Хороший старт очередного года перемен

Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического департамента, ИК «РЕГИОН»

Несмотря на логистические и транзакционные сложности в I квартале 2024 года российская экономика продемонстрировала хорошую, но противоречивую динамику. В ближайшие кварталы ужесточение денежно-кредитных условий и фискальной политики в полной мере проявит свое сдерживающее влияние. Однако высокий потребительский оптимизм продолжит оставаться мощным драйвером роста, платой за который вновь станет повышенная инфляция.

Индикатор бизнес-климата Банка России, а также другие опросы по итогам января свидетельствовали о продолжающемся росте российской экономики

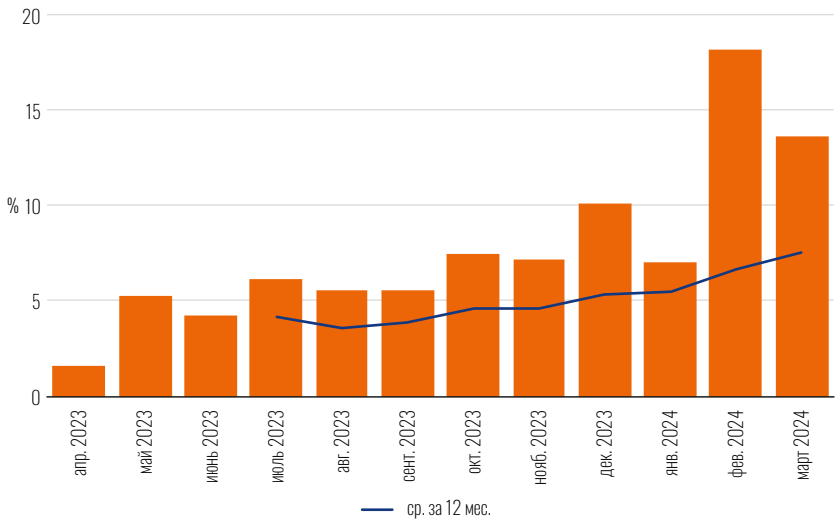
Начало года давало мало поводов для оптимизма: минимальные с лета 2023 года цены на нефть, угроза вторичных санкций для банков из дружественных стран, аварии на НПЗ, сокращение номинального объема бюджетных расходов и дефицит локомотивной тяги на сети РЖД, казалось, поставили российскую экономику перед необходимостью очередной болезненной адаптации. Тем не менее индикатор бизнес-климата Банка России, а также другие опросы по итогам января свидетельствовали о продолжающемся росте российской экономики.

В феврале оптимизм предпринимателей окупился с лихвой: сложности с погрузкой постепенно отступили, импорт стабилизировался, бюджетные расходы вновь начали расти, цены на нефть повысились. Согласно данным Росстата, промышленность вышла из многомесячной стагнации, показатели других отраслей по отношению к аналогичному периоду 2023 года также практически удвоились в сравнении с динамикой января. Однако нынешний февраль был весьма необычным: по сравнению с прошлым годом в нем было на два рабочих дня больше, и такая разница для этого месяца не наблюдалась ни разу в современной российской истории. Кроме того, в феврале 2024 года был зафиксирован аномальный рост производства штучной продукции, оказывающей значительное влияние на общий объем выпуска. Например, производство магистральных тепловозов составило 52 секции против 30 секций годом ранее и 18 секций в среднем за месяц в 2023 году.

Учитывая вышесказанное, показатели промышленности в начале весны могли быть значительно слабее февральских, однако это не означает остановку экономического роста. Статистика Федеральной налоговой службы свидетельствует, что в марте 2024 года с поправкой

Рисунок 1
Прирост оборота ККТ с устранением эффекта базы и с поправкой на инфляцию, % годовых

Источники: ФНС, собственные расчеты



на инфляцию оборот контрольно-кассовой техники по отношению к марту 2022 года, когда наблюдался ажиотажный спрос на широкий ассортимент товаров, увеличился на 13.6 % в пересчете на год (Рисунок 1). Двузначные темпы роста потребительского рынка с устранением эффекта базы наблюдались в декабре, феврале и марте, а до этого в течение года были кратно меньшими.

Помимо скачка спроса на раннее бронирование летних туров, в том числе зарубежных, значительный вклад в рост потребительского рынка вносят автомобили. Согласно данным агентства «Автостат», в марте 2024 года количество реализованных новых автомобилей превысило уровень аналогичного месяца 2021 года. С февраля 2022 года это лишь второй подобный эпизод (первый отмечен в ноябре 2023 года). Рынок автомобилей с пробегом после нескольких месяцев слабой динамики также возобновил свой рост. Объем продаж новых и подержанных машин в сумме за последние 12 месяцев остается примерно на 600 тысяч штук ниже последнего пика, зафиксированного по итогам 2021 года, поэтому потенциал дальнейшего роста продаж остается весьма значительным. Постоянное расширение ассортимента в условиях отлаженной логистики способствовало стабилизации цен и помогает реализации значительного отложенного спроса. Неудивительно, что даже в условиях высоких процентных ставок количество новых автомобильных кредитов продолжает бить рекорд за рекордом. По данным FrankRG, за I квартал 2024 года таких займов было выдано больше, чем за первые 5 месяцев 2023 года.

Автомобильное кредитование — не единственный признак высокой уверенности потребителей. Кредиты наличными и в точках продаж, несмотря на сокращение среднего чека, также продолжают пользоваться повышенным спросом. Согласно данным FrankRG, в январе-марте 2024-го таких кредитов было выдано примерно на 8 % больше, чем годом ранее. В реальном выражении сумма автомобильных и беззалоговых кредитов за первые три месяца года выросла на 3.7 %, что в сочетании с ростом реальных доходов обеспечивает население достаточным объемом средств на текущее потребление. Накопленная динамика позволяет предположить, что по итогам всего года требования банков к населению по этим классам кредитов вырастут как минимум в номинальном выражении.

Активное потребление, в том числе за счет заемных ресурсов, поддерживается быстрым ростом заработной платы и высоким уровнем занятости. Судя по свежей статистике, в текущем году, как и в прошлом, средняя заработная плата может расти двузначными темпами. При этом согласно одному из недавних опросов Банка России, предприятия рассчитывают повысить производительность труда примерно на 3.2 %. Это означает, что при прочих равных условиях средний уровень инфляции в текущем году может оказаться заметно выше того, который предусматривает базовый прогноз регулятора, опубликованный в феврале. В сочетании с высоким предпринимательским оптимизмом результаты опроса одновременно указывают на сохранение предельной жесткости на рынке труда.

Единственное, что может сейчас серьезно поколебать потребительскую уверенность, это объявленное в послании федеральному собранию повышение налога на доходы физических лиц. Вместе

Помимо скачка спроса на раннее бронирование летних туров, в том числе зарубежных, значительный вклад в рост потребительского рынка вносят автомобили

с повышением налога на прибыль эта мера, вероятно, должна не только помочь финансированию дополнительных расходов, но и увеличить стимулы к повышению рождаемости, увеличению накоплений и инвестиций. В интервью агентству Интерфакс министр финансов Антон Силуанов оценил дополнительные потребности бюджета в сумму, превышающую 1 трлн рублей. Если повышенные налоговые ставки коснутся среднего класса, к которому, по оценкам центра стратификационных исследований Института социальной политики НИУ ВШЭ, относится около трети населения России, это негативно повлияет на потребительский рынок, но может способствовать дополнительному сокращению инфляции, если правительство направит собранные средства на инвестиции.

По итогам марта инфляция с сезонной корректировкой в годовом выражении опустилась до 4.5 % — верхней границы базового прогнозного диапазона Банка России. Аналогичный показатель за скользящий квартал составил 5.7 % и демонстрировал снижение четвертый месяц подряд. По базовой инфляции наблюдается схожая картина, однако динамика цен значительно выше — 7.0 % с сезонной корректировкой в годовом выражении за скользящий квартал. Впрочем, в этот показатель заметный вклад (примерно 0.4 п. п.) вносят услуги зарубежного туризма. Среди драйверов инфляции прошлого года по-прежнему заметный вклад в инфляцию вносят тарифы на жилищно-коммунальные услуги, повышение которых последний раз официально состоялось в декабре 2022 года, а следующее, и весьма значительное (около 10 %), намечено на 1 июля 2024 года.

Банк России, опираясь на динамику выпуска соответствующих отраслей и данные об импорте, говорит о сохранении высокой инвестиционной активности в экономике

В то же время «ядро» инфляции (товары и услуги за вычетом плодоовощной продукции, тарифов, мясопродуктов, моторного топлива и зависящих от курса рубля товаров и услуг) по итогам марта с сезонной корректировкой в годовом выражении за скользящий квартал сжалось всего на 0.1 % — до 4.5 % годовых (Рисунок 2). Это может означать, что дальнейшее замедление инфляции может оказаться более слабым и неустойчивым. В начале апреля мы увидели динамику, предполагающую возвращение сезонно-сглаженных темпов роста цен к уровням зимних месяцев.

Неудивительно, что, с одной стороны, регулятор говорит о возможности снижения ключевой ставки во второй половине года, опасаясь в том числе вызвать отклонение инфляции вниз от цели в 2025 году, а с другой — повторяет тезис о длительном сохранении очень жесткой денежно-кредитной политики. Субъективно вероятность того, что средний уровень ключевой ставки в нынешнем году будет на уровне верхней границы базового прогноза Банка России, опубликованного в феврале, по итогам марта-апреля заметно выросла. Одной из главных причин является сокращение импорта. По данным Банка России, в I квартале стоимость поставок из-за рубежа упала на 10.5 % в годовом выражении, в апреле этот показатель, судя по косвенным данным, мог снизиться дополнительно. Статистика Федеральной таможенной службы свидетельствует, что в январе-феврале уменьшение импорта по потребительским категориям товаров (продукты питания, одежда и обувь) составило $0.5 млрд, но одновременно с этим на несколько миллиардов долларов, судя по данным «Автостат», могли вырасти поставки легковых автомобилей.

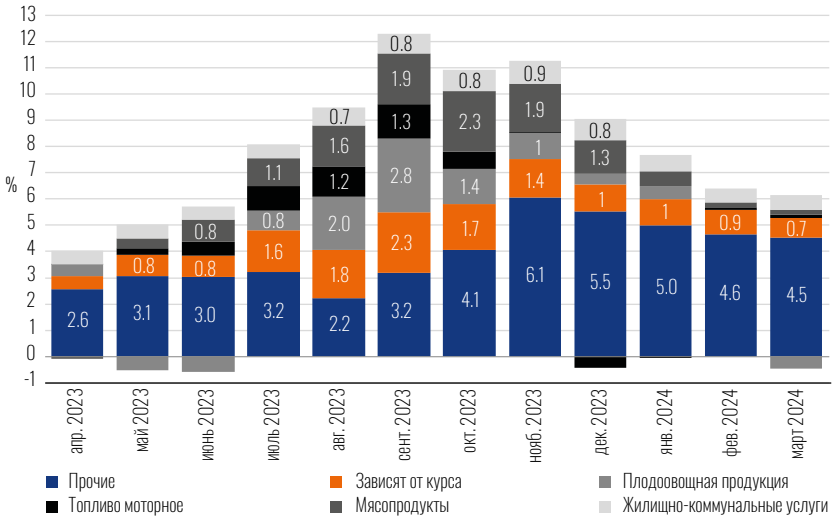
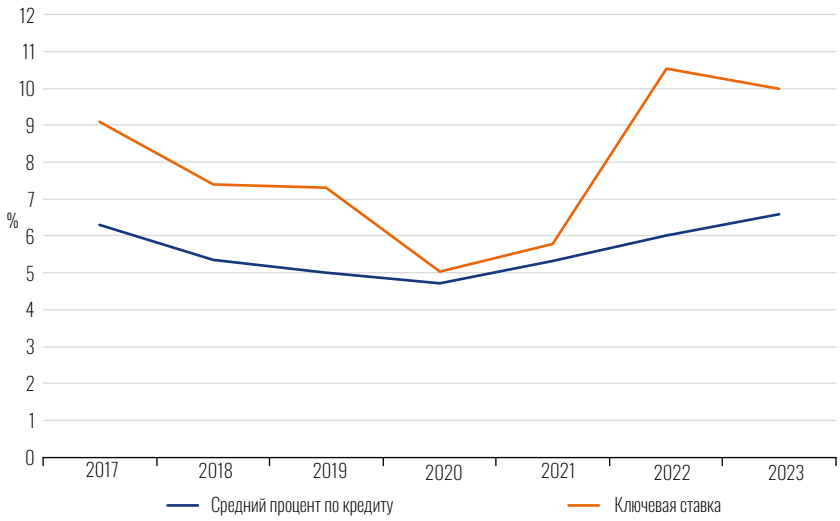


Рисунок 2
Структура инфляции, сезонно-сглаженная, скользящий квартал, % годовых

Источники: ЦБ РФ, собственные расчеты

Рисунок 3
Прирост оборота ККТ с устранением эффекта базы и с поправкой на инфляцию, % годовых

Источники: ФНС, собственные расчеты



Весомая часть инвестиционного сектора экономики — строительство жилья — первой почувствовала на себе ужесточение денежно-кредитной политики

Если такая динамика отражает реальную трансформацию потребительских предпочтений, а не результат нового разрыва платежных и логистических цепочек, сокращение импорта не приведет к возникновению заметного дефицита в тех или иных товарных группах. В противном случае может сложиться парадоксальная ситуация, когда к лету, после насыщения валютного рынка доходами от продажи нефти по высоким ценам февраля-апреля, рубль вновь укрепится, инфляция преподнесет негативный сюрприз. К сожалению, данных, позволяющих однозначно трактовать ситуацию, в настоящее время не хватает.

Еще сложнее обстоит ситуация с оценкой инвестиционного спроса. В январе-феврале поставки инвестиционных товаров (машины, оборудование, транспортные средства), согласно данным Федеральной таможенной службы, выросли на $1 млрд. Однако ввоз легковых автомобилей вырос более значительно, что может указывать на падение в других категориях. Общие объемы строительных работ, если судить по динамике железнодорожных перевозок минерально-строительных грузов, также могли сильно сократиться. В то же время Банк России, опираясь на динамику выпуска соответствующих отраслей и данные об импорте, говорит о сохранении высокой инвестиционной активности в экономике.

Каким образом рост инвестиционного спроса сочетается с жесткой денежно-кредитной политикой? Во-первых, увеличиваются бюджетные инвестиции, во-вторых, предприятия, пользуясь высоким уровнем прибыли, активно задействуют собственные средства, в-третьих, благодаря субсидированию со стороны правительства повышенные ставки переносятся на корпоративных заемщиков медленно. По итогам 2023 года, опираясь на данные Росстата, среднюю ставку банковского процента для предприятий можно оценить на уровне 6.6 % годовых при средней ключевой ставке 9.9 % годовых. Разница в показателях несколько снизилась по сравнению с 2022 годом, когда она составляла 4.5 п. п., но остается значительно выше, чем характерные для 2017–2019 годов 2.2 п. п. (Рисунок 3). По итогам 2024 года разница, скорее всего, дополнительно приблизится к исторической норме, сдерживая спрос на кредитные ресурсы.

Весомая часть инвестиционного сектора экономики — строительство жилья — первой почувствовала на себе ужесточение денежно-кредитной политики. Спрос на рыночные программы резко сократился, в результате чего семейная ипотека (единственная льготная программа, которая будет продлена на длительный срок) вышла на первое место по объему выдачи. По итогам года объем новых ипотечных кредитов может сократиться на 27–28 %, а если период высоких процентных ставок продлится еще несколько кварталов, то и того сильнее. В результате застройщикам придется корректировать свои планы по выводу на рынок новых проектов, чтобы сохранить рентабельность.

Застройщикам придется корректировать свои планы по выводу на рынок новых проектов, чтобы сохранить рентабельность