«Перегрев» экономики — неминуемое следствие структурной трансформации?

Олег ШИБАНОВ,
руководитель Центра макроэкономических исследований Сбера

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА В 2024 ГОДУ

Мировая экономика продолжает оставаться стабильной последние несколько лет. После пандемии 2020 года, когда ВВП почти всех стран (и особенно развитых) существенно снижался, в 2021–2024 годах мир показывает темпы роста примерно от 3 % до 6 %. Всё это происходит на фоне глобальной инфляции, невиданной с 1980-х: в США годовые темпы достигали почти 10 % и слишком медленно замедлялись, так что до сих пор остаются выше целевых показателей. Вследствие стабильного роста и высокой инфляции центральные банки повышали ставки — они также достигли максимума за много лет: например, американские 5.25–5.5 % мы последний раз видели в 1999-м, то есть в прошлом веке!

При этом сырьевые рынки с 2020 года испытали существенную волатильность. На фоне растущей геополитической напряженности золото достигало новых максимумов (почти $2500 за унцию), нефть Brent колебалась между $20 и $120 за баррель (сейчас около $80), а природный газ в Европе прошел путь от €6 до €336 и затем обратно до €40 за МВт.

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА В 2024 ГОДУ

Российский ВВП также следовал мировым трендам. После начала структурной перестройки в 2022 году и снижения на 1.2 % следующие два года стали более успешными. Рост в 2023 году составил 3.6 %, в 2024 году может оказаться в интервале от 3.5 % до 4 %. Инфляция остается повышенной — даже в 2024 году она не замедляется и выходит на уровень 7–8 %. Банк России реагировал жесткими мерами, повышая ключевую ставку до текущих 18 %, и по своему среднесрочному прогнозу может увеличить ее до 20 % до конца года. Кроме того, значительно ужесточались меры макропруденциальной политики, что усложняло банкам кредитование, но оно продолжало расти быстрыми темпами: по состоянию[1] на 1 июля 2024 года рост кредитов юрлиц составил 7.5 %, а физлиц — 9.7 % с начала года.

Рост поддерживался всеми компонентами ВВП. Инвестиции, потребление домохозяйств, госрасходы — всё это давало вклад в рост. В I квартале 2024 года чуть

Банк России реагировал жесткими мерами, повышая ключевую ставку до текущих 18 %, и по своему среднесрочному прогнозу может увеличить ее до 20 % до конца года

[1] https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review

снизилось влияние госпотребления, потому что у него значительно вырос дефлятор, но остальные компоненты остаются в положительной зоне. ВВП продолжал расти на 5.4 % г/г в 1кв24 и на 4 % г/г во 2кв24. При этом прибыли компаний в январе-мае 2024 года выросли на 13.6 % г/г — выше инфляции. Поскольку инвестиции фирмы финансируют из собственных средств (на 50–60 %), а кредиты составляют в них всего около 10 %, то даже высокие ставки не останавливают необходимые экономике инвестиции.

Стоит также отметить, что текущая ситуация довольно положительно выглядит для граждан. Кроме роста потребления, заметна выгодная для них ситуация на рынке труда. Безработица[1] к июню 2024 года снизилась до 2.4 %, а количество занятых выросло почти на 2 млн человек за 2021–2024 годы. Рост номинальных зарплат (+14.6 % в 2023 году, +18.7 % в январе-мае 2024 года к январю-маю 2023 года) был выдающимся: за 2023 год в реальном выражении это рост больше чем на 8 %! Реальные располагаемые доходы, то есть за вычетом обязательных платежей (в том числе ЖКХ и процентов по кредитам), выросли на 5.8 % в 2023 году и на 8.1 % г/г в первом полугодии 2024 года. Увеличилась и норма сбережения: в январе 2023 года у граждан было около 59 трлн рублей, а в июле 2024-го — 74.5 трлн рублей вкладов и наличных (это рост значительно выше инфляции).

ПОЧЕМУ ЭКОНОМИКА РАЗВИВАЕТСЯ ИМЕННО ТАК?

Еще весной 2022 года предположения о «структурной трансформации» были гораздо более напряженными. В частности, казалось, что просадка экономики в 2022 году будет существенной (до -10 % ВВП), инфляция более высокой (до 20 %), а восстановление — очень медленным.

Но два важных фактора сыграли в пользу экономики. Первое — гибкость бизнеса: были перестроены внешнеторговые отношения, найдены новые поставщики инвестиционных и потребительских товаров, вовлечены дополнительные сотрудники для развития и импортозамещения. Второе — работа государства. Госрасходы и инвестиции успешно поддержали экономику в нужный момент, льготные и субсидируемые программы (в том числе ипотека) позволяли развивать строительство и отдельные сектора экономики, а Банк России относительно низкой ставкой (7.5 % уже с сентября 2022 года) укреплял спрос.

В результате экономика испытала сильное влияние бюджетного и кредитного импульса в 2023–2024 годах. Опять же важно, что этот рост распространился на рынок труда и что граждане постепенно увеличивают свои располагаемые доходы.

ПРОГНОЗЫ НА БУДУЩЕЕ

Рост предыдущих двух лет привел экономику в состояние, которое Банк России и часть аналитиков оценивают как «перегрев». Если считать, что потенциальный рост экономики — около 1.5 % (это консенсус опроса макроэкономистов), то простое «суммирование» 2022–2024 годов дает около 2 % среднегодового роста — то есть выше трендов. Именно этот перегрев спроса приводит к повышенной инфляции — с 2021 по 2024 год она заметно выше цели в 4 % (соответственно 8.4 % в 2021 году, 11.9 % в 2022 году, 7.4 % в 2023 году и 7–8 % в 2024 году). Из-за инфляции Банк России жестко и в пресс-релизах, и в аналитических материалах комментирует текущую динамику, а также допускает дальнейшее ужесточение, если она не начнет замедляться. Предполагаемые значения роста цен из среднесрочного прогноза Банка России на 2025 год — «от 4 % до 4.5 %», что является довольно амбициозной задачей.

И тут возникает интересный вопрос. Что, если временный рост ВВП и повышенная инфляция — «почти неминуемое» следствие структурной перестройки? Если постоянное ужесточение санкций, снижение конкуренции с иностранными компаниями, сложности с логистикой, ограничения платежей за экспорт и импорт (которые мы наблюдаем летом 2024 года) приводят к необходимости более активного повышения цен, то мы можем не увидеть низкую инфляцию еще какое-то время. Для возвращения на 4–4.5 % может потребоваться не просто более высокая ключевая ставка, а прямо-таки рецессия — это стандартная концепция у центральных банков. К примеру, исследование[2] американских экономистов Кристины и Дэвида Ромер показало, что в успешных эпизодах борьбы с повышенной инфляцией американский ЦБ держал высокую ставку долго, был готов к значительному снижению уровня ВВП и действительно заставлял спрос сильно замедлиться. Наверное, пока что ситуация 2022–2024 годов в США сильно отличается от прошлых эпизодов: экономика продолжает уверенно расти (годовые результаты 2024 года будут около 2.5 %), а инфляция постепенно замедляется и уже находится на уровне около 3 % — кто-то называет подобные результаты «мягкой посадкой» и пророчит до трех эпизодов снижения ставки ФРС уже в 2024 году.

Если мы перенесем эту концепцию на российские реалии, то можно согласиться, что рецессия поможет замедлению роста цен. Банк России был успешен с точки зрения инфляции в 2016–2020 годах (средние темпы были 4 %), и ничто не помешает вернуться на эти уровни. Вопрос тем не менее остается: насколько текущие обстоятельства «уникальны» для российской экономики? Можно ли предположить, что 2022–2024 годы были настолько отличающимися от «стационарного» состояния, что экономике нужно еще несколько месяцев или даже лет повышенной инфляции для завершения структурных изменений?

Поэтому прогнозы дальнейшей динамики зависят от вашего восприятия жесткости плана Банка России. Если вы (как и я) верите, что цель в 4 % будет достигнута в горизонте 2025–2026 годов, и при этом считаете, что потребуется сильное замедление спроса, то вы смотрите в лицо отрицательному росту ВВП. Если вы думаете, что «мягкие посадки» возможны и что инфляция в России сама собой сойдет на уровень 4 %, то экономика может и не уйти в минус, а остаться около потенциальных 1.5 % роста. В любом случае при заданных внешних условиях и текущих ставках по кредитам мы должны увидеть замедление экономики, постепенное снижение инфляции, а затем возвращение к «стационарному состоянию» более медленного роста доходов и зарплат.

[1] https://rosstat.gov.ru/compendium/document/50801

[2] https://www.nber.org/papers/w32666