ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 8-499-129-17-22, факс: 8-499-129-09-22, e-mail: mail@forecast.ru, http://www.forecast.ru

Тренды развития крупнейших экономик мира

№4(25) за 2014 г.

14.05.2014

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2014 году

Тренды крупнейших мировых экономик в 2014 г.:

1. США

Рост ожиданий ускорения темпов восстановления экономики в 2014 г.:

+ сокращение уровня безработицы
+ улучшение ожиданий потребителей
+ рост спроса на товары длительного пользования
− неожиданно неблагоприятные результаты ВВП в первом квартале
− замедление роста экспорта

2. Зона евро

Медленное восстановление в 2014 г. в ожидании монетарного стимулирования:

+ рост потребительского доверия в периферийных экономиках
+ готовность ЕЦБ к «количественному смягчению»
− стабильно высокий уровень безработицы

3. Китай

Укрепление ожиданий продолжения замедления экономического роста в 2014 г.:

– низкий рост ВВП в I кв. 2014 г.
– снижение темпов роста промпроизводства
– ухудшение динамики инвестиций в основной капитал
– замедление роста кредитования
– снижение темпов роста оборота розничной торговли

Макроэкономические прогнозы международных организаций на 2014 г.:

Темп прироста ВВП, %	ООН, дек 13	ВБ, янв 14	МВФ, апр 14	справочно: 2013 г. (оценка)
Мир (по ППС)	3.6	3.8	3.6	3.0
США	2.5	2.8	2.8	1.9
Зона евро	1.1	1.1	1.2	-0.4
Япония	1.5	1.7	1.4	1.7
Китай	7.5	7.7	7.5	7.7
Индия	5.3	6.2***	5.4***	4.4
Бразилия	3.0	2.4	1.8	2.3
Россия	2.9	2.2	1.3	1.3
Нефть, долл./бар.*	108**	104	104	104

*среднее цены сортов Dubai, Brent, WTI, если не указано иное

**Brent

***за фискальный год (01.07-30.06)

1.США

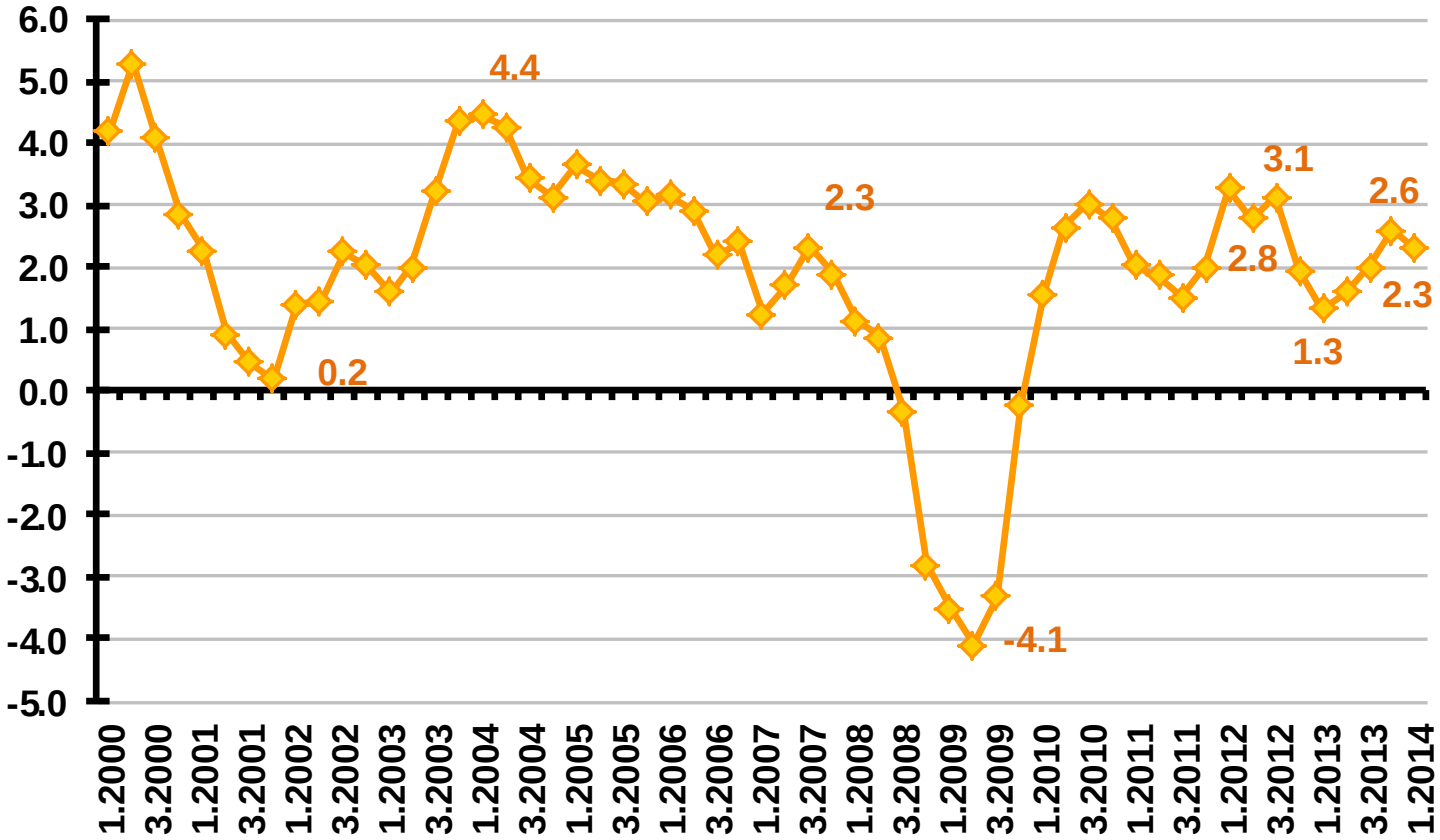
Основные выводы:

- **ВВП США за I кв. вырос на 0.1% в годовом выражении (2.3% к I кв. 2013 г.):**
  - ✓ вышедшие позже первой оценки ВВП (здесь и далее – сезонность устранена) данные по торговому балансу оказались хуже ожиданий. Поэтому, по окончательной оценке, ВВП в I кв., скорее всего, сократится к IV кв.
  - ✓ наибольший вклад в замедление роста внесли экспорт, изменение запасов, сокращение потребления товаров повседневного спроса, падение инвестиций в транспортное и прочее оборудование
  - ✓ благоприятно выглядит динамика инвестиций в промышленное оборудование, которые уже второй год стабильно растут

- **Рост экономики во втором квартале, вероятно, компенсирует часть падения в начале года:**
  - ✓ в апреле уровень безработицы сократился до 6.3% с 6.7% в марте. Это минимум с ноября 2008 г.
  - ✓ важным фактором замедления экономики в первом квартале стала суровая зима, сформировавшая навес отложенного потребления, которое реализуется во втором квартале
  - ✓ индекс потребительской уверенности University of Michigan в апреле составил 84.1, это близко к рекордным значениям годовой давности
  - ✓ в марте возрос объем новых заказов на товары длительного пользования (на 2.2% к февралю и на 0.8% к январю, с исключением сезонной компоненты)

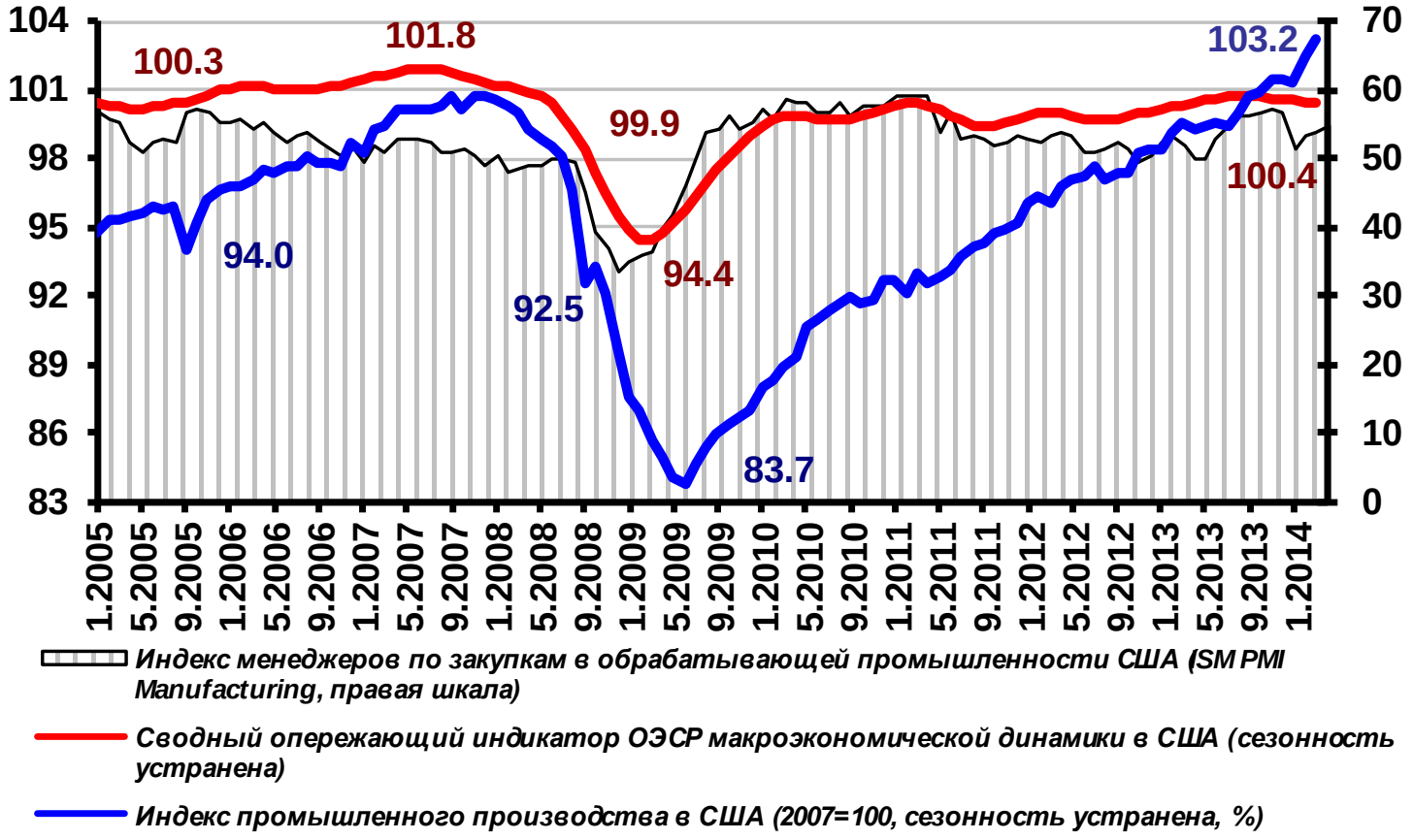
- **Председатель ФРС Дж. Йеллен сообщила, что важным фактором для решения о прекращении количественного смягчения станет не сокращение уровня безработицы, а благоприятная динамика целого ряда индикаторов рынка труда. В частности, речь идет о росте доли экономически активного населения и рост реальных зарплат быстрее 3.0% в годовом выражении (рост показателя составил 2.3% в первом квартале)**

Темпы прироста ВВП (к аналогичному кварталу предшествующего года, сезонность устранена, %)



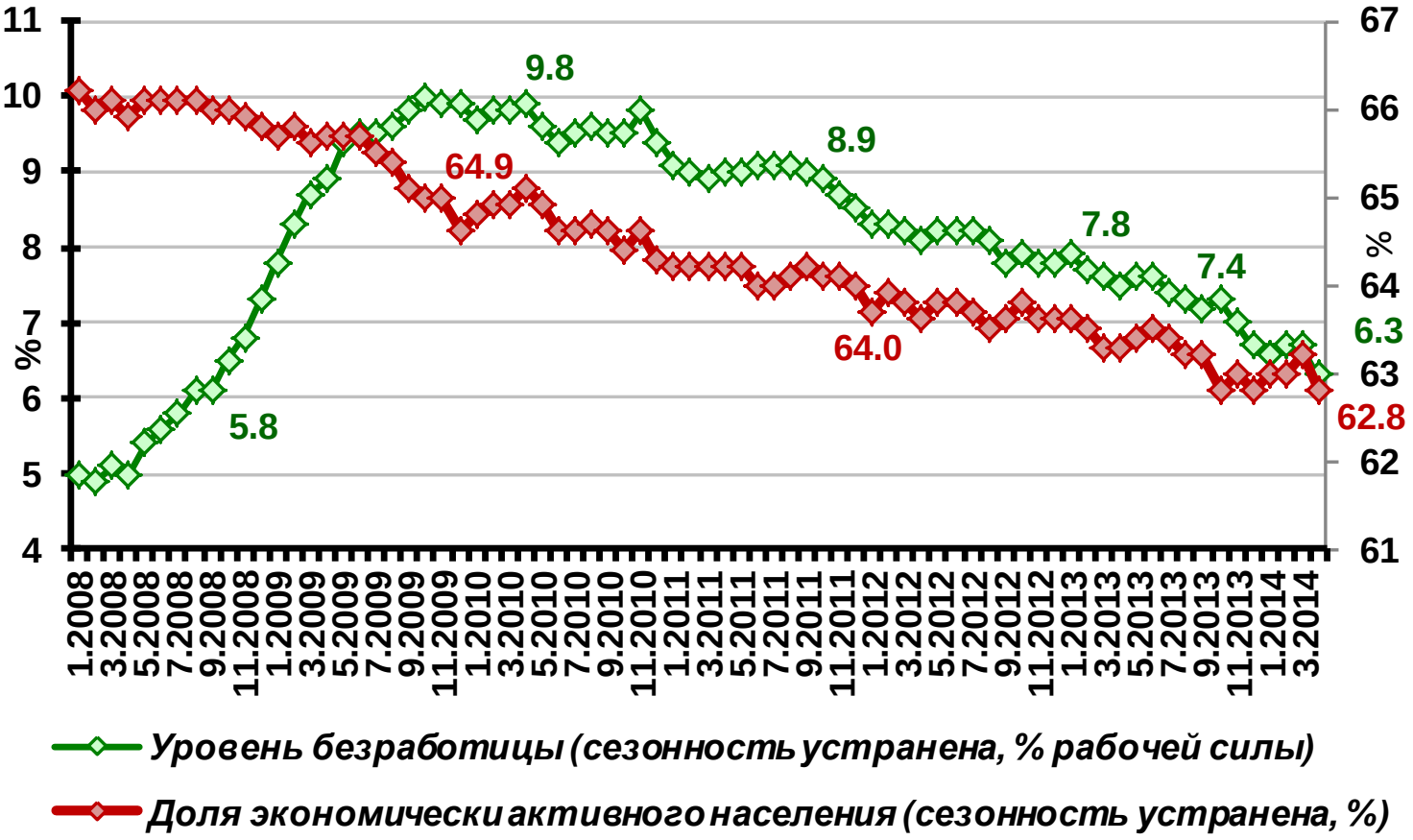
Источник: OECD

Основные индикаторы экономического роста



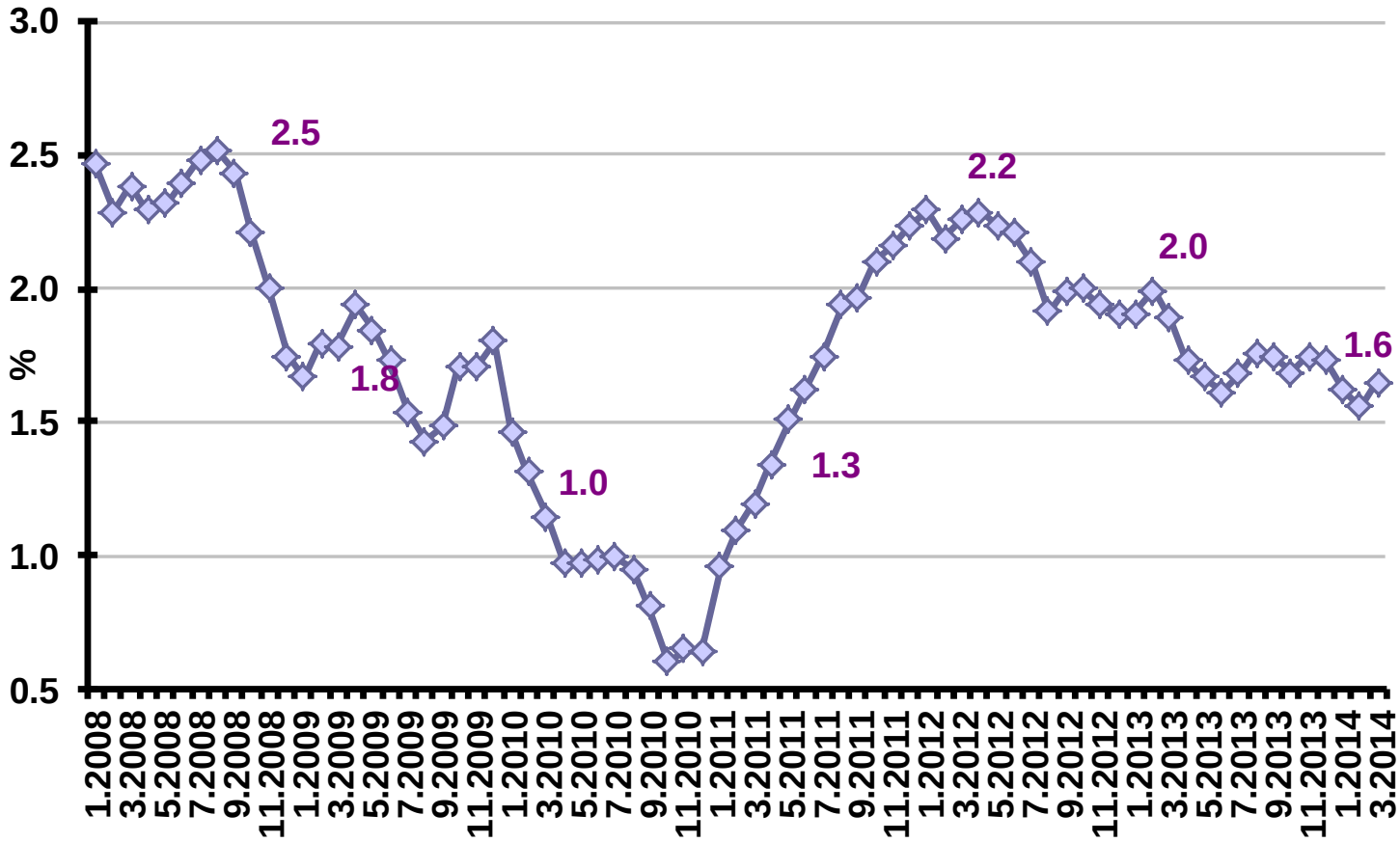
Источник: U.S. Federal Reserve System, Institute for Supply Management, Stats.OECD.org

Уровень безработицы (сезонность устранена, % ЭАН) и доля экономически активного населения (сезонность устранена, %)



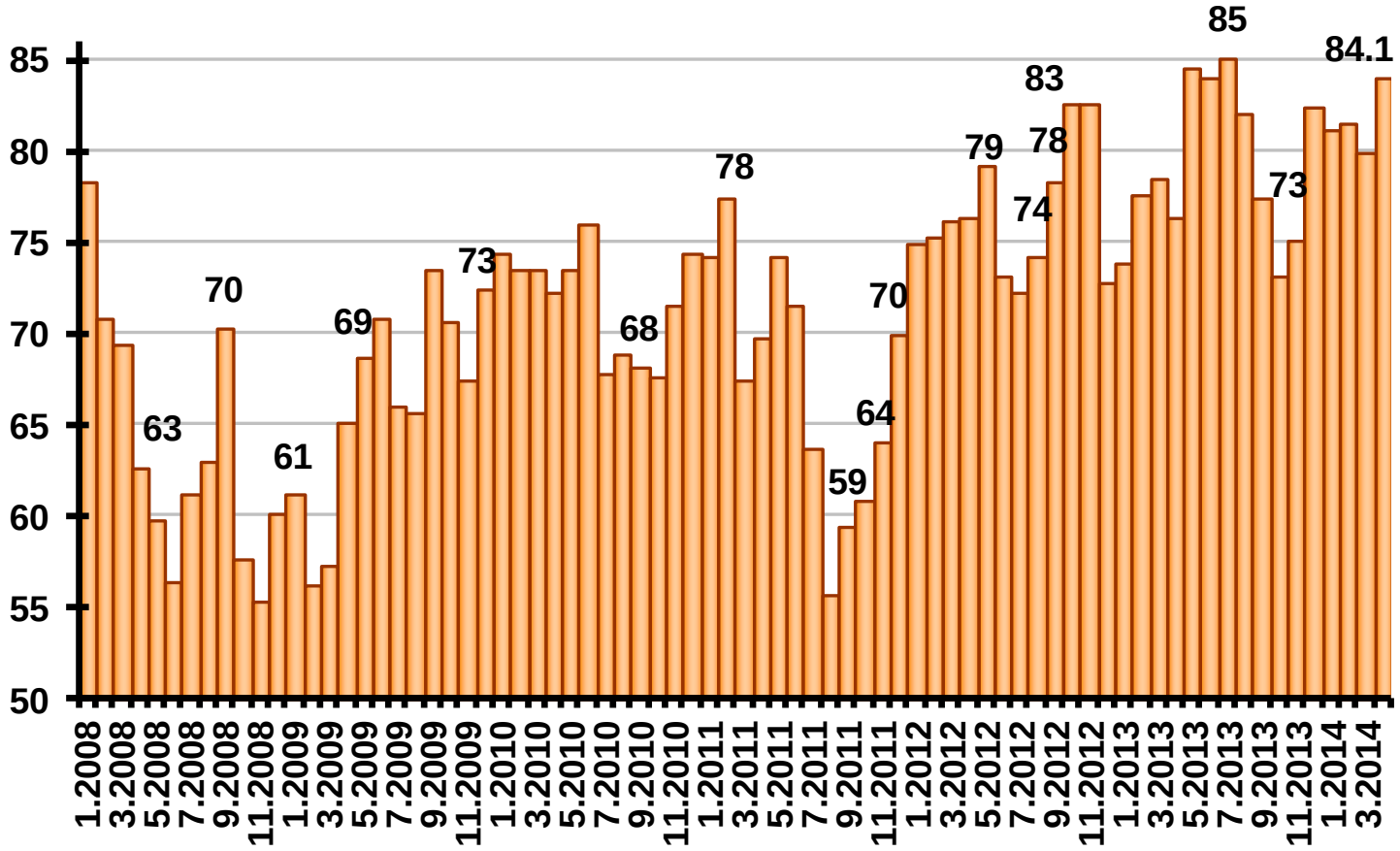
Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics

Изменение базового индекса потребительских цен (темпы прироста за год, сезонность устранена, %)



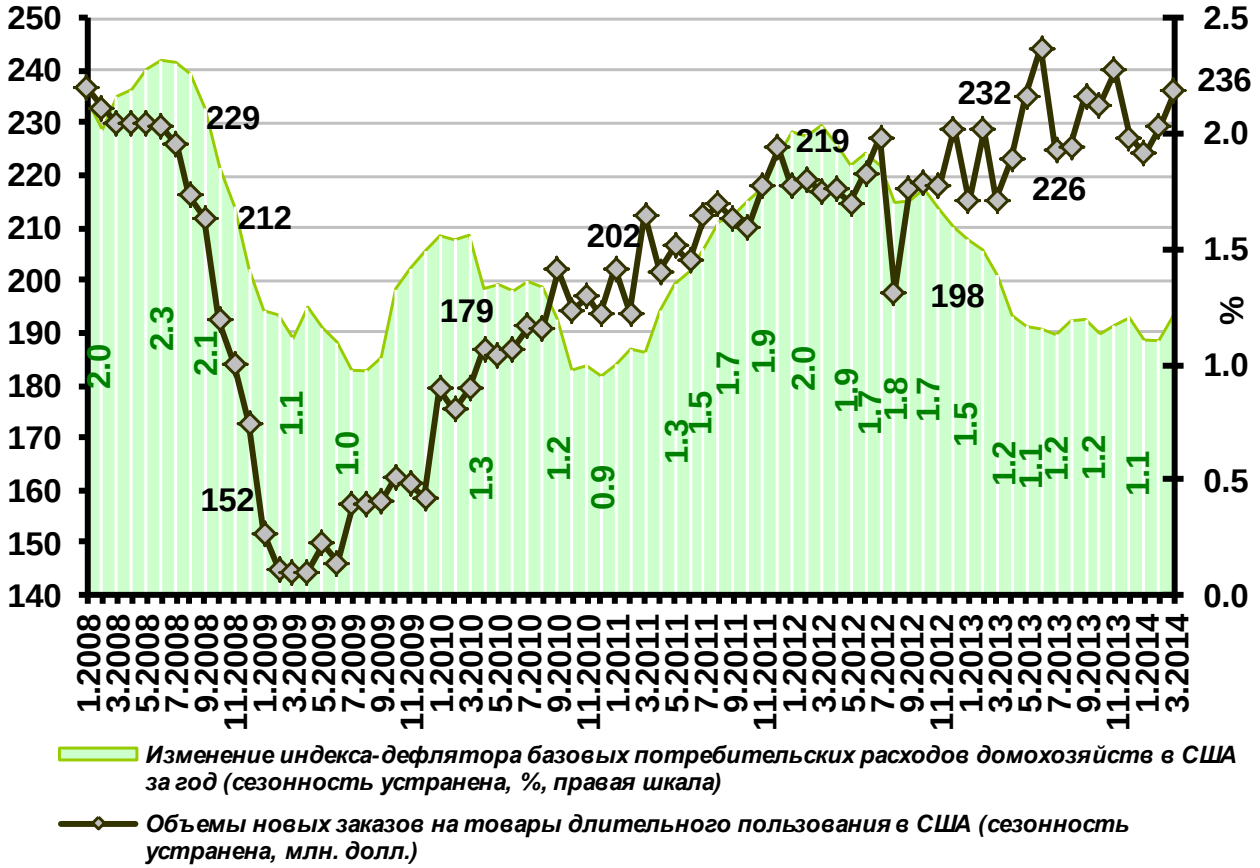
Источник: U.S. Bureau of Economic Analysis

Индекс потребительской уверенности University of Michigan



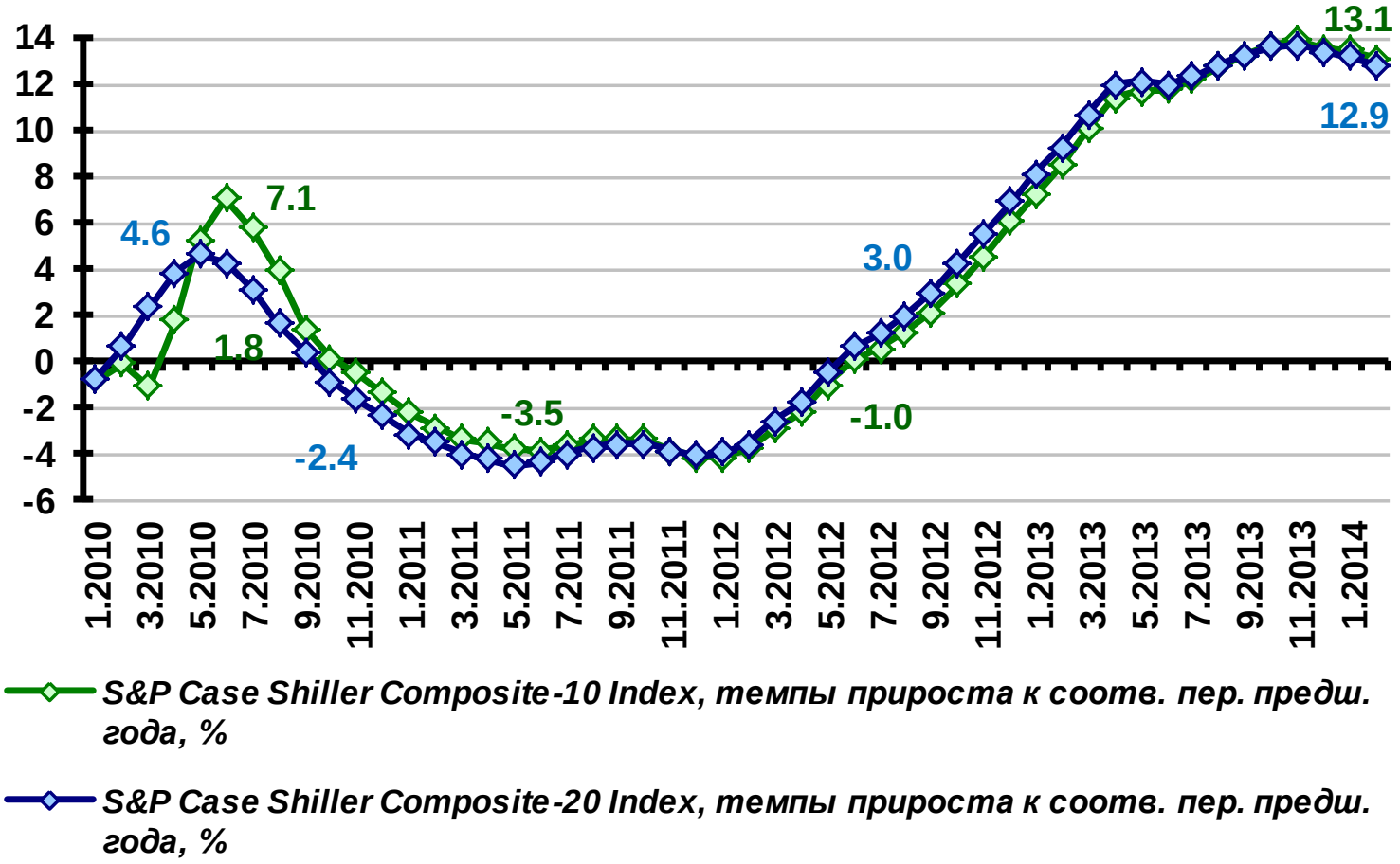
Источник: University of Michigan

Объемы заказов на товары длительного пользования в США (сезонность устранена, млн. долл.) и индекс-дефлятор базовых потребительских расходов домохозяйств в США (сезонность устранена, %)



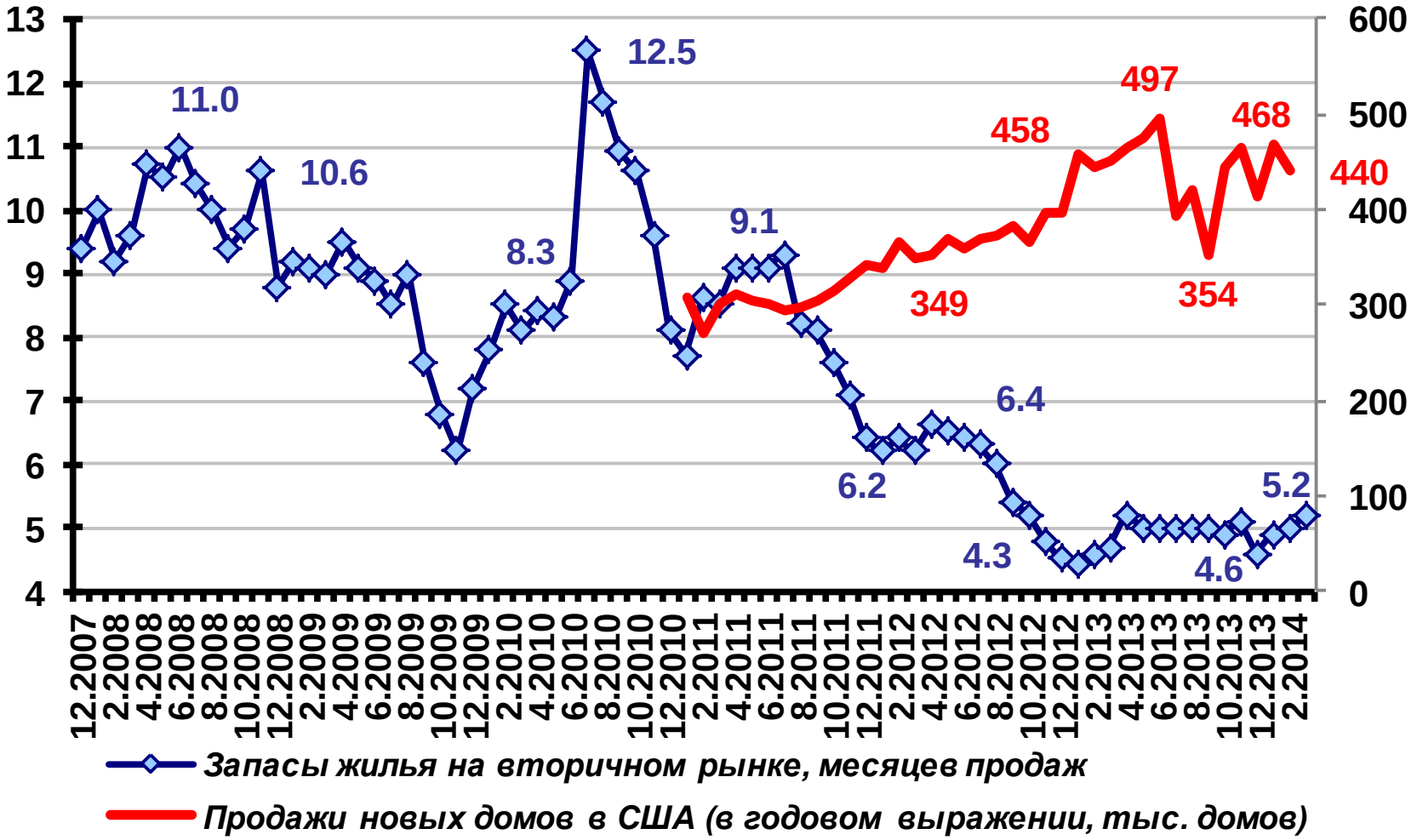
Источник: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau

Индексы цен на жилую недвижимость в крупнейших городах S&P Case Shiller (темпы прироста к соотв. пер. предш. года, %)



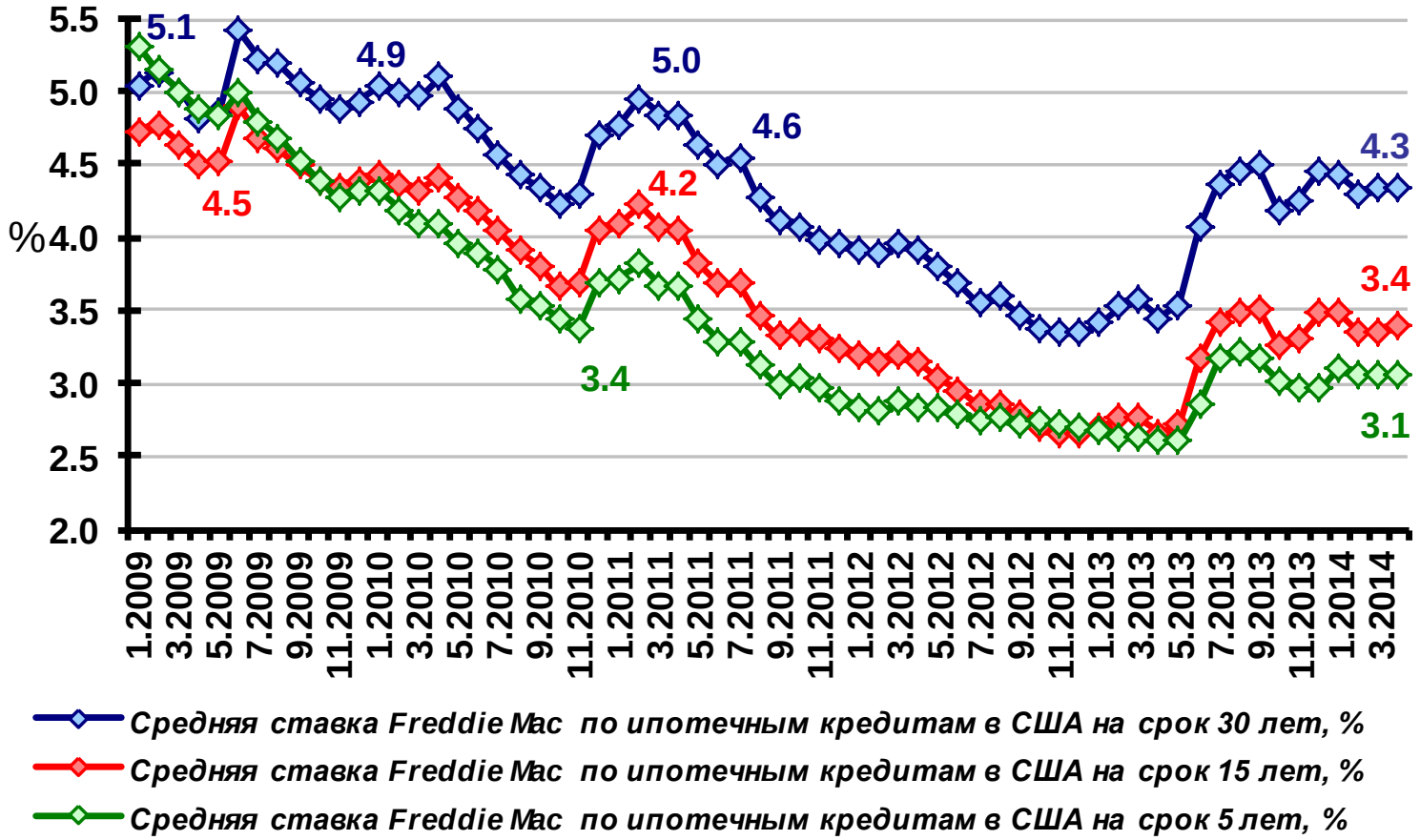
Источник: Standard & Poor's

Запасы жилья на вторичном рынке (месяцев продаж) и объем продаж новых домов (в годовом выражении, тыс. домов)



Источник: Realtor.org

Средние ставки Freddie Mac по ипотечным кредитам (% годовых)



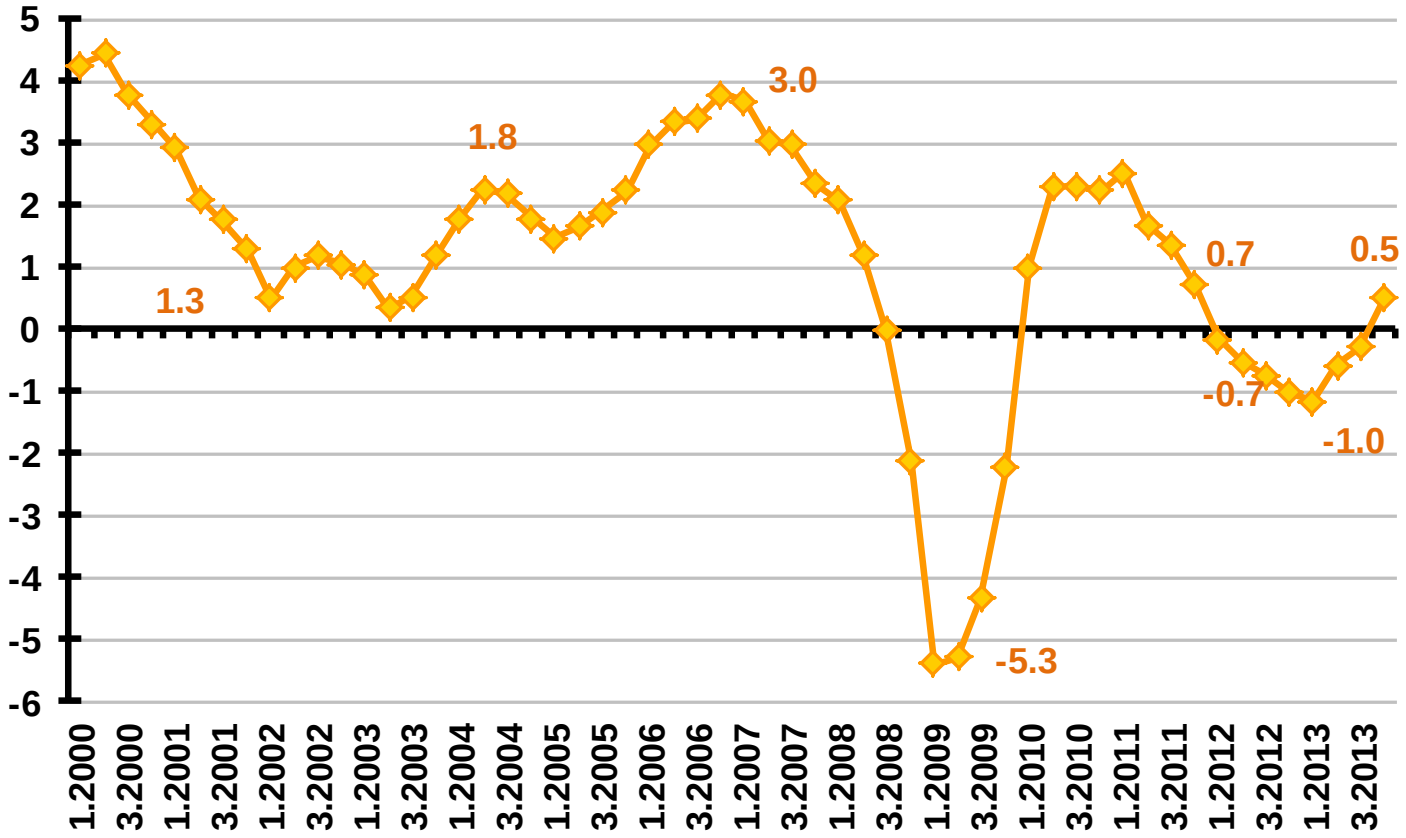
Источник: Freddie Mac

2. Зона евро

Основные выводы:

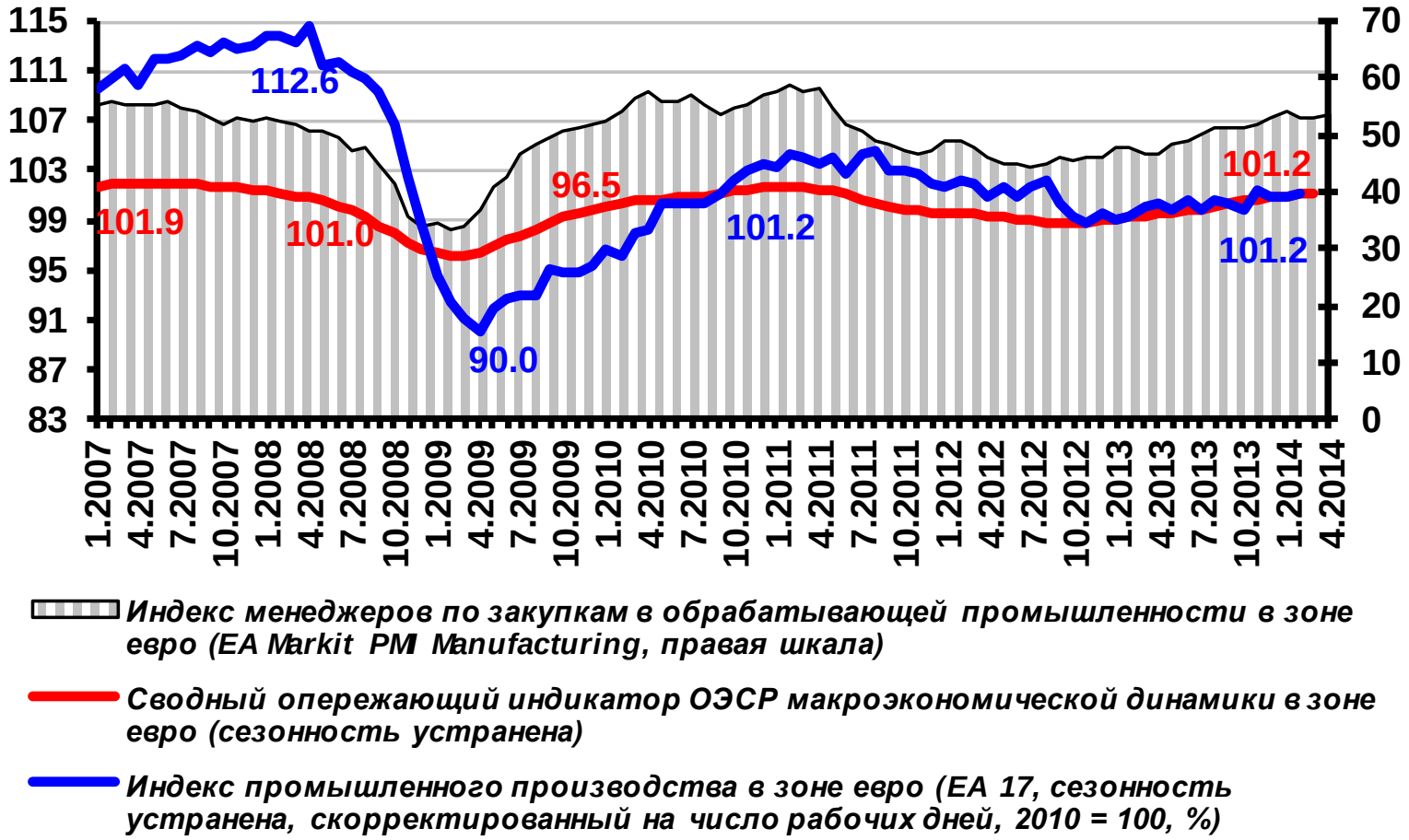
- **Восстановление экономики зоны евро продолжается, консенсус-прогноз роста ВВП зоны евро в I кв. составляет 0.4% (здесь и далее – к соотв. пер. предш. года):**
  - ✓ объем выпуска в строительстве в феврале вырос на 6.7%
  - ✓ оборот розничной торговли в марте вырос на 0.9%
  - ✓ индекс потребительского доверия в зоне евро стабильно повышается уже более года (составил -4.1 в апреле), повышение происходит за счет «периферийных экономик» (Италии, Испании, Ирландии, Португалии) и Германии
  - ✓ по оценке Merrill Lynch для выборки облигаций объемом 2.4 трлн. евро (3.2 трлн. долл.), в апреле средневзвешенные ставки по корпоративным облигациям с инвестиционным рейтингом сократились до посткризисного минимума в 1.7%, низкие ставки, согласно Bloomberg, привлекают заемщиков из других развитых стран (США и Великобритании), несмотря на тенденцию укрепления евро
  - ✓ инфляция в зоне евро в апреле составила 0.7%, показатель снижается с начала 2012 г. Базовая инфляция составила 0.9%, и следует аналогичной траектории
- **Глава ЕЦБ М. Драги указал на готовность ЕЦБ к дальнейшему смягчению политики в июне, а в случае дефляции – к количественному смягчению**
  - ✓ наиболее важным фактором для смягчения, по заявлению Й. Вайдмана (Бундесбанк, ЕЦБ), является давление на курс евро – укрепление в апреле на 7% к апрелю 2013 г. (до 1.37 долл. за евро), которое существенно снизило ценовую конкурентоспособность европейской продукции
  - ✓ рассматриваемые инструменты смягчения политики – снижение ставки, введение отрицательной ставки по депозитам в ЕЦБ, отмена стерилизации портфеля облигаций, приобретенных ЕЦБ в ходе европейского долгового кризиса (объемом около 170 млрд. евро или 230 млрд. долл.)

Темпы прироста ВВП зоны евро (к аналогичному кварталу предшествующего года, сезонность устранена, %)



Источник: OECD

Основные индикаторы экономического роста



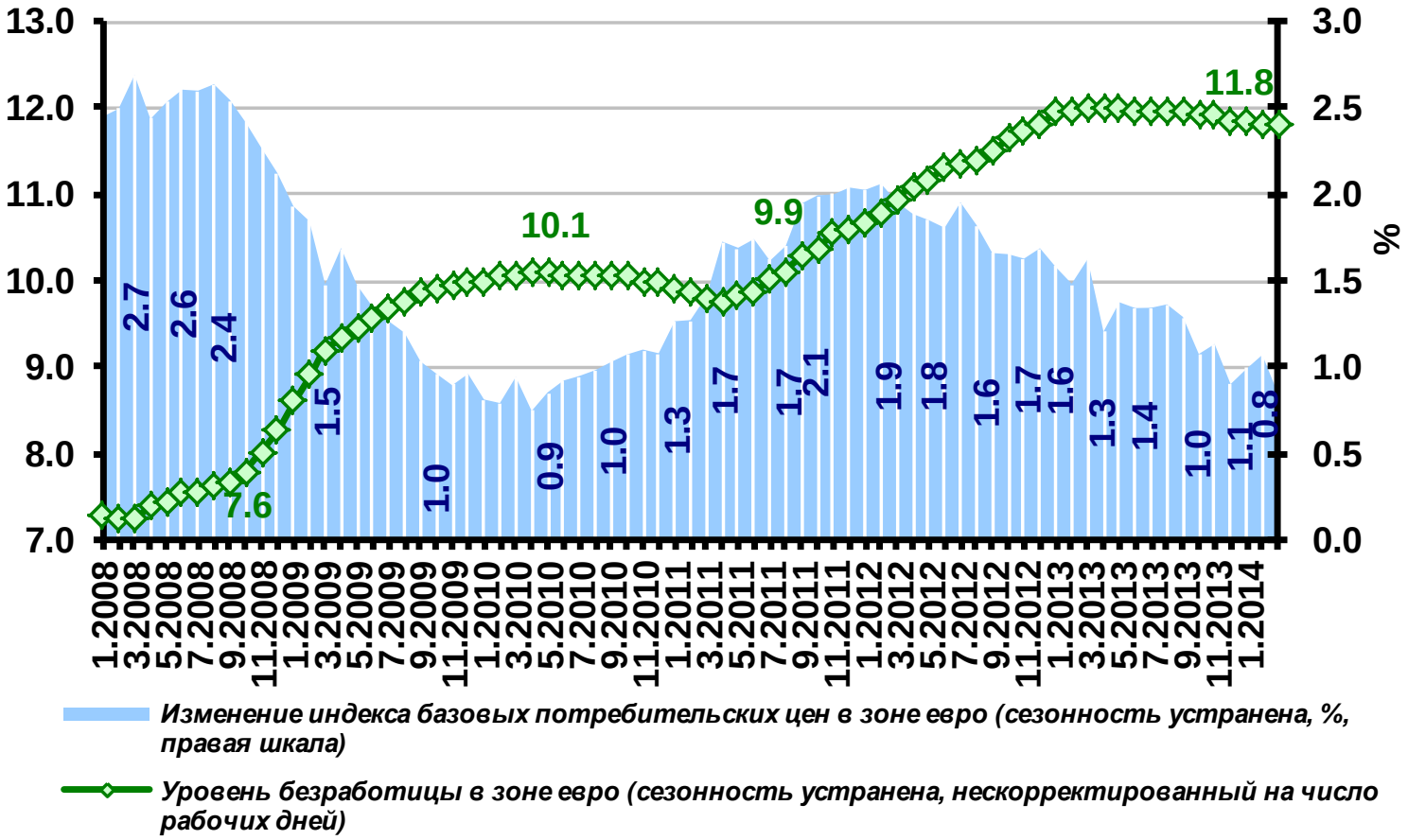
Индекс менеджеров по закупкам в обрабатывающей промышленности в зоне евро (EA Markit PMI Manufacturing, правая шкала)

Сводный опережающий индикатор ОЭСР макроэкономической динамики в зоне евро (сезонность устранена)

Индекс промышленного производства в зоне евро (EA 17, сезонность устранена, скорректированный на число рабочих дней, 2010 = 100, %)

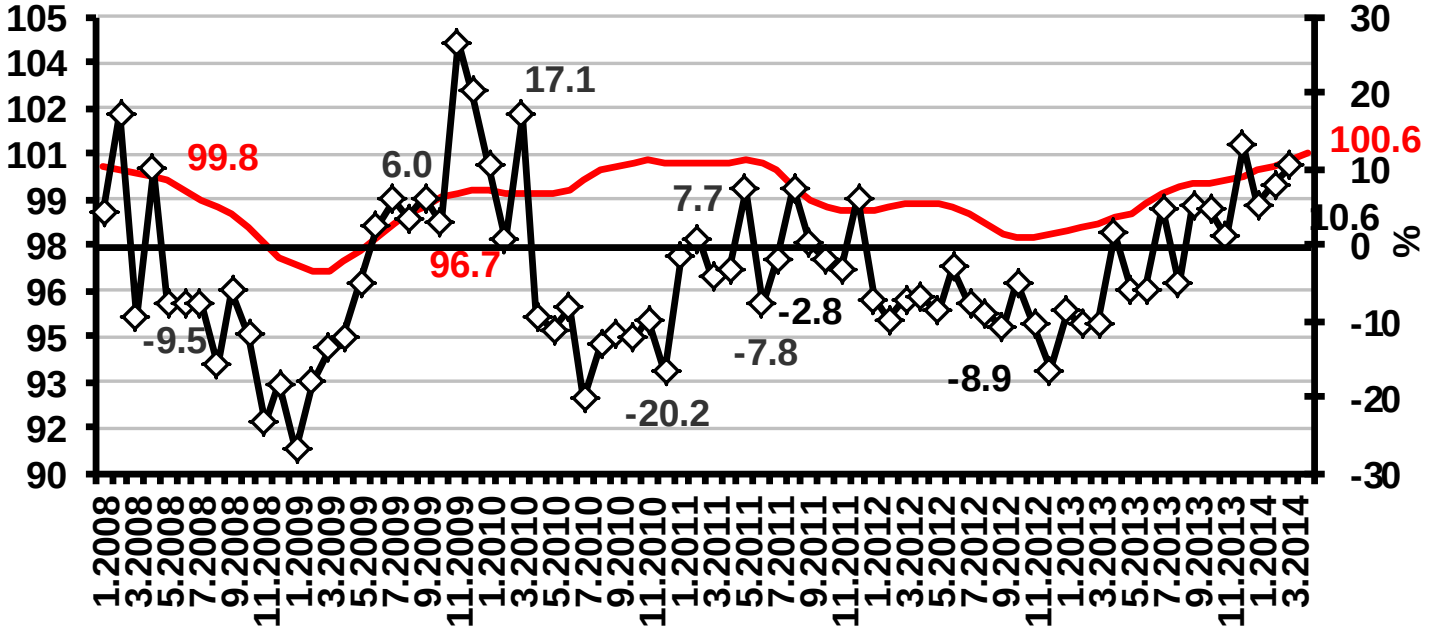
Источник: European Central Bank, Stats.OECD.org, Bloomberg.com

Уровень безработицы (сезонность устранена, без корректировки на число рабочих дней, % ЭАН) и индекс базовых потребительских цен (сезонность устранена, %)



Источник: European Central Bank, Eurostat

Объем продаж автомобилей (темпы прироста, %) и индекс доверия бизнеса в зоне евро (BCI OECD)

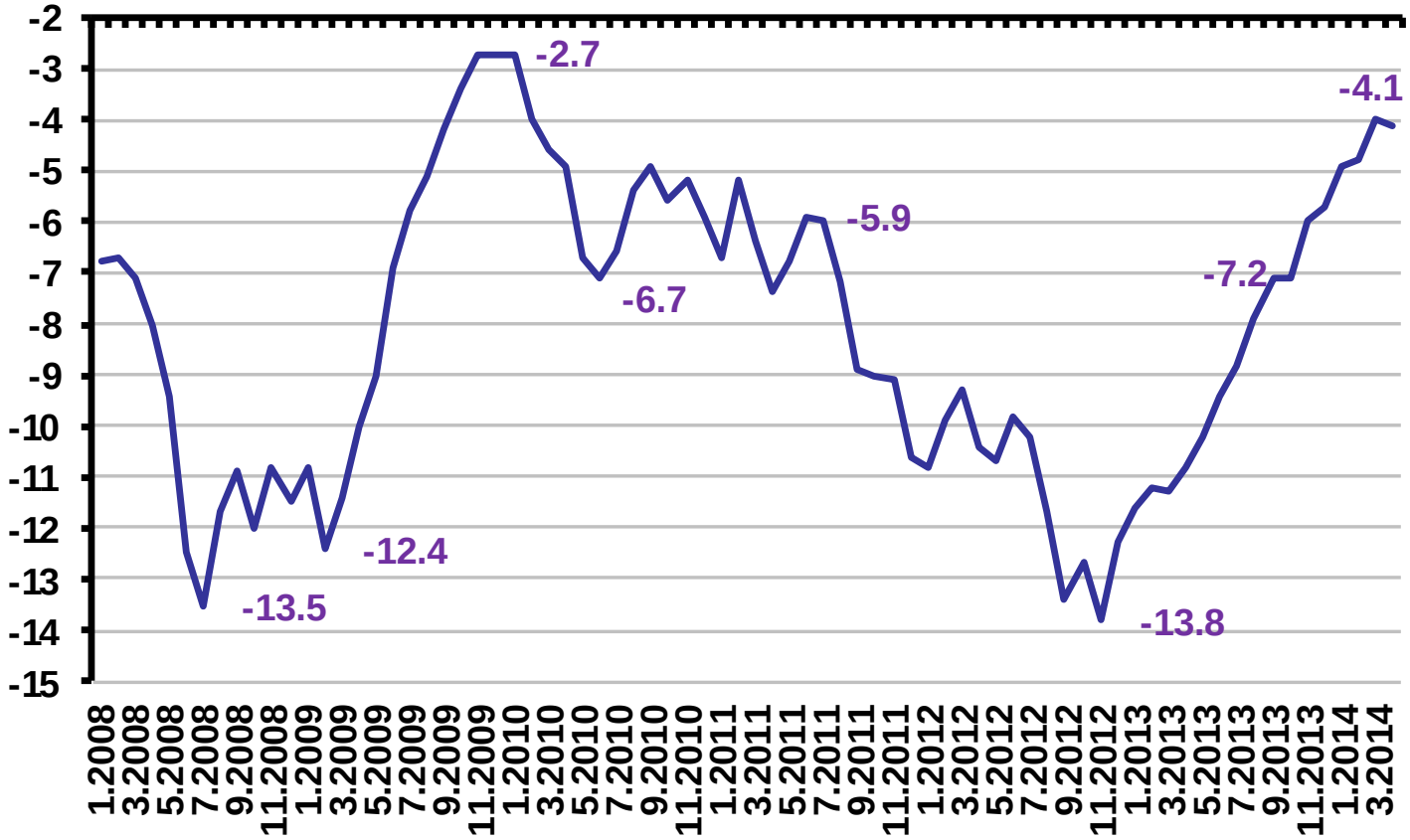


Индекс потребительского доверия в зоне евро (CCI OECD, сезонность устранена)

Продажи автомобилей (темп прироста к аналогичному периоду предш. года, %, правая шкала)

Источник: European Automobile Manufacturers' Association (ACEA), Stats.OECD.org

Балансовый индекс потребительского доверия в зоне евро (ЕА 17, опросы относительно финансовой ситуации, ожидаемой в ближайшие 12 месяцев)



Источник: Eurostat

Спрэд с 10-летними суверенными облигациями Германии (б.п.)

Испания

Португалия

Италия

Греция

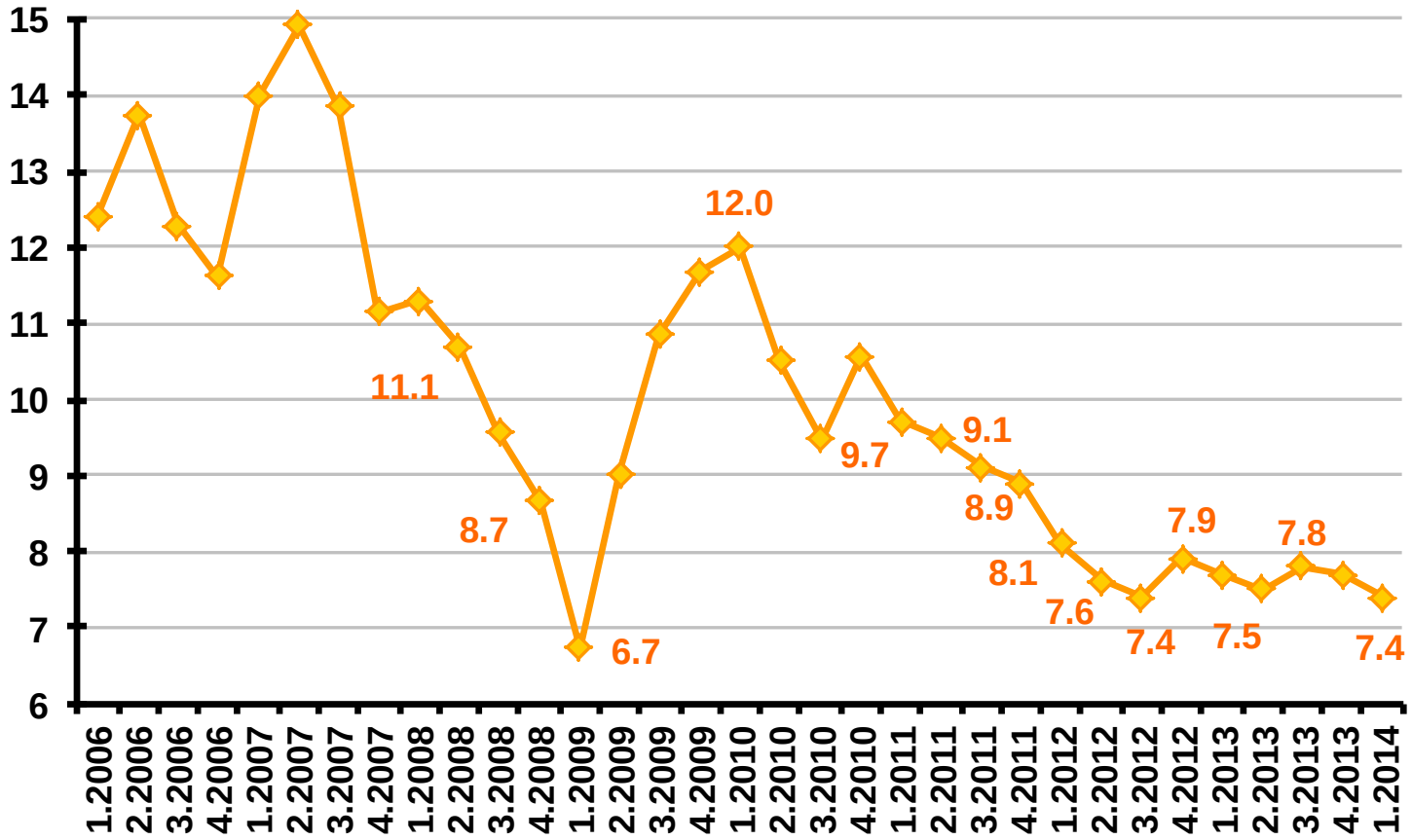
Источник: Datosmacro.com

3.Китай

Основные выводы:

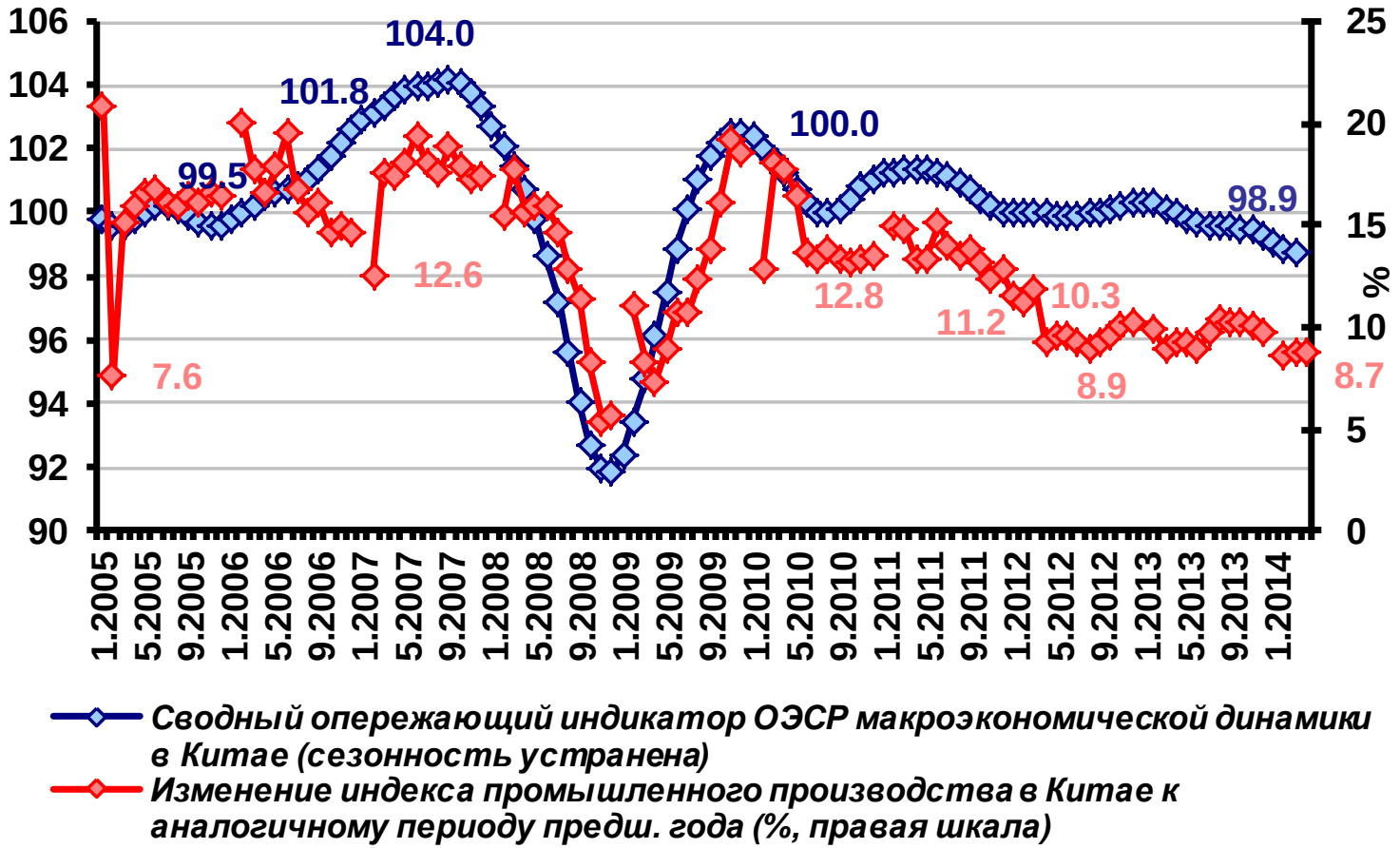
- **Новая порция статистики подтверждает гипотезу о продолжении замедления китайской экономики в текущем году:**
  - ✓ рост ВВП в I кв. 2014 г. составил 7.4% (здесь и далее – к соотв. пер. предш. года), снова приблизившись к историческим минимумам. Последний раз такие низкие значения роста наблюдались в III кв. 2012 г.
  - ✓ темпы роста промпроизводства (8.7%) и инвестиций в основной капитал (17.6%) значимо замедлились по отношению к темпам роста I кв. 2013 г. (на 0.8 п.п. и 3.3 п.п. соответственно). С начала года сохраняются ожидания ухудшения деловой конъюнктуры (PMI ниже 50). В апреле индекс PMI в обрабатывающей промышленности составил 48.3
  - ✓ замедляются темпы выдачи новых кредитов – 7.0% в январе-апреле 2014 г. против 12.8% в январе-апреле 2013 г. (к соотв. пер. предш. года)
  - ✓ темпы роста оборота розничной торговли с начала года держатся на исторических минимумах, не превышая 12%. Последний раз подобные значения наблюдались в феврале кризисного 2009 г. При этом темпы роста продаж автомобилей в I кв. 2014 г. сократились до 9% против 17% в 4 кв. 2013 г. (к соотв. пер. предш. года)
  - ✓ рынок жилья все более уверенно выходит на траекторию замедления. В марте цены на рынке жилья сократились или остались без изменения уже в 14 из 70 крупных городов, по которым собирается официальная статистика (против 5 из 70 городов еще в декабре 2013 г.) При этом в I кв. 2014 г. строительство новых объектов недвижимости упало на 25%, а объем продаж домов сократился на 7.7% к I кв. 2013 г.
  - ✓ опережающий индикатор макроэкономической динамики, рассчитываемый ОЭСР, плавно снижается с мая 2013 г., постепенно ускоряясь. В феврале 2014 г. снижение составило 1.4% против 0.1% в мае 2013 г. (к соотв. пер. предш. года)
- **Вместе с тем, на фоне значительного замедления инфляции (1.8% в апреле, рекордно низкий уровень с октября 2012 г.) становятся более вероятными отдельные меры стимулирующей денежно-кредитной-политики (снижение резервных требований, и др.)**

Темпы прироста ВВП Китая (к аналогичному кварталу предшествующего года, %)



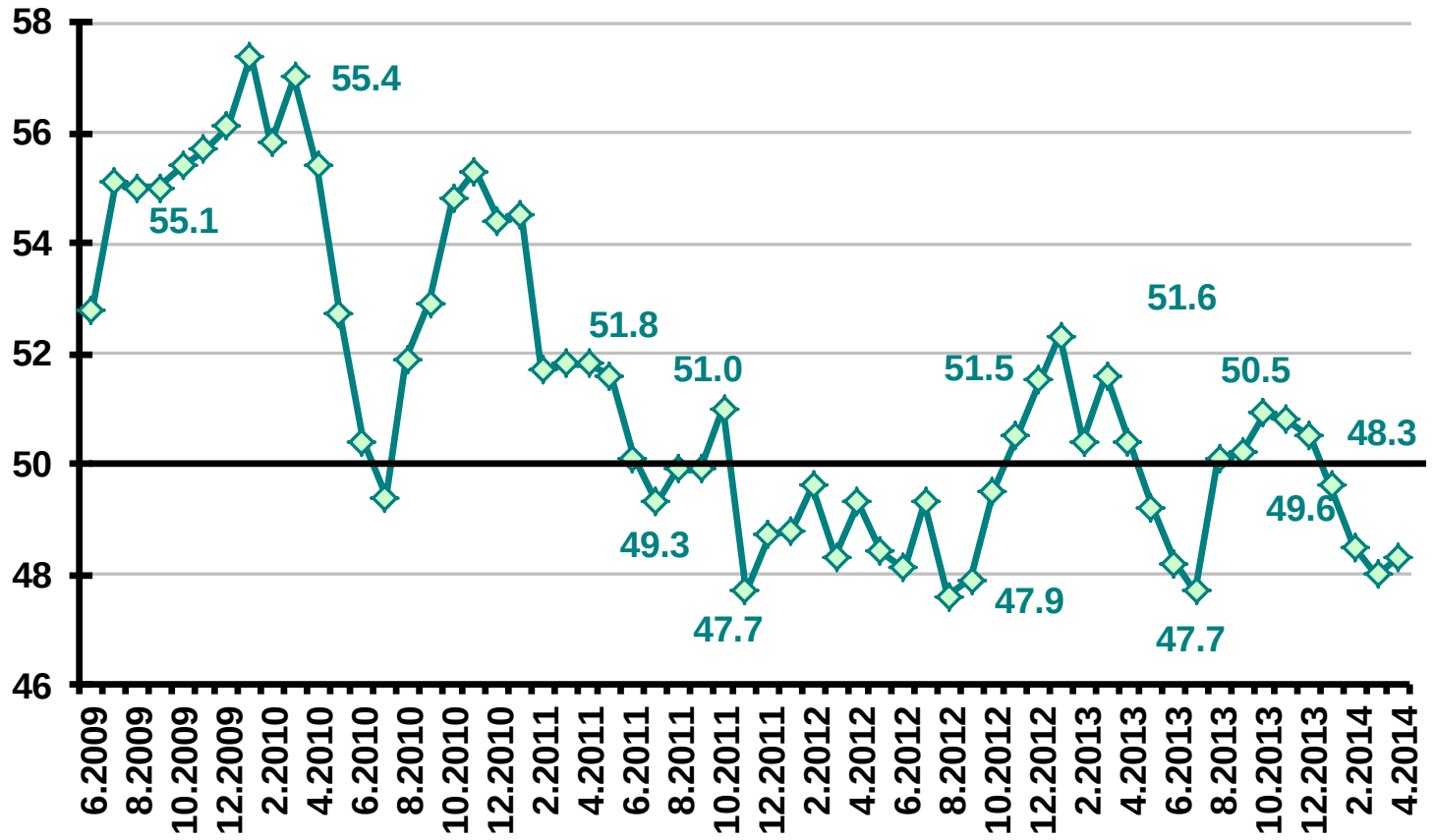
Источник: National Bureau of Statistics of China, IMF WEO, расчеты ЦМАКП

Основные индикаторы экономического роста



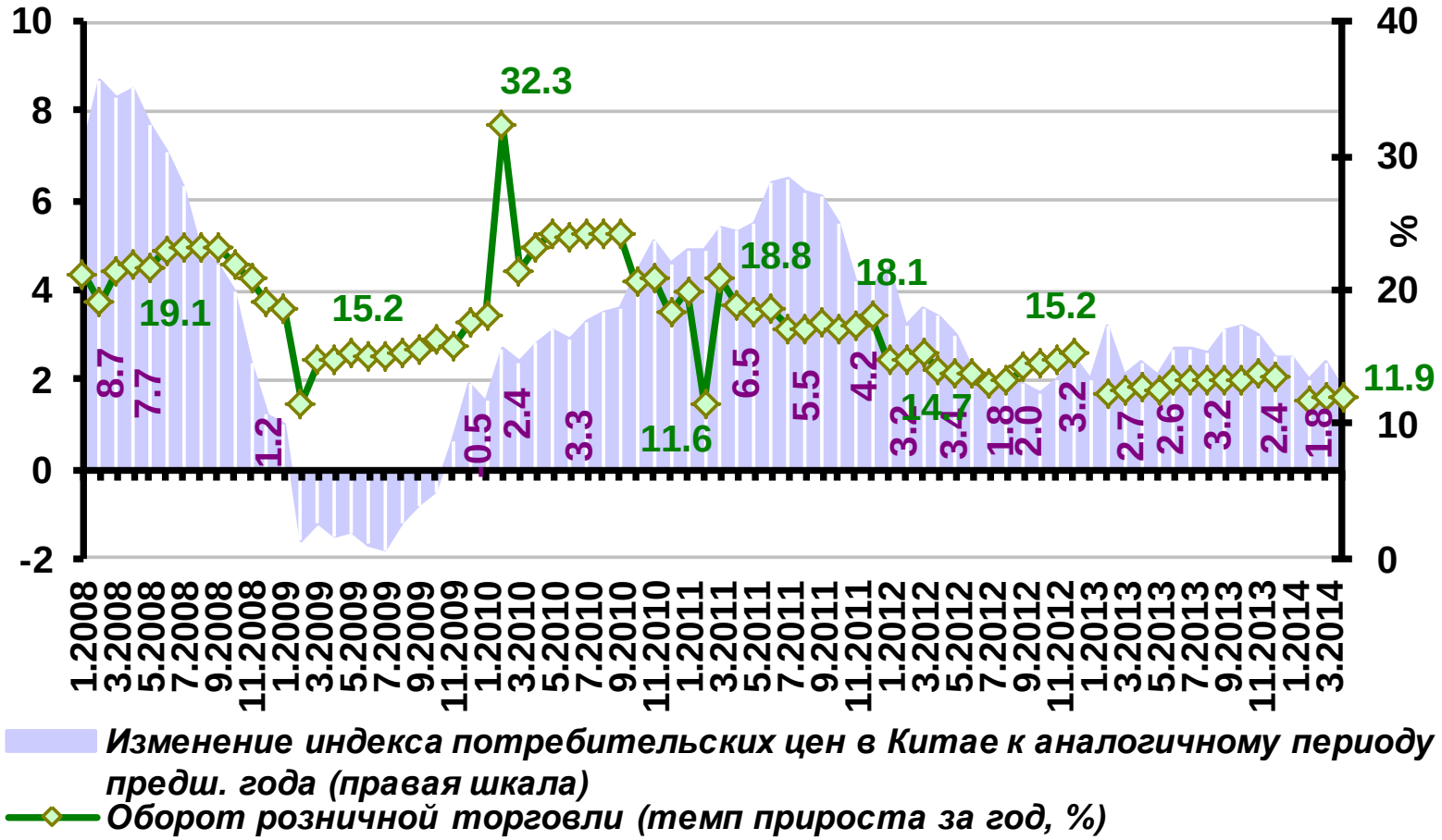
Источник: OECD, National Bureau of Statistics of China, расчеты ЦМАКП

Индекс менеджеров по закупкам в промышленности (HSBC PMI)



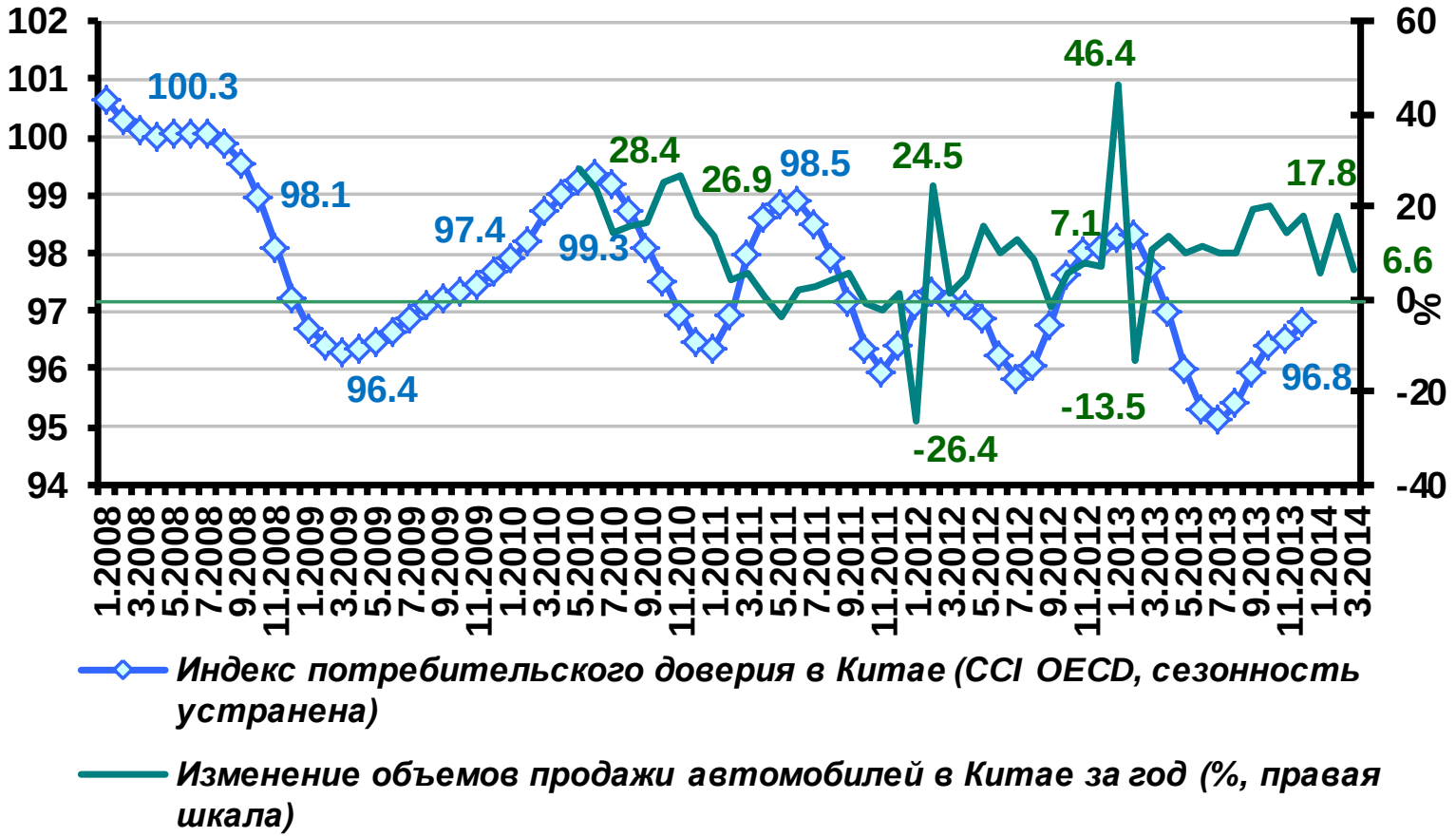
Источник: HSBC

Оборот розничной торговли (темпы прироста, %) и индекс потребительских цен



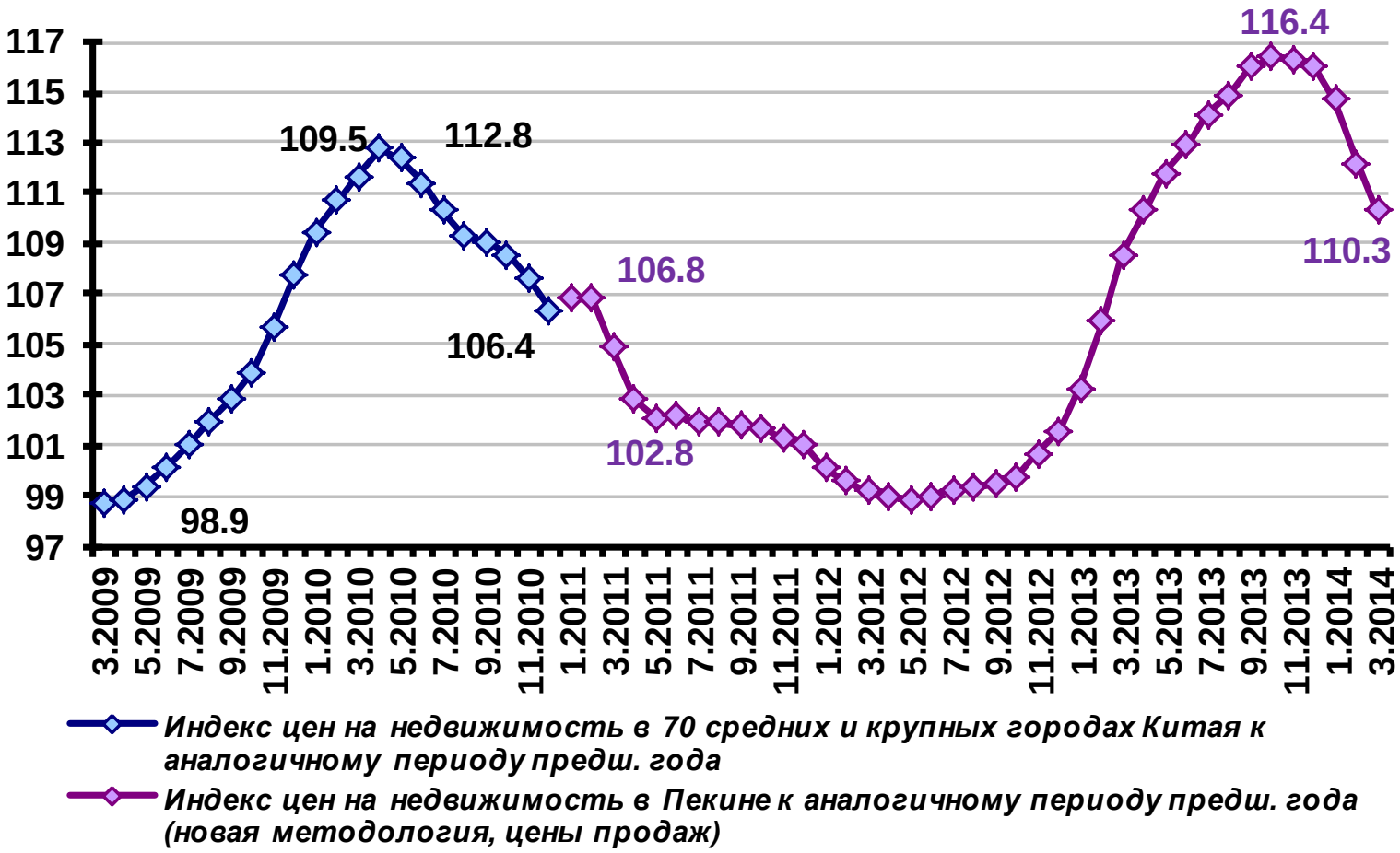
Источник: National Bureau of Statistics of China

Объем продаж автомобилей (темпы прироста, %) и индекс потребительского доверия в Китае (BCI OECD)



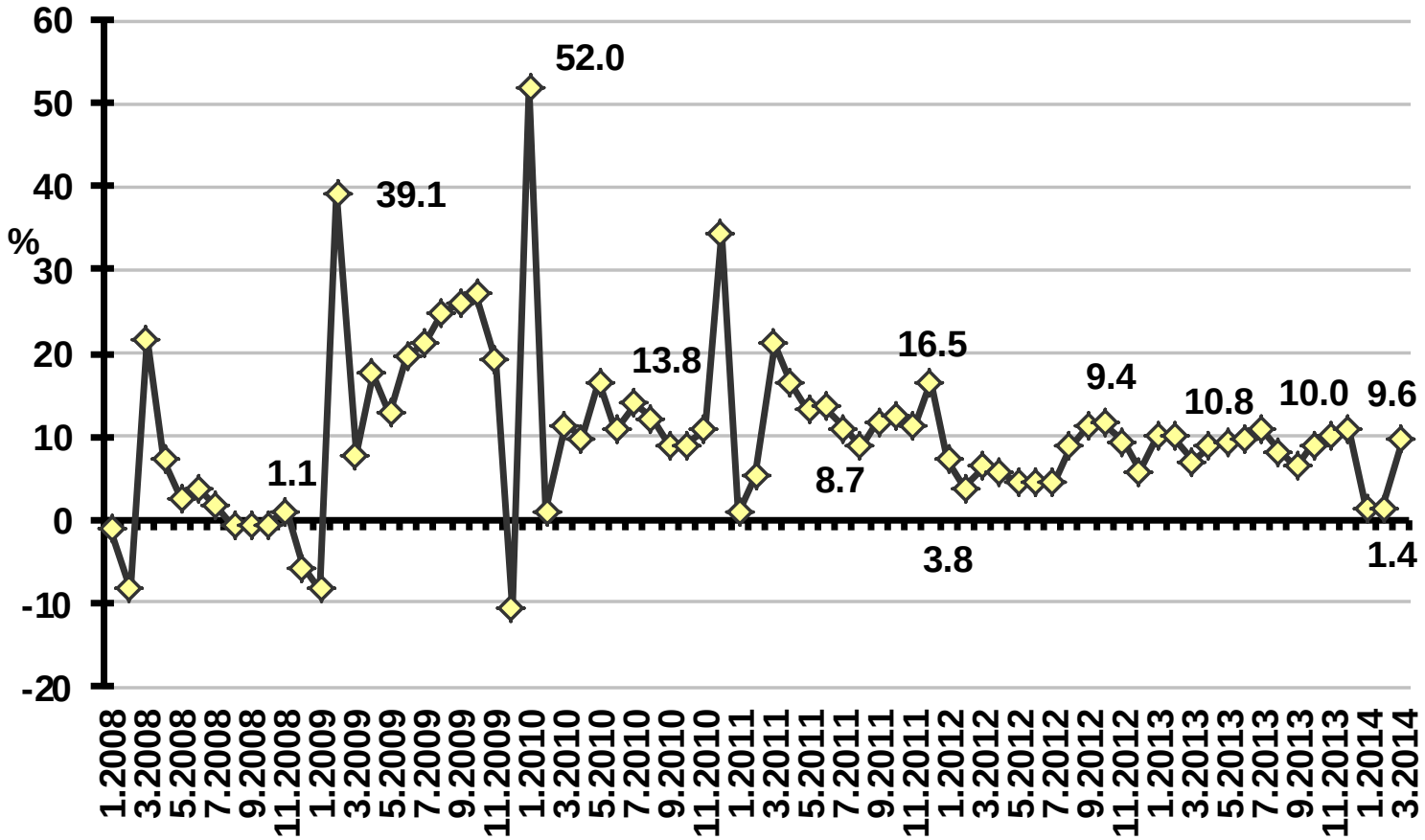
Источник: OECD, China Association of Automobile Manufacturers

Индексы цен на недвижимость



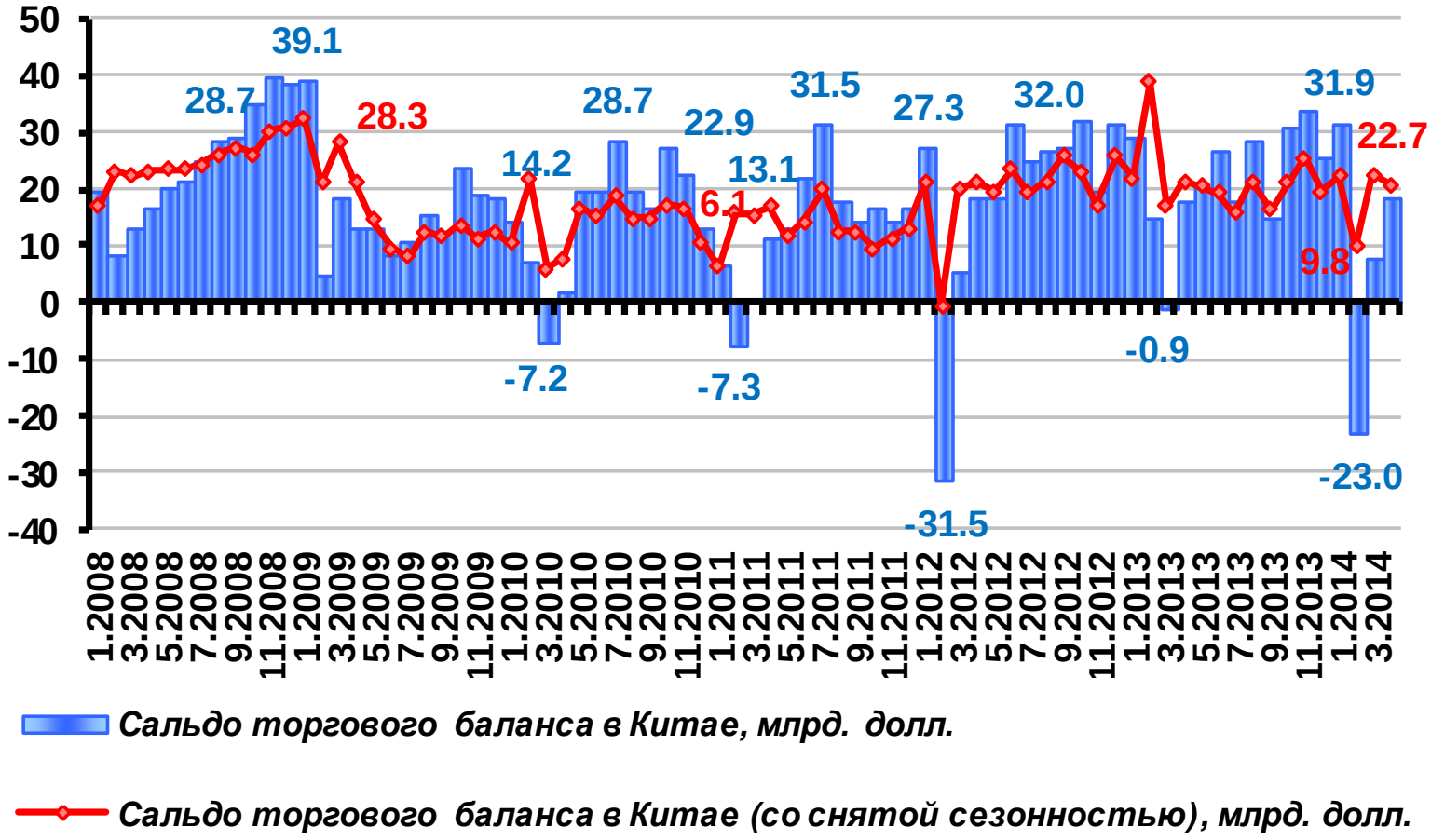
Источник: National Bureau of Statistics of China

Объем производства цемента (темпы прироста за год, %)



Источник: National Bureau of Statistics of China

Сальдо торгового баланса (млрд. долл.)



Источник: General Administration of Customs of China

4. Тема номера

А был ли «New normal»?

4. Тема номера: А был ли «New normal»?

- Посткризисное замедление темпов роста мировой экономики (3.4% в 2011-2013 гг. после 4.5% в 2001-2007 гг.) получило название «new normal». Предполагалось (Б. Гросс и М. Эль-Эриан, PIMCO), что этот период продлится с 2011 по 2014-2016 гг.
- В 2014 г. все чаще слышно о «большом повороте» (The Big Turn) – возвращении к периоду устойчиво высоких темпов роста. Предполагается, что окончание фискальной консолидации при мягкой монетарной политике даст стимул для ускорения роста в развитых странах
- Однако теория указывает на то, что политика стимулирования совокупного спроса влияет на рост только в случае циклического замедления, то есть при наличии резерва производственных мощностей. Поэтому важно понять, период «New normal» – это структурное или циклическое замедление?
- Ответ на вопрос о характере замедления можно дать при помощи оценки **потенциального выпуска (ВВП) –** долговременной тенденции ВВП, которая отличается от фактического ВВП на циклическую составляющую – разрыв выпуска (output gap)

+

- Динамика разрыва выпуска также важна, чтобы оценить характер замедления:
  - ✓ для *циклических* замедлений (дефицит совокупного спроса) характерно падение совокупного спроса и, как следствие, образование отрицательных разрывов выпуска
  - ✓ для *структурных* замедлений (дефицит совокупного предложения), характерно замедление динамики потенциального выпуска и, как следствие, превышение фактического выпуска над потенциальным
  - ✓ структурные замедления могут происходить вследствие циклических (недо- или переинвестирование)
- МВФ оценивает разрыв выпуска в США в 2014 г. в -3.3% ВВП, в зоне евро всего -2.2% ВВП, в Японии – в -1.4% ВВП. Для Китая оценки не приводятся
- Если «New normal» – это структурное замедление, то:
  - ✓ **тенденция динамики потенциального ВВП в 2011-2013 гг. должна значимо отличаться от докризисной**
  - ✓ **может наблюдаться существенный разрыв выпуска**

4. Тема номера: А был ли «New normal»?

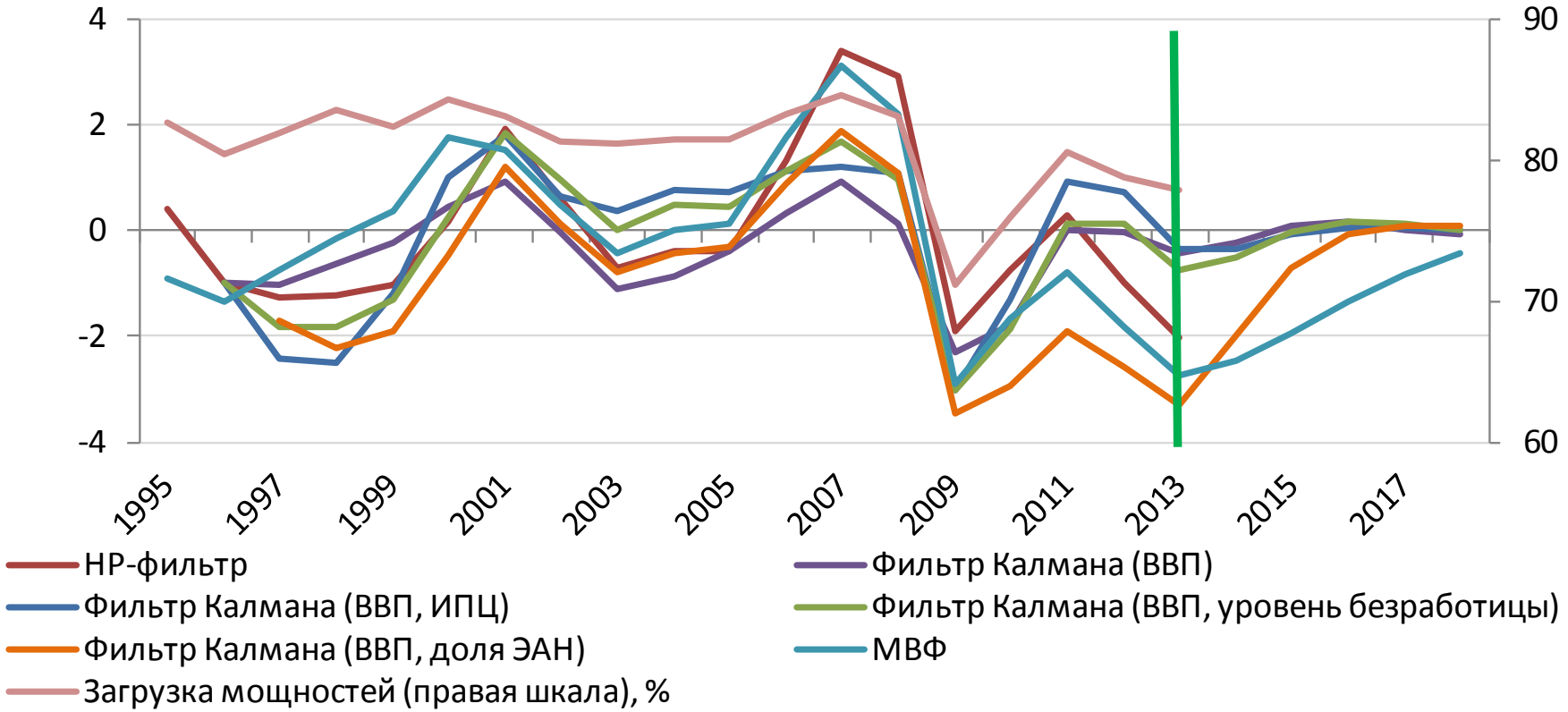
- Оценка потенциального ВВП и расчет разрыва выпуска для США, экономики зоны евро, Японии, Китая осуществлялись различными методами с последующим сопоставлением
- Мы используем данные по ВВП, инфляции, уровню безработицы, доле экономически активного населения, трудовых ресурсов и основных фондов за 1985-2012 г.
- Зависимости, которые могут учитываться в расчете разрыва ВВП:
  - ✓ закон Оукена
  - ✓ кривая Филлипса
  - ✓ правило Тейлора
  - ✓ равновесие платежного баланса
- Чтобы оценить характер замедления на периоде «new normal»:
  - ✓ сопоставим динамику потенциального выпуска и разрыва ВВП на периодах «old normal» (2000-2007) и «new normal» (2011-2013) для США, зоны евро, Японии и Китая
  - ✓ проверим гипотезу о наличии структурного сдвига тенденции потенциального ВВП на периоде после кризиса

Наиболее часто в макроэкономических прогнозах используются следующие способы оценки потенциального ВВП (Andrle, 2013; Gerlach, 2011; Johnson, 2013):

- структурные подходы – как правило, основанные на построении производственной функции для потенциального ВВП (Cobb, Douglas, 1928; Artus, 1977; De Masi, 1997)
- одномерные неструктурные (статистические) подходы – методики сглаживания, включая фильтры:
  - ✓ Ходрика-Прескотта (Hodrick, Prescott, 1997)
  - ✓ Band-pass (Baxter, King, 1999)
  - ✓ Калмана (Kalman, 1960)
- многомерные неструктурные фильтры – позволяют частично учитывать структурные соотношения при сглаживании, но не требуют точных данных о балансе труда и капитала (Laxton, Tetlow, 1992; Kuttner, 1994)
- Почти все методы дали схожие результаты, поэтому далее используется оценка многомерным фильтром Калмана с учетом закона Оукена (с долей ЭАН вместо безработицы) и кривой Филлипса

Пример оценки различными методами (зона евро)

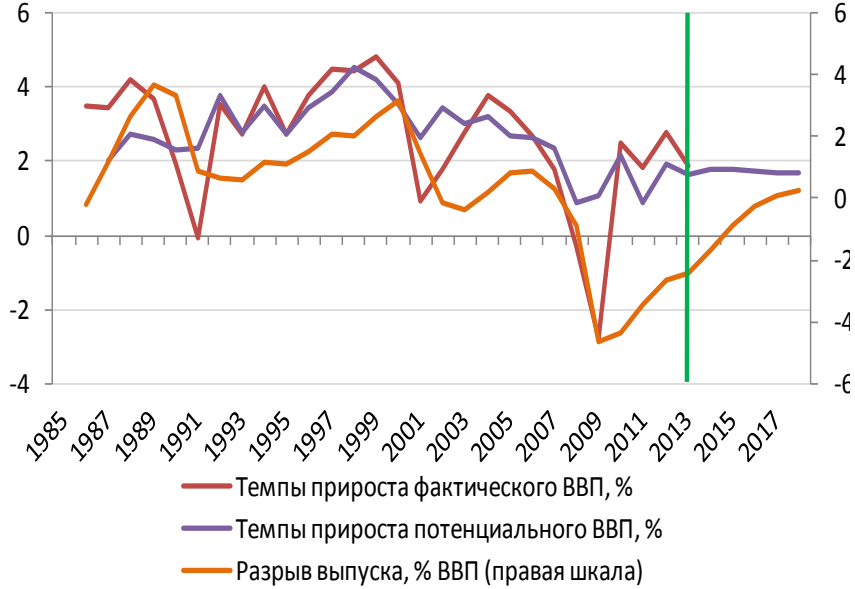
Разрыв выпуска, % потенциального ВВП

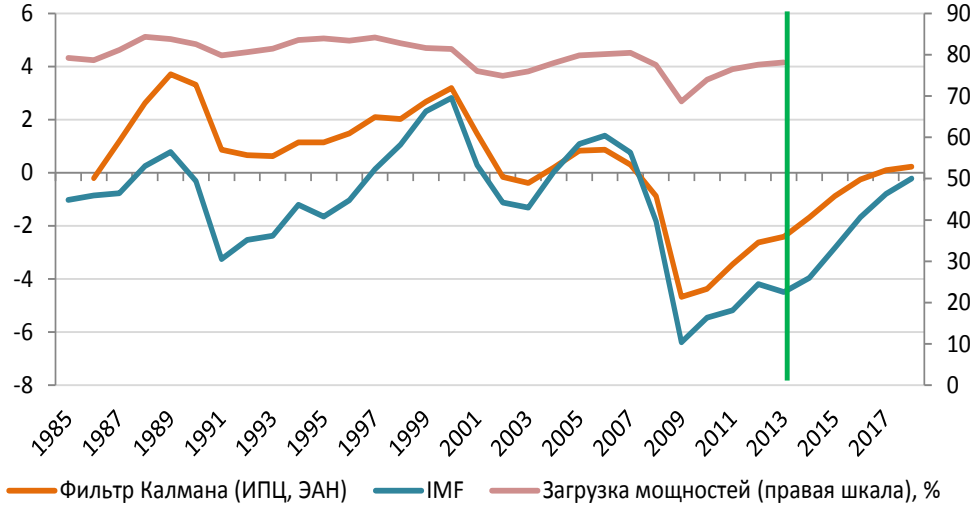


4. Тема номера: А был ли «New normal»?

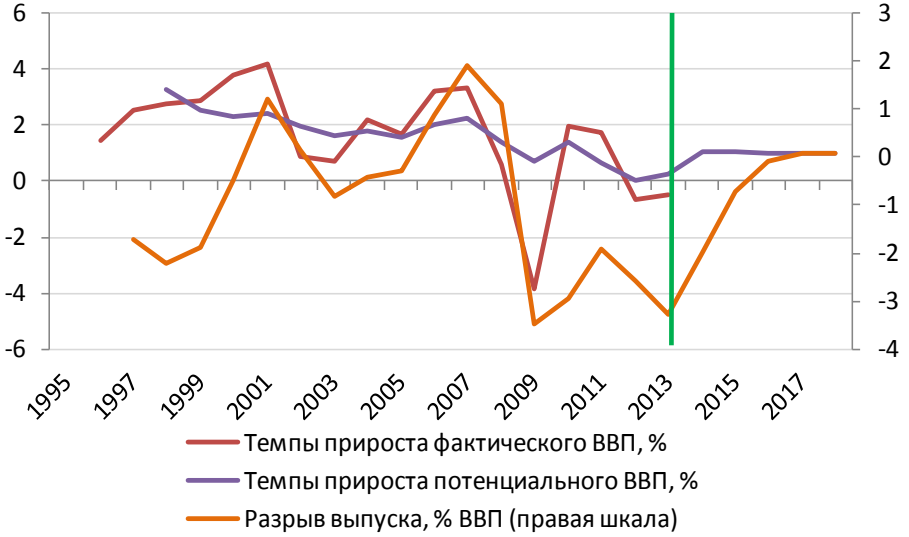
- Динамика оцененных показателей потенциального выпуска схожа с оценками МВФ и оценками загрузки мощностей, однако масштабы разрывов выпуска различаются
  - ✓ динамика потенциального выпуска в США выше, в зоне евро и Японии ниже, чем у МВФ
  - ✓ в Китае существенный положительный (МВФ не публикует оценок для Китая)
- Прогнозируемая динамика ликвидации разрыва выпуска сильно различается по регионам:
  - ✓ в США и зоне евро разрыв выпуска будет ликвидирован уже к 2015 г. при стабильном росте потенциального ВВП (около 2% для США, 1% для зоны евро)
  - ✓ в Японии и Китае ликвидация разрывов займет по крайней мере еще пять лет
- Следует отметить, что образование новых разрывов выпуска (как правило, в результате кризисов) не учитывается при прогнозировании в силу особенностей метода

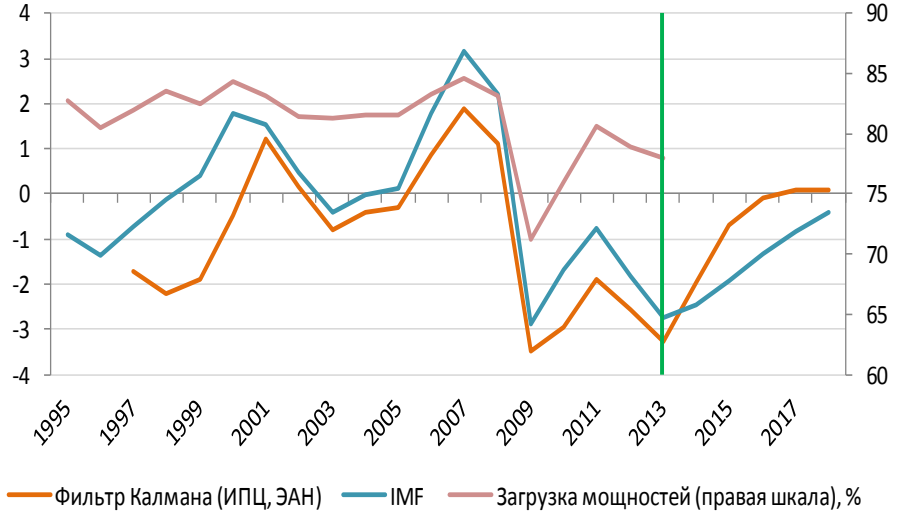
Потенциальный ВВП (%) и разрыв выпуска США (% потенциального ВВП)



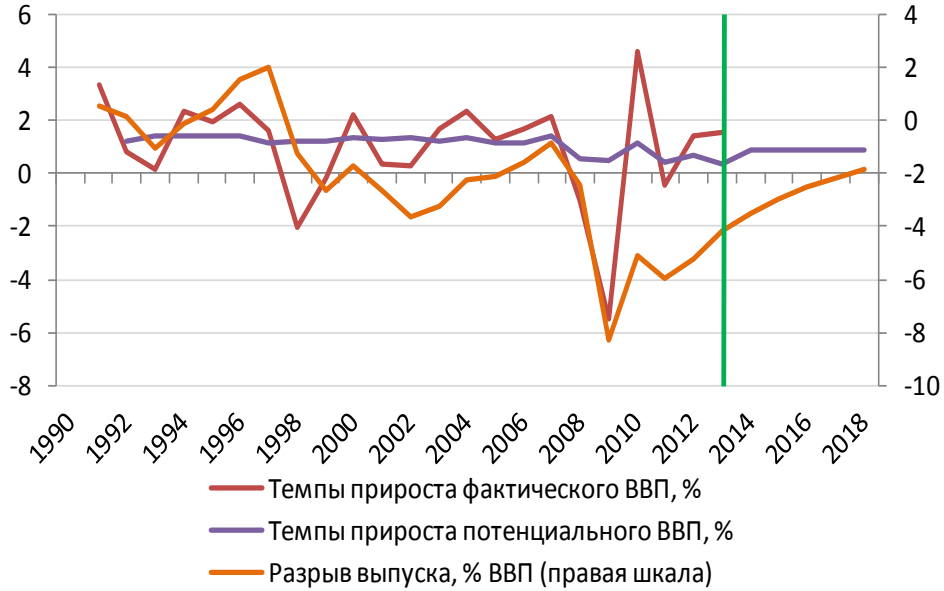


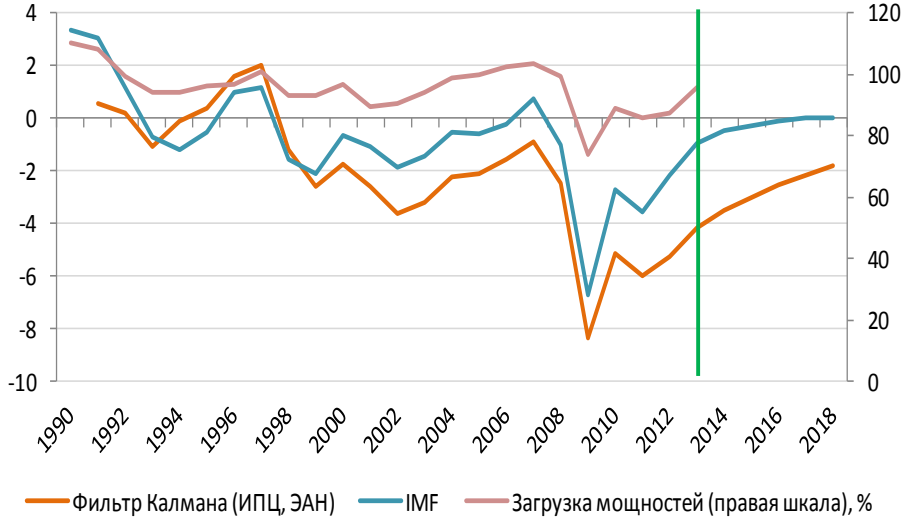
Потенциальный ВВП (%) и разрыв выпуска зоны евро (% потенциального ВВП)



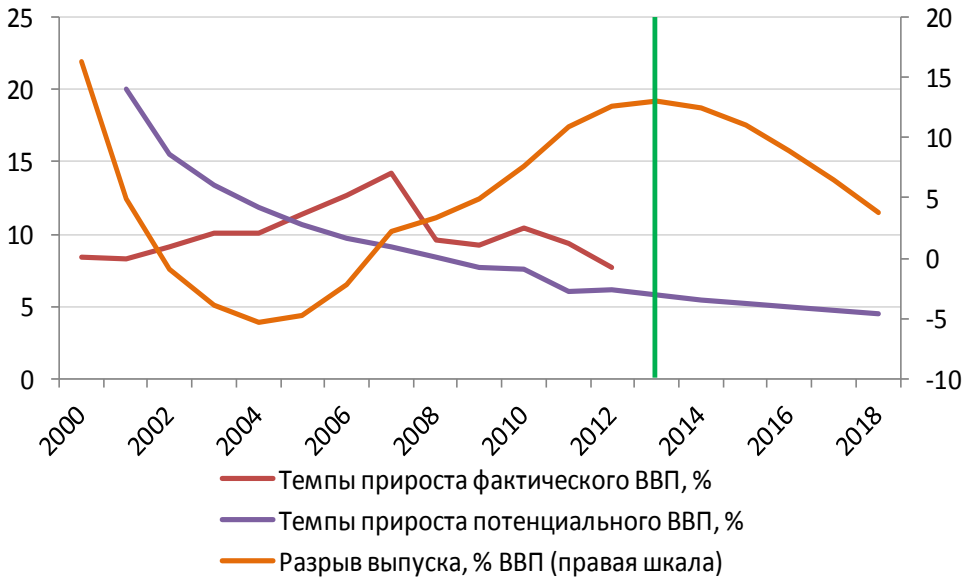


Потенциальный ВВП (%) и разрыв выпуска Японии (% потенциального ВВП)





Потенциальный ВВП (%) и разрыв выпуска зоны Китая (% потенциального ВВП)



- Можно ли назвать период «new normal» структурным замедлением?
- Потенциальный ВВП зоны евро, Японии и Китая существенно замедлился на посткризисном периоде
- Коррекция фактического ВВП Китая к уровню потенциального может ускориться, если начнет сокращаться инвестиционный спрос (составляет уже около 50% ВВП)

Динамика фактического и потенциального ВВП, %

	Потенциальный ВВП		ВВП	
	2000-2007	2011-2013	2000-2007	2011-2013
США	2.9	1.5	2.7	2.2
Зона евро	2.0	0.3	2.5	0.2
Япония	1.3	0.5	1.5	0.8
Китай	12.9	6.0	10.5	8.5

4. Тема номера: А был ли «New normal»?

- Ряд потенциального ВВП был проверен на наличие структурных сдвигов тестами Чоу и CUSUM
- Результат оказался неустойчивым к модели динамики, за исключением зоны евро
- Можно с уверенностью говорить о наличии структурного сдвига в динамике потенциального ВВП зоны евро и Китая
- Вероятно, для США структурные сдвиги произошли во входящих переменных для потенциального

Значимость статистики теста Чоу на структурный сдвиг потенциального ВВП с 2011 г.

	США	ЕС	Зона евро	Япония	Китай
Линейный тренд	**0.34**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.07**
Закон Оукена (с ЭАН)	**0.43**	**0.36**	**0.01**	**0.08**	**0.28**

Выводы:

- Замедление темпов роста развитых стран в целом обусловлено наложением динамик циклической и структурной компоненты, наблюдается заметный дефицит спроса, поэтому потенциальный эффект от стимулирования совокупного спроса высок (особенно в зоне евро)
- Замедление темпов роста Китая обусловлено огромным дефицитом предложения (более 10% ВВП), потенциал стимулирования спроса (особенно инвестиционного) давно исчерпан, и для продолжения роста необходимы структурные меры
- Быстро ликвидировать разрыв ВВП можно в США и зоне евро, в Японии и Китае коррекция спроса затянется не менее чем на пять лет, успешные структурные реформы сократят этот срок
- Если сравнивать докризисный и посткризисный период, о существовании «new normal» можно говорить применительно к росту в зоне евро, Японии и Китае, а в США структурного сдвига тренда потенциального ВВП не наблюдалось

Авторы обзора:

Александр Апокин,

руководитель группы исследований мировой экономики, к.э.н., CFA

aapokin@forecast.ru

Ирина Сухарева, эксперт

i.sukhareva@forecast.ru

Ирина Ипатова, эксперт

iipatova@forecast.ru