

# RatingsDirect®

---

## Экономический рост в России сдерживается как внутренними, так и внешними факторами

**Ведущий кредитный аналитик:**

Софи Тахири, Париж 33 1 44 20 67 88; sophie.tahiri@standardandpoors.com

**Второй контакт:**

Жан-Мишель Сикс, Париж (33) 1-4420-6705; jean-michel.six@standardandpoors.com

### Содержание

---

Резюме

Индикаторы свидетельствуют о медленном, но устойчивом снижении роста

Факторы, сдерживающие предложение, и давление со стороны спроса негативно влияют на экономику

Жесткая денежно-кредитная и фискальная политика

Неблагоприятный деловой климат будет сдерживать рост в долгосрочной перспективе

Статьи, имеющие отношение к теме публикации

# Экономический рост в России сдерживается как внутренними, так и внешними факторами

По мнению Standard & Poor's, экономический рост в России замедляется под влиянием не только неблагоприятных условий в мировой экономике, но и в силу исчерпания экономикой потенциала существующей модели роста. По нашим прогнозам, в 2013 г. рост ВВП в России замедлится до 2,0% по сравнению с 3,4% в 2012 г. и 4,3% в 2011 г. Одной из причин снижения роста ВВП является то, что ухудшение экономической ситуации в еврозоне и других странах обуславливает снижение спроса на российский экспорт, особенно нефть, газ и другие сырьевые товары. При этом российская экономика испытывает дефицит инвестиций в новые производственные мощности значительной по размеру добывающей промышленности. Кроме того, отток частного капитала из России достигает весьма внушительных размеров, поскольку деловой климат сдерживает привлечение как внутренних, так и иностранных инвестиций.

Несмотря на ослабление экономики, с 2012 г. наблюдается рост инфляции. Она оставалась высокой в 1-м полугодии 2013 г. и составляла в среднем 7,1%, что намного выше целевого значения, установленного Банком России (5-6% в 2013 г.). Вместе с тем уровень безработицы (5,3% в июле 2013 г.) оставался рекордно низким. Эти факторы, а также сокращение профицита торгового баланса позволяют сделать вывод о том, что российская экономика работает почти на пределе своего потенциала. Поскольку снижение темпов роста мировой экономики обусловило сдерживание роста нефтяных доходов, которые поддерживали экономический рост в России в 1998-2008 гг., перед страной стоит трудный вопрос: каким образом она может противостоять замедлению темпов роста при ослаблении поддерживающего фактора — растущих цен на сырьевые товары? Правительство пытается ускорить диверсификацию экономики и создать стимулы для повышения темпов роста и стимулирования частных инвестиций в развитие инфраструктуры. Тем не менее мы полагаем, что для устойчивого роста потребуется улучшение делового климата.

## Резюме

- По нашим прогнозам, рост ВВП в России в 2013 г. снизится до 2,0%
- Одной из причин снижения роста ВВП является то, что ухудшение глобальной экономической ситуации обуславливает снижение спроса на экспортируемые Россией сырьевые товары.
- При этом недостаточные инвестиции в новые производственные мощности и неблагоприятный деловой климат также являются сдерживающими факторами роста.
- Жесткая денежно-кредитная политика ограничивает возможности правительства по стимулированию роста.

## Индикаторы свидетельствуют о медленном, но устойчивом снижении роста

Замедление роста, начавшееся в российской экономике в 2012 г., вероятнее всего, продлится до конца 2013 г. По данным Федеральной службы государственной статистики, в 1-м квартале 2012 г. рост ВВП составил 4,9% , но снизился до 4,0% во 2-м квартале этого года, 2,9% в 3-м квартале и 2,1% в последнем квартале (по сравнению с этими же периодами предыдущего года). Снижение продолжилось и в 2013 г.: рост ВВП составил 1,6% в 1-м квартале и всего 1,2% во 2-м квартале по сравнению с этими же периодами предыдущего года.

Другие индикаторы также свидетельствуют о замедлении роста. В июле 2013 г. индекс промышленного производства (ИПП) снизился на 0,7%, причем темпы роста этого показателя начали снижаться еще в 2010 г. (см. диаграмму 1). В основном это было обусловлено ситуацией в обрабатывающей промышленности, где годовые темпы роста снизились до -1,5 по сравнению с -1,2% в июне. В частности, замедлился рост в таких отраслях, связанных с инвестициями, как производство строительных материалов, металлургия и производство грузовых автомобилей.

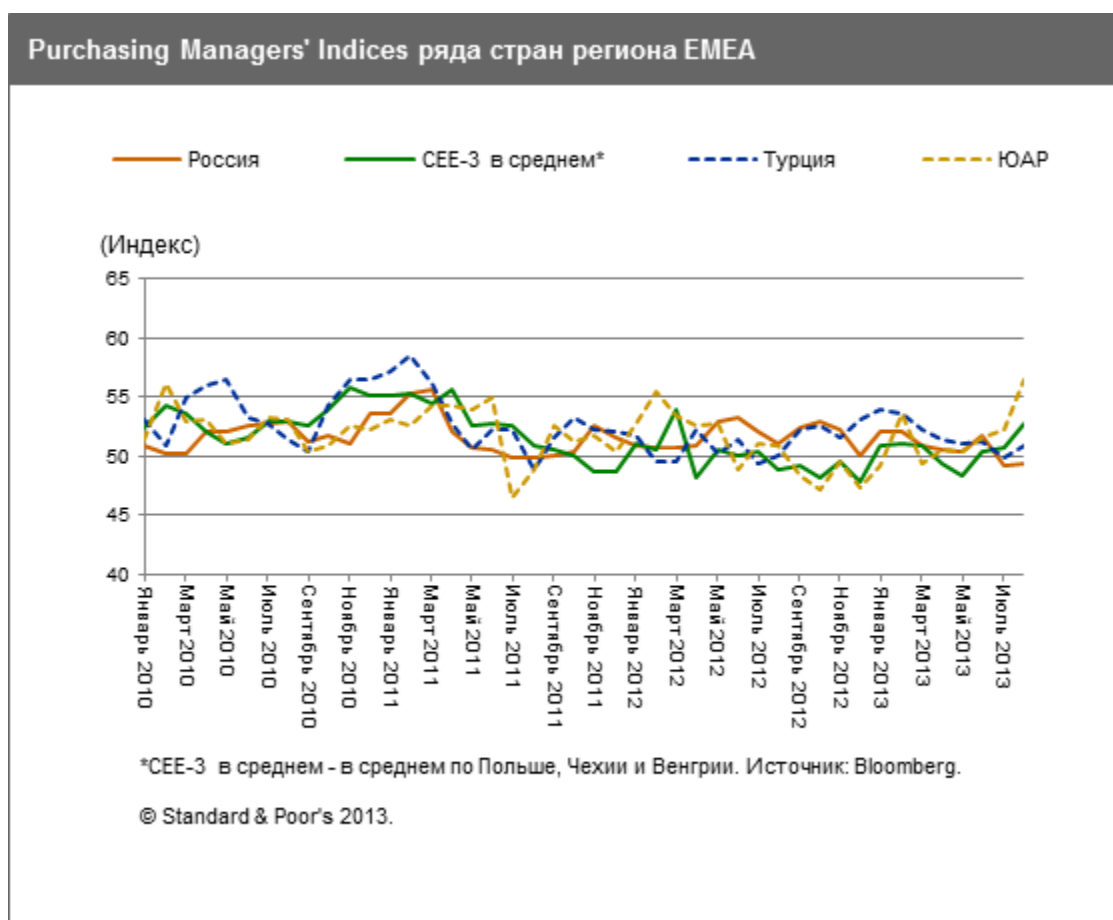
Диаграмма 1



Данные индекса Purchasing Managers' Index (PMI — индекс ожиданий менеджеров по закупкам, или индекс деловой

активности) по России позволяют сделать вывод о том, что в 3-м квартале 2013 г. темпы роста останутся низкими. В августе PMI повысился лишь незначительно (до 49,4), но впервые после 2009 г. он оставался существенно ниже 50 в течение двух месяцев подряд (см. диаграмму 2; PMI выше 50 свидетельствует о расширении производства в обрабатывающей промышленности по сравнению с предыдущим месяцем, значение ниже 50 свидетельствует о сокращении производства). По нашему мнению, эти данные наглядно демонстрируют, что замедление роста в России отражает не только ухудшение ситуации в мировой экономике, но и конкретные структурные недостатки, присущие именно российской экономике, показатели которой отстают от показателей других стран региона. В августе 2013 г. PMI обрабатывающей промышленности во всех развивающихся странах Европы, Ближнего Востока и Африки (регион EMEA) повысился вследствие улучшения экономической ситуации в еврозоне (в государствах — членах Европейского экономического и валютного союза), и во всех этих странах за исключением России превысил 50 (см. диаграмму 2).

Диаграмма 2



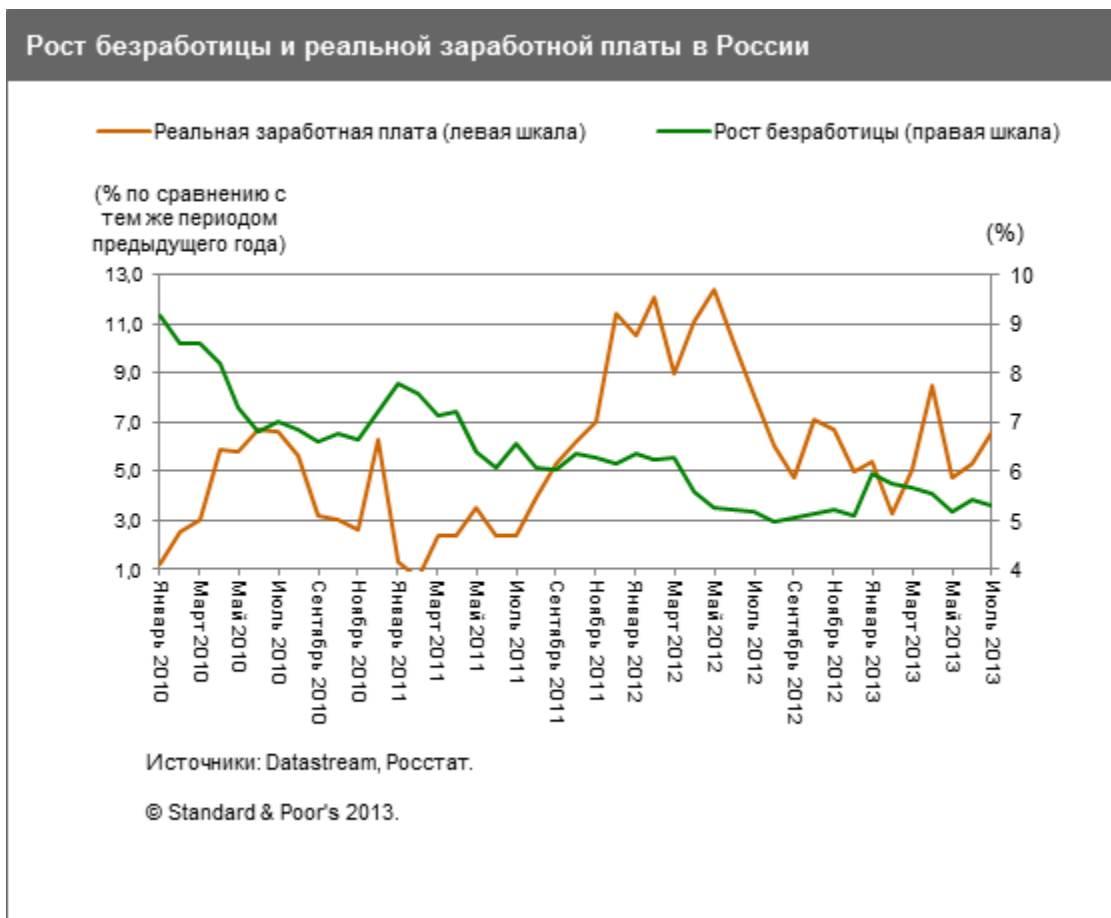
### Потребление относительно устойчиво

Мы ожидаем, что в 2013 г. (как и в 2012 г.) потребление домохозяйств останется самым важным двигателем роста в России. В 1-м полугодии прошлого года внутренний спрос оставался высоким, несмотря на замедление

экономического роста, хотя его рост немного замедлился на фоне растущей инфляции. Объем розничного потребления увеличился на 5,9% в 2012 г. и на 3,7% в 1-м полугодии 2013 г (по сравнению с 1-м полугодием предыдущего года). Это увеличение поддерживалось ростом объемов кредитования и реальной заработной платы. В течение прошлого года объем банковских кредитов домохозяйствам быстро увеличивался: среднегодовые темпы роста составили 46%. Реальная заработная плата за год повысилась на 8,6%, что отчасти отражает сохраняющийся дефицит рабочей силы на рынке труда, который демонстрирует низкий уровень безработицы, — немногим выше 5%. Тем не менее в 1-м полугодии 2013 г. уровень занятости несколько снизился (см. диаграмму 3). Это позволяет сделать вывод о том, что неблагоприятные экономические показатели, возможно, начали оказывать негативное влияние на рынок труда. Ослабление показателей ликвидности и повышение процентных ставок по кредитам также привели к снижению темпов роста кредитования частному сектору, хотя и с очень высокого уровня. Кроме того, Банк России ужесточил регулирование — главным образом в целях замедления кредитования физических лиц, объем которого начинает вызывать беспокойство. В результате рост кредитов домохозяйствам замедлился: за 12 месяцев, закончившихся в мае 2013 г., он составил 37%.

Поэтому мы считаем маловероятным, что в 2013 г. розничное потребление будет расти такими же темпами, как и в 2012 г., и еще менее вероятным, что его рост превысит 10%, как до кризиса 2008-2009 гг. Вместе с тем мы прогнозируем рост потребительских расходов в среднем на 4,0-4,5% в ближайшие два года. Мы ожидаем, что темпы инфляции замедлятся в ближайшие несколько кварталов благодаря более высоким показателям урожая по сравнению с прошлым годом, а основным приоритетом для Банка России будет снижение инфляции, что должно поддержать темпы роста потребительских расходов.

Диаграмма 3



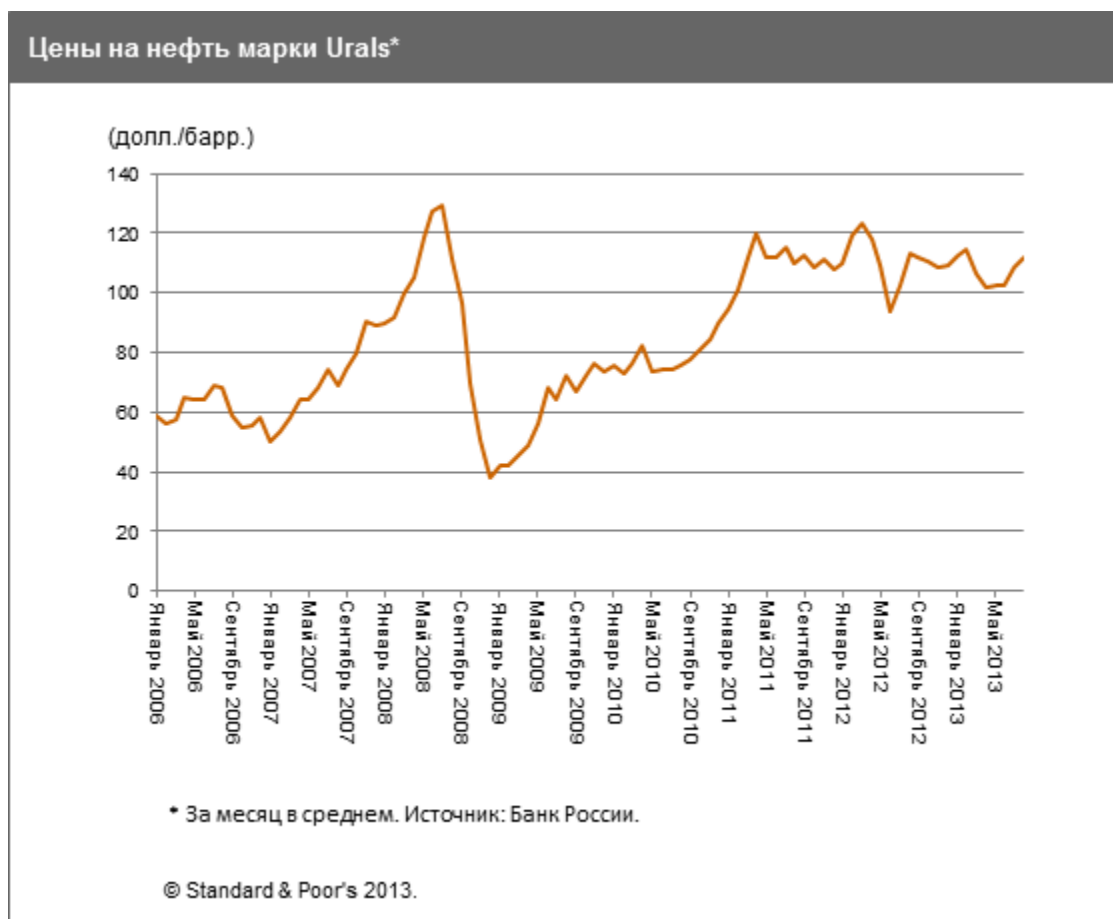
### Объем экспорта сокращается на фоне снижения спроса

Вместе с тем негативное влияние на экономику оказывают инвестиции в основной капитал и экспорт. В 1-м квартале 2013 г. темпы роста объемов экспорта сократились до 0,4% по сравнению с тем же периодом прошлого года в результате снижения внешнего спроса, особенно на нефть, газ и другие сырьевые товары, которые составляют около 65% российского экспорта. Цены на сырьевые товары снизились (хотя и остаются высокими в историческом контексте) вследствие сохраняющейся слабости экономики еврозоны, очень медленного восстановления экономики США и нестабильной ситуации на основных развивающихся рынках, импортирующих сырье, главным образом Китая и Индии. В 1-м полугодии 2013 г. цена на нефть марки Urals, которая является основным товаром российского экспорта, составляла в среднем 106,8 долл./барр., что на 5% ниже по сравнению с тем же периодом прошлого года (см. диаграмму 4). Рост инвестиций в основной капитал также резко замедлился начиная с 1-го квартала 2012 г. В 1-м квартале 2013 г. он составлял всего 0,1% по сравнению с ростом на 7,8% по итогам 2012 г. Снижение внешнего спроса, а также высокая стоимость заимствований заставили компании сократить инвестиционные программы.

Вместе с тем мы полагаем, что низкий уровень капиталовложений не может объясняться только циклическими факторами, обусловленными неопределенностью, связанной с ситуацией в мировой экономике и экономике

еврозоны в частности. На наш взгляд, негативное влияние на показатели инвестиций оказывали также структурные факторы, в том числе слабость политических и экономических институтов, которые сдерживают конкурентоспособность экономики и оказывают неблагоприятное влияние на деловой климат. Мы полагаем, что, если Россия не улучшит условия ведения бизнеса, то в долгосрочной перспективе она не сможет обеспечить стабильный приток инвестиций.

Диаграмма 4



## **Факторы, сдерживающие предложение, и давление со стороны спроса негативно влияют на экономику**

По нашему мнению, в российской экономике существует проблема нехватки производственных мощностей, которая обусловлена длительным периодом недоинвестирования в новые мощности. Быстрый рост в 1998-2008 гг. был результатом возобновления использования производственных мощностей, созданных еще до распада СССР. Коэффициент использования производственных мощностей, который резко снизился в переходный период, увеличился с 55% в 1998 г. до пикового уровня почти 80% в 2008 г. Темпы его роста снизились в период кризиса, но

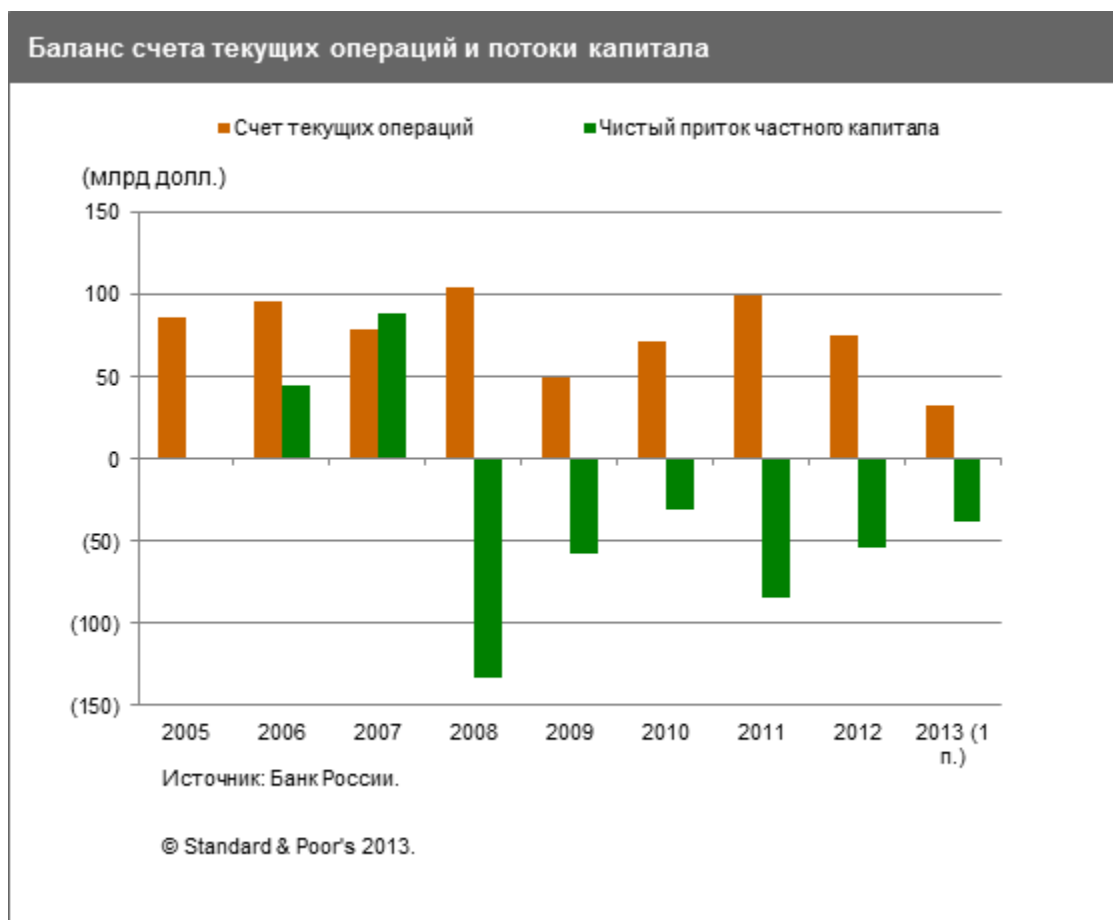
затем коэффициент использования производственных мощностей стабилизировался на уровне примерно 79%. Вместе с тем доля инвестиций в ВВП, которая составляла 22% в 2012 г., в России значительно ниже, чем в Китае (44%), Индии (30%) или в других развивающихся экономиках региона ЕМЕА.

Кроме того, проблема недоинвестирования усугубляется значительным оттоком капитала начиная с 2008 г. В 1-м квартале 2013 г. по-прежнему отмечался дефицит счета финансовых операций, в результате чего чистый отток капитала сохраняется пятый год подряд. По оценкам Банка России, чистый отток капитала из частного сектора составил 54 млрд долл. в 2012 г. и 38 млрд долл. в 1-м полугодии 2013 г. (см. диаграмму 5). Поскольку Банк России в основном воздерживается от проведения интервенций на валютном рынке, значительный чистый отток капитала из частного сектора в целом отражал профицит счета текущих операций в 2012 г. Поступления от российского экспорта не в полном объеме инвестируются в национальную экономику, и мы полагаем, что это обусловлено отсутствием видимых возможностей для инвестирования в страну.

В 2004-2008 гг. позитивное влияние на российскую экономику оказал значительный приток капитала благодаря высокой доходности инвестиций, что было обусловлено дефицитом капитала и значительными возможностями для «догоняющего» повышения производительности. Рост цен на нефть и проводимая Банком России политика контролируемого повышения курса рубля стимулировали операции carry-trade (заимствования или продажи ценных бумаг с низкой процентной ставкой для покупки ценных бумаг с более высокой процентной ставкой). Однако в настоящее время снижение цен на нефть, сокращение инвестиционных возможностей и переход к более гибкому курсу рубля привели к оттоку капитала. Сокращение объема инвестиций также отражает снижение конкурентоспособности вследствие увеличения расходов на оплату труда, которые выросли в среднем на 5,5% в реальном выражении за семь месяцев 2013 г. по сравнению с тем же периодом предыдущего года.



Диаграмма 5



Отток капитала из российского частного сектора противоречит тенденциям на других развивающихся рынках, где в последнее время отмечался значительный приток капитала в частный сектор, поскольку центральные банки развитых стран, прежде всего Федеральная резервная система США (ФРС), использовали политику так называемого «количественного смягчения» (quantitative easing) для стимулирования национальных экономик. Политика количественного смягчения привела к созданию значительного объема ликвидности в мировой экономике и к ускорению притока капитала на развивающиеся рынки. Однако после недавних заявлений ФРС о постепенном сворачивании денежно-кредитного стимулирования инвесторы начали выводить средства с развивающихся рынков, которые в предыдущие годы казались им привлекательными. Значительный отток капитала из частного сектора ослабляет чувствительность России к изменениям, вызванным проведением политики количественного смягчения. В последние три месяца курс российского рубля по отношению к доллару США снизился всего на 4%, в то время как курсы индийской рупии и индонезийской рупии к доллару снизились существенно больше (на 17% и 15% соответственно).

Вместе с тем устойчивое сокращение профицита счета текущих операций также отражает давление со стороны спроса в России. Профицит счета текущих операций сократился с 5,3% ВВП в 2011 г. до 3,0% в 2012 г. Темпы

сокращения были еще выше, чем в 2005-2006 гг., когда профицит счета текущих операций составлял в среднем 11% ВВП. В прошлом году объем импорта значительно увеличился, несмотря на сокращение инвестиций и замедление темпов роста экспорта продукции обрабатывающей промышленности; это свидетельствует о том, что рост импорта произошел только за счет потребительских товаров. Уровень потребления домохозяйств поддерживался возобновившимся увеличением выручки от экспорта энергоносителей. Как следствие, население ожидает повышения уровня жизни.

## **Жесткая денежно-кредитная и фискальная политика**

Продолжающееся замедление темпов экономического роста ведет к тому, что в адрес правительства все чаще раздаются призывы к принятию действенных мер. Вместе с тем основной акцент в обсуждениях таких мер делается на возможности поддержки роста мерами макроэкономической политики, а не путем структурных реформ. По нашему мнению, структурный характер этого замедления существенно ограничивает набор мер экономической политики, имеющихся в распоряжении правительства.

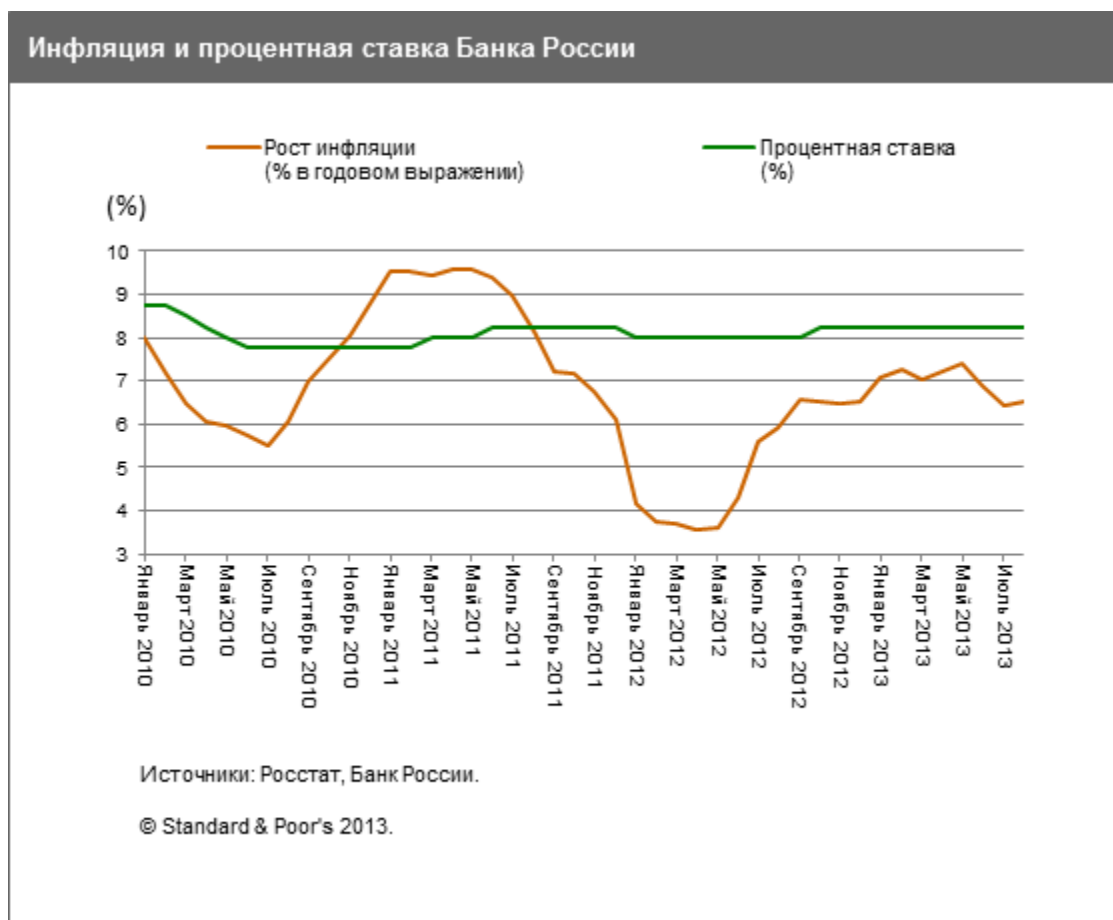
Вскоре после того как министр экономики предупредил об угрозе рецессии, вызванной сокращением компаниями инвестиционных программ и снижением спроса на экспортные товары, президент России Владимир Путин призвал к реализации стратегии «оживления роста», подчеркнув, что ожидаемый рост ВВП на 1,8% в 2013 г. (по оценкам правительства) ниже уровня, необходимого для устойчивого развития и решения социальных и других проблем. Так как в соответствии с недавно утвержденным фискальным правилом государственные расходы должны быть основаны на долгосрочной средней цене на нефть, президент России предложил правительству стимулировать инвестиции, используя активы Национального фонда благосостояния для финансирования инфраструктурных проектов. В эти проекты будут также привлекаться частные инвестиции, а государственные гарантии будут обеспечивать минимизацию риска. По нашему мнению, эта мера обеспечит временное повышение темпов роста, хотя сохраняются вопросы о реализации этой программы и подотчетности процесса ее реализации. Однако мы полагаем, что устойчивый рост будет невозможен без улучшения делового климата. Россия добилась определенных положительных результатов в улучшении делового климата и переместилась на 112-е место (по сравнению со 120-м местом в 2012 г.) в рейтинге исследования Всемирного банка «Ведение бизнеса, 2013 г.» (в исследование включено 185 стран). Тем не менее мы полагаем, что правительству предстоит еще многое сделать для достижения официально заявленных целей, согласно которым к 2020 г. Россия должна занять 20-е место в этом списке.

Ужесточение денежно-кредитной политики также способствовало замедлению экономического роста. Некоторые члены правительства настоятельно требовали от Банка России ослабить денежно-кредитную политику в целях стимулирования роста. До сих пор Банк России игнорировал их требования, поскольку, хотя он и признает риск более значительного замедления роста, его основным приоритетом является снижение инфляции, а не стимулирование экономической активности. Банк России продолжает работу над завершением перехода к таргетированию инфляции к 2015 г., скорректировав приоритеты денежно-кредитной политики после 2008 г. В

1999-2008 гг. заявленной целью денежно-кредитной политики являлось обеспечение стабильного экономического роста в условиях низкой инфляции. Однако после 2008 г. Банк России в своих нормативных документах объявил о том, что снижение инфляции и ее сохранение на низком уровне является основной задачей его денежно-кредитной политики, и в ходе выполнения этой задачи он постепенно и последовательно повышал гибкость режима валютного курса с целью перехода к полному таргетированию инфляции. Переход к режиму таргетирования инфляции с трехлетним горизонтом проведения денежно-кредитной политики направлен на снижение темпов роста потребительских цен до 5-6% в 2013 г. и 4-5% в 2014-2015 гг.

После резкого повышения основных процентных ставок на 25 базисных пунктов в сентябре 2012 г. в ответ на обеспокоенность относительно растущей инфляции и слабого курса рубля Банк России поддерживал официальную ставку рефинансирования без изменений на уровне 8,25%. Несмотря на ослабление экономики, уровень инфляция с 2012 г. начал расти и оставался высоким в 1-м полугодии 2013 г. В мае 2013 г. он достиг 7,4% по сравнению с 3,6% в мае 2012 г. (см. диаграмму 6). Этот рост был вызван повышением цен на продовольствие, обусловленным плохим урожаем, а также повышением регулируемых тарифов, в частности на электроэнергию и газ, в июле и сентябре 2012 г. и январе 2013 г. В июле 2013 г. инфляция немного снизилась — до 6,5% — в результате ослабления последствий повышения регулируемых тарифов и улучшения показателей урожая. Тем не менее она остается выше целевого показателя, установленного Банком России и составляющего 5-6% на 2013 г. По этим же причинам мы ожидаем, что в 2013 г. инфляция составит в среднем 6,0%, что сделает возможным снижение ставки рефинансирования Банка России. Мы также полагаем, что возможности для ее более значительного снижения будут ограничены слабостью курса рубля, которая сохранится на фоне сокращения профицита счета текущих операций и устойчивого оттока капитала.

Диаграмма 6



## Неблагоприятный деловой климат будет сдерживать рост в долгосрочной перспективе

Мы прогнозируем рост ВВП на уровне 2,0% в 2013 г. в результате проведения менее жесткой фискальной политики во 2-м полугодии. Экспорт может увеличиться в результате улучшения ситуации в зоне евро и повышения цен на сырьевые товары. Темпы инфляции должны замедлиться и приблизиться к целевым значениям, установленным Банком России, благодаря более высоким показателям урожая в 2013 г. и ослаблению последствий повышения регулируемых тарифов. Это, скорее всего, приведет к повышению роста реальных доходов и уровня потребления домохозяйств. Однако мы полагаем, что в долгосрочной перспективе вероятность преодоления проблемы нехватки производственных мощностей в добывающей промышленности невелика, принимая во внимание длительный период недоинвестирования. Развитие секторов экономики помимо энергетического, вероятнее всего, также будет ограничено до тех пор, пока не произойдет значительных улучшений делового климата и конкурентоспособности.

## **Статьи, имеющие отношение к теме публикации**

- Рейтинги Российской Федерации подтверждены на основании бюджетных показателей, а также показателей внешнего баланса; прогноз — «Стабильный» // 28 июня 2013 г.

© 2013 Standard & Poors Financial Services LLC. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа, данных о кредитоспособности, оценок, а также моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительного полученного письменного разрешения Standard & Poor's Financial Services LLC или его структурных подразделений (вместе - S&P) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P, исследования, и оценка рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

По мере того, как регулирующие органы позволяют рейтинговому агентству в определенных целях регулирования подтверждать в одной юрисдикции рейтинг, присвоенный в другой юрисдикции, S&P оставляет за собой право присваивать, отзывать или приостанавливать такое подтверждение в любое время и по своему усмотрению. Стороны S&P отказываются от каких-либо обязательств, как бы то ни было, вытекающих из присвоения, отзыва или приостановления подтверждения рейтинга, а также какой-либо ответственности за любой ущерб, заявленный, как понесенный в результате указанных действий.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P осуществляются отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P публикуются на веб-сайтах — [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (доступ — бесплатный), а также [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com), [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) и [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com) (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).