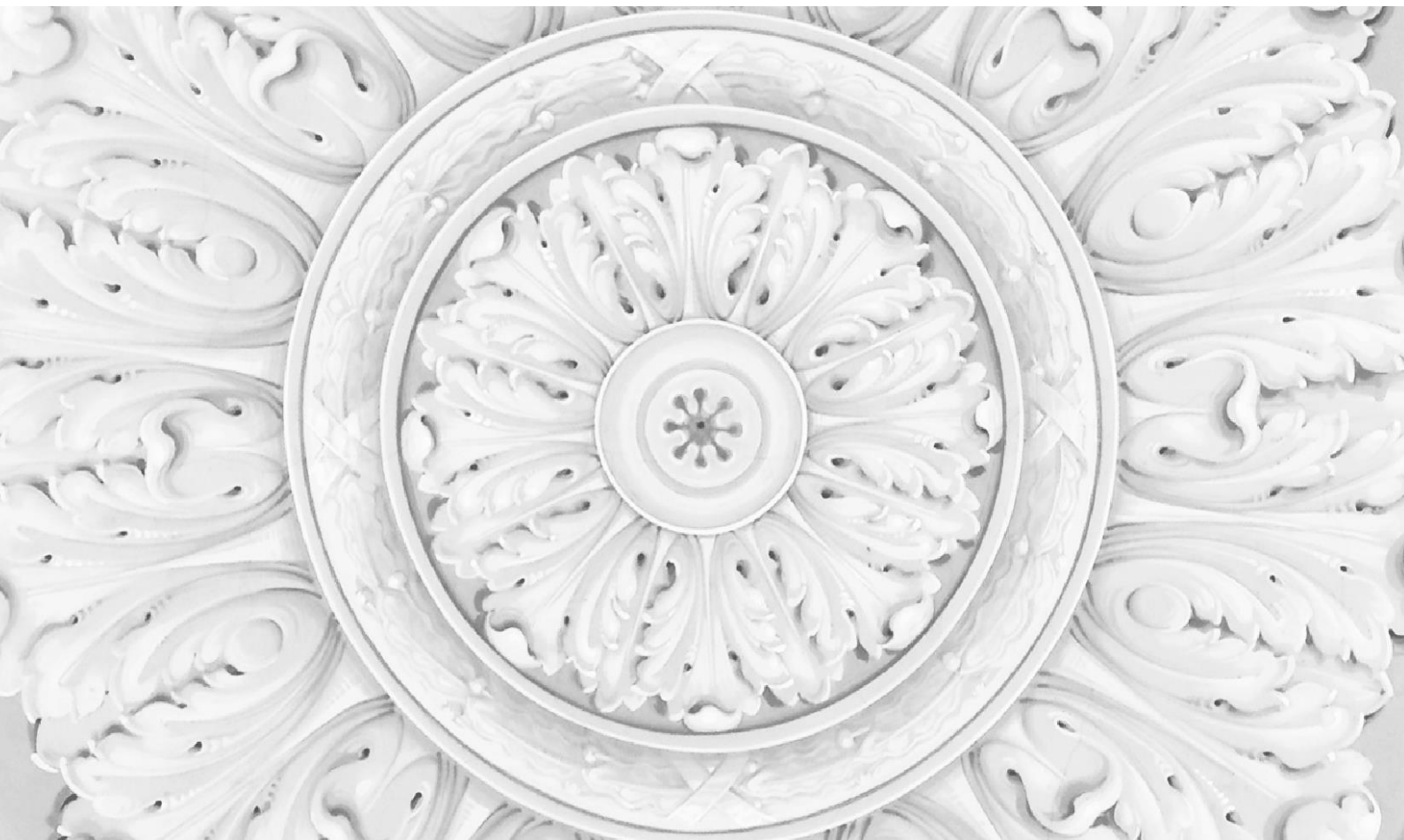




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Май 2016

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 6**

*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 постепенно закрепляется на траектории, ведущей к 4% по итогам 2017 года, однако риски отклонения от цели по инфляции сохраняются	4
1.1.1. После значительного снижения инфляция стабилизировалась	4
1.1.2. Инфляционные ожидания в апреле: снижение приостановилось	7
1.1.3. Трендовая инфляция постепенно снижается	7
1.1.4. Укрепление рубля пока слабо сказывается на динамике отпускных и закупочных цен	8
1.1.5. Платежный баланс в январе-апреле 2016: отток капитала продолжает снижаться	9
1.1.6. Рост зарплат замедлился, но риски для инфляции остаются	10
1.2. Структурные сдвиги в экономике приблизили момент начала фазы восстановительного роста	12
1.2.1. ВВП в I квартале: лучше ожиданий	12
1.2.2. Промышленное производство в апреле: повод для сдержанного оптимизма	14
1.2.3. Тренд к росту производства в отраслях потребительского спроса	16
1.2.4. PMI в обрабатывающем секторе: вблизи локальных минимумов	18
1.2.5. PMI в сфере услуг: деловая активность набирает обороты	20
1.2.6. Безработица близка к своему естественному уровню	21
1.2.7. Бюджетная политика: разнонаправленное влияние на экономический рост в краткосрочной и среднесрочной перспективе	22
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	24
1.3.1. ФРС возвращает повышение ставки в повестку дня	24
1.3.2. Финансовые рынки: ФРС уменьшила аппетит к риску	29
1.3.3. Товарные рынки: насколько устойчив рост цен?	34
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	40
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	40
2.1.1. Глобальная экономическая активность стабилизируется, но ее устойчивость остается под вопросом	40
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	41
2.2.1. Индексная оценка ВВП: перспективы скорого восстановления укрепляются	41
2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности улучшился	43
2.2.3. Прогнозы аналитиков по инфляции снижаются, но пока еще далеки от целевого уровня Банка России	44
3. В фокусе	46
Предприятиям нужен разный курс рубля: результаты опроса	46

Краткое содержание

1. Итоги

- **В апреле** инфляция стабилизировалась, а экономика приблизилась к точке начала восстановительного роста, риски для стабильности российских финансовых рынков снизились.
 - **Инфляция** постепенно закрепляется на траектории, ведущей к целевому уровню благодаря проводимой денежно-кредитной политике. Однако риски превышения инфляцией цели 4% в 2017 году сохраняются из-за медленного снижения инфляционных ожиданий и вероятности сохранения тенденции к ускорению роста заработных плат. В апреле годовая инфляция приостановила снижение и инфляционное давление несколько увеличилось из-за ослабления действия временных благоприятных факторов.
 - Рост нефтяных цен, вероятно, оказал поддержку экономической активности в апреле. Мы ожидаем выход экономики на траекторию медленного роста в ближайшие месяцы в случае отсутствия новых внешних шоков.
 - Денежно-кредитные условия продолжают смягчаться, несмотря на ухудшение конъюнктуры на мировых финансовых рынках.

2. Взгляд в будущее

- Признаки ускорения роста экономики США в начале II квартала, стабилизация темпов роста в других странах, включая Китай, и более мягкие по сравнению с началом года финансовые условия позволили ФРС вернуть на повестку дня повышение своей ключевой ставки на июньском заседании. Это создает риски оттока капитала с рынков рискованных активов, включая рынки развивающихся стран и Россию.
- Данные краткосрочной макроэкономической статистики и опережающих индикаторов свидетельствуют о росте вероятности выхода на положительные темпы роста экономики в середине года.

3. В фокусе

- Проведенные Институтом экономической политики и ДИП опросы предприятий промышленности и сельского хозяйства показали большой разброс в оценках оптимального курса рубля, что говорит о пользе плавающего курса для нахождения баланса интересов предприятий.
- При этом большинство респондентов высказали заинтересованность в крепком и устойчивом курсе национальной валюты, что говорит об отсутствии преимуществ постоянного ослабления рубля для экономики.
- По мнению респондентов, крепкий рубль позволил бы провести модернизацию производства за счет приобретения импортного оборудования, снизить себестоимость продукции и повысить ее конкурентоспособность на внешних рынках.

1. Итоги

1.1. Инфляция постепенно закрепляется на траектории, ведущей к 4% по итогам 2017 года, однако риски отклонения от цели по инфляции сохраняются

Потребительская инфляция постепенно закрепляется на траектории, ведущей к 6,5% по итогам этого года и 4% по итогам 2017 года. Однако в конце апреля-начале мая прекратилось действие временных факторов, которые способствовали более быстрому снижению инфляции, чем предполагалось. В результате инфляционное давление несколько повысилось с учетом сезонности, и годовая инфляция закрепилась на уровне 7,3%гг. Для уверенного выхода на цель по инфляции требуется дальнейшее ослабление инфляционного давления и снижение инфляционных ожиданий.

1.1.1. После значительного снижения инфляция стабилизировалась

- После снижения с 12,9% г/г в конце 2015 года до 7,3% г/г в марте 2016 года инфляция стабилизировалась на этом уровне.
- Благоприятный эффект от снижения цен на плодоовощную продукцию близок к исчерпанию. Их рост в годовом выражении может ускориться и добавить 0,3–0,5 п.п. к годовой инфляции...
- ... однако сдержанная июльская индексация регулируемых цен и тарифов замедлит годовую инфляцию на 0,3–0,4 п.п. до конца года.
- В результате инфляция должна несколько снизиться с текущего уровня к концу года.

Инфляция в апреле составила 0,44% м/м (без поправки на сезонную составляющую). Инфляция в годовом выражении осталась на уровне марта – 7,3% г/г. Продовольственная инфляция четвертый месяц подряд оказывается ниже общей инфляции и инфляции непродовольственных товаров и услуг (Рисунок 1).

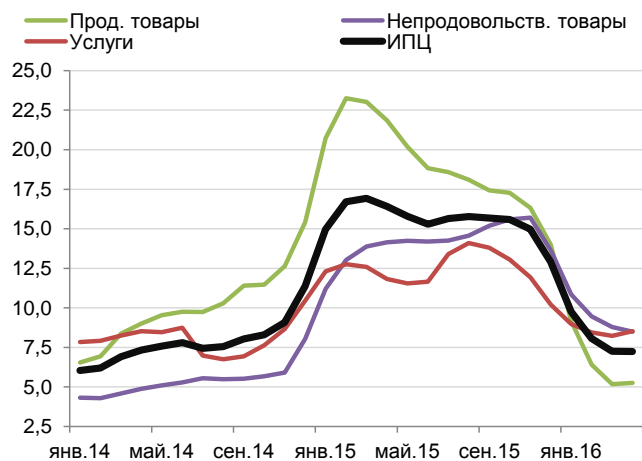
Рост цен в апреле с поправкой на сезонность немного ускорился и составил 0,46% м/м после 0,39% в марте (Рисунок 2)¹. Рост цен на продовольствие ускорился до 0,36%² с 0,10–0,18% в январе–марте. Это объясняется главным образом прекращением действия на продовольственную инфляцию временных благоприятных факторов: эффекта хорошего урожая 2015 года и снижения мировых продоволь-

¹ Мы используем метод покомпонентного сезонного сглаживания потребительской инфляции, описанный в [бюллетене «О чем говорят тренды» №4](#). Он позволяет учитывать изменения в сезонности некоторых компонент (например перенос индексации тарифов ЖКХ с января на июль), которые не могут быть учтены при простом сезонном сглаживании уровня индекса потребительских цен.

² Здесь указаны сезонно очищенные показатели инфляции м/м.

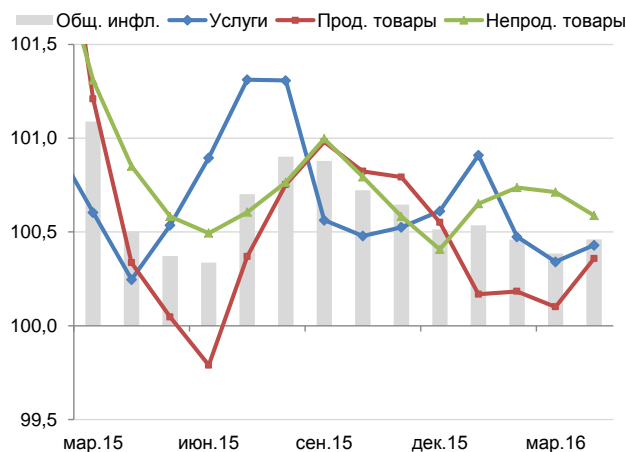
ственных цен. Непродовольственная инфляция снизилась до 0,6% после среднего роста на 0,7% м/м в I квартале, что может быть вызвано позитивным влиянием укрепления рубля. Инфляция в секторе услуг в апреле немного ускорилась – до 0,4% с 0,3% в марте за счет ускорения роста цен на услуги пассажирского транспорта, а также санаторно-оздоровительные услуги.

Рисунок 1. Динамика основных компонент ИПЦ, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 2. Динамика основных компонент ИПЦ, % м/м сезонно очищенная



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Продовольственную инфляцию продолжает сдерживать динамика цен на мясо. Последний раз они росли в апреле 2015 года, после чего 12 месяцев подряд наблюдается их снижение в среднем на 0,15% в месяц из-за возросшей конкуренции, вызванной высокими темпами роста внутреннего производства мяса птицы и свинины.

Во второй половине года можно ожидать некоторого снижения годовой инфляции за счет индексации регулируемых цен на жилищно-коммунальные услуги. По нашим оценкам, на данный момент вклад регулируемых цен и тарифов в годовую инфляцию составляет около 1,2 процентного пункта. Если озвученные планы по индексации тарифов не изменятся, то к концу года их вклад снизится до 0,85 процентного пункта.

В июне–июле должно начаться полноценное сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию, связанное с выходом на рынок нового урожая. Однако традиционное летнее снижение цен в этом году может оказаться менее выраженным, чем обычно. Это связано с тем, что в этом году меньше потенциал для летнего сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию из-за их медленного сезонного

роста в начале года³. По нашим оценкам, этот фактор может добавить к годовой инфляции 0,3–0,5%.

За неделю с 11 по 16 мая цены в России выросли на 0,06%. Среднесуточный темп роста цен за указанный период составил 0,01%, что стало минимальным значением с августа 2015 года. Цены на плодоовощную продукцию снизились впервые с начала апреля, что не характерно для данного периода, причем динамика цен внутри этой товарной группы была неоднородной⁴.

Текущая динамика накопленной с начала года инфляции остается вблизи траектории 2013 года, которая обеспечивает выход на инфляцию в 6,5% по итогам года (Рисунок 4). Рост цен с начала мая составил 0,24%, что говорит о большой вероятности того, что по итогам месяца годовая инфляция останется на уровне 7,3%. Сезонно сглаженная четырехнедельная инфляция (в расчете на год вперед) замедлилась с 7,4 до 6,5% (Рисунок 3).

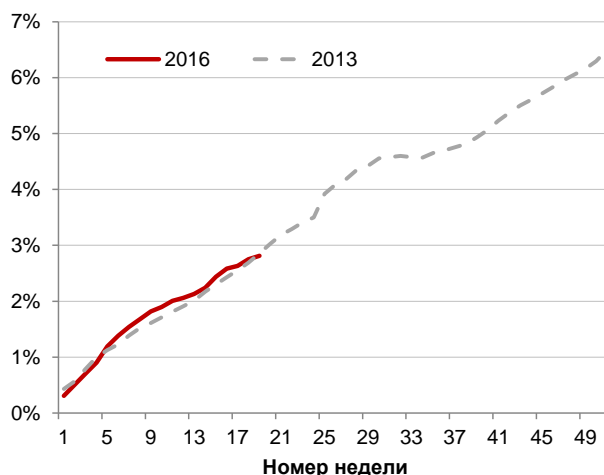
Инфляционная динамика в апреле-мае складывается достаточно благоприятно, в результате чего годовые темпы роста цен остаются без изменений, несмотря на эффект низкой базы прошлого года. Вместе с тем, риски сохранения годовой инфляции на повышенном уровне во втором полугодии 2016 года остаются, на фоне высоких инфляционных ожиданий и ускорения роста заработных плат. Снижению инфляционных рисков способствовала бы увязка величины индексации тарифов естественных монополий и принимаемых решений в области бюджетной политики с достижением цели по инфляции.

Рисунок 3. Сезонно сглаженная недельная инфляция в расчете на год вперед, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Динамика накопленной с начала года инфляции в 2013 и 2016 годах (недельные данные)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

³ По нашим оценкам, цены на плодоовощную продукцию за первые три месяца года снизились на 5,7% после очистки от сезонности, а в апреле стабилизировались (рост на 0,2% м/м).

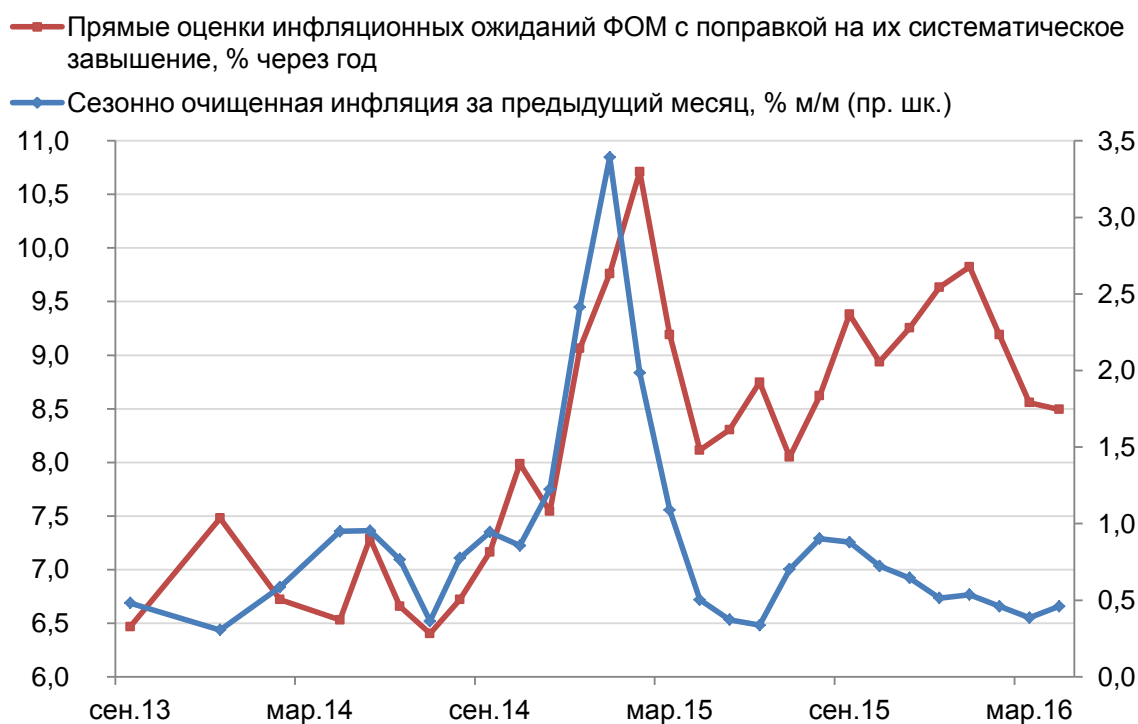
⁴ Упали цены на огурцы и помидоры, выросли цены на овощи открытого грунта.

1.1.2. Инфляционные ожидания в апреле: снижение приостановилось

Согласно результатам апрельских опросов ООО «инФОМ», скорректированным ДИП на систематическое завышение, инфляционные ожидания снизились незначительно – с 8,55% в марте до 8,5% в апреле (Рисунок 5)⁵.

Уровень инфляционных ожиданий по-прежнему находится на повышенном уровне, особенно если сравнить его с текущей инфляционной динамикой. Важно отметить, что в 2013 году при сопоставимом темпе роста цен ожидания были существенно ниже..

Рисунок 5. Инфляционные ожидания и реализованная динамика инфляции



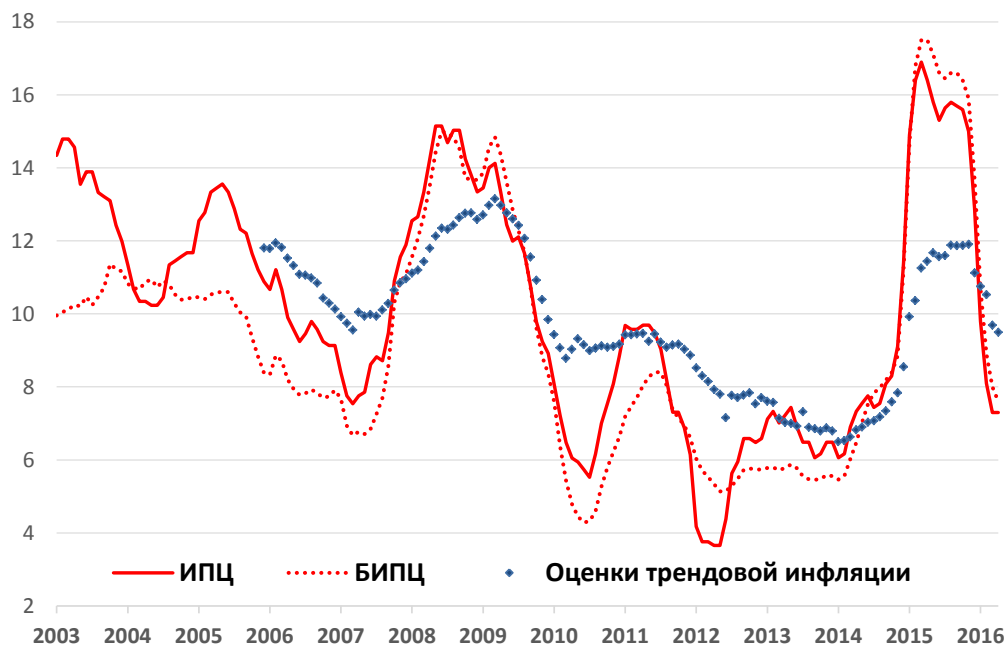
Источники: Росстат, ООО «инФОМ», расчеты ДИП.

1.1.3. Трендовая инфляция постепенно снижается

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в апреле снизилась до уровня 9,5% с 9,7% в марте.
- При сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов мы ожидаем постепенного снижения оценок трендовой инфляции.

⁵ Методология расчета изложена в предыдущем выпуске бюллетеня (см. [Бюллетень «О чем говорят тренды». № 3. Январь 2016](#), подраздел 1.3.2 «Инфляционные ожидания в январе продолжали повышаться»).

Рисунок 6. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.4. Укрепление рубля пока слабо сказывается на динамике отпускных и закупочных цен

- Происходившее в апреле укрепление рубля лишь в некоторой степени оказало влияние на замедление роста цен на продукцию обрабатывающей промышленности...
- ... что может объясняться отложенным во времени эффектом переноса ослабления курса рубля в начале 2016 года на цены.

Ценовое давление в секторе обработки и сфере услуг остается на повышенном уровне (Рисунок 7 и Рисунок 8). В апреле рост отпускных цен в секторе обработки ускорился, что говорит о слабой реакции цен в обрабатывающей промышленности на недавнее укрепление рубля. Сейчас уровень ценовых индексов деловой активности (PMI) в обработке сопоставим с тем, что наблюдалось в конце 2015 года. При этом укрепление рубля тогда составило всего около 5,5%⁶, а в марте–апреле этого года – 11,6%. Такое поведение цен может говорить о том, что производители сдерживали их рост во время ослабления рубля в начале года, поэтому и ответ на разворот динамики рубля является умеренным.

⁶ По номинальному эффективному курсу.

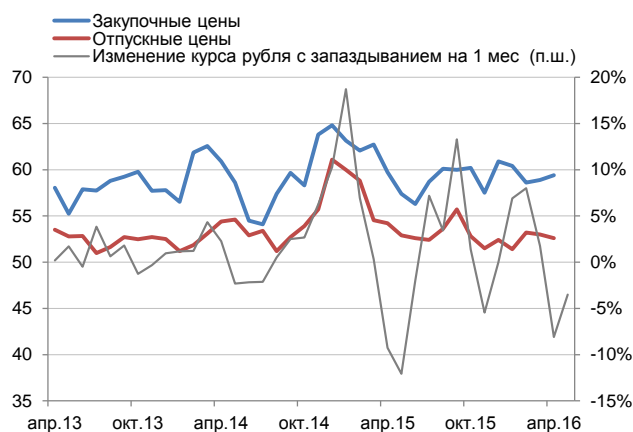
В сфере услуг второй месяц подряд сохраняется тенденция к ускорению роста закупочных цен при некотором замедлении роста отпускных цен. Обычно такое расхождение заканчивается ускорением роста последних. Наблюдающаяся в последнее время позитивная динамика деловой активности может этому поспособствовать. Однако произошедшее укрепление рубля должно стабилизировать ценовое давление.

Рисунок 7. Динамика ценовых индексов PMI обрабатывающего сектора



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Динамика ценовых индексов PMI сферы услуг

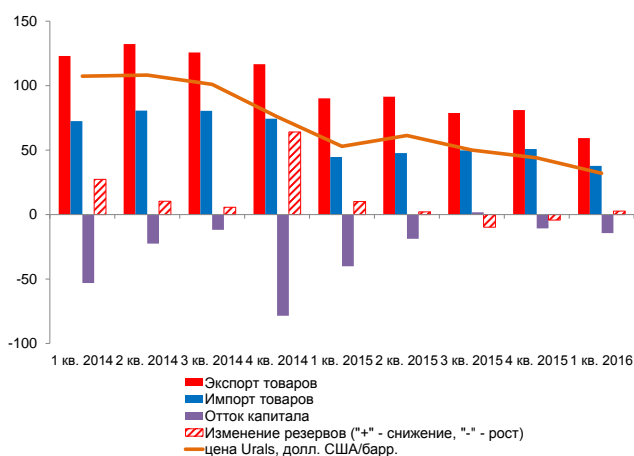


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.5. Платежный баланс в январе-апреле 2016: отток капитала продолжает снижаться

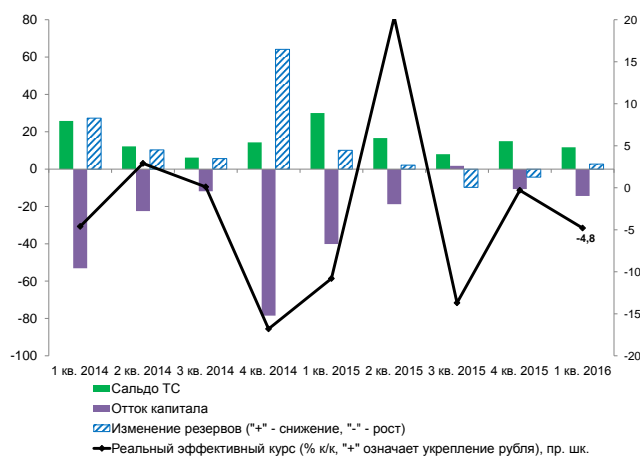
Опубликованная оценка платежного баланса за январь-апрель 2016 года указала на снижение профицита текущего счета до 16,3 млрд долл. США, которое сложилось в результате снижения цен на нефть Urals около 8 долл. США/барр. в среднем по сравнению с IV кварталом 2015 года. При этом динамика импорта выглядит достаточно уверенно с учетом сохраняющегося слабого спроса в экономике и ослабления рубля (Рисунок 9, Рисунок 10).

Рисунок 9. Динамика основных компонентов платежного баланса, млрд долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Динамика основных компонентов платежного баланса, млрд долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Чистый вывоз капитала частным сектором в январе–апреле снизился до 12,8 млрд долл. США. По оценкам за I квартал отток капитала по-прежнему складывался преимущественно под влиянием сокращения внешних обязательств частного сектора и прежде всего банков. В гораздо меньшей степени это касалось компаний, продолжающих рефинансировать большую часть своей внешней задолженности.

Мы полагаем, что укрепление рубля может оказаться неустойчивым без дальнейшего роста нефтяных цен в условиях сохраняющегося оттока капитала. Текущее соотношение спроса и предложения на рынке нефти указывает на сохраняющуюся высокую неопределенность относительно направления и темпов изменения цен на нефть в ближайшие месяцы.

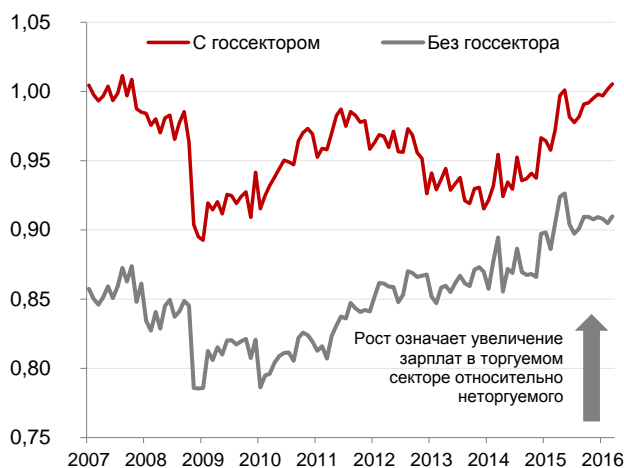
1.1.6. Рост зарплат замедлился, но риски для инфляции остаются

- Рост зарплат в апреле замедлился по сравнению с I кварталом, однако говорить о снижении рисков для инфляции пока преждевременно.
- Слабый рост зарплат в госсекторе поддерживает тенденцию к изменению относительной оплаты труда в торгуемом и неторгуемом секторах и позволяет сдерживать инфляционное давление.

Статистика Росстата по динамике заработных плат указывает на замедление роста номинальных заработных плат до 5,4% г/г в апреле (Рисунок 12) после ускорения в I квартале до 7,7% г/г. В связи с этим реальные заработные платы опять стали снижаться после первого с конца 2014 года роста, зафиксированного в феврале и марте. Апрельские данные по заработным платам являются оценочными и с

большой вероятностью могут быть пересмотрены, поэтому делать вывод о временном характере ускорения роста зарплат в I квартале преждевременно.

Рисунок 11. Динамика соотношения зарплат в торгуемом секторе к неторгуемому⁷



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. Динамика заработных плат, % г/г



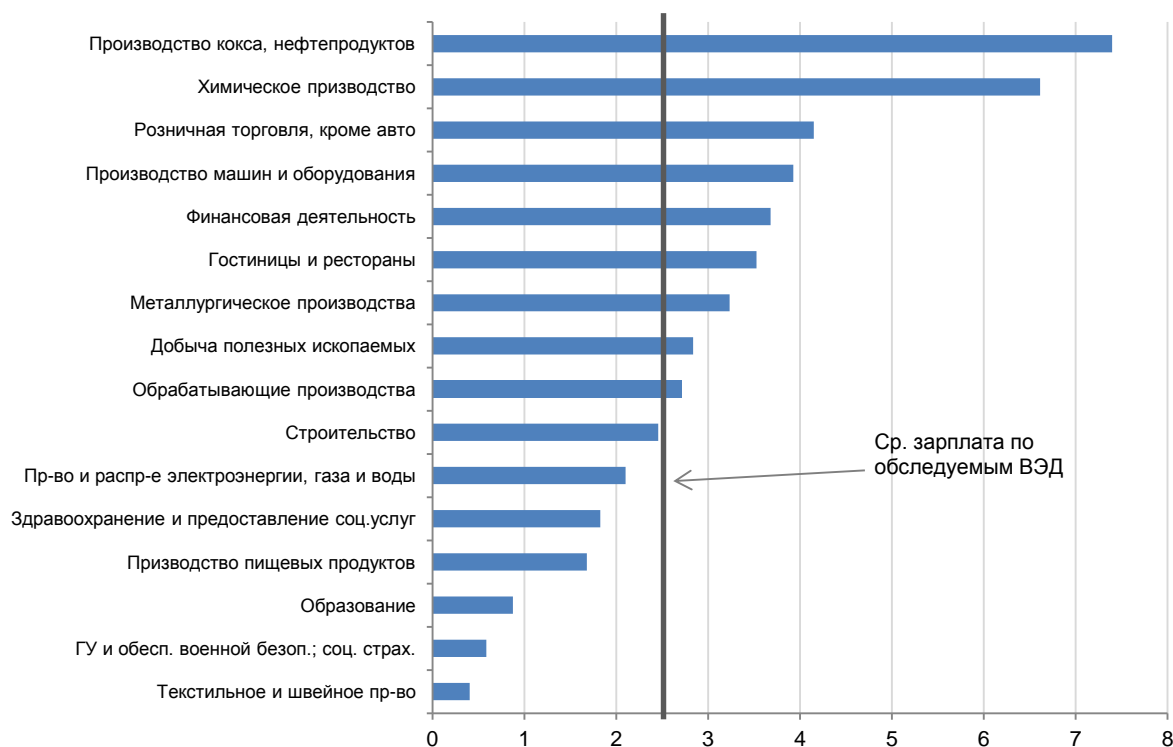
Источник: Росстат.

Статистика зарплат по видам экономической деятельности за I квартал указывает на неоднородность наблюдавшегося ускорения (Рисунок 13). Наибольший прирост был зафиксирован в химическом производстве и производстве нефтепродуктов. Неожиданно выглядит сильный рост в розничной торговле, учитывая продолжающееся снижение объемов розничной торговли в реальном выражении. Меньше среднего растут зарплаты в пищевой и текстильной промышленности. С одной стороны, это означает меньшее давление на отпускные цены в этих секторах со стороны затрат на труд, с другой — причиной может быть отсутствие возможности увеличивать зарплаты из-за низкой прибыльности, что означает вероятность повышения цен опережающими темпами в будущем при нормализации ситуации.

Рост заработных плат в госсекторе продолжает сдерживать общие темпы роста оплаты труда в экономике. Помимо этого невысокие темпы индексации зарплат в госсекторе поддерживают процесс изменения относительной оплаты труда в торгуемых и неторгуемых секторах (Рисунок 11). Соотношение оплаты труда в торгуемом секторе по отношению к неторгуемому вернулось к уровню 2007 года. Если исключить госсектор из расчета, то соотношение зарплат окажется даже выше, чем в 2007 году. Это означает, что за последние годы зарплаты в госсекторе росли опережающими темпами (особенно в 2011-2014 годах), поэтому текущая бюджетная политика по сдерживанию расходов на оплату труда выглядит разумной и позволяет сдерживать инфляционное давление. Отход от данной политики привел бы к усилению инфляционных рисков.

⁷ Динамика зарплат скорректирована на сезонность.

Рисунок 13. Рост номинальных зарплат в I квартале 2016 года по отношению к IV кварталу 2015 года, сезонно очищенный, % к/к



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2. Структурные сдвиги в экономике приблизили момент начала фазы восстановительного роста

Динамика производства говорит о скором возобновлении роста объемов при отсутствии новых шоков. Укрепление рубля улучшило перспективы неторгуемого сектора, а в торгуемом секторе все отчетливее видны признаки медленного восстановления.

1.2.1. ВВП в I квартале: лучше ожиданий

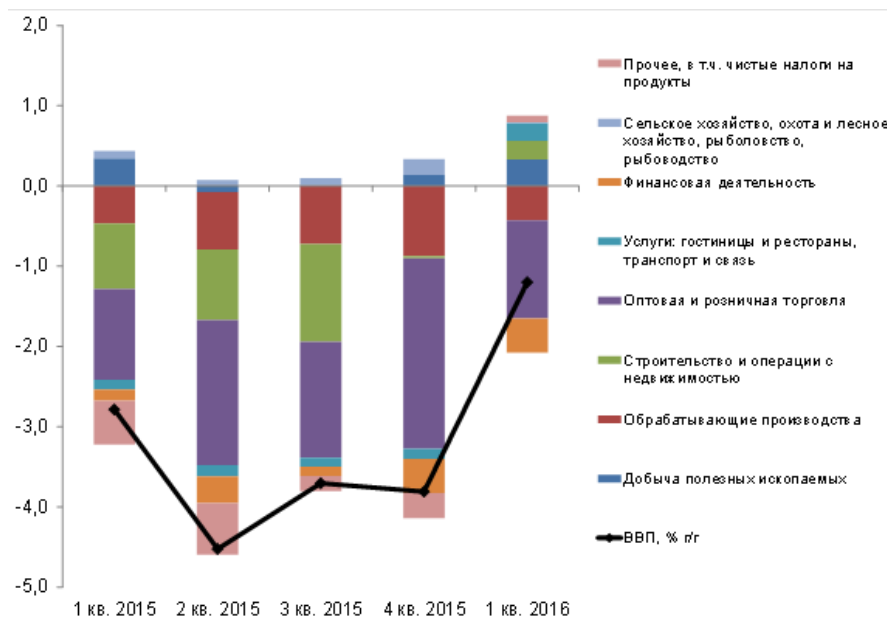
- Предварительная оценка Росстата по росту ВВП в I квартале 2016 года оказалась лучше ожиданий многих аналитиков и наших оценок.
- Оперативная месячная статистика показывает, что поддержку текущей динамике ВВП оказали отрасли, ориентированные на производство и потребление внутри страны.

- Последнее позволяет рассчитывать на позитивные изменения в динамике потребления и инвестиций в структуре ВВП в I квартале.
- В случае стабилизации внешних условий экономика может продемонстрировать некоторый рост уже в текущем квартале.

Согласно опубликованной предварительной оценке Росстата, по итогам I квартала 2016 года было зафиксировано снижение ВВП на 1,2% г/г. Данная цифра оказалась более оптимистичной по сравнению с ожиданиями большинства аналитиков. По оценкам ДИП, данные Росстата о снижении ВВП на 1,2% в годовом выражении соответствуют снижению ВВП в квартальном выражении с поправкой на сезонность в размере 0,1%.

Анализ краткосрочной динамики отдельных компонент ВВП по производству, на базе которого была сформирована первая оценка Росстата за I квартал, показывает, что снижение темпов спада ВВП в годовом выражении в отчетном квартале произошло благодаря улучшению динамики в большинстве видов деятельности (Рисунок 14). Экономика миновала низшую точку спада и при отсутствии новых внешних шоков имеет все шансы на постепенное возобновление роста.

Рисунок 14. Декомпозиция годовых темпов роста ВВП по производственному методу



Источники: Росстат, оценки ДИП.

Важно подчеркнуть, что наибольшее улучшение динамики выпуска демонстрируют виды деятельности, связанные с внутренним потреблением. Так, основной вклад в замедление годовых темпов спада внесла оптовая и розничная торговля. Несмотря на то, что применительно к данной компоненте ВВП значимую роль сыграл эффект базы после провального начала 2015 года, оперативная месячная

статистика свидетельствует о том, что товарооборот и потребительская активность постепенно выходят из пике, хоть и остаются низкими.

Позитивные данные по PMI-индексам подтверждают, что сфера услуг в настоящее время чувствует себя достаточно уверенно. В значительной степени это происходит благодаря отраслям, связанным с туризмом, в том числе ориентированных на иностранных туристов.

Наш анализ трендовой составляющей показал, что в обрабатывающей промышленности, где динамика выпуска в отдельных отраслях в последнее время демонстрирует разнонаправленную динамику, в последние месяцы появились признаки роста в отраслях потребительского спроса (см. также раздел 1.2.3 «Тренд к росту производства в отраслях потребительского спроса»).

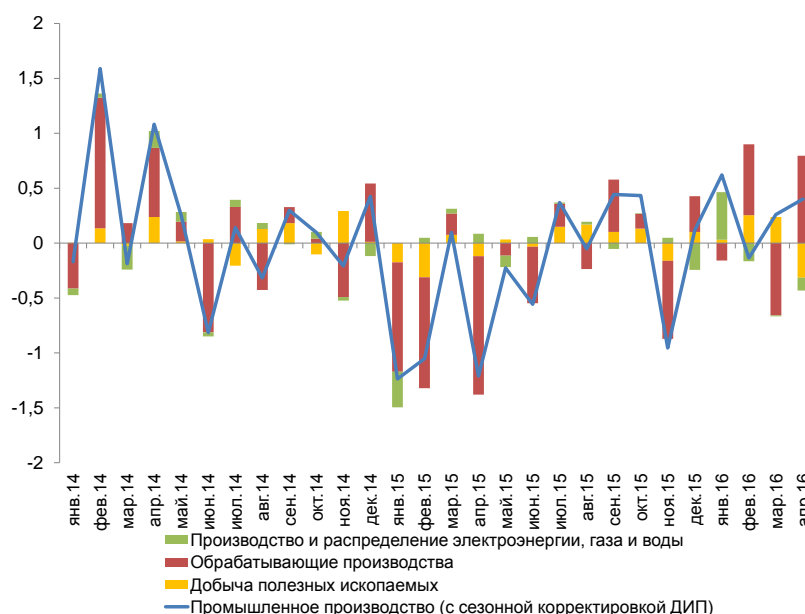
1.2.2. Промышленное производство в апреле: повод для сдержанного оптимизма

- Месячная динамика промышленного производства все еще достаточно волатильна, что мешает формированию четкого положительного тренда.
- Рост нефтяных цен, вероятно, оказал поддержку обрабатывающей промышленности, показатели которой в апреле выглядели достаточно уверенно.
- Мы ожидаем постепенный выход промышленности на траекторию медленного роста в случае отсутствия новых внешних шоков.

Апрельские данные Росстата по промышленному производству указывают на то, что рецессия в экономике заканчивается и экономическая активность демонстрирует признаки постепенного восстановления. Согласно данным Росстата, промышленное производство с устранением сезонного фактора не изменилось в апреле (+0,0% м/м). Оценки ДИП несколько более позитивны и указывают на сезонно сглаженный рост в размере 0,4% м/м.

Однако с учетом наблюдавшихся в последние месяцы колебаний внешних условий, а также происходящих в экономике структурных изменений в торгуемых и неторгуемых секторах оживление производства пока остается крайне неустойчивым из-за разнонаправленной динамики месячного выпуска в отдельных отраслях. Значительные колебания выпуска также наблюдаются в разрезе основных видов экономической деятельности (Рисунок 15). Так, за мартовским ростом в добыче полезных ископаемых на 0,7% м/м (после сезонной очистки), который был главным образом вызван положительной динамикой в добыче нефти и природного газа, в апреле последовало сокращение на 0,9% м/м.

Рисунок 15. Вклад отдельных компонент в динамику индекса промышленного производства, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Достаточно волатильная динамика наблюдается и в обрабатывающей промышленности начиная с февраля. Однако мы связываем ее частично с эффектом високосного года, который мог быть не учтен полноценно при сезонном сглаживании: недоучет дополнительного календарного дня в феврале повлиял на завышение оценки месячных темпов прироста, что, в свою очередь, послужило базой для занижения соответствующей мартовской оценки. Таким образом, зафиксированный нами рост в обрабатывающем секторе в апреле на 1,5% м/м с устранением сезонности дает более объективный сигнал о возобновлении роста в промышленности. Однако полноценные выводы о структуре апрельского роста в обработке можно будет делать только по результатам анализа выпуска в разрезе отдельных отраслей.

Говорить об устойчивом возобновлении роста экономики пока рано. В прошедшем месяце поддержку промышленности оказал наблюдавшийся рост нефтяных цен в марте–апреле. Текущий баланс спроса и предложения на рынке нефти тем не менее скорее свидетельствует о рисках некоторого снижения нефтяных цен в ближайшей перспективе, нежели о сохранении их на нынешнем уровне и тем более о дальнейшем росте.

Принимая во внимание традиционную волатильность краткосрочной макроэкономической статистики, а также ее высокую чувствительность к внешним факторам, мы ожидаем, что основная компонента промышленного производства в ближайшие месяцы может остаться волатильной. Однако в случае отсутствия новых внешних шоков у экономики есть все шансы для того, чтобы выйти на траекторию устойчивого умеренного роста в течение ближайших месяцев.

1.2.3. Тренд к росту производства в отраслях потребительского спроса

- В апреле 2016 года наметился тренд к росту в отраслях потребительского спроса.
- Агрегированный выпуск отраслей инвестиционного спроса продолжил снижение, хотя и меньшими темпами.
- В группе отраслей промежуточного спроса происходил переход от роста к падению производства.

Низкая инвестиционная активность сдерживает восстановление производства инвестиционных товаров (Рисунок 16). Негативной остается динамика выпуска строительных материалов, машин и оборудования. Улучшение ситуации в производстве транспортных средств и оборудования сказалось на замедлении спада в целом по группе инвестиционных отраслей, которое мы наблюдаем с начала года. Однако перелома отрицательной динамики в этой группе пока не произошло.

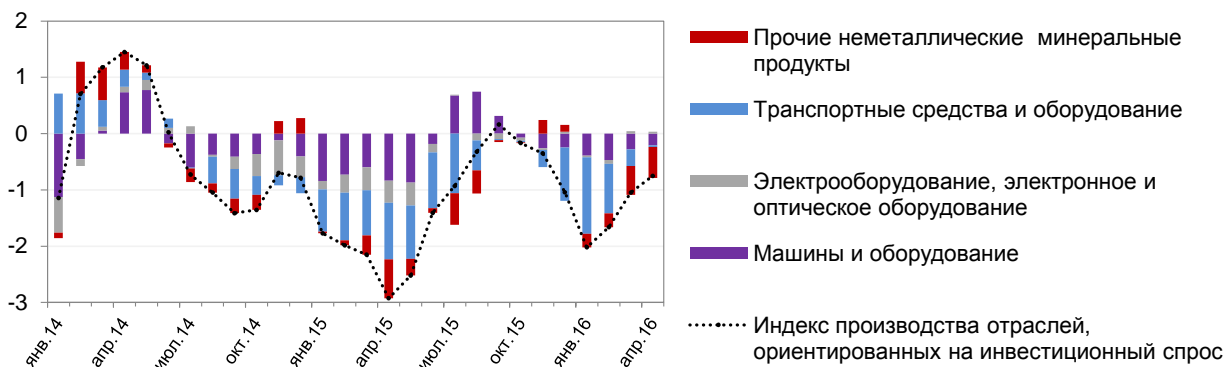
Наблюдаемое по отдельным категориям товаров точечное импортозамещение пока оказывает лишь незначительное влияние на динамику выпуска инвестиционных отраслей. Отсутствие возможностей для быстрой продуктовой диверсификации экспортных поставок ограничивает в краткосрочной перспективе расширение нетрадиционного для России экспорта более технически сложных товаров даже при слабом рубле. Таким образом, улучшению динамики производства инвестиционной группы отраслей может способствовать лишь восстановление внутреннего инвестиционного спроса, чему будет способствовать снижение макроэкономической неопределенности.

Тренд к росту индекса производства в группе отраслей потребительского спроса (Рисунок 17) сформировался под влиянием увеличения объемов выпуска товаров непродовольственной группы (мебели, одежды и обуви, товаров издательской и полиграфической промышленности). Этот рост был, вероятно, вызван заметным ростом реальных заработных плат в первом квартале 2016 года и активизацией потребительского кредитования. Выпуск перечисленных товаров высоко эластичен по доходам населения. Положительный вклад производства пищевых продуктов в динамику агрегированного индекса по группе потребительских отраслей в последние месяцы сокращается, в том числе из-за ограниченности внутреннего рынка. Это делает проблему выхода на внешние продовольственные рынки еще более актуальной.

Большой вклад в динамику индекса производства в группе отраслей промежуточного спроса (Рисунок 18) вносит металлургия, которая характеризуется сильной волатильностью. В апреле 2016 года данный индекс вновь опустился в отрицательную область именно за счет ухудшения динамики выпуска в металлургической промышленности. Причиной этого могло стать продолжающееся снижение производства в отраслях машиностроения. Также отмечено снижение выпуска в производ-

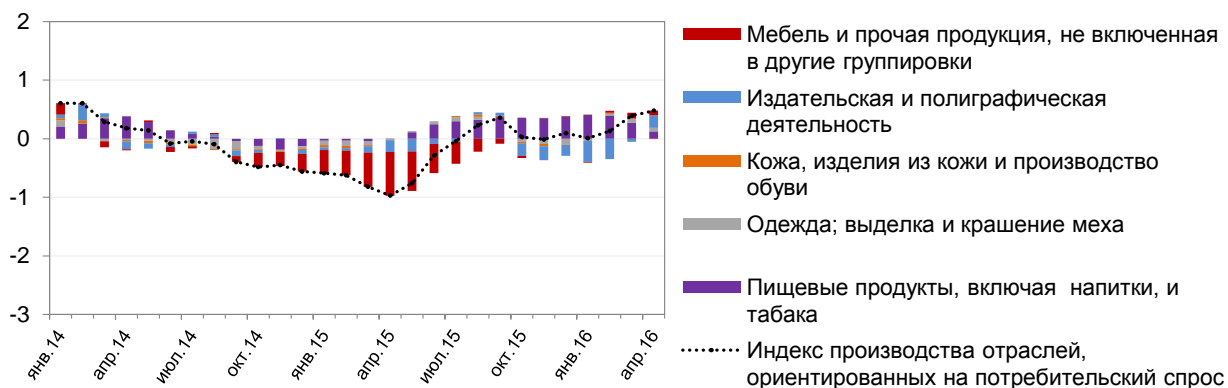
стве древесины, кокса и нефтепродуктов, целлюлозы, древесной массы, бумаги и картона. В остальных отраслях данной группы в апреле происходил рост производства. В дальнейшем рост производства промежуточных товаров будет ограничен влиянием низкого спроса со стороны отраслей-потребителей и отсутствием возможностей для существенного наращивания объемов экспорта.

Рисунок 16. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на инвестиционный спрос (тренд), м/м, %



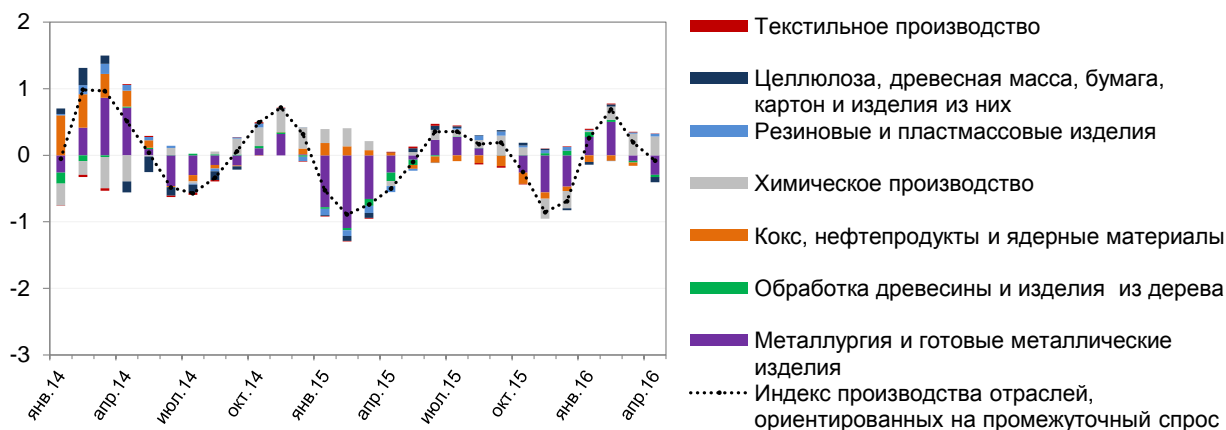
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на потребительский спрос (тренд), м/м, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Индекс производства обрабатывающих отраслей, ориентированных на промежуточный спрос (тренд), м/м, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.4. PMI в обрабатывающем секторе: вблизи локальных минимумов

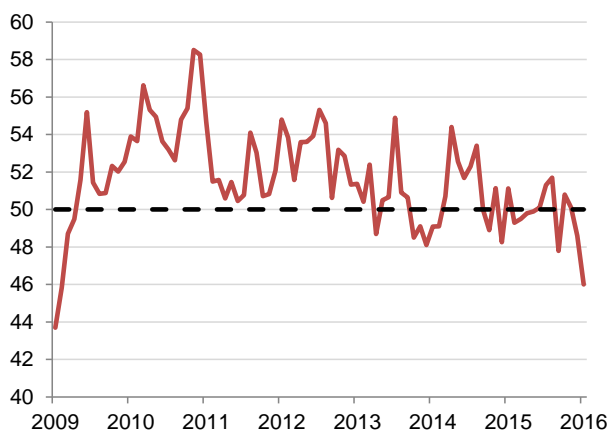
- Апрельские данные по PMI в обрабатывающем секторе оказались заметно хуже наших ожиданий, но значимые предпосылки для спада экономической активности отсутствуют.
- Негативные сигналы краткосрочных опросных данных, возможно, преувеличены.
- В случае отсутствия новых неблагоприятных внешних шоков обрабатывающий сектор может начать умеренное восстановление

Индекс PMI в обрабатывающих отраслях в апреле продолжил сокращение, которое наблюдается уже в течение пяти месяцев. Он опустился до уровня 48 пунктов с 48,3 пункта в марте, достигнув минимального значения с августа 2015 года (Рисунок 19. PMI обрабатывающего сектора).

Настораживает то, что основной вклад в сокращение внесло снижение индекса объемов выпуска. Он достиг 46 пунктов, что является минимальным показателем с мая 2009 года.

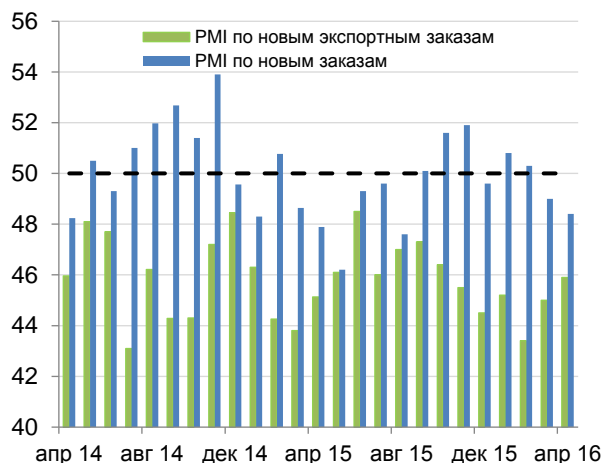
Продолжилась тенденция снижения PMI по новым заказам при некотором восстановлении показателя экспортных заказов (Рисунок 20). Это указывает на еще одну неприятную тенденцию – ускоренное снижение внутренних заказов. Судя по всему, начало II квартала может оказаться не таким позитивным, как предполагалось.

Рисунок 19. PMI обрабатывающего сектора по выпуску



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 20. PMI обрабатывающего сектора по новым заказам



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Важно отметить, что снижение PMI-индексов в обработке в определенной степени соотносится с негативной динамикой обрабатывающих производств в марте. Фактор укрепления рубля вряд ли послужил причиной торможения активности в обработке. С одной стороны, потенциал для дальнейшего роста отраслей-экспортеров за счет получения преимуществ в ценовой конкуренции благодаря слабому рублю в настоящее время представляется ограниченным. С другой стороны, в условиях сохраняющейся неопределенности внешнеэкономических условий и периодически возникающих вследствие этого рисков для финансовой стабильности крепкий рубль воспринимается многими производителями как позитивный фактор. Последнее в настоящее время подтверждается результатами конъюнктурных опросов (см. Раздел 3 «В Фокусе. Предприятия голосуют за крепкий рубль: результаты опроса»). Кроме того, апрельская статистика по промышленному производству в обрабатывающем секторе опровергает предположение о том, что крепкий рубль оказывает устойчивое сдерживающее влияние на динамику выпуска в обрабатывающем секторе.

Таким образом, с учетом благоприятной с начала марта динамики нефтяных цен, наличия признаков смягчения денежно-кредитных условий несмотря на неизменность ключевой ставки Банка России, значимых предпосылок для нового витка спада в обрабатывающем секторе мы не наблюдаем. Последнее дает основания полагать, что негативные опросные данные по обработке за апрель могут быть объяснены традиционной волатильностью краткосрочных показателей, смещенностью сезонно сглаженных оценок показателей с учетом эффекта високосного года, а также другими факторами технического характера.

Произошедшее снижение PMI-индексов в обработке может иметь временный характер из-за наличия временного лага между изменениями в финансовых условиях и их действием на динамику реальных экономических показателей.

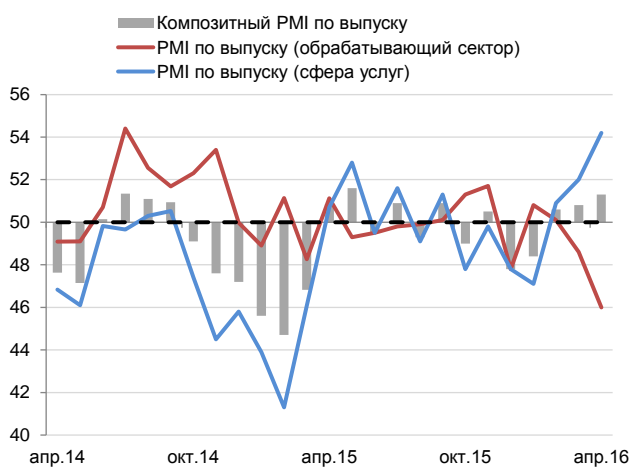
1.2.5. PMI в сфере услуг: деловая активность набирает обороты

- Деловая активность в сфере услуг достигла максимальных с начала 2013 года уровней.
- Рост внутреннего и въездного туризма мог стать драйвером роста, но другие сектора, по всей видимости, также поспособствовали улучшению ситуации.

В апреле индекс PMI в сфере услуг достиг максимального с марта 2013 года значения – 54,2 пункта. Это обеспечило рост сводного индекса PMI до 51,3 пунктов, несмотря на продолжающееся снижение индекса PMI в обрабатывающем секторе (Рисунок 21). Рост индекса в сфере услуг был обеспечен ростом показателя новых заказов до 53,2 пунктов с 51,7 пунктов в марте, а также небольшим улучшением динамики незавершенных заказов: соответствующий индекс вырос до 44,8 пунктов в апреле с 43,7 пунктов в марте.

Судя по комментариям в прессе, лидерами роста были отели и рестораны. Они выигрывают от роста внутреннего туризма и притока иностранных туристов, чему способствует слабый рубль. По оценкам агентства JLL, загрузка отелей в [Москве](#), [Санкт-Петербурге](#) и [Сочи](#) выросла в I квартале 2016 года по сравнению с аналогичным периодом 2015 и 2014 годов. Судя по всему, данная тенденция продолжается и во II квартале 2016 года по мере перехода к пику туристического сезона.

Тем не менее вряд ли можно объяснить столь бурный рост изменениями только в одном подсекторе сферы услуг. По всей вероятности, оживление наблюдается в большинстве подсекторов сферы услуг. Это может быть связано со стабилизацией на валютном рынке и укреплением рубля (Рисунок 22). Достаточно часто экономические агенты в России отождествляют динамику валютного курса с положением дел в экономике, поэтому его укрепление приводит как к улучшению ожиданий, так и к росту деловой активности. Исходя из этого, можно ожидать, что дальнейшая динамика в сфере услуг будет достаточно сильно зависеть от того, что будет происходить на рынке нефти и, как следствие, на валютном рынке. Если риски снижения цены нефти реализуются, индексы деловой активности могут пойти вниз.

Рисунок 21. Динамика индексов PMI по выпуску

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Динамика индексов PMI по ожиданиям и деловой активности в сфере услуг и курса рубля

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.6. Безработица близка к своему естественному уровню

- Уровень безработицы немного снизился в апреле до 5,9% с 6,0% в марте, что обусловлено сезонными явлениями.
- Безработица после учета эффекта сезонности стабилизировалась на уровне 5,7%, что близко к естественному уровню, оцениваемому нами в 5,5%.
- Близость рынка труда к состоянию полной занятости косвенно указывает на небольшой разрыв выпуска в экономике

Уровень безработицы в апреле снизился до 5,9% по сравнению с 6,0% в марте (Рисунок 23). При этом сезонно очищенный показатель безработицы сохранился на уровне 5,7%, что говорит об отсутствии каких-либо значимых изменений на рынке труда (Рисунок 24).

Текущий уровень безработицы близок к своему естественному уровню (или NAIRU⁸), который по нашим оценкам составляет на данный момент около 5,5%. Экономика России близка к состоянию полной занятости, что обусловлено тенденцией на снижение численности трудоспособного населения. По этой же причине уровень естественной безработицы в ближайшие годы может продолжить снижение.

⁸ Non-accelerating inflation rate of unemployment – уровень безработицы, при котором не происходит ускорения инфляции

Близость рынка труда к состоянию полной занятости косвенно указывает на небольшой разрыв выпуска в экономике. В период улучшения экономической динамики это может сопровождаться усилением инфляционного давления.

Рисунок 23. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика численности занятых и безработных, тыс. чел.



Источник: Росстат.

1.2.7. Бюджетная политика: разнонаправленное влияние на экономический рост в краткосрочной и среднесрочной перспективе

- Расходование бюджетных средств ускоряется, хотя все еще уступает динамике предыдущего года...
- ... однако ожидается, что с учетом снижения доходов влияние сектора государственного управления на экономический рост в I и II кварталах будет нейтральным.
- Влияние сектора на экономический рост временно станет положительным во втором полугодии из-за более низких доходов, чем в прошлом году, и большего смещения бюджетных расходов на вторую половину года.
- Для повышения устойчивости экономического роста на средне- и долгосрочную перспективу необходима бюджетная консолидация.

В марте расходование средств бюджетной системы ускорилось относительно утвержденных годовых параметров, превысив траекторию двухлетней давности, но сохранив отставание от прошлогодней траектории (Рисунок 25). Расходы на здравоохранение и социальную политику⁹ выросли относительно предыдущего года при снижении расходов на национальную оборону. Непроцентные расходы в номинальном выражении сократились на 3% г/г в I квартале, что предполагает негативный

⁹ В обоих случаях по подразделу другие вопросы в области здравоохранения / социальной политики, а не текущие расходы на обслуживание населения.

эффект на динамику ВВП со стороны расходов на конечное потребление сектора государственного управления. В то же время, общее влияние сектора государственного управления на ВВП могло оказаться незначимым из-за снижения доходов бюджетной системы, сопоставимого с сокращением расходов (рост нефтегазовых поступлений лишь частично компенсировал уменьшение нефтегазовых).¹⁰

Во II квартале мы ожидаем более интенсивное расходование бюджетных средств при сохранении нейтрального влияния на экономический рост. Темпы расходования бюджетных средств будут по-прежнему ограничены ужесточением политики авансирования госзакупок¹¹. Однако непроцентные расходы могут оказаться на уровне предыдущего года в номинальном выражении. В апреле, по оперативным данным Казначейства России, непроцентные расходы федерального бюджета продолжили сокращать отставание от относительной динамики предыдущего года, в том числе, за счет дальнейшего опережающего финансирования расходов на национальную оборону (Рисунок 26). Номинальные доходы мы также ожидаем на уровне предыдущего года: благодаря отскоку нефтяных цен снижение нефтегазовых поступлений будет меньшим и сможет быть компенсировано ростом нефтегазовых доходов.

Во втором полугодии сектор государственного управления (включая региональные и муниципальные бюджеты и государственные внебюджетные фонды) может оказать временное положительное влияние на динамику ВВП в годовом выражении. Бюджетные расходы ожидаются, как минимум, на 4% больше, а доходы – меньше, чем год назад. При этом высока неопределенность относительно величины доходов и расходов бюджетной системы. Она связана как с внешними факторами (цена на нефть), так и внутренними (принятие или непринятие мер, затрагивающих бюджетные доходы и расходы).

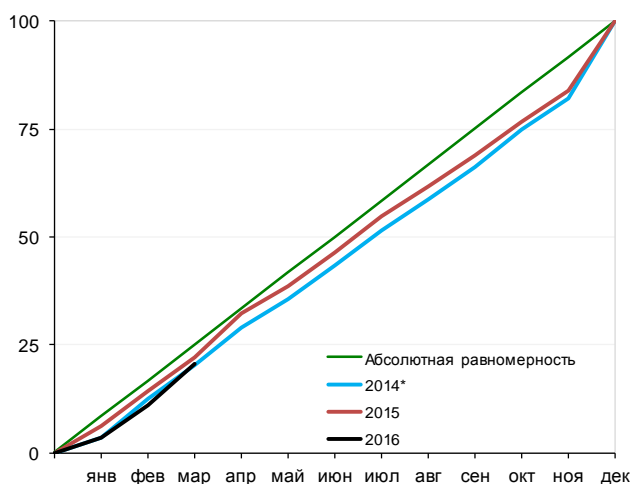
В целом в 2016 году положительный вклад в рост ВВП со стороны бюджета может составить до 0,7 п.п. за счет снижения доходов и роста бюджетного дефицита.¹² Однако оно будет иметь разовый характер. В среднесрочной перспективе необходимость обеспечить сбалансированный бюджет, скорее всего, приведет к временному отрицательному вкладу сектора государственного управления в динамику ВВП, прежде чем достижение устойчивости госфинансов приведет к ускорению долгосрочных темпов роста экономики.

¹⁰ По нашим оценкам, фискальные мультипликаторы доходов и расходов бюджетной системы в целом сопоставимы по величине.

¹¹ Подробнее см. раздел 1.2.4. «Консервативное исполнение бюджета откладывает возникновение структурного профицита ликвидности» в [Бюллетене](#) «О чем говорят тренды» за 11-17 апреля 2016 года (№26).

¹² При условии среднегодовых цен на нефть 30 долл./барр.

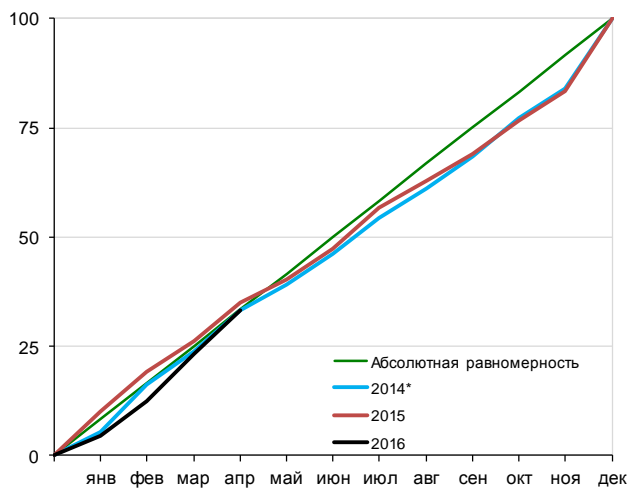
Рисунок 25. Равномерность расходования непроцентных средств бюджетной системы (накопленным итогом в течение года)



* Без учета средств на докапитализацию АСВ в декабре.

Источники: Казначейство России, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Равномерность расходования непроцентных средств федерального бюджета (накопленным итогом в течение года)



* Без учета средств на докапитализацию АСВ в декабре.

Источники: Казначейство России, расчеты ДИП.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. ФРС возвращает повышение ставки в повестку дня

- Экономическая активность во II квартале начала повышаться после ее временного снижения в начале года.
- Улучшение ситуации на рынке труда и ускорение роста цен позволяют ФРС повысить ставку по итогам июньского заседания.
- Стимулирующая политика властей Китая позволяет избежать замедления роста экономики в краткосрочном периоде, однако не решает долгосрочных проблем.

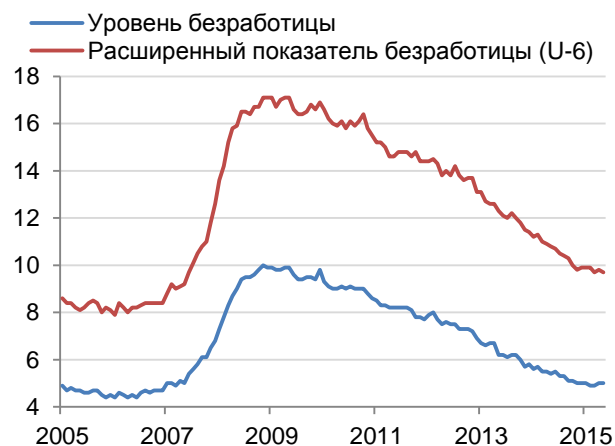
США: замедление роста в начале года может носить временный характер

Рост ВВП США в I квартале текущего года оказался минимальным с IV квартала 2012 года – всего 0,5%. Данный показатель снизился из-за падения инвестиций (в добывающих отраслях он составил 86%) и негативного влияния чистого экспорта, вызванного сильным долларом США. Данные, выходящие в мае, говорят о том, что замедление экономического роста в начале года может оказаться временным.

Рост количества рабочих мест в несельскохозяйственном секторе США в апреле 2015 года составил 160 тыс. вместо ожидавшихся 200 тыс. Тем не менее данный уровень роста рабочих мест означает продолжение улучшения ситуации на рынке труда. Безработица стабилизировалась на уровне 5%, что близко к минимальному с 2007 года уровню. Улучшается динамика неполной занятости: показатель безработицы U-6 снизился с 9,8% в марте до 9,7% в апреле (Рисунок 27). Опросы работодателей, проводимые NFIB и JOLT, свидетельствуют о росте количества открытых вакансий и трудностях с поиском работников. Все это говорит о большой вероятности ускорения роста заработной платы в ближайшие месяцы.

Динамика других показателей также говорит об улучшении ситуации в экономике США в апреле. Рост розничных продаж достиг максимального с марта 2015 года уровня: 1,3% м/м после сезонной очистки. Повышение базового показателя (с исключением волатильных компонент) составило 0,9% м/м после среднего роста на 0,3% м/м в I квартале и 0,2% м/м в среднем за весь 2015 год (Рисунок 28). Увеличению розничных продаж могло способствовать улучшение настроений потребителей: индекс уверенности потребителей, рассчитываемый университетом Мичигана, вырос до 11-месячного максимума.

Рисунок 27. Динамика уровня безработицы, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 28. Динамика розничных продаж, % м/м



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Месячная инфляция в США в апреле составила 0,4%, что стало максимальным значением с февраля 2013 года. Это стало возможным благодаря росту цен на бензин. Восстановление на рынке нефти транслировалось в рост стоимости топлива на 8,1%. Общая инфляция в годовом выражении ускорилась (до 1,1%) по мере того, как эффект снижения цен на нефть начал уходить из расчета годовой инфляции (Рисунок 29). Рост базового ИПЦ немного замедлился (до 2,1% г/г), но остается вблизи целевого уровня инфляции ФРС (2%).

Постепенная нормализация инфляционной динамики вкупе с опубликованием позитивной макростатистики и снижением внешнеэкономических рисков существенно увеличивает вероятность повышения ставки уже по итогам июньского за-

седания ФРС. Стенограмма апрельского заседания ФРС это подтверждает. Тон обсуждений оказался значительно более «ястребиным», чем на предыдущих заседаниях. Многие представители ФРС выразили мнение, что повышение ставки может произойти уже в июне, если данные будут указывать на ускорение экономического роста после его замедления в I квартале и продолжение улучшения ситуации на рынке труда.

Ожидания участников рынка достаточно быстро подстроились под более жесткий тон ФРС. В начале мая вероятность повышения ставки на июньском заседании была всего около 5%, после публикации стенограммы она взлетела до 28% (Рисунок 30). Целью ФРС, помимо признания реального улучшения ситуации в экономике, могло стать желание скорректировать ожидания участников финансовых рынков. В последние недели участники рынка существенно снизили свои ожидания относительно динамики ставки ФРС, поэтому неожиданные жесткие действия регулятора могли стать для них негативным шоком. Постепенная подстройка ожиданий позволяет смягчить влияние действий ФРС на динамику рынков.

Даже после небольшой корректировки ожиданий рынки по-прежнему закладывают всего одно повышение ставки ФРС до конца года¹³. Намерения ФРС могут оказаться жестче, поэтому есть вероятность, что ее представители продолжат серию «ястребиных» комментариев.

Рисунок 29. Инфляция в США, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 30. Вероятность повышения ставки ФРС с текущего уровня на заседаниях в июне и декабре, %¹⁴



Источник: Bloomberg Finance L.P.

¹³ Декабрьский фьючерс на ставку ФРС находится на уровне 0,625%, что соответствует середине интервала 0,5–0,75% и подразумевает всего одно повышение с текущих 0,25–0,5%.

¹⁴ Рассчитана исходя из динамики фьючерсов на ставку ФРС.

Еврозона: ЕЦБ может продолжить смягчение политики

Прошедшее в апреле заседание ЕЦБ не принесло никаких неожиданностей. Все текущие параметры денежно-кредитной политики были оставлены без изменений. Главным событием стало обнародование технических деталей программы выкупа корпоративных облигаций, которые начнутся с июня.

Марио Драги во время пресс-конференции подтвердил, что ЕЦБ крайне озабочен возможным возникновением негативных вторичных эффектов для инфляционной динамики, если рост цен слишком долгое время будет находиться около нулевого уровня. При этом он указал, что не стоит ожидать скорого роста инфляции, ее приближения к целевому уровню. Председатель ЕЦБ отметил также, что экономика растет медленно, но достаточно устойчиво.

Не исключено, что ЕЦБ в дальнейшем предпримет новые шаги по смягчению политики либо через снижение ставок, либо через увеличение месячных объемов выкупа активов или продление сроков действия программы выкупа. Однако вряд ли это произойдет на ближайших заседаниях ЕЦБ, так как нужно время, чтобы оценить эффект от предыдущего раунда смягчения денежно-кредитной политики.

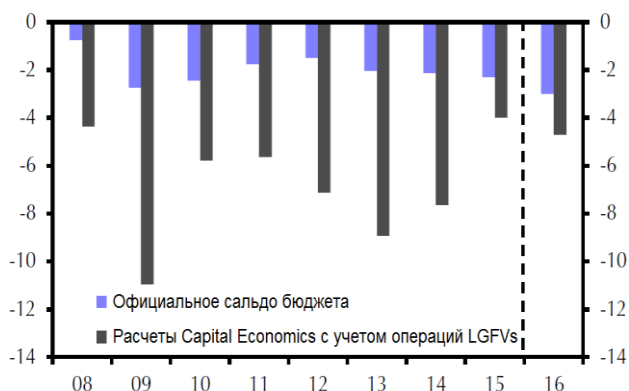
Китай: краткосрочные риски замедления экономического роста снижаются, долгосрочные – растут

Существенное замедление роста китайской экономики еще в начале года считалось одним из основных рисков для мировой экономики в 2016 году, однако пока темпы роста держатся в рамках целевого уровня китайских властей¹⁵.

Замедление роста экономики Китая в ближайшие кварталы маловероятно. Оживление экономического роста в I квартале вызвано расширением стимулирующих мер со стороны властей. Активный рост кредитования (Рисунок 33) и обещанное правительством ослабление бюджетной политики (Рисунок 31) должны поддержать циклическое восстановление роста ВВП Китая в краткосрочной перспективе. В то же время угрозы для долгосрочного роста сохраняются. Динамика экспорта и импорта Китая г/г с поправкой на сезонность по-прежнему находится в отрицательной области, но предположительно по экспорту «дно» было пройдено в начале текущего года, а по импорту – в конце прошлого года (Рисунок 32).

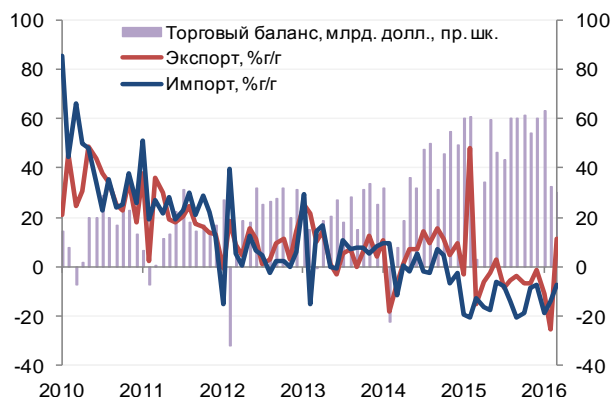
¹⁵ По итогам I квартала рост ВВП Китая замедлился до 6,7% г/г по сравнению с 6,8% в IV квартале 2015 года. Основное снижение наблюдалось в секторе услуг и, по всей видимости, объясняется эффектом пузыря, наблюдавшемся на фондовом рынке в первой половине 2015 года.

Рисунок 31. Сальдо бюджета с учетом операций государственных региональных компаний (LGFVs), % ВВП



Источник: Capital Economics.

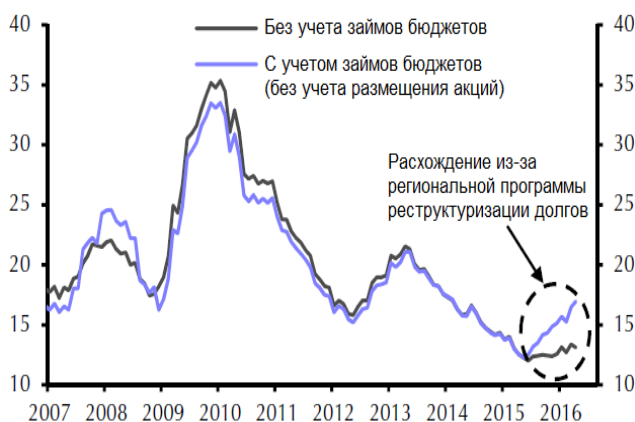
Рисунок 32. Экспорт и импорт Китая



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В апреле, по данным Народного банка Китая, общий прирост финансирования (*total social financing*) частного сектора замедлился с 13,4 до 13,1% г/г. Однако заимствования государственного сектора по-прежнему активно росли, прежде всего на региональном уровне, в частности, для рефинансирования долгов, доставшихся региональным властям от государственных региональных компаний (LGFVs). По оценкам Capital Economics, общий прирост финансирования, включающий государственный сектор, в апреле оказался максимальным за последние 26 месяцев (Рисунок 33) и данная тенденция продолжится в ближайшие несколько месяцев. Поскольку лаг между ростом кредитования и повышением экономической активности составляет порядка полугода, это позволяет ожидать относительно высоких темпов роста реального ВВП Китая до конца текущего года.

Рисунок 33. Прирост общего объема кредитования в Китае, % г/г



Источник: Capital Economics.

Рисунок 34. Международные резервы и валютные интервенции Народного банка Китая (+/- – покупка/продажа валюты), млрд. долл.



Источники: Bloomberg Finance L.P. расчеты ДИП.

Ослабление доллара снижает потребность в валютных интервенциях. В апреле международные резервы Китая продолжили незначительный рост. По нашим оценкам, данная динамика целиком объясняется курсовой переоценкой при проведении Народным банком Китая валютных интервенций (Рисунок 34). Однако их объем снижается вслед за ослаблением курса доллара относительно других валют.

Япония: эффективность абэномики под вопросом

Банк Японии разочаровал участников рынка, не предприняв никаких действий по итогам заседания, состоявшегося 28 апреля. Укрепление иены, которое в том числе вызвало снижение активности в промышленном секторе и возвращение дефляции впервые с 2013 года, сформировало ожидания ответных действий от Банка Японии. Однако центральный банк решил повременить с дальнейшими действиями, для того чтобы оценить, как январское решение о снижении ставок (их перемещении в отрицательную зону) сказывается на экономике.

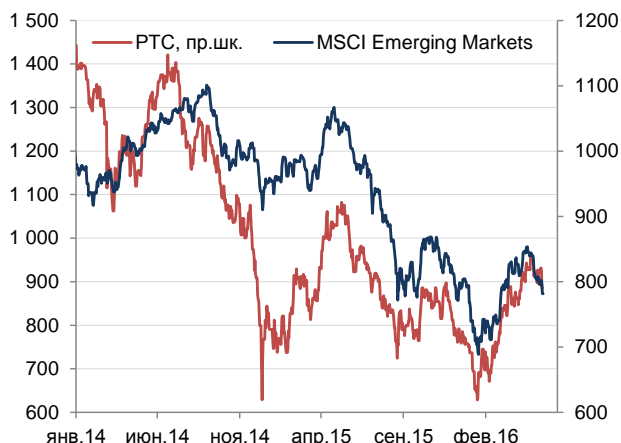
1.3.2. Финансовые рынки: ФРС уменьшила аппетит к риску

- Рост вероятности повышения ставки ФРС по итогам июньского заседания привел к снижению аппетита к риску на мировых рынках.
- Денежно-кредитные условия в России продолжили смягчаться апреле–мае на фоне ралли на рынке корпоративных облигаций и снижения длинных ставок.
- Задолженность банков перед Банком России снижается, что позволяет ставкам МБК держаться в нижней половине процентного коридора Банка России.

Мировые рынки

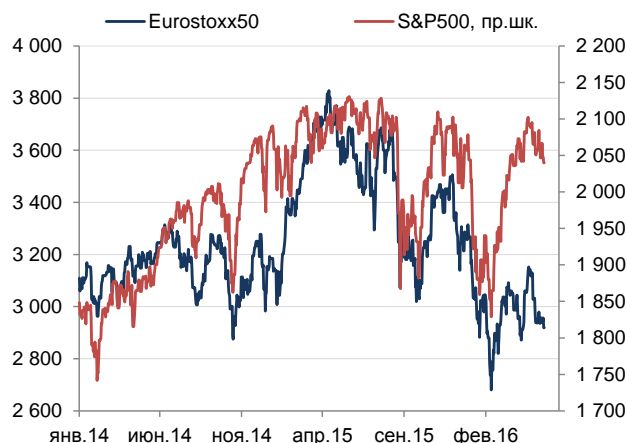
В мае наметилась тенденция к ухудшению конъюнктуры на мировых финансовых рынках после небольшого улучшения, наблюдавшегося в апреле. Возврат ожиданий повышения ставки ФРС стал одним из ключевых факторов ухудшения ситуации на рынках в первой половине в мае. На этом фоне отрицательную динамику демонстрировали как рынки рискованных активов (Рисунок 35, Рисунок 36), так и безрисковых (Рисунок 37).

Рисунок 35. Индексы PTC и MSCI EM



Источник: Bloomberg Finance L.P.

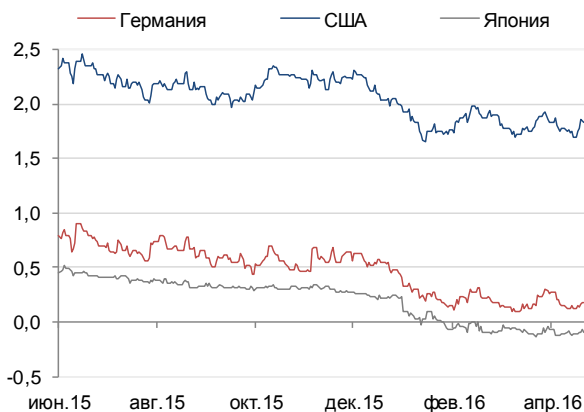
Рисунок 36. Индексы S&P500 и Eurostoxx50



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Несмотря на небольшое снижение аппетита к риску в мае, финансовые условия на мировых рынках сейчас значительно мягче, чем в начале года. Доходности гособлигаций развитых стран (Рисунок 37) и кредитные спреды корпоративных облигаций (Рисунок 38) снизились по отношению к уровням начала года, что должно положительно сказываться на экономической динамике в развитых странах и может позволить ФРС повысить ставку на ближайших заседаниях.

Рисунок 37. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

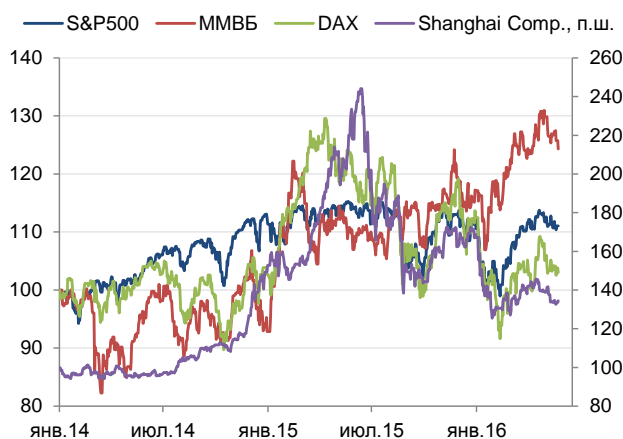
Рисунок 38. Кредитный спред корпоративных облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

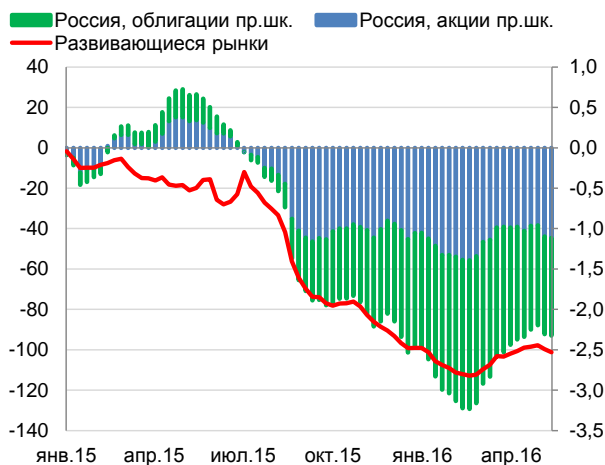
В апреле наблюдалось продолжение притока средств в фонды развивающихся стран, однако снижение аппетита к риску в мае привело к развороту данной тенденции (Рисунок 40). Российские фонды на этом фоне выглядят более уверенно, особенно фонды облигаций: приток в них продолжается начиная с начала марта, что придает российскому рынку стабильность.

Рисунок 39. Динамика индексов акций в локальных валютах (индекс, 1 января 2014 года = 100)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 40. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран с развивающимися рынками (накопленным итогом, "+" означает приток), млрд долл. США



Источники: EPFR Global, Bloomberg Finance L.P.

Российские рынки

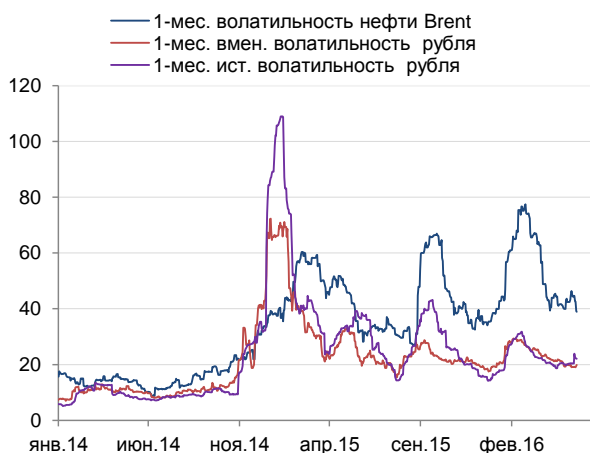
Российский финансовый рынок не остался в стороне от глобальных тенденций. В апреле позитивная динамика наблюдалась во всех его сегментах. Рубль укрепился за счет продолжившегося повышения цены нефти и роста аппетита к риску на мировых рынках, о чем говорит высокая степень корреляции как с ценой нефти, так и с валютами развивающихся стран (Рисунок 47). Однако в мае наблюдалось некоторое ослабление рубля вместе с другими валютами.

Российский рынок акций в середине апреля достиг максимального внутрисдневного значения по индексу ММВБ (Рисунок 39) на фоне ожиданий роста выплат дивидендов российских госкомпаний (до 50% от прибыли по МСФО). Однако эти ожидания не оправдались, что не позволило рынку акций закрепиться близко к рекордным уровням.

Кривая доходности ОФЗ ушла вниз по сравнению с началом апреля (Рисунок 42). К тому же в мае она стала более плоской в связи с ростом ожиданий снижения ключевой ставки Банка России на одном из ближайших заседаний и снижению аппетита к риску. Стоит отметить, что российский рынок гособлигаций оказался более стабильным по сравнению с рынками других стран. Рост вероятности повышения ставки ФРС вызвал повышение доходностей госбумаг большинства развивающихся стран¹⁶ с начала мая. При этом доходности ОФЗ на длинном конце за этот же период не изменились, а на коротком конце даже снизились. На смягчение денежно-кредитных условий, помимо снижения доходностей госбумаг, указывает динамика других финансовых инструментов (Рисунок 43).

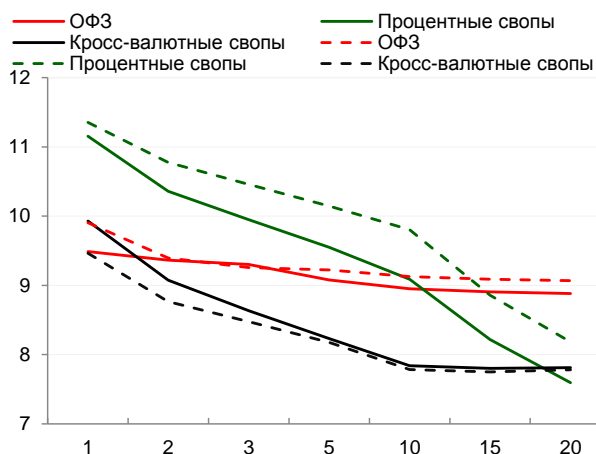
¹⁶ В местной валюте: Турция, ЮАР, Мексика, Бразилия, Индонезия, Чили и др.

Рисунок 41. Временная и историческая волатильность рубля, цен на нефть



Источник: Bloomberg Finance L.P.

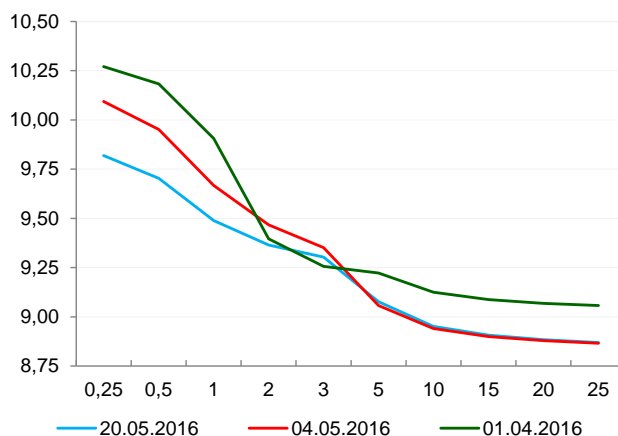
Рисунок 43. Динамика процентных ставок по различным инструментам на 20.05.2016



Сплошные линии – значения на 20 мая 2016 года, пунктирные линии – значения на 1 апреля 2016 года.

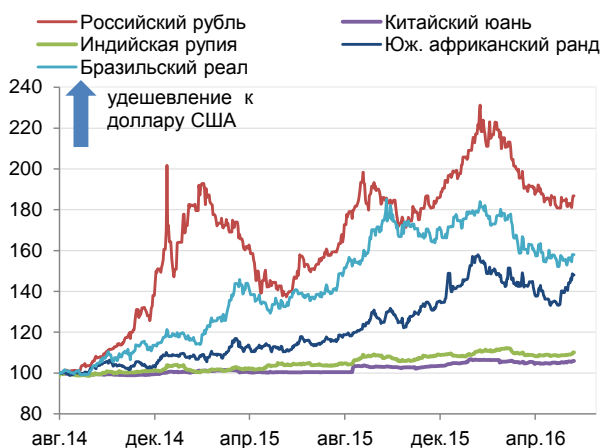
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 42. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 44. Валютные курсы стран БРИКС (01.08.2014 = 100)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В апреле продолжилось ралли на рынке корпоративных облигаций (Рисунок 46). Средневзвешенная доходность индекса самых ликвидных корпоративных облигаций IFX-Cbonds опускалась ниже уровня 10,5%. Все это происходило на фоне роста объемов размещений новых выпусков. По оценкам Rusbonds, в апреле компании разместили облигации на сумму около 316 млрд руб. В мае заемщики взяли паузу и к 20 мая провели первичные размещения всего на 73 млрд руб. Доходности корпоративных облигаций перестали снижаться и закрепились на уровне 10,4–10,5%. Дальнейшее значительное снижение доходностей корпоративных облигаций возможно только при снижении доходностей ОФЗ – кредитный спред между индексами корпоратив-

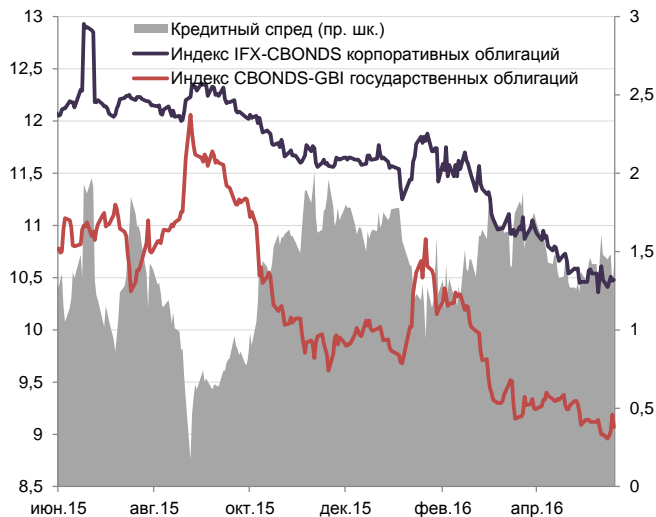
ных облигаций IFX-Cbonds и индексом гособлигаций Cbonds-GBI составляет 1,34%¹⁷, что близко к его среднему значению в 2012–2013 годах.

Рисунок 45. Динамика доходности российских еврооблигаций, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 46. Динамика доходности рублевых облигаций, %



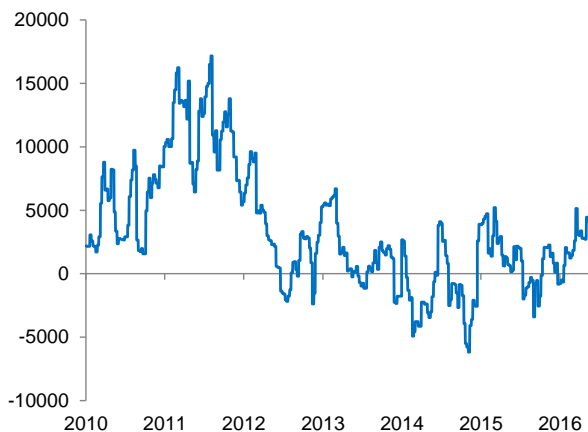
Источники: Cbonds.

Рисунок 47. 12-месячная корреляция рубля с валютами развивающихся стран и нефтью



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 48. Чистая позиция по фьючерсам на рубль, количество контрактов



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

Ставки на межбанковском рынке на протяжении большей части апреля и первой половины мая находились в нижней половине процентного коридора Банка России (Рисунок 50). Исключение составили периоды налоговых выплат, когда ставки МБК оказывались немного выше ключевой ставки Банка России.

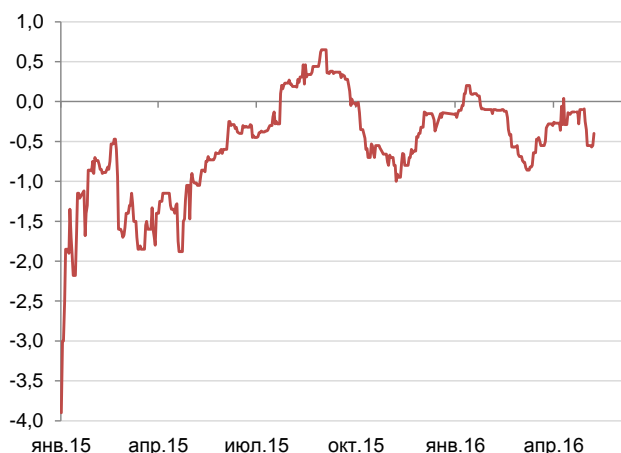
Ситуация с ликвидностью в банковском секторе продолжает улучшаться. Например, задолженность банков по кредитам, обеспеченными активами или поручительствами, к 20 мая снизилась до 575 млрд руб. – минимального с конца 2013 го-

¹⁷ По состоянию на 26 мая 2016 года.

да уровня, в то время как еще в начале года объем задолженности составлял около 2 трлн руб. Этот процесс продолжится в связи с поступлением ликвидности по бюджетному каналу в результате финансирования бюджетного дефицита из Резервного фонда.

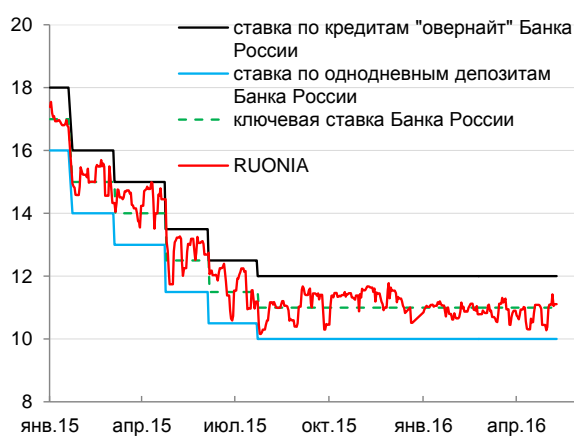
Спред FRA3х6 к 3-месячной ставке Mosprime в мае стал снижаться (Рисунок 49). По всей видимости, итоги апрельского заседания Банка России усилили ожидания участников рынка относительно снижения ключевой ставки на одном из ближайших заседаний.

Рисунок 49. Спред FRA 3Х6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых



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

Рисунок 50. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

1.3.3. Товарные рынки: насколько устойчив рост цен?

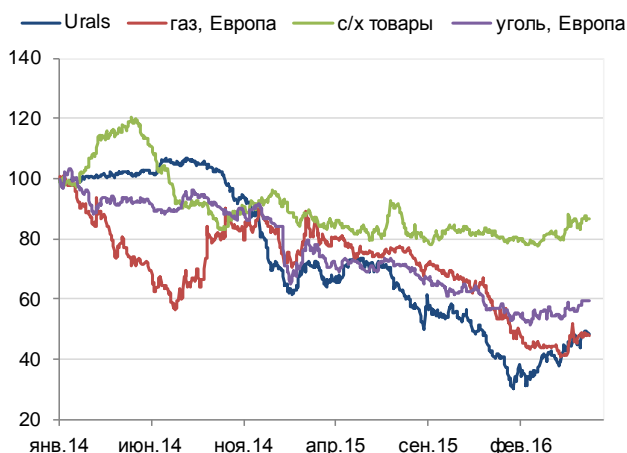
- За апрель–май цены большинства товаров и металлов повысились, но этот рост не опирается на значимые фундаментальные факторы.
- Цены на нефть значительно выросли на фоне укрепления спроса и ослабления предложения в ожидании балансировки рынка во втором полугодии...
- ... однако дальнейший рост цен ограничен положением фьючерсной кривой, а временный характер основных факторов роста цен может привести к снижению цен.
- В США добыча нефти снижается, но ее дальнейшего снижения, необходимого для балансировки нефтяного рынка, может не произойти.
- В Китае повышается риск падения добычи нефти, а рост чистого импорта отражает наращивание запасов при стагнации потребления.

В апреле–мае на фоне улучшения экономической ситуации цены большинства товаров и металлов повысились (Рисунок 51, Рисунок 52). Индекс сырьевых товаров Bloomberg вырос на 10%, Baltic Dry Index, показывающий спрос на крупнотоннажные морские перевозки грузов, увеличился на 34%.

Цены на отдельные товары и металлы, торгуемые в основном на китайских биржах, отражали повышенный спекулятивный спрос в апреле (это прежде всего железная руда, сталь, хлопок). Принятые руководством бирж меры в виде повышения платы за совершение сделки и установления внутрисуточных лимитов на сделки привели к снижению цен, которое продолжается.

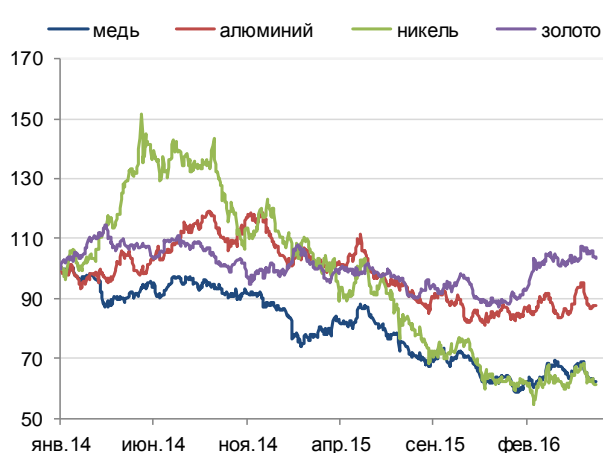
Цены сельскохозяйственных товаров выросли на 7% на фоне роста цен на энергоносители, а также влияния климатического феномена Эль-Ниньо. Всемирный банк [оценивает](#) эластичность цен на сельскохозяйственные товары относительно цен на энергоносители в 0,15–0,2, что в 4–5 раза выше, чем в обрабатывающей промышленности. В оставшуюся часть года на фоне хорошего урожая ожидается разворот цен.

**Рисунок 51. Динамика цен на товары
(01.2014 = 100)**



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

**Рисунок 52. Динамика цен на металлы
(01.2014 = 100)**



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

Значительный рост продемонстрировали цены на нефть, несмотря на провал переговоров в Дохе о заморозке добычи. Цена барреля нефти Urals относительно начала апреля выросла на 11 долл., до 48 долл. Это происходит на фоне усиления роста спроса, ослабления роста предложения и ожидания более ранней балансировки рынка нефти – уже во второй половине текущего года.

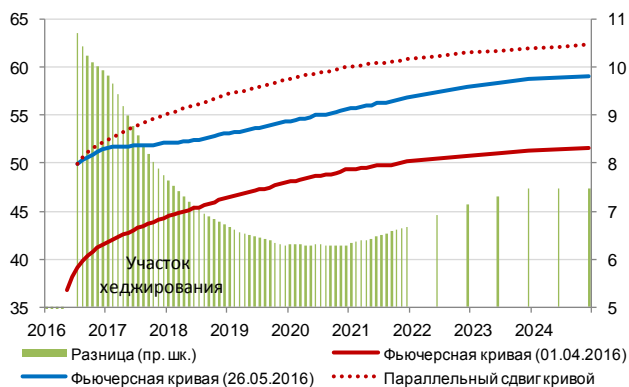
Однако дальнейший рост нефтяных цен ограничен. Фьючерсная кривая нефти WTI сохраняет положение контанго¹⁸, но на участке 2017 года стала практически плоской из-за активного хеджирования сланцевыми производителями (Рисунок 53)¹⁹. На коротком, спекулятивном, участке фьючерсной кривой сохраняется изби-

¹⁸ Цена фьючерса в каждом следующем месяце выше, чем в предыдущем.

¹⁹ На коротком участке действуют инвесторы, в первую очередь хедж-фонды. Дальний участок фьючерсной кривой, где исчезает влияние хеджирования, по сути, не показателен.

рательная активность участников рынка. Так, по торгующим на бирже фонды (ETF) наблюдается тренд на сокращение длинных позиций (Рисунок 54).

Рисунок 53. Фьючерсная кривая нефти WTI, долл./барр.



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

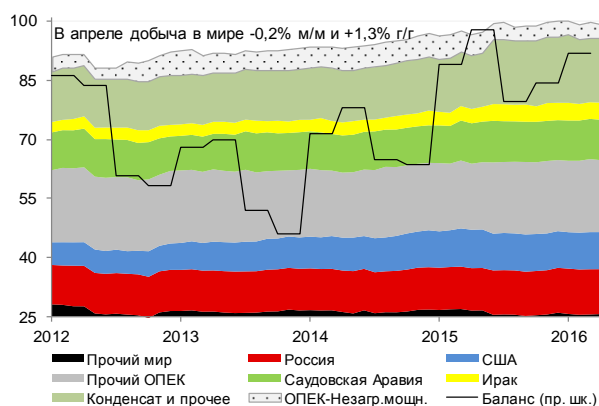
Рисунок 54. Короткие и длинные позиции на нефтяном рынке торгующих на бирже фондов



Источники: Bloomberg Finance L.P.

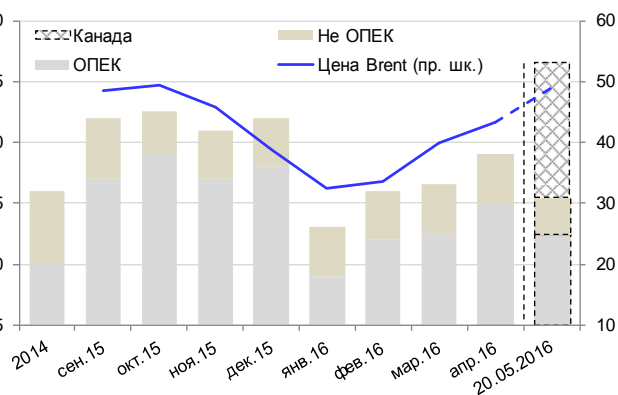
Кроме того, повышаются риски снижения нефтяных цен. Одним из ключевых факторов роста цен является замедление роста предложения по причине перебоев с поставками, несмотря на превышающий ожидания рост поставок нефти на мировой рынок Ираном (Рисунок 55). Они примают все большие масштабы, но имеют временный и неопределенный характер. Минимальный уровень нефтяных цен, наблюдавшийся в январе, совпал с минимальным за длительное время простоем мощностей добычи (Рисунок 56). Рост цен в последующие месяцы сопровождался значительными по объемам и продолжительными по времени проблемами в Нигерии и Ираке, масштабными, но недолгими перебоями в Кувейте и Канаде (перебой в Канаде продолжают и поддерживают нефтяные цены).

Рисунок 55. Добыча и баланс на нефтяном рынке, млн барр./д.



Источники: Bloomberg Finance L.P., Energy Intelligence Group, OPEC.

Рисунок 56. Простой мощностей добычи нефти (млн барр./д.) и цена нефти Brent (долл./барр.)

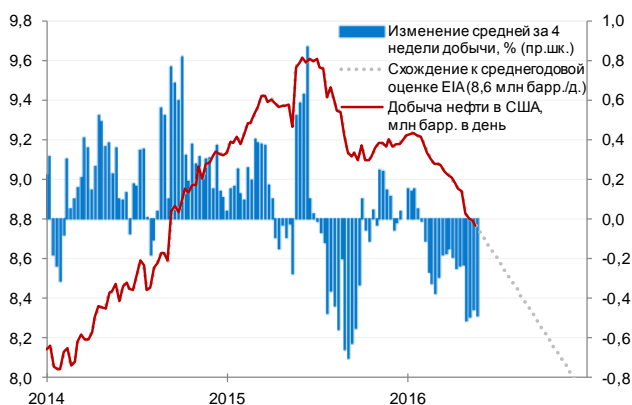


Источники: U.S. Energy Information Administration, Citi Research, расчеты ДИП.

В США продолжается снижение добычи нефти примерно постоянным темпом 0,3% в неделю (Рисунок 57). Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов следуют привычной сезонности, но динамика их накопления существенно ниже той, что наблюдалась в 2015 году (Рисунок 58). Во многом это объясняется активизацией спроса: темп роста потребления нефтепродуктов сменился с отрицательного в начале года на положительный – в среднем 3,5% г/г в апреле–мае.

Однако условием балансировки нефтяного рынка в текущем году (при предположении о разрешении временных проблем с поставками из других стран) является дальнейшее снижение добычи нефти в США. При этом, по нашим оценкам, текущие цены могут стабилизировать добычу на сложившемся уровне. Прекращение сокращения количества действующих буровых установок и рост в апреле числа разрешений на бурение в штате Техас, основном нефтедобывающем регионе США, подкрепляют это предположение.

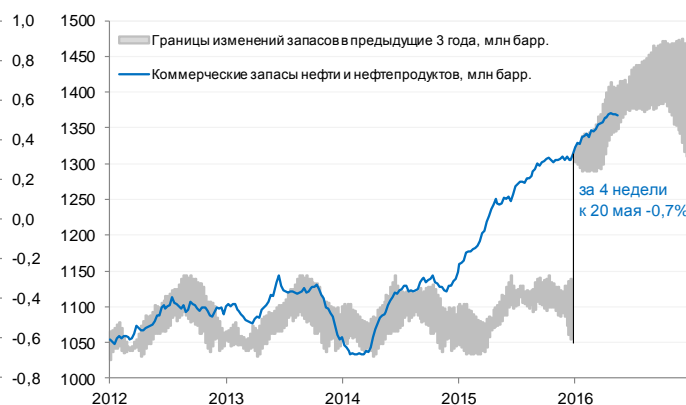
Рисунок 57. Добыча нефти в США



* EIA – U.S. Energy Information Administration.

Источники: U.S. Energy Information Administration, расчеты ДИП.

Рисунок 58. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США



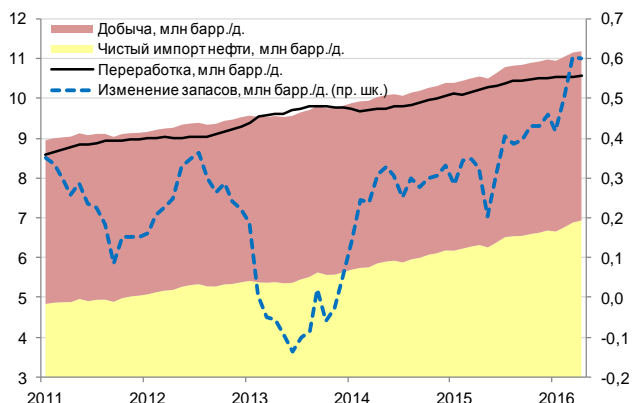
* В 2016 году границы выходят из фактического значения на начало года.

Источники: U.S. Energy Information Administration, расчеты ДИП.

В Китае добыча нефти показывает существенную негативную динамику, что представляет риск для снижения прогноза мирового предложения. В апреле относительно декабря добыча нефти в Китае уменьшилась на 5,6%, или на 0,24 млн барр./д. Это соответствует масштабу снижения добычи нефти в США.

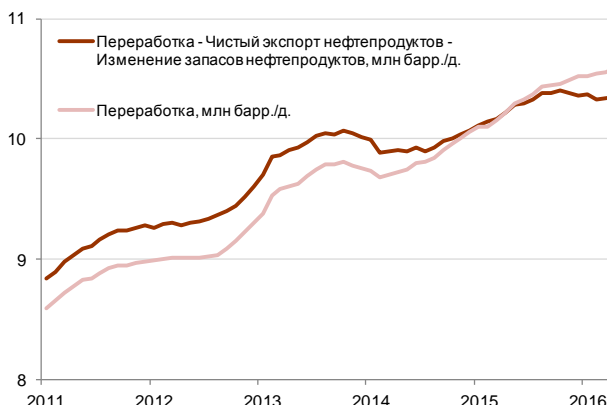
В апреле Китай продолжил наращивать импорт нефти, однако за этим по-прежнему скрывается рост чистого экспорта нефтепродуктов и запасов при стагнации внутреннего потребления (Рисунок 59, Рисунок 60). Намерения и возможности Китая продолжать увеличение стратегических запасов высоким темпом является одним из основных рисков для нефтяного рынка со стороны спроса.

Рисунок 59. Добыча, чистый импорт, переработка и изменение запасов нефти в Китае (12-месячные средние)*



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

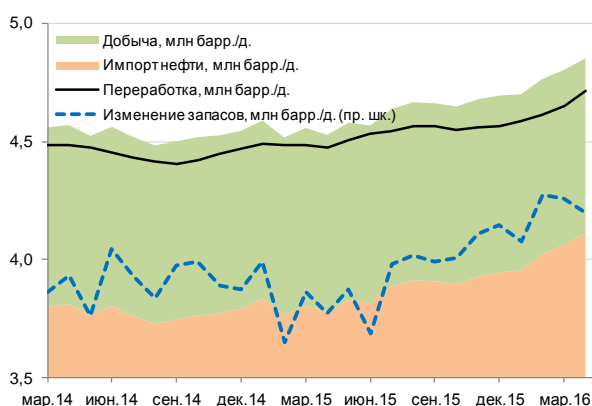
Рисунок 60. Переработка и внутреннее потребление нефти в Китае (12-месячные средние)*



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

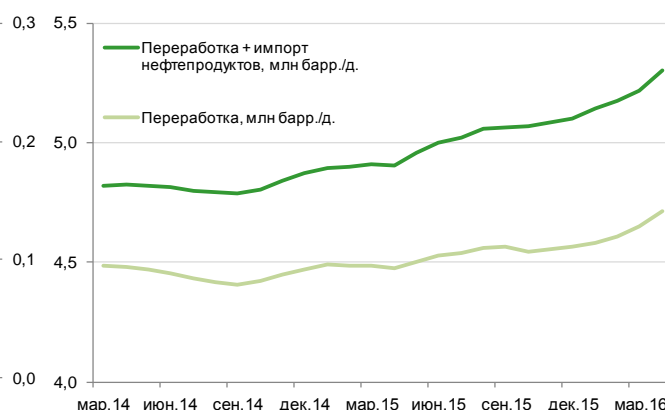
Индия в условиях устойчиво невысокого уровня собственной добычи также продолжает активно увеличивать импорт нефти и нефтепродуктов: в апреле 12-месячная скользящая величина составила +11,6% г/г и +1,5% м/м (Рисунок 61). Отчасти рост импорта, как и в Китае, идет на формирование стратегических резервов, что оказывает дополнительную поддержку нефтяным ценам. Но в первую очередь импорт направляется на внутреннее потребление: по нашим оценкам, в апреле 12-месячная средняя величина выросла на 1,6% м/м и 8,0% г/г (Рисунок 62). Низкий показатель числа автомобилей на душу населения и активный рост экономики создают перспективы для дальнейшего роста потребления.

Рисунок 61. Добыча, чистый импорт, переработка и изменение запасов нефти в Индии (12-месячные средние)



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

Рисунок 62. Переработка и внутреннее потребление нефти в Индии (12-месячные средние)



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

В России добыча нефти в апреле ощутимо снизилась относительно марта, но во многом из-за фактора сезонности. При этом 12-месячная средняя величина продолжила рост до 1,6% г/г (Рисунок 63). Мы ожидаем дальнейшего умеренного роста данного показателя в оставшуюся часть года.

На фоне продолжающегося сокращения объемов нефтепереработки в России в 2016 году сохраняется рост внутреннего потребления нефти: 12-месячная средняя величина показателя переработки за вычетом чистого экспорта нефтепродуктов в марте выросла на 0,6 м/м и 5,0% относительно локального минимума в декабре предыдущего года (Рисунок 64). Это превосходит ожидания участников рынка и может привести к улучшению прогноза роста мирового спроса.

Рисунок 63. Добыча нефти в России



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

Рисунок 64. Переработка и внутреннее потребление нефти в России (12-месячные средние)



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

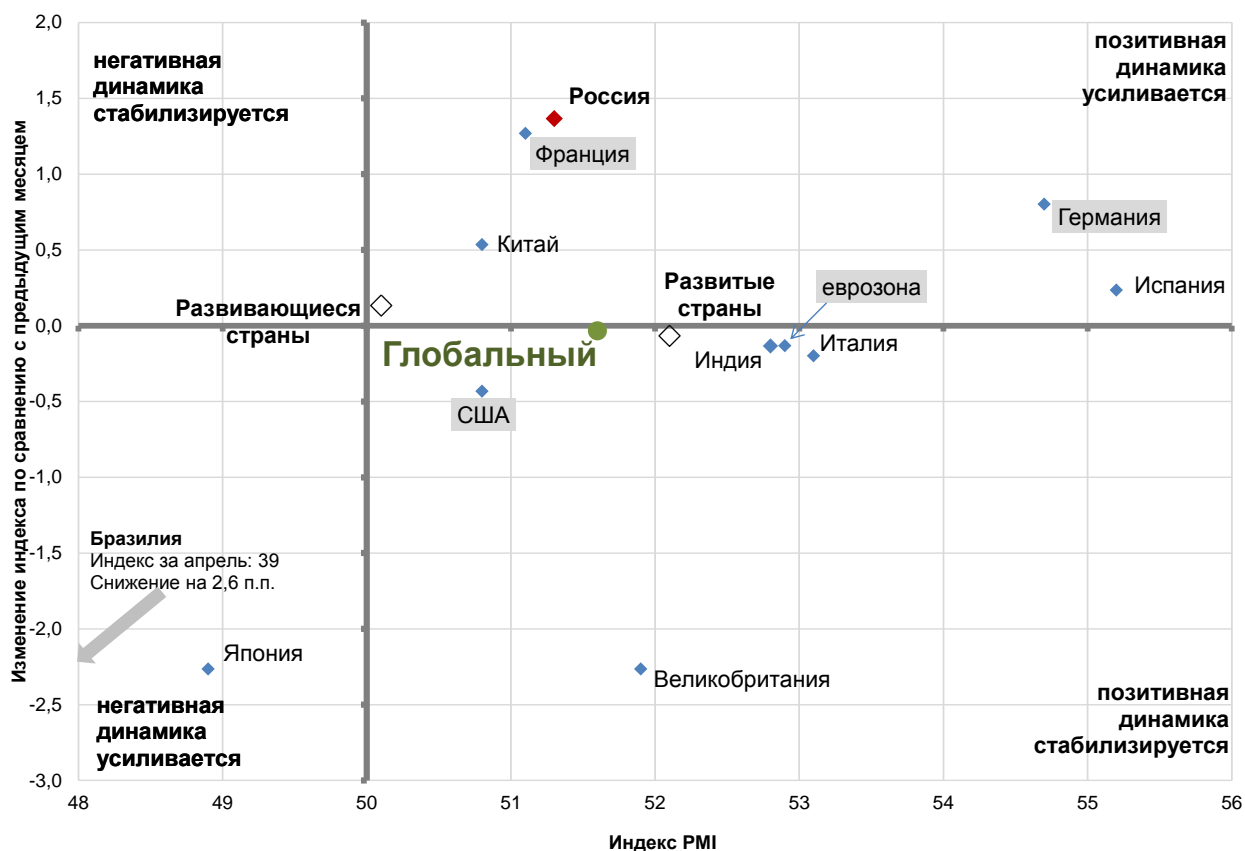
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Глобальная экономическая активность стабилизируется, но ее устойчивость остается под вопросом

Динамика сводных индексов PMI говорит о стабилизации экономической активности в начале второго квартала (Рисунок 65). Агрегированные индексы - глобальный, развитых и развивающихся стран – практически не изменились в апреле по отношению к среднему значению в I квартале. Однако динамика внутри каждой групп стран крайне неоднородна. Общее улучшение ситуации в развивающихся странах сдерживает ситуация в Бразилии, а в развитых – Япония и Соединенное Королевство. Усиление дивергенции между странами по темпам роста свидетельствует о нарастании рисков, связанных с устойчивостью роста глобальной экономики.

Рисунок 65. Сводные индексы PMI за апрель и изменение по сравнению со средним значением за I квартал



Источники: Markit Economics. Серым отмечены предварительные данные за май и изменение по сравнению со средним значением в феврале-апреле.

Цены на медь как индикатор состояния глобальной промышленности скорректировались в мае вслед за рынком сырьевых товаров (Рисунок 66). Стабилизация темпов роста китайской экономики пока не привела к существенному росту цен на промышленные металлы, что может быть связано с сохраняющимся превышением объемов добычи над уровнем спроса.

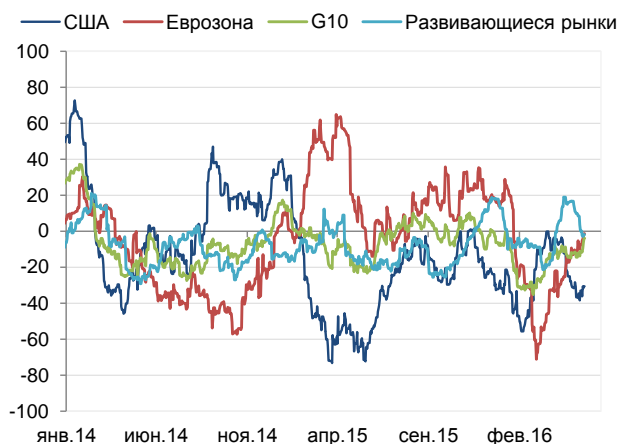
Сводные индикаторы сюрпризов макроданных, по версии Citi, демонстрируют разнонаправленную динамику (Рисунок 67). Индекс еврозоны постепенно восстанавливается, однако это скорее связано не с радикальным улучшением ситуации, а с очередным пересмотром ожиданий в сторону более медленного роста экономики Европы. В США после снижения первого квартала наметился разворот, что подтверждается и выходящими данными – во II квартале экономическая активность оживилась после замедления в I квартале.

Рисунок 66. Цена меди, долл. США / т.



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 67. Индексы сюрпризов в релизах макроданных по США, еврозоне, странам с развитыми и развивающимися рынками



Источники: Citi, Bloomberg Finance L.P.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

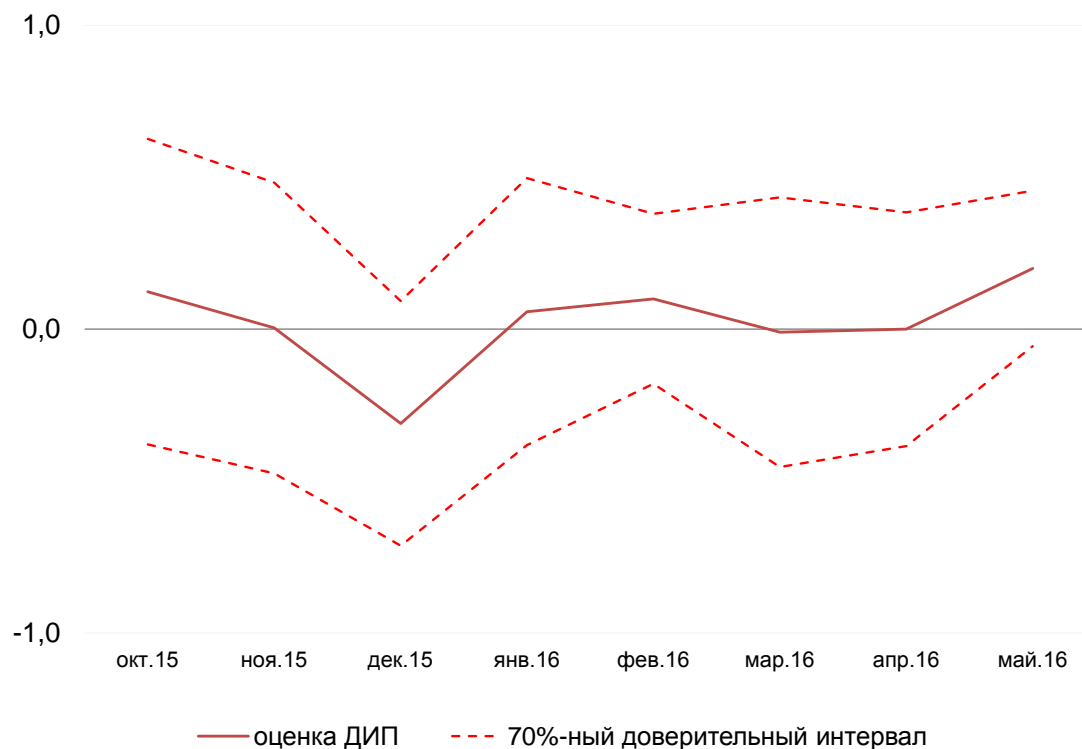
2.2.1. Индексная оценка ВВП: перспективы скорого восстановления укрепляются

- Майская индексная оценка ВВП показывает, что признаки восстановления экономики могут проявиться уже во II квартале 2016 года, однако рост будет небольшим – в пределах 0,2% к/к (с устраненной сезонностью).
- Индексные оценки ВВП на второе полугодие также улучшены: в III квартале рост ВВП ожидается на уровне 0,3% к/к, в IV квартале – на 0,5% к/к (с устраненной сезонностью)

- Улучшение наших оценок по сравнению с апрелем вызвано главным образом благоприятной динамикой цен на нефть, а также хорошими статистическими данными по производству в обрабатывающем секторе в прошедшем месяце.
- По мере поступления месячной статистики за январь-март наша индексная оценка прироста ВВП в I квартале изменилась незначительно (Рисунок 68). Это может свидетельствовать о постепенной стабилизации экономической активности, что является важным подспорьем для возобновления роста экономики в последующие месяцы.
- Тем не менее, текущие признаки роста все еще представляются нам недостаточно устойчивыми.

	Май 2016 года	Апрель 2016 года
	В % к предыдущему кварталу	В % к предыдущему кварталу
II квартал 2016	0,1-0,2	0,0
III квартал 2016	0,3	0,2-0,3
IV квартал 2016	0,5	-

**Рисунок 68. Оценка темпа прироста ВВП во II квартале 2016 года,
% к/к**

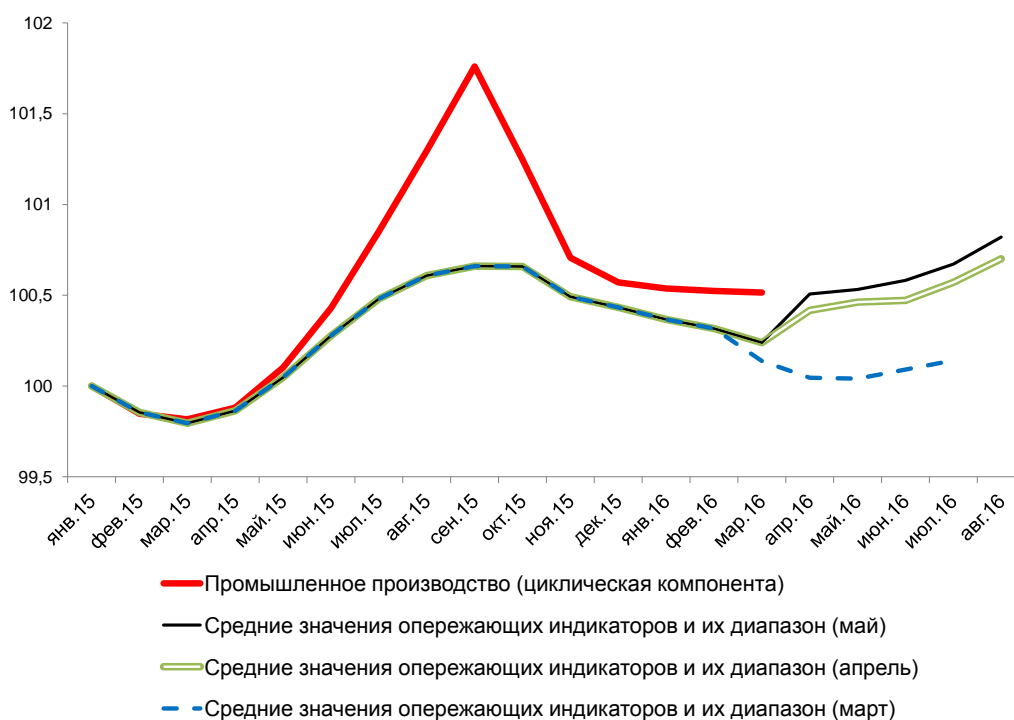


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности улучшился

- Апрельские данные по индексам PMI (особенно, в сфере услуг) способствовали дальнейшему улучшению нашей оценки сводного опережающего индикатора деловой активности (Рисунок 69).
- Позитивные данные опросных показателей сейчас предположительно основываются на оптимизме менеджеров прежде всего тех секторов, которые выиграли от слабого рубля и импортозамещения зарубежных услуг.
- Мы видим основания для постепенного возобновления экономического роста в ближайшие месяцы.
- Однако слабые данные PMI за апрель в обрабатывающем секторе, заставляют пока еще с осторожностью относиться к устойчивости наших текущих положительных оценок сводного опережающего индикатора, несмотря на в целом позитивную апрельскую статистику.

Рисунок 69. Циклическая компонента промышленного производства (январь 2015 = 100, сезонность устранена) и опережающий индекс деловой активности



Источники: Росстат, HSBC, РЭБ, расчеты ДИП

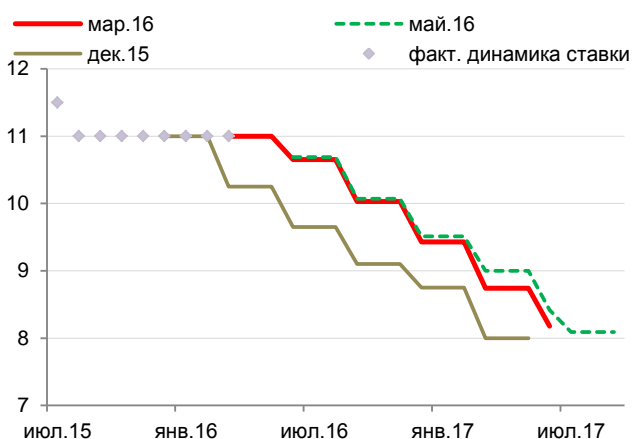
2.2.3. Прогнозы аналитиков по инфляции снижаются, но пока еще далеки от целевого уровня Банка России

Агентство Bloomberg опубликовало прогнозы опрошенных им аналитиков относительно динамики ключевых экономических переменных. Прогнозы по динамике ВВП в 2016 году улучшились в мае по сравнению с опросом двухмесячной давности: с снижения на 1,5% до снижения на 1,1% с возвратом роста г/г уже в IV квартале 2016 года. При этом были снижения ожидания роста на 2017 год: с 1,2% до 1,0%.

В мае ожидания по инфляции продолжили снижение, однако во II квартале 2017 года аналитики ожидают некоторого ускорения роста по инфляции. (Рисунок 71). В целом, по итогам 2017 года участники рынка теперь ждут большего замедления уровня цен – до 6,0% и меньшего ускорения инфляции во II-III кварталах 2016 года с текущего уровня 7,3% г/г. Умеренно жесткая денежно-кредитная политика, проводимая Банком России, могла стать одним из ключевых факторов снижения инфляционных ожиданий профессионального сообщества.

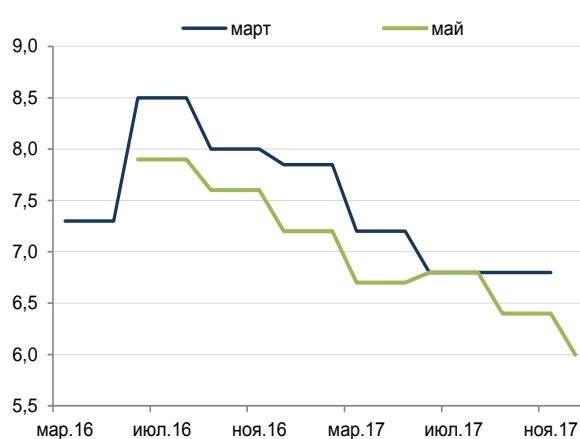
Снижение ожиданий по росту цен сопровождалось небольшим пересмотром вверх прогнозов по динамике ключевой ставки в 2017 году. Это означает, что рынок ожидает увидеть от Банка России более жесткую денежно-кредитную политику по сравнению с тем, что наблюдалось в марте (Рисунок 70). Несмотря на это, прогнозируемая аналитиками инфляция в 2017 году остается выше целевого уровня Банка России. Повышенные инфляционные ожидания не только профессионального сообщества, но и других экономических агентов, остаются одним из рисков для достижения цели по инфляции в 2017 году. Это может потребовать от Банка России сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий в перспективе.

Рисунок 70. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 71. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

3. В фокусе

Предприятиям нужен разный курс рубля: результаты опроса

- Проведенные Институтом экономической политики и ДИП опросы предприятий промышленности и сельского хозяйства показали большой разброс в оценках оптимального курса рубля, что говорит о пользе плавающего курса для нахождения баланса интересов предприятий.
- При этом большинство респондентов высказали заинтересованность в крепком и устойчивом курсе национальной валюты, что говорит об отсутствии преимуществ постоянного ослабления рубля для экономики.
- По мнению респондентов, крепкий рубль позволил бы провести модернизацию производства за счет приобретения импортного оборудования, снизить себестоимость продукции и повысить ее конкурентоспособность на внешних рынках
- Для выхода на новые внешние рынки и увеличения объемов экспорта необходимы инвестиции в создание новых производств или улучшение качества существующих товаров. Лишь деревообработка, металлургические и добывающие производства видят потенциал расширения экспорта за счет снижения курса рубля.
- Заинтересованность предприятий в ослаблении рубля в целях повышения конкурентоспособности с импортом на внутреннем рынке отсутствует (за исключением кожевенно-обувной промышленности).

Департамент исследований и прогнозирования совместно с Институтом экономической политики (ИЭП) в мае провел опросы предприятий промышленности и сельского хозяйства с целью изучения причин заинтересованности предприятий в тех или иных изменениях курса рубля как части более общего анализа распределения валютных рисков в экономике.²⁰ Опрос показал, что предпочтения предприятий в различных секторах экономики существенно различаются. При том, что большинство предприятий высказало заинтересованность в укреплении рубля, широкий круг

²⁰ Опросы были проведены с 11 по 20 мая 2016 года по двум панелям предприятий: 1).панель промышленных предприятий лаборатории конъюнктурных опросов Института экономической политики им.Е.Т.Гайдара (ИЭП); 2). панель предприятий сельского хозяйства Отдела отраслевых и региональных исследований Департамента исследований и прогнозирования Банка России. Количество заполненных анкет из выборки промышленных предприятий – 263 анкеты, из выборки предприятий сельского хозяйства – 109 анкет, всего – 372 анкеты. Среди ответивших промышленных предприятий 52% - экспортеры, 48% - не экспортеры; среди предприятий сельского хозяйства 14% - экспортеры, 86% - не экспортеры.

Банк России выражает признательность отраслевым союзам в аграрном секторе за оказанное содействие в проведении данного опроса среди предприятий сельского хозяйства: Российскому зерновому союзу, Российскому картофельному союзу, Национальному союзу производителей молока, Национальному союзу производителей овощей, Национальному союзу свиноводов, Российскому птицеводческому союзу.

компаний предпочитает более дешевый рубль. Такие результаты опроса говорят о преимуществах плавающего курса как способа нахождения рыночными способами баланса между интересами различных компаний.

Заинтересованность широкого круга компаний в укреплении рубля связана с их желанием модернизировать производство за счет импортного оборудования и/или снизить себестоимость продукции. Это говорит о том, что российские предприятия всё еще испытывают зависимость от поставок импортного оборудования, сырья и материалов. Переход на отечественные технические средства в короткие сроки невозможен по всей линейке техники и технологического оснащения производства. В некоторых случаях российские аналоги сырья, материалов и оборудования либо отсутствуют, либо не обеспечивают надлежащее качество.

Важно отметить, что высокий процент ответов за укрепление рубля с целью модернизации производства и снижения себестоимости продукции оказался характерным не только для предприятий, работающих на внутреннем рынке, но и для предприятий, которые поставляют продукцию на экспорт. При этом ни один из респондентов, не отметил, что нуждается в ослаблении рубля, чтобы начать экспорт продукции, а значит, дальнейшее снижение курса рубля не создает для компаний-неэкспортеров дополнительных возможностей для выхода на внешние рынки.

Таким образом, в настоящее время для российских предприятий ослабление национальной валюты является недостаточным для завоевания новых рынков или увеличения объемов поставок по существующим экспортным направлениям. Это говорит об отсутствии преимуществ постоянного ослабления рубля для экономики.

Необходимым условием расширения и диверсификации российского экспорта являются инвестиции в создание новых производств или улучшение качества существующих товаров. Немаловажным для многих предприятий является фактор стабилизации рубля для планирования своей производственной и инвестиционной деятельности.

Обозначенные выше выводы подкрепляются следующими результатами. Из общего числа респондентов в панели промышленных предприятий 7% (или 18 предприятий) считают, что колебания курса рубля не оказывают никакого влияния на их хозяйственную деятельность. Из числа остальных респондентов, которые не остались «равнодушными» к колебаниям курса рубля, 31% предприятий выразили свою заинтересованность в ослаблении рубля (в том числе 22% экспортеров) и 69% - в укреплении рубля (в том числе 33% экспортеров) (Рисунок 72).

В распределении ответов по степени заинтересованности в укреплении/ослаблении рубля наибольший процент опрошенных предприятий (76%) отметили высокую и умеренную заинтересованность в укреплении рубля, чтобы модернизировать производство за счет импортного оборудования (Рисунок 73). 61% предприятий заинтересованы в значительной или умеренной степени в укреплении рубля, чтобы снизить себестоимость своей продукции. И только 18% респондентов «проголосовали» за укрепление рубля, чтобы платить по долгам в иностранной ва-

люте. В ослаблении рубля с целью повышения своей конкурентоспособности с импортом на внутреннем рынке нуждаются 37% предприятий. 28% считают, что ослабление рубля поможет им увеличить экспорт своей продукции.

В опросах выявлен большой разброс в оценках оптимального курса рубля, что также говорит о пользе плавающего курса для нахождения баланса интересов предприятий, которые к тому же со временем могут меняться. Действительно, рассчитанный по результатам ответов предприятий, которые заинтересованы в ослаблении рубля, средний оптимальный курс оказался близким к текущему значению курса рубля (Рисунок 74). При этом предприятия, заинтересованные в сильном рубле, в среднем, хотели бы видеть значительное укрепление. Можно сделать вывод, что искусственное ослабление рубля вряд ли сможет создать серьезные преимущества для малочисленной группы заинтересованных в этом компаний, но может осложнить развитие производства на многих российских промышленных и сельскохозяйственных предприятиях.

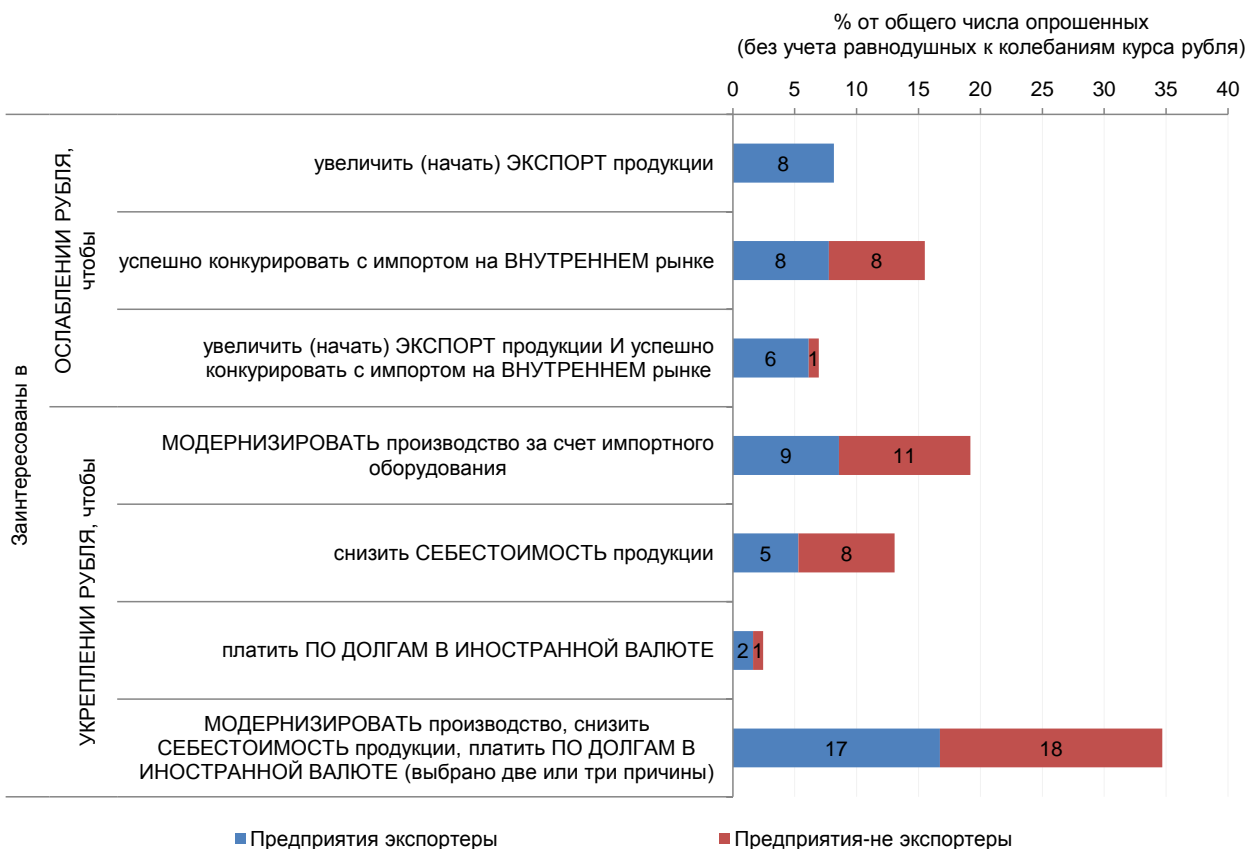
Распределение ответов по отраслям промышленности (Рисунок 75, Рисунок 76) показывает, что высокую заинтересованность в ослаблении рубля имеют предприятия в обработке древесины и производстве изделий из дерева (75% респондентов), а также в производстве кожи, изделий из кожи и производстве обуви (67% респондентов). Производство кожи и изделий из кожи ориентировано, главным образом, на внутренний рынок, и основная проблема для отрасли заключается в высокой конкуренции с импортной продукцией - дальнейшее ослабление рубля, по мнению самих представителей кожевенного производства, могло бы дать дополнительные преимущества отечественным производителям по сравнению с импортом. В деревообработке, где все предприятия выборки являются экспортерами, ориентация на ослабление рубля может быть связана с возможностью таким образом компенсировать падение цен на мировом рынке на продукцию отрасли и еще больше увеличить растущий в последние годы экспорт обработанных лесоматериалов. Степень износа основных фондов в этой отрасли значительно ниже, чем в среднем по всей промышленности, и проблема модернизации производства является не столь актуальной.

Металлургические производства и производства по добыче полезных ископаемых (кроме топливно-энергетических) также показали высокий, относительно других отраслей, процент ответов в пользу ослабления рубля, чтобы увеличить экспорт продукции. Некоторые металлургические и добывающие предприятия считают, что потенциал возможного расширения экспорта за счет эффекта снижения курса рубля еще не исчерпан. Однако распределение ответов показывает, что столь же важными для данных отраслей являются проблемы модернизации производства и снижения себестоимости. Можно предположить, что многие предприятия черной металлургии уже прошли реконструкцию и модернизацию в середине 2000-х и не нуждаются в дополнительных инвестициях на эти цели. В то же время, рост рублевого эквивалента их экспортных цен в результате более слабого рубля позволил бы им улучшить свои финансовые показатели.

В большинстве других отраслей промышленности более половины опрошенных предприятий отметили необходимость укрепления рубля. В соответствии с результатами опроса, в наибольшей степени в этом нуждаются производство и распределение электроэнергии, газа и воды (100% респондентов), производство кокса и нефтепродуктов (100% респондентов), пищевых продуктов (88% респондентов), целлюлозно-бумажное производство (83% респондентов), производство транспортных средств и оборудования (82% респондентов), а также производство строительных материалов (80% респондентов). Следует отметить, что в группе этих отраслей присутствуют отрасли, ориентированные на экспорт, представители которых высказались за укрепление рубля, поскольку первостепенной важностью считают модернизацию и снижение стоимости импортного сырья и материалов.

В панели предприятий сельского хозяйства (Рисунок 77) 92% ответивших заинтересованы в укреплении рубля. В том числе 62% респондентов связывают это с необходимостью снизить себестоимость продукции, 19% - с модернизацией производства, 1% с оплатой по долгам в иностранной валюте, и остальные 10% выбрали сразу несколько указанных выше причин. Рост затрат на приобретение минеральных удобрений, средств защиты растений, импортного семенного и племенного материала, зарубежных ветеринарных препаратов является наиболее актуальной проблемой для сельхозпредприятий. 3% респондентов считают, что курс рубля не оказывает влияние на их деятельность. Только 5% ответивших заинтересованы в ослаблении рубля, чтобы конкурировать с импортом. Таким образом, ни одно из предприятий выборки, куда вошли 14% экспортеров, не отметило, что ослабление рубля им необходимо, чтобы увеличить или начать экспорт продукции.

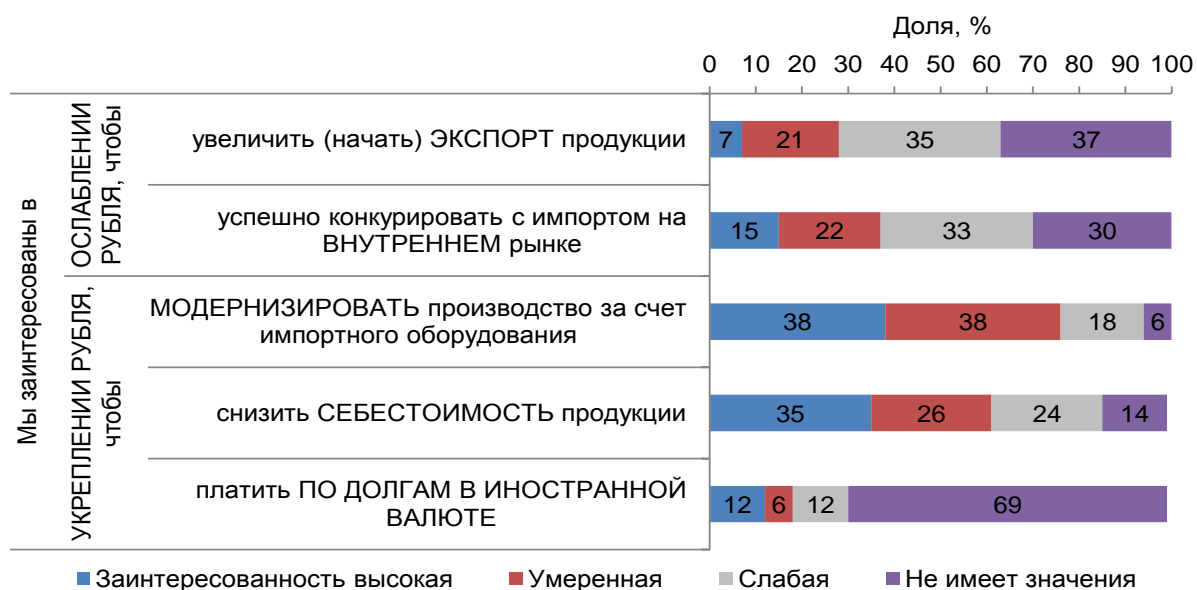
Рисунок 72. Распределение респондентов, заинтересованных в укреплении/ослаблении рубля, по каждой из 5 причин (без учета равнодушных к колебаниям курса рубля), %*



*К заинтересованным к тому или иному изменению курса рубля относятся предприятия, которые выразили в этом сильную или умеренную заинтересованность. Распределение респондентов к заинтересованным в укреплении или ослаблении рубля по каждой из предложенных в ответе причин происходило по наибольшему приоритету, который отметил респондент. В случае равных приоритетов, основным ориентиром для отнесения предприятия к группе заинтересованных в ослаблении или к группе заинтересованных в укреплении рубля был указанный предприятием оптимальный для его деятельности курс рубля.

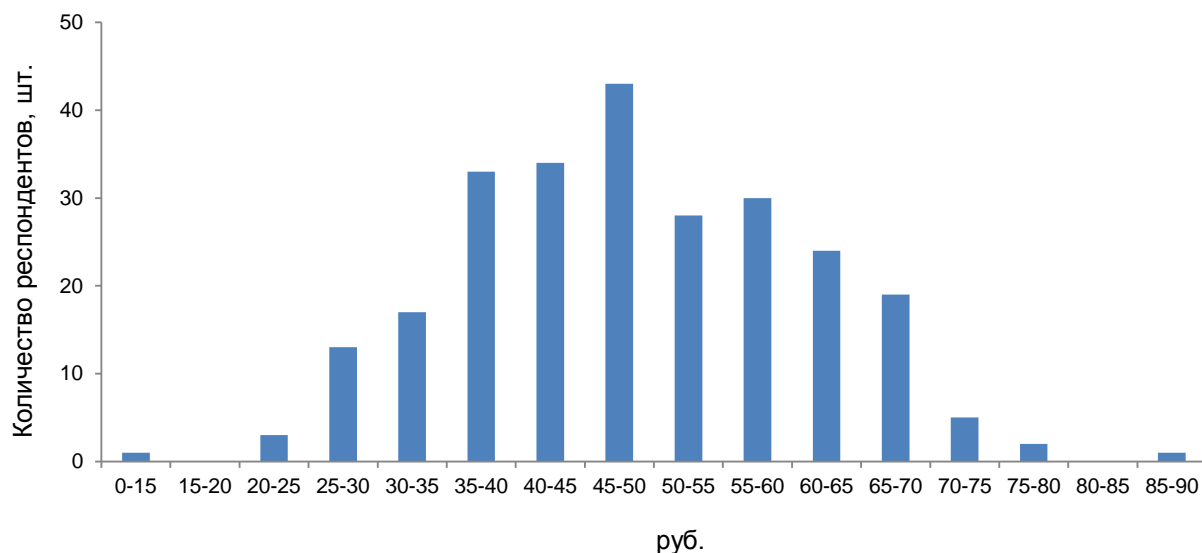
Источник: Опрос ИЭП, расчеты ДИП.

Рисунок 73. Распределение респондентов по степени заинтересованности в укреплении/ослаблении рубля по каждой из 5 причин*



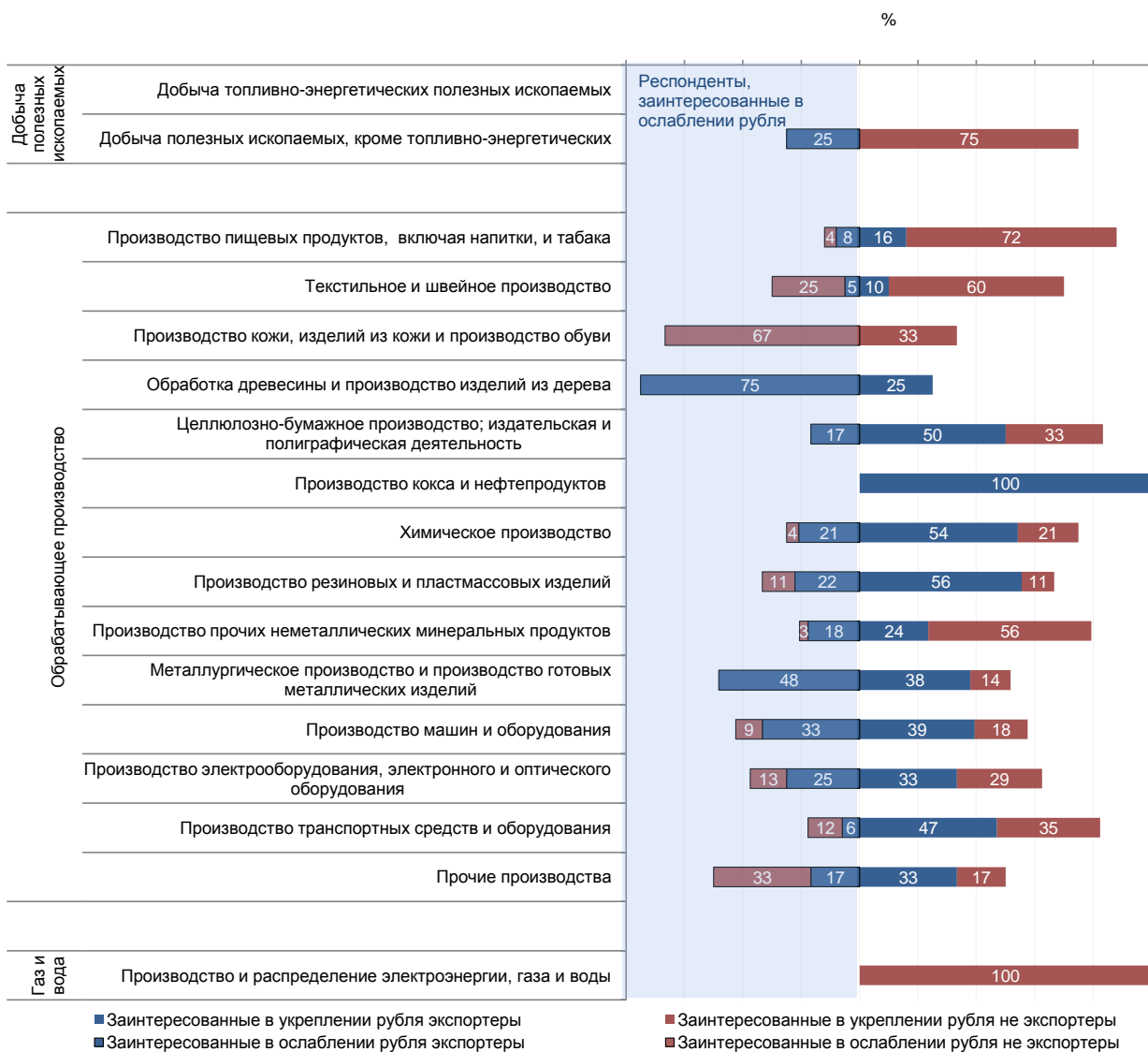
*Респонденты могли отметить одну и ту же степень заинтересованности при ответе на 2 и более из 5 вопросов.
Источник: Опрос ИЭП, расчеты ДИП.

Рисунок 74. Гистограмма распределения ответов на вопрос «Какой курс рубля к доллару был бы сейчас оптимальным для Вашего предприятия?»*



*Из 263 предприятий на поставленный вопрос ответили 253.
Источник: Опрос ИЭП, расчеты ДИП.

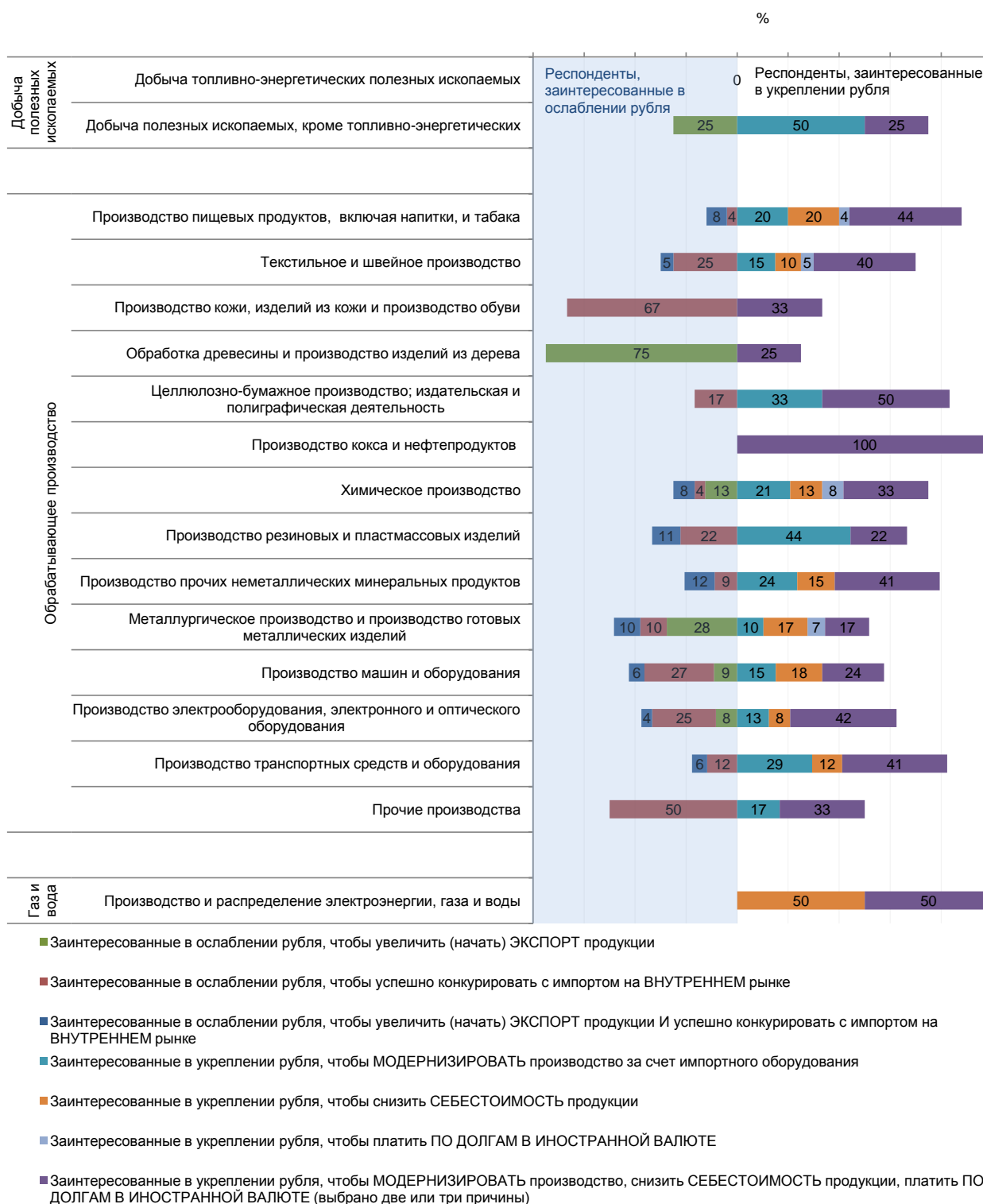
Рисунок 75. Распределение респондентов по заинтересованности в укреплении/ослаблении рубля для отраслей промышленности (без учета равнодушных к колебаниям курса рубля), %*



*На графике не отображены 18 предприятий, которые равнодушны к колебаниям курса рубля.

Источник: Опрос ИЭП, расчеты ДИП.

Рисунок 76. Распределение респондентов по заинтересованности в укреплении/ослаблении рубля для отраслей промышленности по каждой из 5 причин (без учета равнодушных к колебаниям курса рубля), %*



*На графике не отображены 18 предприятий, которые равнодушны к колебаниям курса рубля.

Источник: Опрос ИЭП, расчеты ДИП.

Рисунок 77. Распределение респондентов в панели предприятий сельского хозяйства по степени заинтересованности в укреплении/ослаблении рубля по каждой из 5 причин



Источник: Опрос ДИП, расчеты ДИП.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Елена Дерюгина

Екатерина Ильичева

Наталия Карлова

Дмитрий Крепцев

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Сергей Селезнев

Андрей Синяков

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева