Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
главный экономист,
SberCIB Investment Research

Чего ожидать от экономики в среднесрочной перспективе

В 2023 ГОДУ ЭКОНОМИКА РФ ВЫРОСЛА НА 3.6%, А В 2024 ГОДУ ТЕМПЫ РОСТА СОСТАВЯТ 1.7%

По предварительным оценкам, ВВП России в 2023 году вырос на 3.6%.

Мы полагаем, что в 2024 году российский ВВП вырастет на 1.7%. Замедление роста по сравнению с 2023 годом обусловлено ужесточением ДКП. Экономика «охладится», и инфляция по итогам 2024 года замедлится до 4.5%. Пока что мы оцениваем потенциальные темпы роста ВВП на уровне 1.5% и считаем, что экономика будет стремиться к нему в среднесрочной перспективе. При этом инфляция вернется к 4%.

Отметим, что по итогам 2023 года ВВП на 2.3% превысил уровень 2021 года. Важным фактором роста были инвестиции в основной капитал, которые за два прошедших года увеличились более чем на 15%. При этом потребление населения полностью компенсировало коррекцию 2022 года, и в 2023 году было примерно на 5% выше, чем в 2021-м. Физические объемы импорта также продолжали восстанавливаться, но экспорт был примерно на 20% ниже, чем в 2021 году. В среднесрочной перспективе инвестиции продолжат расти быстрее, чем в ВВП.

ПЕРЕГРЕВ НА РЫНКЕ ТРУДА — ОСНОВНАЯ ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ ПРОБЛЕМА РОССИИ

Основным проинфляционным фактором остается дефицит рабочей силы. В 2023 году ее численность увеличилась почти на 1 млн человек — до 76 млн (примерно до уровня 2018 года). Это произошло за счет возобновления притока мигрантов из стран Средней Азии, частичного возвращения россиян, которые уехали из РФ в 2022 году, а также на фоне повышения пенсионного возраста в рамках пенсионной реформы.

При этом занятость в экономике за год выросла более чем на 1.5 млн человек, и в результате к концу 2023 года безработица в России составляла 3%, а иногда даже опускалась ниже этого уровня. Острая конкуренция на рынке труда за «синие воротнички» приводит к неоправданно быстрому росту зарплат, что в итоге разгоняет инфляцию.

Поскольку рабочая сила не может увеличиваться быстрыми темпами, ситуация на рынке труда останется фундаментальным ограничителем для потенциального роста экономики (то есть темпов роста, при которых инфляция не превышает целевой уровень). Таким образом, эта ситуация будет долгосрочным проинфляционным фактором. Выходом из положения может быть ускоренный рост производительности труда.

РАСХОДЫ БЮДЖЕТА ВЫРАСТУТ В 2024 ГОДУ, НО ОНИ НЕ ЯВЛЯЮТСЯ ЧРЕЗМЕРНЫМИ

Ожидается, что в этом году бюджетные расходы значительно вырастут (на 13.3% г/г) и достигнут 36.7 трлн рублей, или 19.8% ВВП против 18.9% ВВП в 2023 году (Рисунок 1). Однако запланированный уровень расходов относительно ВВП ниже, чем в 2022-м (20% ВВП) или в 2020 году (21.2% ВВП).

Это значит, что бюджетный стимул в 2024 году вырастет, но не будет чрезмерным. Более того, как мы обсудили выше, дефицит ВВП в текущем году ожидается на уровне лишь 1.1% ВВП, что обеспечит относительно умеренный дополнительный инфляционный эффект через эмиссионный механизм. Таким образом, мы полагаем, что проинфляционный эффект от возросших государственных расходов будет краткосрочным, и к 2П24 экономика к нему приспособится.

ПОЧЕМУ ИНФЛЯЦИЯ МОЖЕТ ВЕРНУТЬСЯ К ЦЕЛЕВЫМ УРОВНЯМ В 2П24

Курс рубля

В 2023 году существенным проинфляционным фактором стало ослабление рубля, который в декабре подешевел до 90.8 за доллар против 65.3 за доллар годом ранее (на 39%). По нашим оценкам, ослабление рубля ускорило инфляцию примерно на 2 п. п.

Однако курс стабилизировался после введения обязательной продажи валютной выручки и повышения ключевой ставки ЦБ до 16%. Мы считаем, что в этом году обменный курс будет достаточно устойчивым в диапазоне 90–95 рублей за доллар, что близко к текущим уровням.

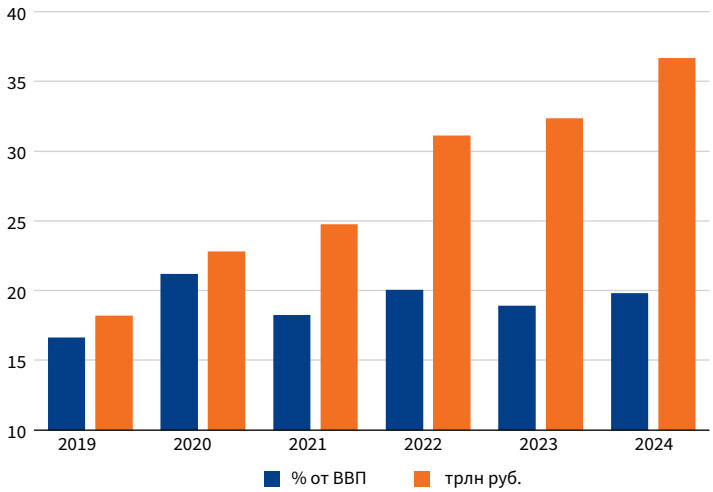

Рисунок 1
Общий объем расходов бюджета

Источник: Минфин РФ

Эффект от ослабления рубля уже полностью заложен в потребительские цены. Таким образом, при относительно стабильном текущем курсе эффект прошлогоднего ослабления уже отыгран.

Кредитный стимул стал снижаться в 4К23

Кредитный стимул достиг локального максимума в 2К23, а прирост чистых кредитов в экономике был эквивалентен почти 11% ВВП (с учетом сезонных факторов). Это очень высокий показатель, который вызывает обеспокоенность у Банка России. В 2023 году (как и в 2021-м) ЦБ РФ начал цикл ужесточения денежно-кредитной политики. В 3К23 рост кредитования продолжил ускоряться, поскольку население стремилось получить кредиты по низким ставкам, пока это еще было возможно. Однако в 4К23, похоже, наметилось замедление роста кредитов.

Отметим, что в 4К23 в основном замедлился рост кредитования населения, тогда как темпы кредитования предприятий снизились незначительно. В относительном выражении заметнее всего замедлился рост потребительских кредитов, за ними следовали автокредиты, а затем — ипотека.

В целом кредитование начало реагировать на ужесточение ДКП, и это должно способствовать замедлению инфляции.

В СБЕРЕЖЕНИЯХ НАСЕЛЕНИЕ ПЕРЕОРИЕНТИРУЕТСЯ НА ВНУТРЕННИЕ АКТИВЫ

Быстрый рост обязательств населения, о котором говорилось выше, привел к тому, что в 2023 году темпы прироста чистых активов (то есть разницы между приростом активов и обязательств) россиян оказались ниже, чем годом ранее. При этом прирост самих активов существенно ускорился. Повышение процентной ставки ЦБ уже начало тормозить прирост обязательств, и рост активов может даже ускориться. Учитывая это, мы ожидаем, что в текущем году вырастет норма сбережений, что также будет дезинфляционным фактором.

В 2023 году значительно изменилась структура прироста активов. По сравнению с 2022 годом значительно снизились вложения в иностранные активы и уменьшился прирост наличных денег у населения. Вложения в акции и паи резидентов в 2023 году также снизились по сравнению с предыдущим годом, но очень сильно выросли депозиты населения. На фоне ужесточения ДКП и повышения привлекательности внутренних активов продолжат замедляться отток капитала в иностранные активы и рост наличных у населения. Это будет способствовать макроэкономической стабилизации и снижению инфляции.

Все это позволяет нам ожидать нормализации инфляции и возврата аннуализированного показателя к целевому уровню в 4% в 2П24. Однако по итогам года инфляция составит не менее 4.5 %.

ЭКСПОРТ В 2024 ГОДУ БУДЕТ ПОЧТИ НА УРОВНЕ 2023 ГОДА

В 2023 году цена на нефть Брент снизилась до $82/барр. против $98/барр. в 2022 году. При этом дисконт между Брент и Юралс в 1П23 был очень высоким после введения «потолка» цен на российскую нефть. В результате цена сорта Юралс в 2023 году снизилась в среднем до $63/барр. против $76/барр. в предыдущем году. Мы ожидаем, что в 2024 году этот дисконт уменьшится, а нефть Брент будет стоить в среднем как минимум те же $82/барр. В этих условиях мы закладываем в прогнозы на текущий год цену Юралс на уровне $72/барр., что на 14% выше, чем в 2023 году.

Однако усредненная экспортная цена на российскую нефть (с учетом сорта ESPO, который поставляется по трубопроводу в Азию) вырастет не так сильно. По нашим оценкам, она повысится всего на 7% до $71/барр. против $66/барр. в 2023 году. Усредненные цены на нефтепродукты также вырастут на 7%. При этом физический объем экспорта нефтепродуктов уменьшится на фоне ограничений на нефтедобычу в рамках соглашения ОПЕК+, но экспорт нефти останется на уровне 2023 года. Мы также ожидаем существенного снижения цен на газ. В итоге нефтегазовый экспорт из РФ в 2024 году будет даже немного ниже, чем в 2023-м ($233 млрд

против $237 млрд). Мы прогнозируем некоторое увеличение экспортных ненефтегазовых доходов за счет черных и цветных металлов. Однако в целом экспортная выручка в этом году будет примерно такой же, как годом ранее ($425 млрд против $423 млрд в 2023 году).

Отметим, что в январе — феврале 2024 года экспорт из РФ составил всего $60.8 млрд по сравнению с $64.3 млрд за соответствующий период прошлого года. Мы ожидаем улучшения динамики экспорта до конца года, однако оно не будет резким. Импорт из РФ за первые два месяца 2024 года снизился до $43.8 против $46.6 млрд за тот же период 2023 года. Такая динамика на фоне существенного роста экономики в 1К24 г/г связана с ослаблением рубля. Мы полагаем, что импорт по итогам 2024 года вырастет, но темпы роста будут умеренными из-за слабого рубля. По нашим оценкам, импорт в этом году не превысит $310 млрд (против $304 млрд в 2023 году).

В итоге профицит торгового баланса РФ сократится до $115 млрд по сравнению с $118 млрд в 2023 году, однако положительное сальдо счета текущих операций останется примерно на уровне прошлого года (около $50 млрд), поскольку могут снизиться выплаты за рубеж в виде дивидендов и доходов от инвестиций.

Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе цена Юралс будет в диапазоне $60–70/барр. Это приведет к дальнейшему снижению экспортной выручки в 2025 году. Однако позже возможен плавный рост за счет увеличения физических объемов экспорта, в первую очередь нефтепродуктов. Также возможно увеличение экспорта трубопроводного газа в Китай. Кроме того, мы закладываем в базовый сценарий умеренный рост ненефтегазового экспорта. Тем не менее без резкого повышения цен на сырье возвращение экспортной выручки к $500 млрд вряд ли возможно. Скорее есть вероятность, что доходы от экспорта могут сократиться до уровней ниже $400 млрд на фоне коррекции цен на сырье или ужесточения антироссийских санкций.

ПОЛОЖИТЕЛЬНОЕ САЛЬДО СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ СТАБИЛИЗИРУЕТСЯ НА УРОВНЕ $10–20 МЛРД В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

Снижение средней экспортной выручки по сравнению с периодом до 2022 года означает, что этап накопления валюты в Фонде национального благосостояния (ФНБ) подошел к концу. Уже сейчас формально в рамках бюджетного правила Минфин закупает китайские юани, если нефтегазовые доходы превышают базовый уровень (этот уровень рассчитан с учетом цены Юралс $60/барр.), однако ликвидная часть ФНБ инвестируется достаточно активно. Это приводит к тому, что чистое накопление валюты стремится к нулю. Более того, весьма вероятно, что ликвидная часть ФНБ будет снижаться в среднесрочной перспективе, и это означает чистые продажи валюты Банком России. Это поддержит валютный рынок, поэтому мы не ожидаем существенных потрясений, если инфляция будет соответствовать целевому уровню 4%.

По нашим оценкам, в 2025–2030 годах импорт товаров и услуг может ежегодно расти в среднем на 3%. При этих условиях профицит торгового баланса должен стабилизироваться около $90 млрд, а сальдо счета текущих операций будет в диапазоне $10–20 млрд.

УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ В РЕАЛЬНОМ ВЫРАЖЕНИИ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ МАЛОВЕРОЯТНО

Ранее мы уже представляли модель, которая показывает, как взаимосвязана динамика импорта товаров и услуг, реального ВВП и реального курса рубля к доллару. Эта модель довольно хорошо работала до кризиса 2022 года. С учетом санкций мы внесли в модель поправки, добавив переменную (dummy). Отметим, что чувствительность импорта к динамике реального ВВП и реального курса рубля почти не изменилась — соответствующие коэффициенты остались на уровнях соответственно 2.7 и 0.9. Это означает, что прирост ВВП на 1% г/г приводит к увеличению импорта на 2.7% г/г, а укрепление ре-

ального рубля против доллара на 1% г/г обеспечивает повышение импорта на 0.9% г/г.

Если допустить, что эта зависимость сохранится в среднесрочной перспективе (пока она устойчиво сохраняется с 2017 года, когда мы ее впервые вывели), то можно сформулировать некоторые предположения относительно курса рубля в будущем.

Выше мы пришли к выводу, что импорт товаров и услуг в среднесрочной перспективе (2025–2030) может расти примерно на 3% в год. При этом мы ждем ежегодного роста реального ВВП в среднем на 1.5% в год. Вышеупомянутая модель предполагает, что велика вероятность ослабления рубля против доллара примерно на 1% в год в реальном выражении.

Мы полагаем, что в 2025–2030 годах Банку России удастся вернуть ежегодную инфляцию к целевому уровню 4%. При этом МВФ оценивает годовую инфляцию в США в этот период примерно на уровне 2%. Таким образом, высока вероятность, что рубль в номинальном выражении будет слабеть примерно на 3% в год, и тогда в реальном выражении он будет дешеветь на 1% в год.

Учитывая ограничения со стороны экспорта, которые будут мешать росту импорта, мы полагаем, что укрепление рубля в реальном выражении крайне маловероятно. Даже если оно произойдет, это вряд ли будет устойчивым процессом. Намного более вероятным сценарием мы считаем незначительное ослабление рубля в реальном выражении.

Масштабное событие на ипотечном рынке

Цифровые сервисы: регистрация, оценка, страхование

Ипотечные платформы и экосистемы

Секьюритизация

XI

РУСИПОТЕКА
кредитование и секьюритизация

Cbonds congress

Москва
6 февраля
2025

Российский ипотечный конгресс

Реклама