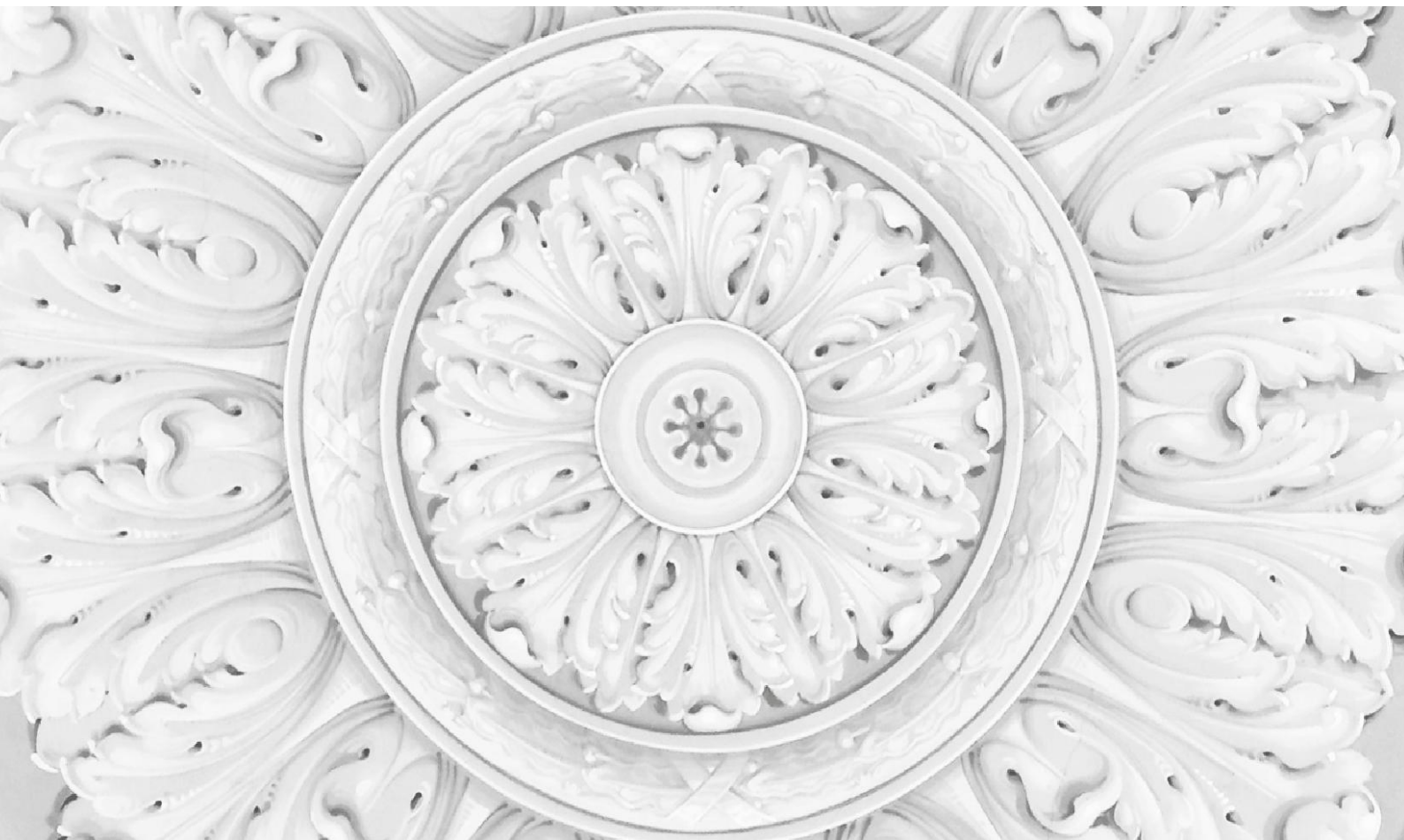




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Июнь 2016

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 7**

*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 остается на траектории, ведущей к 4% по итогам 2017 года, однако риски отклонения от цели по инфляции сохраняются	4
1.1.1. Инфляция в мае – июне закрепляется на целевой траектории, но продовольственная инфляция начала ускоряться	4
1.1.2. Инфляционные ожидания снизились в мае, но остаются повышенными	7
1.1.3. Трендовая инфляция снижается медленно	7
1.1.4. Ценовые индексы PMI: снижение относительных цен в сфере услуг	8
1.1.5. За замедлением роста номинальных зарплат в апреле-мае может последовать ускорение при переходе экономики к росту	9
1.2. Экономика – в стагнации, но ожидания начала роста в III квартале укрепились	11
1.2.1. Произведенный ВВП в I квартале: низшая точка спада позади	11
1.2.2. Потребительская активность: слабая динамика на фоне улучшающихся потребительских ожиданий	12
1.2.3. Динамика промышленного производства остается неустойчивой	14
1.2.4. Волатильность выпуска в отдельных отраслях определяет неустойчивую динамику обрабатывающего производства	16
1.2.5. В мае спрос на новые легковые автомобили возобновил снижение после стабилизации в предыдущие месяцы	19
1.2.6. Уровень безработицы продолжает стабилизироваться	21
1.2.7. Неполная и неформальная занятость в I квартале: низкие риски роста безработицы	23
1.2.8. Основное влияние со стороны бюджета на экономический рост впереди, на ликвидность – позади	25
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	27
1.3.1. Brexit может вызвать новую волну смягчения монетарной политики развитых стран.	27
1.3.2. Финансовые рынки оказались не готовы к Brexit	32
1.3.3. Товарные рынки: рост цен сменился падением вследствие Brexit	39
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	44
2.1. Глобальные опережающие индикаторы	44
2.1.1. Устойчивость роста мировой экономики остается под вопросом	44
2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	45
2.2.1. Индексная оценка ВВП: восстановление экономики по-прежнему происходит медленными темпами	45
2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности: перспективы начала роста в III квартале сохраняются	46
2.2.3. Ожидания аналитиков по инфляции резко снизились	47
3. В фокусе	49

Краткое содержание

1. Итоги

- В мае – первой половине июня 2016 года инфляция стабилизировалась, а экономика еще больше приблизилась к точке начала восстановительного роста. Влияние решения Великобритании выйти из Евросоюза (Brexit) на российские рынки пока ограничено.
 - **Инфляция** остается на траектории, ведущей к целевому уровню, в том числе, благодаря проводимой денежно-кредитной политике. Однако риски превышения инфляцией цели 4% в 2017 году сохраняются из-за медленного снижения инфляционных ожиданий, неопределенности с бюджетом и динамикой заработных плат. Прекращение временного действия благоприятных факторов привело к ускорению роста продовольственных цен, которое с большой вероятностью продолжится в ближайшие месяцы.
 - Рост нефтяных цен и продолжающаяся адаптация экономики к новым условиям поддержали экономическую активность в мае. Мы по-прежнему ожидаем выход экономики на траекторию медленного роста в ближайшие месяцы в случае отсутствия новых внешних шоков.
 - Денежно-кредитные условия продолжают смягчаться. Из-за Brexit несколько возросли риски повышения волатильности на российских финансовых рынках.

2. Взгляд в будущее

- Brexit повысил риски для экономического роста в Великобритании, ЕС и в мире в целом. С учетом этих рисков можно ожидать новых шагов по смягчению монетарной политики от Банка Англии, ЕЦБ и Банка Японии. Вероятность повышения ставки ФРС в ближайшем квартале снизилась.
- Возросшая волатильность на мировых финансовых рынках и «бегство от риска» будет ограничивать возможности центральных банков стран с формирующимися рынками по смягчению монетарной политики в ближайшее время.
- Данные российской краткосрочной макроэкономической статистики и опережающих индикаторов подтверждают наши ожидания выхода на положительные темпы роста экономики в середине года.

3. В фокусе

- Потенциал для дальнейшей диверсификации российского экспорта выглядит ограниченным.
- В долгосрочной перспективе экспортоориентированные отрасли будут испытывать потребность в дополнительных долгосрочных инвестициях в модернизацию производственных мощностей.

1. Итоги

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

Потребительская инфляция остается на траектории, ведущей 4% по итогам 2017 года. Однако инфляционное давление остается повышенным, его снижение приостановилось. Для уверенного выхода на цель по инфляции требуется дальнейшее ослабление инфляционного давления и снижение инфляционных ожиданий.

1.1.1. Инфляция в мае – июне закрепляется на целевой траектории, но продовольственная инфляция начала ускоряться

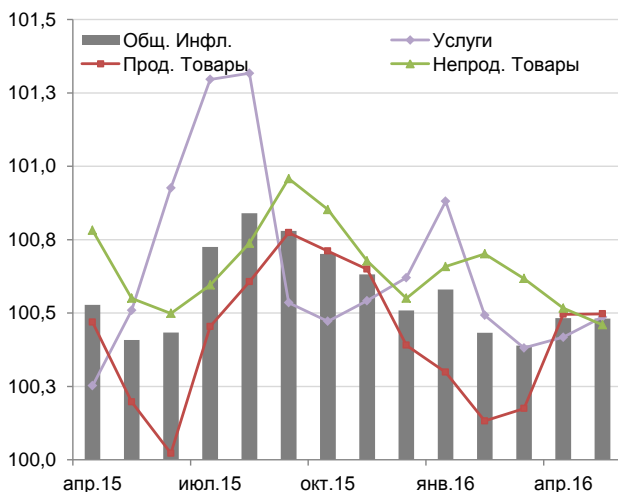
- Инфляция в мае стабилизировалась, при этом наблюдалось ускорение продовольственной и замедление непродовольственной инфляции.
- Текущая траектория инфляции выводит ее на уровень 5,5% к концу 2016 года и 4,0% – к концу 2017 года.
- Продовольственная инфляция непрерывно ускоряется с середины апреля и риски продолжения данной тенденции во втором полугодии остаются высокими из-за роста мировых цен и плохой погоды на юге России.

В мае цены выросли на 0,41% м/м (в апреле – 0,44% м/м). С учетом сезонной корректировки рост составил 0,45–0,5%, повторив апрельские значения (Рисунок 1). Годовая инфляция остается на уровне 7,3% уже третий месяц подряд. В мае произошло небольшое ускорение годовых темпов роста цен продовольственных товаров на фоне символического снижения непродовольственной инфляции и стабилизации темпов роста цен на услуги (Рисунок 2).

Несмотря на сохранение сезонно сглаженных темпов роста цен на уровне апреля продолжают изменения в их структуре. Сезонно сглаженный рост цен непродовольственных товаров продолжил снижение. Мы связываем это с благоприятной динамикой курса рубля. Рост продовольственных цен второй месяц подряд держится на уровне 0,5% м/м, что подтверждает прекращение действия благоприятного эффекта от снижения мировых продовольственных цен и хорошего урожая 2015 года.

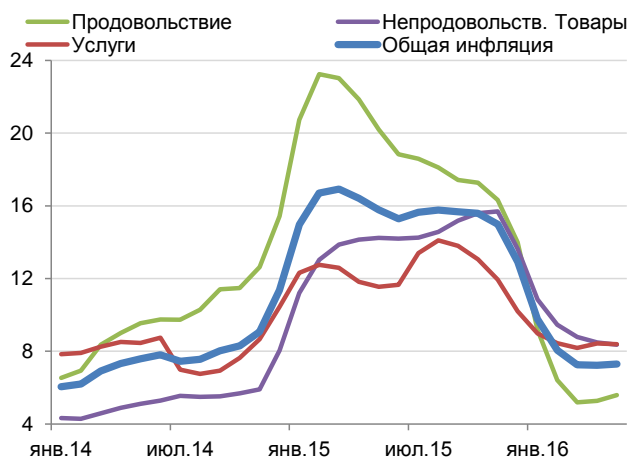
В июне начался рост цен на плодоовощную продукцию. Годовые темпы роста наблюдаемой на еженедельной основе корзины плодоовощной продукции превысили нулевую отметку впервые с конца 2015 года (Рисунок 3). Сохраняется тенденция к ускорению роста цен наблюдаемой еженедельно корзины продовольственных товаров. Повышение годовых темпов роста цен на плодоовощную продукцию с большой вероятностью продлится до августа-сентября.

Рисунок 1. Динамика основных компонент ИПЦ, % м/м, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

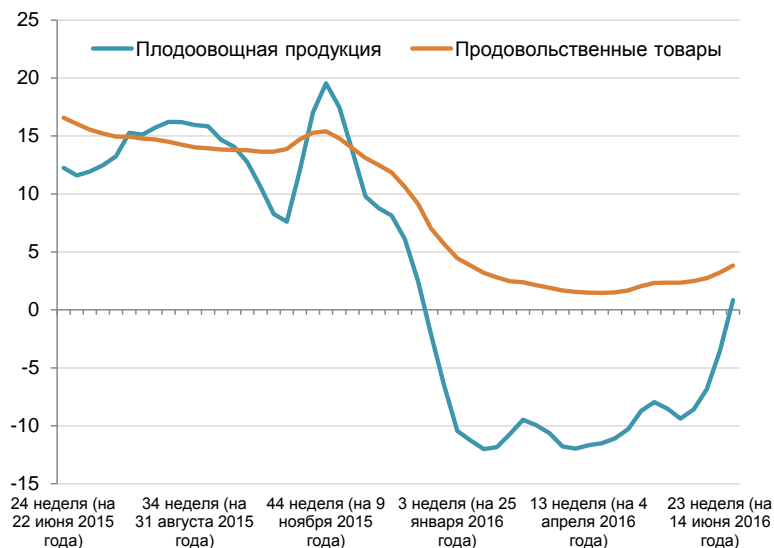
Рисунок 2. Динамика компонент ИПЦ, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Продовольственная инфляция в ближайшие месяцы также может ускориться. Мировые цены на продовольствие растут непрерывно с ноября 2015 года¹, а в основных сельскохозяйственных регионах на юге России в начале июня наблюдалась аномально дождливая погода, которая может привести к некоторым потерям урожая.

Рисунок 3. Темпы роста корзин продовольственных товаров и плодоовощной продукции, наблюдаемых еженедельно, % г/г²



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹ Индекс мировых цен на продовольствие, рассчитываемый МВФ, вырос на 14,2% с ноября 2015 года по май 2016 года.

² Динамика данных корзин не совпадает по уровню с годовыми темпами роста цен на товары, рассчитываемыми на месячной основе.

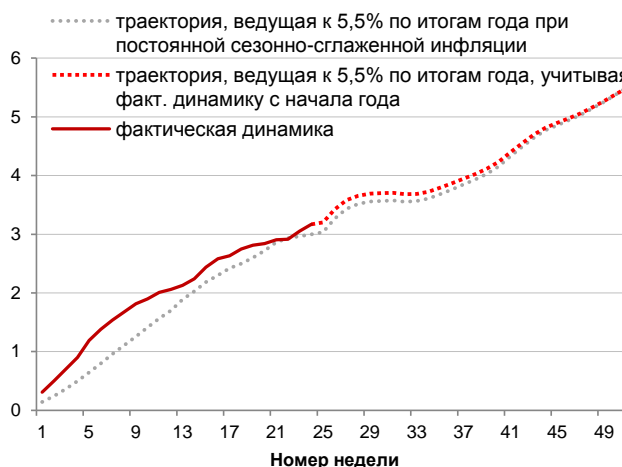
В июне произошло ускорение роста цен с учетом сезонного фактора. Сезонно сглаженная аннуализированная инфляция (рассчитанная на год вперед исходя из среднесуточного темпа за отчетную неделю) выросла. Она составила 11,2% по итогам недели, закончившейся 20 июня. В последний раз такие темпы наблюдались в начале июля прошлого года из-за индексации тарифов, а ранее только в марте 2015 года. Более стабильный показатель – сезонно сглаженная четырехнедельная инфляция (в расчете на год вперед) – продолжил расти и составил 6,1% (Рисунок 4). В случае сохранения текущего темпа роста цен до конца июня сезонно сглаженная инфляция может превысить 0,5% м/м

Рисунок 4. Сезонно сглаженная недельная инфляция в расчете на год вперед, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Динамика накопленной с начала года инфляции (недельные данные)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

По уточненным расчетам, выход на целевой уровень инфляции к концу 2017 года без «пережатия» денежно-кредитной политики требует снижения годовой инфляции до 5,0–5,5% к концу 2016 года. Динамика накопленной с начала года инфляции находится вблизи траектории, которая обеспечивает достижение инфляцией в 5,5% к концу года (Рисунок 5).

Наши оценки показывают, что скользящая аннуализированная сезонно сглаженная инфляция за последние три месяца укладывается в указанный выше диапазон по инфляции в 2016 году. Текущая направленность денежно-кредитной политики Банка России должна обеспечить постепенный выход сезонно сглаженной квартальной инфляции в годовом выражении на отметку 4,0% к началу 2017 года при отсутствии в ближайшие месяцы новых негативных изменений во внешних условиях. Соответственно, дальнейшее сохранение темпов роста цен на указанном уровне обеспечит достижение заявленной Банком России цели по инфляции в будущем году. Это говорит в пользу сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России с учетом вышеупомянутых значимых рисков ускорения инфляции во втором полугодии.

1.1.2. Инфляционные ожидания снизились в мае, но остаются повышенными

Согласно результатам апрельских опросов ООО «инФОМ», скорректированным ДИП на систематическое завышение, инфляционные ожидания снизились с 8,5% в апреле до 7,9% в мае (Рисунок 6)³. Ожидания достигли минимального с конца 2014 года уровня, но остаются повышенными относительно своих исторических значений, текущей инфляционной динамики и целевого уровня Банка России. Высокие инфляционные ожидания создают риски более медленного торможения инфляции, чем требуется для достижения целевого уровня 4%. Это дает весомый аргумент в пользу сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

Рисунок 6. Инфляционные ожидания и реализованная динамика инфляции



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

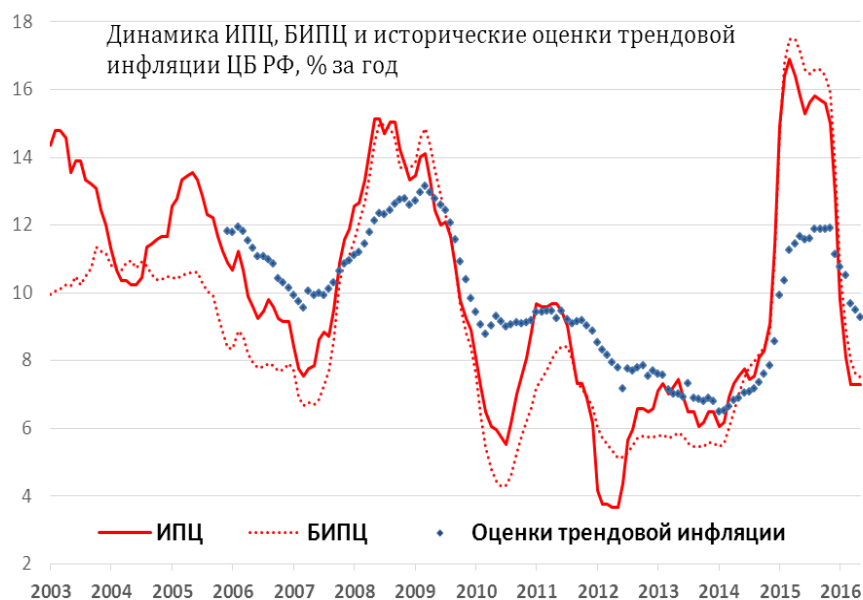
1.1.3. Трендовая инфляция снижается медленно

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в мае снизилась до 9,3% с 9,5% в апреле, отражая ослабление инфляционного давления (Рисунок 7).
- При сохранении текущих тенденций в динамике цен и монетарных агрегатов мы ожидаем дальнейшего постепенного снижения оценок трендовой инфляции.

³ Методология расчета изложена в разделе 1.3.2 «Инфляционные ожидания в январе продолжали повышаться» [Бюллетень](#) «О чем говорят тренды». № 3 (январь 2016).

- Риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 года сохраняются. Трендовая инфляция все еще остается высокой и снижается медленно.

Рисунок 7. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.4. Ценовые индексы PMI: снижение относительных цен в сфере услуг

- Темпы роста закупочных и отпускных цен в обработке остаются на повышенном уровне, тренд на дальнейшее замедление пока не сформировался.
- В сфере услуг по-прежнему наблюдается дезинфляционный тренд. Он, видимо, отражает продолжающийся процесс снижения относительных цен в этом секторе по сравнению с торгуемым сектором.

В мае в обрабатывающем секторе наблюдалось усиление инфляционного давления (Рисунок 8). Переход от укрепления рубля к стабилизации его курса привел к достаточно заметному ускорению роста закупочных цен, что негативно отразилось и на отпускных ценах. В целом темпы роста закупочных и отпускных цен остаются повышенными, тренд на дальнейшее замедление пока не сформировался.

В сфере услуг наблюдалась обратная динамика: замедление роста как закупочных, так и отпускных цен (Рисунок 9). Опрашиваемые компании отметили, что конкуренция за новые заказы, в том числе и ценовая, не дает им в полной мере пе-

ренести рост закупочных цен в отпускные цены. В сфере услуг сохраняется дезинфляционный тренд, что отражает продолжающийся процесс снижения относительных цен в этом секторе по сравнению с торгуемым, представителем которого выступает обрабатывающая промышленность.

Рисунок 8. Динамика ценовых индексов PMI обрабатывающего сектора



Источники: Markit Economics, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Динамика ценовых индексов PMI сферы услуг



Источники: Markit Economics, Банк России, расчеты ДИП.

1.1.5. За замедлением роста номинальных зарплат в апреле-мае может последовать ускорение при переходе экономики к росту

- Рост зарплат в апреле–мае стабилизировался на более низком уровне по сравнению с I кварталом.
- Медленный рост зарплат в госсекторе продолжает сдерживать рост общего уровня оплаты труда в экономике, что снижает инфляционное давление.
- Однако ожидаемое возобновление экономического роста может дать толчок к более быстрому росту номинальных зарплат и возврату к потребительской модели поведения...
- ...в результате инфляционное давление в экономике может повыситься.

Росстат пересмотрел апрельскую оценку роста номинальных зарплат, повысив ее с 5,4 до 6,1% г/г. По предварительной оценке, в мае их рост ускорился до 6,2% г/г (Рисунок 10). Тем не менее более медленный по сравнению с первым кварталом рост номинальных зарплат привел к возвращению темпов роста реальных зарплат в отрицательную зону: -1,1% в апреле и -1,0% в мае. По всей видимости, значительное ускорение роста зарплат в I квартале оказалось временным и темпы роста стабилизировались на более низких уровнях, что несколько снижает риски

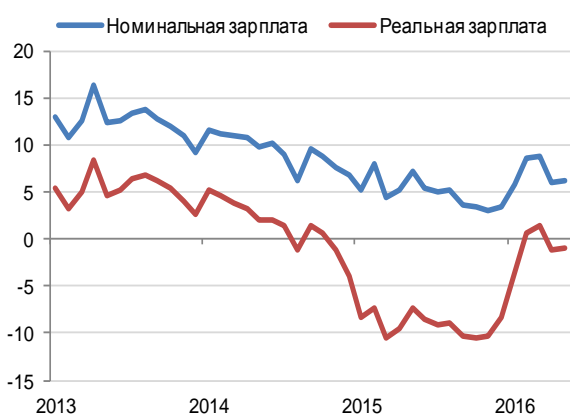
ускорения инфляции. Косвенно на временный характер ускорения роста зарплат указывает продолжающееся падение розничных продаж, которые никак не отреагировали на рост реальных зарплат в феврале–марте.

Замедление роста зарплат в апреле наблюдалось практически во всех отраслях⁴ (Рисунок 11). Динамика зарплат в госсекторе по-прежнему сдерживает общий рост оплаты труда в экономике, что помогает снижать общее инфляционное давление. Если бы динамика зарплат в госсекторе сейчас была сопоставима с динамикой зарплат в секторе неторгуемых товаров, то годовые темпы роста номинальных зарплат в экономике были бы выше на 0,8–1,0%.

По всей видимости, сильное ускорение роста зарплат в I квартале оказалось временным, что несколько снижает риски ускорения инфляции. Продолжающееся падение розничных продаж при стабилизации реальных зарплат говорит о сохранении сберегательной модели поведения населения, которое выражается, в том числе, в сокращении задолженности домохозяйств перед банками.

Однако стабилизация экономической ситуации и ожидаемое возобновление экономического роста может дать толчок к более быстрому росту номинальных зарплат и возврату к потребительской модели поведения. В результате инфляционное давление в экономике может повыситься.

Рисунок 10. Динамика заработной платы, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 11. Динамика номинальных зарплат по секторам, % г/г



Источники: Росстат, Расчеты ДИП.

⁴ Росстат публикует данные по зарплатам в отдельных отраслях с большим опозданием. Данные за май будут опубликованы только в июле.

1.2. Экономика – в стагнации, но ожидания начала роста в III квартале укрепились

Макроэкономические показатели указывают на вероятный рост потребительской и инвестиционной активности до конца года, несмотря на продолжающееся снижение потребления населения в настоящее время. Восстановление нефтяных цен и уверенная динамика курса рубля должны способствовать этому.

1.2.1. Произведенный ВВП в I квартале: низшая точка спада позади

- Данные по ВВП по производству за I квартал позволяют рассчитывать на позитивные изменения в динамике потребительской и инвестиционной активности в 2016 году.
- Низшая точка спада экономики, скорее всего, осталась позади, несмотря на сохраняющуюся нестабильную динамику отдельных компонент ВВП.
- Восстановление банковской процентной маржи и рост прибыли привели к росту добавленной стоимости в финансовой деятельности.

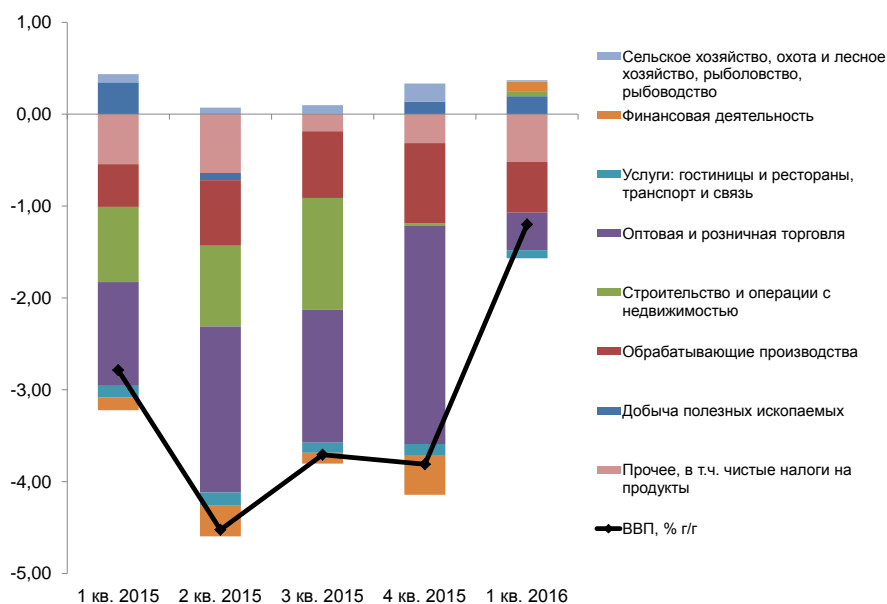
В апреле была опубликована первая оценка Росстата по ВВП в I квартале 2016 года, согласно которой снижение ВВП составило 1,2% г/г. Опубликованные Росстатом данные по компонентам ВВП по производству подтверждают, что наибольшее улучшение динамики выпуска демонстрируют виды деятельности, связанные с внутренним потреблением.

Значительный вклад в снижение годовых темпов спада вносит оптовая и розничная торговля, а также строительство (Рисунок 12). Однако в случае с торговлей это объясняется прежде всего эффектом низкой базы, в результате резкого падения в начале 2015 года. Квартальные данные по оптовой и розничной торговле свидетельствуют, скорее, о стабилизации экономической активности, нежели о возобновлении роста. При этом низшая точка спада в экономике, вероятнее всего, осталась позади, несмотря на то, что экономика еще не вышла на траекторию устойчивого восстановления.

Следует отметить, что не в полной мере подтвердились наши ожидания месячной давности относительно значительного роста активности в сфере гостиничного и ресторанного бизнеса, которые основывались на краткосрочных месячных данных опросных показателей⁵. Вклад обрабатывающих и сельскохозяйственных отраслей в динамику ВВП также оказался несколько хуже ожидаемого.

⁵ См. раздел 1.2.1 «ВВП в I квартале: лучше ожиданий» [Бюллетеня](#) «О чем говорят тренды» № 6 (май 2016 года).

Рисунок 12. Декомпозиция темпов роста ВВП по производственному методу, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Обращает на себя внимание рост добавленной стоимости в финансовой деятельности, что подтверждается восстановлением банковской процентной маржи и ростом прибыли.

1.2.2. Потребительская активность: слабая динамика на фоне улучшающихся потребительских ожиданий

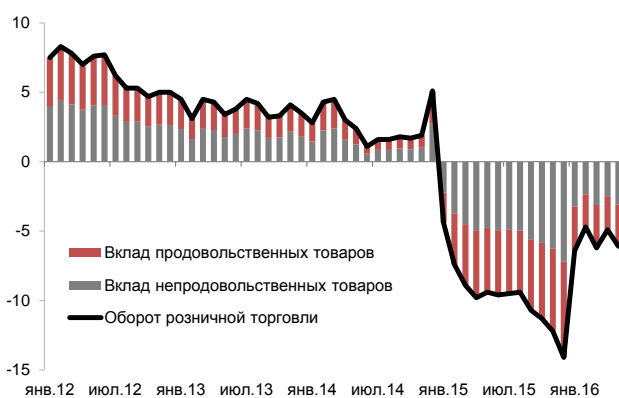
- В мае оборот розничной торговли сократился на 1,2% м/м с учетом сезонного фактора после снижения на 0,4% м/м в апреле.
- Тем не менее, динамика реальных зарплат и доходов и улучшение потребительских ожиданий говорит о вероятном возобновлении роста потребительской активности до конца года...
- Постепенное восстановление спроса создаст основу для более устойчивого роста обрабатывающих отраслей, обслуживающий потребительский спрос.

По данным Росстата, падение оборота розничных продаж в годовом выражении, начавшееся в январе 2015 года, продолжилось и составило в мае 6,1% г/г. По оценкам ДИП, розничный товарооборот с устранением сезонного фактора сократился по сравнению с апрелем на 1,2% м/м.

Падение затронуло как продовольственные, так и непродовольственные товары практически в равной степени: -6,0% г/г и -6,2% г/г соответственно (Рисунок 13). Однако, как показывает накопленная динамика показателя с 2012 года, продажи

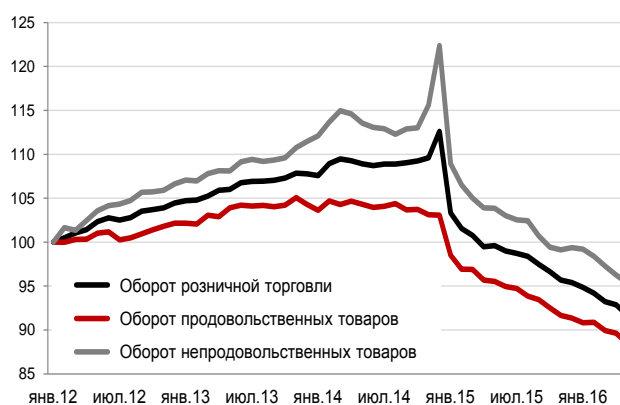
непродовольственных товаров сократились в меньшей степени из-за более быстрого роста в 2012–2014 годах и всплеска продаж в конце 2014 года из-за ажиотажного спроса, вызванного обесценением рубля (Рисунок 14). Более устойчивая динамика продаж непродовольственных товаров в 2014 году может быть связана с тратой рублевых и валютных сбережений на покупку товаров длительного пользования, в то время как последующая динамика может быть вызвана ростом оборота по отдельным товарным категориям непродовольственных товаров.

Рисунок 13. Вклад продовольственных и непродовольственных товаров в обороте розничной торговли, %, г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Динамика оборота розничной торговли, продовольственных и непродовольственных товаров, (январь 2012 = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

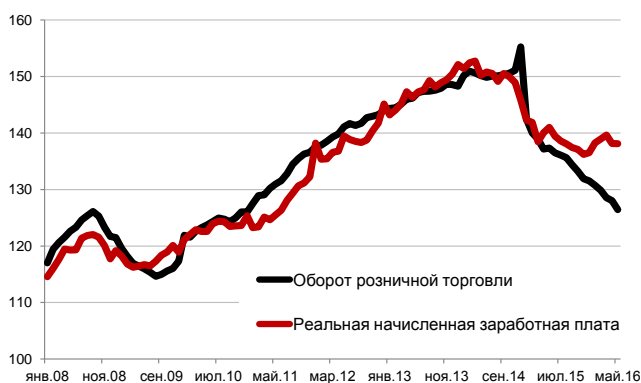
Хотя динамика оборота розничной торговли остается слабой, ряд положительных сигналов указывает на потенциальное оживление покупательской активности в ближайшие месяцы.

Одним из таких сигналов является постепенное восстановление реальных доходов населения. В мае динамика реальных зарплат и реальных располагаемых доходов с учетом сезонной составляющей практически не изменились по сравнению с апрелем (0,01 и 0,33% м/м соответственно). Сезонно сглаженные данные говорят об отсутствии какой-либо ярко выраженной тенденции с начала года. Динамика реальных зарплат в годовом выражении также свидетельствует о постепенной стабилизации. В мае падение реальных зарплат составило 1% г/г после сокращения на 1,1% г/г в апреле и положительных темпов роста в феврале и марте. В результате за пять месяцев показатель сократился только на 0,8% г/г.

Текущая динамика розничного оборота и платных услуг населению во многом продиктована низкой покупательной способностью населения. Реальные зарплаты пока не превосходят уровни прошлых лет (Рисунок 15). Хотя период существенного падения реальных заработных плат, вероятно, пройден, динамика остается достаточно волатильной и переход к устойчивым положительным темпам роста пока не состоялся. Начавшееся восстановление доходов еще не сказалось на обороте розничной торговли, что объясняется продолжающейся экономией населения по неко-

торым категориям товаров. Это может быть связано также с сохранением высокой нормы сбережений.

Рисунок 15. Динамика оборота розничной торговли и реальной заработной платы (январь 2007 = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Динамика платных услуг населению (% г/г)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Другим позитивным сигналом является положительный темп роста платных услуг населению в мае (0,2% г/г) впервые с января 2015 года, что согласуется с данными по PMI в секторе услуг (Рисунок 16). Тем не менее, достоверные выводы об оживлении спроса на услуги можно будет сделать после выхода данных о платных услугах населению по секторам.

Стоит также отметить улучшение потребительских ожиданий относительно будущего дохода. Доля тех, кто ожидает в ближайшем году улучшения материального благосостояния семьи, в мае возросла и достигла максимума за последний год – уровня мая прошлого года⁶. Более того, доля потребителей, вынужденных экономить, значительно сократилась по сравнению с прошлым месяцем и составила 62% против 67% месяц назад⁷.

Таким образом, несмотря на продолжающееся сокращение оборота розничной торговли, постепенное восстановление реальных доходов населения в последние месяцы и улучшение потребительских ожиданий дают основания ожидать постепенного снижения темпов падения оборота розничной торговли и выхода на положительные месячные темпы роста к концу года.

1.2.3. Динамика промышленного производства остается неустойчивой

- В мае промышленное производство сократилось на 0,3% м/м с учетом сезонного фактора после роста в апреле на 0,3% м/м.

⁶ По данным опроса «инФОМ» в мае.

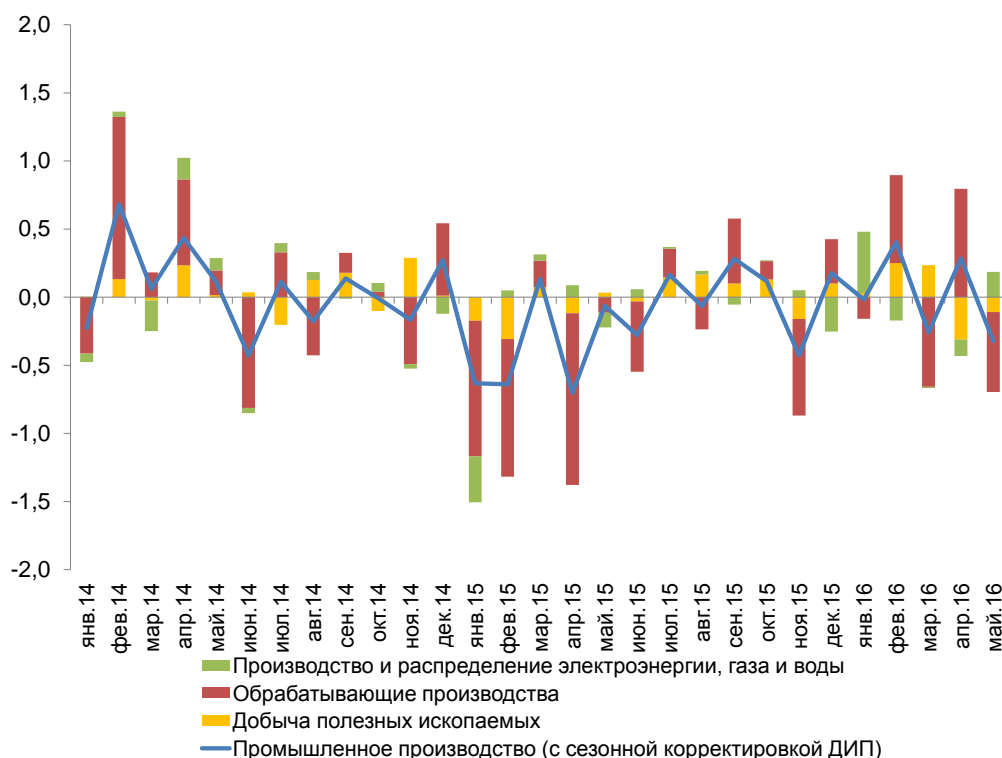
⁷ По данным опроса «инФОМ» в мае, 62% опрошенных проходило экономить в последние три месяца на каких-либо товарах, продуктах или услугах. Эта доля сократилась по сравнению с предыдущим месяцем, но остается на высоком уровне.

- Обрабатывающая промышленность и добыча полезных ископаемых внесли в динамику промышленного производства отрицательный вклад.
- Неустойчивая динамика может сохраниться в ближайшие месяцы, прежде чем производство перейдет к медленному восстановлению.

Данные Росстата по промышленному производству в мае подтверждают наметившуюся месяц назад тенденцию к его постепенному восстановлению. Промышленное производство возросло на 0,7% г/г, что привело к незначительному росту (на 0,1% г/г) за первые пять месяцев текущего года.

Однако, по данным Росстата и по оценкам ДИП, промышленное производство с устранением сезонного фактора сократилось в мае на 0,3% м/м. По оценкам ДИП сокращение данного показателя в мае произошло после апрельского роста на 0,3% м/м (с устранением сезонного фактора).

Рисунок 17. Вклад отдельных компонент в динамику индекса промышленного производства, %, м/м (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

О неустойчивом характере восстановления промышленного производства говорит и динамика производства по секторам. Основной негативный вклад внесло сокращение выпуска в обрабатывающих производствах, однако и добыча полезных ископаемых также снизилась (Рисунок 17). При этом производство и распределение электроэнергии, газа и воды показало в мае незначительный рост.

Сезонно сглаженная динамика промышленного производства остается достаточно волатильной, без ярко выраженного устойчивого тренда на восстановление. При этом основным драйвером этой волатильности остаются обрабатывающие производства. Стабилизация в обработке является ключом для начала процесса восстановления промышленности в целом.

Следует отметить, что сезонно сглаженная динамика производства в обрабатывающих отраслях переключается с положительных на отрицательные значения и обратно уже седьмой месяц подряд. Это говорит о наличии в обработке товарных групп с производственным циклом около 1,5–2 месяцев, что приводит к «плавающей» сезонности, которая не улавливается стандартными статистическими методами.

Можно говорить о продолжающейся стабилизации ситуации в добыче, несмотря на сокращение промышленного производства в мае. Продолжительность периода стабилизации с близкими к нулю колебаниями темпа роста зависит в значительной степени от внешних факторов. Наблюдающаяся волатильность может сохраниться в ближайшие месяцы, прежде чем промышленность перейдет к более устойчивому восстановлению.

1.2.4. Волатильность выпуска в отдельных отраслях определяет неустойчивую динамику обрабатывающего производства

- Неустойчивая динамика обрабатывающего производства без четко выраженных тенденций обусловлена волатильностью выпуска в отдельных отраслях. Это свидетельствует о том, что наблюдаемые структурные изменения в промышленности пока не носят системного характера.
- В мае рост наблюдался лишь в отраслях, которые в валовой добавленной стоимости (ВДС) обрабатывающей промышленности составляют около 10% (деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная, кожевенно-обувная, текстильная и швейная промышленность, а также прочие производства).
- Снижение неопределенности экономической ситуации может стимулировать экономическую активность в обработке в следующие месяцы, однако существующий уровень спроса является недостаточным, чтобы позывы к улучшению динамики в отдельных отраслях переросли в устойчивый промышленный рост.

По оценкам ДИП, в мае в обрабатывающей промышленности вновь наблюдался спад после роста в апреле и как следствие – отмечалось сохранение крайней неустойчивости помесечной динамики физических объемов выпуска, очищенных от влияния сезонного и календарного факторов. Наблюдаемые колебания объемов обрабатывающего производства вызваны волатильностью выпуска в крупных от-

раслях и неустойчивым характером развития в отраслях-драйверах (пищевой и химической промышленности), которые перешли от роста к снижению выпуска.

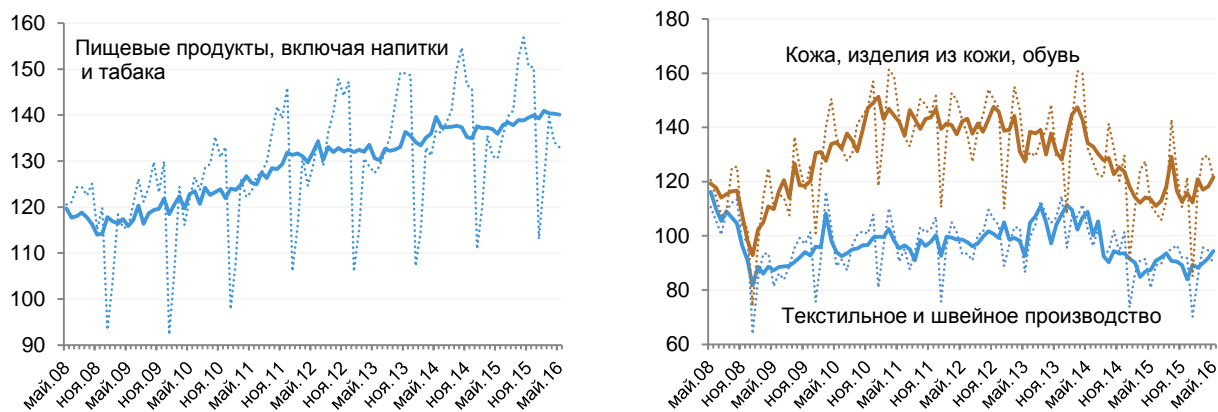
Отрасли, в которых формируется основная часть ВДС обрабатывающей промышленности, на протяжении последних нескольких месяцев тянут обработку вниз. В частности, в пищевой промышленности, металлургии, производстве кокса и нефтепродуктов в мае продолжилось сокращение объемов выпуска (Рисунок 18). Пока тяжелым грузом для обрабатывающей промышленности остаются отрасли инвестиционного спроса. Ускорилось снижение в производстве строительных материалов, машин и оборудования, электрооборудования. Производство транспортных средств и оборудования вышло из зоны рецессии и перешло в режим стагнации с некоторыми конъюнктурными колебаниями. После четырех месяцев непрерывного роста наметилось снижение выпуска в химическом производстве, где в марте–апреле наращивание объемов происходило в основном за счет бурного роста выпуска фармацевтической продукции, который в мае, однако, замедлился. В производстве резиновых и пластмассовых изделий также был отмечен спад выпуска после роста в апреле.

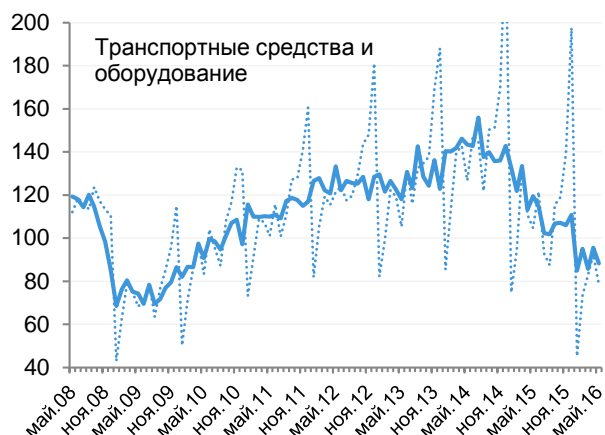
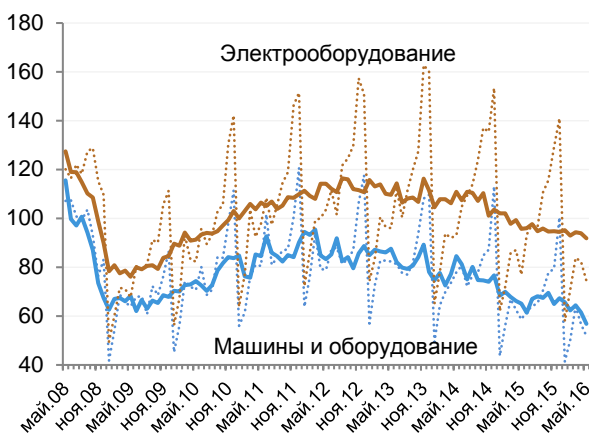
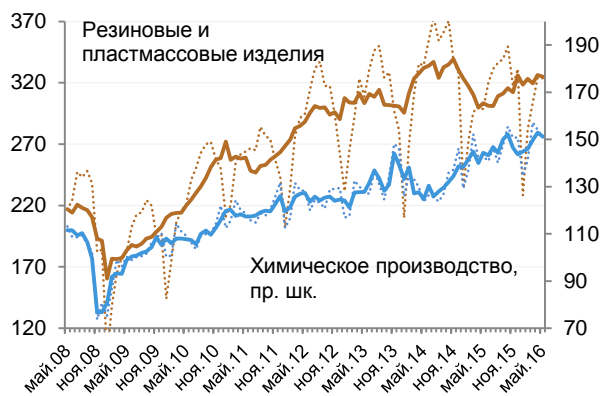
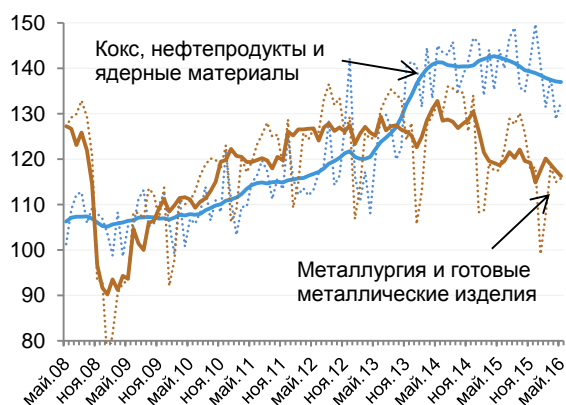
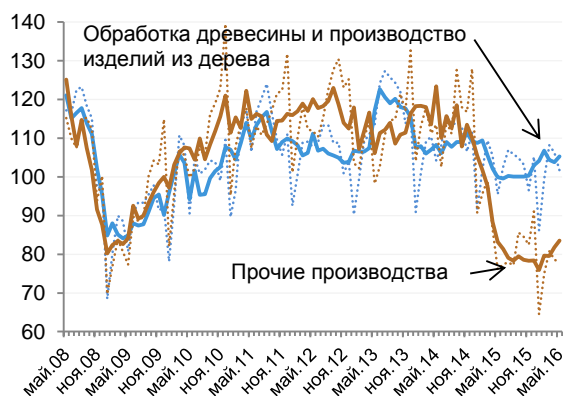
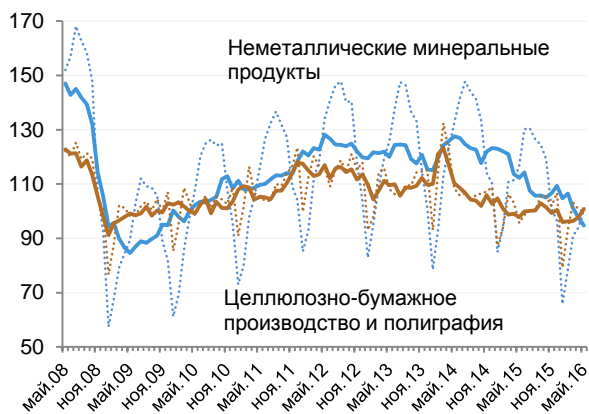
Объем выпуска продолжал расти лишь в отраслях, на которые в сумме приходится около 10% ВДС обрабатывающей промышленности – деревообрабатывающей, целлюлозно-бумажной, кожевенно-обувной, текстильной и швейной, а также в прочих производствах.

В ближайшие месяцы повышению экономической активности в обрабатывающей промышленности может способствовать прекращение роста негативного давления на бизнес фактора, связанного с неопределенностью экономической ситуации (Рисунок 19).

Тем не менее, как показывают конъюнктурные опросы предприятий, существующий уровень спроса является недостаточным, чтобы некоторое улучшение динамики в отдельных отраслях переросло в устойчивый рост.

Рисунок 18. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, январь 2005 = 100%

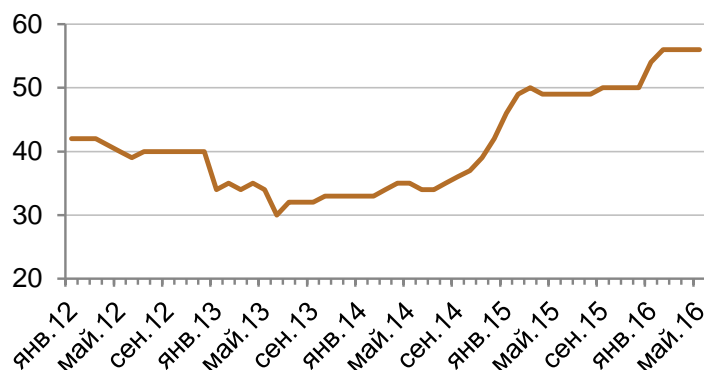




*На графиках пунктиром обозначены фактические данные, а сплошной линией – данные с устраненной сезонностью.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Доля организаций обрабатывающей промышленности, которые отметили неопределенность экономической ситуации, как фактор, ограничивающий рост выпуска⁸



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.5. В мае спрос на новые легковые автомобили возобновил снижение после стабилизации в предыдущие месяцы

- Казалось бы найденная ранее «точка равновесия» на автомобильном рынке, оказалась неустойчивой. В мае спрос (с поправкой на сезонность) возобновил снижение. При этом российское производство легковых автомобилей незначительно колеблется в соответствии с динамикой спроса.
- Экспортные и импортные поставки снизились до минимальных значений и не оказывают существенного влияния на баланс спроса и предложения.
- Российский рынок теряет свою привлекательность для иностранных автопроизводителей в условиях, когда крупнейшие мировые авторынки продолжают расти, а перспективы по восстановлению спроса на автомобили в России неясны.
- Возобновившееся падение спроса на новые легковые автомобили сдержало рост цен на эту товарную группу.

Российский рынок легковых автомобилей возобновил поиски нового равновесия в мае после временной стабилизации в предыдущие месяцы. Снижение реальных доходов заставляют потребителей отказываться от покупки товаров не первой необходимости. В мае, который из-за фактора сезонности считается неблагоприятным месяцем, продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей достигли минимума с начала 2010 года и составили 107,7 тыс. штук. Об этом свидетельствуют данные Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ). Даже после поправки на влияние сезонного и календарного факторов физические объемы продаж пока-

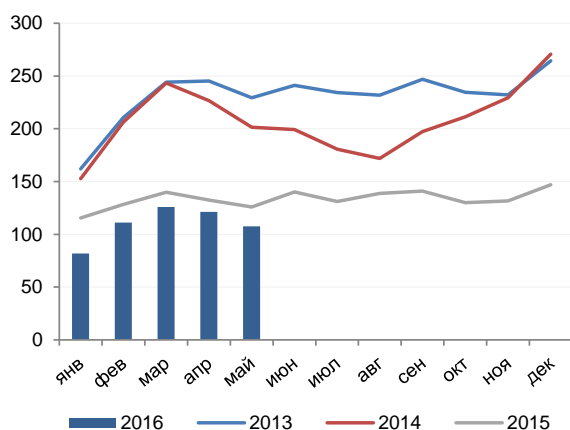
⁸ По данным ежемесячного обследования Росстатом деловой активности организаций обрабатывающих производств.

зали снижение на 6,2% по сравнению с апрелем, а снижение годовых темпов продаж вновь ускорилось – по сравнению с маем 2015 года они уменьшились на 14,5%.

При этом выпуск автомобилей, согласно данным Росстата, вырос на 6,2% по сравнению с апрелем и был на 4,1% выше соответствующего уровня предыдущего года. Экспорт легковых автомобилей не демонстрирует явной тенденции к росту. Российский автопром в настоящее время находится в поиске новых рынков сбыта, поставляя за рубеж не более 10% от произведенных объемов. Импорт, снизившийся в начале года до минимальных значений, остается относительно устойчивым.

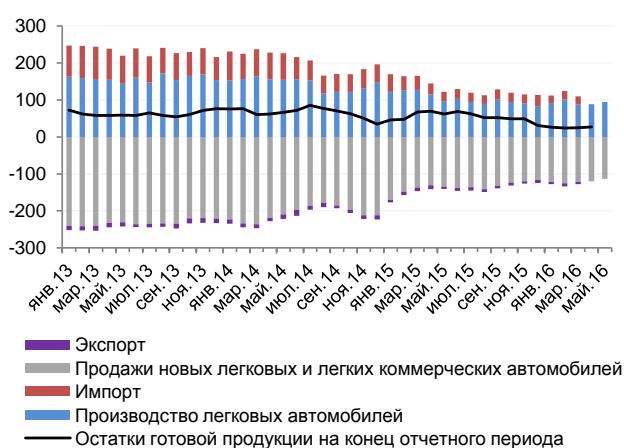
В условиях низкого текущего спроса и отсутствия ожиданий его оживления в ближайшие месяцы производители удерживают запасы на стабильно низком с начала года уровне. Динамика общего объема заказов на поставку новых легковых автомобилей в будущие периоды в текущем году также стабилизировалась после резкого обвала в 2015 году и остается ниже объемов заказов 2013 года на 12%.

Рисунок 20. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. штук



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Составляющие спроса (-) и предложения (+) на рынке автомобилей в России, тыс. шт., сезонность устранена



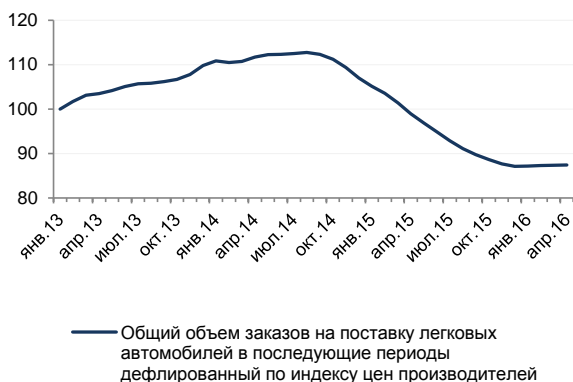
Источники: АЕБ и Росстат, расчеты ДИП.

Российский рынок остается стратегически значимым для многих производителей иностранных марок автомобилей. Однако в условиях отсутствия ясных перспектив по восстановлению спроса в России и наблюдаемого роста продаж на крупнейших мировых авторынках Россия теряет свою привлекательность для иностранных автомобильных концернов.

Мировым лидером по продажам автомобилей остается Китай – в мае здесь было реализовано 2107 тыс. легковых и легких коммерческих автомобилей (в 20 раз больше, чем в России). Согласно прогнозам Китайской ассоциации производителей (СААМ), в 2016 году китайский авторынок может вырасти на 6%. При этом в условиях продолжающегося оттока населения в крупные города власти китайских мегаполисов проводят политику по ограничению регистрации новых машин в рамках борьбы с загрязнением окружающей среды и пробками. Это может стимулировать

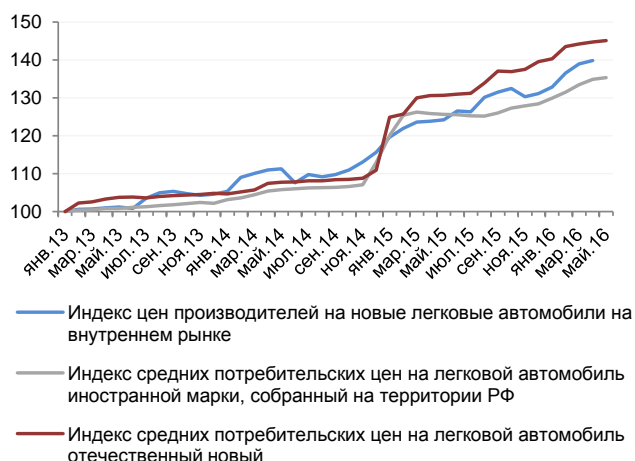
вать активный выход производителей КНР на российский рынок, где продажи китайских марок по итогам пяти месяцев текущего года выросли на 9% по сравнению с аналогичным периодом 2015 года.

Рисунок 22. Динамика общего объема заказов на поставку новых легковых автомобилей в будущие периоды (тренд), январь 2013 = 100



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика цен потребителей и производителей на новые легковые автомобили, январь 2013 = 100



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Для отдельных зарубежных марок послекризисный российский рынок остается достаточно узким, а перспективы по его расширению неясными. Например, автопроизводитель Volkswagen продал в мае в странах ЕС 149,3 тыс. автомобилей, в Китае – 311,6 тыс., а в России – всего 5,6 тыс. автомобилей. Renault реализовал в ЕС 102,0 тыс., а в России – 8,9 тыс. автомобилей. Продажи автомобилей Ford составили 87,8 и 3,5 тыс. штук, соответственно⁹. В текущей ситуации для развития в российском автомобилестроении проектов, финансируемых за счет прямых иностранных инвестиций, недостаточно обслуживать только внутренний рынок. Основная цель таких проектов – производить в России и обслуживать зарубежные рынки.

Возобновившееся падение спроса на новые легковые автомобили сдерживало рост цен на эту товарную группу, который тем не менее продолжился (Рисунок 23).

1.2.6. Уровень безработицы продолжает стабилизироваться

- Уровень безработицы продолжает колебаться около уровней, достигнутых в середине 2015 года.
- Риски как значительного роста уровня безработицы, так и его снижения невысоки в силу действия демографических факторов и других особенностей российского рынка труда.

⁹ По данным Аналитического агентства «Автостат».

Безработица снизилась с 5,9% в апреле до 5,6% в мае. При этом сезонно очищенный уровень безработицы немного вырос – с 5,7 до 5,75% (Рисунок 24). Количество занятых в мае 2016 года было на 488 тыс. меньше, чем в мае 2015 года. Это снижение вызвано эффектом высокой базы прошлого года¹⁰, поэтому не стоит интерпретировать его как признак ухудшения ситуации на рынке труда.

В целом можно говорить о стабилизации уровня безработицы около текущего уровня без наличия как существенных рисков его увеличения, так и перспектив снижения. Особенности российского рынка труда не позволяют ожидать значительного снижения уровня безработицы даже в случае перехода к восстановительному росту в экономике. Яркой иллюстрацией этому служат изменения в форме кривой Бевериджа¹¹ за последние 2,5 года по сравнению с 2010–2013 годами (Рисунок 25).

В теории смещение кривой ближе к началу координат означает рост эффективности рынка труда. Одному и тому же уровню безработицы соответствует меньшее количество незаполненных вакансий, что может говорить о росте эффективности процессов подбора персонала и о лучшем соответствии соискателей требованиям работодателей. Однако вряд ли за последние три года эффективность российского рынка труда выросла настолько, чтобы привести к резкому сдвигу кривой. По нашему мнению, такой сдвиг может быть обусловлен следующими особенностями российского рынка труда:

- Ухудшением демографической ситуации, которое вызывает снижение естественного уровня безработицы.
- Снижением эластичности уровня безработицы относительно изменений в экономической динамике. Работодатели по разным причинам предпочитают не увольнять сотрудников, а переводить их на неполный рабочий день или сокращать (не индексировать) зарплаты и т.д.

Поэтому переход экономики к восстановительному росту по нашему мнению не приведет к значительному снижению уровня безработицы, так как подстройка рынка труда, скорее всего, будет осуществляться за счет снижения показателей неполной занятости и изменения заработных плат.

¹⁰ В мае 2015 года был зафиксирован значительный рост количества занятых (после очистки от сезонности), который оказался временным.

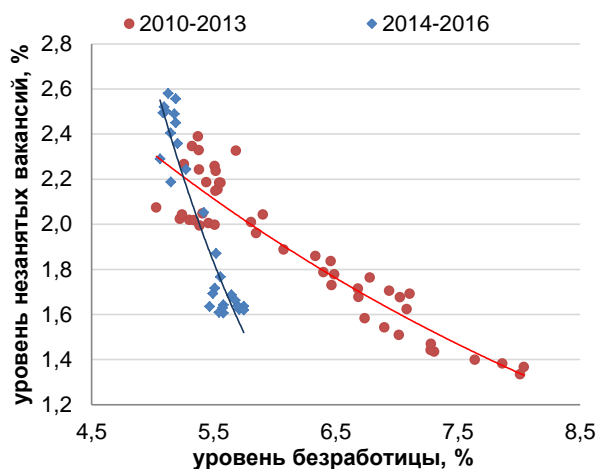
¹¹ Кривая Бевериджа (Beveridge curve), разработанная английским экономистом В. Бевериджем, (1879-1963), показывает отрицательную зависимость между безработицей и числом свободных вакансий (потребность работодателей в работниках, заявленная в государственные учреждения службы занятости населения). Перемещение вдоль кривой отражает колебания спроса на труд: при снижении экономического роста уменьшается количество свободных вакансий и растет уровень безработицы, и наоборот. Параллельное смещение кривой говорит о структурных сдвигах на рынке труда и в экономике.

Рисунок 24. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Кривая Бевериджа



Источники: Росстат, расчеты ДИП. Данные очищены от сезонности.

1.2.7. Неполная и неформальная занятость в I квартале: низкие риски роста безработицы

- Показатели неполной занятости говорят о небольшом ухудшении ситуации на рынке труда в I квартале...
- ...однако это компенсируется ростом занятости в неформальном секторе.
- Доля занятого населения в общей численности трудоспособного населения продолжает расти, что говорит о низких рисках роста безработицы.

Росстат опубликовал результаты обследования рабочей силы за I квартал 2016 года, которые позволяют оценить динамику показателей неполной и неформальной занятости: U5 и U6¹² (Рисунок 26). За первые три месяца 2016 года показатель безработицы U5 стабилизировался на уровне 9,6%, снизившись на 0,2% с уровня IV квартала 2015 г. Это было обусловлено уменьшением численности экономически неактивного населения, которое готово приступить к работе. Более широкий показатель U6 в начале года снизился до 14,6%, но к марту вырос и почти достиг уровня ноября 2015 года¹³. По нашим оценкам, численность работников, занятых неполный день, выросла до максимального с июня 2014 года уровня¹⁴.

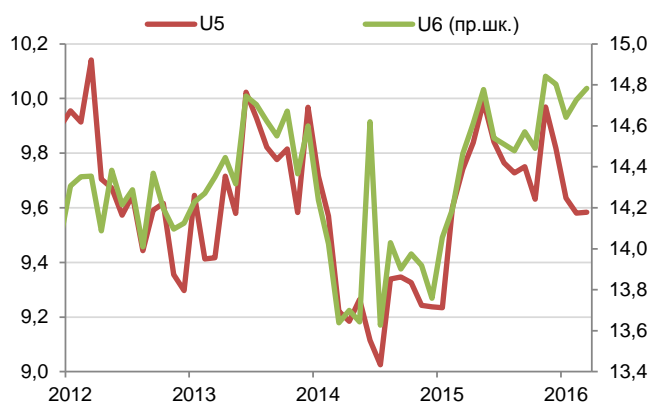
¹² Данная классификация применяется для расчета различных показателей безработицы бюро трудовой статистики США (Bureau of Labor Statistics). Для их расчета используются данные на основе статистики, выходящей на квартальной основе. Показатель U5, помимо числа безработных, включает долю экономически неактивного населения, которое на данный момент не ищет работу или отчаялось ее найти, но выразило желание приступить к работе. Показатель U6 включает U5 и занятых, работающих неполный рабочий день (менее 30 часов в неделю).

¹³ Максимальное значение показателя в 2015 году.

¹⁴ После очистки от сезонности.

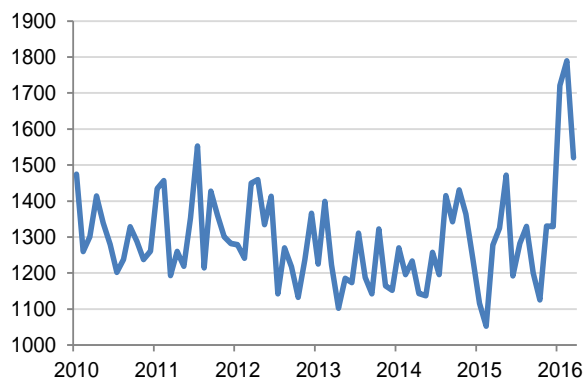
Растет и занятость в неформальном секторе, в основном за счет увеличения численности тех, для кого работа в этом секторе является дополнительной (Рисунок 27).

Рисунок 26. Динамика уровня безработицы, в том числе с учетом неполной занятости и готовности искать работу, %



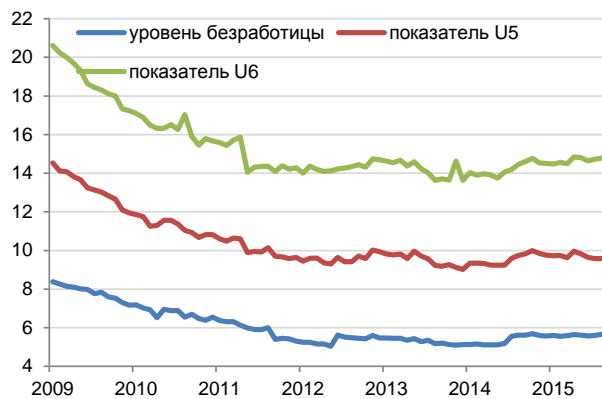
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Занятые с дополнительной работой в неформальном секторе (сезонность устранена), тыс. человек



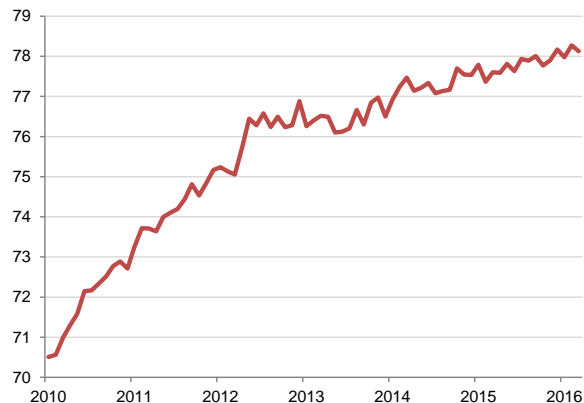
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Динамика различных показателей безработицы, %, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Доля общего числа занятых, включая неформальный сектор, от численности трудоспособного населения, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Динамика показателей неполной занятости свидетельствует о небольшом ухудшении ситуации на рынке труда в I квартале из-за роста количества занятых, работающих неполный рабочий день. При этом сохраняется тенденция к повышению доли занятых в общей численности трудоспособного населения (Рисунок 29). Ухудшение демографической ситуации будет продолжаться, поэтому мы считаем, что риски роста уровня безработицы на данный момент низкие.

1.2.8. Основное влияние со стороны бюджета на экономический рост впереди, на ликвидность – позади

- Расходование средств федерального бюджета в мае носило догоняющий характер, но динамика расходов по-прежнему уступала и 2015, и 2014 году.
- Оценка положительного влияния на экономический рост со стороны сектора государственного управления в 2016 году снижена до 0,5 п.п. за счет роста доходов.
- Основное положительное влияние на ликвидность бюджет оказал в январе-апреле. Бюджетная система может добавить еще до 0,5 трлн. руб. ликвидности до конца года, что приведет к дальнейшей сегментации банков по состоянию ликвидности.

По предварительным данным, в мае второй месяц подряд наблюдался догоняющий характер расходования средств федерального бюджета. При этом в целом в 2016 году их динамика по-прежнему уступает не только 2015, но и 2014 году. За январь–май 2016 года расходование собственных непроцентных средств федерального бюджета¹⁵ составило 38,3% против 40,3% в 2015 году и 38,9% в 2014 году (Рисунок 30). Расходование средств других бюджетов за январь-апрель также уступало динамике 2015 года.

Мы по-прежнему ожидаем нейтрального влияния на экономический рост со стороны сектора государственного управления во II квартале 2016 года, поскольку активизация расходования средств будет компенсироваться ростом поступлений в бюджет, в первую очередь благодаря отскоку нефтяных цен, в том числе рублевых (Рисунок 31).¹⁶ Во втором полугодии, прежде всего в IV квартале, влияние на экономический рост сменится на положительное, при этом оценка совокупного эффекта в 2016 году снижена нами до 0,5 п.п. за счет повышения доходов.¹⁷

В то же время мы не ожидаем в оставшиеся месяцы года значительного влияния со стороны бюджета на состояние ликвидности банковской системы, предполагая, что основной эффект реализовался в первые четыре месяца.¹⁸ Причем в силу особенностей российской банковской системы это привело к сегментации банков: крупнейшие банки, через которые идут основные бюджетные потоки, уже перешли или переходят к профициту ликвидности, в то время как банковская система в целом по-прежнему находится в состоянии дефицита ликвидности.

¹⁵ Расходы, очищенные от процентных платежей и межбюджетных трансфертов общего характера.

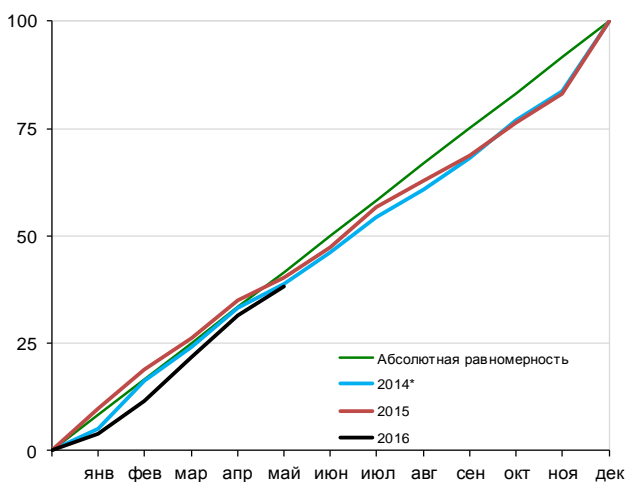
¹⁶ Здесь и далее – без учета эффекта от инвестирования средств Фонда национального благосостояния ввиду повышенной неопределенности относительно периода непосредственного достижения средствами реальной экономики.

¹⁷ В базовом сценарии среднегодовая цена нефти Urals в 2016 году повышена до 38 долл./барр.

¹⁸ В частности, по нашим оценкам, использовались остатки средств на счетах от конвертации с запасом средств Резервного фонда в 2015 году.

По нашим оценкам, в базовом сценарии за май–декабрь 2016 года дефицит бюджетной системы составит 3 трлн. руб. Из них 1 трлн. руб. могут составить рыночные заимствования и приватизация, которые пока отрицательны.¹⁹ За январь–апрель 1 трлн руб. составило чистое размещение временно свободных средств федеральных и региональных органов власти на банковских депозитах и в операциях РЕПО. Эти средства предположительно будут возвращены до конца года. Причем, поскольку региональные власти в соответствии с бюджетными проектировками планируют частично покрыть дефицит из остатков средств предыдущих периодов, мы ожидаем, что чистое сокращение обязательств коммерческих банков перед органами государственной власти в оставшиеся месяцы может составить до 1,3 трлн. рублей. В итоге, с учетом операций с внешним сектором, чистое влияние на ликвидность со стороны бюджета в оставшиеся месяцы года может составить около 0,5 трлн. руб.²⁰

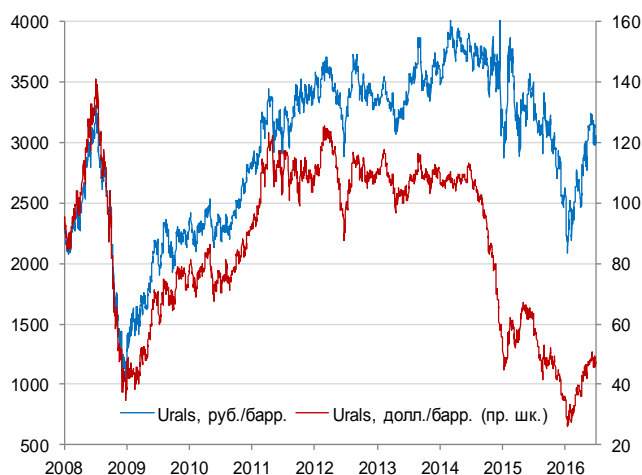
Рисунок 30. Равномерность расходования непроцентных средств федерального бюджета без учета межбюджетных трансфертов, накопленным итогом в течение года



* Без учета средств на докапитализацию АСВ в декабре.

Источники: Казначейство России, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Рублевая и долларовая цена барреля нефти Urals



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Ситуация на денежном рынке в структурном плане будет отличаться от ситуации в первые месяцы года. Дальнейший приток бюджетных средств будет способствовать дальнейшей сегментации банковской системы и росту профицита ликвидности крупнейших банков. Это может оказать ощутимое влияние на ставки денежного рынка.

¹⁹ Мы предполагаем, что высокий спрос на ОФЗ со стороны коммерческих организаций и нерезидентов позволит увеличить объем чистого привлечения займов федерального бюджета в 2016 году примерно в два раза относительно законодательно утвержденной величины в 300 млрд. руб. За январь–май 2016 года объем чистого привлечения составил 0,15 трлн. руб. при продаже Банком России ОФЗ из своего портфеля объемом 0,12 трлн. руб.

²⁰ Дополнительно в 2016 году возможно поступление в банковскую систему средств от инвестирования части Фонда национального благосостояния, по нашим оценкам, объемом 0,1–0,2 трлн. руб.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

Brexit, который все же произошел, несмотря на преобладавшие ожидания противоположного исхода референдума, взбудоражил глобальные финансовые рынки. Однако гораздо важнее долговременные негативные последствия этого события для экономики Великобритании, ЕС и мировой экономики.

1.3.1. Brexit может вызвать новую волну смягчения монетарной политики развитых стран.

- Рост рисков из-за голосования за выход Великобритании из Евросоюза наверняка приведет к новым шагам Банка Англии, ЕЦБ и Банка Японии по смягчению монетарной политики. Вероятность повышения ставки ФРС в ближайшем квартале существенно снизилась.
- ФРС США снизил прогнозы по динамике ставки. Оценки долгосрочной реальной ставки снизились до 1%, что говорит о невысоких потенциальных темпах роста в США.
- Эффект монетарного стимулирования в Китае постепенно исчерпывается и власти встают перед выбором между запуском новых программ и контролем за кредитными рисками.

Brexit: неопределенность будет сдерживать рост мировой экономики

Неожиданный исход голосования на референдуме по вопросу о выходе Великобритании из Евросоюза вызвал шок на финансовых рынках и привел к снижению аппетита к риску. Уже одно это должно вызвать реакцию монетарных властей развитых стран для предотвращения дальнейшего ухудшения финансовых условий в ситуации медленного экономического роста и низкого инфляционного давления.

Важными и для текущей ситуации, и для долгосрочных темпов роста являются экономические последствия выхода Великобритании из Евросоюза. Для текущей ситуации это важно с точки зрения влияния неопределенности на поведение экономических агентов: в первую очередь бизнеса и его инвестиционной активности, во вторую очередь – потребителей. Например, непонимание того, когда формально будет запущен процесс выхода Великобритании из Евросоюза, на который будет отведено два года, может привести к приостановке многих инвестиционных проектов, особенно тех, что так или иначе связаны с этой страной.

Еще большая неопределенность существует относительно условий и договоренностей, с которыми Великобритания будет выходить из Евросоюза. Будет ли сохранен единый рынок? Сильно ли изменится законодательство и регулятивная среда в целом? От решения данных вопросов будут зависеть потенциальные темпы роста экономики Великобритании и Евросоюза.

Еще одним важным фактором риска является возможность возникновения эффекта домино. Решение Великобритании о выходе из Евросоюза может вызвать цепную реакцию и в итоге привести к усилению антиглобалистских позиций в других странах ЕС и в мире в целом.

Учитывая складывающуюся ситуацию, можно ожидать шагов по смягчению монетарной политики от Банка Англии, ЕЦБ и Банка Японии, а также продление паузы в цикле нормализации монетарной политики ФРС США.

США: ФРС смягчает свои прогнозы по динамике ключевой ставки

Поток позитивных данных по экономической динамике в США был неожиданно прерван публикацией данных по рынку труда за май. Некоторое замедление прироста рабочих мест было ожидаемым из-за забастовки работников компании Verizon, однако итоговые цифры оказались существенно хуже и не могут быть объяснены только эффектом забастовок. Прирост количества рабочих мест в несельскохозяйственном секторе в мае составил всего 38 тыс., что стало минимальным значением с сентября 2010 года.

Рисунок 32. Динамика безработицы в США, %



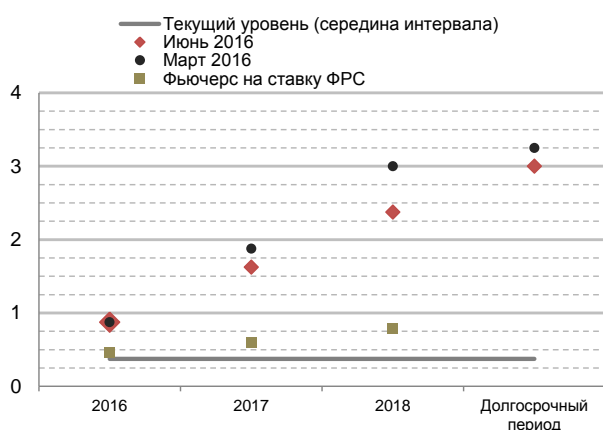
Источник: Bloomberg Finance L.P.

На данный момент трудно сказать, является ли ухудшение в мае временным или носит постоянный характер. В целом данные за II квартал указывают на ускорение роста экономики, причем за счет повышения потребительского спроса, и большую вероятность ускорения роста цен. Итоги заседания ФРС США, которое состоялось 14-15 июня, оказались несколько неожиданными. Само решение ФРС оставить ключевую ставку на текущем уровне было ожидаемо, особенно после выхода разочарывающей статистики по рынку труда за май и роста рисков выхода Великобритании из Евросоюза.

Неожиданным стал значительный пересмотр прогнозов представителей ФРС относительно динамики ключевой ставки. Медианный прогноз, предполагающий

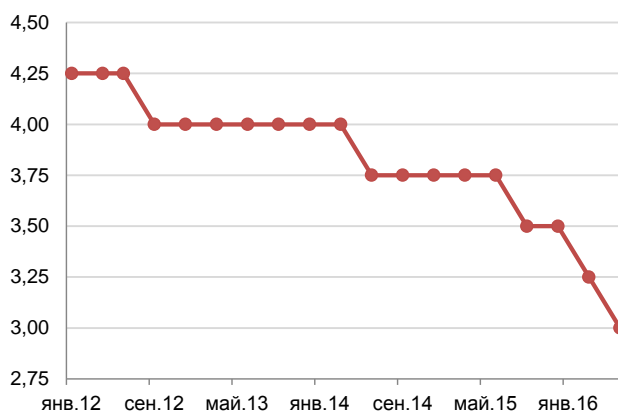
два повышения ставки в 2016 году, остался неизменным, однако баланс оценок сместился в сторону более мягкой политики. Сместились вниз медианные оценки динамики ставки на 2017 и 2018 годы (Рисунок 33). При этом прогнозы по росту ВВП и инфляции практически не претерпели изменений. Снижение ожиданий по темпам нормализации политики ФРС при неизменном прогнозе экономической и инфляционной динамики говорит об изменении представлений ФРС о перспективах экономики США в долгосрочный период. Это можно понять и по динамике прогнозов ФРС по ключевой ставке в долгосрочный период (Рисунок 34).

Рисунок 33. Динамика прогнозов ФРС США



Источники: ФРС США, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 34. Прогноз ФРС по ключевой ставке в долгосрочном периоде



Источник: ФРС США.

В июне прогноз был снижен до 3%, что при инфляции в 2% подразумевает реальную процентную ставку на уровне 1%. Еще один-два года назад оценки нейтральной реальной процентной ставки составляли 1,75–2%. По словам Джанет Йеллен, старение населения и низкие темпы роста производительности труда являются главными причинами того, что текущая оценка долгосрочной равновесной ставки существенно ниже исторических уровней. Стоит отметить, что снижение оценок долгосрочной нейтральной реальной ставки ФРС при прочих равных условиях должно приводить к снижению оценок нейтральной реальной ставки Банка России. Brexit был одним из факторов риска для ФРС. Его реализация означает, что повышение ключевой ставки в ближайший квартал становится менее вероятным. Рост волатильности на финансовых рынках и неопределенности относительно долгосрочных последствий Brexit не позволит в ближайшее время безболезненно провести повышение ставки.

Еврозона: ЕЦБ держит паузу и оценивает влияние мартовских решений

В начале июня (02.06.2016) состоялось заседание ЕЦБ, по итогам которого все параметры денежно-кредитной политики, как и ожидалось, были оставлены без изменений. ЕЦБ продолжает вводить в действие нетрадиционные меры стимулиро-

вания²¹, о которых было объявлено по итогам мартовского заседания, поэтому не предпринимает пока никаких дополнительных действий.

ЕЦБ немного повысил прогноз роста ВВП в 2016 году (с 1,4 до 1,6%) после удачного I квартала. Прогноз по инфляции был символически пересмотрен до 0,2% г/г с 0,1% г/г. Марио Драги во время пресс-конференции указал на то, что пока длительный период очень низкой инфляции в еврозоне не привел к возникновению негативных вторичных эффектов на инфляционные ожидания и инфляцию.

Китай: исчерпание эффекта стимулирующих программ ставит власти перед непростым выбором

В мае рост промышленного производства сохранился на уровне 6,0% г/г, несмотря на переход добывающих отраслей к снижению в годовом выражении. Рост розничных продаж замедлился незначительно, до 10,0% г/г (Рисунок 35). Активность в строительстве снизилась, но остается на повышенной. Импорт оказался на уровне предыдущего года (в долларовом выражении он составил -0,4% г/г после -10,9% г/г в апреле). В целом это указывает на стабилизацию ситуации в экономике. Месячная оценка экономического роста Китая в мае, по оценкам Bloomberg, осталась на апрельском уровне (6,9% г/г). Во многом это является результатом принятых властями стимулирующих мер.

Однако динамика кредитов и инвестиций указывает на большую вероятность скорого исчерпания эффекта данных мер. Рост долгового финансирования частного сектора в мае продолжил замедляться – с 12,1 до 11,5% г/г (Рисунок 36). Продолжающийся активный рост заимствований через выпуск облигаций местных органов власти в рамках программы по оптимизации долгового портфеля позволил сгладить эту динамику, но не избежать замедления относительно апрельского локального максимума. Темп роста инвестиций в основной капитал также продемонстрировал негативную динамику (9,6% против 10,5% г/г в апреле): на фоне сохраняющегося высокого роста государственных инвестиций темп роста частных инвестиций продолжил падение (Рисунок 35). При этом эффективность государственных инвестиций, по всей видимости, снижается из-за их смещения в менее экономически развитые регионы с более низкой отдачей на капитал.

Таким образом, китайские власти уже в ближайшее время могут оказаться перед трудным решением относительно принятия новых стимулирующих мер. Они ведут к разрастанию кредитных рисков, но представляются необходимыми, если власти по-прежнему ставят во главу угла поддержку экономического роста на целевом уровне. Отсутствие признаков ускорения инфляции (2,0% г/г в мае) позволяет властям Китая продолжить внедрение программ по стимулированию экономики.

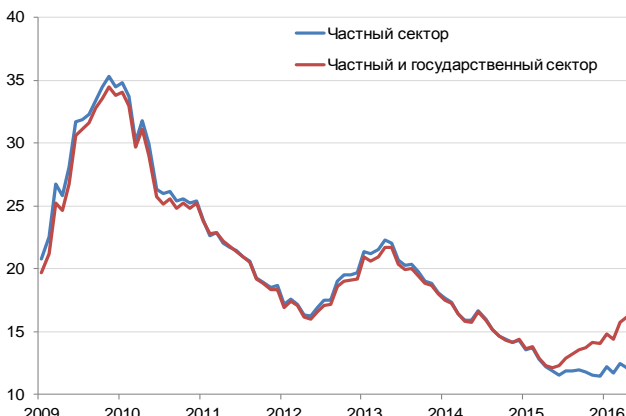
²¹ 8 июня начнутся покупки корпоративных облигаций, а 22 июня пройдет первый аукцион новой программы целевого долгосрочного рефинансирования (TLTRO).

Рисунок 35. Промышленное производство, розничные продажи и инвестиции в Китае, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

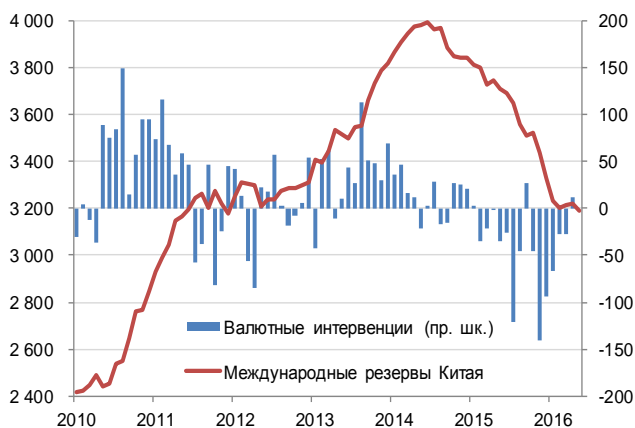
Рисунок 36. Рост долгового финансирования в Китае, % г/г



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

Золотовалютные резервы Китая в мае снизились на 28 млрд – до 3192 млрд долл. – из-за валютной переоценки при снижении объема интервенций Народного банка Китая (Рисунок 37). Давление на юань удалось частично ограничить за счет увеличения объемов размещения валютных облигаций китайскими эмитентами²². Курс юаня снизился по отношению к доллару США, но вырос к корзине валют (Рисунок 38). В июне продолжилось ослабление юаня к доллару США и возобновилось его ослабление относительно корзины валют.

Рисунок 37. Золотовалютные резервы Китая и интервенции Народного банка Китая, млрд долл.



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

Рисунок 38. Курс китайского юаня к доллару США и корзине валют



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

²² По информации Financial Times, китайские компании в мае привлекли около 19,2 млрд долл. через размещение облигаций на внешних рынках.

1.3.2. Финансовые рынки оказались не готовы к Brexit

- Предшествовавший голосованию в Великобритании излишний оптимизм предопределил всплеск волатильности по итогам решения о ее выходе из Евросоюза.
- Возросшая волатильность на мировых финансовых рынках и «бегство от риска» будет ограничивать возможности центральных банков стран с формирующимися рынками по смягчению монетарной политики в ближайшее время.
- Российский рынок на фоне рынков других стран выглядит уверенно, однако риск роста волатильности высок, из-за чего сохраняется необходимость проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики.
- Баланс факторов, влияющих на короткие ставки денежного рынка, продолжает смещаться в сторону смягчения денежно-кредитных условий.

Мировые рынки

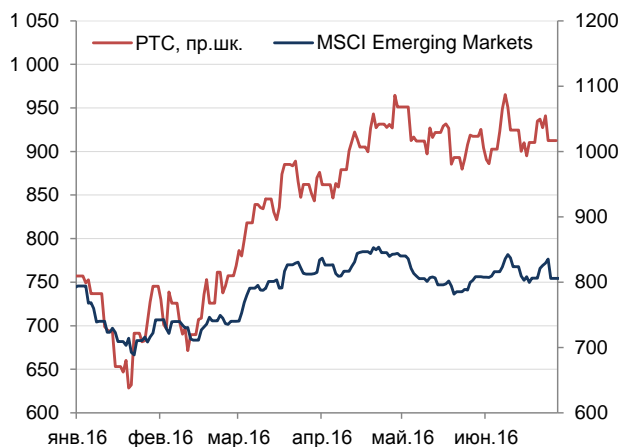
Победа сторонников выхода Великобритании из Евросоюза вызвала шоковую реакцию на финансовых рынках. Фунт потерял более 10% к доллару США, другие валюты развитых стран, за исключением японской иены, также обесценились относительно доллара. Результаты референдума вызвали обвал на рынках рискованных активов (Рисунок 40) и всплеск волатильности (Рисунок 41). Причиной столь жесткой реакции рынков на итоги голосования стал излишний оптимизм, который начал расти за несколько дней до референдума. Участники рынка поверили в то, что Великобритания проголосует за то, чтобы остаться в Евросоюзе, что привело к росту рискованных активов накануне. Полное несоответствие результата голосования ожиданиям породило всплеск волатильности и привело к падению рискованных активов.

В целом за последний месяц доходности гособлигаций развитых стран сильно снизились на фоне роста спроса на защитные активы и продолжили обновлять исторические минимумы (Рисунок 43). Очередной виток ралли гособлигаций говорит о том, что участники рынка ожидают очередных шагов по смягчению монетарной политики от центральных банков развитых стран.

Некоторые рынки развивающихся стран уже пострадали от роста волатильности. Например, мексиканский песо обновил рекордные минимумы по отношению к доллару США и в течение следующего за голосованием дня упал почти на 5%. Мексиканские власти отреагировали на снижение курса национальной валюты и рост неопределенности моментально. Несмотря на то, что Мексика не должна напрямую быть задета выходом Великобритании из Евросоюза, власти в тот же день объявили о сокращении расходов бюджета на 1,6 млрд долл. США для увеличения устойчивости финансовой позиции правительства и всей экономики. К тому же выросла вероятность упреждающего повышения ставки Банка Мексики по итогам заседания 30 июня с 3,75 до 4,0%. Пример Мексики показывает, что в условиях «бегства от рисков» и роста волатильности на финансовых рынках центральные

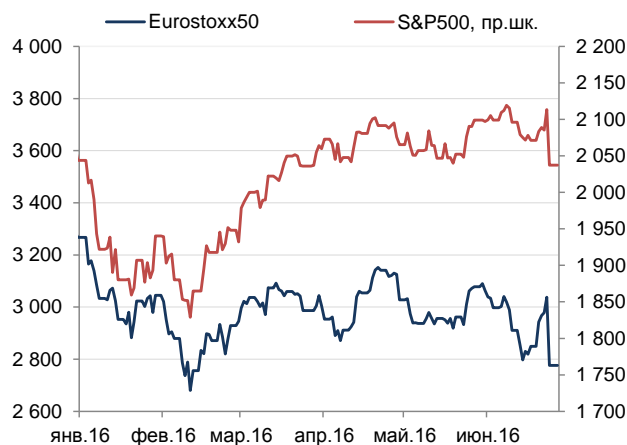
банки стран с формирующимися рынками будут ограничены в возможностях смягчения монетарной политики.

Рисунок 39. Индексы PTC и MSCI EM



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 40. Индексы S&P500 и Eurostoxx50



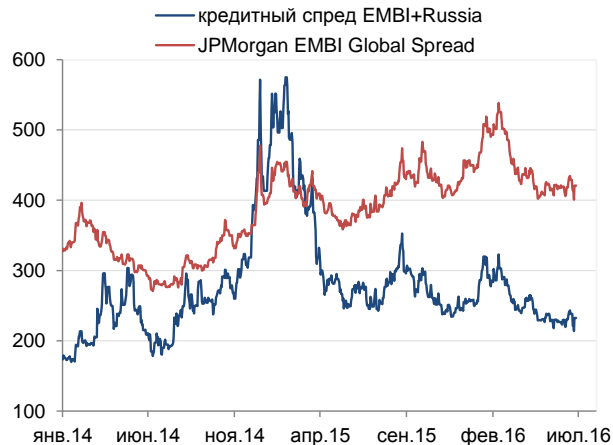
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 41. Индекс VIX (S&P500) и индекс волатильности PTC (RTSVX)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

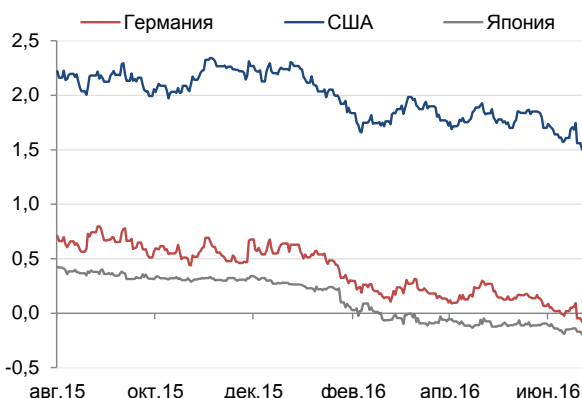
Рисунок 42. Спреды EMBI+Russia и JP Morgan EMBI Global



Источник: Bloomberg Finance L.P.

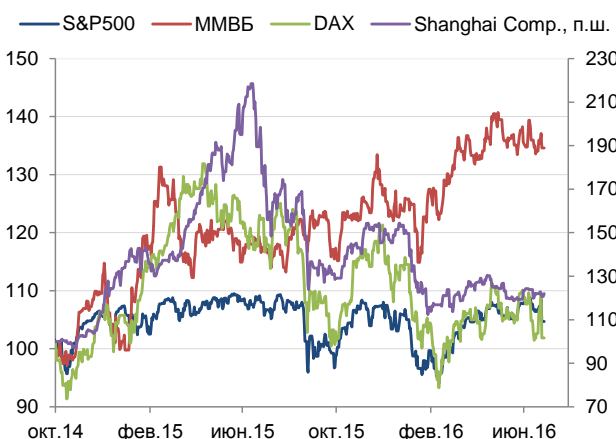
В июне наблюдавшаяся ранее тенденция к притоку средств в фонды развивающихся стран сменилась на противоположную (Рисунок 46): отток из фондов акций перекрыл небольшой приток в фонды облигаций. Схожая картина наблюдалась и в российских фондах. Снижение аппетита к риску после неожиданного результата референдума, скорее всего, приведет к усилению оттока средств из фондов развивающихся стран.

Рисунок 43. Доходности 10-летних облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 45. Динамика индексов акций в локальных валютах (индекс, 1 января 2014 года = 100)



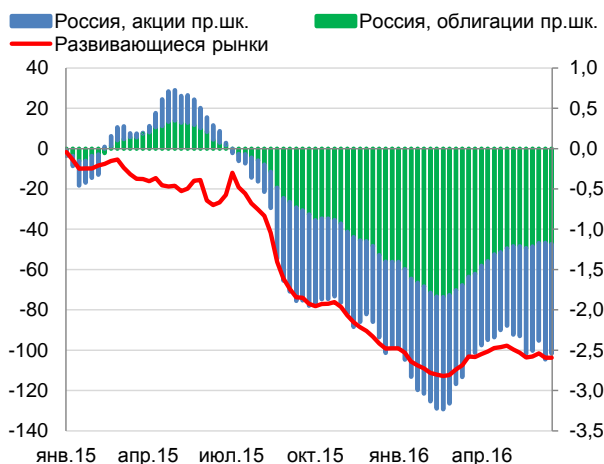
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 44. Кредитный спред корпоративных облигаций развитых стран, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 46. Денежные потоки в российские фонды и фонды стран с развивающимися рынками (накопленным итогом, "+" означает приток), млрд долл. США

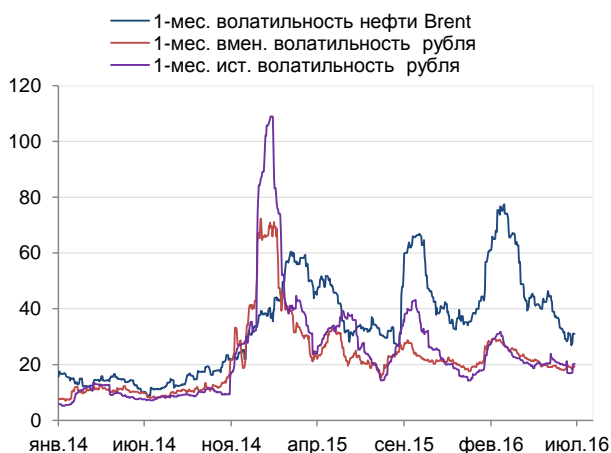


Источнику: EPFR Global, Bloomberg Finance L.P.

Российские рынки

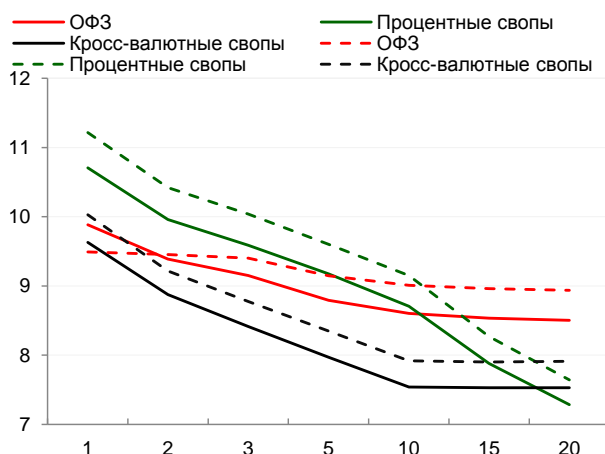
Реакция российских финансовых рынков на Brexit оказалась достаточно сдержанной, особенно в сравнении с другими странами с формирующимися рынками. Курс рубля снизился по отношению к доллару США вслед за снижением цены нефти, однако к концу следовавшего за голосованием дня отыграл часть падения. На рынке ОФЗ также сначала наблюдалось снижение цен и рост доходностей, однако позиции были быстро восстановлены. Российский рынок акций снизился, но масштаб этого снижения был несопоставим с тем, что наблюдалось на рынках развитых стран.

Рисунок 47. Временная и историческая волатильность рубля, цен на нефть



Источник: Bloomberg Finance L.P.

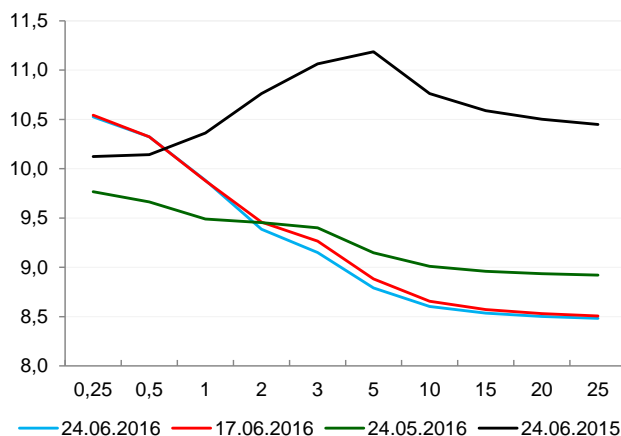
Рисунок 49. Динамика процентных ставок по различным инструментам на 24.06.2016



Сплошные линии – значения на 24.06.2016, пунктирные линии – значения на 24.05.2016.

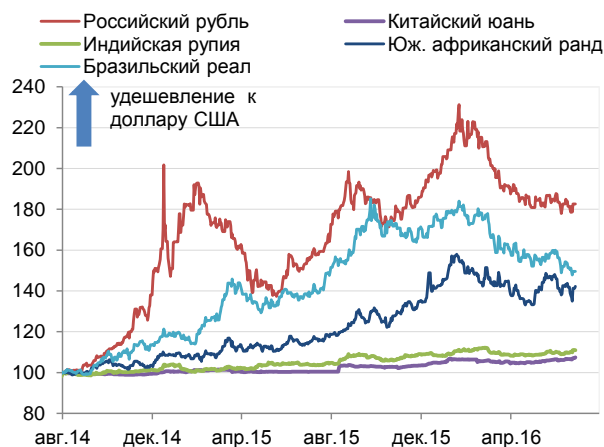
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 48. Кривая доходности ГКО-ОФЗ, %



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 50. Валютные курсы стран БРИКС (01.08.2014 = 100)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В целом в июне продолжился рост на рынках облигаций: как корпоративных, так и государственных. Снижение доходностей наблюдалось и в сегменте еврооблигаций (Рисунок 51), и на рынке рублевых облигаций (Рисунок 52). Рынок позитивно отреагировал на решение Банка России о снижении ключевой ставки до 10,5%, что привело к дальнейшему росту инверсии кривой доходности ОФЗ (Рисунок 48). Доходности долгосрочных финансовых инструментов (Рисунок 49) за месяц снизились примерно на 0,5%.

Относительная устойчивость российского рынка может являться следствием правильной с точки зрения участников рынка макроэкономической политики. Тем не менее, риски дальнейшего роста волатильности на мировых рынках велики. В таких условиях сохраняется необходимость проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

Рисунок 51. Динамика доходности российских еврооблигаций, %



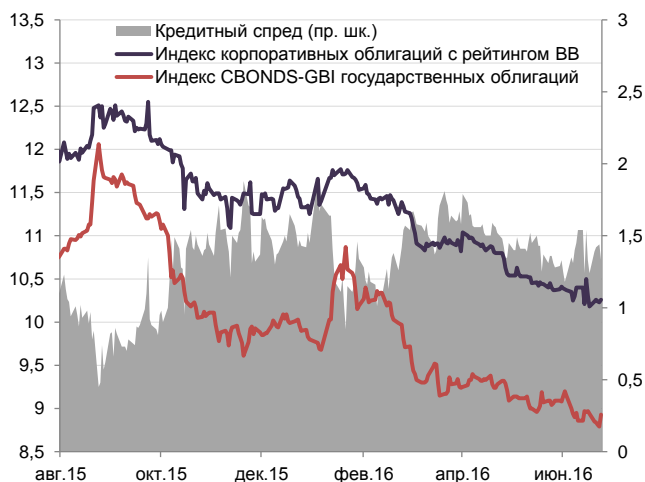
Источник: Cbonds.

Рисунок 53. 12-месячная корреляция рубля с валютами развивающихся стран и нефтью



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 52. Динамика доходности рублевых облигаций, %



Источники: Cbonds.

Рисунок 54. Спред FRA 3X6 к процентной ставке Mosprime на срок 3 месяца, % годовых



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

По итогам прошедшего месяца ситуация на денежном рынке в целом улучшилась и баланс факторов ликвидности сместился в сторону небольшого снижения рыночных ставок МБК. Теперь приток ликвидности компенсирует совокупный объем погашения банками задолженности перед Банком России. Это позволяет формироваться излишку средств на корсчетах в Банке России, который банки пока не стремятся переводить в депозиты Банка России.

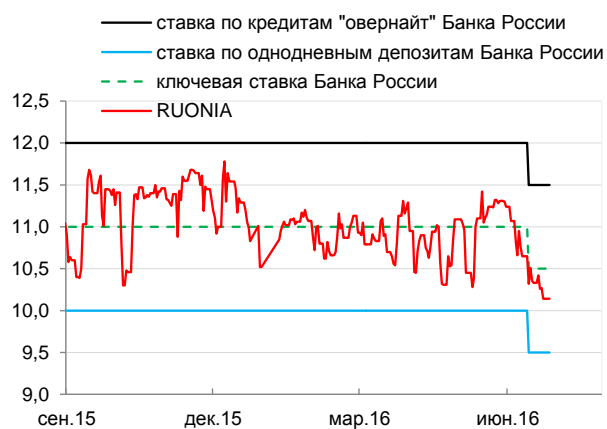
Показатель чистой ликвидной позиции банков перед Банком России за рассматриваемый период (24 мая–24 июня) вырос на 446 млрд. руб., поскольку банки погасили существенный объем задолженности перед госсектором (195 млрд. руб.) и нарастили корсчета и депозиты в Банке России (на 251 млрд. руб.).

Рисунок 55. Спред RUONIA и аукционной ставки недельного РЕПО с Банком России к ключевой ставке Банка России, б.п.



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

Рисунок 56. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Несмотря на это, спред RUONIA к ключевой ставке Банка России не все время был отрицательным. Так, в конце мая на ставках сказалось значительное сокращение Банком России лимитов недельного РЕПО (Рисунок 55). Впоследствии лимиты были отчасти восстановлены вслед за повышением спроса на РЕПО с Банком России со стороны менее крупных банков. Затем в июне RUONIA опустилась ниже ключевой ставки Банка России, и в целом тенденция к сохранению небольшого отрицательного спреда между короткими рыночными рублевыми ставками и ключевой ставкой Банка России остается.

Главным событием июня, определившим состояние денежного рынка, стало решение Банка России о снижении ключевой ставки с 14 июня на 50 б.п. – до 10,5%. Однако реакция участников рынка была умеренной, поскольку произошедшее снижение ставки уже было учтено в котировках.

Улучшение ситуации с ликвидностью стало возможным благодаря продолжающемуся притоку средств со счетов Казначейства России, тогда как другие факторы ликвидности в этот период оказывали минимальное воздействие на ставки. На фоне подросшего дефицита консолидированного бюджета и с учетом операций Минфина России с банковским сектором (депозитные аукционы и РЕПО с ОФЗ) в банковскую систему за месяц поступило почти 500 млрд руб. Тем не менее, как и в июне, в ближайшее время практически все поступления из бюджета будут идти на погашение задолженности перед Банком России (953 млрд руб. на 24 июня), что в течение определенного периода будет сдерживать понижательное давление на ставки со стороны бюджета.

Кроме того, ожидается, что интенсивность притока бюджетных средств во втором полугодии ослабнет, так как основной объем финансируемого из Резервного фонда Российской Федерации бюджетного дефицита и ликвидности, предоставленный Казначейством России, реализовался в первые четыре месяца года.

Хотя прирост корсчетов и депозитов в Банке России пока невелик, даже при менее значительном притоке ликвидности из бюджета в ближайшее время в дальнейшем сегментированность денежного рынка будет усиливаться. Концентрация притока бюджетных средств на счетах крупных банков создает профицит ликвидности в этих банках быстрее, чем в других кредитных организациях банковского сектора.

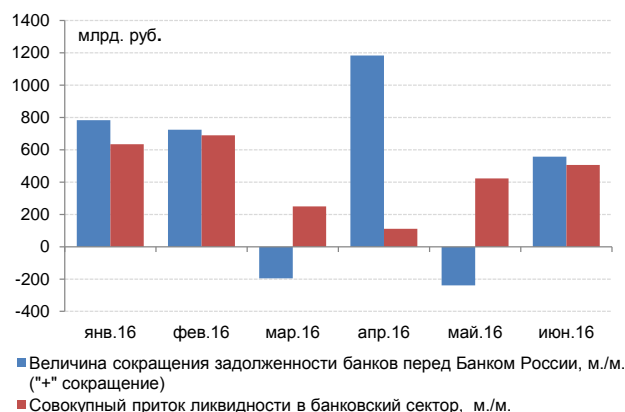
Между тем менее крупные банки по-прежнему испытывают дефицит ликвидности. В связи с этим в прошлом месяце со стороны некоторых банков наблюдался повышенный спрос на более дорогое РЕПО с Банком России по фиксированной ставке. При этом вероятно, что количество крупных банков из ТОП-20 с профицитом ликвидности скоро возрастет, так как у некоторых из них задолженность перед Банком России уже минимальна. Такое развитие событий может привести к устойчивому переходу коротких ставок в нижний диапазон процентного коридора Банка России, что будет означать смягчение денежно-кредитных условий.

Рисунок 57. Динамика чистой ликвидной позиции банков перед ЦБ²³, млрд. руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 58. Сравнительная динамика сокращения задолженности банков перед Банком России и чистого притока ликвидности, млрд. руб.



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП. Данные за июнь рассчитаны с 1 по 24 число месяца.

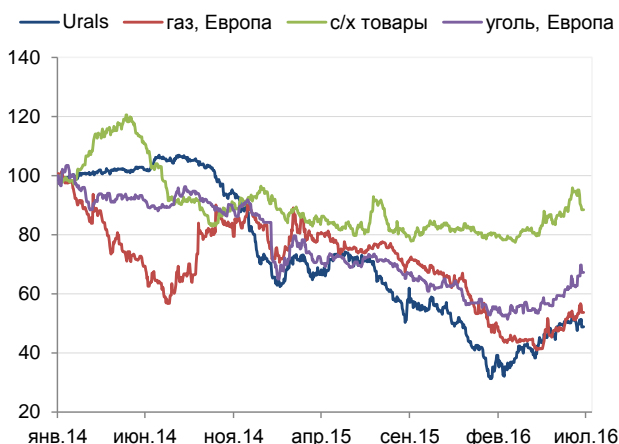
²³ Чистая ликвидная позиция банков перед Банком России (без учета корсчетов) = Депозиты в Банке России – задолженность банков перед Банком России.
 Чистая ликвидная позиция банков перед Банком России (с учетом корсчетов) = Корсчета и депозиты банков в Банке России - задолженность банков перед Банком России.

1.3.3. Товарные рынки: рост цен сменился падением вследствие Brexit

- Большую часть периода, начиная с конца мая, цены товаров и металлов росли, пока не обвалились вследствие результатов референдума в Великобритании.
- Динамика цен на нефть по-прежнему во многом определяется временными факторами, что повышает неопределенность.
- Информация из США поддерживала рост нефтяных цен в первой половине июня и оказывала понижающее давление на цены во второй.
- Китай продолжал наращивать стратегические запасы нефти на фоне стагнации потребления нефтепродуктов.
- Потребление нефтепродуктов замедлило рост в Индии, продолжало расти в России и снижаться в Японии.

С конца мая цены на большинство товаров и металлов росли, в некоторых случаях – вследствие роста нефтяных цен в предыдущие месяцы. В конце предыдущей недели на фоне Brexit и, как следствие, ослабления аппетита к риску произошел существенный откат цен (Рисунок 59, Рисунок 60). Индекс сырьевых товаров Bloomberg вырос на 2%, Baltic Dry Index, показывающий спрос на крупнотоннажные морские перевозки грузов, – на 0,5%.

Рисунок 59. Динамика цен на товары, январь 2014 = 100



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

Рисунок 60. Динамика цен на металлы, январь 2014 = 100

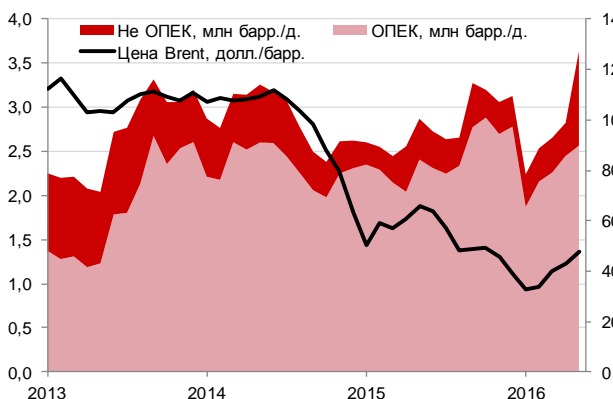


Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Динамика нефтяных цен по-прежнему во многом определяется перебоями в поставках, а прогноз объемов добычи нефти, прежде всего в ОПЕК, характеризуется повышенной неопределенностью. В мае рост объемов вынужденно простаивающих мощностей достиг максимума за длительный период (Рисунок 61), что привело к снижению добычи жидкого топлива в мире на 1% м/м при минимальном росте

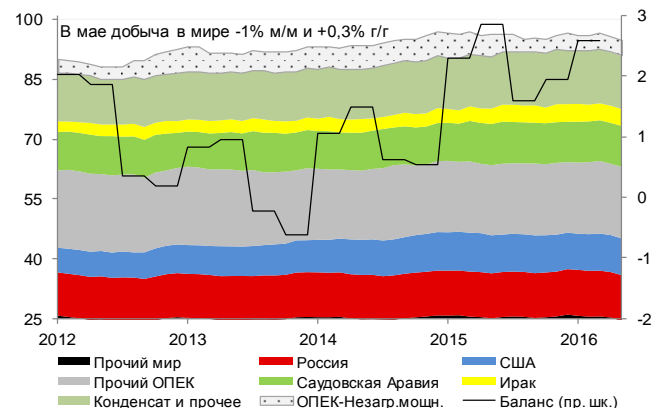
г/г (Рисунок 62). В первой половине июня ухудшение ситуации в Нигерии, где из-за атак боевиков добыча упала до тридцатилетнего минимума, привело к дальнейшему росту нефтяных цен. Восстановление добычи в Канаде оказало понижающее давление на цены. Откат нефтяных цен до уровня ниже 50 долл./барр. во второй половине июня вернул фьючерсную кривую цены нефти WTI в положение контанго²⁴.

Рисунок 61. Вынужденный простой мощностей добычи и цена нефти Brent



Источник: EIA.

Рисунок 62. Добыча и баланс на рынке жидкого топлива, млн барр. в день



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

Мы видим вероятность улучшения [прогноза](#) Минэнерго США (EIA)²⁵ по добыче нефти и ухудшения прогноза ее потребления. Снижение добычи нефти продолжается темпом, в целом соответствующим схождению к прогнозу EIA на текущий год (Рисунок 64). Однако колебания цены нефти вблизи отметки 50 долл./барр. привело к увеличению числа действующих буровых установок (Рисунок 63) и риску возобновления роста добычи. Вместе с динамикой фьючерсной кривой нефти WTI это указывает на то, что 50–55 долл./барр. может быть комфортным уровнем цен для сланцевых производителей. Таким образом, возможность превышения ценами этого уровня ограничена, в том числе из-за наличия законсервированных скважин, которые, по данным Financial Times, начали вводиться в действие. Rystad Energy указывает, что 90% этих скважин являются прибыльными при цене на нефть 50 долл./барр., и по оценкам Citigroup, могут добавить до 1 млн барр. в день к добыче во втором полугодии.

Потребление нефтепродуктов в США растет, но темп роста в последние недели замедлился, увеличивая отставание от ожидаемой EIA динамики (Рисунок 65). Совокупные коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов возобновили рост, с лихвой отыграв майское сокращение (Рисунок 66).

²⁴ Цена фьючерса в каждом следующем месяце выше, чем в предыдущем.

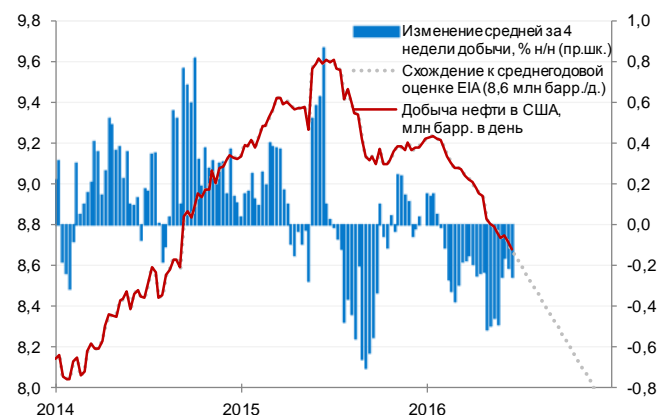
²⁵ Здесь и далее для анализа возможных рисков со стороны спроса и предложения в отдельных странах мы используем прогноз EIA по совокупности факторов его доступности, частоты обновления и подробности предоставляемых оценок.

Рисунок 63. Действующие нефтяные буровые установки в США и выданные разрешения на бурение в Техасе



Источники: EIA, Railroad Comission of Texas.

Рисунок 64. Добыча нефти в США



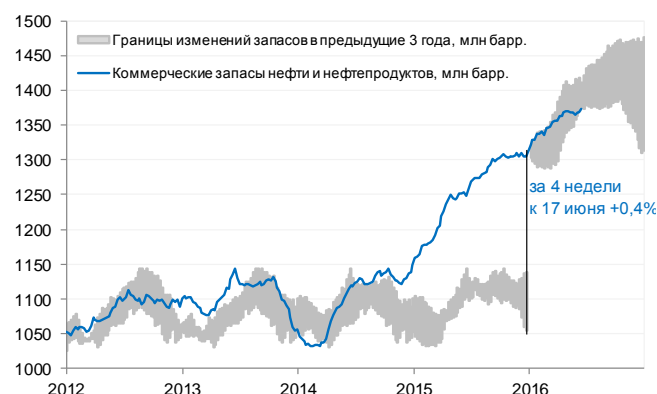
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 65. Потребление нефтепродуктов в США



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 66. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США



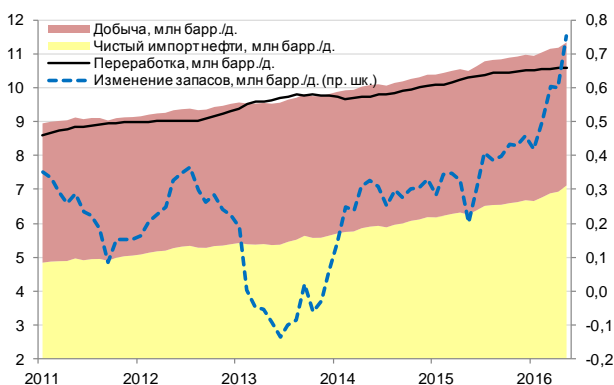
* В 2016 году границы выходят из фактического значения на начало года.

Источники: EIA, расчеты ДИП.

Со стороны Китая мы по-прежнему наблюдаем существенные риски для снижения прогноза спроса на нефть. Китай продолжает наращивать чистый импорт нефти и нефтепродуктов, показав в мае прирост на 37% г/г (Рисунок 67). Однако это объясняется низкой базой мая 2015 года, когда на внутреннее потребление, по нашим оценкам, была направлена значительная часть стратегических резервов. В мае 2016 года пополнение стратегических резервов продолжилось: 12-месячная средняя пополнения стратегических резервов повысилась до 0,8 с 0,65 млн барр. в день в апреле. При этом потребление продолжило стагнировать (Рисунок 68).

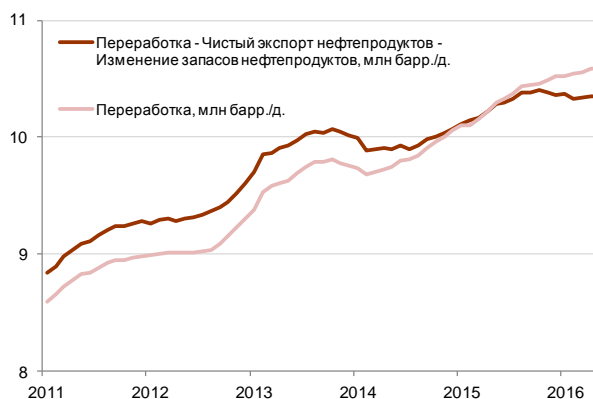
В июне прогноз потребления нефтепродуктов в Индии был повышен на фоне бурной динамики в январе–апреле, оказавшей существенную поддержку нефтяным ценам. В мае относительно апреля 12-месячные средние величины импорта и потребления нефти выросли минимально, что соответствует прогнозу EIA (Рисунок 69).

Рисунок 67. Добыча, чистый импорт, переработка и изменение запасов нефти в Китае (12-месячные средние)



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

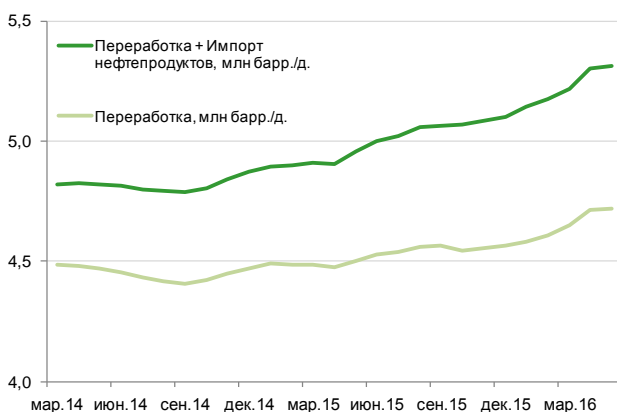
Рисунок 68. Переработка и потребление нефти в Китае (12-месячные средние)



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

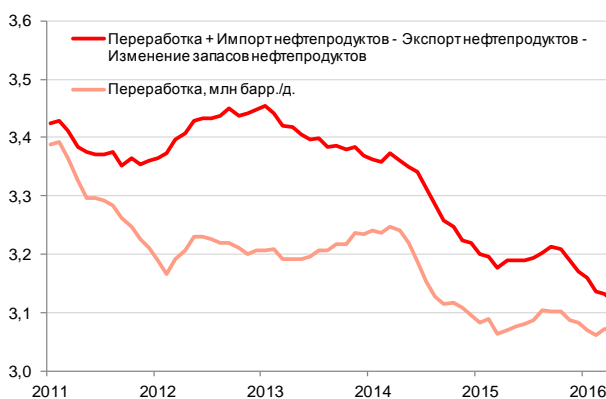
Со стороны Японии мы видим небольшие риски снижения прогноза потребления нефти. В апреле на фоне устойчивого уровня импорта нефти продолжилось уменьшение объемов ее потребления (Рисунок 70). Данная тенденция наблюдается в условиях слабого экономического роста и повышения энергоэффективности. Нефтеперерабатывающие компании вынуждены наращивать экспорт и повышать эффективность путем слияний.

Рисунок 69. Переработка и потребление нефти в Индии (12-месячные средние)



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

Рисунок 70. Переработка и потребление нефти в Японии (12-месячные средние)



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

Со стороны России мы видим риски для повышения прогноза EIA как по добыче, так и по потреблению нефти. Добыча нефти в мае незначительно выросла м/м, а также продолжила расти 12-месячная средняя величина (Рисунок 71). В то же время продолжил замедляться рост добычи г/г: до 1,2% в мае с 2,3% в феврале. Мы предполагаем, что в последующие месяцы снижение данного показателя прекратится.

В апреле продолжилось сокращение объемов нефтепереработки и смещение в структуре экспорта от нефтепродуктов к сырой нефти. При этом, по нашим оценкам, продолжился активный рост внутреннего потребления нефти (Рисунок 72).

Рисунок 71. Добыча нефти в России



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

Рисунок 72. 12-месячные средние значения переработки и потребления нефтепродуктов в России



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

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

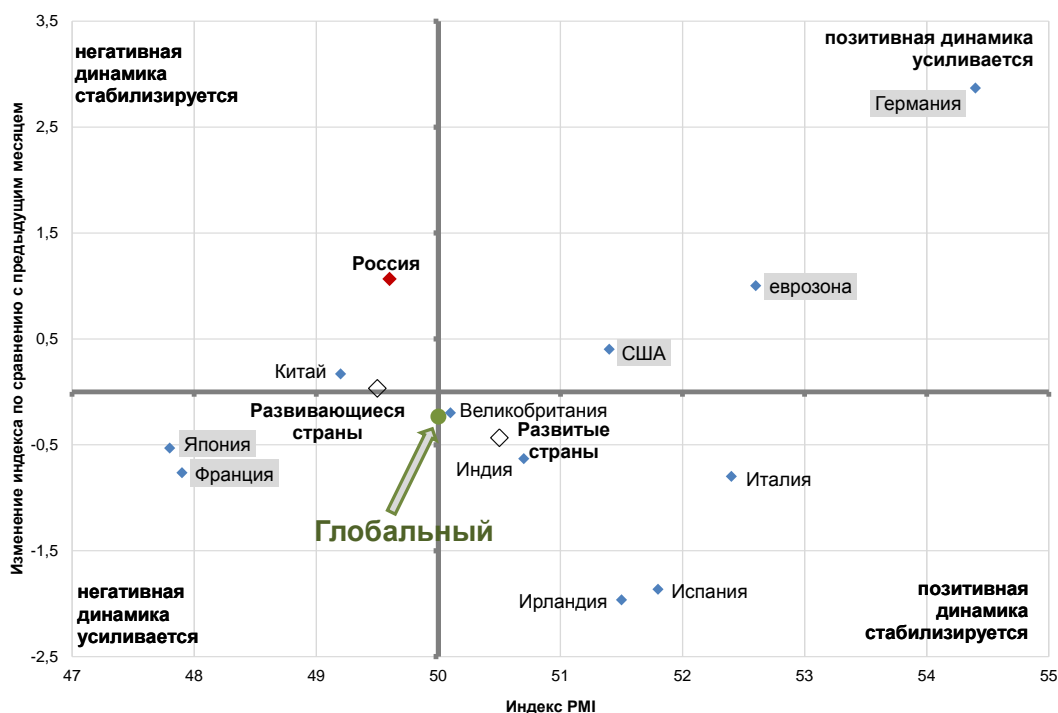
2.1. Глобальные опережающие индикаторы

2.1.1. Устойчивость роста мировой экономики остается под вопросом

Предварительная оценка индексов PMI в обрабатывающем секторе за июнь продолжает указывать на существенные различия в экономической динамике разных стран (Рисунок 73). Улучшение ситуации наблюдалось в еврозоне в целом. Судя по всему, оно было вызвано ускорением роста в Германии, которое сдерживалось негативной динамикой во Франции. Однако динамика сводного индекса PMI еврозоны оказалась существенно хуже из-за снижения индекса PMI в сфере услуг до минимума за последние 18 месяцев.

В ближайшие месяцы экономическая динамика как в секторе услуг, так и в обработке может ухудшиться. Всплеск волатильности на финансовых рынках из-за результатов референдума в Великобритании может негативно повлиять на экономическую активность. В дополнение к этому неопределенность относительно сроков выхода из ЕС и его долгосрочных последствий как для экономики Великобритании и ЕС, так и для мировой экономики будет негативно сказываться на ожиданиях потребителей и бизнеса.

Рисунок 73. Индекс PMI обрабатывающего сектора за май и изменение по отношению к среднему значению за февраль-апрель



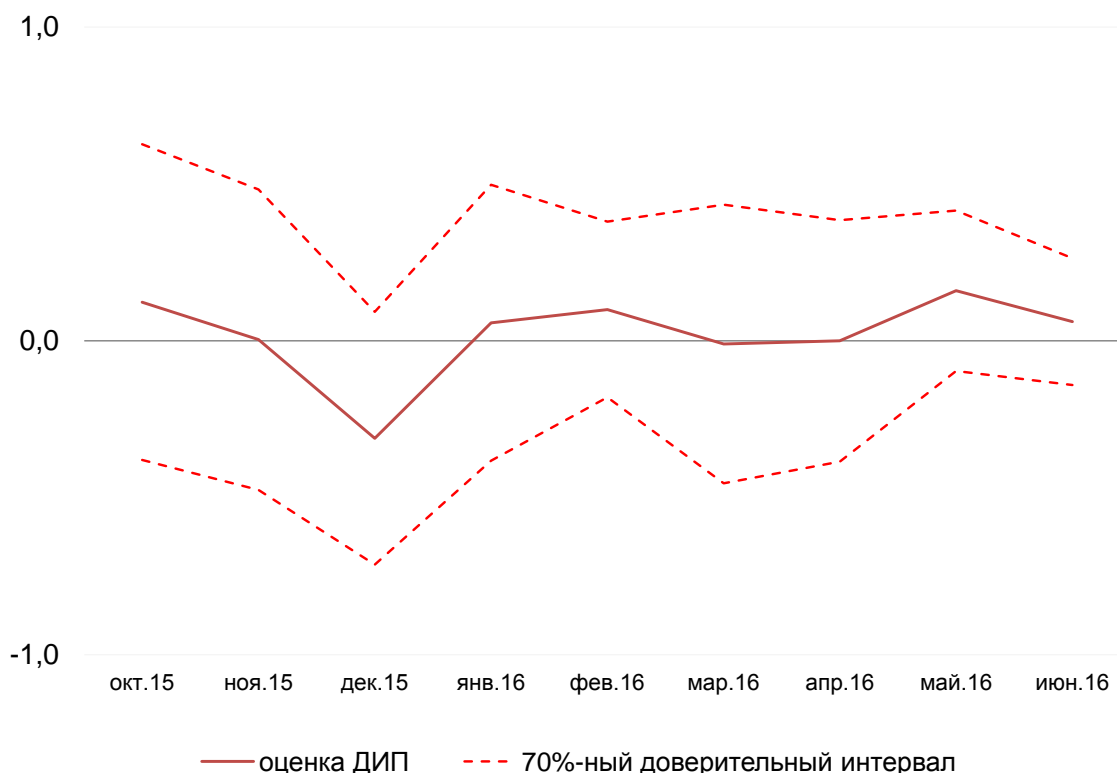
Источники: Markit Economics, расчеты ДИП. Серым выделены предварительные данные за июнь и изменение по отношению к среднему значению за март-май.

2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.2.1. Индексная оценка ВВП: восстановление экономики по-прежнему происходит медленными темпами

- Июньская индексная оценка ВВП свидетельствует о том, что во II квартале экономика близка к стагнации (0,0–0,1% после сезонной очистки), однако низшая точка спада уже позади.
- Индексные оценки ВВП на второе полугодие были незначительно снижены по сравнению с оценками месячной давности: в III квартале рост ВВП ожидается 0,2% к/к, в IV квартале – на 0,4–0,5% к/к (сезонность устранена).
- На незначительное ухудшение наших оценок по ВВП месячной давности повлияла слабая майская статистика по обрабатывающим производствам.
- Несмотря на позитивные проблески в отдельных показателях, перспективы устойчивого восстановления экономики остаются под вопросом.
- Если цены на нефть закрепятся в районе 50 долл./барр. в течение следующих двух месяцев, наши оценки роста во втором полугодии могут быть заметно улучшены.

	Июнь 2016 года	Май 2016 года
	в % к предыдущему кварталу	в % к предыдущему кварталу
II квартал 2016	0,0–0,1	0,1–0,2
III квартал 2016	0,2	0,3
IV квартал 2016	0,4–0,5	0,5

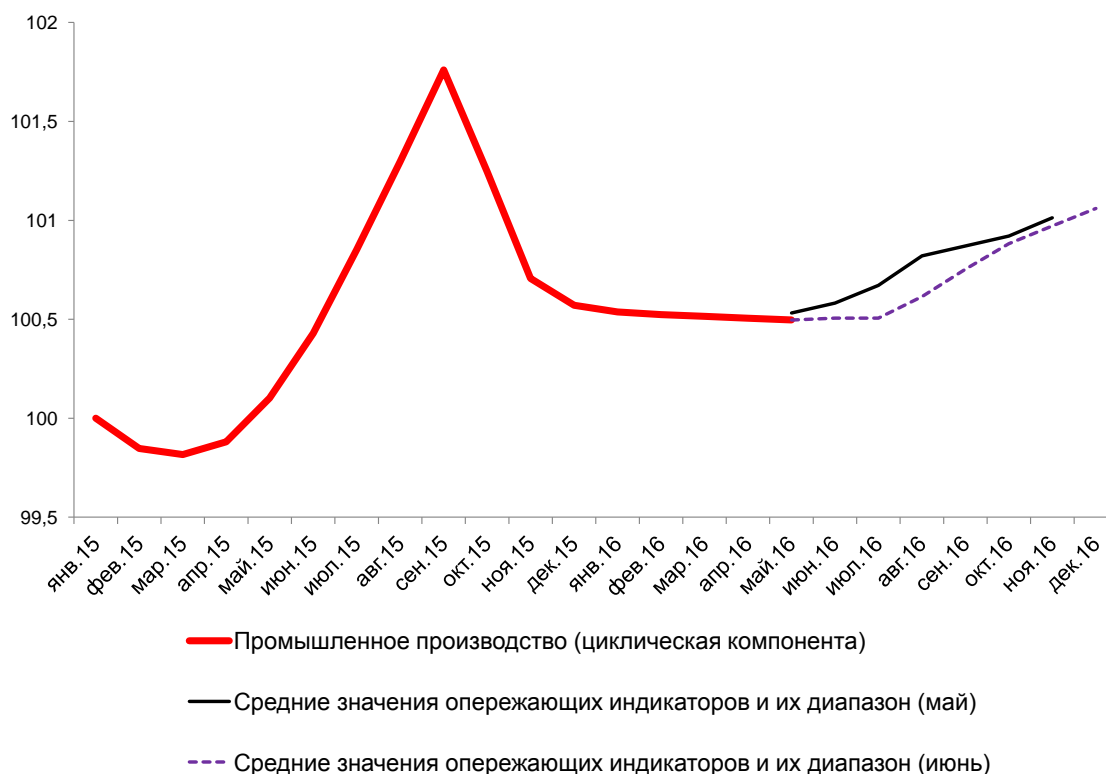
Рисунок 74. Оценка темпа прироста ВВП во II квартале 2016 года, % к/к

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2.2. Сводный опережающий индикатор деловой активности: перспективы начала роста в III квартале сохраняются

- Оценка сводного опережающего индикатора деловой активности по сравнению с прошлым месяцем осталась практически прежней: мы ожидаем невысокого, но устойчивого роста циклической компоненты промышленного производства к концу III квартала (Рисунок 75).
- Слабая статистика по апрельским PMI-индексам в обрабатывающем секторе, которые, по нашим оценкам, опережают цикл промышленного производства на 1–3 месяца, получила подтверждение в майских данных Росстата по производству в обработке.
- В результате пересмотр наших оценок после публикации данных Росстата оказался минимальным.
- На дальнейшие оценки сводного опережающего индикатора деловой активности могут существенным образом повлиять данные по PMI за июнь.

Рисунок 75. Циклическая компонента промышленного производства (январь 2015 = 100, сезонность устранена) и опережающий индекс деловой активности



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

2.2.3. Ожидания аналитиков по инфляции резко снизились

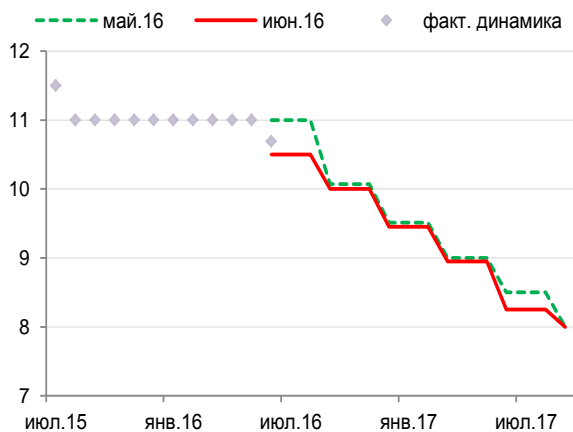
- Инфляционные ожидания аналитиков существенно снизились в июне.
- Прогноз на конец 2017 год приближается к целевому уровню Банка России.
- Ожидания по динамике ключевой ставки практически не изменились. Участники рынка ждут, что Банк России продолжит проводить умеренно жесткую денежно-кредитную политику.

Опрос аналитиков, проведенный Bloomberg, указал на снижение инфляционных ожиданий в июне. По итогам опроса в мае прогноз на конец 2016 года снизился с 7,2 до 6,5% (Рисунок 77). Оценки на 2017 год изменились более существенно. Медианный прогноз говорит о снижении инфляции до 4,7% к концу 2017 года, что приближает его к целевому уровню прогноза Банка России.

Прогнозы по ключевой ставке на конец 2016 года остались без изменений по сравнению с предыдущим месяцем и составили 9,5% (Рисунок 76). Снижение инфляционных при неизменных ожиданиях по динамике ключевой ставки говорит о

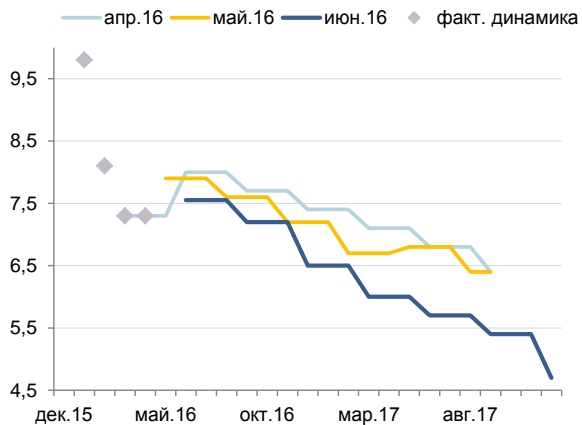
том, что участники рынка ожидают продолжения умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России.

Рисунок 76. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 77. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

3. В фокусе

Проблемы диверсификации российского экспорта

- Российский рынок характеризуется низким уровнем диверсификации экспортных поставок: только около 10% из общего количества экспортируемых товарных позиций обладают сравнительными преимуществами²⁶.
- Большинство из них сырьевые или промежуточные товары, при производстве которых межотраслевые связи носят ограниченный характер. Это затрудняет распространение сравнительных преимуществ на более широкий круг товаров и отраслей и снижает потенциал развития экспорта технически сложной продукции.
- В этих условиях для решения проблемы диверсификации российского экспорта за счет новых товарных позиций требуются инвестиции в модернизацию производственных мощностей и создание новых производств, что может быть реализовано только в долгосрочной перспективе.
- Возможности для расширения экспорта в среднесрочной перспективе могут возникнуть за счет повышения конкурентоспособности товаров, которые Россия экспортирует в настоящее время, но по которым пока не достигла сравнительных преимуществ.

Ослабление рубля создало возможности для расширения российского несырьевого экспорта, в то время как в предыдущие годы высокие цены на сырье только усиливали зависимость экспорта от поставок топливно-энергетических товаров. Способствовало ли это преобразованию структуры российского экспорта и снижению его зависимости от волатильных сырьевых рынков? Каковы потенциальные возможности российских производителей несырьевых товаров по увеличению объемов экспорта и выходу на новые рынки? Как быстро и при каких условиях они могут быть реализованы? Эти вопросы в том или ином виде уже обсуждаются экспертным сообществом.²⁷ В данной работе, мы рассмотрели происходящие в 2014–

²⁶ Согласно принципу сравнительных преимуществ, страны специализируются на производстве тех товаров, которые они могут делать с более низкими относительными издержками по сравнению с другими странами. Теория Рикардо предполагает, что сравнительное преимущество возникает из-за разницы в технологическом развитии между странами, а точнее – разнице в развитии факторов производства. Согласно теории факторных пропорций Хекшера-Олина, сравнительные преимущества связаны с различиями в обеспечении страны факторами производства и пропорциями, в которых они используются в производстве различных товаров. Среди известных методов измерения сравнительных преимуществ наибольшую популярность получила *концепция выявленных сравнительных преимуществ*, в основе которой лежит предпосылка о том, что если у страны существует сравнительное преимущество по данному товару, то это будет выражено в экспортной специализации страны на данном товаре. То есть сравнительное преимущество «проявляет» себя в структуре торговли страны. Из-за наличия барьеров для свободной международной торговли, сравнительные преимущества страны не в полной мере могут проявить себя в структуре внешней торговли. В этом смысле концепция выявленных сравнительных преимуществ не может рассматриваться в качестве достаточного инструмента для прогнозирования изменений в структуре экспорта и импорта страны. Однако в рамках данной статьи проблема прогнозирования подобных изменений не исследуется.

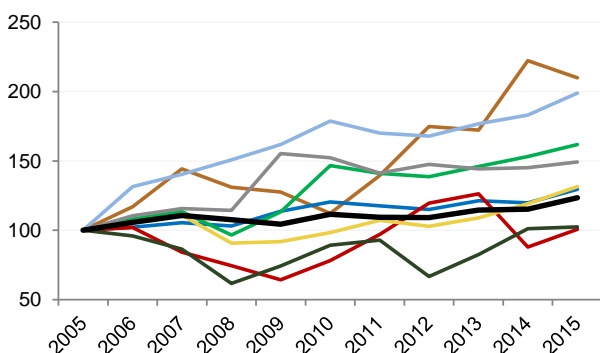
²⁷ World Bank Group. Russian Economic Report, No. 35, April 2016: The Long Journey to Recovery. World Bank, Washington, DC.

2015 годы структурные изменения экспорта и попытались оценить потенциальные возможности для диверсификации российского экспорта, исходя из имеющихся сравнительных преимуществ.

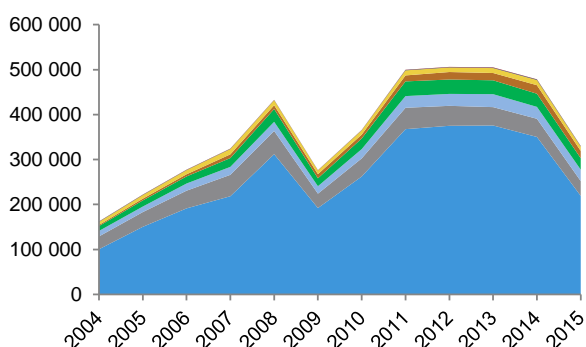
Падение мировых цен на основные группы российских экспортных товаров привело к снижению стоимостных объемов экспорта России в 2015 году на 31% в долларовом выражении. Однако ослабление рубля позволило экспортерам сохранить привлекательность поставок за рубеж и нарастить физический объем сырьевого экспорта в условиях низких экспортных цен (Рисунок 78). В 2015 году мы наблюдали и резкий рост вывоза отдельных товаров, нетрадиционных для российского экспорта. Однако в общем объеме экспорта они занимают малую долю, что пока не привело к существенным структурным изменениям физического объема экспортных поставок (по крайней мере на уровне товарных групп, соответствующих разделам товарной номенклатуры внешнеэкономической деятельности – ТН ВЭД).

Рисунок 78. Динамика физических и стоимостных объемов российского экспорта по товарным группам

Объем экспорта в физическом выражении, 2005 год = 100%



Объем экспорта в стоимостном выражении, млн долл.



- Продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье
- Продукция химической промышленности, каучук
- Древесина и целлюлозно-бумажные изделия
- Металлы и изделия из них
- Физический объем экспорта, всего
- Минеральные продукты
- Кожевенное сырье, пушнина и изделия из них
- Текстиль, текстильные изделия и обувь
- Машины, оборудование и транспортные средства

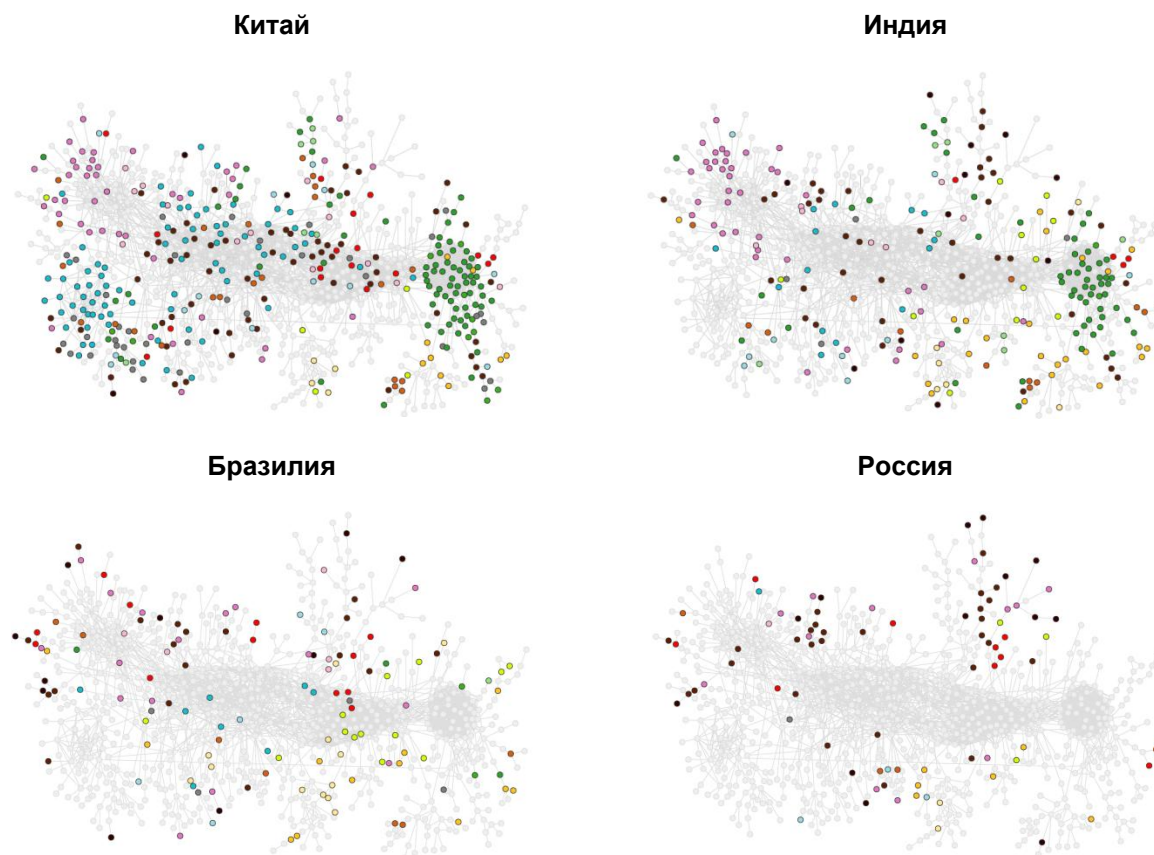
Источники: ФТС РФ, расчеты ДИП.

Слабый рубль создал ценовые конкурентные преимущества для российских компаний. Однако данное условие является недостаточным для расширения номенклатуры российского экспорта и преобразования экспортной структуры страны. Необходимо решить проблему диверсификации российского экспорта по номенклатуре товаров и по рынкам сбыта.

Уровень развития продуктовой диверсификации экспорта России серьезно отстает от соответствующего уровня ведущих развивающихся стран группы БРИК, значение которых в мировой торговле за последние годы сильно выросло.

В подтверждение данного тезиса приведем Рисунок 79, где представлена иллюстрация модели product space (продуктового пространства) или набора связей между товарами некоторых стран БРИК: России, Китая, Индии и Бразилии²⁸. На рисунке точками обозначено пространство товаров в соответствии с четырехзначным кодом международного классификатора ВЭД (Harmonized System 2012). Серые линии отражают «близость» товаров в том смысле, что если страна имеет производственный потенциал²⁹ для эффективного производства одного товара, то она с высокой степенью вероятности может легко приспособить этот потенциал для производства других аналогичных или схожих видов товаров.

Рисунок 79. Товары выявленного сравнительного преимущества в пространстве товаров отдельных стран БРИК, 2014 г.



Источник: Comtrade.

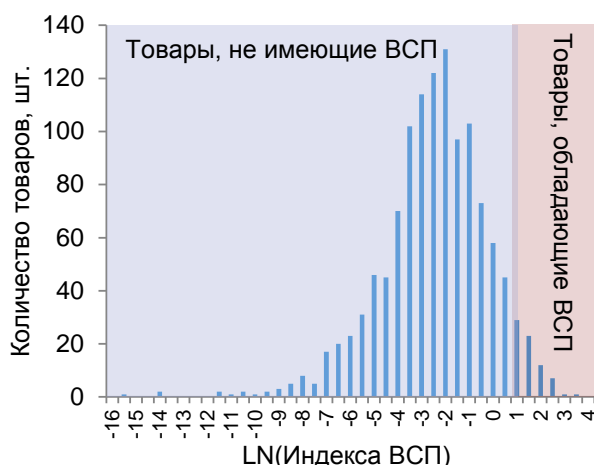
²⁸ Эта модель берет начало в работе: R. Hausmann, B. Klinger «Structural Transformation and Patterns of Comparative Advantage in the Product Space» (2006).

²⁹ Под производственным потенциалом понимаются специфические факторы производства, необходимые для каждого вида продукции, такие как знания, физические активы, промежуточные товары, требования к подготовке рабочей силы, необходимая инфраструктура, права собственности, нормативные требования и иные общественные блага.

Процесс структурной диверсификации экспорта идет легче, если двигаться к «близлежащим» продуктам. Для расширения экспорта в этом случае развитие производства требует лишь адаптации существующего потенциала. Таким образом, набор товаров, на экспорте которых специализируется страна (экспортная корзина страны), в значительной мере определяет возможности для структурной диверсификации экспортных поставок в будущем. Страны, экспорт которых попадает в часть продуктового пространства с высокой плотностью, имеют значительные возможности по диверсификации экспорта. Экспорт товаров, расположенных на периферии продуктового пространства, говорит о низком потенциале развития диверсификации экспорта.

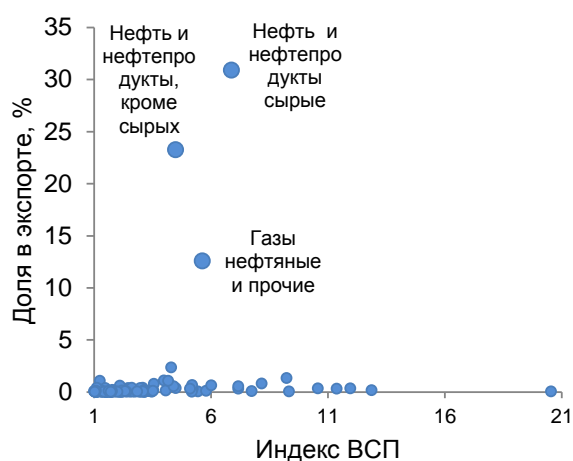
Жирные точки на рисунке (Рисунок 81) соответствуют экспортным товарам с *выявленными сравнительными преимуществами* (ВСП), то есть формируют экспортную корзину страны. Меньшее количество жирных точек для России отражает низкий уровень продуктовой диверсификации экспорта относительно трех других стран. Все товары российского экспорта, имеющие сравнительные преимущества, оказались за пределами плотного серого облака, в котором вероятность диверсификации экспорта самая высокая. Это связано с тем, что Россия во внешней торговле имеет в основном сравнительные преимущества по товарам, при производстве которых слабо задействованы межотраслевые связи, что затрудняет создание сравнительных преимуществ по более широкому кругу отраслей.

Рисунок 80. Гистограмма распределения логарифма индекса ВСП для товаров российского экспорта в разрезе 4-значной товарной номенклатуры ВЭД, 2014 год



Источники: Comtrade, расчеты ДИП.

Рисунок 81. Товары ВСП в разрезе 4-значной товарной номенклатуры ВЭД и их доля в стоимостном объеме экспорта РФ, 2014 год



Источники: Comtrade, расчеты ДИП.

Сравнительные преимущества России смещены в пользу сырьевых и промежуточных товаров. Среди более 1200 товаров (в разрезе 4-значной товарной номенклатуры ВЭД), экспортированных Россией в 2014 году, сравнительными преимуществами обладали, по нашим расчетам, только 117 товаров (то есть около

10%). Значение индекса выявленных сравнительных преимуществ (ВСП)³⁰ для них было больше единицы. Большинство этих товаров относится к сырьевым и промежуточным. В стоимостном объеме экспорта эти 117 товаров занимали 97%, из них около 80% приходилось на экспорт топливно-энергетических полезных ископаемых (Рисунок 80, Рисунок 81). По другим товарам экспорта (около 1000 товаров по данным 2014 года) Россия сравнительными преимуществами (с точки зрения сложившегося международного распределения труда) не обладала, а их доля в экспортных поставках составляла 3%.

Таким образом, российский экспорт имеет низкий потенциал для диверсификации. В сложившихся условиях увеличить разнообразие экспортных товаров, имеющих сравнительные преимущества, будет крайне сложно даже при ослаблении рубля. Для диверсификации экспорта необходимо расширить номенклатуру экспортных товаров, обладающих сравнительным преимуществом как за счет новых, технически более сложных товаров с высокой добавленной стоимостью, так и за счет повышения конкурентоспособности товаров, экспортируемых в настоящее время, но по которым Россия не достигла сравнительных преимуществ.

Решение первой задачи осуществимо лишь в долгосрочной перспективе, поскольку требует инвестиций в модернизацию действующих производственных мощностей, открытие новых производств и внедрения современных технологий.

Вторая задача может быть решена в среднесрочном периоде путем унификации стандартов качества продукции с международными системами стандартов, проведения межгосударственных переговоров по выходу российской продукции на новые рынки, формирования стратегий продвижения отечественной (прежде всего брендированной) продукции на внешних рынках, расширения мер государственной поддержки экспорта.

³⁰ Самым распространенным индексом, позволяющим выявить наличие сравнительного преимущества в торговле тем или иным товаром, является индекс Балассы. Индекс рассчитывается как соотношение удельного веса продукта в экспорте страны и его удельного веса в мировом экспорте. Если индекс Балассы превышает единицу, то страна имеет сравнительное преимущество в торговле товаром на мировом рынке. Подробнее см. в работе Balassa B. «Trade Liberalization and Revealed Comparative Advantage» // Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 33 (1965).

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Арина Зарова

Екатерина Ильичева

Наталия Карлова

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Алексей Пономаренко

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Андрей Синяков

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева