Предварительные итоги 2024 года для экономики России: вопреки всем ставкам

Павел БИРЮКОВ,
главный экономист,
ПАО «Газпромбанк»

В 2024 г. последствия значительного бюджетного импульса и ограниченных трудовых ресурсов проявились ускорением потребления. Всплеск внутреннего спроса превысил возможности экономики по наращиванию выпуска и стал одним из основных драйверов инфляции. Дополнительно ценовое давление усилилось за счет череды разовых факторов (индексация цен на авто, услуги ЖКХ и пр.), что привело к росту инфляционных ожиданий до рекордных с начала года уровней (13.4 %).

В данных условиях мы ожидаем повышения ключевой ставки до 23 % в декабре и продолжительную паузу после этого

В этих условиях ЦБ РФ был вынужден провести дополнительную волну повышений ставки (до 21 с 16 %). Более того, на заседании в октябре ЦБ решил еще сильней ужесточить монетарную политику, допустив в прогнозе рост ставки вплоть до 23 % в декабре 2024 г. В данных условиях мы ожидаем снижения инфляции до 8.0 % г/г к концу 2024 г.

Тренд на постепенное ослабление рубля в рамках фундаментальных факторов в 2024 г. несколько усилился из-за необходимости погашения внешнего валютного долга. И, напротив, история с укреплением рубля летом не оказала на него системного влияния. В этих условиях рубль может завершить год на уровнях 97–98/долл.

В 2025 г. мы ожидаем сохранения консервативного подхода ЦБ РФ и допускаем возможность снижения ключевой ставки не ранее второго полугодия, если бюджет не будет отклоняться от озвученных планов по сжатию дефицита. В этом случае ставка может снизиться до 16 % к концу года, а инфляция — опуститься до 5.0 % г/г. На этом фоне рубль может несколько замедлить темпы ослабления и закончить следующий год на уровне в 102–103/долл.

2024 ГОД: ГОНКА ПОТРЕБЛЕНИЯ И ВЫПУСКА

Фактором, оказавшим наибольшее влияние на экономику России в 2024 г., стало потребление. Расходы на покупки за 8 месяцев 2024 г. выросли на внушительные 15 % г/г в реальном выражении против скромных 6 % г/г годом ранее. В целом ускорение потребительской активности в текущем году заметно превысило изначальные ожидания: ближе к +5.0 %

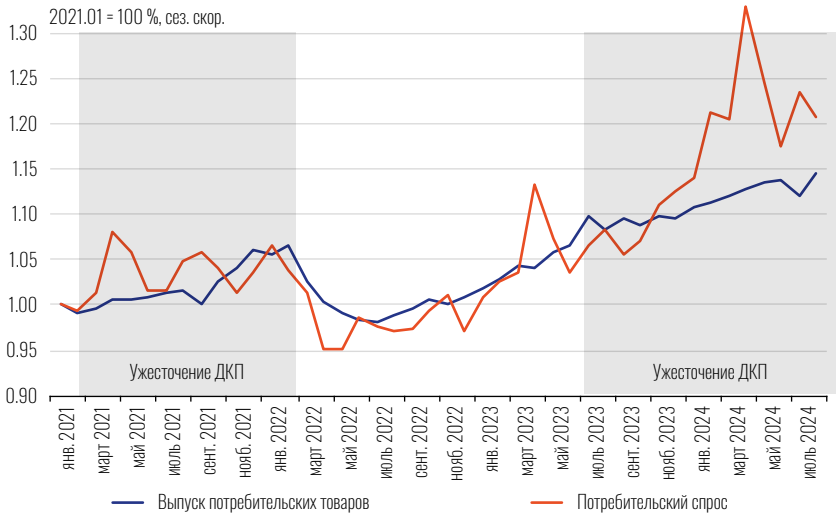


Рисунок 1
Потребление существенно опережает возможности выпуска в экономике

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Ромир, оценки Газпромбанка

против прогнозов ЦБ РФ о ее снижении на 1.5 % накануне 2024 г.

Рост спроса способствовал значительному пересмотру вверх оценок по ВВП: если изначальный прогноз на текущий год не превышал 1.5–2.0 % г/г после 3.6 % за 2023 г., то сейчас оценки роста экономики уже лежат в диапазоне в два раза выше — 3.5–4.0 % г/г.

Потребление оставило растущий выпуск далеко позади. Основной рост спроса пришелся на период с сентября 2023-го по апрель 2024 г. и в реальном выражении достиг небывалых ранее 26 %, после чего на протяжении уже почти полугодия остается на плато. За год с сентября 2023 г. рост выпуска потребительских гражданских товаров составил около 6 % — нетипичные для России высокие темпы, однако значительно отстающие от резко возросших потребностей экономики (Рисунок 1).

Нехватка трудовых ресурсов ограничила возможности экономики по наращиванию выпуска. Еще до ускорения инфляции (см. далее) перегрев экономики начал отражаться на состоянии рынка труда. Оцениваемая Росстатом потребность в трудовых ресурсах выросла до 2.1 млн чел. в 2024 г. с 1.6 млн чел. в 2023 г. Наши оценки запроса на рабочую силу более существенны: трудовая миграция до сих пор полностью не восстановилась от пандемийных ограничений и составляет примерно 6.2 против 11.0 млн чел. в конце 2019 г. Следствием профицита предложений на рынке труда стало падение безработицы до рекордных 2.4 % в 2024 г. с 3.2 % в 2023 г.

Потребительская активность росла вопреки ужесточению ДКП. Параллельно с ростом внутреннего спроса регулятор повышал ключевую ставку: с 7.5 до текущих 21 %, ставших рекордными с момента введения инструмента. По нашим оценкам, действия ЦБ РФ действительно ограничили рост потребления, однако следующая комбинация факторов более чем компенсировала действия регулятора:

- Усилившийся **бюджетный импульс** подтолкнул рост расходов в экономике (ненефтегазовый дефицит бюджета в 2022–2024 гг. составлял в среднем внушительные 7.9 % ВВП, значительно превысившие 5.5 % ВВП дефицита в допандемийный период).
- **Ограниченное количество трудовых ресурсов** обусловило в 2024 г. сохранение очень высоких темпов роста реальных зарплат: после 8.2 % г/г в среднем за 2023 г. в первом квартале 2024 г. они ускорились до 11.0 % г/г, но затем, хоть и перешли к снижению, все равно остались на достаточно высоком уровне (7.9 % г/г). За 8 месяцев 2024 г. реальные зарплаты превысили уровень 2019 г. на 24 %.
- **Снизившаяся эффективность ДКП.** Трансляция монетарной политики на розничный уровень происходила с существенными лагами в 2023-м и в начале 2024 г. Розничные депозитные ставки достигли значений ключевой ставки декабря 2023-го (16 %) лишь в мае 2024 г., то есть через 6 месяцев. Впоследствии ужесточение пруденциальных нормативов стало одним из факторов, сокративших этот лаг до 1–2 месяцев.

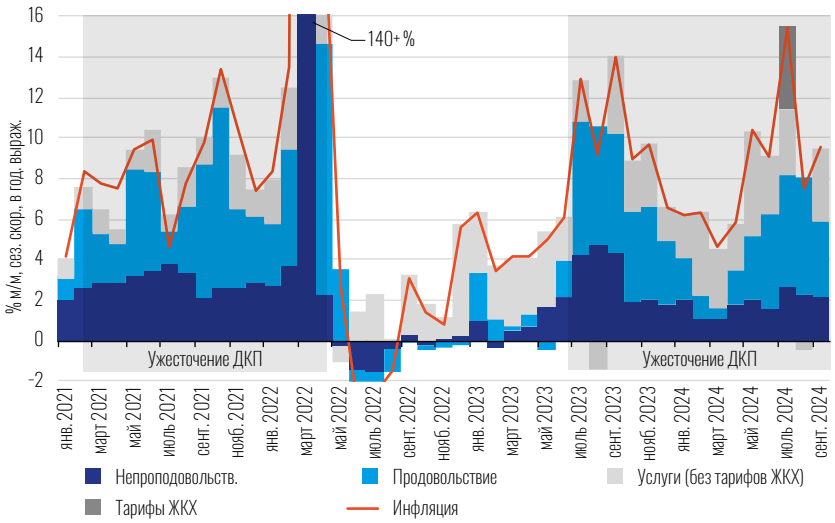
Рост потребительской активности не сразу спровоцировал усиление ценового давления. Активизация спроса сначала сопровождалась снижением инфляции: SAAR-оценки в четвертом квартале 2023-го и первом квартале 2024 г. составили 8.7 и 5.9 % соответственно. На этом фоне в начале года снижались и оценки ожидаемой инфляции (до 11.0 % в апреле 2024 г. с 14.2 % в декабре 2023 г.). Перелом случился в мае, когда навес спроса начал транслироваться в повышение цен и SAAR-оценки инфляции взмыли до 10.7 %. После этого рост ценового давления продолжился: показатели в среднем за второй и третий кварталы 2024 г. составили 8.7 и 11.2 % соответственно (Рисунок 2).

При этом далеко **не только спрос ускорял инфляцию — этому способствовали негативные шоки выпуска.** Частично повторялась ситуация 2021 г., когда помимо фундаментальных вопросов, таких как перегрев рынка труда и сильный бюджетный импульс, экономика столкнулась с цепочкой разовых факторов, комбинация которых нашла отражение в инфляционных ожиданиях населения.

- **Май** (4 п. п. из 10.7 % в SAAR-выражении): рост цен на туристические услуги сформировал вклад в SAAR-инфляцию на уровне около 3 п. п., главным образом из-за «отголосков» девальвации 2023 г., когда ослабление рубля сказалось на данных ценах с задержкой. Еще около 1 п. п. вклада в SAAR-инфляцию внесла индексация цен на автомобили.
- **Июль** (4 п. п. из 16.2 %): индексация тарифов ЖКХ (+9.8 %) сформировала около 4 п. п. вклада в SAAR-инфляцию.

Рисунок 2
Структура инфляции в SAAR-формате и периоды ужесточения ДКП

Источники: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка



- **Август — сентябрь** (2 п. п. из 8.7 %): отложенный эффект от погодных аномалий мая, вызвавших сокращение урожая фруктов и овощей.
- **Октябрь — декабрь** (1.5 п. п. из ожидаемых 9–10 %): постепенный эффект от повышения утилизационного сбора на автомобили, который может формировать до 1.5 п. п. вклада в SAAR-инфляцию ежемесячно.

Вторая волна ускорения инфляции и низкая восприимчивость спроса к повышению ключевой ставки в 2023 г. спровоцировали необходимость «еще более жесткой» ДКП в 2024 г. На фоне роста инфляционных ожиданий до 12.9 % после июльской индексации тарифов у ЦБ РФ возникли предпосылки для еще одной волны ужесточения ДКП. После двух раундов повышения ставки (+2 п. п. в июле и +1 п. п. в сентябре) ситуация вновь потребовала монетарного ужесточения.

Реальная ставка по розничным депозитам достигла рекордных значений. Данный показатель в сложившихся условиях может быть индикатором того, как сильно монетарная политика влияет на потребление. На микроуровне потребитель постоянно оказывается перед выбором: потратить дополнительные доходы сейчас или сберечь их. Основной формой сбережения для физических лиц остается срочный банковский депозит, ставку по которому потребитель сравнивает с ожидаемой инфляцией. После того, как в октябре 2023 г. реальная ставка по депозитам стала положительной, в июне 2024 г. она поднялась до уровня прошлого рекорда (4.2 %), достигнутого в 2022 г., и к текущему моменту уже составляет 5.5 %. Параллельно с ростом ставки рост срочных депозитов ускорился до 3.4 % м/м в среднем за 12 месяцев с августа 2023 г. с 0.5 % м/м до этого. Очевидно, **продолжение роста этого показателя будет дополнительно стимулировать переход от потребления к сбережению.**

ЦБ В ОКТЯБРЕ: ЖЕСТКАЯ ДКП ЕЩЕ ЖЕСТЧЕ

Октябрьское повышение ключевой ставки до рекордных 21 % было спровоцировано отклонением инфляции от прогноза ЦБ РФ (факт в сентябре составил 8.6 % г/г против спрогнозированных регулятором 7.8 %) и продолжившимся ростом инфляционных ожиданий (до 13.4 %) после повышения утильсбора. Банк России сохранил жесткую риторику (предполагается повышение ставки в декабре) и пересмотрел прогноз, который теперь допускает повышение ставки до 23 % (на пике).

Пересмотр прогноза по ставке вверх указывает, по всей видимости, **на выбор ЦБ в пользу формирования «запаса прочности» ДКП на случай реализации новых проинфляционных шоков.** Наиболее вероятным остается риск отклонения бюджета в 2025 г. от плана: правительство ожидает, что сможет сжать дефицит до 1.2 с 3.3 трлн руб. против 2.2–3.0 трлн руб., по нашим прогнозам.

В данных условиях **мы ожидаем повышения ключевой ставки до 23 % в декабре и продолжительную паузу после этого.** Несмотря на появление признаков разворота в экономике (см. далее), ЦБ РФ сможет перейти к плавному смягчению ДКП только после того, как станет ясно, что риски отклонения бюджета не реализовались. В этом случае возможно снижение ключевой ставки до 16 % и замедление инфляции до 5.0 % к концу 2025 г.

ЦБ РФ необходимо, чтобы признаки разворота в экономике стали более

Погашения валютного долга в 2022–2024 гг. стали еще одним важным фактором валютного рынка помимо чисто фундаментальных трендов

уверенными. Пока появились лишь отголоски данных тенденций: в сентябре оцениваемая Росстатом потребность предприятий в рабочей силе отступила от летних пиков (с 2.1 до 2.0 млн чел.). Розничное кредитование перешло к замедлению после начала летнего этапа повышения ставки и сокращения госпрограмм льготной ипотеки: его вклад в месячные темпы роста кредитного портфеля снизился с 0.72 п. п. во втором квартале 2024 г. до 0.29 п. п. в третьем квартале 2024 г. Ожидания бизнеса, по оценке ЦБ РФ и Markit (PMI), указывают на значительную вероятность снижения потребления уже к концу года. Кристаллизация этих признаков разворота (реализация ожиданий бизнеса и восстановление уровня безработицы) могут стать дополнительными аргументами в пользу перехода к паузе после декабрьского заседания Банка России по ставке.

РУБЛЬ: СНОВА В СЕДЛЕ

Тренд на постепенное ослабление рубля под давлением фундаментальных факторов. Февральское послание Президента Федеральному собранию еще раз подчеркнуло необходимость быстрого роста неэнергетического несырьевого экспорта. Одним из важнейших условий для его поступательного развития остается необходимость поддержания валютной конкурентоспособности. В теории это достигается тем, что курс рубля ослабевает согласно дифференциалу инфляции в России (в среднем в 2024 г. около 8.2 % г/г) и у основных ее торговых партнеров (около 1.5 % г/г с учетом возросшего влияния КНР), то есть примерно на 6–7 % в 2024 г.

Погашения валютного долга в 2022–2024 гг. стали еще одним важным фактором валютного рынка помимо чисто фундаментальных трендов. Напомним, что в начале 2022 г. объем этого долга достигал 353 млрд долл. и в связи с изменениями в финансовой инфраструктуре его надо было либо погашать (к выплате в течение года предстояло 164 млрд долл.), либо рефинансировать. По нашим оценкам, сокращение долга к началу 2024 г. до 213 млрд долл. было обусловлено успешными погашениями на 128 млрд долл. и рефинансированием на 73 млрд долл. (Рисунок 3). Влияние погашений на валютный рынок оказалось неравномерным по годам:

- В 2022 г. влияние погашений было минимально, поскольку их размер (91.9 млрд долл.) существенно уступал профициту текущего счета (237 млрд долл.), в результате рубль укрепился на 7.5 %.
- В 2023 г. погашения уже существенно «продавили» валютный рынок, поскольку их размер (48.2 млрд долл.) не уступал профициту текущего счета (50 млрд долл.), как следствие — рубль ослаб на 19.6 %.

В 2024 г. погашения валютного долга вновь окажутся меньше профицита текущего счета. Согласно нашему прогнозу, их объем в 2024 г. может составить примерно 45 млрд долл. против ожидаемого профицита текущего счета по итогам года на уровне 60 млрд долл. Поэтому прогнозируемые нами темпы ослабления рубля в 2024 г. (7.4 %) окажутся ближе к теоретическим 6–7 %, чем в прошлом году, и к концу года рубль может достичь ~97.5/долл. или 13.6/юань.

Укрепление рубля летом носило разовый характер и не должно существенно сказаться на его динамике по итогам года. Изменения механизмов внешнеторговых расчетов в июне привели к временному сокращению спроса на иностранную валюту и укреплению рубля на бирже (на 6.0 %). В тот момент около 20 % экспорта и импорта обслуживались платежами в валюте недружественных стран, доступ к которой затруднился. Августовские изменения валютной инфраструктуры спровоцировали временную фрагментацию валютного рынка: в пиковые моменты расхождение между курсами на Московской бирже и вне ее (по оценкам ЦБ РФ) достигало 10.3 %. Адаптация рынка к новым вызовам потребовала существенного роста биржевых юаневых ставок (с 10.7 % в среднем за август до 50 % в среднем за сентябрь). Данные за октябрь указывают на переход этого показателя к стабилизации, хоть и на более высоких, чем в первом полугодии 2024 г., уровнях (примерно 15 против 5–7 %), а также на полное преодоление фрагментации валютного рынка.

В 2025 г. фундаментальный тренд на ослабление рубля уже не будет под давлением погашений валютного долга. Наши оценки предполагают снижение объема погашений до 15–20 млрд долл. с ожидаемых за этот год 45 млрд долл. Более того, профицит текущего счета останется значительно шире этих объемов, хоть и сократится до 50 с 60 млрд долл., ожидаемых по итогам 2024 г. В этих условиях рубль ослабнет на 4–5 % до 102–103/долл.

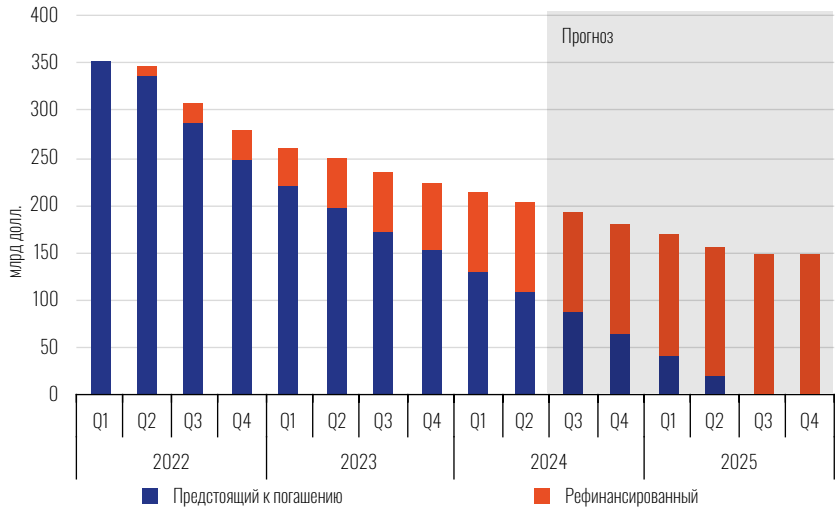


Рисунок 3
Снижение валютной долговой нагрузки на экономику России

Источники: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка