Феномен быстрого скачка экономики и последствия для курса рубля и политики ЦБ

Сергей КОНЫГИН,
старший экономист,
инвестбанк «Синара»

Экономика России по итогам 1П23 демонстрирует опережающие темпы роста. Прогнозы повышают как российские официальные лица, так и международные организации. В чем секрет столь быстрого восстановления экономики и какие последствия этот феномен будет иметь для курса рубля и политики Банка России в будущем?

Мы считаем, что в ближайшие месяцы экономика продолжит движение вверх на фоне интенсивного фискального стимулирования и увеличения кредитной и инвестиционной активности

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА ПРОДОЛЖАЕТ ПОКАЗЫВАТЬ РЕЗУЛЬТАТЫ ЛУЧШЕ ОЖИДАНИЙ

Мы отмечаем скачок роста в обрабатывающих производствах на фоне увеличения кредитования, высоких оборотов в розничной и оптовой торговле (Рисунок 1). Важно помнить, что эффект низкой базы в ближайшие месяцы исчезнет, и темп роста ВВП за весь 2023 год окажется меньше, чем за 2К23. Мы прогнозируем увеличение реального ВВП за 2023 год чуть выше 2 %.

ВВП в июне вырос на 5.3 % г/г, во 2К23 — на 4.6 %, в 1П23 — на 1.5 % (оценка Минэкономразвития). В июне с корректировкой на сезонные факторы ВВП незначительно увеличился — на 0.04 % м/м. В 1П23 показатель вырос на 0.5 % по сравнению с уровнем двухлетней давности. Экономическая активность в июне оставалась высокой, второй месяц подряд отмечался уверенный рост в основных отраслях (отчасти благодаря эффекту низкой базы 2К22).

Рост промпроизводства в июне замедлился до 6.5 % г/г, в 1П23 составив 2.6 %. Без учета сезонных и календарных факторов в июне изменений в объемах промышленного производства в месячном сопоставлении не зафиксировано. Прирост выпуска в обрабатывающей промышленности в июне ускорился до 13.1 % г/г после увеличения на 12.8 % в мае. Объем работ в секторе добычи полезных ископаемых в июне вновь снизился на 1.7 % г/г после двух месяцев роста. В обрабатывающих производствах максимальные темпы показало производство компьютеров и периферийных устройств, оптической и электронной продукции (+71.6 %), автотранспортных

средств, прицепов (+51.7 %), готовых изделий из металла, кроме машин и оборудования (+45.8 %). Основной вклад в улучшение показателей обрабатывающих производств в 1П23 внесли машиностроительный и металлургический комплексы.

Увеличился оборот розничной и оптовой торговли при скачке кредитной активности. Кредитование (в совокупности корпоративное и розничное) в июне ускорило рост: +24.5 % г/г после +22.7 % г/г в мае. Потребительская активность стабильно увеличивается. Оборот розничной торговли в июне с учетом сезонных колебаний прибавил 1.1 % м/м (+10.0 % г/г). В целом оборот в розничной торговле, общепите и секторе платных услуг для населения в июне увеличился с исключением сезонности на 1.0 % м/м (+8.8 % г/г после +8.9 % г/г в мае). Уровень безработицы в мае вновь снизился, поставив очередной рекорд — 3.1 % от рабочей силы. Рост заработной платы в номинальном выражении в мае ускорился до +16.1 % г/г (последние доступные данные). Реальный располагаемый доход подскочил на 5.3 % во 2К23 после 4.4 % в 1К23.

Наш прогноз роста ВВП за весь год — минимум 2 %. Мы считаем, что в ближайшие месяцы экономика продолжит движение вверх на фоне интенсивного фискального стимулирования и увеличения кредитной и инвестиционной активности, даже несмотря на повышение ставки ЦБ до 12 %. Вместе с тем эффект низкой базы в ближайшие месяцы исчезнет (в 2К22 экономика упала на 4.5 %, а затем, в 2П22, быстро восстановилась), и рост ВВП за весь 2023 год окажется ниже, чем за 2К23. Сейчас мы прогнозируем рост реального ВВП за текущий год на уровне чуть выше 2 %.

Мы считаем потенциал ужесточения монетарных условий ограниченным ввиду слабого переноса валютного курса в инфляцию

Перегретость российской экономики во 2К23 вызвала быстрый рост ключевой ставки, который нацелен на охлаждение кредитной активности

РЕАКЦИЯ ЦБ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ СКАЧОК

Перегретость российской экономики во 2К23 вызвала быстрый рост ключевой ставки, который нацелен на охлаждение кредитной активности. В июле-августе ЦБ повысил ставку совокупно на 450 б. п. до 12 %. Инфляционное давление продолжает усиливаться. Рост цен ускоряется, и на 7 августа годовой показатель инфляции увеличился до 4.4 %. С очисткой от сезонности средняя за последние три месяца инфляция составила 7.6 % в пересчете на год. Такой же показатель базовой инфляции увеличился до 7.1 %. Инфляционное давление усиливается под влиянием растущего внутреннего потребления, которое через спрос на импорт также воздействует на курс рубля.

Фактическая инфляция в 2024 году может превысить прогноз Банка России, но регулятор оставляет свою цель без изменений на уровне 4 %. Его решение призвано обеспечить такую динамику монетарных условий и внутреннего потребления, которые необходимы для того, чтобы в 2024 году вернуть инфляцию к 4 % и на будущее стабилизировать ее примерно на этом уровне.

Рисковый сценарий становится базовым. В представленном 11 августа проекте

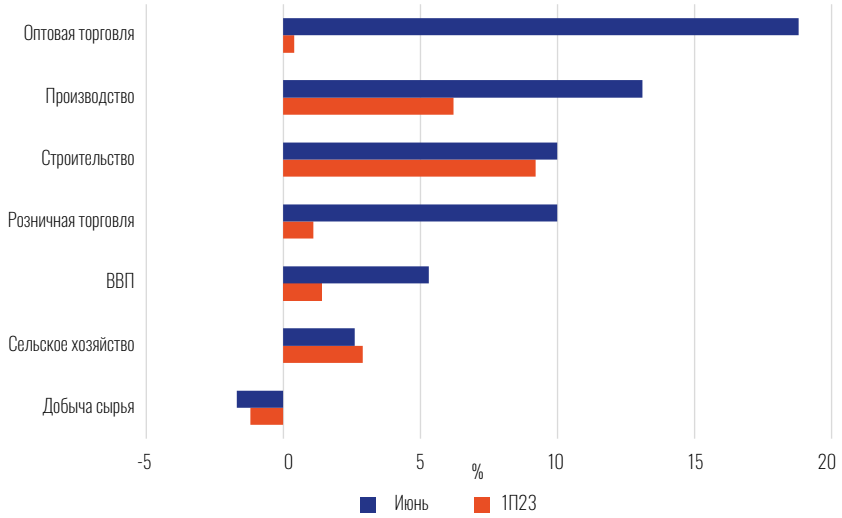
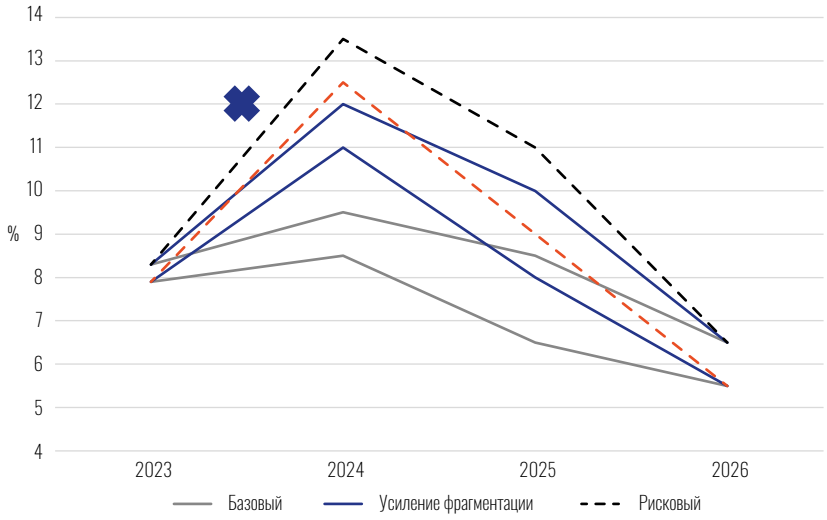


Рисунок 1
Экономика демонстрирует сильный рост (г/г)

Источники: Росстат, инвестбанк «Синара»

Рисунок 2
Траектория средней ключевой ставки в различных сценариях Банка России

Источник: Банк России



«Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов» Банк России обрисовал, помимо базового, два кризисных сценария, назвав их «Усиление фрагментации» и «Рисковый». В последнем инфляция в следующем году ожидается в диапазоне 11–13 %, а в 2025 году — ее снижение до 4 %. Ключевая ставка в нем же предполагается в районе 12.5–13.5 % в 2024 году, 9–11 % — в 2025 году и 5.5–6.5 % — в 2026 году (Рисунок 2). Принимая в расчет сегодняшнее повышение, полагаем, что инвесторам следует ориентироваться на данные значения инфляции и ставки, чтобы лучше понимать решения Банка России в будущем.

ЦБ РФ усиленно сигнализирует о дальнейшем повышении. Сразу опубликовав пресс-релиз 15 августа, Центробанк позднее дополнил его следующей информацией: «Банк России будет принимать дальнейшие решения по ключевой ставке с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели». Следовательно, в случае усиления проинфляционных рисков возможно новое повышение ставки. Мы, впрочем, считаем потенциал ужесточения монетарных условий ограниченным ввиду слабого переноса валютного курса в инфляцию. Инфляция, как показывают данные, не ускоряется, потому что население не покупает импортные товары так активно, речь идет о производственном импорте, который не идет в расчет индекса потребительских цен. В условиях умеренного контроля за движением капитала ставки не особо влияют на курс валюты. Если мы правы, конец цикла повышения ставки может оказаться уже не за горами — и это позитивный для длинных ОФЗ фактор.

ОСЛАБЛЕНИЕ КУРСА РУБЛЯ — ЕЩЕ ОДНО ПОСЛЕДСТВИЕ ПЕРЕГРЕТОГО СПРОСА

В середине года курс рубля резко ослаб к основным валютам (доллар, евро, юань). Экспорт в стоимостном выражении сейчас на треть меньше, чем во 2П22, тогда как импорт прибавил относительно среднего уровня 4К22. Внутренний спрос динамично растет благодаря увеличению доходов населения, кредитованию, инвестиционной активности предприятий, спросу со стороны государства. Приток ликвидности в иностранной валюте, который обеспечивал экспорт, обмелел. Следовательно, ослабление рубля балансирует спрос и предложение на рынке. Банк России подчеркивает, что структура импорта изменилась и в основном вырос инвестиционный и промежуточный импорт, тогда как потребительский остается стабильным, при этом наращивание импорта в целом, зависящее от курса рубля, не может продолжаться вечно. Часть экспортных операций выведена на внебиржевую оплату, часть авансируется (не репатриируется в РФ в полной мере).

По нашим оценкам, слабый курс рубля (90+) при высокой нефти (Urals выше $80 за баррель) даст дополнительно 400 млрд рублей доходов бюджета до конца года, на эту сумму может быть снижена программа заимствований Минфина или же наращены госрасходы.

Мы рассчитываем в ближайшие месяцы на приток валютной ликвидности на рынок за счет увеличения экспорта при растущих нефтяных ценах, тогда как рост импорта замедлится из-за девальвации рубля. Мы оцениваем курс на конец года в диапазоне 85–95 рублей за доллар США.

Экспорт в стоимостном выражении сейчас на треть меньше, чем во 2П22, тогда как импорт прибавил относительно среднего уровня 4К22