

21 марта 2016

Цены на сырье останутся низкими.....3

Внутренние ограничения для экстенсивного роста: рабочая сила и загрузка мощностей.....4

Государство сократит свое присутствие в экономике.....5

Дешевый труд создаст дополнительные возможности для осуществления инвестиций.....6

Инфляция и длинные ставки будут снижаться....7

Могут возникнуть новые экономические стимулы, способные привести к появлению точек роста производительности труда.....8

Дмитрий Куликов

Старший аналитик, группа исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0492

dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Директор, руководитель группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Мария Мухина

Операционный директор

+7 (495) 139-0480

maria.mukhina@acra-ratings.ru

Экономика России: без привычных условий для роста, но со стимулами к изменениям

Экономика России: прогноз до 2020 года

- **Низкие цены на сырьевые товары сохранятся.** Инвестиции, сделанные в период ожиданий высокого роста в развивающихся странах, привели к появлению на многих рынках избыточных производственных мощностей. В ближайшие два–три года из-за замедления глобального экономического роста профицит сохранится. Стоимость российского экспорта и импорта в долларах будет в два раза меньше прежнего.
- **Расходы государства будут сжиматься.** Снижение нефтегазовых доходов и инерция социальных обязательств истощат резервы правительства и приведут к сокращению распределительной и инвестиционной роли государственных бюджетов.
- **Экономический рост будет сдерживаться неблагоприятной демографией.** Трудовые ресурсы будут сокращаться: в трудоспособный возраст входит малочисленное поколение девяностых как в России, так и в странах ближнего зарубежья, обеспечивающих миграционный приток.
- **Удельная стоимость труда начнет сокращаться.** После 15 лет роста зарплат, опережавшего рост производительности труда, динамика может смениться на обратную. Исчезнет важный драйвер роста зарплат — опережающая индексация в госуправлении и ТЭК. В этой ситуации выигрывают трудоемкие отрасли.
- **Инфляция приблизится к целевым ориентирам Банка России к 2018 году,** так как прекратят действовать факторы переноса валютного курса и продуктового эмбарго. Также этому будет способствовать запаздывающая индексация тарифов естественных монополий. Спад инфляции создаст давление на длинные процентные ставки.
- **Несмотря на отсутствие роста экономики, возможен рост производительности труда** за счет возникновения новых экономических стимулов. Низкая инфляция приведет к росту горизонта планирования инвестиций и росту срочности инструментов финансового рынка. Рост доли прибыли в совокупных доходах экономики создаст дополнительные возможности для осуществления инвестиций за счет собственных средств предприятий. В стабильной политической обстановке будет возможен рост прямых иностранных инвестиций.

Таблица 1. Основные показатели российской и мировой экономики в 2013–2020 годах

Показатели	ед. изм.	факт			оценка	прогноз			
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ключевые показатели внешней среды									
Цена нефти Urals	долл./барр.	108	98	51	39	43	44	45	45
Мировой ВВП ¹	% г/г	2,4	2,6	2,4	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7
ВВП США	% г/г	1,5	2,4	2,4	1,5	1,2	1,4	1,5	1,6
ВВП Китай	% г/г	7,7	7,3	6,9	5,8	5,6	4,8	4,5	4,0
ВВП еврозона	% г/г	-0,3	0,9	1,6	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
Показатели производства									
ВВП в рыночных ценах ²	млрд руб.	71055	77893	80413	82660	86066	90657	95572	101464
Темпы прироста реального ВВП	% г/г	1,3	0,7	-3,7	-1,8	-0,4	0,5	0,7	0,9
Инвестиции в основной капитал	млрд руб.	14357	16652	17696	18268	19193	20398	21695	22829
Темпы реального прироста инвестиций в основной капитал ³	% г/г	0,9	-0,6	-7,6	-5,2	-1,0	1,0	1,2	0,2
Индекс промпроизводства	% г/г	0,4	1,7	-3,4	-1,4	0,7	1,0	0,5	0,5
Розничный товарооборот	млрд руб.	23686	26356	27576	29537	29355	30754	32686	34888
Показатели платежного баланса									
Экспорт товаров	млрд долл.	523	498	340	285	295	318	341	352
Импорт товаров	млрд долл.	341	310	194	180	207	208	207	212
Курс доллара к рублю (среднегодовой)	руб./долл.	31,8	38,5	61,3	71,0	69,0	67,1	68,2	69,5
Доходы и рынок труда									
Средняя заработная плата	руб./месяц	29792	32611	33925	33992	34224	34682	36474	38629
Реальные располагаемые доходы населения	% г/г	4,0	1,4	-4,0	-3,5	-1,1	-0,8	0,6	1,1
Численность населения	млн чел.	144	145	146	147	147	147	147	147
Численность ЭАН	млн чел.	76	75	77	76	75	74	74	73
Уровень безработицы	% от ЭАН	5,5	5,2	5,6	6,6	6,2	6,0	5,7	5,5
Цены и показатели финансового рынка									
Инфляция (ИПЦ)	% дек./дек.	6,5	11,4	12,9	7,2	6,0	5,2	5,1	5,0
Индекс цен производителей	% дек./дек.	3,7	5,7	10,7	6,0	6,5	5,3	5,2	5,7
Ключевая ставка (среднегодовая)	%	5,5	8,0	12,5	9,6	7,3	6,5	6,0	5,5
Ставка бескупонной ОФЗ на 5 лет	%	6,7	9,3	11,6	8,9	7,7	6,9	6,8	6,7
Ставка по депозитам населения (> 1 года)	%	7,9	8,1	10,2	8,9	8,2	7,5	7,2	7,1
Ставка банковского кредитования компаний нефинансового сектора (> 1 года)	%	11,5	11,6	15,3	12,8	12,3	11,9	11,7	11,8
Бюджет									
Сальдо федерального бюджета	% от ВВП	-0,5	-0,5	-2,6	-4,2	-2,9	-1,8	-1,0	-0,8
Резервный фонд	млрд долл.	87	88	50	14	0	0	0	0
ФНБ	млрд долл.	89	78	72	72	55	50	46	46

Источники: Росстат, Банк России, Казначейство РФ, Минфин РФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства, расчеты АКРА

¹Методология Всемирного банка.

²В новой методологии Росстата, основанной на СНС-2008.

³Прирост индекса физического объема, для коррекции использован дефлятор инвестиций.

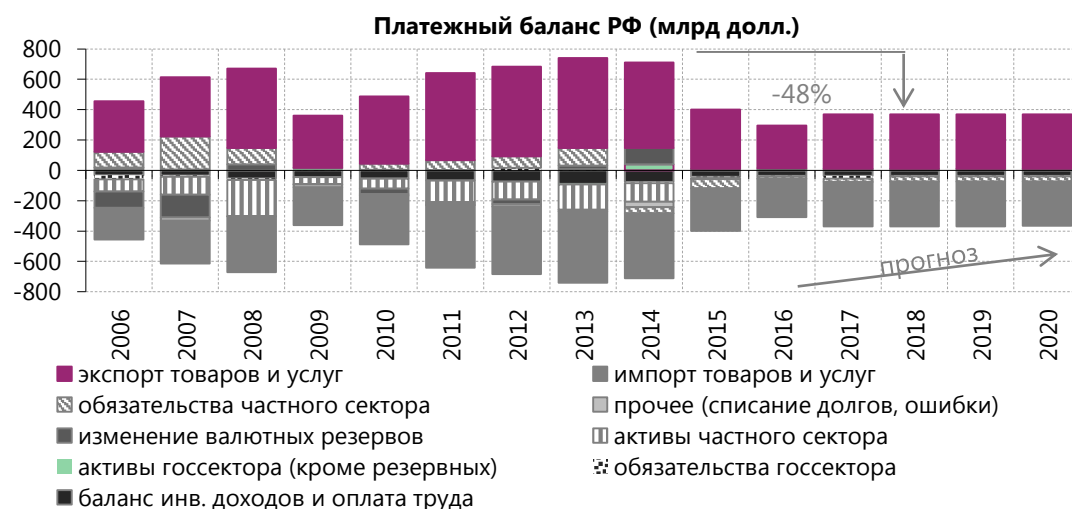
Цены на сырье останутся низкими

Инвестиции, сделанные в период ожиданий высокого экономического роста в развивающихся странах, привели к появлению на многих сырьевых рынках (черные и цветные металлы, энергоресурсы) избыточных производственных мощностей. В 2014–2015 годах ввод этих мощностей, а также укрепление доллара потянули соответствующие цены вниз. В ближайшие два–три года из-за замедления глобального экономического роста профицит сохранится.

Описанная тенденция характерна и для нефтяного рынка, который изменился еще и качественно. Со стороны предложения сильнее всего влияет появление в США новых производителей сланцевой нефти с умеренными издержками — начиная с 2014 года они начали играть роль маржинальных производителей. Диапазон средних издержек добычи (включая транспортировку) составляет у них, по оценкам, 30–60 долл./барр. с основной концентрацией около 50 долл./барр. и перспективами дальнейшего снижения (с 2013 по 2016 год произошло падение на 40%). Текущие нефтяные цены находятся ниже устойчивых среднесрочных значений, так как дополнительное влияние на них оказывают такие краткосрочные факторы, как наличие больших мировых запасов и снятие торговых санкций с Ирана. Действие этих факторов, по ожиданиям АКРА, прекратится к концу 2016 года. В среднесрочном периоде цены останутся на низком уровне (менее 55 долл./барр.).

Для России описанные перспективы означают сохранение малой стоимости экспорта, соответствующее сжатие импорта товаров и услуг (в два раза по сравнению с уровнем 2013 года) и потенциальное изменение направлений импорта в пользу более дешевых рынков СНГ и Азии. Основным эффектом от импортозамещения будет наблюдаться в АПК и легкой промышленности, как сравнительно трудоемких. В тяжелом положении окажется более сложнотемпозамещаемый и капиталоемкий инвестиционный импорт: машины и промышленное оборудование, где импортозамещение будет наблюдаться лишь в отдельных проектах — обеспеченных государственной поддержкой.

Рисунок 1. Потребление импортных товаров и услуг будет в два раза меньше, чем до падения нефтяных цен



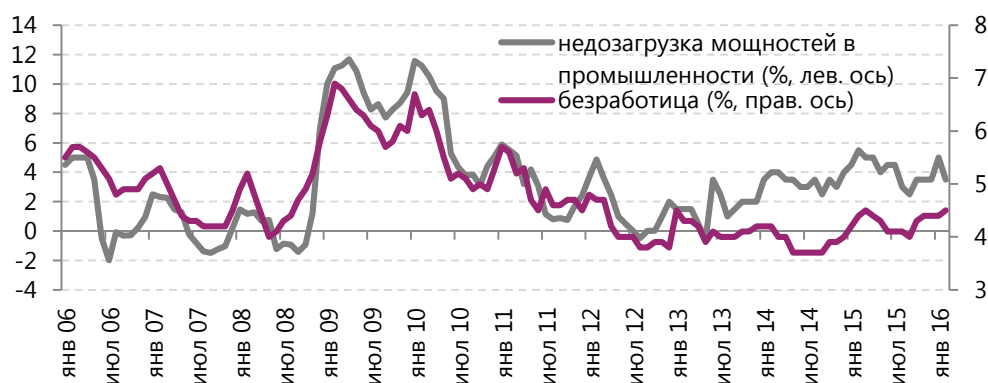
Источники: расчеты АКРА

Внутренние ограничения для экстенсивного роста: рабочая сила и загрузка мощностей

Значимым ограничителем для продолжения экстенсивного роста является неблагоприятная демографическая тенденция — сокращение численности экономически активного населения. Пиковые значения рабочей силы середины 2000-х были связаны с достижением трудоспособного возраста многочисленным поколением восьмидесятых. В ближайшие годы основным демографическим фактором, влияющим на экономику, будет спад рождаемости в социально неблагоприятные 90-е. К 2020 году, по оценке АКРА, численность населения в возрасте 16–60 лет снизится на 6–7%.

С точки зрения участия в производстве эту негативную тенденцию могли бы компенсировать люди старших возрастов (если здоровье позволяет, многие пенсионеры стараются работать), миграционный приток и увеличение уровня занятости. Благодаря людям в возрасте 61–75 лет на рынке труда можно заместить около половины прогнозируемого оттока. Приток мигрантов будет сдерживаться сравнительно дешевым рублем и сходными негативными демографическими тенденциями на всем постсоветском пространстве, тем не менее мигранты могли бы скомпенсировать около 10% оттока. Наконец, уровень занятости сейчас находится на рекордно высоком уровне (94,2%), и, по всей видимости, потенциал его роста исчерпан, так как остаточная безработица носит характер структурной или фрикционной (связанной с несовпадением компетенций работников и спроса со стороны работодателей, а также добровольным поиском работы). После небольшого всплеска в 2016 безработица вернется к наблюдаемому низкому уровню. Итого, к 2020 году количество занятых уменьшится примерно на 3%.

Рисунок 2. Экстенсивный рост за счет внутренних ресурсов осложнен, так как использование факторов производства близко к потенциалу



Источники: расчеты АКРА

Даже в случае резкого улучшения внешней конъюнктуры и достаточности трудовых ресурсов рост экономики за счет загрузки неиспользуемых производственных мощностей будет ограничен, так как средняя загрузка в добыче и обработке в текущий момент лишь на 3,5 п. п. ниже потенциальной (в 2009 году была ниже на 10 п. п.).

Описанные объективные ограничения являются базой для стагнации потенциальных темпов экономического роста. На горизонте пяти лет она реализуется в случае отсутствия изменений в структуре экономики или производительности труда.

Государство сократит свое присутствие в экономике

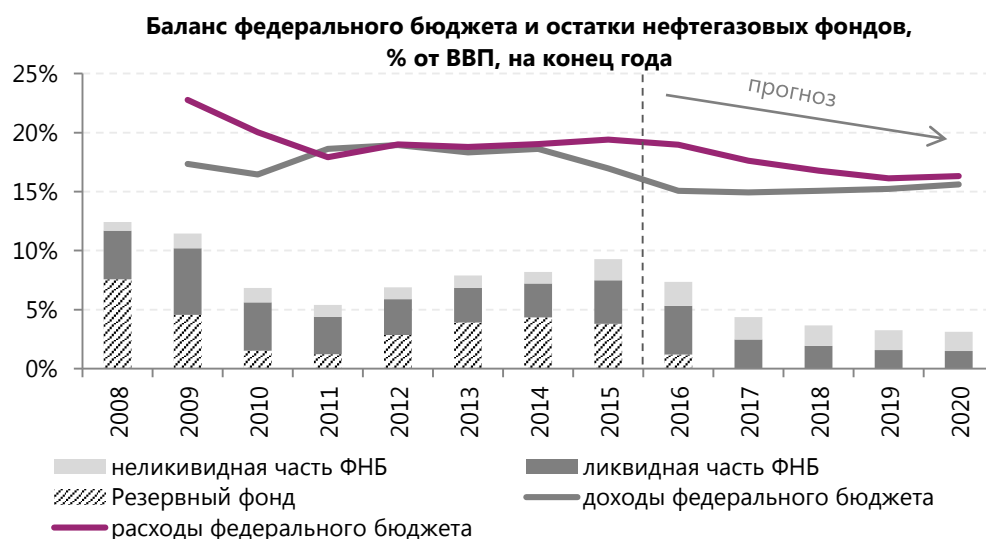
Сжатие нефтегазовых доходов государства в ближайшие годы не будет компенсировано ростом ненефтегазовых в связи вероятным сохранением основных налоговых ставок, по крайней мере до 2018 года. Инерция социальных обязательств и крупных государственных инвестиционных проектов не позволит настолько же резко сократить расходы. Это приведет к аккумуляции серьезного дефицита (до 4% ВВП) на федеральном уровне бюджетной системы в 2016–2017 годах.

Финансирование дефицита будет опираться на средства Резервного фонда и частично Фонда национального благосостояния до момента их исчерпания, а также на внутренние заимствования в национальной валюте. Начиная с 2018 года накопление рыночного долга станет основным систематическим источником финансирования, но к этому моменту реальное сокращение расходов должно вновь обеспечить приблизительную сбалансированность (плюс-минус 1% ВВП).

Относительное уменьшение расходов и возможная сопутствующая приватизация приведут к сокращению распределительной и инвестиционной роли бюджетов (часть соответствующих функций возьмет на себя банковский сектор). Возможен частичный откат вниз доли расходов на безопасность и оборону. Но в перспективе до 2020 года основными источниками сокращения могут стать социальные расходы и расходы на человеческий капитал: пенсии, образование, здравоохранение.

После 2017 года малый объем бюджетных резервов не позволит государству играть контрциклическую роль при появлении негативных тенденций во внешней конъюнктуре или в случае внутреннего циклического кризиса. Если тенденции будут благоприятными, накопление резервов будет возобновлено, так как опыт их использования по итогам кризисов 2008–2009 годов и 2015 года признан позитивным.

Рисунок 3. Баланс бюджет вновь достигнут в результате сокращения расходов



Источники: расчеты АКРА

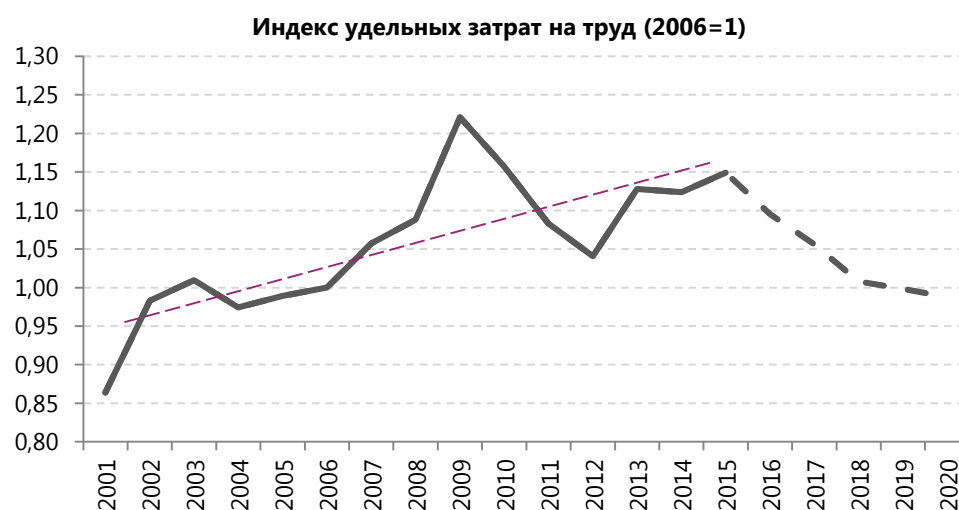
Дешевый труд создаст дополнительные возможности для осуществления инвестиций

Одним из основных драйверов роста трудовых издержек в России в последние 15 лет была опережающая индексация заработных плат в ТЭК, госуправлении и ИТ. Государство исполняло перераспределительную функцию, транслируя часть экспортных доходов в заработные платы и, в конечном итоге, в рост экономики за счет потребления.

В нынешних условиях, в условиях реального сокращения госрасходов, заработные платы в бюджетном секторе будут затраты на труд сдерживать. Скромные перспективы нефтегазового экспорта ограничат рост зарплат в ТЭК. Эти ожидания дают шанс на перелом долгосрочной тенденции и начало первого за 20 лет длительного периода снижения удельных трудовых издержек, что приведет к росту доли прибыли в валовых доходах экономики.

Новый фактор — дешевый труд — будет выгоден трудоемким отраслям. Но самые трудоемкие отрасли российской экономики — торговля, строительство, сфера услуг — также будут находиться под давлением стагнирующего спроса, и дешевый труд лишь частично сгладит негативные тенденции. Удешевление трудовых ресурсов заметно поддержит только те отрасли с высокими издержками на труд, в которых внутренний спрос стимулируется удорожанием импорта; преимущественно это АПК, легкая промышленность, электроника, электротехника.

Рисунок 4. Труд на единицу продукции может стать дешевле⁴



Источники: расчеты АКРА

⁴В мировой статистике существует аналогичный показатель ULC (unit labor cost, затраты на рабочую силу в пересчете на единицу продукции).

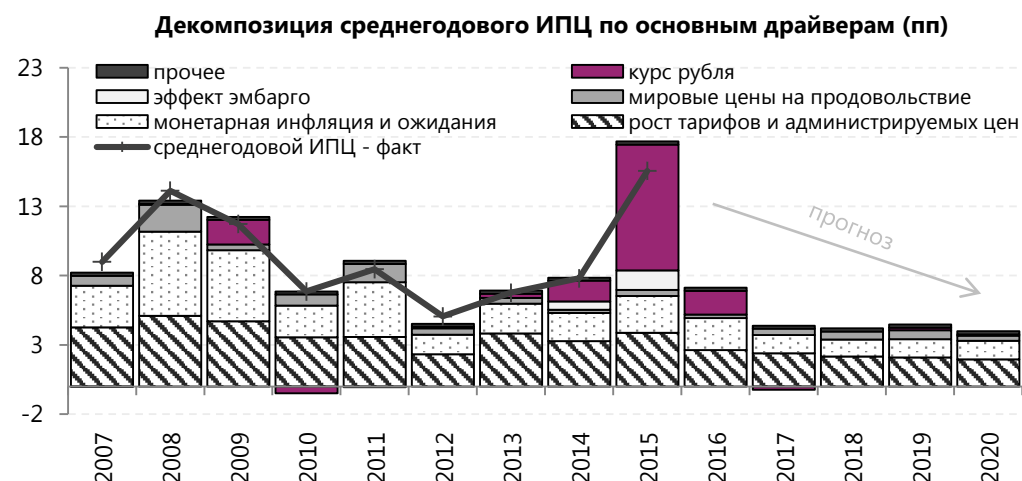
Инфляция и длинные ставки будут снижаться

Основные процессы, обеспечившие всплеск потребительских цен в 2014–2015 годах, в 2016–2017 годы на инфляцию влиять перестанут, так как постепенно сойдут на нет. В ситуации устойчиво низких нефтяных цен и относительно стабильного платежного баланса вклад переноса валютного курса в товарные цены будет мал. При неизменной курсовой и информационной политике Банка России, если удастся избежать эпизодов валютной паники, он может снизиться с 9,8 до 0,3–0,8 п. п. Эффект от продовольственных контрсанкций в наблюдаемых ценах уже полностью отразился и в случае их отмены может привести лишь к замедлению инфляции.

Тарифная политика будет носить контрциклический характер. Главная проблема для сдержанной индексации — тарифы на тепло, так как состояние основных фондов является критическим и после прохождения электорального цикла 2017–2018 годов ожидается существенное превышение индексации тарифов на тепло над инфляцией. Замедленная индексация тарифов, пенсий и бюджетных расходов на заработные платы, вызванная сжатием роли государства в экономике, может к 2020 году снизить инерционную составляющую инфляции с 6,5 до 3 п. п. (включая влияние инфляционных ожиданий).

В результате пересмотра перспектив спроса со стороны развивающихся стран и в связи с наличием на многих рынках избыточных мощностей мировые цены на продовольствие и сырьевые товары будут, по всей видимости, стагнировать или даже падать. Исключением могут стать эпизоды стихийных бедствий и экологических катастроф.

Рисунок 5. Эффект переноса валютного курса и контрсанкций сойдет на нет



Источники: расчеты АКРА

В результате действия перечисленных факторов инфляция в России в ближайшие годы продолжит снижаться и к 2018 году приблизится к целевому ориентиру Банка России (4% годовых).

Замедление наблюдаемой инфляции кардинально повлияет на инфляционные ожидания — длинные ставки заимствования в рублях могут к 2020 году снизиться на 3–3,5 п. п.

Могут возникнуть новые экономические стимулы, способные привести к появлению точек роста производительности труда

Экстенсивный рост экономики за счет использования большего объема факторов производства (труда, капитала) или благоприятной внешней конъюнктуры маловероятен, поэтому единственной реальной возможностью для возобновления экономического роста сейчас является увеличение производительности.

А. Капиталоемкая деятельность более производительна

Стоимость инвестиционного импорта существенно выросла и останется высокой из-за девальвации рубля, поэтому в среднесрочном периоде для поддержания или роста запасов производственного капитала понадобится компенсирующая тенденция в инвестиционных ресурсах компаний. Она может возникнуть в результате ожидаемых изменений в структуре экономики или притока внешних инвестиций:

1) рост доли прибыли в валовых доходах экономики в результате запаздывающей динамики затрат на труд и относительное снижение налоговой нагрузки приведет к увеличению возможности для инвестиций компаний за счет собственных средств;

2) более низкая и стабильная инфляция приведет к увеличению горизонта планирования сбережений населения и инвестиций корпоративного сектора, что будет способствовать развитию новых инструментов финансового рынка и увеличению срочности заимствований, — это облегчит инвестиции за счет заемных средств;

3) сравнительно низкий уровень производственных издержек (в том числе поддержанный девальвацией рубля) может создать у международных компаний стимулы для осуществления прямых инвестиций в потенциально экспортно ориентированных несырьевых отраслях. Но для реализации этого потенциала потребуется реформировать регулирование, чтобы снизить входные барьеры и дополнительно защитить право собственности.

Б. В традиционных сферах деятельности государства есть место для частного сектора:

1) частные собственники, как правило, более эффективны в управлении собственностью, поэтому приватизация некоторых государственных активов может дать прирост к производительности при их использовании;

2) старение населения и сжатие социальных госрасходов стимулирует рост частного сектора социальных услуг (здравоохранение, образование) и страхования.

В. На фоне стагнирующих доходов населения на нерастущих монополизированных рынках обострится конкуренция.

Это приведет к более качественному контролю за издержками и в конечном итоге к внедрению более эффективных бизнес-процессов.

(С) 2016

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Присваиваемые кредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять или дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимает все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.