Посткризисный ландшафт

Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического департамента, ИК РЕГИОН

Антикризисные меры правительства, в том числе значительный фискальный импульс, позволили российской экономике в III квартале 2023 года выйти на новые рекордные объемы валового внутреннего продукта. Побочным эффектом быстрого восстановления стали чрезмерное ослабление рубля и ускорение инфляции. Ответом на новые вызовы стали ужесточение валютного регулирования и резкий рост ключевой ставки. Более крутая траектория ужесточения денежно-кредитной политики может привести к сокращению объемов импорта, что даст дополнительное рыночное пространство отечественным производителям при одновременном укреплении рубля.

Не последнюю роль в падении мировых цен на сырьевые товары сыграли повышение ставок ФРС США и Европейского центрального банка, а также неожиданное неустойчивое постковидное восстановление экономики Китая

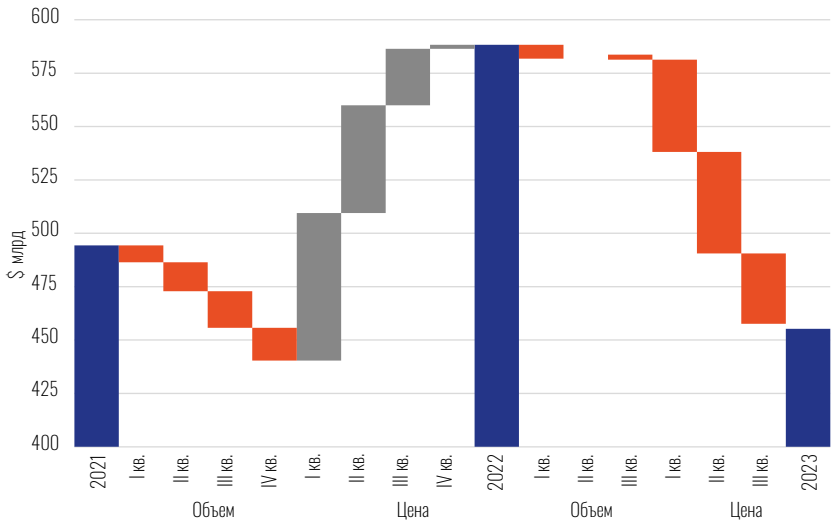
Росстат оценил годовой темп роста российского ВВП в III квартале 2023 года не менее чем в 5.5% — заметно выше, чем по итогам предшествующего квартала. Наибольший вклад в восстановление внесли строительство, государственное управление и обеспечение военной безопасности, обрабатывающая промышленность. При этом отраслевая динамика была неоднородной: с отставанием увеличивался выпуск в автомобилестроении, фармацевтике, деревообработке и целлюлозно-бумажной промышленности. Более слаженно поднимались отрасли, связанные с внутренним туризмом (гостиничный бизнес, общественное питание, культура и спорт), восстанавливалась розничная торговля. В целом, внутренний спрос оставался ключевым драйвером: в январе-сентябре 2023 года физические объемы российского экспорта упали примерно на 2% год к году (Рисунок 1).

Сокращение экспорта отчасти носило инерционный характер: в первой половине года на поставках газа продолжала негативно сказываться остановка первой и отсутствие сертификации второй очередей «Северного потока»; сохранялись логистические сложности в поставках удобрений, металлургических и лесных грузов. Несмотря на успешную переориентацию на новые рынки, неустойчивую динамику демонстрировал экспорт нефтепродуктов, кроме того, в связи с плановым техническим обслуживанием снизились отгрузки сжиженного природного газа. В дополнение к этому правительство, стремясь сократить скидки на отечественные топливно-энергетические ресурсы, предписало компаниям добровольно сократить добычу нефти на 500 тысяч баррелей в сутки от уровня февраля 2023 года, а затем еще и уменьшить экспорт на сопоставимую величину.

Несмотря на то что меры по стабилизации баланса спроса и предложения нефти были поддержаны значительной частью партнеров по соглашению ОПЕК+, в том числе Саудовской Аравией, сокращение физических объемов экспорта привело к формированию

Рисунок 1
Факторный анализ динамики российского экспорта, год к году

Источники: Банк России, Росстат, собственные оценки и расчеты



устойчивого растущего тренда в котировках нефти лишь в середине лета. В сочетании с падением цен на газ, зерно, удобрения и металлы удельная стоимость тонны российского экспорта в январе-сентябре 2023 года значительно снизилась, что вылилось в потерю около $125 млрд доходов в годовом выражении, тогда как за тот же период прошлого года ценовые факторы обеспечили прирост выручки на $155 млрд. Не последнюю роль в падении мировых цен на сырьевые товары сыграли повышение ставок ФРС США и Европейского центрального банка, а также неожиданное неустойчивое постковидное восстановление экономики Китая.

Тем временем в самой России быстрое сокращение безработицы при двухзначных темпах увеличения заработной платы и растущих объемах потребительского кредитования обеспечило быстрое восстановление спроса на потребительские товары, в том числе импортные. Не отставал и корпоративный сектор, увеличивавший спрос на иностранное оборудование. В итоге отношение стоимости импорта к ВВП в III квартале 2023 года вернулось к исторической норме 20–21%.

Сокращение экспорта и стабильно высокий импорт закономерно привели к сужению торгового баланса, что само по себе должно было вызвать ослабление рубля. Этот естественный процесс был усилен изменениями в структуре валютного рынка. Профицит в торговле со странами-эмитентами твердой валюты (США, Европейский союз, Китай, Рисунок 2) в текущем году оказался близок к нулю. При этом экспортерам удалось существенно нарастить долю рубля в выручке (с 27% в 2022 году до 39% в 2023 году), в то время как расчеты по импорту оказались менее гибкими: доля российской валюты в таких сделках практически не росла. В итоге профицит внешней торговли начал формироваться преимущественно в рублях, а практически вся приходящая в Россию иностранная валюта уходила на оплату поставок товаров из-за рубежа и расчетов по сделкам с российскими активами нерезидентов. В дополнение к этому заметная часть валютообменных операций, в том числе связанная с оплатой экспорта в рублях, перетекла на рынки дружественных стран.

Сочетание перечисленных выше фундаментальных и конъюнктурных факторов привело к чрезмерному ослаблению рубля, которое уже в мае начало вызывать озабоченность правительства и Банка России. Помимо очевидных проинфляционных эффектов (Рисунок 3), оно несло риски пересмотра корпоративных инвестиционных программ и, соответственно, торможения трансформационных процессов в экономике. Попытки ужесточить контроль над расчетами с нерезидентами, в частности за счет ограничения объемов приобретаемой для этих целей твердой валюты, видимого курсового эффекта не принесли. Макропруденциальные меры, направленные на сокращение объема рискованного розничного кредитования, не вызвали охлаждение спроса.

Ненадолго улучшил ситуацию с валютной ликвидностью мораторий на зеркалирование операций ФНБ по покупке юаней и золота за дополнительные нефтегазовые доходы и одновременное начало продажи на бирже валюты для отражения конверсионных операций, связанных с инвестированием средств фонда в российские проекты. Но из-за того, что Банк России изменил график продажи юаней в окрестностях погашения выпуска еврооблигаций Минфина для компенсации выпадающих валютных активов кредитных организаций, уже в конце сентября доступный среднедневной объем операций сократился вчетверо относительно августа.

Состоявшийся в июле переход курса доллара через отметку 90 рублей, которую в правительстве называли верхней границей

Сокращение экспорта и стабильно высокий импорт закономерно привели к сужению торгового баланса, что само по себе должно было вызвать ослабление рубля

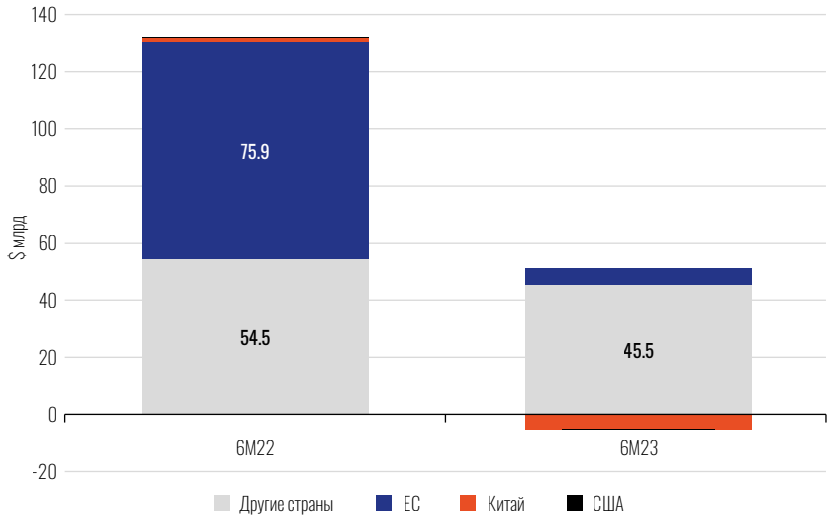


Рисунок 2
Географическая структура профицита внешней торговли товарами

Источники: Минэкономразвития, собственные оценки и расчеты

оптимального для экономики диапазона, побудил Банк России к более решительным действиям. При сохранении высокой потребительской активности спрос на импорт в пересчете на рубли мог не сокращаться весьма продолжительное время, а недостающее количество товаров покупатели начали активнее приобретать у отечественных производителей, увеличивая инфляционное давление. В июле-августе регулятор повысил ключевую ставку на 450 б. п. и существенно ужесточил сигнал. Масштаб и скорость этих изменений привели участников рынка к мысли, что нынешний эпизод будет кратковременным. Отклик кривой ОФЗ на рост ключевой ставки оказался умеренным, выдача банковских кредитов продолжала увеличиваться, в том числе из-за желания заемщиков успеть привлечь средства по низким ставкам.

Дальнейшее развитие событий в III квартале, среди которых следует особо отметить неожиданное значительное увеличение плана бюджетных расходов и ненефтегазового дефицита, показали, что принятых регулятором мер недостаточно и ключевую ставку следует повышать сильнее. Темпы роста цен в июле-сентябре оказались выше границ базового прогноза Банка России (Рисунок 4), и курсовая динамика не стала единственной тому причиной. Во-первых, рост экспортной альтернативы для нефтепродуктов в связи с синхронным повышением экспортных цен и падением курса рубля привел к сбоям в работе демпферного механизма. В сентябре внутренние оптовые цены оказались выше пороговых значений для компенсационных выплат в пользу НПЗ. Во-вторых, несмотря на увеличение сбора овощей и производства мяса, ускоренными темпами пошли вверх цены на продовольствие. Отчасти удорожание было спровоцировано повышением себестоимости производства, эпизоотическими факторами, а также ограничениями на поставку курятины из Беларуси. Но одновременно с этим в структуре спроса на продовольствие, очевидно, произошли изменения, связанные с повышением уровня жизни наименее обеспеченных слоев населения благодаря бюджетным выплатам и сокращению теневой занятости. Если ранее эта группа

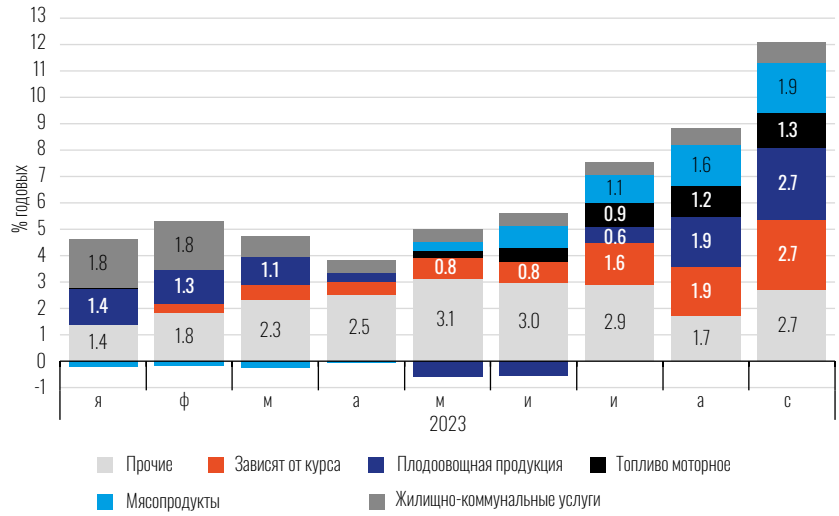


Рисунок 3
Сезонносглаженная аннуализированная инфляция, средняя за скользящий квартал

Источник: Банк России, собственные оценки и расчеты

потребителей преимущественно покупала хлеб и крупы, то за последний год она смогла позволить себе более разнообразное и сбалансированное питание.

Проинфляционную природу сохраняет и бюджет. Во-первых, в IV квартале 2023 года и в 2024 году предполагается существенное повышение налоговой нагрузки на ненефтегазовый сектор (около 3.2 трлн рублей; 1.8% ВВП). В результате соотношение между ненефтегазовыми доходами бюджета и ВВП должно достигнуть рекордного уровня с 2007 года. Во-вторых, сам план по ненефтегазовым доходам сверстан из оптимистичных предположений о темпах экономического роста. При прочих равных условиях снижение темпов роста ВВП на 1 п. п. отнимет из доходной части несколько сотен миллиардов рублей и увеличит дефицит бюджета. В-третьих, более быстрыми темпами будут расти тарифы на газ и железнодорожные перевозки. В сочетании с автоматическим повышением процентных расходов по кредитам с плавающей ставкой и растущим фондом оплаты труда это означает, что компании столкнутся со значительным многофакторным увеличением расходов, которые будут пытаться перенести на потребителей. В-четвертых, с 1 января 2024 года почти на 20% увеличится МРОТ, что автоматически приведет к повышению размера социальных выплат.

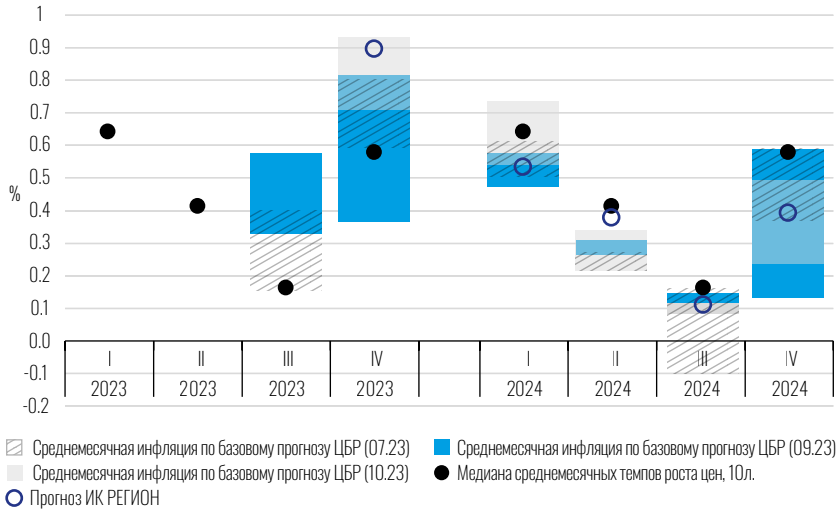
В течение ближайших кварталов правительству, вероятно, удастся решить вопрос с насыщением отечественного рынка продовольствием, а также перенастроить топливный демпфер. Чуть быстрее может быть исчерпано влияние курсовой динамики. Новые требования по продаже валютной выручки экспортеров, вероятно, увеличат валютную составляющую экспортной выручки: сейчас она достигает 58–60%, тогда как уровень, обеспечивающий обязательную продажу на целевом уровне 72%, находится примерно на 10 п. п. выше. На стороне предложения валюты более отчетливо проявится эффект, связанный со значительным ростом цен на российскую нефть, а уровень курса и высокая ключевая ставка приведут к коррекции объемов импорта. В то же время гибкие экспортные пошлины могут демотивировать поставки за рубеж со стороны компании с малой долей внешнеторговой выручки, а более крупные компании могут сократить продажи валюты под выплату дивидендов. Кроме того, ограничение экспорта моторного топлива негативно скажется на физических объемах поставок и при прочих равных условиях негативно повлияет на сальдо торгового баланса.

Также ситуация на валютном рынке будет зависеть от того, насколько глубоко зайдет замедление глобального экономического роста, а также от устойчивости платежных механизмов в российской внешней торговле к новым раундам усиления санкционного давления. В базовом сценарии объемы экспорта топливно-энергетических полезных ископаемых в 2024 году не увеличатся, а цены незначительно подрастут, что обеспечит лишь небольшое улучшение в платежном балансе.

В течение всего периода высокой инфляции Банк России продолжит удерживать двузначные процентные ставки, оставаясь выше и сезонно-сглаженной инфляции в пересчете на год, и кривой доходности ОФЗ, и инфляционных ожиданий населения. В этой ситуации, скорее всего, произойдет существенное замедление темпов роста инвестиций: возросшая стоимость оборудования в сочетании с увеличившейся стоимостью кредита заставит отложить значительную часть проектов за исключением инвестиционных программ естественных монополий; программ и проектов, финансируемых по субсидируемым правительством ставкам и из ФНБ. Судя по косвенным признакам, спрос на инвестиционные товары начал сокращаться уже в III квартале 2023 года. Из системообразующих компаний о значительном сокращении инвестиционной программы успел сообщить Газпром, сильно замедлить рост капитальных затрат планирует РЖД.

Перспективы быстрого охлаждения потребительского спроса менее очевидны. Потребители, для которых те или иные товары становятся слишком дороги, по-прежнему имеют возможность переключаться на другие сегменты рынка, в том числе на услуги. Низкодоходные группы населения, не имеющие опыта формирования сбережений, будут склонны расходовать, а не сберегать поступающие от государства выплаты, предполагая их прекращение в случае завершения специальной военной операции, а также риск стать жертвой мошенников.

Импортеры потребительских товаров, прежде всего сети бытовой техники и электроники, сегодня работают без товарного кредита, закупая товар на заемные средства. Поэтому резкий рост ключевой ставки может усилить сокращение импорта в рублевом выражении, в том числе за счет нового витка удешевления ассортимента. На этом фоне более широкая номенклатура отечественных товаров может получить преимущество над импортом по соотношению цена-качество, особенно в тех случаях, когда добавленная стоимость достигается за счет силы бренда, программного обеспечения или дополнительных услуг. Это может стать дополнительным драйвером роста экономики в условиях высоких процентных ставок.

Рисунок 4
Базовый поквартальный прогноз среднемесячной инфляции Банка России

Источники: Банк России, собственные оценки и расчеты