

РЕЦЕССИЯ: НА ПУТИ КО ДНУ

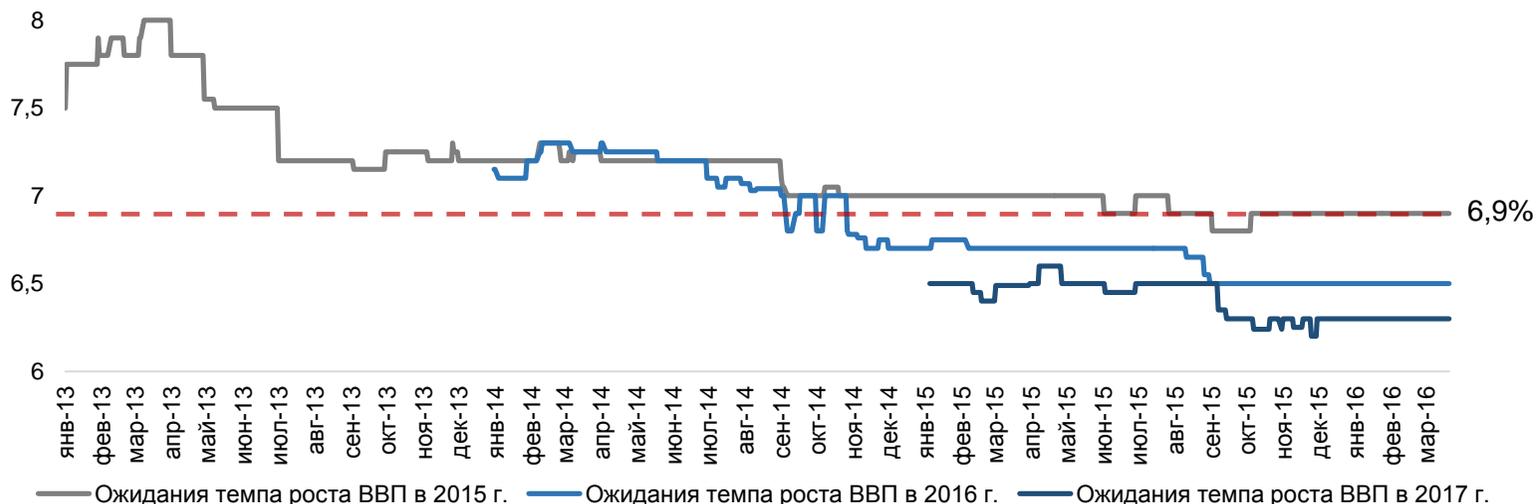
Надоршин Е.Р.

Главный экономист ПФ Капитал

УГРОЗА ВНЕШНЕГО ШОКА: В ЦЕНАХ НЕФТИ ЕЩЕ НЕ ВСЕ

Замедление Китая опережает ожидания

Ожидания аналитиков насчет темпов роста ВВП Китая (%) в 2015-2017 гг.



Консенсус прогноз по экономике Китая

| Показатель | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|------|------|------|
| Темп роста реального ВВП, % год к году | 6,9 | 6,5 | 6,3 |
| ИПЦ (%) | 1,4 | 1,7 | 2 |
| ИЦП (%) | -5,2 | -4 | -2,1 |

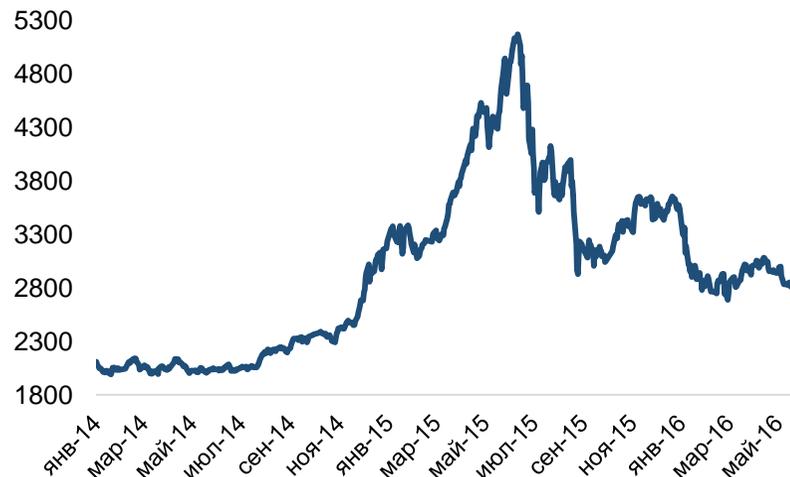
Динамика импорта и экспорта Китая



- Аналитики по всему миру на протяжении последних лет регулярно корректировали свои ожидания относительно роста в Китае в сторону ухудшения прогнозов, что может указывать на частое появление новых препятствий развитию страны, которые внешние (а, возможно, и внутренние) наблюдатели предсказать не могут

Публичные индикаторы Китая вполне однозначны – все непросто

Индекс Shanghai Composite (SSEC)



Доходность облигаций, рассчитанная по индексу S&P China Corporate Bond Index



- Падение китайского рынка акций составило около 50% и стоило инвесторам приблизительно 5 трлн долл. активов, индекс откатился на уровни 2014 г., что, скорее всего, является сигналом проблем экономики, как минимум существенно усложняющих дальнейшее развитие;
- Снижение доходности облигаций с весны 2015 означает падение аппетита к рискам, а ее рост без восстановления акций и на фоне плавного обесценения юаня – вывод финансовых активов;
- В 2015 Китай стал лидером по оттоку капитала (чистый отток около USD1 трлн), капитал продолжает утекать и в 2016 году

Девальвация курса юаня к доллару

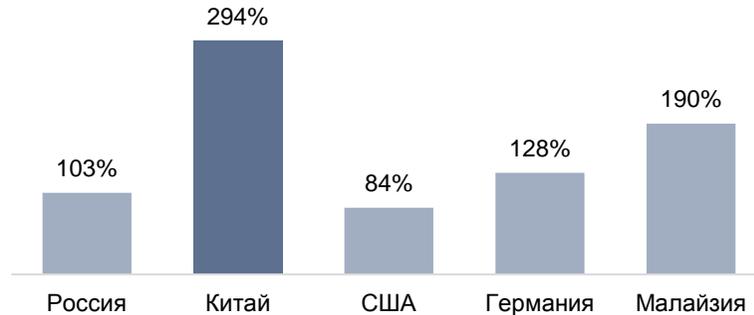


- **Падение фондового рынка и девальвация юаня под давлением утекающего из страны капитала не катастрофа, но возможно, сигналы о ее приближении**

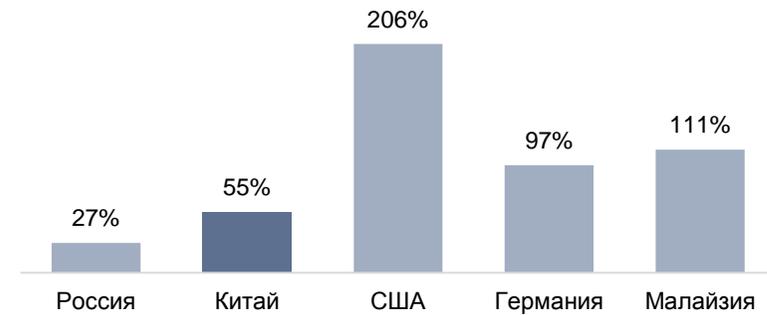
Финансовый сектор опасно велик



Отношение банковских активов к ВВП 2015 (%)



Рынок публичного долга к ВВП 2015 (%)

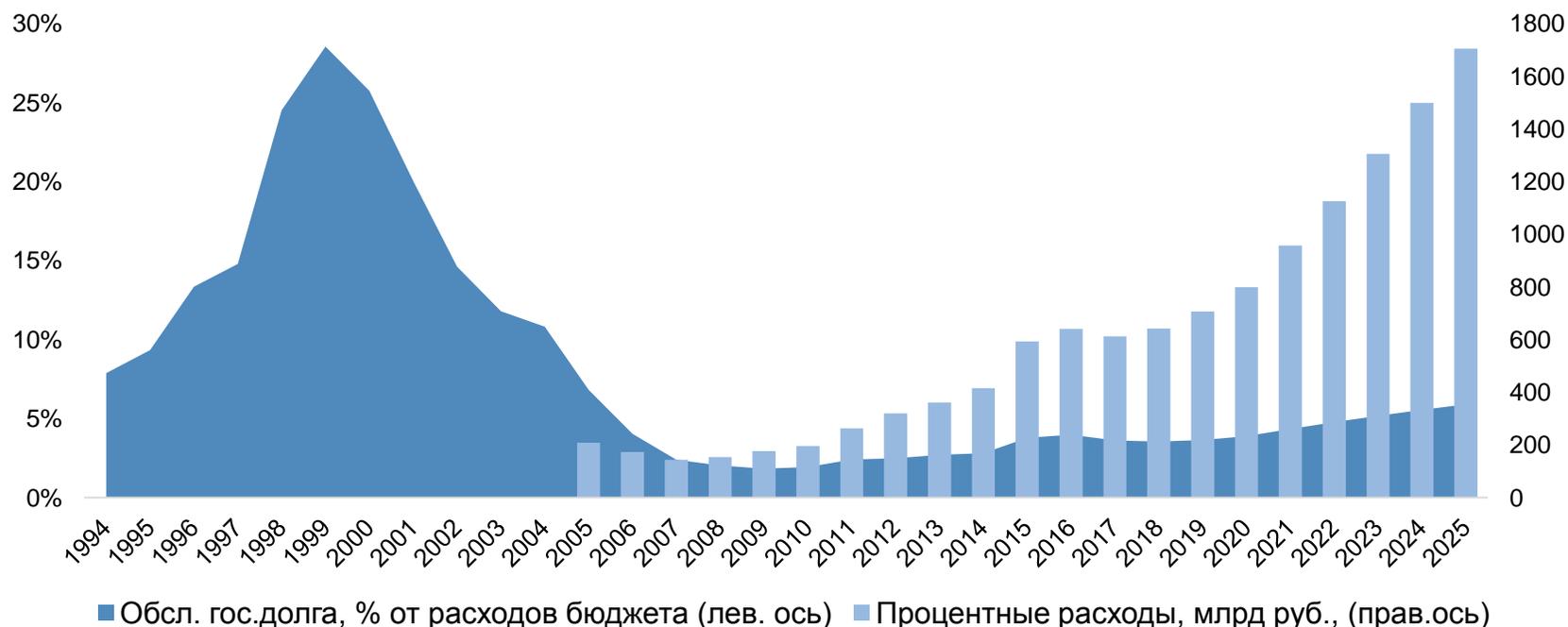


- **Общий объем внутреннего долга в Китае превышает 300% ВВП;**
- **Помимо гипертрофированного традиционного банковского сектора в Китае очень значителен теневой банковский сектор размер которого превышает 50% ВВП;**
- **Значительная часть долгов возникла в процессе финансирования избыточных производственных мощностей (часть которых власти хотят сократить) и инфраструктурных проектов.**

▪ **Если Китае будет кризис, то проблема плохих долгов – первый кандидат на то, чтобы стать его причиной**

РИСКИ РОССИИ НЕ ТЕМ, ГДЕ ИХ ИЩУТ

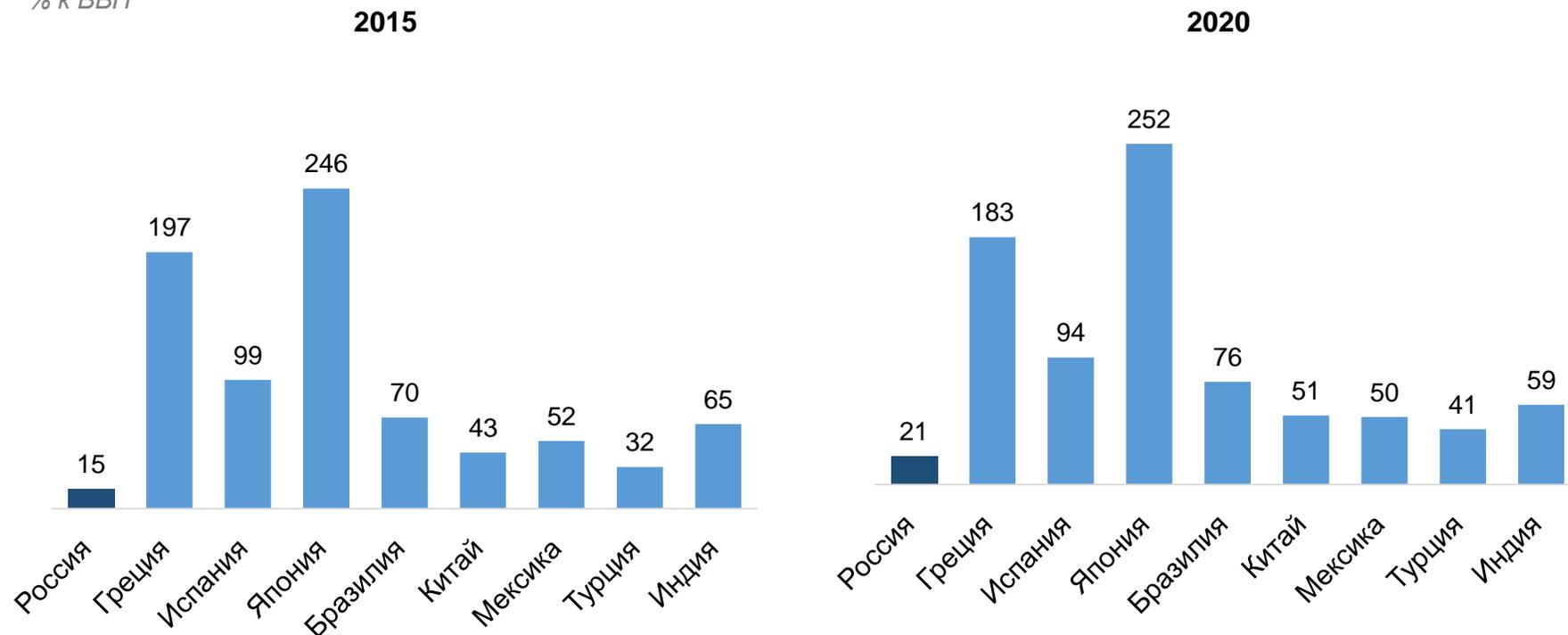
Расходы на обслуживание долга при удержании 3% дефицита



- Размер расходов на обслуживание долга остается довольно скромным по меркам 90-х и начала 2000-х годов при ставках плавно снижающихся с текущих 10+% до 6% в ближайшие 2 года;
 - Резервный фонд будет использован за 2 года, госдолг при удержании 3% дефицита в 2017-2025 составит около 28% ВВП, что будет приблизительно вдвое ниже, чем уровень дефолта 1998 года, чтобы уровень госдолга достиг тех же относительных значений, что и в 1998 году, ежегодный дефицит должен быть не ниже 7%, чего в истории России с 1996 года точно никогда не наблюдалось;
 - Даже если ставки заимствований госсектора стабилизируются на уровне 10+% на горизонте до 2025 г. (неуспех в борьбе с инфляцией), то стоимость обслуживания долга не достигнет предкризисных значений (около 15% в конце 1997- начале 1998 г.)
- **Несмотря на впечатляющий рост платежей по обслуживанию госдолга в абсолютном выражении, в относительном выражении их величина остается весьма скромной и к 2025 году оказывается в 2,5 раза ниже, чем в 1997**

Сравнение долговой нагрузки России и других стран

% к ВВП



- Текущее отношение публичного долга к ВВП в России (2015 чуть менее 15%) оставляет очень большое пространство по его наращиванию без заметного ухудшения формальных кредитных метрик федерального бюджета
- Даже прогнозируемый при 3+% дефиците федерального бюджета почти двукратный рост долга в абсолютном выражении сохраняет за Россией прежнюю позицию лидера в части публичной долговой нагрузки

▪ **Позиции федерального бюджета России выглядят чрезвычайно комфортными на фоне многих развитых и развивающихся стран и преобладающий сейчас консервативный подход в фискальной политике с вероятностью очень близкой к 100% гарантирует комфортные позиции в глазах возможных кредиторов как сейчас, так и в 2020 году**

СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ – В ЧЕМ СУТЬ ПРОБЛЕМ

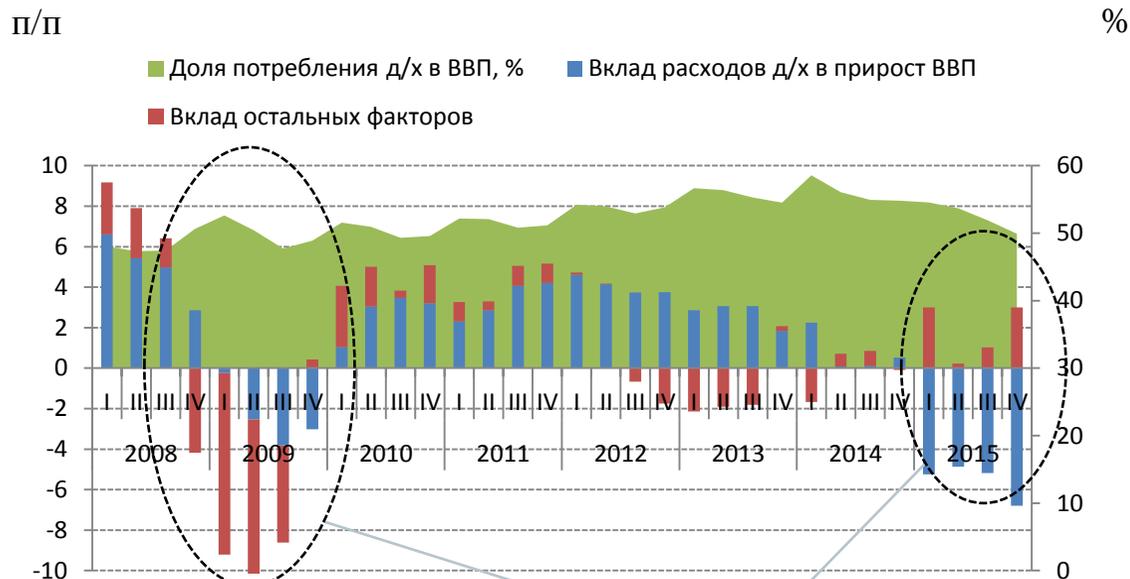
Домохозяйства – локомотив роста в России

ПРИРОСТ КОМПОНЕНТОВ ВВП

| Реальный, % | 08/02 | 15/08 |
|------------------------|-------|-------------|
| ВВП | 51 | 1,7 |
| Потребление д/х | 93 | 10,6 |
| Потребление госсектора | 15 | 2,1 |
| Валовое накопление | 123 | -28,1 |
| Экспорт | 54 | 9,3 |
| Импорт | 196 | -15,9 |

С 2008 значительно выросло только потребление д/х и экспорт сырья что компенсировал провал в инвестициях

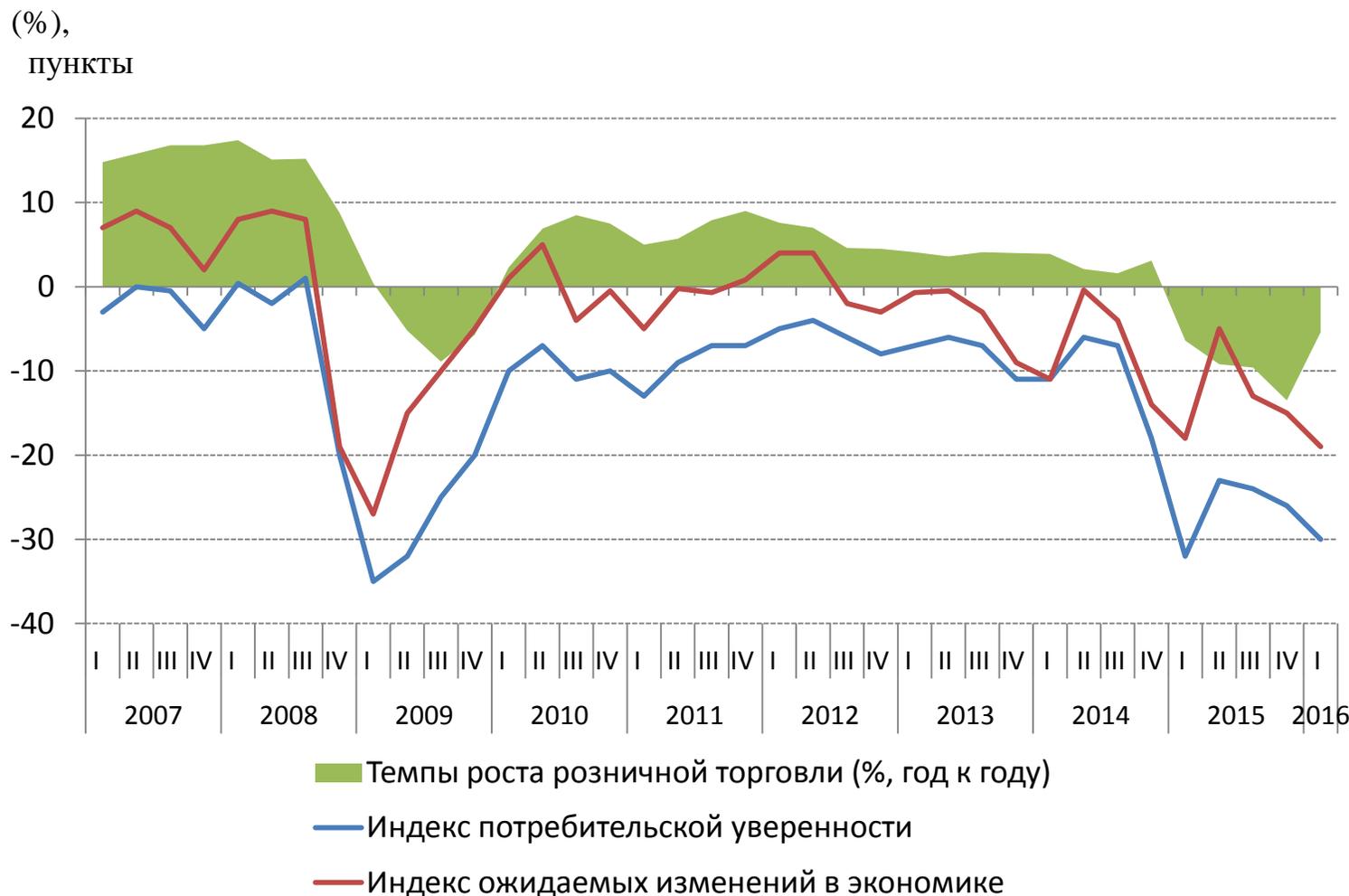
ВКЛАД ДОМОХОЗЯЙСТВ В РОСТ В РОССИИ



Потребление держалось до 2014 году, когда остальные сегменты уже «работали» в «минус» и пока улучшений мало

Рост только за счет потребления неустойчив и в 1 квартале 2015 он закончился – начался спад, самый тяжелый для домохозяйств сначала 90-х годов

Розничная торговля и настроения населения



В 2015 года темпы падения розничной торговли в продовольственном и непродовольственных сегментах практически одинаковы;

Глубина падения потребительской уверенности такая же, как и в 2009 году, но пока потребители сохранили еще надежду – велика вероятность, что ожидания могут и ухудшиться, если восстановление в экономике не начнется в ближайшее время;

Провал в ожиданиях ведет к ухудшению ситуации в розничной торговле кварталом позднее, пока ожидания не начнут улучшаться «дно» в розничной торговле, скорее всего, достигнуто не будет

Динамика розничной торговли и доходов населения



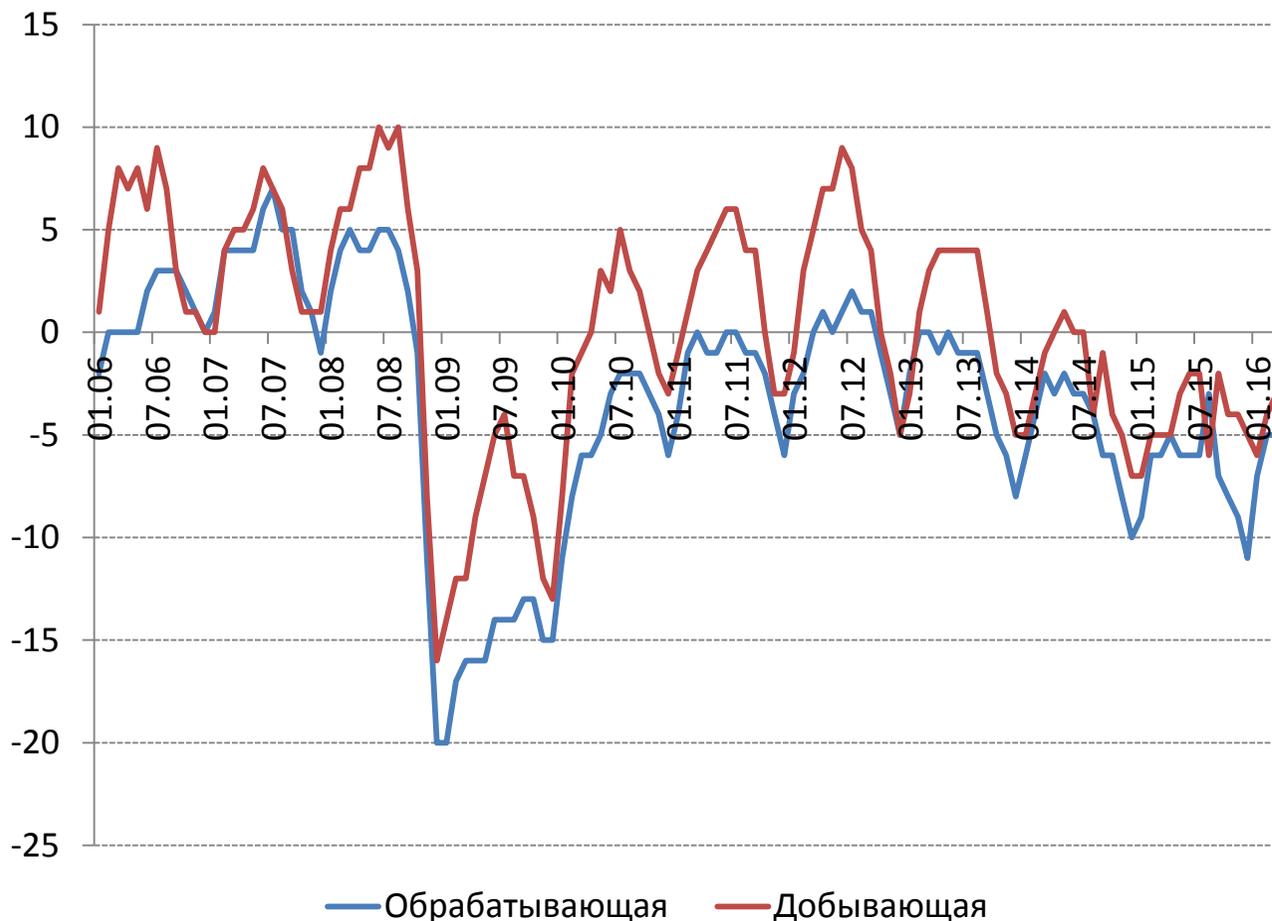
Уже с конца весны 2014 года розница росла только непродовольственными товарами (многие «инвестировали» в товары или скупали то, что, боялись, исчезнет с полок), продажи продуктов питания не росла;

С 2015 года и розничная торговля и доходы домохозяйств в красной зоне и ни внешняя среда ни бюджетные расходы не торопятся изменить ситуацию

В ближайшее время снижение доходов будет дополнено ростом безработицы, что не позволит розничной торговле начать расти в 2016 году

Деловая активность организаций идет вниз

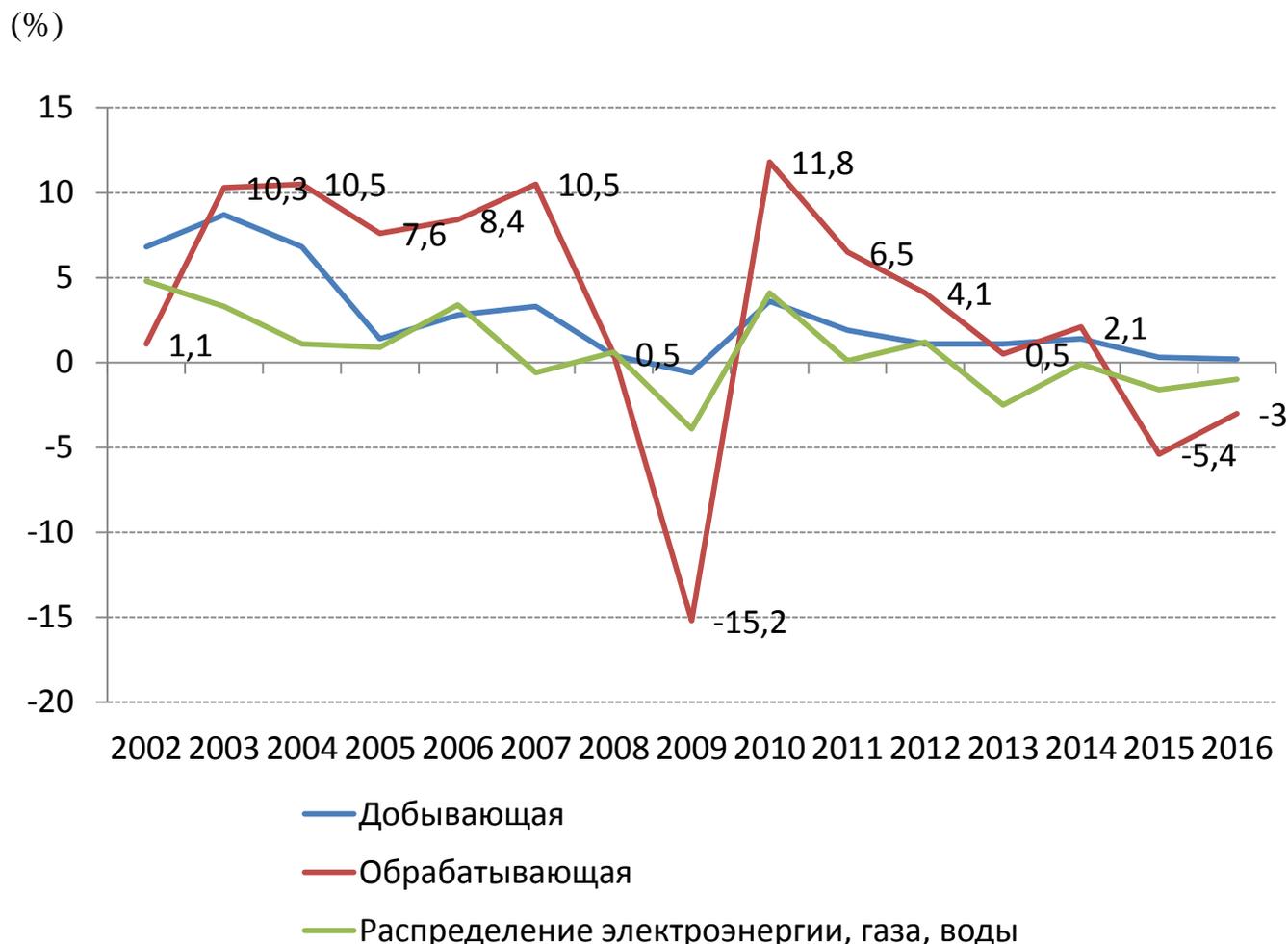
(единиц)



- В добывающей и обрабатывающей отраслях деловая активность ниже докризисных уровней и не растет, признаки улучшения пока наблюдаются только в отдельных нишах;
- Несмотря на значительное обесценение рубля, имевшее место в прошлом году, «живительного» эффекта от этого процесса почти не видно и есть сомнения в том, что он будет значительным – слабое импортозамещение почти полностью исчерпало себя, а к масштабным поставкам на экспорт большинство производителей не готовы.

Все опережающие индикаторы указывают на сохранение тенденции к ухудшению ситуации несмотря на локальные улучшения

Даже промышленность не спешит выйти из рецессии



- Недостаток инвестиций потянет обрабатывающую промышленность вниз (15% ВВП и 15% всех занятых);
- Большая часть локальных производств слабоконкурентна по качеству;
- Единое Экономическое Пространство не компенсирует ограничений доступа на внешние рынки, а внутренний, который сжимается из-за рецессии и не позволит нарастить выпуск;
- Препятствия объемам поддержки уже недостаточно, но власти не готовы их активно расширять, также нет готовности разработать и последовательно придерживаться промышленной политики.

Проблемы в обрабатывающей промышленности давят на энергетику, и по итогам 2016 года промпроизводство может не выйти из «минуса» даже если добыча полезных ископаемых будет в «зеленой» зоне

Финансы, инвестиции, государство...

- Банковский сектор в кризисе с 2013 года и большинству банков не до развития, они решают одну задачу – попытаться выжить;
- Количество активных участников на локальном финансовом рынке сокращается также как и активность;
- В рамках экономической политики государства последовательно решается, по сути, только одна задача – минимизация дефицита федерального бюджета, государственные инвестиции падают;
- Частные инвестиции практически перестали расти еще в 2013 году и с тех пор улучшений в этом процессе не наблюдалось – ставка властей на рост экономики в 2016 за счет роста инвестиций проваливается;
- Строительство жилья, демонстрировавшее положительные темпы роста еще в 2015 году в 2016 стремительно падает.

А ряд официальных прогнозов снова вернулся тезис о том, что рост экономики России возобновится вместе с ростом потребления – другие драйверы только в мечтах

Базовый
сценарий

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Инвестиции, % | -2,7 | -8,4 | -2,5 | 1,0 | 3 | 3 | 2 | 1 |
| Промышленное производство, % | 1,7 | -3,4 | -1,5 | 1,0 | 2,0 | 2,5 | 2 | 1,5 |
| Инфляция, %, еор | 11,4 | 12,9 | 9,2 | 6,0 | 6,0 | 5,5 | 5,0 | 5,0 |
| Розничная торговля, % | 2,7 | -10,0 | -3,0 | -1 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| Обменный курс (RUB/USD), еор | 56 | 72,9 | 70 | 65 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Ключевая ставка, еор | 17,0 | 11,0 | 9,5 | 6,5 | 6,0 | 5,5 | 5,0 | 5,0 |
| Нефть, Urals, USD/bbl | 98 | 51 | 42 | 50 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| ВВП, % | 0,6 | -3,7 | -2,5 | -1,0 | 1,0 | 1,5 | 1,0 | 2,0 |

Оптимистичный
сценарий

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------------------------|------------|-------------|----------|----------|------------|------------|------------|------------|
| Инвестиции, % | -2,7 | -8,4 | 0 | 3 | 4 | 2 | 1 | 0 |
| Промышленное производство, % | 1,7 | -3,4 | 1,0 | 2 | 5 | 4 | 3 | 2 |
| Инфляция, %, еор | 11,4 | 12,9 | 7,5 | 7,0 | 6,5 | 6,0 | 5,5 | 5,5 |
| Розничная торговля, % | 2,7 | -10,0 | 0 | 2,5 | 3,0 | 3,5 | 3,0 | 2,0 |
| Обменный курс (RUB/USD), еор | 56 | 72,9 | 65 | 60 | 55 | 50 | 51 | 50 |
| Ключевая ставка, еор | 17,0 | 11,0 | 8,5 | 8,0 | 7,0 | 6,5 | 5,5 | 5,0 |
| Нефть, Urals, USD/bbl | 98 | 51 | 45 | 55 | 65 | 70 | 75 | 80 |
| ВВП, % | 0,6 | -3,7 | 0 | 2 | 3,5 | 3,0 | 2,5 | 1,5 |

Пессимистичный
сценарий

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------------------------|------------|-------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|------------|
| Инвестиции, % | -2,7 | -8,4 | -15 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 |
| Промышленное производство, % | 1,7 | -3,4 | -5 | 2 | 3 | 3 | 2 | 1 |
| Инфляция, %, еор | 11,4 | 12,9 | 15 | 7,5 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| Розничная торговля, % | 2,7 | -10,0 | -10 | -4 | 1 | 3,5 | 5 | 3 |
| Обменный курс (RUB/USD), еор | 56 | 72,9 | 110 | 105 | 100 | 90 | 80 | 75 |
| Ключевая ставка, еор | 17,0 | 11,0 | 13,0 | 9,0 | 5,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| Нефть, Urals, USD/bbl | 98 | 51 | 25 | 35 | 40 | 45 | 50 | 50 |
| ВВП, % | 0,6 | -3,7 | -5 | -1 | 2 | 3 | 3 | 1,5 |

ЧТО ДЕЛАТЬ?