

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

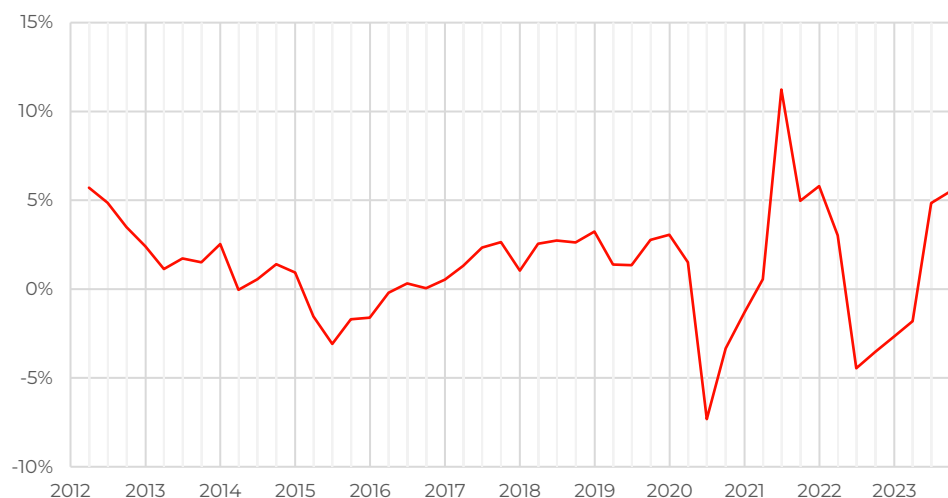
Инерция структурных изменений или перегрев?

Прогноз на 2024 год – задача намного сложнее прошлогодней. В конце 2022 года уже было понятно (хотя и не всем), что российская экономика адаптируется к санкциям, выглядит лучше прогнозов, и в 2023 году продолжится восстановительный рост. Во многом это верно и для 2024 года, но накладывается, во-первых, ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ РФ, во-вторых, дефицит трудовых ресурсов и свободных мощностей, а, в-третьих, вопросы, связанные с санкциями (экспорт, импорт, технологии и пр.). Так что мы понимаем, почему многие прогнозируют замедление роста российского ВВП в 2024 году. В то же время, полагаем, что рынок сильно недооценивает ряд важнейших обстоятельств.

Инерция роста ВВП

Во-первых, следует учитывать инерцию набранных темпов роста. Рост российского ВВП в 3 кв. 2023 года составил 5.5% по отношению к 3 кв. 2022 года, что в какой-то степени отражает эффект низкой базы относительно прошлого года. Тогда в 3 кв. ситуация в экономике только стабилизировалась и уверенный восстановительный рост начался несколько позже. С другой стороны, краткосрочные индикаторы (квартал к кварталу) указывают на ускорение роста экономики. Набранная инерция может обеспечить рост ВВП и в 2024 году выше 3%.

Рост ВВП, квартальные данные (год к году)



Во многом, конечно, рост экономики был обусловлен серьезным фискальным стимулом, увеличением объема выпуска оборонной продукции. Впрочем, в 2024

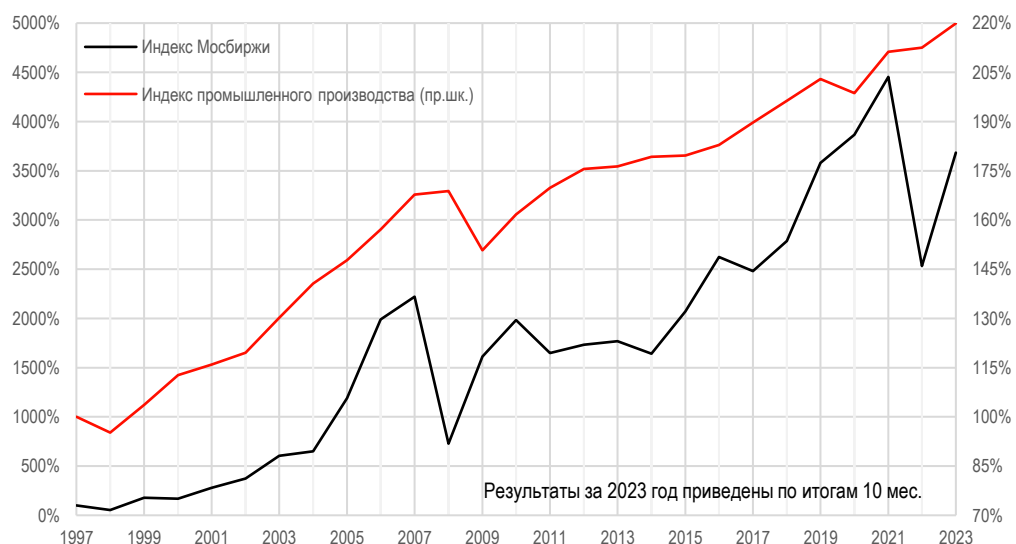
году ожидается увеличение оборонных расходов, то есть стимулирующий эффект не только сохранится, но еще и усилится.

*Структурные
изменения и
промышленный
рост*

Подавляющее большинство существующих макроэкономических прогнозов являются результатом экстраполяции наблюдаемых тенденций в макропоказателях. Такой подход не может рассмотреть происходящие изменения в самой структуре экономических взаимосвязей, отсюда, например, прогнозы падения российского ВВП на 8% и более, публикуемые после начала СВО в прошлом году,

Такое происходит далеко не первый раз. Яркими примерами из прошлого, которые я люблю приводить – это прогноз МВФ весны 1999 года, где ожидалось падение российского ВВП на 6% в 1999 году и отсутствие прогноза на 2000 год, а также прогнозы 2014 и 2015 годов в части ожиданий по российским финансовым активам. В обоих случаях рынок не увидел базовых изменений в экономике. В 1999 году он пропустил запуск импортозамещения, подстегиваемое слабым рублем, а также трансформацию рынка труда. В 2015 году не придавал значения перераспределению ресурсов в экономике в пользу корпоративного сектора, рост прибылей и запуск новой волны роста промышленного производства.

Промышленное производство в РФ и индекс Мосбиржи (100% = 1997)



Начало СВО и санкции – это гораздо более серьезный толчок для внутренних изменений в российской экономике и промышленности, чем кризис 2014 или даже 1998 года. И эти изменения, судя по динамике показателей промышленного производства, идут ей на пользу. Рост в промышленности по итогам прошлого года оказался положительным, а в этом году серьезно ускорился.

Связующим звеном между промышленным ростом и состоянием фондового рынка являются финансовые результаты (прибыль) компаний. Исторически рост промышленности = рост прибылей = рост фондового рынка.

*Переоценка влияния
сырьевого экспорта*

Исторически российская экономика и рынки активов воспринимаются как функция от стоимости сырьевого экспорта. До сих пор основным вводным показателем при прогнозах является цена нефти, к которой иногда добавляется газ, еще реже металлы. Очевидно, что все это важно для курса рубля (даже с поправкой на бюджетное правило), но влияние на экономику на деле гораздо слабее. Если,

конечно, снижение экспортных доходов не приводит к дестабилизации финансовой системы как в 1998 или 2008 годах.

Дело в том, что ресурсы, затрачиваемые на производство дополнительной единицы экспортной продукции при условии, что выручка ляжет в резервы или финансовые активы, с точки зрения национальной экономики растрачиваются впустую. Иными словами, снижение добычи и экспорта сырьевых ресурсов в нынешних условиях высвобождает экономические ресурсы, которые можно направить на иные цели без ущерба для уровня жизни или производственного потенциала.

Хорошей иллюстрацией этого тезиса приближающийся к концу 2023 год. Снижение цен на нефть в условиях смягчения ограничений на движение капитала привело к ослаблению рубля. Но никак не помешало экономике вырасти на 3% вопреки очень пессимистичным прогнозам.

СВО и оборонный заказ

Боевые действия не закончились, и даже в случае их окончания противоречия между Россией и условным «западом» никуда не исчезнут. Поэтому, как и в ситуации 2014-2015 гг. цена ошибки экономических решений для правительства сейчас крайне высока. Что, с одной стороны, подразумевает предельную консервативность фискальной и монетарной политики, с другой стороны, в текущих условиях, - стимулирование импортозамещения и повышения производительности труда.

В проект закона о бюджете на 2024 год заложены доходы и расходы исходя из роста российского ВВП на 2.3%, а также достаточно скромных прогнозов по цене экспортируемой нефти. Исторически Минфин ориентируется на достаточно консервативные оценки и прогнозы, тем самым снижая вероятность превышения размера фактического дефицита бюджета над заложенным в прогноз. Если в этот раз он придерживается такого же подхода, то возможный дефицит, связанный с большими оборонными расходами или просадкой нефтегазовых доходов будет закрываться внутренним долгом (которого по-прежнему мало), а также использованием фонда национального благосостояния

А еще и выборы

Выборы, которые пройдут весной 2024 года – важный фактор, определяющий решения, связанные с экономикой. Возможно, например, приближающиеся выборы – причина появления указа о контроле за выручкой экспортеров, обеспечившего укрепление рубля за последний месяц. Также, очевидно, власти не склонны принимать непопулярные меры до выборов.

После выборов будет временное окно, в рамках которого могут приниматься довольно непопулярные решения, и это риск. Правда, в существующих условиях наибольший риск ложится на потребителей, а не на компании или инвестиционный климат. В условиях СВО и необходимость наращивания производства оборонной продукции, скорее всего, потребуются перераспределение ресурсов от производство потребительских товаров в пользу производства оборонной продукции. Оно может принимать разные формы, но во всех случаях ведет к ограничению текущего личного потребления.

Стоит еще раз отметить, что речь идет о непопулярных, но необходимых или вынужденных решениях. В прошлый раз, напомним, после выборов был принят закон о повышении пенсионного возраста. Крайне непопулярная, но вынужденная мера в условиях современной демографической картины.

Трудовые ресурсы

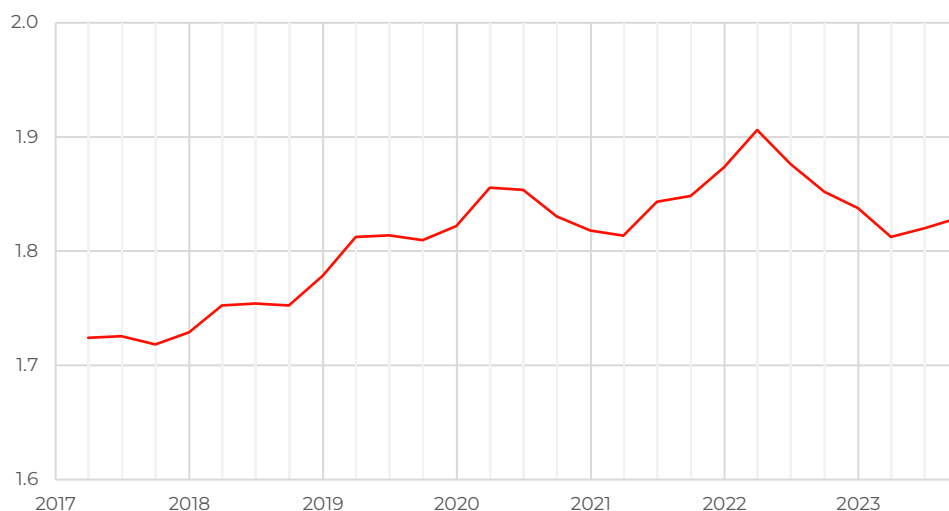
Серьезным ограничением возможностей роста экономики РФ в 2024 году является уже рекордно низкая безработица, около 3%. Это чисто математически

ограничивает возможности роста занятости, а значит, и роста экономики. Если, конечно, не брать в расчет производительность труда.

По итогам 9 месяцев 2023 года численность занятого населения выросла на 2.2% по отношению к 2022 году. По отношению к 2021 году рост составил 2.7%. При этом рост ВВП за первые 3 квартала в 2023 году составил 2.9% к 2022 году и всего 1% к 2021. С точки зрения производительности труда это означает, что несмотря на рост размера реального ВВП на одного занятого примерно на 0.7% за последние 12 месяцев, данный показатель по отношению к 2021 году снизился на 1.9%.

Это, конечно, можно расценивать как «цену», которую российская экономика заплатила за санкции. С другой стороны, это просто проявление структурных изменений, поэтому временное явление. Возвращение показателя ВВП на занятого на исходную траекторию предполагает серьезное повышение производительности труда, что проявится через повышенные темпы роста ВВП без роста числа занятых.

ВВП РФ на одного занятого (в ценах 2021 года, млн рублей в год на человека)



ЦБ РФ

Опасения при этом вызывает жесткая политика ЦБ РФ, в частности уже высокая ключевая ставка (15%) и вероятность ее повышения в декабре и первом квартале следующего года на фоне высокой инфляции. Регулятор опасается перегрева экономики из-за низкой безработицы и быстрого роста кредитования.

Ужесточая политику ЦБ РФ, прежде всего, ожидает охлаждения потребительского спроса, роста рублевых сбережений и укрепления рубля. Первые признаки влияния ставок на ситуацию уже чувствуются: рубль укрепляется (правда, за счет усиления контроля за выручкой экспортеров), потребительское кредитование в банках начинает сокращаться (судя по сообщениям в СМИ).

Вместе с тем, повышение ставок в нынешних условиях несет в себе и опасность: повышение ставок не направлено на снижение объема выпуска оборонной продукции, то есть удар принимает на себя «гражданская» часть экономики. Если повышение ставок приведет к росту издержек, то эффект на инфляцию будет обратным от желаемого. Поэтому инфляция сейчас – это основной риск для следующего года.

- Выводы*
1. Риски замедления роста российской экономики в следующем году ниже, чем кажутся на первый взгляд. Рост обеспечивается структурной перестройкой и промышленностью, процессами инертными, которые только набирают обороты.
 2. Рост промышленного производства – исторически крайне благоприятный период для российского рынка акций.
 3. Выборы, конечно, источник риска для рынка. С другой стороны, риск связан с вероятностью непопулярных решений, необходимых или полезных для экономики в целом. Наподобие повышения пенсионного возраста после выборов 2018 года.
 4. Низкая безработица может быть компенсирована ростом производительности труда. Простой возврат к уровням 2021 года уже обеспечит отсутствие замедления роста экономики. Тем не менее, без значительных инвестиций в повышение производительности труда (роботизация, автоматизация и пр.) долгосрочные темпы роста экономики замедлятся.
 5. Риски, связанные с инфляцией и политикой ЦБ РФ, пожалуй, наиболее серьезные риски для рынка. Избыточная жесткость регулятора может, при определенных условиях, спровоцировать инфляцию на стороне предложения.

Актуальные материалы доступны для клиентов УК «Альфа-Капитал» в рамках программы лояльности для высокостоятельных клиентов Alfa Capital Wealth

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов.

«Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000 от 30 ноября 2004 года выдана ФСФР России. Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны (495) 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу www.alfacapital.ru. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях и носит исключительно ознакомительный характер. Информация не содержит описания всех рисков, присущих инвестированию на рынке ценных бумаг, равно как в информации не принимаются во внимание личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды каждого конкретного инвестора. Информация не является какого-либо рода офертой, не подразумевалась в качестве оферты или приглашения делать оферты, не является прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом, не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Настоящий материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на время подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту».