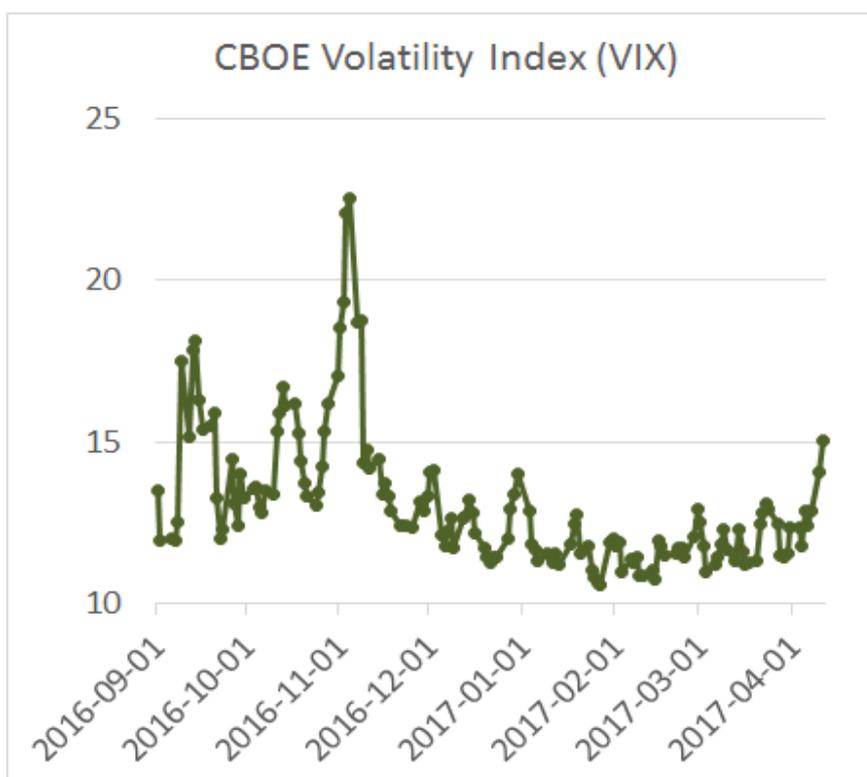
- ✚ рост производительности труда замедлился;
- ✚ производительность капитала снизилась.



Это значит, что продолжающийся рост занятости и совокупного фонда рабочего времени, вложений материального и интеллектуального капитала не приводит к пропорциональному увеличению выпуска. Он становится более трудоемким и намного более фондоемким. Это заставляет задуматься о том, насколько устойчив сейчас сохраняющийся тренд к росту численности занятых, снижению безработицы в американской экономике.

В марте ФРС повысила ключевую ставку (IOER) до 1% годовых. Сейчас есть пространство для повышения до 1,5% – вытекает из правила Тейлора (если соглашаться с тем, что нейтральное значение ставки сейчас меньше, чем было 10 лет назад). Ускорение темпов инфляции – закономерное, когда удельные издержки увеличиваются, а цены на нефть если не возвращаются к траектории роста, то хотя бы обрели поддержку – может добавить это пространство. Но уже представляется допустимым в обозримом будущем и такой сценарий, при котором безработица начнет его отнимать. Вероятность того, что до окончания нынешней фазы цикла ФРС успеет повысить IOER хотя бы до 5% годовых, сомнительна. Возможность возвращения к нетрадиционным мерам, когда ситуация вновь потребует смягчения монетарной политики, не кажется преувеличенной.

Финансовые рынки



В ближайшее время ситуация на финансовых рынках может находиться под влиянием геополитических рисков с очагами на Ближнем Востоке и Корейском полуострове. Индекс VIX начал повышаться после событий 7 апреля.

В декабрьском выпуске «Краткосрочных глобальных трендов» мы прогнозировали ослабление доллара США относительно евро к концу I квартала на 1-4% по сравнению с началом текущего года. Фактически доллар обесценился на 1,3%. В частности, локальное ослабление во второй половине марта последовало за решением ФРС повысить IOER до 1% годовых, – оно не стало неожиданным и не принесло с собой аргументы против переоцененности американской валюты.

В отношении динамики II квартала меньше определенности. По нашим оценкам, сейчас курс находится на стыке трендов. Все же более вероятным представляется сценарий дальнейшего плавного обесценения доллара – в пределах 1-2% за квартал. Решения ФРС по процентной ставке до сих пор не приводили к росту курса доллара. Между тем повсеместное повышение инфляции в еврозоне подразумевает возможность начала корректировки политики Евросистемы. В феврале инфляция в еврозоне впервые за 4 года достигла отметки 2% – это точно соответствует пониманию стабильности цен в определениях ЕЦБ. Однако нельзя исключать и возможность укрепления доллара из-за реакции на геополитические риски. Также может повлиять информация о ВВП США в I квартале, которая появится к концу апреля, если она окажется лучше, чем можно ожидать. В этом сценарии волатильность может быть значительной, нейтральная гипотеза – укрепление на 1-2%.



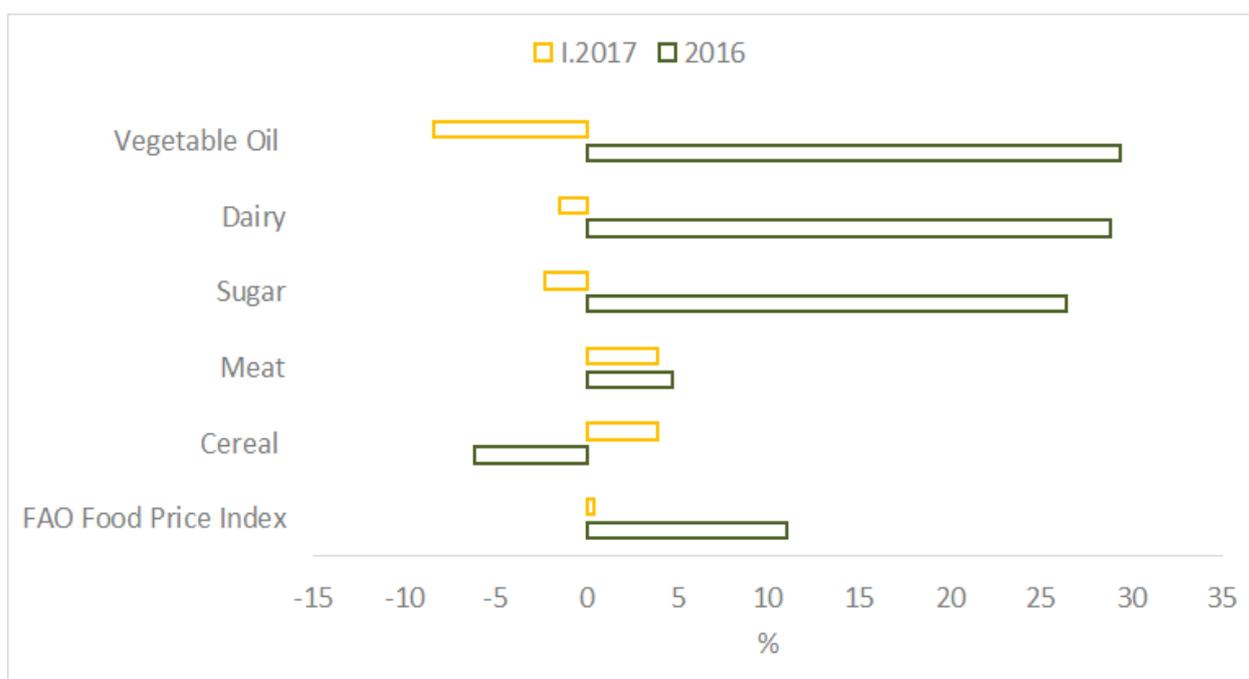
Отсутствие фундаментальных предпосылок к значительному обесценению доллара – один из факторов, ограничивающих «пространство» для повышения долларовых цен на нефть. Она, по-видимому, не является и привлекательным активом для спекулятивных игр на повышение цены. Восстановлению глобальной экономики недостает динамизма – не хватает его и повышению спроса на углеводородное топливо. Между тем, продление сделки по сокращению нефти между ОПЕК и странами вне картеля осталось не согласовано после встречи 26 марта, и нет уверенности в том, что она будет продлена до истечения срока действия в июне.

Снижение добычи по одну сторону Атлантики убедительно компенсируется ее ростом по другую, наращиванием запасов в США (2,1 млн баррелей 7 апреля – почти в полтора раза больше прогноза), увеличением инвестиций в американскую нефтяную отрасль, продолжением роста числа активных буровых установок. В основном это – разработка сланцевых месторождений, которыми обеспечивается более половины всей нефтедобычи в США. При цене более 50 долл. за баррель их рентабельность повышается.

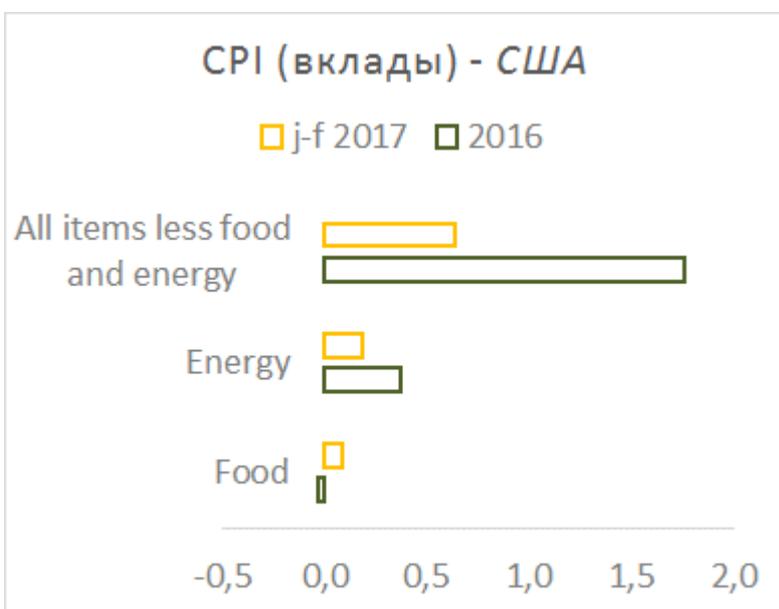
Судя по содержанию апрельского STEO, EIA считает, что продление сделки ОПЕК с внекартельными экспортерами не состоится, и ожидает возвращения добычи картелем к предшествовавшему ей уровню уже во второй половине года. Прогнозируется рост глобального предложения на 1,1 млн баррелей в сутки в текущем и на 1,9 млн – в следующем году. При ожидаемом повышении спроса, соответственно, на 1,5 и 1,6 млн баррелей в сутки рынок оба года останется в избытке, который в 2018 году вновь возрастет.

Продовольственные товары

По данным FAO, цены на основные продовольственные товары в I квартале в основном двигались в противоположном направлении от трендов предыдущего года. Цены на сахар, молоко и растительные масла, дорожавшие в 2016 г., снизились. Напротив, цены на дешевевшее зерно возросли. Устойчивый умеренный рост демонстрируют цены на мясо.

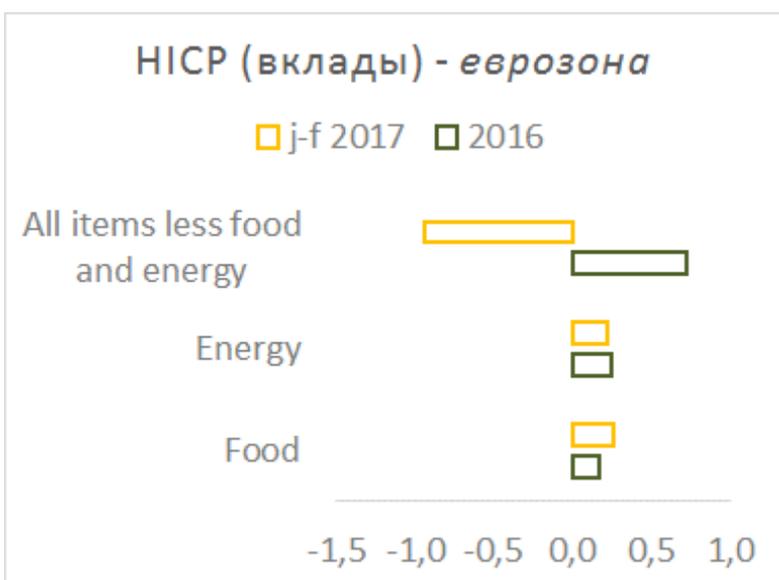


Сейчас хорошие виды на урожай пальмового масла в Юго-Восточной Азии и соевого – в Южной Африке. Спрос на сахар снижается, тогда как поставки из Бразилии могут вырасти при сокращении использования в производстве биотоплива. Прогнозируется рост поставок молока и молочной продукции из Новой Зеландии. Для роста цен на зерновые нет особых причин – в новом сельскохозяйственном сезоне предполагаются благоприятные погодные условия. Однако надо учитывать, что везде, особенно в северном полушарии, речь идет пока только о прогнозах, и в течение года ситуация может сильно измениться. Говядина и свинина дорожают из-за недостаточных поставок из Австралии и Новой Зеландии, не покрывающих растущее потребление в Азии. Рынки птицы и баранины сбалансированы.



По итогам 2-х месяцев года наблюдается нарастание вклада товаров продовольственной группы в инфляцию в США и еврозоне, если сравнивать с предыдущим годом.

В США ведущая роль принадлежит базовым компонентам инфляции (без продовольствия и топлива).



Снижение HICP в еврозоне по итогам двух месяцев – результат обычной январской сезонности. Накопленный прирост цен за последние 12 месяцев, как выше упоминалось, – 2%.

РОСТ ВВП														
(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)														
	2014				2015				2016				*	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	III 2016	IV 2016
Россия	0,6	1,3	0,8	0,3	-1,9	-3,4	-2,7	-3,2	-0,4	-0,5	-0,4	0,3	↑	↑
США	1,6	2,4	2,9	2,5	3,3	3,0	2,2	1,9	1,6	1,3	1,7	2,0	↑	↑
Канада	2,5	2,9	2,6	2,2	1,9	0,7	0,8	0,4	1,3	1,1	1,4	1,9	↑	↑
Япония	3,1	-0,3	-1,1	-0,3	-0,1	1,8	2,1	1,1	0,4	0,9	1,1	1,6	↑	↑
Соед. Королевство**	2,6	3,1	3,1	3,5	2,8	2,4	1,8	1,7	1,6	1,7	2,0	2,0	↑	→
Евросоюз**	1,7	1,5	1,6	1,8	2,1	2,2	2,1	2,1	1,8	1,8	1,9	1,9	↑	→
Еврозона**	1,3	1,0	1,1	1,3	1,8	2,0	1,9	2,0	1,7	1,6	1,8	1,7	↑	↓
Германия**	2,3	1,3	1,1	1,6	1,1	1,8	1,7	1,3	1,8	1,8	1,7	1,8	↓	↑
Франция**	0,9	0,4	0,7	0,6	1,3	1,2	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0	1,2	↓	↑
Италия**	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	0,7	0,7	1,0	1,1	0,8	1,0	1,0	↑	→
Испания**	0,6	1,0	1,7	2,2	2,7	3,1	3,4	3,6	3,4	3,4	3,2	3,0	↓	↓
Португалия**	1,1	0,8	1,0	0,7	1,7	1,7	1,6	1,4	1,0	1,0	1,7	2,0	↑	↑
Греция**	0,6	0,0	0,8	0,2	0,1	0,4	-2,4	0,7	-0,7	-0,4	2,0	-1,1	↑	↓
Бельгия**	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,3	1,2	1,3	1,2	↑	↓
Нидерланды**	0,8	1,6	1,4	1,9	2,6	2,1	1,9	1,1	1,2	1,9	2,5	2,7	↑	↑
Финляндия**	-0,3	-0,8	-0,9	-0,5	-0,4	0,6	0,1	0,8	2,1	1,0	1,9	1,3	↑	↓
Швеция**	1,9	3,1	2,8	3,0	3,1	3,4	4,3	4,5	4,0	3,5	2,5	2,3	↓	↓
Дания**	1,7	1,4	1,5	2,0	1,7	2,7	1,5	0,6	0,8	0,4	1,5	1,9	↑	↑
Норвегия	3,8	-0,2	1,5	2,5	1,5	2,3	2,6	0,2	0,7	2,6	-0,9	1,8	↓	↑
Швейцария	2,2	1,6	1,8	2,3	1,4	0,7	0,8	0,5	1,1	2,0	1,4	0,6	↓	↓
Китай	7,4	7,5	7,1	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	→	↑
Индия	5,8	7,5	8,3	6,6	6,7	7,5	7,6	7,2	7,9	7,2	7,3	7,0	↑	↓
Бразилия	3,5	-0,4	-0,6	-0,3	-1,8	-3,0	-4,5	-5,8	-5,4	-3,6	-2,9	-2,5	↑	↑
ЮАР	1,9	1,6	1,8	1,6	2,6	1,3	0,9	0,6	-0,6	0,3	0,7	0,7	↑	→
Турция	8,7	2,9	3,7	5,9	3,5	7,2	5,9	7,4	4,5	5,3	-1,3	3,5	↓	↑
Польша**	3,1	3,1	3,2	3,6	4,0	3,5	3,9	4,3	2,8	3,2	2,3	3,1	↓	↑
Мексика	2,3	1,8	2,3	2,7	2,8	2,5	2,8	2,4	2,3	2,6	2,0	2,2	↓	↑
Корея (Респ.)	3,9	3,5	3,4	2,7	2,4	2,2	2,8	3,1	2,8	3,3	2,6	2,3	↓	↓
Тайвань	3,8	4,3	4,4	3,6	4,0	0,7	-0,7	-0,8	-0,2	1,1	2,0	2,6	↑	↑
Индонезия	5,1	5,0	5,0	5,0	4,7	4,7	4,7	5,0	4,9	5,2	5,0	4,9	↓	↓
Малайзия	6,3	6,5	5,6	5,7	5,7	4,9	4,7	4,5	4,2	4,0	4,3	4,5	↑	↑
Австралия	3,2	2,8	2,8	2,2	2,5	2,1	2,6	2,4	2,5	3,1	1,7	2,4	↓	↑
Аргентина	-0,9	-2,0	-4,2	-2,8	0,0	3,9	3,8	2,6	0,6	-3,7	-3,7	-2,1	→	↑
Чили	2,9	1,8	1,3	1,7	2,6	2,1	2,4	1,9	2,5	1,7	1,8	0,5	↑	↓
Венгрия**	4,1	4,4	4,0	3,4	3,9	2,8	2,7	3,0	1,3	2,3	2,0	1,5	↓	↓
Чешская Респ.**	1,9	2,6	3,4	3,0	4,6	5,0	4,8	4,0	3,0	2,6	1,8	1,9	↓	↑
Словакия**	2,3	2,5	2,7	2,8	3,4	3,7	4,0	4,2	3,6	3,5	3,1	2,9	↓	↓
Беларусь	0,9	1,3	1,9	2,7	-2,0	-4,3	-4,2	-4,5	-3,7	-1,4	-3,5	-1,9	↓	↑
Украина	-1,0	-4,3	-5,3	-14,4	-16,0	-14,5	-7,0	-2,4	0,1	1,5	2,3	4,8	↑	↑
Казахстан	3,9	3,7	4,3	4,9	2,5	1,7	-0,1	0,7	-0,4	-0,1	1,3	3,0	↑	↑

* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

** Источник: Евростат; на базе сезонно сглаженных динамических рядов ВВП (Словакия - на базе сезонно не сглаженного динамического ряда).

ИНФЛЯЦИЯ													
(отчетный месяц относительно соответствующего месяца предыдущего года, %)													
	Год	Месяцы											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Россия	2016	9,8	8,1	7,3	7,3	7,3	7,5	7,2	6,9	6,4	6,1	5,8	5,4
	2017	5,0	4,6	4,3									
США (РСЕРІ*)	2016	1,1	0,9	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0	1,2	1,4	1,3	1,6
	2017	1,9	2,1										
Китай	2016	1,8	2,3	2,3	2,3	2,0	1,9	1,8	1,3	1,9	2,1	2,3	2,1
	2017	2,5	0,8										
Индия**	2016	5,7	5,3	4,8	5,5	5,8	5,8	6,1	5,0	4,4	4,2	3,6	3,4
	2017	3,2	3,7										
Япония	2016	-0,1	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	0,5	0,3
	2017	0,4	0,3										
Украина	2016	40,3	32,7	20,9	9,8	7,5	6,9	7,9	8,4	7,9	12,4	12,1	12,4
	2017	12,6	14,2										
Беларусь	2016	11,4	12,8	12,8	12,6	12,4	12,0	12,2	11,8	11,1	11,0	11,4	10,6
	2017	9,5	7,0	6,4									
Казахстан**	2016	14,4	15,2	15,7	16,3	16,7	17,3	17,7	17,6	16,6	11,5	8,7	8,5
	2017	7,9	7,8	7,7									
Швейцария	2016	-1,3	-0,8	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	0,0
	2017	0,3	0,6	0,6									
Турция**	2016	9,6	8,8	7,5	6,6	6,6	7,6	8,8	8,1	7,3	7,2	7,0	8,5
	2017	9,2	10,1	11,3									
Еврозона ***	2016	0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6	1,1
	2017	1,8	2,0										
Германия***	2016	0,4	-0,2	0,1	-0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,5	0,7	0,7	1,7
	2017	1,9	2,2										
Франция***	2016	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8
	2017	1,6	1,4										
Италия***	2016	0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,5
	2017	1,0	1,6										
Нидерланды***	2016	0,2	0,3	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	0,1	-0,1	0,3	0,4	0,7
	2017	1,6	1,7										
Испания***	2016	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	-1,1	-0,9	-0,7	-0,3	0,0	0,5	0,5	1,4
	2017	2,9	3,0										
Словакия***	2016	-0,6	-0,3	-0,5	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-0,5	-0,3	-0,2	0,2
	2017	0,9	1,3										
Бельгия***	2016	1,8	1,1	1,6	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0	1,8	1,9	1,7	2,2
	2017	3,1	3,3										
Финляндия***	2016	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	1,1
	2017	0,9	1,4										
Соед. Королевство***	2016	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	1,0	0,9	1,2	1,6
	2017	1,8	2,3										
Швеция	2016	0,8	0,4	0,8	0,8	0,6	1,0	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4	1,7
	2017	1,4	1,8										
Польша	2016	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8
	2017	1,8	2,2										
Венгрия	2016	0,9	0,3	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,6	1,0	1,1	1,8
	2017	2,3	2,9										
Чехия	2016	0,6	0,5	0,3	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5	0,8	1,5	2,0
	2017	2,2	2,5	2,6									
Корея (Респ.)	2016	0,6	1,1	0,8	1,0	0,8	0,7	0,4	0,5	1,3	1,5	1,5	1,3
	2017	2,0	1,9	2,2									
Бразилия	2016	10,7	10,4	9,4	9,3	9,3	8,8	8,7	9,0	8,5	7,9	7,0	6,3
	2017	5,3	4,8	4,6									
Норвегия	2016	2,9	3,2	3,3	3,3	3,4	3,7	4,4	4,0	3,6	3,7	3,6	3,5
	2017	2,8	2,5	2,4									
Канада	2016	2,0	1,4	1,3	1,7	1,5	1,5	1,3	1,1	1,3	1,5	1,2	1,5
	2017	2,1	2,0										
ЮАР	2016	6,2	7,0	6,3	6,2	6,1	6,3	6,0	5,9	6,1	6,4	6,6	6,8
	2017	6,6	6,3										
Чили	2016	4,8	4,7	4,5	4,2	4,2	4,2	4,0	3,4	3,1	2,8	2,9	2,7
	2017	2,8	2,7	2,7									
Мексика	2016	2,6	2,9	2,6	2,5	2,6	2,5	2,7	2,7	3,0	3,1	3,3	3,4
	2017	4,7	4,9	5,3									
Индонезия	2016	4,1	4,4	4,5	3,6	3,3	3,5	3,2	2,8	3,1	3,3	3,6	3,0
	2017	3,5	3,8	3,6									

* Personal Consumption Expenditure Price Index.

** Официально денежно-кредитная политика строится на принципах таргетирования инфляции, но переход на эти принципы окончательно не завершен или они существенно модифицированы.

*** Источник: Евростат; на базе гармонизированных индексов потребительских цен (НІСР).