

# **РЕЦЕССИЯ ЗАКАНЧИВАЕТСЯ, НО РОСТ НЕ СПЕШИТ НАЧАТЬСЯ**

**Надоршин Е.Р.**

**Главный экономист ПФ Капитал**

# Основные факторы вялого улучшения ситуации в России

## ВНУТРЕННИЕ ФАКТОРЫ

### Частный сектор:

**Потенциал импортозамещения не использован, дешевый рубль слабо помог несырьевому экспорту;**

**Недостаточно инвестиций для выхода из кризиса и создания новых современных мощностей;**

**Потребление все еще падает.**

### Государство:

**Бюджет обременен социальными и оборонными расходами, ради них «режут» инвестиции и расходы на образование;**

**Власти не решаются на агрессивные меры стимулирования;**

### ТЕМПЫ РОСТА ВВП РОССИИ:



## ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ

### Развитые страны:

**Рост развитых стран не увеличивает спрос на сырье;**

**ФРС повышает ставки, за ней могут последовать другие;**

**Испорченные политические отношения с G7 и рост национализма по всему миру осложняют рост за счет внешних рынков**

### Развивающиеся страны:

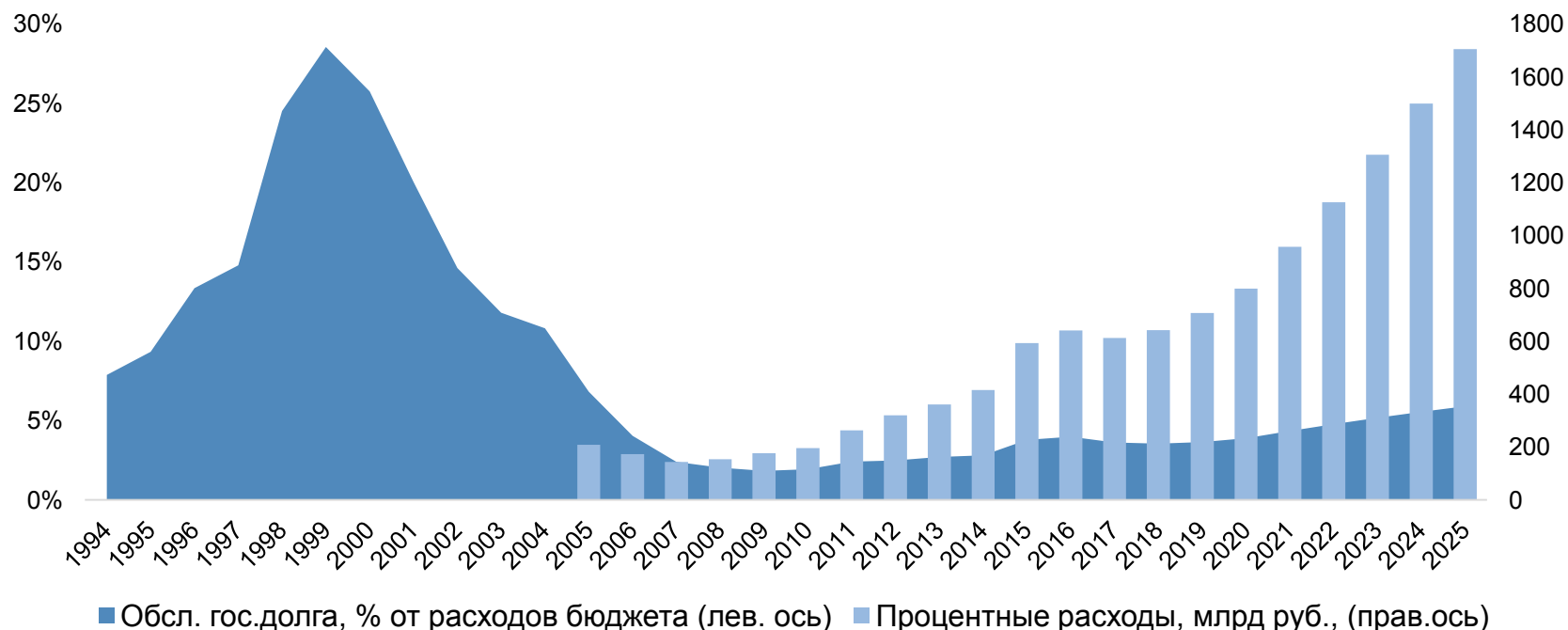
**Замедляется рост в экономиках-лидерах развивающегося мира;**

**Во многих странах нарастает социальная напряженность.**

**Экономика России в 2017 году может выйти из рецессии, но динамичного роста ждать нет никаких оснований**

**РИСКИ РОССИИ НЕ ТАМ, ГДЕ ИХ ИЩУТ**

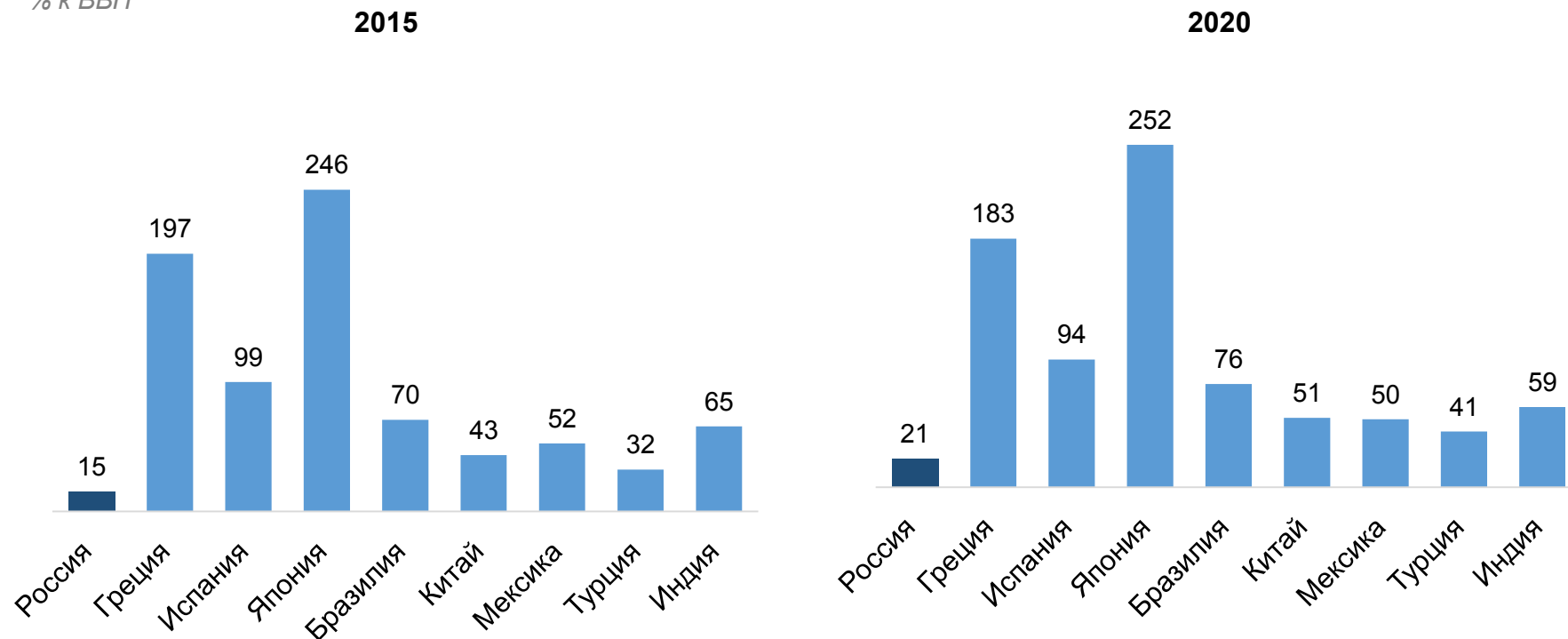
# Расходы на обслуживание долга при удержании 3% дефицита



- 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

# Возможные риски дестабилизации госфинансов

## Основная угроза – высокая стоимость обслуживания долга

- Двухзначные ставки заимствований на внутреннем рынке могут привести к тому, что на горизонте около 10 лет стоимость обслуживания долга станет настолько высока в расходах федерального бюджета, что может вызвать у государства желание провести реструктуризацию долга – объявить дефолт;
- Причины роста стоимости заимствований:
  - ✓ Потеря контроля над инфляцией;
  - ✓ Потеря контроля над расходами бюджета (как результат рост дефицита и долга);
  - ✓ Национализация частных долгов – поддержка бизнесов в окологосударственном сегменте за счет средств бюджета.

## Второстепенная угроза – рост долга в иностранной валюте

- При резком изменении курса долг в иностранной валюте переоценивается, что ведет к непрогнозируемому изменению долговой нагрузки и расходов на обслуживание долга.
- Причины роста долга в иностранной валюте:
  - ✓ Большая емкость внешних рынков и
  - ✓ Более низкие ставки по займам в иностранной валюте

- Судя по действиям властей – они информированы обо всех этих рисках

# **СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ – В ЧЕМ СУТЬ ПРОБЛЕМ**

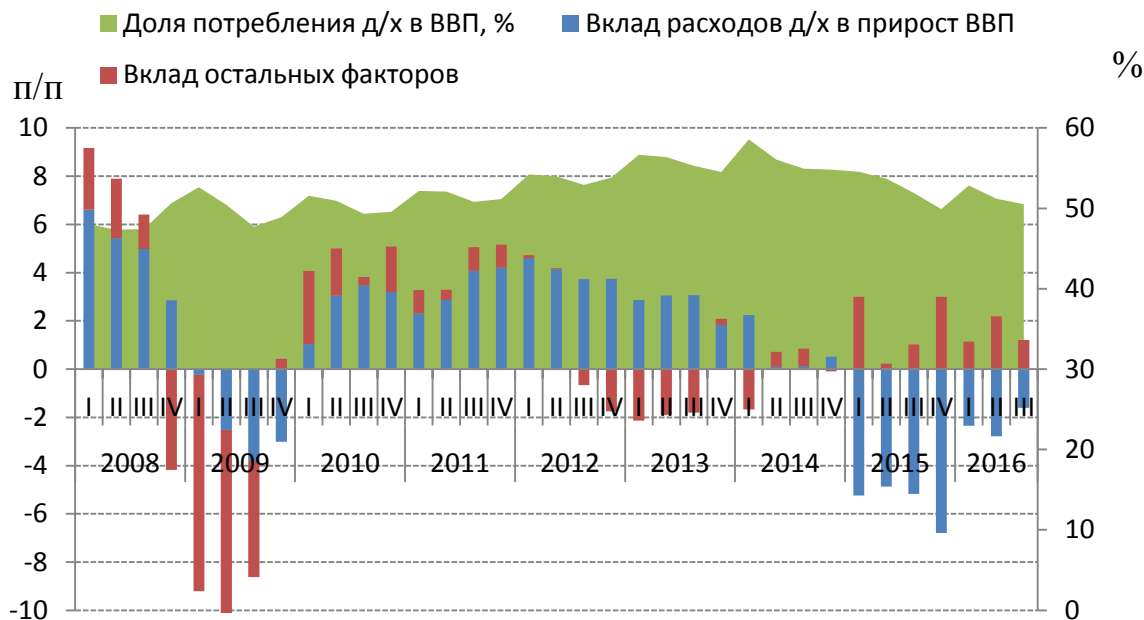
# Домохозяйства – локомотив роста в России

## 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

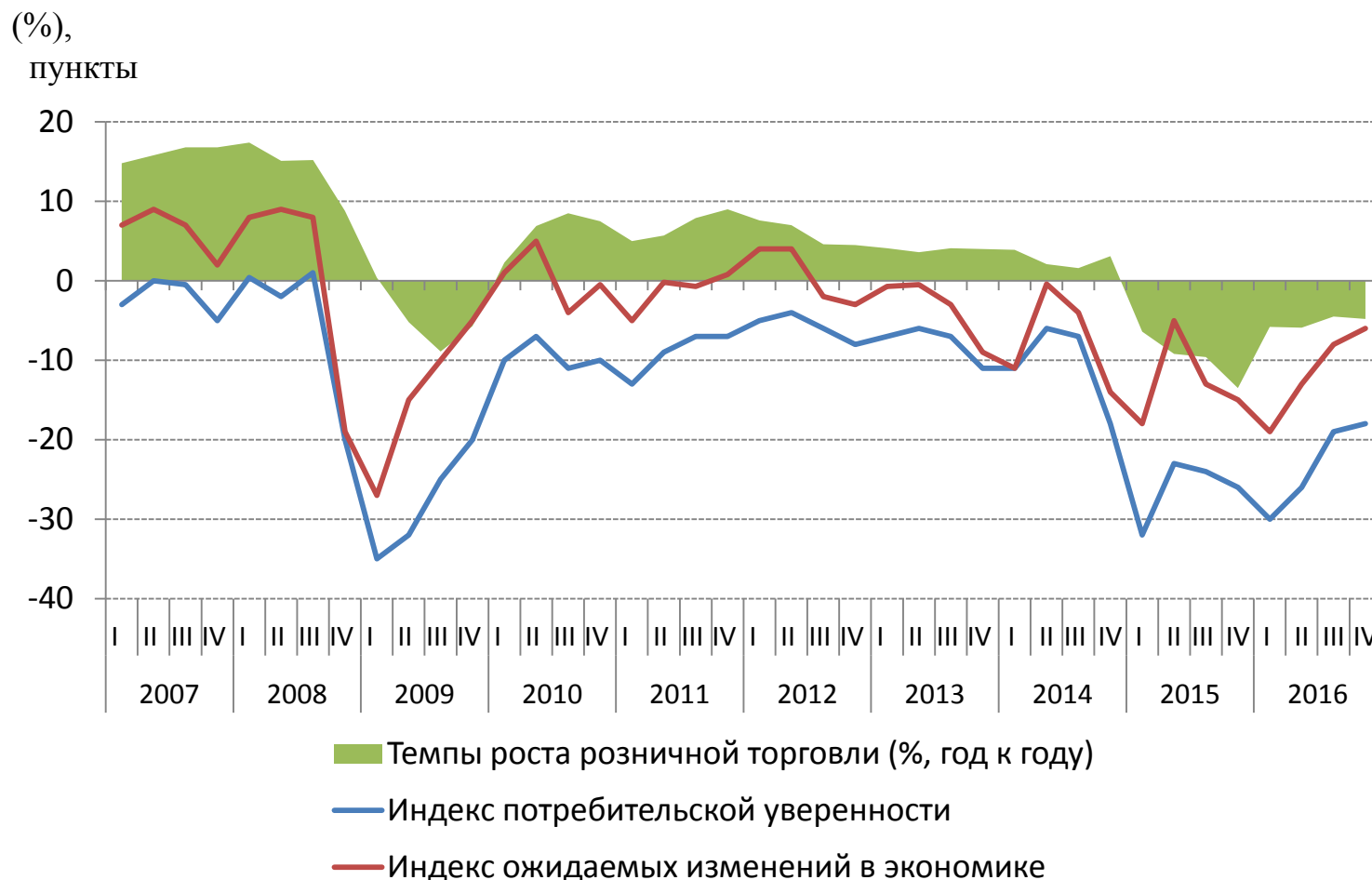
## ВКЛАД ДОМОХОЗЯЙСТВ В РОСТ В РОССИИ



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 сначала 90-х годов**

# Розничная торговля и настроения населения



В 15-16 годах темпы падения розничной торговли в продовольственном и непродовольственных сегментах практически одинаковы, что явно говорит о серьезных проблемах в значительном количестве домохозяйств;

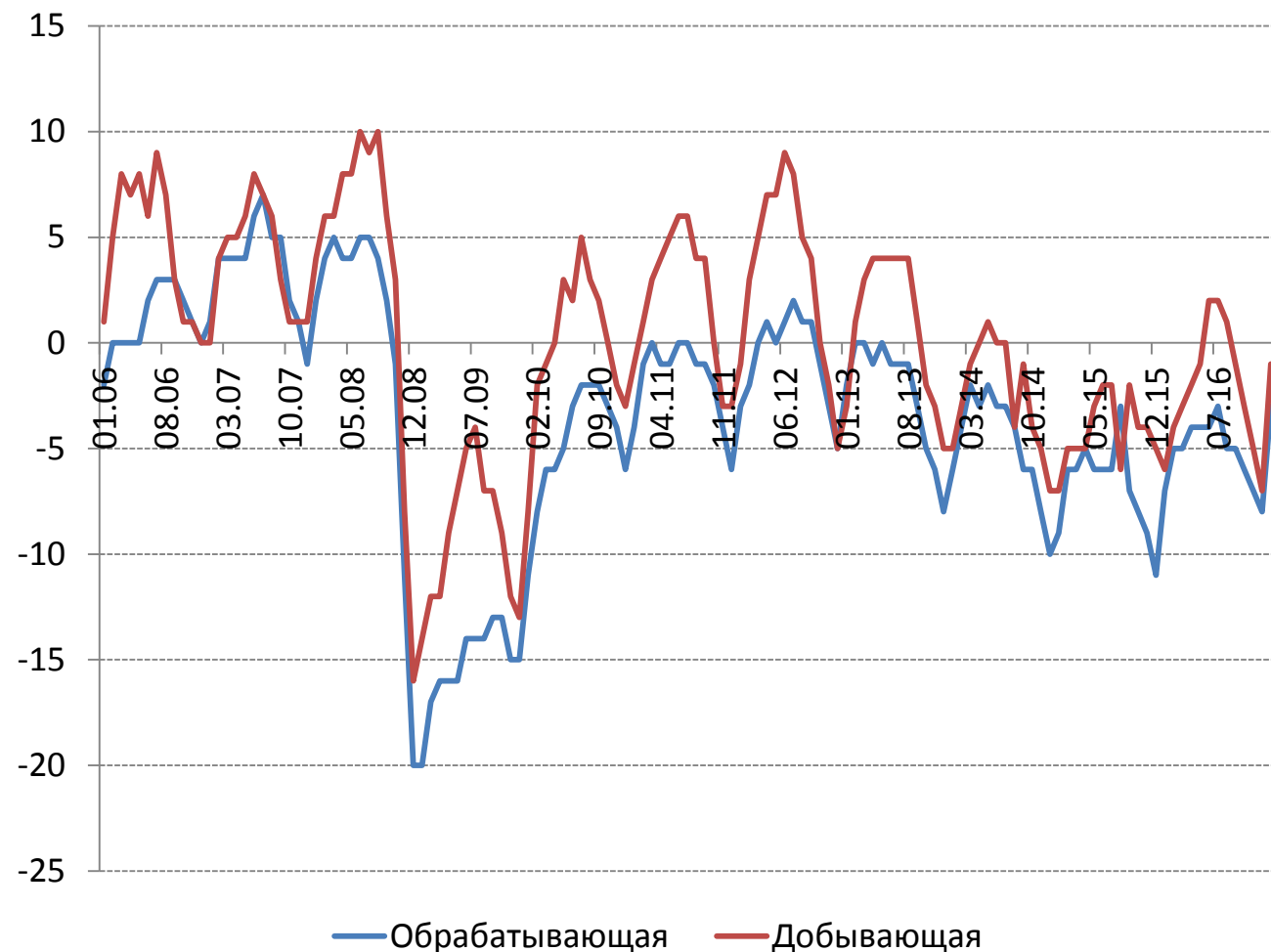
Глубина падения потребительской уверенности такая же, как и в 2009 году, а восстановление вялое;

Улучшение последних трех кварталов - хороший знак, но для возобновления роста этого едва ли достаточно;

**Изменение в ожиданиях обычно сказывается на спросе и динамике торговли через 1-2 квартала, значит, начавшееся в 2016 восстановление, если не прервется, может трансформироваться в небольшой рост с середины 2017 года**

# Деловая активность в промышленности неоднозначна

(единиц)



- В добывающей и обрабатывающей отраслях деловая активность ниже докризисных уровней, признаки заметных улучшения пока наблюдаются только в добыче полезных ископаемых и в ряде ниш обрабатывающей промышленности;
- 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.

**Опережающие индикаторы в добыче и обработке указывают на умеренное улучшение ситуации, но назвать их уверенным сигналом нельзя**

# Настроения бизнеса в сфере услуг

пункты



Фактически эти индексы представляют основные сферы экономики (на них приходится около 50% ВВП России), работающие почти исключительно на внутренний спрос

Относительно комфортно себя ощущают сектора в сумме не превышающие 25% ВВП, в частности:

Сельское хозяйство;  
Добывающие полезных ископаемых;  
Ряд сегментов в сфере обрабатывающих производств, отдельные ниши в услугах (ИТ, туризм).

**Снижение реальных доходов (помимо зарплаты), продолжающееся третий год, возможно, не позволит сфере услуг начать уверенно расти в 2017 году**

# Банки: с конца 2013 года сектор в кризисе

- Ухудшение качества кредитного портфеля наложилось на нерешенные проблемы, накопленные банками с кризиса 2008-2009;
- Попытка «отыгаться» в сегменте потребительского кредитования к концу 2014 завершилась значительным объемом плохих потребительских кредитов на балансах;
- Резкое повышение ставок ЦБ в 2014 году сделало уже выданные кредиты даже надежным, платежеспособным заемщикам корпоративного сектора - убыточными;
- Падение нормы сбережений населения и невозможность, а местами неготовность повысить ставку по депозитам осложнили привлечение средств, увеличили зависимость от Банка России, подтолкнули к активному использованию «коротких» средств для выдачи долгосрочных кредитов;
- Низкая и падающая не первый год прибыльность операций сделали вложение в капитал банков невыгодными для акционеров задолго до 2014 года;
- Идущая «зачистка» банковского сектора от «плохих» участников, спровоцировала кризис доверия, в первую очередь, среди некрупных банков и процесс еще далек от завершения;
- Санкции ухудшили отношения с внешними контрагентами, заметно ухудшили положение многих крупных участников, лишили их «длинных» пассивов;

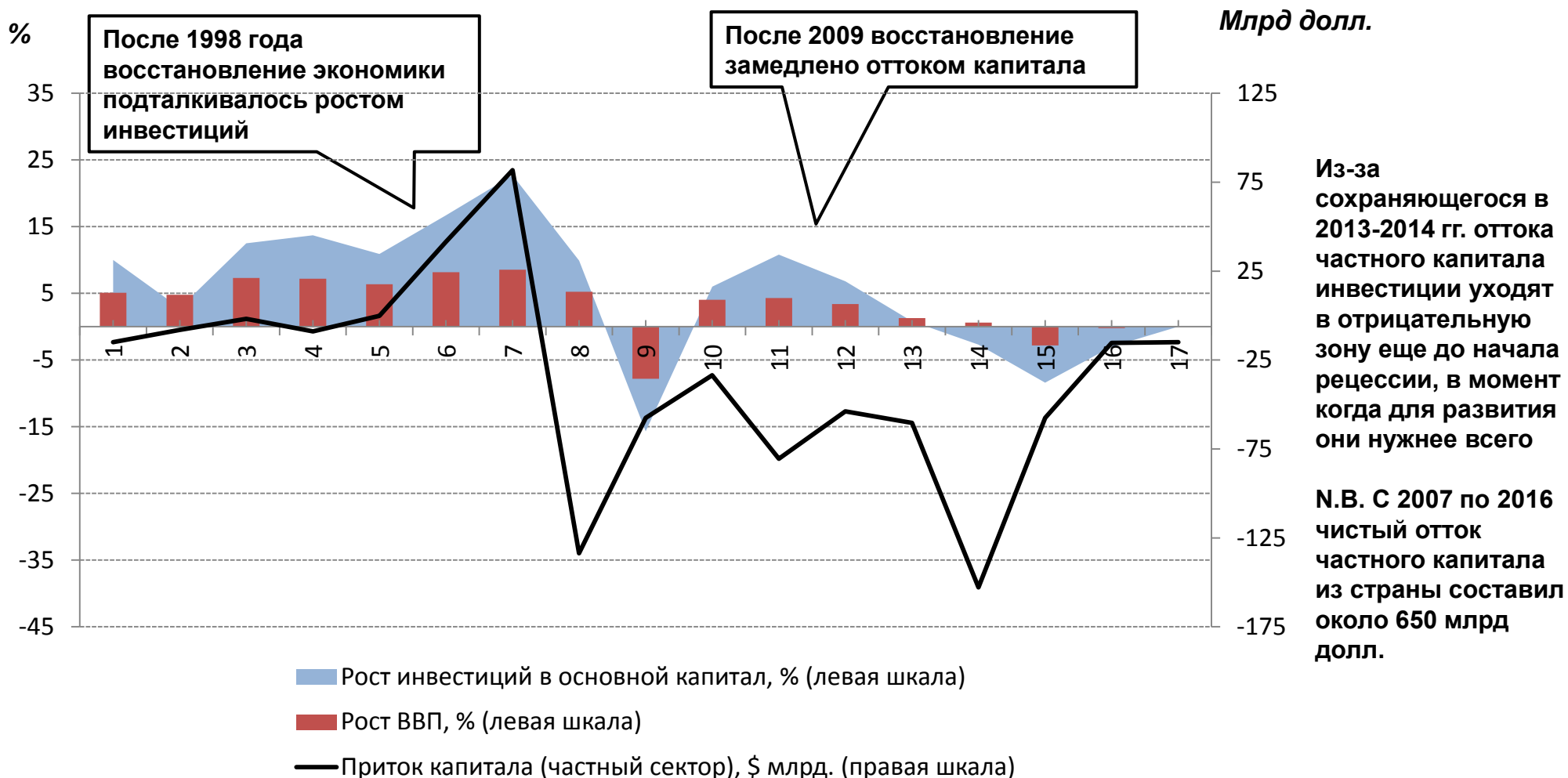
**По большому счету, многие банки решают сейчас одну задачу – попытаться выжить, в следующем году, как и в этом их число заметно сократится**

# Государственный сектор

- Бюджетная политика последних лет направлена на одну цель – достижение сбалансированности в среднесрочной перспективе, что никак не компенсирует спад экономической активности в частном секторе;
- Антикризисные планы 2015-2016 годов – не более чем набор «заплаток» и они почти не изменяют дефицит бюджета, а реализуются за счет урезания других доходных статей;
- Последовательная экономическая политика развития не проводится – действия властей, в основном, носят реактивный характер и ориентируются на ближайшую перспективу, что хорошо показывает недавнее возвращение к годовым (вместо 3-летних) бюджетам;
- Увеличение социальных расходов (а на федеральном уровне и оборонных) долгое время осуществлялось за счет урезания инвестиционных расходов бюджетами всех уровней;
- Мегапроекты, реализованные в последние годы, в очень малой степени нацелены на развитие регионов, где они осуществлялись, в силу этого инвестиционные вложения в них не смогут дать масштабного улучшающего эффекта;
- Оборонные расходы носят ограниченный стимулирующий характер и большинство бизнесов в стране не затрагивают.

**Не имея ни стратегии выхода ни готовности «залить» кризис деньгами, преследуя лишь одну цель – сбалансировать бюджет, власти только усугубляют и без того непростой кризис во многих сегментах экономики**

# Новый капитал не инвестируется в стране



**Спад в инвестициях сократил спрос в капиталосоздающих секторах, которые в результате не восстановились с уровней 2008 г., что в отсутствии роста внешнего спроса сделало внутреннее потребление единственным локомотивом роста с 2012 г.**

Базовый  
сценарий

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции, %	-2,7	-8,4	-3,0	0	2	3	2	1
Промышленное производство, %	1,7	-3,4	1,1	1	1,5	1,5	1,5	1,5
Инфляция, %, еор	11,4	12,9	5,4	5,0	5,0	5,0	4,5	4,0
Розничная торговля, %	2,7	-10,0	-5,2	-1	1,5	1	2	3
Обменный курс (RUB/USD), еор	56	72,9	60,7	65	60	60	60	60
Ключевая ставка, еор	17,0	11,0	10,0	8,5	6,5	5,5	5,0	3,5
Нефть, Urals, USD/bbl	98	51	42	45	50	55	60	60
<b>ВВП, %</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</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	-3,0	2	3	4	2	1
Промышленное производство, %	1,7	-3,4	1,1	1,5	2	5	4	3
Инфляция, %, еор	11,4	12,9	5,4	5,5	6,0	5,5	5,0	5,0
Розничная торговля, %	2,7	-10,0	-5,2	0	2,5	3,0	3,5	3,0
Обменный курс (RUB/USD), еор	56	72,9	60,7	65	60	55	50	51
Ключевая ставка, еор	17,0	11,0	10,0	8,5	8,0	7,0	6,5	5,5
Нефть, Urals, USD/bbl	98	51	42	55	65	70	75	80
<b>ВВП, %</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>

Пессимистичный  
сценарий

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции, %	-2,7	-8,4	-3,0	-10	5	4	3	2
Промышленное производство, %	1,7	-3,4	1,1	-5	2	3	3	2
Инфляция, %, еор	11,4	12,9	5,4	15	7,5	3	4	4
Розничная торговля, %	2,7	-10,0	-5,2	-10	-4	1	3,5	5
Обменный курс (RUB/USD), еор	56	72,9	60,7	110	105	100	90	80
Ключевая ставка, еор	17,0	11,0	10,0	13,0	9,0	5,5	4,5	4,5
Нефть, Urals, USD/bbl	98	51	42	25	35	40	45	50
<b>ВВП, %</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>