Контуры новой реальности стали отчетливее

Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического департамента,
ИК «РЕГИОН»

По итогам 2022 года российская экономика продемонстрировала устойчивость к резкому ухудшению внешних условий, сократившись лишь на 2.1 % против ожидавшихся год назад двузначных темпов падения. Ключевыми факторами стали замещение выпавших объемов инвестиционного и промежуточного импорта внутренним производством и поддержка конечного спроса государственными закупками и социальными выплатами из бюджета. Решительные действия Банка России в области денежно-кредитной политики и валютного рынка, направленные на защиту финансовой стабильности, позволили быстро восстановить кредитование экономики, включая частичное замещение внешних заимствований. В начале 2023 года мы наблюдаем ускоренное восстановление экономики, в значительной степени связанное с социальными и оборонным расходами бюджета.

Возобновление инвестиционного спроса со стороны промышленности станет дополнительным фактором роста российской экономики в текущем году, уравновешивающим ожидаемое сокращение жилищного строительства

Основным драйвером роста в январе-марте 2023 года оставался конечный спрос. Сохраняющаяся слабость розницы с лихвой компенсируется продолжающимся восстановлением рынка услуг и общественного питания, которое объясняется отложенным спросом, сформировавшимся из-за ранее действовавших санитарных ограничений. Рынок автомобилей, новых и подержанных, по итогам I квартала вышел на небольшую положительную динамику в номинальном выражении. Последние опросы населения показывают, что уровень потребительского оптимизма уже превзошел показатели 2021 года. Объясняется он снижением уровня бедности, связанным с адресным повышением бюджетных трансфертов, рекордно низкой безработицей и повышением социальной защищенности в связи с сокращением теневой занятости. В сочетании с нормализацией поставок потребительских товаров из-за рубежа, уменьшением курсовой премии в ценообразовании импорта и открытием торговых точек новых марок высокая уверенность потребителей позволяет ожидать, что показатели розницы по итогам всего 2023 года будут не хуже прошлогодних.

ОПТИМИЗМ РАСТЕТ

Тем временем опросы предприятий фиксируют существенные перемены в инвестиционных планах. В 2022 году многие преимущественно завершали ранее начатые проекты и не задумывались о дальнейшем расширении производства. Однако резкий

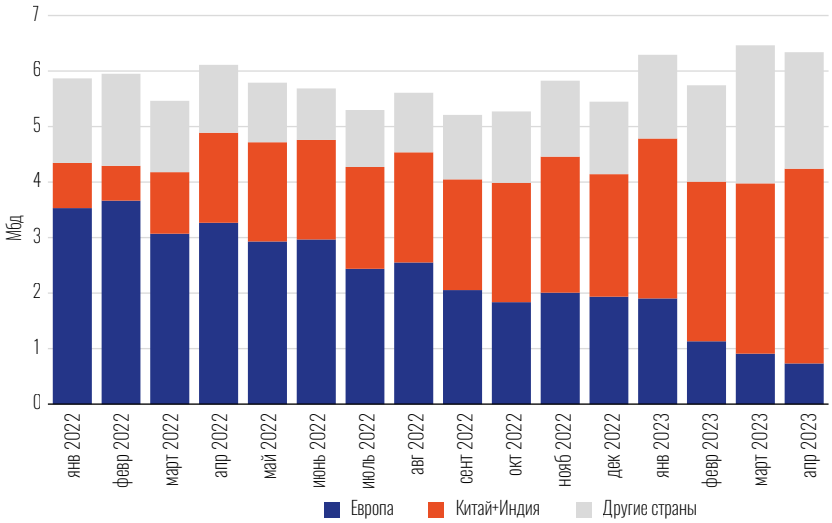


Рисунок 1
Морской экспорт нефти и нефтепродуктов из России

Источник: S&P Commodities at Sea, собственные расчеты

рост в обрабатывающей промышленности, зафиксированный статистикой по итогам марта (сезонно сглаженный темп 3.6% к февралю), привел к тому, что имеющиеся мощности по выпуску отдельных промежуточных и сырьевых товаров оказались загружены до исторически рекордных уровней. Высокий спрос на эту номенклатуру предъявили отрасли оборонно-промышленного комплекса: кратный рост выпуска готовой продукции в этом секторе выразился в позитивной динамике металлургического и машиностроительного комплексов.

Возобновление инвестиционного спроса со стороны промышленности станет дополнительным фактором роста российской экономики в текущем году, уравновешивающим ожидаемое сокращение жилищного строительства. Ипотечный бум 2020–2021 годов позволил застройщикам вывести на рынок большое количество проектов, завершение которых пришлось на прошлый год и подняло объем ввода жилья на рекордные 102.7 млн кв. м. В 2022 году количество договоров долевого участия в строительстве упало на 22%, а Банк России принял меры по сдерживанию роста ипотечных программ от застройщиков, что приведет к сокращению объемов сдачи объектов в диапазоне 5–7%.

Добыча полезных ископаемых в 2023 году с большой вероятностью покажет снижение. Угольщики по-прежнему сталкиваются со сложностями при вывозе готовой продукции из-за загруженности Восточного полигона РЖД. Вплоть до осени может снижаться добыча газа, что связано с сокращением экспорта в Европейский союз. Добычу нефти примерно на 5% меньше от уровня февраля 2023 года Россия самостоятельно инициировала для сокращения ценовых скидок. Однако эффект от этой негативной динамики для ВВП будет не очень значительным: доля нефтегазового ВВП по итогам IV квартала 2022 года упала до 15%, приблизившись к минимальным показателям 2020 года (14% в целом по году).

Изменение внешнего спроса в I квартале 2023 года, несмотря на эмбарго Европейского союза в отношении российских нефтепродуктов, сложилось в пределах сезонной нормы. Поставки природного газа стабилизировались, значительно вырос морской экспорт нефти, сохранилась позитивная динамика в экспорте зерновых. Удельная стоимость экспорта продолжала снижаться, но осталась несколько выше среднего уровня за последние пять лет. В начале весны для уменьшения скидки сорта Urals к Brent, который расширился примерно с $25 до $32 за баррель, Россия приняла решение сократить добычу на 500 тысяч баррелей в сутки от уровня февраля 2023 года. С 1 мая добровольное сокращение производства в объеме 1.15 млн баррелей в сутки начали несколько стран-партнеров по соглашению ОПЕК+. Возникший в связи с этим свободный объем танкерных емкостей способствовал снижению стоимости фрахта и уменьшению разницы в котировках Urals и Brent до $20 за баррель (Рисунок 1).

В целом неплохие показатели по экспорту не остановили ослабление рубля, активизировавшееся в декабре 2022 года. Стоимость импорта сократилась значительно меньше, чем экспортная выручка, что привело к сжатию профицита платежного баланса до минимального значения с I квартала 2016 года. Дополнительную нервозность на рынке вызвало увеличение объема согласованных правительством сделок по продаже нерезидентами российских активов. Возникшую волатильность не смогли демпфировать даже продажи валюты из Фонда национального благосостояния в рамках бюджетного правила, возобновленные с января с некоторыми модификациями (Рисунок 2).

Переориентация российских поставок углеводородов в сочетании с повышением стоимости Urals, постепенным увеличением квот на экспорт удобрений и зерновых, а также улучшение условий поставок других товаров несырьевого ненефтегазового экспорта в связи с достигнутым уровнем курса доллара позволяют надеяться на увеличение доходов от экспорта при замедлении темпов роста импорта. Решение правительства обеспечить равномерность спроса на валюту, приобретаемую для расчетов с нерезидентами, также будет способствовать стабилизации ситуации с платежным балансом и небольшому укреплению рубля. В то же время уровень нефтегазовых доходов при текущих соотношениях курса и стоимости нефти может позволять Министерству финансов перейти к пополнению Фонда национального благосостояния во II половине 2023 года. Это может способствовать некоторому сокращению свободной валютной ликвидности, ограничит потенциал укрепления рубля, но создает некоторые риски роста волатильности.

ЦЕНОВОЕ ДАВЛЕНИЕ ОСТАЕТСЯ УМЕРЕННЫМ

В начале года Банк России начал ужесточать риторику, указывая после каждого заседания на сохраняющуюся вероятность повышения ключевой ставки.

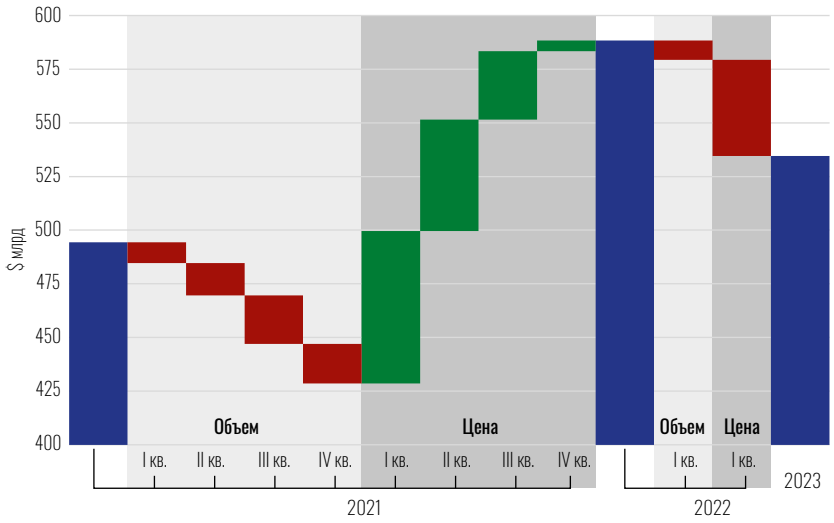


Рисунок 2
Факторный анализ экспорта России

Источник: Банк России, ФТС России, собственные оценки и расчеты

Это должно было способствовать повышению ставок по коротким и средним бумагам. Однако динамика инфляции в феврале-апреле сложилась близко к сезонной норме, что способствовало стабилизации, а затем и снижению доходности на левом крае кривой.

В качестве причин, по которым инфляция остается на низком уровне, несмотря на ускорение роста и потребительский оптимизм, можно отметить: стабилизацию ситуации с потребительским импортом, избыточные запасы широкого круга товаров длительного пользования, достаточный объем продукции сельского хозяйства, а также сохраняющуюся дефляцию в промышленности. В первой половине 2022 года цены в промышленности выросли на 22.5% год к году, во второй — всего на 1.6%. В I квартале 2023 года из-за эффекта высокой базы зафиксирована дефляция в 7.7%. Но даже с исключением эффекта базы темп роста цен производителей промышленной продукции по итогам марта составил 5.5% против 9.9% роста потребительских цен. Таким образом, напряженность на рынке труда и связанный с ней рост заработных плат пока не сказываются на стоимости товаров (Рисунок 3).

Некоторое беспокойство вызывает ускоренное подорожание услуг: в марте цены на них выросли на 9.7% год к году против общей инфляции 3.5%. Однако с исключением эффекта базы цены на услуги растут темпом, чуть меньшим, чем общая инфляция. Следует учесть, что в 2022 году тарифы ЖКХ повышались дважды, а в 2023 году их повышать не планируют. Кроме того, в отличие от промышленности, предприятия сферы услуг в настоящее время не фиксируют дефицита кадров, что позволяет надеяться на отсутствие вторичных инфляционных эффектов.

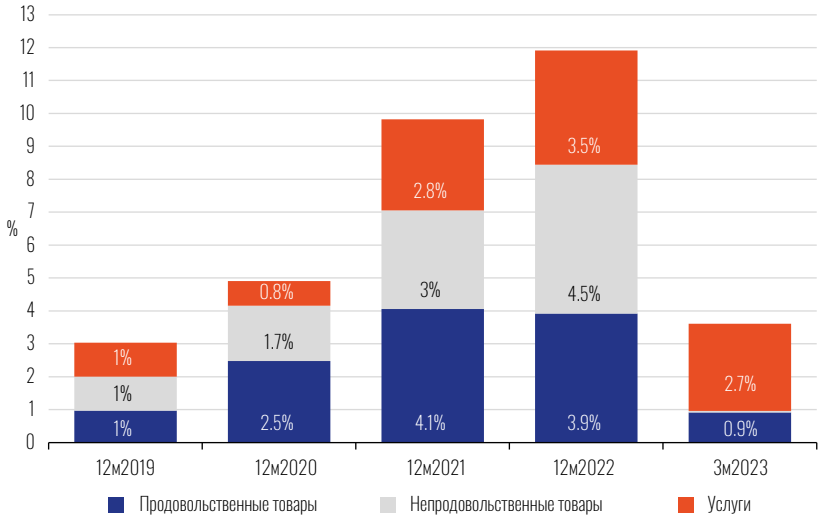
МИНФИН ЗАЩИЩАЕТ ДОХОДЫ

После того как федеральный бюджет в 2022 году был исполнен с дефицитом 3.3 трлн рублей (2.2% ВВП), сохранение высокого объема расходов в первые месяцы 2023 года усилило нервозность на рынках. Суммарное превышение расходов над доходами за 12 месяцев к концу апреля составило 7.5 трлн рублей, в то время как законом о бюджете был утвержден дефицит в размере 2.9 трлн рублей, а по актуальной бюджетной росписи — 3.8 трлн рублей. Наклон кривой доходности ОФЗ, рассчитанный как разница между доходностью 10-летних и 2-летних облигаций, увеличивается с середины 2022 года и к концу апреля достиг рекордных 300 б. п.

Министерство финансов предприняло усилия по защите доходной части бюджета и сигнализировало о возвращении динамики расходов к исторической норме. Для нефтяных компаний был изменен порядок расчета ставки налога на добычу полезных ископаемых: вместо котировок Urals за точку отсчета принята стоимость Brent с предельным размером

Рисунок 3
Драйверы инфляции, г/г

Источник: Росстат, собственные расчеты



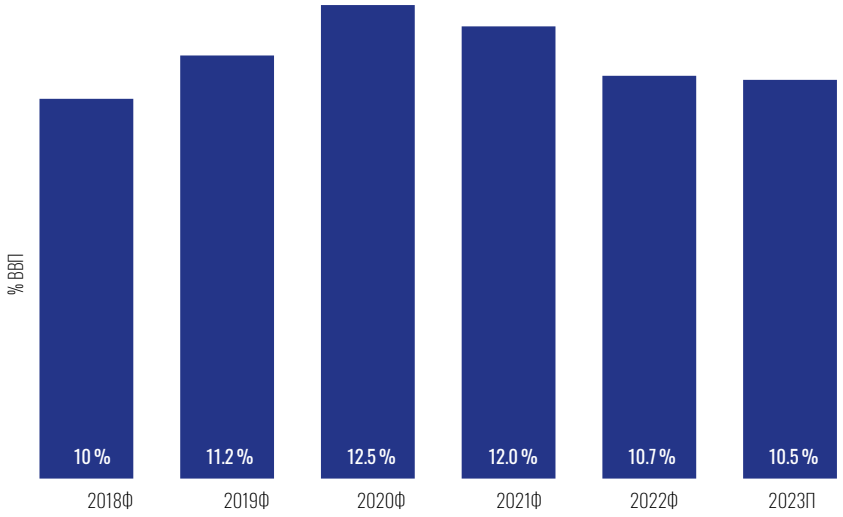


Рисунок 4
Ненефтегазовые доходы федерального бюджета

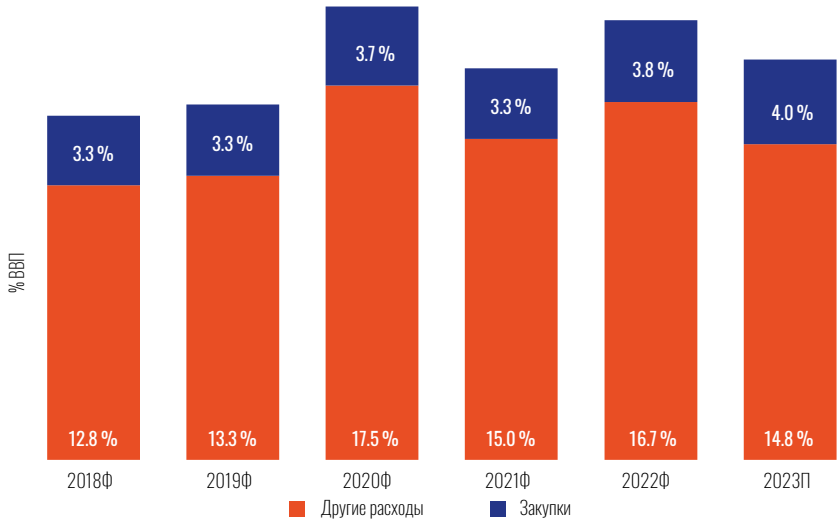
Источник: Минфин, собственные оценки и расчеты

скидки $25 за баррель. Кроме того, правительство и отрасль начали обсуждать возможность сокращения топливного демпфера на общую сумму несколько сотен миллиардов рублей. Тем временем более широкому кругу компаний, получивших избыточную прибыль, предстоит выплатить сопоставимый по совокупной величине разовый взнос в бюджет.

После сложного I квартала, когда Министерство финансов было вынуждено продать валюту из Фонда национального благосостояния на сумму 300 млрд рублей, в апреле виды на нефтегазовые доходы заметно улучшились. Во-первых, уже по итогам марта фактический объем поступлений от топливно-энергетического комплекса превысил плановый уровень базовых доходов. Во-вторых, сужение скидки Urals к Brent оказалось более значительным, чем предусмотрено новой формулой налога на добычу полезных ископаемых. В-третьих, ослабление рубля подняло рублевую стоимость нефти с 3.3 тысячи рублей в декабре до 4.8 тысячи рублей в апреле, что соответствовало уровню 2019-го и 2021 года. Возобновившееся с середины апреля снижение цен на нефть, безусловно, скажется на уровне нефтегазовых доходов по итогам мая, однако усилия ОПЕК+, скорее всего, приведут к закреплению Brent выше отметки $80 за баррель во второй половине 2023 года.

Что касается ненефтегазовых доходов, то, исходя из закона о бюджете, их уровень представлялся завышенным. По итогам 2022 года отношение ненефтегазовых доходов к ВВП составило 10.7 %. На 2023 год, несмотря на ожидавшееся продолжение рецессии, этот показатель был зафиксирован на уровне 11.5 %. Однако в конце 2022 года Росстат существенно повысил оценку номинального объема ВВП за 2021 год, а спустя несколько месяцев оценил итоговый показатель прошлого года в величину, превышающую прогноз на 2023 год. Позитивная динамика первых месяцев и улучшение экономического прогноза в целом по году, похоже, окончательно сняли с повестки дня вопрос о недостатке ненефтегазовых доходов (Рисунки 4 и 5).

Расходы федерального бюджета, составившие в январе-феврале почти пятую часть от всего годового плана, в марте соответствовали многолетним средним значениям. В апреле рост расходов вновь заметно ускорился, однако, с одной стороны, в этом месяце всегда наблюдается сезонный всплеск, с другой — нельзя исключать, что Министерство финансов в нынешнем году стремится к более равномерному исполнению расходов с целью снижения бюджетного дефицита. Если это так, то во втором полугодии мы будем наблюдать существенное ужесточение бюджетной политики, что снимет с повестки дня Банка России один из важных проинфляционных факторов.

Рисунок 5
Структура расходов федерального бюджета

Источник: Минфин, собственные оценки и расчеты