

## Российская экономика крупным планом

### Рост ВВП: больше стабильности, меньше возможностей

Дмитрий Долгин Сергей Егиев

Старший аналитик  
(+7 495) 780-4724

Аналитик  
(+7 495) 795-3612

**Структура ВВП за 1К15 говорит о том, что нынешняя реакция на кризис отличается от 2009 г.** Нынешняя реакция на кризис отличается от 2009 г. не только глубиной спада ВВП – в 1К15 он снизился всего на 2,2% г/г, а не на 9,2% г/г, как в 1К09 – но и характером изменений в структуре ВВП. Если в 2009 г. основной удар взяла на себя обрабатывающая промышленность, а сектор торговли нарастил долю в структуре ВВП, то в 1К15 доля обработки, напротив, выросла, что способствовало росту доли всех трех промышленных секторов (см. график справа) до 32,4% ВВП (против 31,3% в 1К14). С другой стороны, доля сектора торговли в структуре ВВП сократилась с 21,7% до 20,4%.

**2015 год может знаменовать конец потребительской модели роста.** Изменения в структуре ВВП могут отражать отход от потребительской модели роста, доминировавшей в экономике последние 15 лет. Потребление было основным фактором экономического роста с 2009 г. – к 2015 г. оно выросло на 22%, тогда как ВВП – всего на 6%. Более того, доля зарплат в структуре ВВП продолжала расти (с 47% до 52% в 2008-2014 г.), несмотря на замедление роста ВВП в целом. Мы считаем, что решение правительства отпустить рубль в свободное плавание, невзирая на негативный глобальный фон, можно трактовать как намерение властей наметить сдвиг в структуре ВВП в пользу производителей.

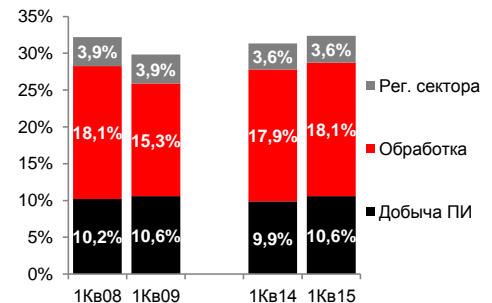
**Текущее падение ВВП не такое глубокое, как в 2009 г., так как уровень запасов уже невысок...** Динамика запасов показывает, что отход от потребительской модели роста не стал сюрпризом: если до 2008 г. накопление запасов было агрессивным и обеспечивало 2-3 п. п. роста ВВП, с 2012 г. уровень запасов снижался. В итоге, если в 2009 г. снижение запасов было резким и объясняло большую часть спада ВВП, сейчас оно, наоборот, весьма умеренное, что ограничивает спад ВВП.

**...производители получают больше бюджетных стимулов...** Как и в 2008-2009 гг., бюджетная политика является важным фактором поддержки экономики. Однако если в предыдущий кризис 30-50% роста бюджетных расходов приходилось на социальные выплаты, то в 2014 г. прямая поддержка домохозяйств из бюджета была почти нулевой, тогда как 30% роста бюджетных расходов пришлось на оборону. За 5М15 оборонные расходы выросли на 40% г/г, опередив другие расходные статьи, и по итогам этого года оборонные расходы достигнут 4,2% ВВП, поддержав рост ВВП через рост выпуска и занятости в отраслях промышленности, ориентированной на госзаказ.

**...а глобальный спрос устойчив.** Наконец, глобальная конъюнктура не столь негативна. В отличие от 2009 г., российский сырьевой экспорт продолжает расти, все более ориентируясь на азиатские страны. С 2008 по 2014 г. экспорт в Китай и Корею практически удвоился – с \$29 млрд до \$56 млрд в год, и в условиях роста китайской экономики на 6-7% внешняя конъюнктура все еще благоприятна для российских производителей.

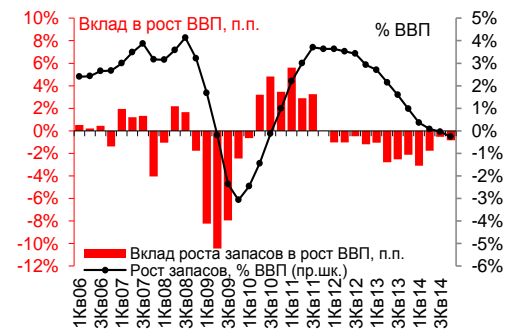
**Сегодняшние факторы поддержки – завтрашние ограничители роста.** Бюджетная политика и глобальный спрос, будучи факторами, сдерживающими спад экономики в 2015 г., имеют весьма туманные перспективы на будущее. Минфин совсем недавно представил жесткий проект бюджета на 2016-2018 гг., предполагающий ограничение роста годовых расходов на уровне 4-5% г/г против 10-20% в предыдущие годы. Способность действительно пойти на ужесточение бюджетной политики пока вызывает сомнения, однако если это произойдет, то может привести к ухудшению нашего прогноза роста ВВП на 2016 г., который сейчас составляет 1%. Возможное замедление роста в Китае – не столь сильная угроза, однако и этот фактор может омрачить перспективы на будущий год, особенно сейчас, когда на долю азиатских стран приходится 20% оборота российской внешней торговли против 15% в 2008 г. В итоге факторы, препятствующие сильному спаду в этом году, могут воспрепятствовать росту в будущем.

#### Промышленные сектора, % ВВП



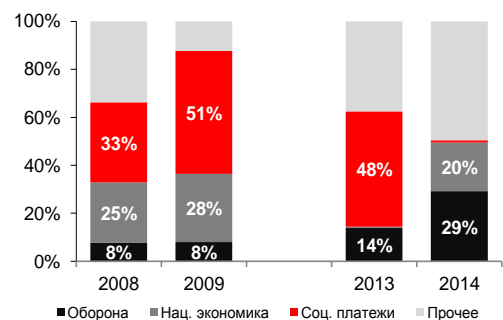
Источники: Росстат, Альфа-Банк

#### Роль создания запасов в росте и структуре ВВП



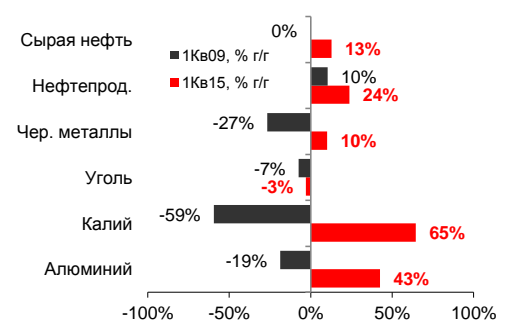
Источники: Росстат, Альфа-Банк

#### Структура роста консолидированных расходов бюджета, %\*



Источники: Минфин, Альфа-Банк; \* без учета 1 трлн руб. ОФЗ

#### Физ. объемы российского экспорта, % г/г



Источники: ФТС, Альфа-Банк

## Рост ВВП: больше стабильности, меньше возможностей

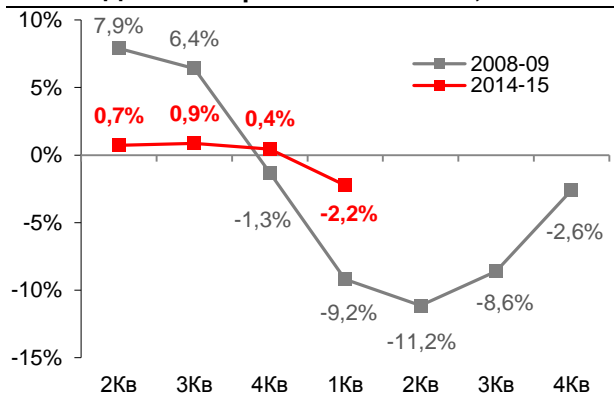
**Российский ВВП снизился на 2,2% г/г в 1К15 против 9,2% г/г в 1К09. Есть расхождения и в изменении структуры ВВП**

**В 1К15 доля обрабатывающей промышленности выросла, в отличие от 1К09; сектор добычи полезных ископаемых рос в обоих случаях**

В 1К15 российский ВВП впервые с 2009 г. продемонстрировал снижение, упав на 2,2% г/г, и предварительные цифры за 5М15 указывают на то, что глубина спада расширилась до 3,2% г/г, т.е. Россия находится в рецессии. Хотя нынешний спад не так глубок, как 9,2% г/г в 1К09 и 10% г/г в 1П09, текущие экономические прогнозы на рынке во многом опираются на опыт кризиса 2008-2009 гг. Мы считаем, что для корректной оценки перспектив экономического роста следует обратить внимание на различия в структуре ВВП и в общем контексте нынешней рецессии по сравнению с прошлым кризисным эпизодом.

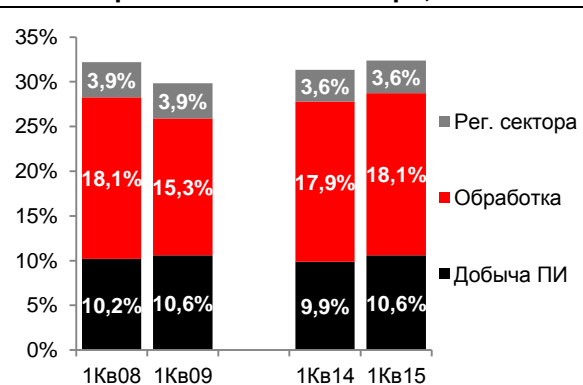
Структура ВВП по использованию за 1К15, опубликованная Росстатом, позволяет сделать первое сравнение. Так, сектор добычи полезных ископаемых реагирует на кризис так же как и в 2009 г. (его доля в общей структуре ВВП выросла до 10,6% после ослабления рубля), тогда как тренд в обрабатывающей промышленности совершенно иной: спад до 15,3% в 1К09 с 18,1% в 1К08 сменился ростом с 17,9% в 1К14 до 18,1% в 1К15. В итоге доля промышленных секторов (добыча полезных ископаемых, обрабатывающая промышленность и регулируемые сектора) в структуре ВВП выросла с 31,3% до 32,4% за последние 12 месяцев.

**Илл. 1. Динамика российского ВВП, % г/г**



Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Илл. 2. Промышленные сектора, % ВВП**

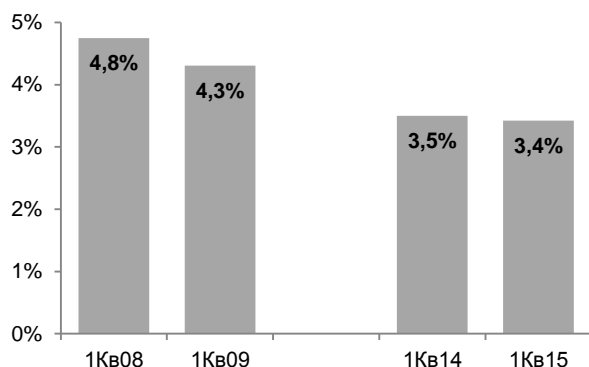


Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Строительству теперь отведена меньшая роль, но давление на этот сектор также ниже; сегмент жилищного строительства растет**

Еще один позитивный сюрприз связан со строительством. Этот сектор сильно пострадал и был источником опасений в 2008-2009 гг., однако сейчас давление на него не такое сильное. В то же время сейчас его доля в структуре ВВП меньше, чем в предыдущий кризис. Это говорит о том, что значимость инвестиционно-ориентированных секторов в последние годы снижается. Сейчас строительный сектор поддерживается только за счет бурного роста жилищного строительства, который связан со снижением привлекательности других форм сбережений домохозяйств (см. наш обзор "Российская экономика крупным планом: Насколько уязвим потребительский тренд?" от 4 сентября 2014 г.). Ситуация в инвестиционном строительстве менее благоприятна.

**Илл. 3. Строительство, % ВВП**



Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Илл. 4. Объемы строительства, % г/г**

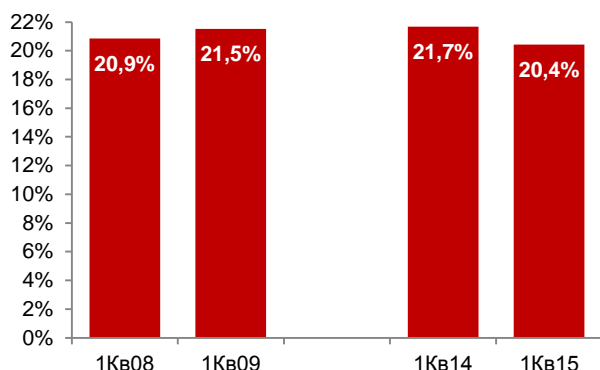


Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Сектор торговли находится под сильным давлением; госсектора не столь сильны как в 2009 г.**

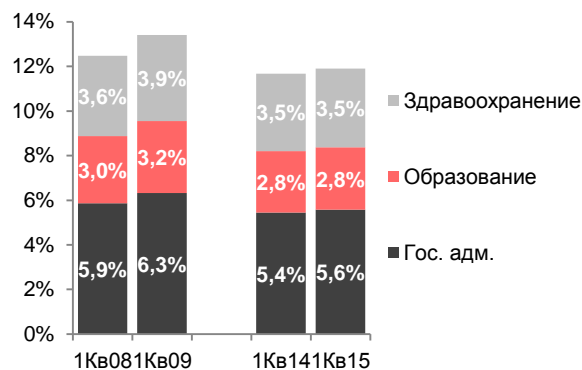
Между тем, реакция сектора торговли на кризис стала большим негативным сюрпризом. В 1К09 его доля в структуре ВВП выросла по сравнению с 1К08 (21,5% против 20,9%); однако в 1К15 она снизилась до 20,4% с 21,7% в 1К14. Аналогичный тренд наблюдается и в госсекторах, доля которых в кризис 2009 г. выросла, однако сейчас почти не изменились. Примечательно, что несмотря на рост совокупных расходов бюджета с 33-34% ВВП в 2007-2008 гг. до 36-37% ВВП в данный момент, доля госсекторов в ВВП снизилась с 13% в 2008-2009 гг. до 10-12% сейчас.

**Илл. 5. Сектор торговли, % ВВП**



Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Илл. 6. Госсектора, % ВВП**



Источники: Росстат, Альфа-Банк

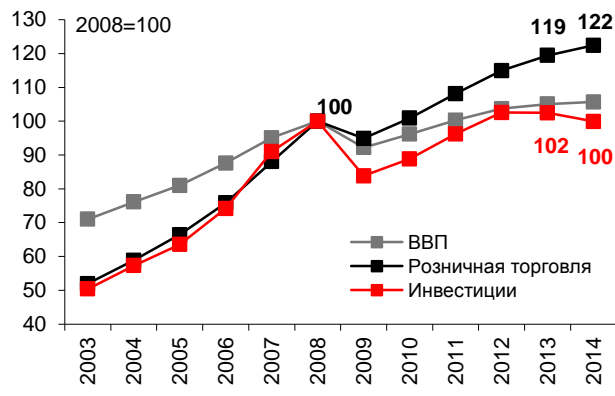
**Торговля сейчас более уязвима, тогда как промышленность более устойчива. Переход к свободному плаванию рубля говорит об отходе от потребительской модели роста**

Вышеупомянутые изменения в структуре ВВП, то есть рост уязвимости сектора торговли и более выигрышное положение промышленности могут свидетельствовать об отходе России от потребительской модели роста, которая преобладала ранее. В частности, решение российского правительства отпустить рубль в свободное плавание, невзирая на негативный глобальный фон является иллюстрацией данного процесса. В отличие от 2П08, когда в ответ на аналогичное падение цен на нефть ЦБ провел интервенции объемом \$200 млрд и сгладил, тем самым, ослабление рубля, в 2П14 власти допустили резкую девальвацию. Это нанесло удар по покупательной способности населения, однако поддержало российских производителей, преимущественно, экспортеров.

**Длительный опережающий рост потребления и доли зарплат в ВВП указывают на то, что необходимость изменения модели экономического назрела уже давно**

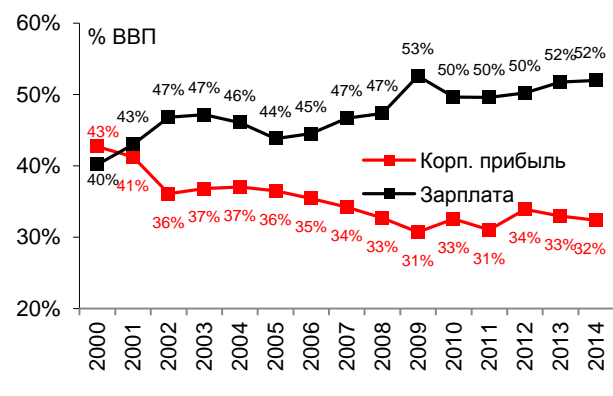
В 2014 г. потребители пострадали отчасти из-за того, что существовавшая в предыдущие годы модель роста стимулировала, в первую очередь, потребление. С 2009 г. оно было единственным источником роста российского ВВП (с 2009 по 2014 г. розничная торговля выросла на 22% в реальном выражении), тогда как динамика инвестиций была крайне вялой. Это уже было сигналом к тому, что производственную активность компаний необходимо стимулировать напрямую, а не через поддержку потребительского спроса. Последнее оказалось неэффективной мерой, которая привела лишь к росту зарплат (они выросли до 52% ВВП в 2014 г. с 47% в 2008 г.) и оказало давление на прибыли компаний. Эти данные говорят о том, что предыдущая модель роста поддерживала, в первую очередь, импорт, подчеркивая необходимость изменения модели роста.

**Илл. 7: Индекс реального ВВП по компонентам**



Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Илл. 8: Зарплаты и прибыли компаний, % ВВП**

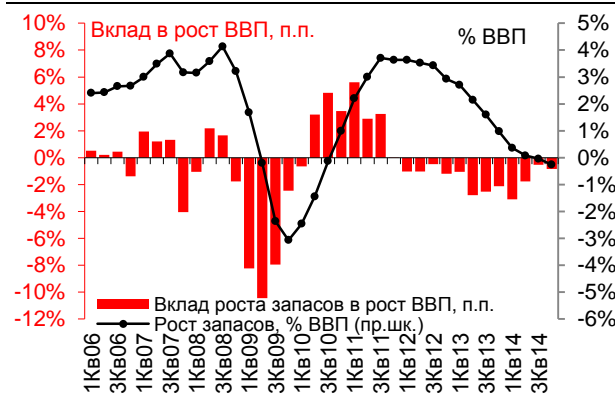


Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Перед кризисом 2008 г. шел активный рост запасов, что обусловило резкий спад в 2009 году; на этот раз запасы плавно снижаются с 2012 года, что ограничивает потенциал падения ВВП в 2015 году**

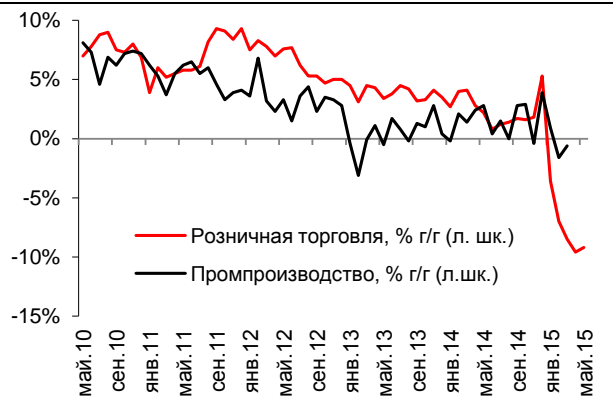
Отход от потребительской модели роста не стал сюрпризом, и об этом можно судить по динамике запасов. Сильный рост потребления до 2008 г. был источником позитивных ожиданий в экономике, что способствовало агрессивному накоплению запасов: этот процесс обеспечивал 2-3 п. п. роста ВВП в 2006-2007 гг. Однако в кризис 2008 г. ожидания резко ухудшились, что привело к резкой распродаже запасов, которая и стала главным фактором экономического спада в 2009 г. После непродолжительного восстановления запасов (Илл. 9) производители осознали, что вернуться к докризисным темпам роста невозможно, и с 2012 г. уровень запасов снижался. Таким образом, к 2014 г. экономика не была перегрета, и потенциал снижения запасов с текущего уровня весьма ограничен – это важное отличие нынешней рецессии от кризиса 2008-2009 гг.

**Илл. 9: Роль запасов в структуре и росте ВВП**



Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Илл. 10: Выпуск промышленной продукции и розничная торговля. % г/г**

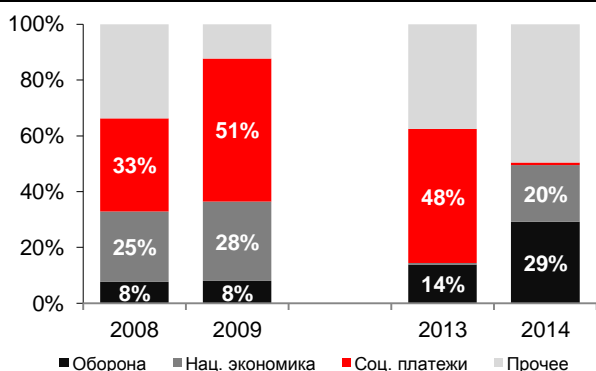


Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Характер бюджетных стимулов изменился – если в 2008-2009 гг. они были направлены на социальные нужды, то сейчас они больше ориентированы на оборону (расходы на оборону составляют 4,2% ВВП против 2,5% в 2008 г.)**

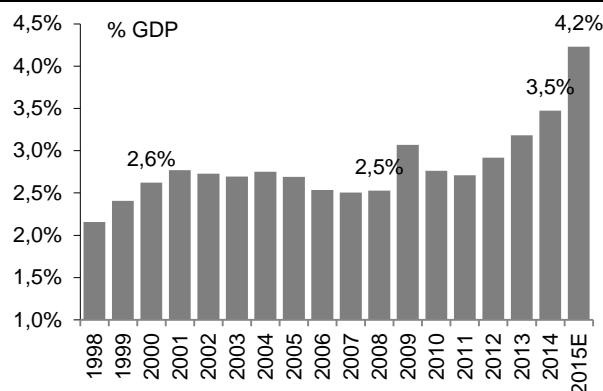
Отсутствие перегрева в экономике – главное, но не единственное отличие нынешней рецессии от предыдущего кризисного эпизода. Вторым фактором является смена приоритетов бюджетной политики. Как и в 2008-09, правительство и сейчас пытается поддерживать реальный сектор через рост расходов; однако направленность бюджетных стимулов изменилась. Если в 2008-2009 гг. 30-50% роста консолидированных бюджетных расходов приходилось на социальные нужды (в основном пенсии), то в 2014 г. прямая поддержка доходов домохозяйств была незначительной, так как приоритеты сместились в сторону оборонной отрасли. Если в 2008-2009 г. на рост оборонных расходов приходилось менее 10% роста суммарных расходов бюджета, то в 2014 г. их вклад в совокупный рост расходов составил почти 30%. В этом году правительство продолжает придерживаться этого подхода: оборонные расходы выросли на 40% г/г за 5М15, опередив другие расходные статьи, а годовой план по расходам указывает на то, что оборонные расходы могут достичь 4,2% ВВП в 2015 г. против 2,5% ВВП в 2008 г. Таким образом, структура расходов сейчас лучше поддерживает настроение производителей, препятствуя более глубокому спаду ВВП.

**Илл. 7: Структура роста расходов консолидированного бюджета, %\***



Источники: Минфин, Альфа-Банк; \* без учета 1 трлн руб. по программе ОФЗ

**Илл. 8: Расходы на оборону, % ВВП**

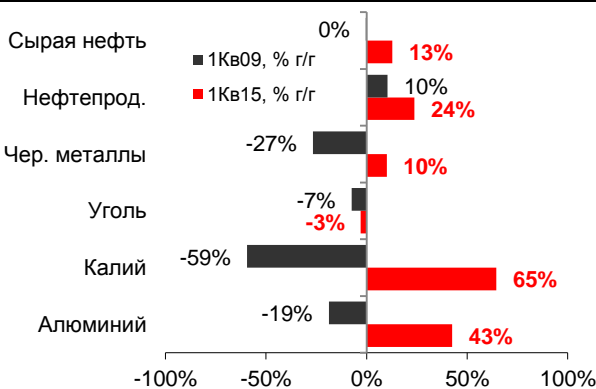


Источники: Минфин, Альфа-Банк

**Глобальный спрос сейчас сильнее: в отличие от 2009 г., Россия в 1К15 наращивает физические объемы экспорта**

В-третьих, глобальная конъюнктура в этом году не столь негативна, как в 2009 г. Санкции действительно привели к удорожанию стоимости кредитных ресурсов, однако на долю корпоративного долга приходится всего 70% ВВП (30% ВВП – внешний долг; 40% – кредиты российских банков), тогда как глобальный спрос сейчас намного сильнее. Российский сырьевой экспорт демонстрирует сильный рост в реальном выражении, тогда как в 2009 г. наблюдался спад (Илл. 9). Кроме того, этот процесс поддерживается ростом роли торговли с азиатскими странами. Так, с 2008 по 2014 гг. российский экспорт в Китай и Корею вырос почти в два раза – с \$29 млрд до \$56 млрд в год, и хотя рост китайской экономики замедляется, внешняя конъюнктура все еще благоприятна для российских производителей.

**Илл. 9: Объемы российского экспорта, % г/г**



Источники: ФТС, Альфа-Банк

**Илл. 10: Экспорт России в Китай/Корею**



Источники: Vlootberg, ФТС, Альфа-Банк

**Бюджетная политика и возможное замедление роста в Китае представляют собой риски для нашего прогноза роста ВВП на следующий год**

Между тем, важно отметить, что хотя бюджетная политика и глобальный спрос сдерживали спад российской экономики в 2015 г., их дальнейшие перспективы представляются весьма туманными. Минфин совсем недавно представил довольно жесткий проект бюджета на 2016-2018 гг., предполагающий ограничение роста годовых расходов на уровне 4-5% г/г против 10-20% в предыдущие годы. Способность действительно пойти на ужесточение бюджетной политики пока вызывает сомнения, однако если это произойдет, то может привести к ухудшению нашего прогноза роста ВВП на 2016 г., который и так сейчас составляет всего 1%. Возможное замедление роста в Китае – не столь сильная угроза, однако и этот фактор может омрачить перспективы на будущий год, особенно сейчас, когда на долю азиатских стран приходится 20% оборота российской внешней торговли против 15% в 2008 г. В итоге факторы, препятствующие сильному спаду в этом году, могут воспрепятствовать восстановлению в будущем.

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

Директор по продажам и торговле акциями  
Телефон/Факс

### Аналитический отдел

Телефон/Факс  
Макроэкономика  
Нефть и Газ  
Банковский сектор, Медиа, Телекоммуникации  
Розничная торговля, Недвижимость, Транспорт  
Металлургия, Горная добыча  
Рынок долговых инструментов  
Аналитическая поддержка российских клиентов  
Редактор  
Перевод

### Торговые операции и продажи

Телефон  
Продажи иностранным клиентам  
Продажи российским клиентам  
Группа продаж Альфа-Директ

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12  
Майкл Пиджиолис  
(7 495) 795-3712

(7 495) 795-3676  
Наталья Орлова, Ph.D, Дмитрий Долгин  
Александр Корнилов, к.э.н., CFA  
Марина Карапетян  
Андрей Никитин  
Дмитрий Глушаков  
Екатерина Леонова  
Гельды Союнов, Алан Казиев  
Эндрю Маллиндер  
Анна Мартынова

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522  
Дмитрий Матюхин  
Дмитрий Демченко  
(7 495) 795-3680  
Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев

## © Альфа-Банк, 2012 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.