



Обзор российской экономики и санкций: август 2024 года

Коридор экономических
возможностей для Владимира
Путина сужается



FREE
RUSSIA
FOUNDATION

2024

Владимир Милов



Лето 2024 года продемонстрировало несколько важных тенденций, касающихся российской экономики и прогрессирующего влияния западных санкций:

- Очевидные признаки экономического охлаждения официально зафиксированы, первый эффект отскока после санкций в 2022-2024 годах закончился, а жизнеспособная модель для обеспечения роста отсутствует.
- Экономика перегрета, загрузка производственных мощностей близка к полной, дефицит рабочей силы достиг рекордного уровня, а инфляционные риски растут из-за продолжающегося фискального стимулирования.
- Финансовые резервы государства стремительно истощаются.
- Центробанк не смог охладить инфляцию и был вынужден вновь повысить ключевую ставку — с 16 до 18% — 26 июля. Следующее повышение ставки, до 19 или даже 20%, вероятно, произойдёт 13 сентября.
- Повышение процентных ставок становится одним из основных факторов, замедляющих экономическую активность, способствующих дальнейшему росту инфляции за счёт увеличения расходов и потенциальному банковскому кризису.
- Доходность российских облигаций стремительно растёт, оказывая дополнительное давление на федеральный бюджет в части расходов на обслуживание долга.
- Западные санкции вызвали острый платёжный кризис между российскими экспортёрами/импортёрами и их партнёрами в Китае и других странах Юга. Урегулирование кризиса не предвидится, он тормозит восстановление российской экономики, сдерживает работу отраслей, критически зависящих от импортных технологий, а также способствует росту инфляции.

Экономическое охлаждение

Российская экономика, получившая толчок к росту федеральных военных расходов в первые два года полномасштабной войны с Украиной, начинает демонстрировать ожидаемые признаки охлаждения¹. **В июне 2024 года рост промышленного производства в годовом исчислении составил менее 2%**, что стало худшим показателем за последние 15 месяцев; снизились объёмы сельскохозяйственного производства и грузооборота в годовом исчислении. Резюме обсуждения ключевой ставки на июльском заседании совета директоров Центробанка указывает на замедление экономической активности в июне-июле². **Кроме того, банк сообщает о заметном снижении деловой активности в первые недели августа 2024 года**³. Индекс промышленного оптимизма, по данным Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, в августе упал на 9 пунктов, до самого низкого уровня с марта 2023 года⁴. Государственное рейтинговое агентство АКРА существенно понизило прогноз роста ВВП России на 2025-2026 годы — до 1-2% против чуть более 3% в 2024 году⁵.

Экономический спад был вполне предсказуем, поскольку модель роста, основанная исключительно на военно-бюджетном стимулировании без стимулов для частных инвестиций и повышения производительности труда, явно нежизнеспособна. **Более того, текущие условия — санкции, отсутствие доступа к дешёвым иностранным кредитам и международным рынкам, враждебная регуляторная среда, повышение налогов и процентных ставок, трудности с экспортно-импортными платежами, нехватка рабочей силы и т.д. — весьма неблагоприятны для восстановления экономики, не говоря уже о её развитии.**

Многие западные издания дают оптимистичный прогноз экономических перспектив России на основе текущих показателей роста ВВП. Но это устаревшая информация. Потенциал роста ВВП уменьшается с каждым днём.

1 <https://www.moscowtimes.ru/2024/07/24/rosstat-zafiksiroval-rezkoe-zamedlenie-rossiiskoi-promishlennosti-a137656>

2 https://www.cbr.ru/dkp/mp_dec/decision_key_rate/summary_key_rate_07082024/

3 <https://www.cbr.ru/press/event/?id=20926>

4 <https://ecfor.ru/publication/kratkosrochnyj-analiz-dinamiki-vvp-avgust-2024/>

5 <https://www.finam.ru/publications/item/analitiki-akra-zhdut-zamedlenie-ekonomicheskogo-rosta-v-rossii-v-2025-26-godakh-20240801-0002/>

Перегрев экономики

По словам главы Центробанка Эльвиры Набиуллиной⁶, **российская экономика переживает «самый сильный перегрев за последние 16 лет» (со времён финансового кризиса 2008 года, когда за перегревом последовало сокращение ВВП на 8% в 2009 году)**. На своей пресс-конференции 26 июля 2024 года Набиуллина признала, что резервы рабочей силы и производственных мощностей «почти исчерпаны» и что если эти проблемы не будут решены, то дальнейшее бюджетное стимулирование «только... ускорит инфляцию» и приведёт к «сценарию стагфляции, который может быть остановлен только путём глубокой рецессии»⁷.

Нет шансов, что эти проблемы будут решены в ближайшее время. По данным российского Центробанка, во втором квартале 2024 года дефицит рабочей силы достигнет исторического максимума⁸. Причина — война Путина против Украины и, в частности, мобилизация, которая заставила квалифицированные кадры массово покинуть страну. Расширение мощностей сдерживается западными санкциями и трудностями с импортом сложного производственного оборудования из стран глобального Юга из-за замораживания импортных платежей (об этом ниже).

Истощение финансовых резервов государства

Финансовые резервы России стремительно сокращаются: виной тому текущая экономическая модель, **основанная на значительных бюджетных расходах на военные нужды**. В июле 2024 года дефицит федерального бюджета России вырос примерно на 50% по сравнению с январем-июнем 2024 года и составил 1,4 трлн рублей (15,8 млрд долларов)⁹. **По итогам 7 месяцев 2024 года дефицит федерального бюджета составляет около двух третей от запланированного годового дефицита, который также был пересмотрен в сторону увеличения, до 2,1 трлн рублей (24,4 млрд долларов)**. Это примерно на треть больше, чем в ранее утверждённом федеральном бюджете на 2024 год. Новые поправки к закону о федеральном бюджете России на 2024 год были подписаны Владимиром Путиным в июле¹⁰.

6 <https://tass.ru/ekonomika/21459375>

7 <https://1prime.ru/20240726/tsb-850463399.html>

8 <https://www.banki.ru/news/lenta/?id=11004900>

9 <https://www.moscowtimes.ru/2024/08/07/defitsit-byudzheta-rf-velichilsya-v-iyule-na-fone-snizheniya-dokhodov-a138817>

10 <https://tass.ru/ekonomika/21349141>

Запланированный на 2024 год дефицит федерального бюджета составляет 45% оставшихся ликвидных резервов Фонда национального благосостояния России (4,7 трлн рублей, или 54 млрд долларов¹¹). **Если средства ФНБ будут использованы до конца года для финансирования дефицита бюджета, как в 2022-2023 годах и ранее, то резервы ликвидности ФНБ сократятся всего до 2,6 трлн рублей (30 млрд долларов).** Этот неснижаемый остаток необходимо поддерживать для смягчения возможных будущих финансовых потрясений, что и было первоначальной целью создания ФНБ, а не для траты денег. Вполне вероятно, что Россия вступит в 2025 год без ликвидных средств для финансирования бюджетного дефицита, поскольку текущие цены на нефть не позволяют ей накапливать больше денег в ФНБ.

Существует также неликвидная часть ФНБ, вложенная в различные ценные бумаги, в основном в российские корпоративные облигации и акции; это **7,9** трлн рублей (92 млрд долларов). Однако эти средства нелегко вернуть в оборот и покрыть ими текущий дефицит. Сюда же относятся некоторые проблемные активы — такие, как 3 млрд долларов, одолженные правительству Украины под руководством Виктора Януковича в конце 2013 года, которые Украина не намерена возвращать. В итоге только резервы ликвидности ФНБ могут рассматриваться как легкодоступные для финансирования текущего бюджетного дефицита.

Проблемы российского федерального бюджета, скорее всего, обострятся в сентябре-октябре 2024 года, когда новый проект федерального бюджета на 2025 год будет представлен и обсуждён правительством России и Государственной думой. Вероятно, правительство значительно увеличит военные расходы, так как текущего бюджета явно недостаточно для финансирования войны в Украине при её нынешнем уровне интенсивности¹². **Более подробно этот вопрос будет рассмотрен в наших будущих материалах.**

Теоретически поддержку российскому бюджету мог бы оказать рост цен на экспортируемые товары, в первую очередь на нефть. Однако его не происходит из-за слабых мировых цен на нефть и отсутствия уверенности нефтяного рынка в глобальном экономическом росте и соответствующем увеличении мирового спроса. России удалось избежать ограничения экспортной цены на нефть, установленного «Большой семёркой» в размере 60 долларов за баррель, но экспортная нефть марки Urals в настоящее время торгуется на уровне около

11 <https://www.interfax.ru/business/975415>

12 Подробнее здесь: <https://thinktank.4freerussia.org/war/belousovs-appointment-exposes-a-structural-crisis-in-putins-mod/>

70 долларов за баррель¹³: это примерно то, что было заложено в федеральный бюджет на 2024 год, и это не даёт России никакого дополнительного прироста нефтяных доходов.

Инфляция продолжается

С конца июля 2023 года Центробанк повышает ключевую ставку — с 7,5% в первом полугодии 2023 года до 16% к середине декабря 2023 года. Усилия по снижению инфляции в течение последних 12 месяцев оказались в основном тщетными; 26 июля 2024 года ЦБ вновь повысил ставку — с 16 до 18%¹⁴. Индекс потребительских цен к 19 августа 2024 года достиг 5,15% по сравнению с декабрём прошлого года, в то время как в январе-августе 2023 года он составлял всего 3,7%¹⁵. В июле 2024 года инфляция в годовом исчислении достигла 9,13% — это самый высокий показатель с февраля 2023 года; месячная инфляция в июле 2024 года составила 1,14% — максимум с апреля 2022 года¹⁶. Руководство ЦБ дало понять¹⁷, что может поднять ставку до 20%, если инфляция не снизится к 13 сентября — дате следующего заседания совета директоров ЦБ по процентным ставкам.

Высокая инфляция является прямым следствием ряда обстоятельств, возникших в результате войны Путина против Украины, западных санкций и международной изоляции. К ним относятся:

- дефицит бюджетных расходов (в основном военных), не сопровождающийся увеличением предложения, который порождает чрезмерный рост спроса, который приводит к резкому росту цен, что является причиной вышеупомянутого перегрева;
- острая нехватка рабочей силы, которая приводит к росту зарплат;
- более дорогая логистика торговли с Китаем и другими азиатскими странами по сравнению с торговлей с Европой (до 85% населения и валового регионального продукта России находится в европейской части страны);
- снижение курса рубля в 2023 году, которое привело к росту цен на импортные товары и сопровождалось увеличением транзакционных издержек по импортным торговым сделкам,

13 <https://www.interfax.ru/business/976845>

14 Подробнее об опасениях Центрального банка по поводу состояния российской экономики здесь: <https://thinktank.4freerussia.org/economics/putins-war-economy>

15 https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/127_21-08-2024.html

16 https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/122_09-08-2024.html

17 <https://www.kommersant.ru/doc/6890708>

когда курс рубля относительно стабилизировался в 2024 году.

Ни на одно из этих обстоятельств повышение ставок, похоже, серьёзно не повлияет: они останутся в силе из-за продолжающейся войны и международной изоляции России. ЦБ пытается лечить болезнь неверными средствами. Основная проблема — чрезмерное стимулирование бюджета военными, — как уже было сказано, вероятно, усугубится с принятием нового федерального бюджета на 2025 год, который, скорее всего, значительно увеличит военные расходы (за этим можно будет наблюдать в сентябре-октябре).

Высокая инфляция, скорее всего, сохранится в течение длительного периода времени, что отражено в обновленном июльском прогнозе Центробанка. Согласно ему, средняя ключевая ставка будет оставаться на уровне 15% в течение 2025 года и 10,5% в течение 2026 года. Высокая инфляция — самый разрушительный фактор для долгосрочного кредитования реального сектора экономики. Банки просто не хотят давать деньги в долг без ясных перспектив успокоения инфляции, признаёт глава ЦБ Эльвира Набиуллина¹⁸.

Негативные последствия высоких процентных ставок

Затянувшийся период высоких процентных ставок негативно влияет на российскую экономику. Он замедляет экономическую активность, поскольку кредиты слишком дороги для большинства отраслей. Доля банковских кредитов в финансировании инвестиций в основной капитал, по данным Росстата, остаётся на уровне около 10%, а откровенные критики жёсткой денежно-кредитной политики Центробанка, такие как олигарх Олег Дерипаска, отмечают губительное влияние высоких процентных ставок на экономический рост¹⁹. **Есть и другие негативные последствия. Более дорогие кредиты приводят к росту издержек и сами по себе являются важным проинфляционным фактором. По данным** газеты «Коммерсантъ», российские поставщики основных продуктов питания планируют повысить цены на 5-40% с сентября, называя одной из причин удорожание кредитов²⁰.

Ещё одна проблема — надвигающийся банковский кризис. В последние годы многие игроки реального сектора активно занимали деньги в банках под плавающие процентные ставки, привязанные к ставке Центробанка. Обоснованием служило обещание Центробанка, данное в 2023 году, что ко второй половине 2024 года ставки будут

18 <https://lenta.ru/news/2024/07/03/nabiullina-zayavila-o-borbe-za-predskazuemuyu-inflyatsiyu/>

19 <https://www.rbc.ru/economics/16/08/2024/66bf59b59a7947e75c617c02>

20 <https://www.kommersant.ru/doc/6893033>

существенно снижены. Этого не произошло и, как объяснялось выше, не произойдёт в ближайшее время. Многие заёмщики могут столкнуться с трудностями при погашении или реструктуризации существующих долгов, поскольку не смогут занять достаточно новых денег под более высокие ставки. Это может привести к ухудшению качества кредитного портфеля банков и началу банковского кризиса неопределённых масштабов, считают в Центре макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования²¹, **основанном нынешним министром обороны России Андреем Белоусовым, возглавляемом его братом Дмитрием и считающимся тесно связанным с российским правительством.**

В свою очередь, Эльвира Набиуллина признаёт²², **что в последние 12 месяцев промышленность увеличивала заимствования по плавающим ставкам в тщетном ожидании снижения ключевой ставки. Многие предприятия окажутся в сложном положении, обслуживая подорожавший долг; быстрая кредитная экспансия, основанная на ожиданиях снижения ставки, также способствовала более высокой, чем ожидалось, инфляции.**

ЦБ сейчас взял курс на сохранение высоких процентных ставок, и этот фактор будет продолжать препятствовать восстановлению российской экономики в ближайшие пару лет.

Надвигающийся кризис федерального долга

Рост инфляции и процентных ставок, а также общая экономическая неопределённость приводят к повышению доходности российских государственных облигаций, что серьёзно ограничивает возможности страны по решению бюджетных проблем за счёт заимствований. К концу августа доходность подскочила до 16%²³ (в начале года она составляла 11-12%). Индекс государственных облигаций России (RGBI), отражающий доверие инвесторов к способности правительства обслуживать свой долг, упал до исторических минимумов²⁴. **Хотя федеральный долг как таковой относительно невелик и составляет 17% ВВП, расходы на обслуживание долга растут. Согласно прогнозам федерального бюджета на 2024 год, общие федеральные расходы на обслуживание долга в 2026 году вырастут втрое по сравнению с 2021 годом в**

21 <https://www.forbes.ru/finansy/516366-analitiki-predupredili-o-tihom-krizise-v-bankovskoj-sfere-pri-povysenii-stavki-cb>

22 <https://www.banki.ru/news/lenta/?id=11005151>

23 <https://tass.ru/ekonomika/21655723>

24 <https://ru.investing.com/indices/russian-government-bond-rgbi>

номинальном выражении, или с 5% от общих федеральных расходов в 2021 году до 10% в 2026 году²⁵.

Замораживание платежей

Один из ключевых вызовов 2024 года, связанный с западными санкциями, — проблемы с экспортно-импортными платежами в торговле с Китаем и другими торговыми партнёрами глобального Юга. Всё больше банков и компаний из этих стран ограничивают отношения с российскими партнёрами, что приводит к замораживанию около 80% платежей²⁶ за импортируемые из Китая товары и повышает транзакционные издержки до 30%²⁷ из-за обходных схем, обеспечивающих прохождение этих платежей. Эти проблемы затрагивают не только отношения России с Китаем: в первом полугодии 2024 года российский импорт из Турции сократился на ошеломляющие 28 % по сравнению с предыдущим годом²⁸.

Сокращение импорта также влияет на способность России расширять её промышленную базу: в первой половине 2024 года общий объём российского импорта сократился на 8,5%, в том числе импорт машин и оборудования упал на 5%²⁹. **Сокращение импорта, основную роль в котором играет замораживание платежей, ограничивает возможности России по расширению предложения и служит основным проинфляционным фактором благодаря росту транзакционных издержек, обусловленных использованием сложных посреднических схем.**

25 <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2024/04/03/1029678-mishustin-gosdolg-nahoditsya-na-bezopasnom-urovne>

26 <https://www.kommersant.ru/doc/6863025>

27 <https://www.kommersant.ru/doc/6905203>

28 <https://www.rbc.ru/economics/31/07/2024/66aa1dd89a79476db55d6350>

29 <https://www.kommersant.ru/doc/6821421>

Выводы

Западные санкции и экономическая изоляция России продолжают негативно влиять на российскую экономику. Хотя в этом году ВВП страны, скорее всего, вырастет на **3%, ожидается** и серьёзное замедление темпов роста, а эффективная модель восстановления отсутствует. Экономический рост России в 2023-2024 годах был во многом основан на истощении финансовых резервов, накопленных в предыдущие годы. Трата резервов на военные нужды не способствует адекватному расширению предложения, а лишь подпитывает высокую инфляцию — прямое следствие экономических проблем России, вызванных войной и санкциями. Попытки успокоить её с помощью жёсткой монетарной политики и высоких процентных ставок скорее подавляют экономическую активность.

Финансовые резервы стремительно истощаются, крупных источников дополнительных доходов не предвидится. Россия отрезана от международных финансовых рынков, стоимость внутренних займов растёт, оказывая дополнительное давление на финансы государства. Потенциальный рост военных расходов в 2025 году вызовет и рост дефицита бюджета; за этим вопросом следует внимательно следить в ближайшие месяцы.

Правительство пытается решить часть проблем резким повышением налогов с 2025 года. Оно ударит по инвестиционным планам бизнеса и ограничит экономический рост в той же степени, что и длительное повышение процентных ставок. Новые проблемы возникают из-за длительного замораживания экспортно-импортных платежей с Китаем и другими странами глобального Юга.

Главный вывод: коридор экономических возможностей для Владимира Путина сужается. Если санкционное давление Запада будет усиливаться, Россия довольно скоро утратит способность поддерживать военные действия в Украине на нынешнем уровне интенсивности. Мы продолжим следить за развитием ситуации.