



МАКРООБЗОР – 2024



BUSINESS AS USUAL, ГОД ТРЕТИЙ



ИЮНЬ 2024

К 2024-му году российская экономика в значительной степени адаптировалась к санкционному давлению Запада. Вместе с тем проявились новые проблемы, связанные уже с перегревом экономики и рынка труда. Темпы роста ВВП оказываются выше тренда, а безработица на многолетнем минимуме.

Данные факторы, вместе со все еще проблематичной логистикой импорта, отражаются в достаточно высокой инфляции. ЦБ РФ проводит жесткую денежно-кредитную политику, при этом не может сдержать рост кредитной активности в экономике. Минфин озабочен дефицитом бюджета, в связи с чем продвигает налоговую реформу, целью которой является увеличение доходов.

Внешний фон оказывается в целом нейтральным – цены на нефть в начале 2024-го стабильны, при этом риски в основном концентрируются на все более жестком санкционном режиме со стороны стран Запада.

Корпоративный сектор с разным успехом адаптируется к новым вызовам, при этом дополнительной сложностью становится жесткая ДКП ЦБ РФ.

Экономический блок правительства, как и прежде, технократичен, но его действия сводятся к решению достаточно узких задач (инфляция, бюджет), поэтому его действия можно описать как Business as usual – продолжение инерционной модели приспособления России к мировой экономике в качестве сырьевой полупериферии.

Макродинамика

ВВП России вырос в 2023-м на 3,6% (согласно второй оценке Росстата в апреле 2024-го¹). Данный показатель оказался значительно лучше прогнозов, сделанных в начале и середине 2023-го. Например, еще в июле 2023-го ЦБ РФ прогнозировал рост российской экономики в 2023-м всего на 1,5-2,5%².

Неплохая динамика складывается и в начале 2024-го. Ожидаемого многими аналитиками замедления темпов роста пока не произошло. По предварительной оценке Росстата, ВВП вырос в первом квартале 2024-го на 5,4% г./г.³

В секторальном разрезе хорошую динамику в 2023-м показали обрабатывающие производства – 6,9% (увеличение связано с ростом производства компьютеров, электронных и оптических изделий), строительство – 6,6%, оптовая и розничная торговля – 6,6%, транспортировка и хранение – 3,2%.

В целом положительная динамика сохранилась и в первом квартале 2024-го. Вместе с тем, есть риски замедления некоторых секторов, например, строительства и финансового сектора, так как в июле 2024-го заканчиваются некоторые программы льготной ипотеки.

¹ <https://rosstat.gov.ru/folder/313/document/234206>

² http://www.cbr.ru/collection/collection/file/45148/forecast_230721.pdf

³ https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vvp_17-05-2024.html

Внешний сектор

Счет текущих операций остался в 2023-м положительным (50,2 млрд долл.). Экспорт товаров, услуг, полученные первичные и вторичные доходы составил 510,2 млрд долл., импорт товаров, услуг, выплаченные первичные и вторичные доходы – 459,9 млрд долл. Неплохой динамике внешнего сектора способствовали стабильные цены на нефть, что частично можно считать заслугой ответственного за реализацию соглашений ОПЕК+ энергетического блока правительства, хотя, безусловно, на нефтяные цены влияет очень много факторов.

Данные за первые месяцы 2024-го⁴ говорят о некотором сокращении импорта при практически стабильном экспорте. Возможно, это связано с ужесточением санкционного режима и сложностями в проведении платежей.

Фискальная политика

Динамичный рост экономики лишь в небольшой степени был вызван бюджетным стимулом, объем которого оказался по итогам 2023-го невелик, всего 1,9% ВВП (в кризисном 2022-м было 2,1% ВВП)⁵. Данный показатель является очень низким уровнем дефицита бюджета, если сравнивать с другими странами, как развитыми, так и развивающимися (см., например, обзор фискальной политики «Fiscal Monitor»⁶ от МВФ). При межстрановом сравнении, в особенности при учете исключительно низкого уровня госдолга, фискальная политика в России представляется скорее излишне жесткой, чем мягкой.

Структура бюджетных доходов за 2023-й заметно улучшилась – доля нефтегазовых доходов сократилась на фоне роста ненефтегазовых. Снижение зависимости бюджета от нефтегазовых доходов придает ему дополнительную устойчивость в случае негативного изменения внешней конъюнктуры по основным статьям экспорта России.

Для увеличения доходов бюджета и улучшения их перераспределения Минфин России в мае 2024-го инициировал изменения налоговой системы. В их рамках предполагается масштабирование прогрессии НДФЛ: пять градаций годового дохода и пять ставок вместо нынешних двух, повышение налога на прибыль с 20% до 25% (по сути, это основной пункт реформы), а также изменение подхода к налогообложению МСП. В целом увеличение прогрессивности НДФЛ является правильным подходом с точки зрения смягчения неравенства в России и соответствует мировым стандартам, учитывая, что прогрессия шкалы подоходного налога во многих странах значительно более высокая.

Вместе с тем Минфин мог бы добавить в реформу важные элементы социального характера, например, отмену НДФЛ для семей с инвалидами, увеличение социальных пенсий, упрощение администрирования налоговых вычетов. Экономисты давно отмечают большие риски бедности для семей, в составе которых есть инвалиды (см. например, исследование «Бедность инвалидов и домохозяйств с инвалидами»⁷), однако значительного прогресса в данной области нет.

⁴ <https://customs.gov.ru/statistic/vneshn-torg/vneshn-torg-countries>

⁵ https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38819

[predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_za_2023_god](https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023)

⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>

⁷ <https://www.sibran.ru/upload/iblock/36b/36b77bcb29cd07cd79f4dfc62708d274.pdf>

Инфляция, денежно-кредитная политика и рынок труда

Потребительская инфляция по итогам 2023 года составила 7,4% (в 2022-м - 11,9%). В 2023-м годовая инфляция вначале резко снизилась из-за календарных эффектов весной (прошло больше года после всплеска цен в марте 2022-го), однако вновь стала расти летом на фоне существенного ослабления курса рубля и роста кредитования в экономике.

Разогрев инфляции вынудил ЦБ РФ резко изменить денежно-кредитную политику. Летом 2023-го Центробанк начал цикл ужесточения ДКП, последовательно поднимая ключевую ставку с 7,5% в июле до 16% в декабре 2023-го.

Стоит отметить, что российская экономика и раньше испытывала на себе резкий рост ставки ЦБ РФ. Последний такой эпизод был в марте 2022-го, когда ключевая ставка была повышена сразу на 1050 б.п. с 9,5% до 20%⁸. Ранее, ставка была резко повышена в декабре 2014-го, с 10,5% до 17%. Однако оба эти эпизода были краткосрочными, в обоих случаях Банк России приступал к снижению ставки всего лишь спустя полтора-два месяца.

В настоящий момент, на начало июня 2024-го, экономика сталкивается с ультражесткой ДКП не как с кратковременным эпизодом, а уже как со среднесрочной (по меньшей мере) политикой. Ключевая ставка ЦБ РФ удерживается на уровне 16% уже почти полгода, и скорее всего не будет значительно снижена как минимум до осени. Реальная ставка (ключевая ставка минус инфляция) также близка к рекордной. Такая ситуация является, по сути, terra incognita для российской экономики, по крайней мере, с момента мирового финансового кризиса в 2008-9 годах.

Столь жесткий подход центробанка во многом определяется устойчиво высокой инфляцией. В апреле 2024-го уровень последней повысился до 7,8% г./г. (при целевом уровне ЦБ РФ в 4%). Не слишком высокая эффективность ДКП Центробанка частично обусловлена слабым влиянием ключевой ставки на динамику кредитования в экономике. Так, в обзоре ЦБ РФ «О развитии банковского сектора Российской Федерации в апреле 2024 года»⁹ отмечается рост как корпоративного, так и ипотечного и потребительского кредитования, несмотря на существенный рост рыночных ставок.

Во многом, впрочем, рост кредитования обусловлен программами льготного ипотечного кредитования с субсидированной ставкой. Так как часть данных программ будет завершена в июле 2024-го¹⁰, возможно, стоит ожидать снижение кредитной активности в экономике уже во второй половине года. Кроме того, на динамику инфляции будет оказывать влияние календарный фактор, поэтому годовые темпы инфляции при прочих равных с большой вероятностью упадут уже во второй половине 2024-го.

Впрочем, на темпы роста цен, кроме ДКП, оказывает влияние и рынок труда. 2023-й и начало 2024-го ознаменовались существенным дефицитом кадров и, как следствие, рекордно низким уровнем безработицы (3,2% в 2023-м и 2,7% в марте 2024-го)¹¹. По сути, экономика России функционирует в режиме полной занятости.

На рынок труда оказывает влияние две взаимоусиливающие мощные силы – с одной стороны, рост экономики, с другой – стагнация/потенциальное будущее сокращение

⁸ https://cbr.ru/hd_base/keyrate

⁹ https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/49185/razv_bs_24_04.pdf

¹⁰ <https://blog.domclick.ru/novosti/post/cto-budet-s-lgotnoj-ipotekoj-posle-1-iyulya>

¹¹ <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-03-2024.pdf>

численности трудоспособного населения из-за выхода из состава рабочей силы многочисленных когорт старшего возраста и их замена малочисленными когортами молодого населения (отчасти данный фактор компенсируется трудовой миграцией).

Низкая безработица является классическим проинфляционным фактором, так как компании вынуждены конкурировать за рабочие руки и повышать зарплаты. Поэтому неудивительно, что на фоне роста ВВП и рекордно низкой безработицы довольно существенно растут реальные денежные доходы населения (на 5,6% г./г. в 2023-м и на 5,9% г./г. в первом квартале 2024-го). Отчасти рост реальных доходов направляется на сбережения, отчасти на потребление, что при прочих равных подстегивает и рост цен. Также уверенность в будущей занятости увеличивает потребительское кредитование, что также вызывает рост цен.

Стоит отметить, что долгосрочные структурные демографические тенденции плавного снижения численности трудоспособного населения – общая проблема практически для всех развитых стран и даже значительной доли развивающихся. Отчасти это объясняет и то, что проблемы с перегревом рынка труда и с инфляцией испытывает не только Россия. Так, ФРС США также приступил к циклу повышения ставки еще в марте 2022-го, повысив ее кумулятивно на 500 б.п. с 0,25-0,5% в марте 2022-го до 5,25-5,5% в июле 2023-го. При этом, хотя Центробанк США и добился снижения инфляции с пикового значения в 9,1% г./г. в июне 2022-го, но при этом так и не достиг целевого уровня в 2% (3,4% в апреле 2024-го)¹². Безработица в Америке при этом также колеблется около очень низких уровней (3,9% в апреле 2024-го).

Не исключено, что на фоне долгосрочных демографических тенденций и мировая экономика в целом, и Россия в частности могут столкнуться со структурно более высокими темпами инфляции, чем это было в предыдущие десятилетия. В этом случае жесткая ДКП как Банка России, так и других мировых центробанков будет менее эффективна для сдерживания инфляции, при этом ставки в экономике могут стать более высокими на продолжительное время. Это будет означать серьезную структурную перестройку экономики, требующую новых подходов в сфере фискальной, денежно-кредитной и промышленной политики.

Как компании справляются с ситуацией жестких денежно-кредитных условий (ДКУ) и возросшим санкционным давлением?

Переходя с макроуровня на анализ состояния корпоративного сектора, можно отметить, что российские компании в целом довольно успешно адаптировались к новой реальности еще в 2022-м, а в 2023-м этот процесс продолжился. Компании, в основном ориентированные на внутренний спрос, например, ритейлеры, банки, девелоперы, воспользовались хорошей конъюнктурой на фоне ухода иностранных конкурентов и роста спроса. Впрочем, отмена части программ по льготной ипотеке может усложнить бизнес тех же девелоперов.

Цены на основные категории российского экспорта оставались в 2023-м году достаточно стабильными (речь, прежде всего, о нефти). Однако та же переориентация экспорта для нефтяных компаний (таких как Роснефть, Лукойл, Газпромнефть) оказалась более легкой, чем, например, для газовых компаний.

¹² <https://www.bls.gov/cpi/home.htm>

Так, например, Газпром испытывает сложности с переориентацией экспорта с европейского направления на восточное, так как это требует огромных капитальных вложений и гарантии покупок со стороны Китая. Новатэк борется с санкционным давлением, которое более проблематично из-за особенностей транспортировки СПГ (в отличие от перевозки нефти для СПГ требуются очень специфические и дорогие танкеры). Экспортеры угля (например, Мечел), сталкиваются с логистическими проблемами и импортной пошлиной на уголь со стороны Китая.

В апреле 2024-го лондонская биржа LME ввела санкции на российские никель, медь и алюминий. Это может создать определенные сложности, связанные с переориентацией логистики. Значительная доля складов LME – это российские металлы. Норникель, крупнейший российский экспортер цветных металлов, объявил о расширении собственного зарубежного бизнеса. Компания намерена построить новый медеплавильный завод в Китае и платиновый завод в Бахрейне. Подобная стратегия международной производственной диверсификации компании может стать эффективным ответом на новые вызовы.

Помимо санкционных сложностей, серьезной проблемой для некоторых компаний может стать обслуживание долга в условиях высокой ставки ЦБ РФ. Так, в своем свежем «Обзоре финансовой стабильности»¹³ Центробанк отмечает, что в случае сохранения ключевой ставки на нижней границе прогнозного диапазона в 2024-м количество компаний, которым может быть необходима реструктуризация задолженности, увеличивается с 10 до 12 (из порядка 80 крупнейших российских компаний). В случае сохранения ключевой ставки на максимальном уровне прогнозного диапазона в 2024-м. количество проблемных компаний увеличивается с 10 до 14.

Однако, так как по расчетам ЦБ РФ таких потенциально проблемных компаний на середину 2023-го было больше, чем сейчас и даже чем может стать в конце 2024-го, ситуация у Центробанка особых опасений не вызывает.

Позволим себе в данном моменте не согласиться с ЦБ РФ и отметим, что проблемы с корпоративными долгами чаще всего накапливаются постепенно и до определенного времени могут никак не проявляться. Поэтому риски корпоративных реструктуризаций и даже дефолтов нельзя списывать со счетов – при общей благоприятной макрокартине компании с высокой долговой нагрузкой в условиях высокой ставки ЦБ РФ попадают в зону риска.

Выводы и перспективы

По итогам 2023-го года и первого квартала 2024-го экономика России показала хороший рост. Экспортные и импортные потоки в целом успешно перенастроились, внешняя конъюнктура на товары российского экспорта сложилась достаточно благоприятная, при этом внутренний спрос оказался высоким. Вместе с тем комплекс внутренних и внешних проблем (высокая инфляция, высокая ставка ЦБ РФ, вероятное охлаждение строительного сектора, усиление санкционного давления) говорит о возможности замедления темпов роста экономики во второй половине 2024-го.

¹³ https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49151/4_q_2023_1_q_2024.pdf

Роль экономического блока

В докладе «НЭП или Госплан 2.0» (июнь 2022 года)¹⁴ мы описывали следующие развилки в экономической политике:

1) Business as usual – продолжение инерционной модели приспособления России к мировой экономике в качестве сырьевой полупериферии.

2) «Госкапитализм в кубе» - поддержка затратных мегаинфраструктурных проектов, усиление огосударствления экономики, ликвидация частной инициативы, регулирование цен, все большее закрытие от внешнего мира.

3) НЭП 2.0 – модель стимулирования роста экономики за счет реализации потенциала как внутренних, так и внешних драйверов развития.

По прошествии двух лет мы видим, что экономический блок правительства и Банк России идут по пути наименьшего сопротивления, то есть придерживаются модели Business as usual. Экономическая модель не сильно изменилась после 2022-го года. Бизнес с разной степенью успешности адаптировался к новым внешним условиям, одни контрагенты сменились другими, радикально поменялась логистика, но сам принцип функционирования экономики не изменился.

Тому есть множество примеров. Старые практики, часто демонстрировавшие сомнительную эффективность, по-прежнему воспринимаются как образцы. Например, это касается возрождения бюджетного правила. Фискальная политика по-прежнему ультраконсервативна. Борьба с инфляцией сводится к единственному инструменту - ключевой ставке. Даже в период всплеска инфляции и падения курса рубля летом 2023-го года такая альтернативная мера как продажа валютной выручки экспортерами была принята с задержкой.

Цели различных ведомств в рамках экономического блока узки и сегментированы – Минфин интересуется бюджетом, Банк России - инфляцией, Минэкономики, по сути, лишено какого-либо внятного функционала и инструментария. Относительно высокие темпы роста экономики во многом объясняются посткризисным восстановлением после рецессии 2022-го, бумом в строительном секторе, который неустойчив и может смениться спадом, и относительно неплохой внешней конъюнктурой.

Внутренние и внешние проблемы на данный момент не носят острого характера и создают впечатление успешной перестройки и адаптации экономики к новой реальности. Это определяет минималистско-технократический подход экономического блока – ничего не менять и действовать по-старинке, таргетируя, по сути, два показателя: бюджет и инфляцию. В определенном смысле это даже хорошо, так как Business as usual – неидеальная, но вполне рабочая модель. При этом, опять же, пока не оправдались риски огосударствления экономики и подавления частной инициативы (модель «Госкапитализм в кубе»). Вместе с тем, не произошло и прорыва в понимании, что приоритетом должно быть стимулирование высоких и устойчивых темпов роста ВВП (условно, модель НЭП 2.0), что при отсутствии комплексного подхода к экономическому развитию, структурных реформ и продуманной и долгосрочной промышленной политики, вряд ли осуществимо.

¹⁴

https://minchenko.ru/netcat_files/userfiles/Doklad_Minchenko_konsalting_po_makroekonomike_fevral_20.02.23.pdf