



# **РЕЦЕССИЯ: НА ПУТИ КО ДНУ**

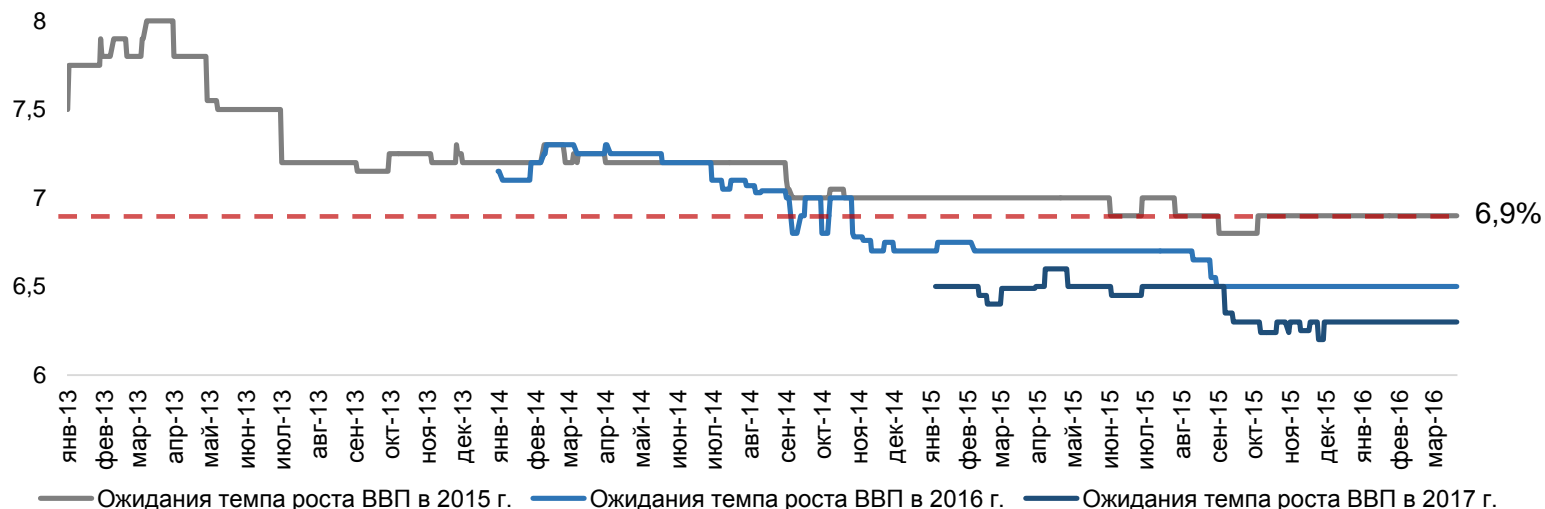
**Надоршин Е.Р.**

**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

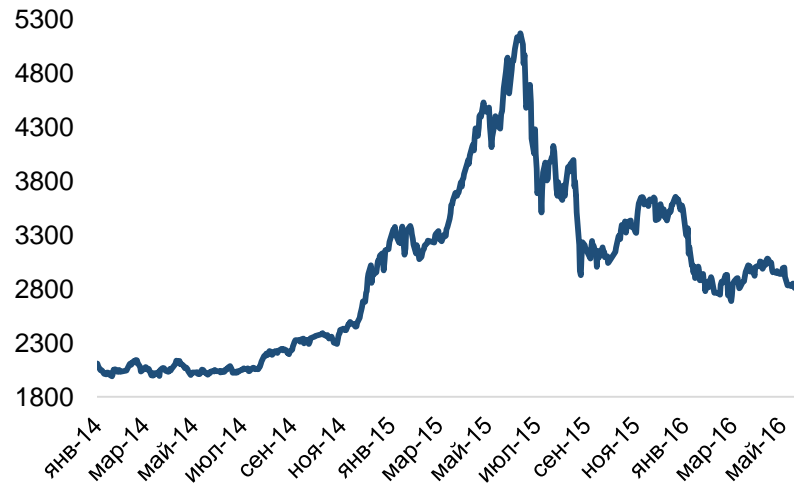
Динамика импорта и экспорта Китая



- 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

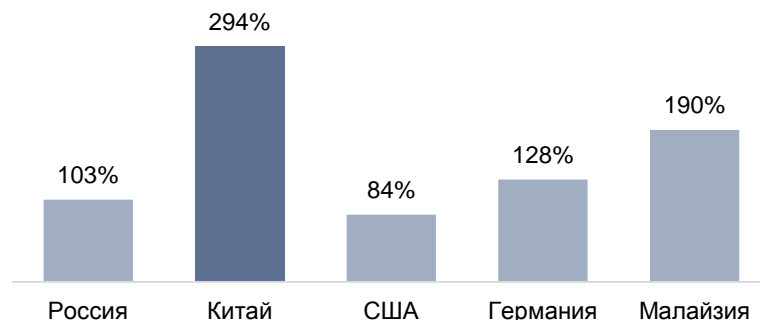


- Падение фондового рынка и девальвация юаня под давлением утекающего из страны капитала не катастрофа, но возможно, сигналы о ее приближении

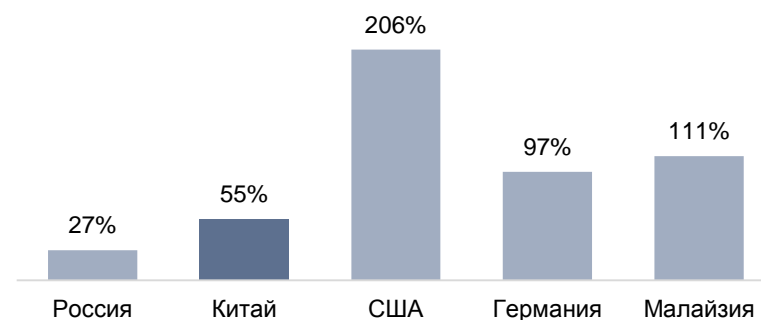
## Финансовый сектор опасно велик



Отношение банковских активов к ВВП 2015 (%)



Рынок публичного долга к ВВП 2015 (%)

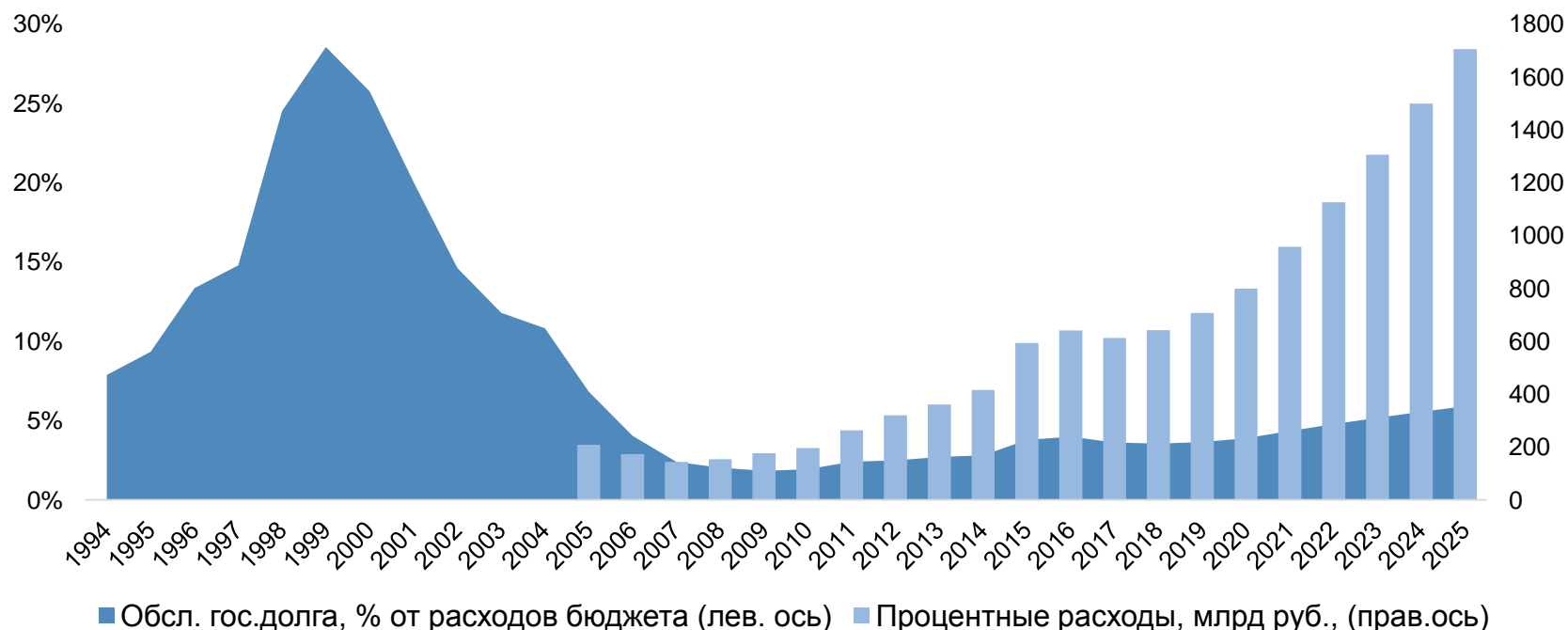


- **Общий объем внутреннего долга в Китае превышает 300% ВВП;**
- **Помимо гипертрофированного традиционного банковского сектора в Китае очень значителен теневой банковский сектор размер которого превышает 50% ВВП;**
- **Значительная часть долгов возникла в процессе финансирования избыточных производственных 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**

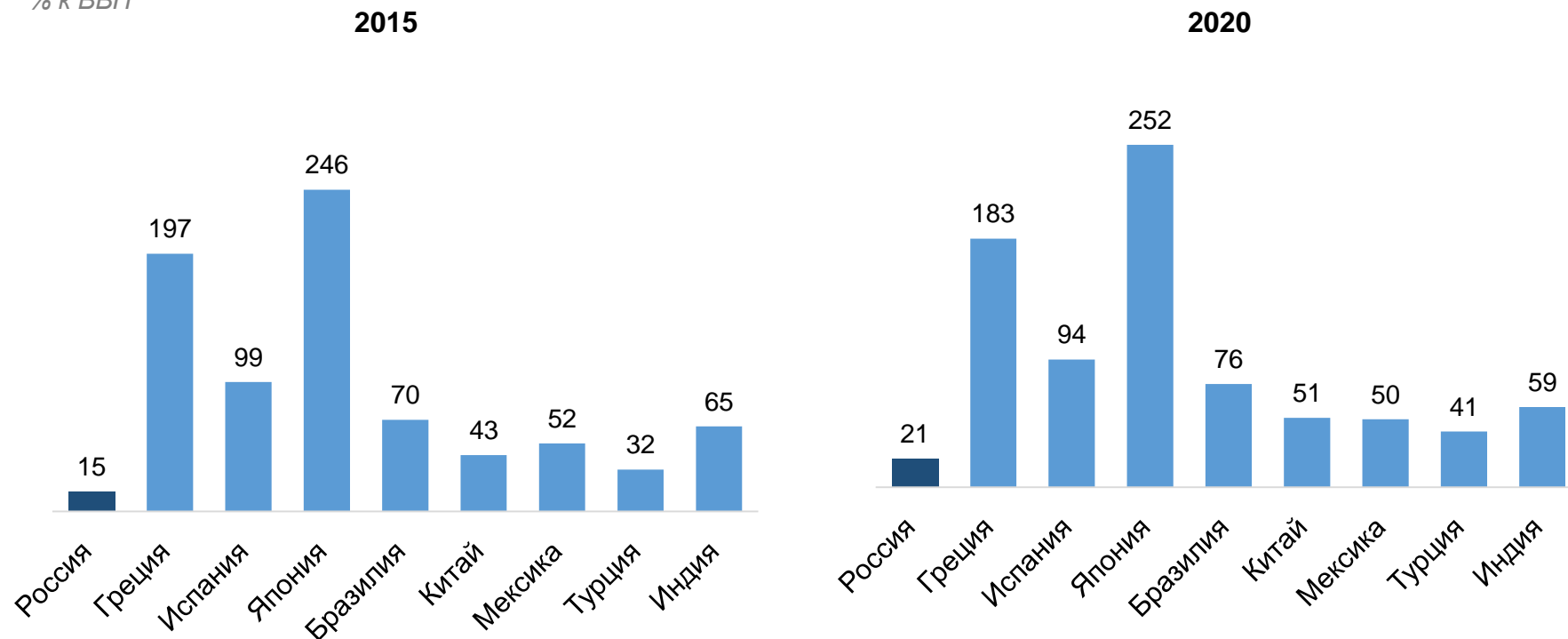
# Расходы на обслуживание долга при удержании 3% дефицита



- 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**

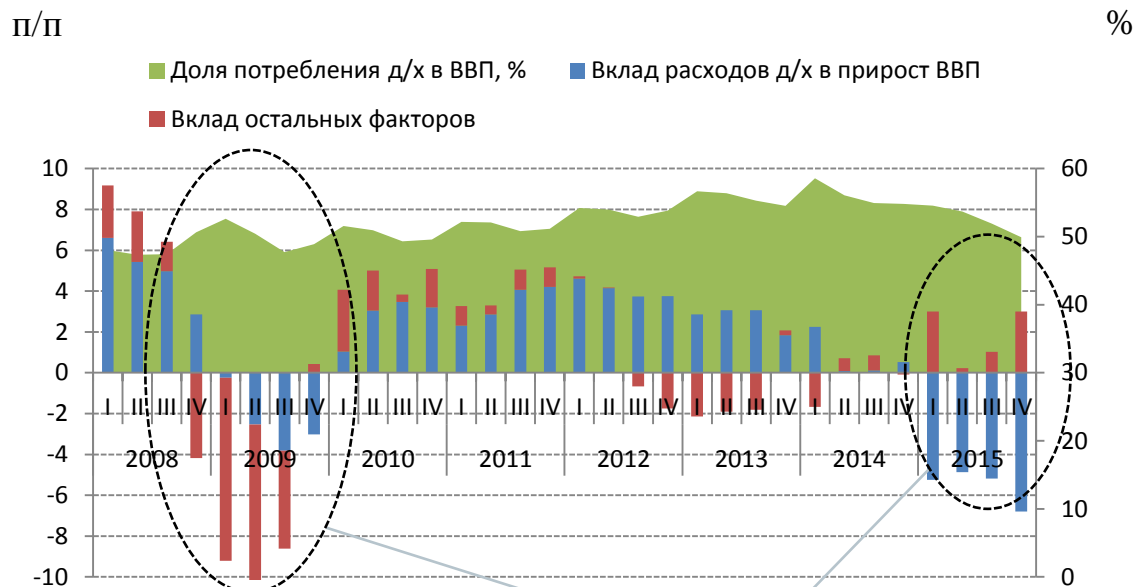
# Домохозяйства – локомотив роста в России

## ПРИРОСТ КОМПОНЕНТОВ ВВП

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

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

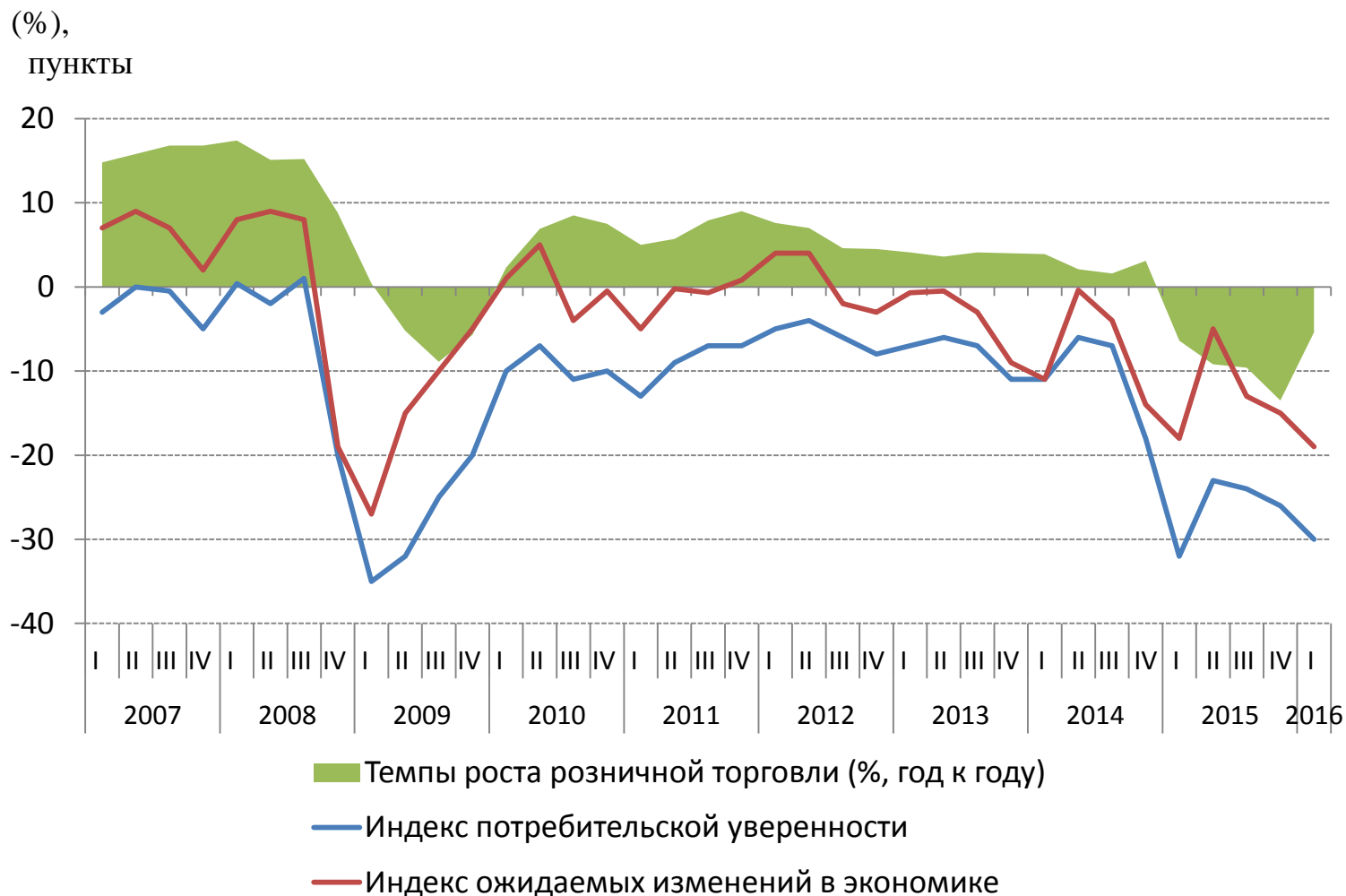
## ВКЛАД ДОМОХОЗЯЙСТВ В РОСТ В РОССИИ



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 начала 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

(%)



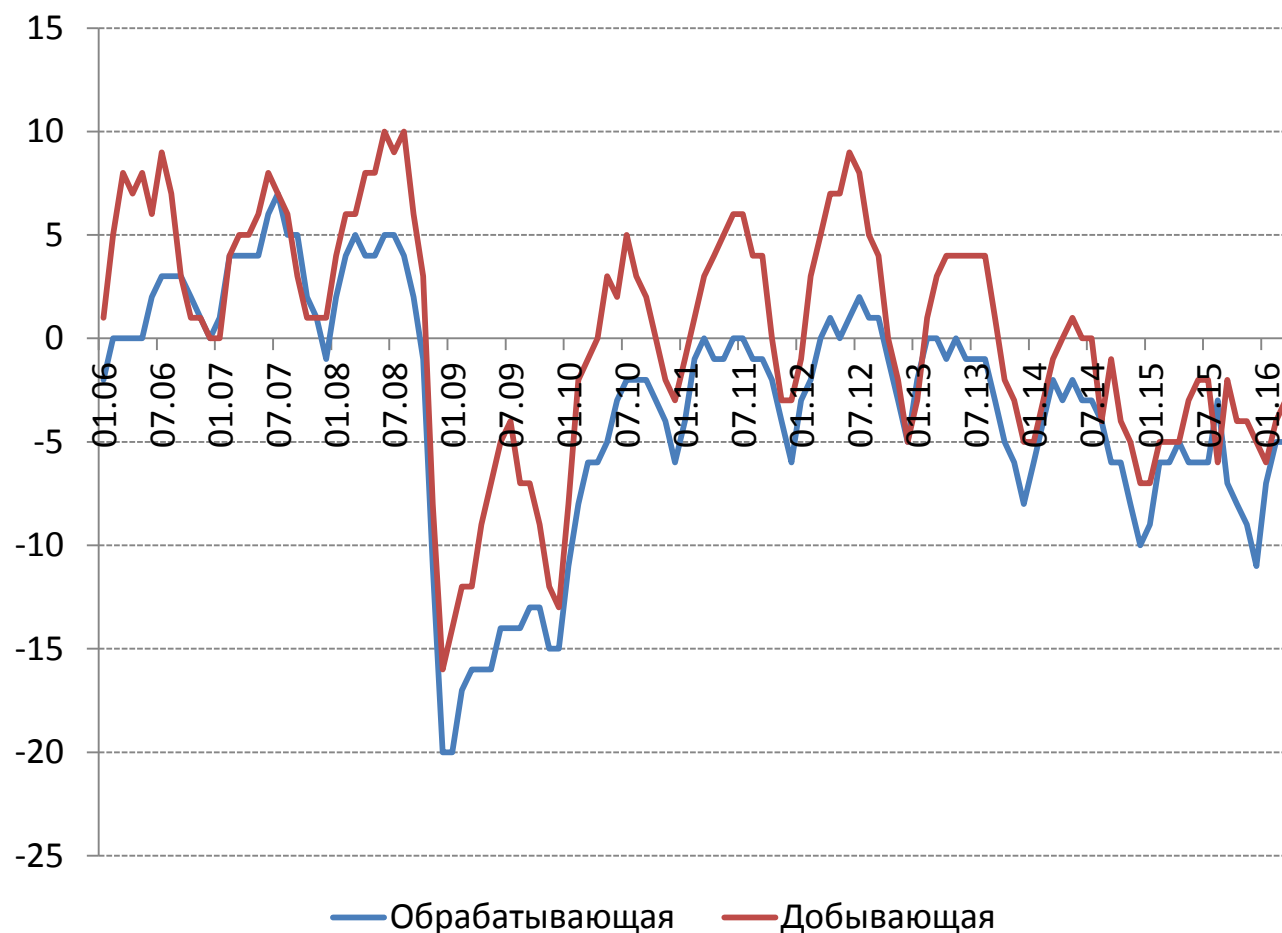
Уже с конца весны 2014 года розница росла только непродовольственными товарами (многие «инвестировали» в товары или скупали то, что, боялись, исчезнет с полок), продажи продуктов питания не росла;

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)

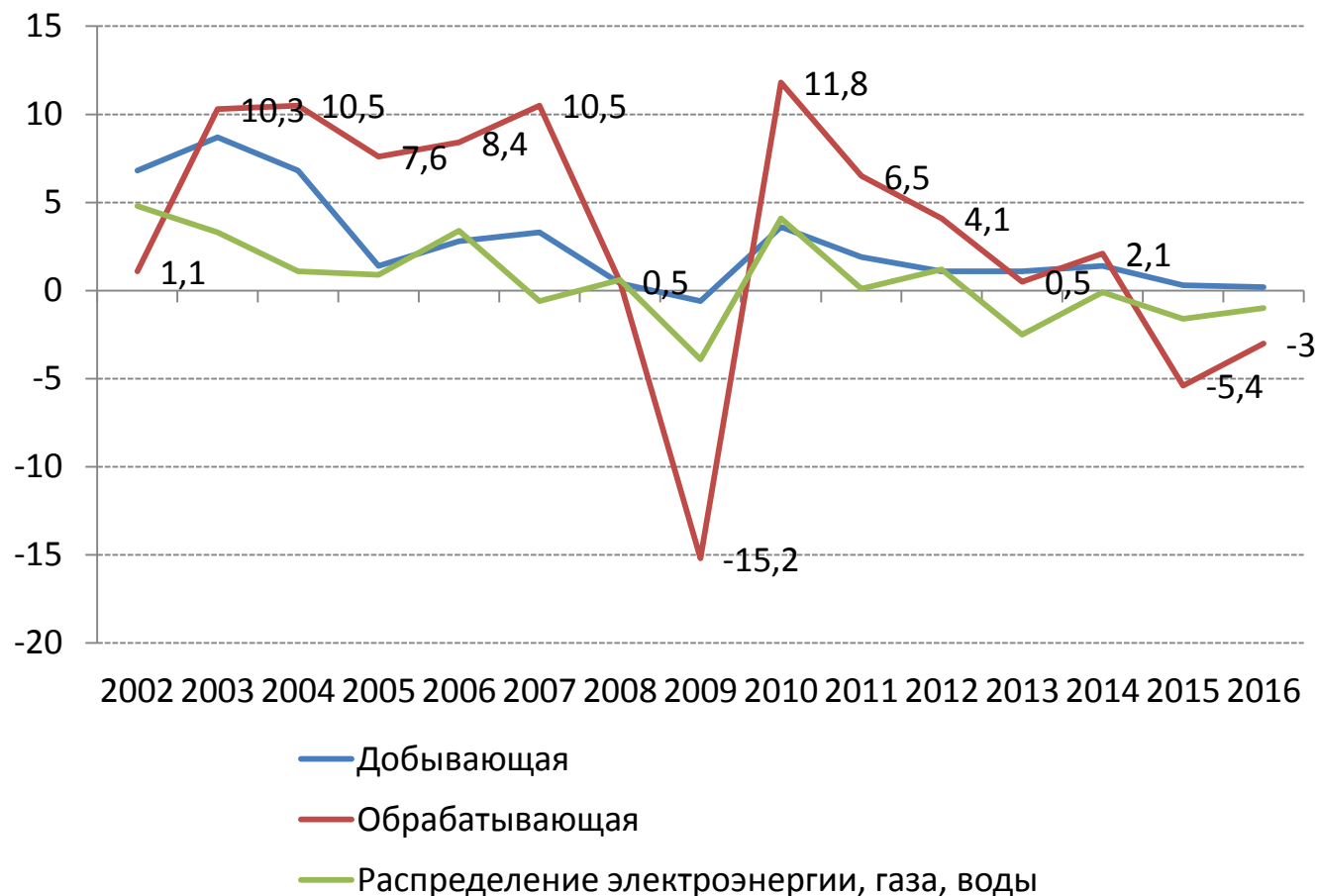


- В добывающей и обрабатывающей отраслях деловая активность ниже докризисных уровней и не растет, признаки улучшения пока наблюдаются только в отдельных нишах;
- Несмотря на значительное обесценение рубля, имевшее место в прошлом году, «живительного» эффекта от этого процесса почти не видно и есть сомнения 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;
- Прежних объемов 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
<b>ВВП, %</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>

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
<b>ВВП, %</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>

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
<b>ВВП, %</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>1,5</b>



**ЧТО ДЕЛАТЬ?**