Три вопроса года Дракона

Антон ТАБАХ,
главный экономист,
рейтинговое агентство
«Эксперт РА»

Анастасия ПОДРУГИНА,
доцент факультета мировой
экономики и мировой
политики, НИУ «ВШЭ»

Чтобы преуспеть в наступающем 10 февраля году Дракона по восточному календарю, участники рынка должны правильно оценить три основные истории, которые и определят доходность инвесторов, стоимость заимствований эмитентов и доходы других игроков. Причем если до 2022 года было достаточно адекватно оценить уровень инфляции и процентных ставок, ожидания по курсу и действия ЦБ и Минфина на рынках, то сейчас появились дополнительные факторы, способные обнулять или же усиливать эффекты санкций в отношении инфраструктуры либо же жесткость или мягкость их соблюдения в дружественных, не слишком дружественных и даже откровенно враждебных юрисдикциях и на их рынках.

После относительно спокойного с точки зрения инфляции II полугодия 2022 года проблема быстрого роста цен вернулась в Россию в 2023-м

Из этих трех наиболее значимым является вопрос о сценарии инфляции и, как следствие, движение по ключевой ставке, определяющее в свою очередь все сегменты рынка и состояние бюджета. Исключением в последние месяцы стал рынок ОФЗ, который явно оторвался от динамики ставки и живет своей жизнью, определяемой действиями Минфина и крупнейших госбанков. Чтобы оценить перспективы, имеет смысл совершить небольшой экскурс в историю инфляционного всплеска 2022–2023 годов.

После относительно спокойного с точки зрения инфляции II полугодия 2022 года проблема быстрого роста цен вернулась в Россию в 2023-м. На сегодняшний день темпы инфляции остаются повышенными, а вопрос о том, удастся ли Центральному банку достичь целевого значения в 2024 году, — основным.

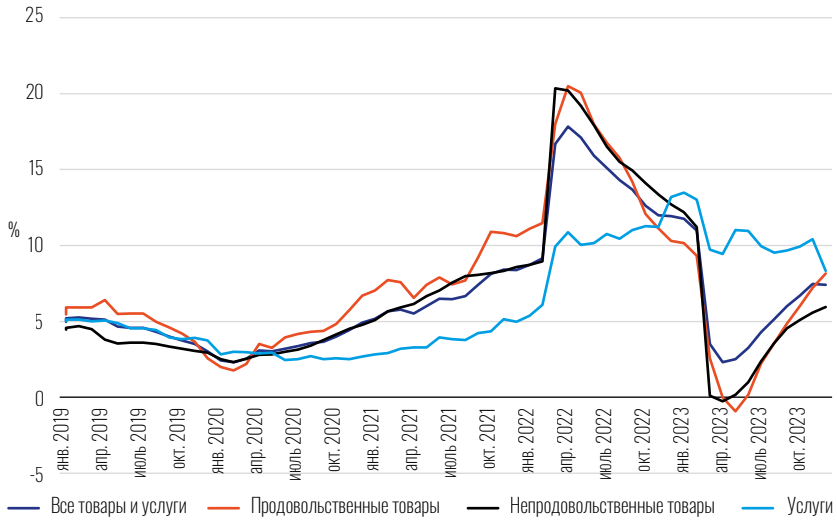
Второе полугодие 2023 года в России сопровождалось ростом цен, пик сезонно-сглаженной аннуализированной инфляции случился в сентябре и составил 14.5 % годовых (SAAR). Повышение стоимости происходило у широкого круга товаров: за предпоследнюю неделю декабря цены увеличились на 79 % товаров, отслеживаемых Росстатом.

Важным фактором повышения цен в 2023 году оказалось продовольствие (Рисунок 1). Значительно выросли в цене и сделали существенный вклад в инфляцию помидоры, огурцы, бананы, куры и яйца, широко обсуждавшиеся в декабре 2023 года (Таблица 1). Существенно выросла также цена на полеты в самолете, значительный вклад в инфляцию сделало повышение стоимости бензина из-за снижения демпфера.

По расчетам Банка России, на цены во II полугодии 2023 года повлияли как положительные факторы спроса (бюджетный и кредитный импульсы, рост доходов населения), так и отрицательные факторы

Рисунок 1
Инфляция по категориям товаров, ноябрь 2023 года к ноябрю 2022 года

Источник: Росстат



предложения (рост цен на сырье, дефицит кадров, ослабление рубля)[1]. При этом факторы спроса в большей степени повлияли на рост цен на непродовольственные товары, тогда как увеличение стоимости продовольствия во многом обусловлено факторами со стороны предложения.

Кроме того, инфляция в России остается устойчивой. На уровне, значительно превышающем таргет, остаются все показатели инфляционной инерции — базовая инфляция Росстата, модифицированные показатели инфляции Банка России[2], трендовая инфляция[3], которую также подсчитывает Банк России (Рисунок 2). Остаются на высоком уровне и инфляционные ожидания, причем в декабре произошел их дальнейший значительный рост — с 12.2 до 14.2 %.

Об устойчивости инфляции в России в 2023 году свидетельствует и разложение волатильности инфляции на волатильности темпов роста цен на отдельные товары, и совместное движение цен (ковариация цен в различных секторах, Рисунок 3). Высокая доля ковариационной составляющей в волатильности означает, что существенная часть изменений цен вызвана не подстройкой цен на отдельные товары, а именно синхронным изменением цен — рост стоимости одного товара приводит к росту стоимости другого

[1] Сапова А., Харламова М. Оценка вклада факторов спроса и предложения в динамику потребительских цен в 2022–2023 годах. Банк России, 2023.

[2] Базовая инфляция с исключением либо экстремальных значений инфляции, либо самых волатильных компонент, исключаемые компоненты меняются ежемесячно.

[3] Тренд инфляции, выявляемый на основе динамической факторной модели.

Таблица 1
Рост цен на товары и услуги, наиболее подорожавшие в 2023 году

	Рост цен за год, %	Вес (п. п.)	Вклад (п. п.)
Помидоры свежие, кг	70.1	0.473	0.33
Полет в салоне экономического класса самолета, в расчете на 1 тыс. км пути	66.8	0.484	0.32
Яйца куриные, 10 шт.	65.5	0.504	0.33
Бананы, кг	55.0	0.343	0.19
Капуста белокочанная свежая, кг	42.4	0.134	0.06
Огурцы свежие, кг	39.2	0.548	0.21
Куры охлажденные и мороженые, кг	29.3	0.888	0.26
Аллохол, 50 таблеток	27.1	0.037	0.01
Яблоки, кг	25.5	0.597	0.15
Морковь, кг	23.9	0.084	0.02
Свекла столовая, кг	21.3	0.035	0.01
Поливитамины, 10 шт.	20.0	0.037	0.01
Лук репчатый, кг	18.4	0.1	0.02
Баранина (кроме бескостного мяса), кг	18.4	0.125	0.02
Легковой автомобиль отечественный новый, шт.	17.8	1.481	0.26
Проезд в метро, поездка	15.9	0.073	0.01
Бензин автомобильный	7.2	4.436	0.32

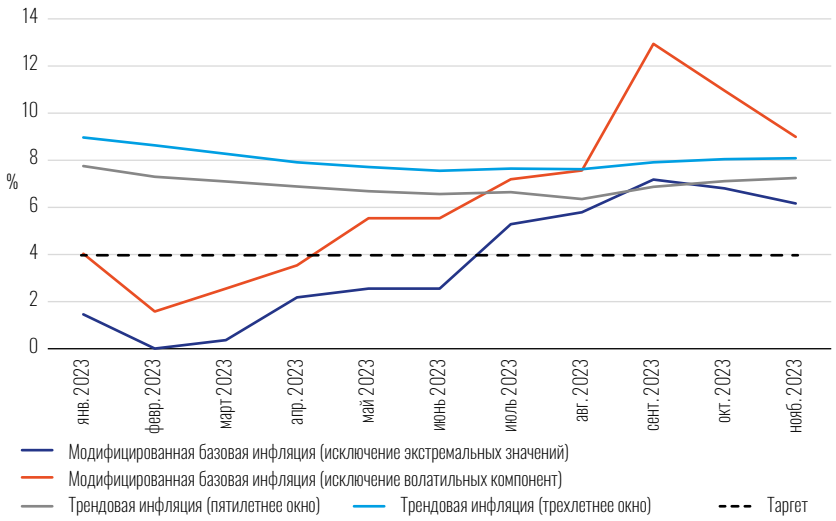


Рисунок 2
Различные оценки устойчивой компоненты инфляции

Источник: Банк России

и т. д., запуская самоподдерживающийся инфляционный процесс.

В декабре 2023 года инфляция замедлилась до 6.5 % (SAAR), первые январские данные также свидетельствуют об этом процессе. Отметим, однако, что цифры все еще значительно превышают уровень таргета Центрального банка. Январская инфляция — около 4 % (SAAR), но остается открытым вопрос, насколько она закрепилась на этом уровне.

Одним из ключевых рисков в текущем году остается напряжение на рынке труда и дефицит кадров (Рисунок 4). Отметим здесь, что уровень напряженности различается для разных специальностей — согласно индексу HeadHunter наибольшая жесткость рынка наблюдается для автомобильного бизнеса, медицины и фармацевтики, рабочего персонала, продаж, производства, розничной торговли, транспорта и логистики.

Повышенные бюджетные расходы также будут оказывать проинфляционное давление — на 2024 год в федеральном бюджете запланирован рост доходов на 20.4 % относительно исполненных в 2023-м. Таким образом, бюджетный импульс в 2024 году будет оставаться значительным, хотя в существенной мере жесткая денежно-кредитная политика этот импульс компенсирует. Если исторически бюджет был крайне чувствителен к курсу, то сейчас увеличившаяся до 38 % от объема ОФЗ доля флоатеров, выданные льготные кредиты с покрытием разницы в ставках за счет средств бюджета оказывают значительно более прямое и быстрое влияние на бюджет. Если доходы уменьшатся из-за более крепкого рубля, то покрывать разницу придется за счет новых сборов и пошлин с бизнеса. Рост заимствований возможен, но будет весьма дорог для бюджета. Расширение бюджетного дефицита — один из рисков, который может потребовать сохранения ставок на высоком уровне несколько дольше.

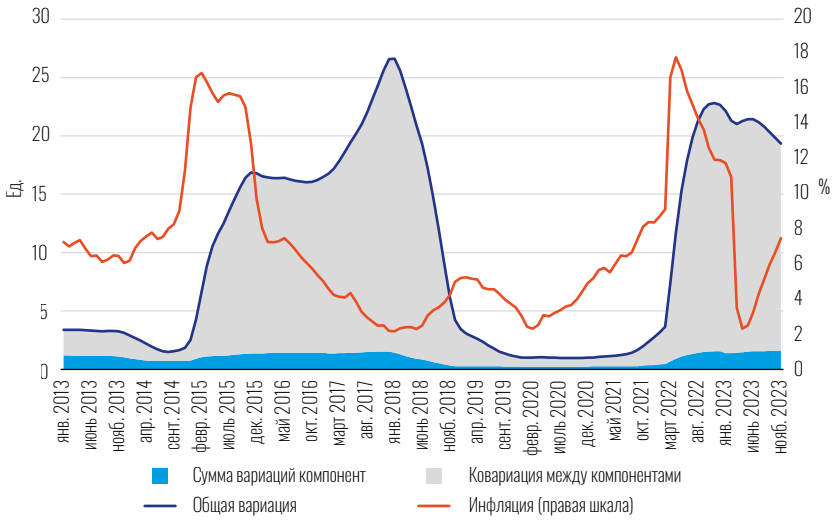


Рисунок 3
Динамика вариации инфляции в России и ее составляющие*

Источник: расчеты авторов

* При построении использовались данные по годовой инфляции для каждого месяца как для индекса потребительских цен в целом, так и для товарных ценовых индексов. Общая вариация инфляции и взвешенная секторальная вариация рассчитывались с использованием трехлетнего скользящего среднего. Веса слагаемых определялись в соответствии с долей данных типов расходов в потребительской корзине. Ковариация составляющих — разность между вариацией инфляции и вариацией взвешенной суммы секторальных показателей инфляции.

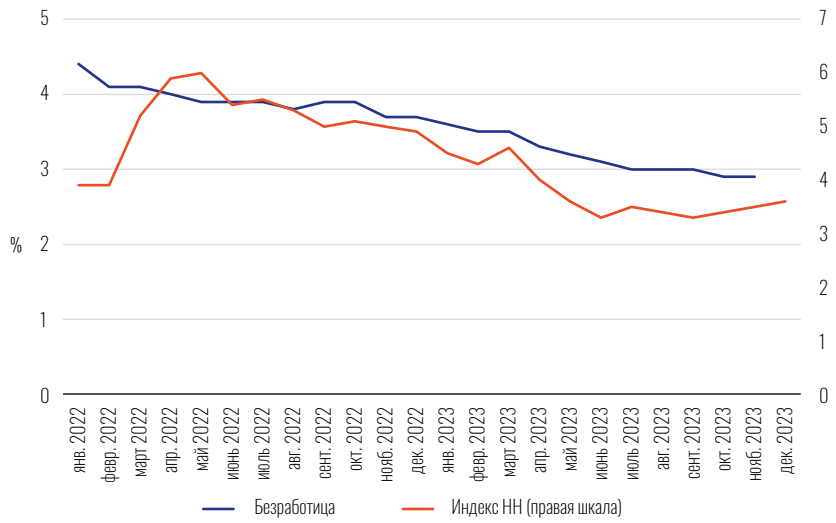


Рисунок 4
Динамика безработицы и индекса жесткости рынка труда HeadHunter

Источник: Росстат, HeadHunter

Об устойчивости инфляции в России в 2023 году свидетельствует и разложение волатильности инфляции на волатильности темпов роста цен на отдельные товары, и совместное движение цен

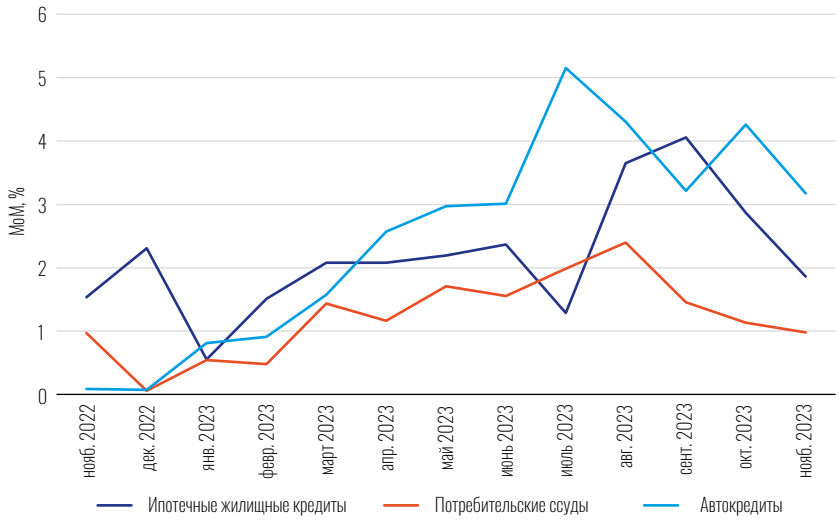
Среди дезинфляционных факторов 2024-го следует выделить замедление кредитной активности, начавшееся еще в конце прошлого года (Рисунок 5), из-за жесткой денежно-кредитной политики и из-за ужесточения требований к льготной ипотеке, а также возможности сворачивания этой программы. Возможно появление дезинфляционных факторов и со стороны внешней торговли, например рост цен на сырьевые товары.

Курс, сильно влияющий на потребительские цены через импорт и стимулы для экспортеров, будет косвенным, но крайне важным драйвером инфляции. В отличие от важнейшей роли потребителей в экономике «физики» на валютном рынке представлены ограниченно. Хотя суммы валютных накоплений физических лиц и могут выглядеть значительными, они ничтожны по сравнению с продажами крупных экспортеров или потребностями и продажами ЦБ и Минфина. Поэтому для оценки перспектив рубля в 2024 году следует смотреть на перспективы бизнеса и объективные факторы, двигающие курс. Набор этих факторов снова изменился, равно как и их весомость.

Самый главный фактор — динамика внешнеторговых потоков. Мы ожидаем относительно мягкой посадки мировой экономики и, как следствие, достаточно комфортных цен на сырьевые товары. При этом импорт, скорее всего, стабилизируется — мировая инфляция по товарам

Рисунок 5
Динамика потребительского кредитования, рост к предыдущему месяцу

Источник: Банк России



сейчас отрицательная, какой и была до пандемии и инфляционного всплеска 2021–2023 годов. В результате мы можем ожидать относительно стабильных потоков валюты на рынок, хотя крайне неравномерных в течение года. Значение административных мер, таких как обязательная репатриация валютной выручки крупнейшими экспортерами, надо оценивать адекватно. На курс они сейчас влияют мало, но представители государства имеют больше информации не только о действиях, но и о планах продавцов и покупателей валюты. Продление обязательной продажи валютной выручки — вопрос решенный, и с высокой вероятностью мягкий контроль и уведомления в итоге распространят и на крупнейших импортеров.

В случае реализации негативного сценария с жесткой посадкой и ослаблением рубля из-за снижения цен на экспортные товары или дальнейшего роста импорта на фоне налаживания новых цепочек поставок и параллельного импорта это, наоборот, приведет к повышению инфляции.

Российская финансовая система остается связанной с мировой, хотя и более ограниченно. Офшорный рублевый рынок активно реагирует на ставки и их движения на российских площадках. Мировые ЦБ закончили повышать ставки, но снижение ожидается не раньше лета. Краткосрочные ставки по рублю на максимумах, и поэтому можно ожидать что в 2024-м данный фактор будет способствовать укреплению рубля. Позднее, с середины года по мере снижения ставки ЦБ и номинально, и относительно глобальных рынков можно ожидать давления в сторону ослабления российской валюты. При этом если суммировать все ожидаемые операции для ФНБ на рынке, с учетом неисполненных операций прошлых лет и зеркалирования всех операций сверх бюджетного правила, то ЦБ даже при нынешних ценах на нефть должен выступать чистым продавцом валюты примерно на 1 трлн рублей — что поддержит рубль. Ну а в случае резкого роста внешнеторговых поступлений укрепление рубля будет происходить по естественным причинам, не повышая, а то и снижая инфляцию. Вывод средств иностранными инвесторами за проданные активы с разрешения правительственной комиссии скорее всего не будет сильно влиять на рынок. Объем этих операций заведомо ограничен. Массовые и объемные операции по выводу средств, замороженных в ценных бумагах, и доходов по ним маловероятны. Санкции против российской инфраструктуры валютных торгов, например против Московской биржи, конечно, изменят систему курсообразования, но не повлияют сам на курс — он определяется через юани и дирхамы, с формированием резервов в юанях и золоте. Мы ожидаем среднее значение курса в течение года на нынешних уровнях, но с довольно широкими колебаниями на внешнеторговых потоках и новостях — экономических и геополитических.

Для пресечения инфляционной волны и достижения цели в 4 % Банк России увеличил ставки во II полугодии 2023-го с 7.5 до 16 % годовых, и по состоянию на конец года риторика оставляет возможность для дальнейшего роста и как минимум сохранения высоких ставок. При этом прогноз по инфляции закладывает ее резкое снижение при сохранении высоких ставок достаточно длительное время. Регулятор считает, что экономика способна выдержать прессинг, не свалившись в рецессию. Высокие бюджетные расходы, накопленная прибыль банков и предприятий, а также увеличенные зарплаты должны поддержать рост. Поскольку не все отрасли имеют доступ к бюджетным или льготным финансовым ресурсам либо возможности сыграть на росте доходов бедных и средних доходных групп населения, скорее всего высокие ставки очень по-разному повлияют на отраслевые результаты, но это тема для отдельного исследования.

В качестве базового сценария мы видим замедление инфляции уже в I квартале 2024 года. При этом регулятору потребуется несколько месяцев для полной убежденности в том, что инфляционный цикл не раскрутится снова, а инфляционные ожидания пошли вниз. В базовом сценарии риторика изменится на более нейтральную в марте, а снижение ставок начнется в середине года, на июньском или июльском заседании достаточно крупными шагами по 100 б. п. и достижением ставки в 11.5–12 % в декабре 2024-го. При этом сохранится высокий потенциал для уменьшения ставки ниже 10 % уже в I полугодии 2025 года. Если проинфляционные факторы окажутся сильнее либо потребуется дальнейшее увеличение бюджетных расходов, то тогда ставку начнут снижать не раньше июля шагами по 50 б. п., и в конце года можно ожидать ставку в 13.5–14 %. В случае реализации первого сценария мы можем увидеть рост активности эмитентов уже с середины года — потребность в деньгах никто не отменял. Минфин скорее всего будет стараться занимать мало и дешево, оставляя пространство для маневра корпоратам и банкам. И в год Змеи рынок войдет с низкими ставками и на повышенных оборотах.

Расширение бюджетного дефицита — один из рисков, который может потребовать сохранения ставок на высоком уровне несколько дольше