Бюджетные риски и перспективы

Антон ТАБАХ,
главный экономист,
«Эксперт РА»

Устойчивость бюджета 2025 г. и последующих лет вызывает значительно большее беспокойство, чем в предыдущие годы, отражая формирующиеся структурные дисбалансы.

Бюджетный дефицит опережал все планы начиная с начала года и в отличие от прошлых лет не начал снижаться в середине года

Повышение налога на прибыль, скорее, усугубило проблемы, чем обеспечило бюджетную стабильность, а исчерпание ФНБ оставляет долговой рынок как основной инструмент покрытия разрыва. В ближайшие годы мы можем увидеть системную корректировку структуры федерального бюджета и бюджетов многих регионов, более активную долговую политику, возврат к рыночному финансированию в секторах, «подсевших» на бюджетные деньги с начала пандемии.

«Идеальный шторм» создало сочетание крепкого рубля при невысоких ценах на сырье, высоких процентных ставках, замедлении экономики и выросших расходах, причем в защищенных сферах. Резкое укрепление рубля привело к тому, что снизились налоговые поступления от экспортеров. Высокие ставки резко увеличили расходы на обслуживание государственных облигаций с плавающей ставкой и субсидированных кредитов. В сочетании со снижением экспортных цен и ростом разного рода дисконтов на российское сырье налоговые доходы вне нефтегазового сектора выросли меньше, чем должны были с учетом повышения налогов с 1 января, а в нефтегазовом — существенно упали к середине года.

Бюджетный дефицит опережал все планы начиная с начала года и в отличие от прошлых лет не начал снижаться в середине года. По итогам июля накопленный дефицит достиг 4.9 трлн руб., это выше годового плана в 3.7 трлн руб., что породило апокалиптические прогнозы (Рисунок 1). Понятно, что часть «дыры» будет традиционно покрыта в августе и начале сентября за счет поступления дивидендов госкомпаний, но в целом ситуация выглядит крайне напряженной. Причем варианты ее решения достаточно жесткие.

Плохая новость в том, что финансовых чудес до конца года не предвидится: бюджет гарантированно выйдет за пределы запланированного дефицита. Но есть несколько хороших ожиданий. Во-первых, начавшееся снижение ставки будет сказываться на обслуживании долга и субсидированных кредитов. Каждый пункт снижения ключевой ставки дает годовую выгоду примерно в 200 млрд руб. — при снижении ставки до 15 % и с учетом временных лагов эффект до конца года составит порядка 700 млрд руб. Даже с учетом охлаждения экономической активности, особенно в промышленности и добыче сырья, доходы во втором полугодии традиционно

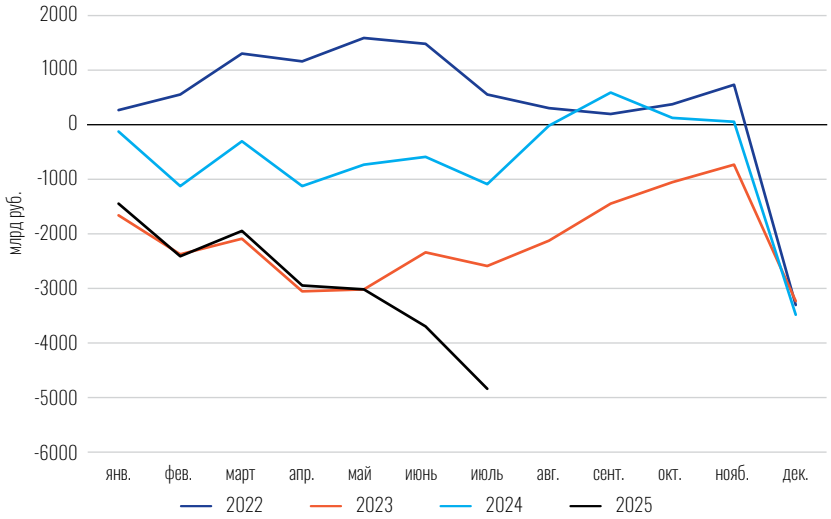


Рисунок 1
Дефицит федерального бюджета, нарастающий итог с начала года

Источник: Минфин России

собираются лучше. Во-вторых, расходы также пока выглядят вполне управляемыми: существенным компонентом резкого роста расходов в начале года были предоплаты по госзаказам, что сокращает плановые расходы в оставшееся время. Если не прилетят «черные лебеди», то можно ожидать, что в июле дефицит достиг годового пика. В августе-ноябре мы увидим существенные месячные профициты, и накопленный дефицит по опыту прошлых лет будет сокращаться перед декабрьским скачком расходов. Даже с учетом лучшего управления расходами их некоторый всплеск неизбежен, как траты на новогодние подарки в семейном бюджете. Осенью можно ожидать и некоторого ослабления рубля, что также увеличит налоговые поступления — но этот эффект будет существенно растянут во времени и достигнет максимума уже в начале 2026 г. Поэтому год будет закрыт с дефицитом в 4.7 трлн руб. или около 2 % ВВП (Рисунок 2). Этот показатель существенно выше цифр, заложенных прошлой осенью, но не выглядит катастрофическим — особенно при отсутствии проблем с финансированием дефицита. ОФЗ расходятся как горячие пирожки, а ставки рухнули с январских пиков. Но бюджет 2026-го и план на 2027–2028 гг. требуют существенных корректировок, чтобы дефицит не стал долгосрочной проблемой.

Даже при снижении ставок и ослаблении рубля, при снизившейся экономической активности доходы бюджета будут оставаться под сильным давлением в 2026 г. и далее. Этому не сильно поможет направление 5 п. п. налога на прибыль в федеральный бюджет. Эффект от введения прогрессивной системы НДФЛ вообще будет незначителен в масштабах бюджета. В этом году планируется собрать около 800 млрд руб., но около половины этой суммы будет возвращено в виде «кэшбека» налогоплательщикам с низкими доходами в середине 2026 г. Поступления от налога на прибыль позволили подтянуть ненефтегазовые доходы выше инфляции, но этого оказалось недостаточно. Падение корпоративных прибылей компенсировалось повышением налогов, но не более того. Повышение налогов будет противоречить и заявленной налоговой стабильности (хотя отдельных корректировок исключать нельзя) и может усугубить торможение экономики — поэтому основной фокус будет на оптимизации расходов и долговой политики.

Фонд национального благосостояния и исчерпание его ликвидной части также требуют принятия достаточно жестких решений. Даже если катастрофические сценарии цены на нефть не реализовались, общая тенденция на снижение мировых цен никуда не делась. Жить без резервов, как показывает опыт, достаточно опасно — особенно без доступа к мировым финансовым рынкам и в санкционных условиях. Мы можем ожидать ужесточения «бюджетного правила» и снижения «цены отсечения» либо объема доходов от нефтегазовой отрасли, которые направляются на текущие расходы федерального бюджета. Масштаб снижения, скорее всего, будет предметом больших дебатов, но в любом случае ограничит поступление доходов в бюджет 2026-го и последующих годов. Также не стоит рассчитывать на то, что (в отсутствие внешних шоков) ликвидные остатки ФНБ будут активно использоваться — пополнение запасов сейчас, очевидно, более приоритетно.

Финансовых чудес до конца года не предвидится: бюджет гарантированно выйдет за пределы запланированного дефицита

Сокращение расходов в реальном, а возможно, и номинальном выражении обещает быть главной бюджетной темой этой осени. В 2016–2018 гг. мы пережили бюджетную консолидацию — и заплатили за нее крайне медленным ростом экономики и расширением госсектора. Сейчас «плющить» расходы будет сложнее. Даже при снижении геополитической напряженности оборонные расходы системно выросли, как и социальные расходы во время и после пандемии. Окончание СВО будет иметь отложенный эффект, а оборонные расходы в дальнейшем даже сократившись будут в реальном выражении сильно выше, чем до 2022 г. Новые технологии дают возможность снизить расходы — но пока требуют инвестиций, в том числе со стороны государства.

К плюсам можно отнести и резкое улучшение финансовой ситуации в Социальном фонде: повышение пенсионного возраста и то, что пенсионеры чаще и дольше работают, а также рост зарплат уничтожили дефицит. Повышение пенсий, отставших от зарплат, скорее всего, встанет на повестке, но не в 2026–2027 гг. Возможности оптимизации расходов есть, но ограниченные — цифра в 2 трлн руб. из статьи сенатора Артамонова представляется реалистичной. Но, как и любая бюджетная оптимизация, урезание — явное или скрытое — расходов будет иметь много противников. Финансовое положение регионов также сложное: расходы растут, рост зарплат (и поступлений от НДФЛ) замедлился, а налог на прибыль следует за снижающимися прибылями предприятий. Потребность в трансфертах из федерального бюджета, несколько снизившаяся в последние годы, снова пошла вверх — и это осложняет бюджетную политику. Нас ждет жесткая борьба между различными ведомствами и регионами за защиту важных для них федеральных расходов — и ее результаты вряд ли будут однозначными.

С падением ставок мы увидим больший интерес к традиционным ОФЗ с постоянным купоном, так что доля флоатеров, скорее всего, уже достигла своего пика

ЧТО МЫ МОЖЕМ ОЖИДАТЬ В БЮДЖЕТАХ БЛИЖАЙШИХ ЛЕТ?

Один из вариантов — более спокойное отношение к дефицитам и расширению госдолга. Да, жесткая бюджетная политика — результат опыта кризисов 1998 и 2008 гг., а по мнению многих ученых — столп российской бюджетной культуры еще с царских времен. Но дефицит в 1.5–2 % ВВП по современным меркам не является чем-то выдающимся на фоне других стран, а его финансирование на внутреннем рынке не выглядит проблематичным на достаточно длинном горизонте. Нулевой дефицит или профицит бюджета не должны быть догматической целью бюджетной политики — устойчивость государства и поддержание экономического роста имеют большее значение, если бюджетные параметры под контролем.

При выборе между удушением и без того слабо растущих гражданских секторов экономики и расширением долга второй вариант предпочтительнее. Особенно после нормализации ставок и при уровне госдолга в 15 % ВВП, самого низкого среди крупных экономик. Расходы на обслуживание долга, скорее всего, значимо упадут в 2026–2027 гг., и способность занимать на внутреннем рынке в больших объемах — это важный резерв правительства. При этом новые инициативы по привлечению средств на рынок (та же программа долгосрочных сбережений) могут привести новые деньги на рынок ОФЗ — и этим имеет смысл

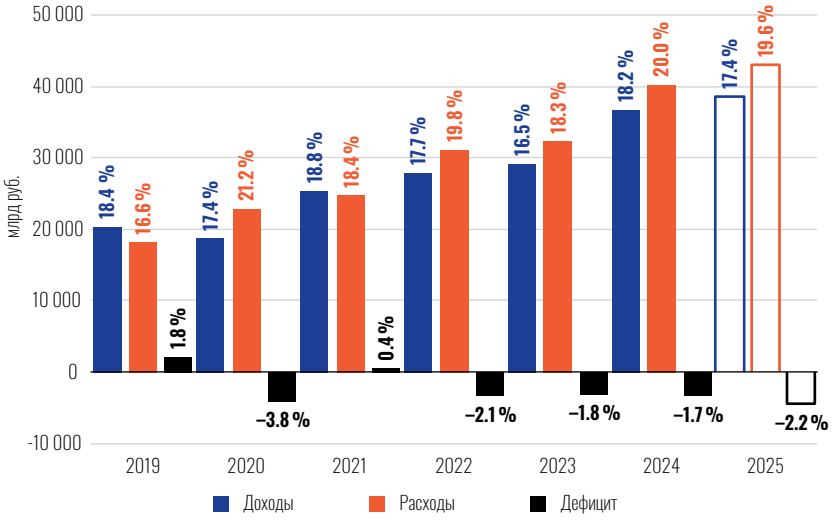
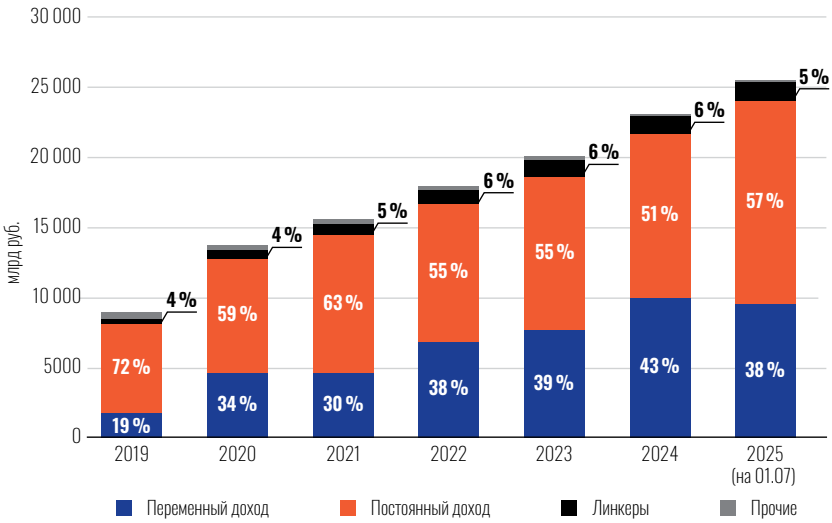


Рисунок 2
Доходы, расходы и дефицит федерального бюджета, % от ВВП

Источник: Минфин России

Рисунок 3
Объем рынка ОФЗ по категориям

Источник: Минфин России



воспользоваться. Смягчение долговой политики вряд ли пройдет гладко, но это лучший вариант, чем радикальное сокращение расходов и расхлебывание его последствий. С падением ставок мы увидим больший интерес к традиционным ОФЗ с постоянным купоном, так что доля флоатеров, скорее всего, уже достигла своего пика, и на рынке наступила новая эпоха (Рисунок 3). Линкеры с высокой вероятностью останутся нишевым продуктом. Можно ожидать и увеличения спроса на длинные ОФЗ — особенно после нормализации доходностей.

С 2020 г. федеральный бюджет в рамках национальных проектов и антикризисных планов достаточно активно раздавал регионам инфраструктурные кредиты. Были запущены и программы по реструктуризации и списанию бюджетных кредитов для регионов. Региональные бюджеты сильно улучшили свое положение за счет растущих налогов и предпочитали гасить облигации и банковские кредиты, замещая их льготными ресурсами. Ситуация изменилась радикально — у федерального бюджета в обозримом будущем будет сильно меньше ресурсов даже на важные программы. Один из очевидных шагов — стимулирование более состоятельных регионов привлекать средства на рынке, через облигации, гарантии и ГЧП. В наступающем году мы можем ожидать ренессанса рынка субфедерального долга, который уже несколько лет схлопывался, а также расширения предложения разного рода инфраструктурных облигаций.

Компании (в том числе и с государственным участием) также будут простимулированы рефинансировать льготные кредиты или же в дальнейшем развиваться на рыночных условиях — за тучные годы у многих сформировались хорошие резервы, поэтому бюджет может перестать быть скатертью-самобранкой. Это, в свою очередь, приведет к расширению заимствований и банков, и компаний первого эшелона именно под замещение государственных средств.

Разрядка геополитической напряженности также может предоставить определенные возможности — но вряд ли в этом или наступающем году. Ставки на внутреннем рынке остаются высокими — и в этом году мы видели достаточно активное участие на российском долговом рынке инвесторов из дружественных юрисдикций. Правовая база для прихода новых денег и их большей защищенности также создается, но даже для частичного восстановления связей с мировым финансовым рынком еще очень далеко. Вопрос о замороженных активах будет висеть над рынком, а правительство вряд ли сможет (и не факт, что захочет) выйти на рынок. Но снижение санкционного давления и доминирование на внутреннем рынке госзаимствований могут привести к повышению интереса корпораций к привлечению средств за рубежом. Реализация такого побочного эффекта от бюджетной перестройки займет немалое время.

Бюджетные проблемы требуют системных решений, и, скорее всего, мы их увидим. Бюджеты в предстоящие годы будут более тощими, стимулирование экономики — более точечным, а борьба за ресурсы — более жесткой и на федеральном, и на региональных уровнях. При этом ситуация может оказаться благоприятной для развития долгового рынка, причем во всех основных сегментах, усилив эффект от нормализации процентных ставок.

Бюджеты в предстоящие годы будут более тощими, стимулирование экономики — более точечным, а борьба за ресурсы — более жесткой