

О рисках стагфляции в российской экономике

Текущий высокий уровень ключевой ставки и обозначенные ЦБ перспективы её дальнейшего повышения создали риск экономического спада и обвала инвестиций уже в ближайшее время. Можно констатировать, что эта политика лишь ограниченно эффективна в отношении снижения инфляции – но несёт недопустимо высокие риски провоцирования рецессии и разбалансировки процессов воспроизводства в реальном секторе, особенно в низкорентабельных секторах и секторах с длительными сроками реализации проектов (прежде всего, в машиностроении).

- При текущем уровне безрисковой доходности (18,4% годовых по ОФЗ со сроком погашения через 5 лет¹) инвестиционные проекты со средними сроками окупаемости (до 5 лет), должны за это время не только выходить на окупаемость, но и приносить суммарную чистую прибыль в размере не менее 130% от вложенных на старте средств – иначе они теряют для их инициаторов экономический смысл².

- Доля предприятий обрабатывающей промышленности, отмечающих высокий процент кредита как фактор, ограничивающий рост производства, превысила 40% (по сравнению с 20-25%, характерными для предшествующих лет, исходя из данных опросов Росстата³). Отметим, что именно финансовые (а не «мощностные», что следует из позиции Банка России) ограничения роста выпуска сейчас стали ключевыми – доля компаний, отмечающих недостаток финансовых средств как ограничитель роста, составила 47%, отметивших высокий процент коммерческого кредита – 44%, и оба показателя быстро растут. Доля показавших в качестве основного ограничителя недостаток квалифицированных работников уже чуть ниже (42%), а доля указавших нехватку и износ оборудования – составила лишь 25% и повышается медленно.

- Доля предприятий обрабатывающей промышленности, у которых нагрузка процентных платежей на прибыль находится на рискованном уровне (превышает 2/3

¹ Бескупонная доходность по состоянию на 7.11.2024.

² В действительности требования к минимальной отдаче по проектам складываются ещё жестче, поскольку требуется дополнительная премия за инвестиционный риск. Заметим, что при официальном прогнозе инфляции (4,5% в 2025 г. и 4,0% в последующие годы) прирост цен за пять лет составит 25% (что обеспечивает «в среднем» гарантированный доход от держания запасов) – а все превышение, более 100% от вложений в проект, может быть достигнуто за счет предпринимательского дохода.

³ Расчет ЦМАКП с поправкой на исправление смещенности выборки.

ЕВИТ), увеличится к концу 2024 г. по сравнению с 2023 г. более чем вдвое и превзойдет 20%⁴. Это создает высокий потенциал корпоративных дефолтов и банкротств.⁵

- Согласно опросам РСПП, в III кв. 2024 г. уже резко подскочила доля компаний, столкнувшихся с неплатежами со стороны контрагентов – до 37% (против 20-22% в среднем в предшествующий период 2021-2024 гг.). Одна из важнейших причин – падение ликвидности хозяйственного оборота из-за затруднения доступа к кредиту и резкого замедления динамики средств на рублевых расчетных счетах предприятий (их прирост к аналогичному периоду предшествующего года сейчас составляет всего 3%, что гораздо ниже уровня инфляции⁶). Разрастание взаимных неплатежей в экономике помимо удара по производству будет вести к снижению прозрачности бизнесов, а также может вызвать негативные социальные последствия.

- Согласно позиции Банка России, уже накопленный уровень инвестиционной активности достаточен для расширения мощностей; при этом Банк ссылается на то, что инвестиции в основной капитал за 2022-2023 гг. увеличились на 17,2%, а за 2020-2023 гг. – на 27,1%. Однако, Банк России игнорирует тот факт, что объём инвестиций в машины и оборудование – именно то, что и определяет масштабы расширения мощностей – в целом за период практически не увеличились (+2,9%), а за 2022-2023 г. – сократились на 8,0% (!).

Одновременно, действия ЦБ по повышению ставок, похоже, более не ведут к снижению уровня инфляции в экономике в силу следующих причин.

- Существенная часть общего прироста цен в настоящее время связана с факторами, не находящимися под влиянием динамики спроса, а вызванными конъюнктурными ситуационными шоками различной природы со стороны предложения: динамика цен на сезонное и импортируемое продовольствие, повышение регулируемых тарифов на услуги, усложнение логистики и международных расчетов.

- Повышение ставок ведет к росту не только процентных, но и масштабных «квази-процентных»⁷ издержек производителей и продавцов (лизинговые платежи за

⁴ В долях от совокупного выпуска обрабатывающей промышленности.

⁵ Причем, в наиболее сложном положении оказываются компании инвестиционного технологического ядра экономики (в «анти-лидерах» – транспортное машиностроение).

⁶ Для сравнения: в 2023 г. годовой темп прироста остатков средств на рублевых расчетных счетах составлял 13%, в 2022 г. – 33%. По всей видимости, часть компаний перенаправляет денежные средства из производственного оборота на срочные депозиты (стимул – высокие ставки), одновременно наращивая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками.

⁷ Не являющихся процентными платежами, но де-факто привязанными к уровню рыночных процентных ставок.

транспорт и прочую технику, плата за аренду торговых и складских площадей и др.), влияющих⁸ на цены потребительских товаров; по оценке, проинфляционный эффект повышения процентных и квази-процентных платежей минимум вдвое превышает аналогичный эффект от ускоренного повышения оплаты труда.

- В силу недостаточной финансовой грамотности населения и сильного эффекта «отложенного потребления» спрос на потребительское кредитование слабо реагирует на повышение ставок, ограничивать его удастся только посредством введения рестриктивных макропруденциальных лимитов кредитования.

- Повышение общего уровня ставок ведет к ускоряющемуся росту расходов бюджета на обслуживание долга и субсидирование уже реализуемых программ льготного кредитования и со-финансирования инвестиционных проектов. Это способствует увеличению дефицита бюджета. В условиях нежелательности привлечения новых, «дорогих», заимствований с рынка этот дефицит, вероятно, всё больше будет покрываться путем сокращения остатков средств на бюджетных счетах в Банке России (включая ФНБ). Это, в свою очередь, будет вести к увеличению денежной эмиссии⁹, и соответственно, дополнительному инфляционному давлению¹⁰.

В результате действий ЦБ экономика России фактически поставлена перед угрозой стагфляции – одновременной стагнации (или даже спада) и высокой инфляции. Учитывая специфику текущей российской ситуации, маловероятна реализация сценария «рейганомики» (1981-1985 гг.), опиравшейся на масштабный приток капитала из-за рубежа, компенсирующий снижение «внутренней» инвестиционной активности. Скорее ситуация может развиваться по сценарию вызванного жесткой антиинфляционной денежно-кредитной политикой шока со спадом производства, наблюдавшегося в Италии в 1981-1983 гг., Израиле в 1984-1987 гг., Мексике в 2000-2002 гг.

Оценки, сделанные с применением инструментов опережающих индикаторов, показывают, что для предотвращения перехода российской экономики к отрицательным темпам прироста годового ВВП, ключевая ставка ЦБ РФ к середине 2025 г. должна быть снижена примерно до 15-16% годовых.

⁸ Через цепочки связей между локальными монополиями / олигополиями.

⁹ То есть повышению динамики денежной базы в широком определении.

¹⁰ Альтернатива – вынужденное отмена / рacionamento программ, предусматривающих софинансирование ставок. Неясно, «потянут» ли необходимое дополнительное финансирование регионы, где субсидирование ставок – одна из основ экономической политики, или нас ждёт сворачивание программ поддержки бизнеса в неясных сейчас масштабах.