



# Обзор российской экономики и санкций: сентябрь и начало октября 2024 года

Инфляция, дефицит бюджета  
и кадров и охлаждение отношений  
с Китаем

## Владимир Милов



Сентябрь и начало октября 2024 года были тяжёлыми для российской экономики. Усилилось несколько негативных тенденций:

- Инфляция продолжает оставаться на высоком уровне, доказывая, что недавнее повышение ставок Центральным банком не приносит результатов. Ожидается, что ключевая процентная ставка будет вновь повышена на заседании совета Центробанка 25 октября — с текущих 19% до 20 или даже 22%.
- Появились новые данные, свидетельствующие о заметном охлаждении экономики.
- Российская экономика продолжает испытывать шок предложения, вызванный западными санкциями: рост промышленного производства на самом низком уровне с весны 2022 года, а дефицит рабочей силы вновь бьёт исторические рекорды.
- Дефицит федерального бюджета растёт: по новым данным правительства, он более чем в 2 раза превысит первоначальный бюджетный план на 2024 год.
- Правительству всё труднее занимать деньги: доходность государственных облигаций достигла исторического максимума (около 17%), а индекс государственных облигаций России — исторического минимума.
- Импорт из Китая, ключевого торгового партнёра России после экономического разрыва с Западом, продолжает стагнировать из-за замораживания российско-китайских платежей, вызванного западными санкциями.

### Центральный банк не в состоянии справиться с инфляцией

Усилия Центрального банка по усмирению инфляции путём ужесточения денежно-кредитной политики не увенчались успехом: инфляция не успокаивается, несмотря на июльское повышение процентной ставки с 18% до 19%. В конце сентября — начале октября недельная инфляция оставалась на уровне 0,14-0,19%, а годовая в

пределах 8,5-8,6%. Согласно [«Резюме обсуждения ключевой ставки»](#) на заседании правления ЦБ РФ 13 сентября 2024 года, «инфляционное давление оставалось высоким, и процесс дезинфляции, наблюдавшийся в начале 2024 года, пока не возобновился», а «инфляция в III квартале 2024 года была выше, чем ожидал Банк России».

Широко распространено [мнение](#), что Центральный банк в ближайшее время может поднять процентную ставку до 22% (следующее заседание совета директоров ЦБ назначено на 25 октября), а в начале 2025 года, если инфляция не успокоится, и ещё сильнее; так или иначе, банк обещает сохранять высокие процентные ставки в 2025 и 2026 годах, в любом случае препятствуя экономическому росту.

Недавно Центробанк также [высказал](#) опасения по поводу выхода «инфляционной спирали» из-под контроля из-за перегрева спроса и повышенных инфляционных ожиданий. Согласно упомянутому выше «Резюме обсуждения ключевой ставки», «инфляционные ожидания росли, несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики, что может говорить о том, что они становятся менее привязанными, то есть более адаптивными... В результате спрос домохозяйств и бизнеса может продолжать быстро расти, что будет препятствовать дезинфляционной тенденции и потребует сохранения более жёсткой денежно-кредитной политики в течение длительного периода».

Дополнительный импульс инфляционным ожиданиям придал опубликованный правительством РФ проект бюджета на 2025-2027 годы, в котором дефицит федерального бюджета на 2024 год был [пересмотрен](#) более чем в два раза по сравнению с первоначально утверждённым год назад: с 1,6 триллиона рублей (как планировалось в декабре 2023 года) до фактических 3,3 триллиона рублей. ЦБ [признал](#), что столь резкое увеличение дефицита федерального бюджета произошло неожиданно для финансового регулятора и может [вынудить](#) его к дальнейшему ужесточению денежно-кредитной политики.

Открытое признание того факта, что ЦБ не имел представления о реальных цифрах дефицита бюджета на этот год менее чем за три месяца до его окончания, говорит о степени политического беспорядка, царящего в российских коридорах власти — вопреки утверждениям многих западных комментаторов, которые с оптимизмом смотрят на способность Путина контролировать российскую экономику.

Высокий уровень инфляции в России является прямым следствием войны Путина против Украины и эффективности западных экономических санкций против России. Центробанк [признаёт](#), что ключевым фактором инфляции является неспособность предложения догнать спрос, вызванный военными бюджетными стимулами. Кризис

предложения, в свою очередь, является результатом нехватки ресурсов:

1. Почти полная загрузка производственных мощностей на фоне невозможности своевременного расширения мощностей из-за отсутствия доступа к инвестициям и технологиям.
2. Сильный и растущий дефицит рабочей силы, вызванный войной, мобилизацией и массовой эмиграцией вследствие агрессии Путина против Украины.

Учитывая, что ситуация с этими двумя основными ресурсными ограничениями вряд ли улучшится в ближайшее время, маловероятно, что усилия Центробанка по снижению инфляции с помощью монетарной политики принесут плоды в ближайшее время — именно поэтому всё больше участников рынка переходят к пессимистичным прогнозам высоких процентных ставок (и даже возможных дальнейших повышений ставок) на ближайшие месяцы и вплоть до 2025 года.

Дефицит рабочей силы, по данным ЦБ, [остаётся](#) на рекордно высоком уровне; в последнее время проблема усугубилась популистскими мерами правительства против иностранных мигрантов — по данным [опросов](#) HeadHunter и Российского союза промышленников и предпринимателей, спрос на иностранную рабочую силу растёт, но более половины компаний, использующих труд мигрантов, не могут нанять их в достаточном количестве.

## Экономика охлаждается

На фоне сохраняющейся высокой инфляции российская экономика демонстрирует явные признаки относительно быстрого охлаждения. Это было вполне предсказуемо, поскольку недавний экономический рост России, который так превозносили некоторые западные СМИ и экономические обозреватели, был в основном результатом первоначального отскока от первого удара западных санкций и масштабных бюджетных стимулов, связанных с войной, а недостаток инвестиций и реформ, повышающих производительность труда, препятствовал способности России поддерживать тенденцию роста ВВП на уровне 3-4 % в год.

Данные по всем секторам экономики свидетельствуют о массовом охлаждении экономики России. В августе 2024 года, по данным Министерства экономики РФ, рост ВВП [замедлился](#) всего до 2,4 % в годовом выражении по сравнению с 5,4 % в I квартале 2024 года. Рост промышленного производства в августе [составил](#) менее 3%,

что является самым низким показателем с марта 2023 года. Базовый сценарий Центрального банка по росту ВВП на 2025 год [составляет](#) от 0,5 до 1,5%, что значительно медленнее текущих темпов роста.

По данным S&P, индекс PMI в обрабатывающей промышленности России в сентябре 2024 года впервые с апреля 2022 года [опустился](#) на отрицательную территорию; в секторе услуг индекс PMI в сентябре упал до 50,5 с 52,3 в августе, а композитный индекс PMI в России составил 49,4 в сентябре, заметно [снизившись](#) с 52,1 в августе, что свидетельствует о возобновлении спада деловой активности в частном секторе.

Согласно «Резюме обсуждения ключевой ставки», «экономический рост замедлился во II квартале 2024 года по сравнению с I кварталом 2024 года. Согласно высокочастотным данным и опросам, экономический рост продолжил замедляться в июле-августе. В экономике появились признаки замедления потребительской и инвестиционной активности. В сентябре индекс делового климата Банка России снизился по оценкам текущего спроса и выпуска».

По [прогнозам](#) Министерства экономики РФ, 2025 год принесёт резкое сокращение производства в обрабатывающих отраслях: с 7% роста в 2024 году до всего 2,9% в 2025 году. Это включает снижение темпов роста в отраслях обрабатывающей промышленности, связанных с военным делом — «готовые металлические изделия» (оружие и боеприпасы), «прочие транспортные средства» (боевые машины, боевые танки, самолеты), «электроника и оптика».

На этом фоне Центробанк всё сильнее [опасается](#) вхождения российской экономики в стагфляционный сценарий: «действительно, наблюдаются признаки охлаждения внутреннего спроса, однако инфляционное давление не ослабевает», — говорится в «Резюме обсуждения ключевой ставки» на заседании совета директоров ЦБ РФ 13 сентября 2024 года. Риск стагфляционного сценария был напрямую упомянут главой ЦБ Эльвирой Набиуллиной во время пресс-конференции по процентной ставке 26 июля.

## Проект федерального бюджета на 2025 год: бюджет дефицита

Правительство России [опубликовало](#) проект федерального бюджета на 2025-2027 годы, внесённый в Государственную думу. Вот несколько основных выводов.

Во-первых, большая часть комментариев в СМИ была посвящена

увеличению военных расходов на 2025 год. Но хоть они и выросли до очередного рекордного уровня в 13,5 трлн в год, следует отметить и резкое замедление темпов их роста. Если в 2024 году они увеличились на 68% по сравнению с 2023 годом, а в 2022-2023 годах — на 35-40% по сравнению с предыдущим годом, то в 2025 году планируется увеличить военные расходы [всего на 26%](#), что является самым низким показателем с начала полномасштабного вторжения в Украину. С поправкой на официальную инфляцию это означает увеличение чуть более чем на 15% в реальном выражении — не так уж и много по сравнению с насущными потребностями в расходах, возникающими во всех связанных с военным делом сферах: производстве оружия и боеприпасов, снабжении армии, выплате зарплат военнослужащим (более подробно мы рассказывали об этих проблемах в предыдущих материалах).

Столь скромная индексация военных расходов — ещё один признак дефицита средств, с которым сталкивается российское правительство. По прогнозам, рост общих федеральных расходов в 2025 году составит всего 5,2% в годовом исчислении, что резко ниже 22-процентного роста расходов в 2024 году, и правительство [планирует удержать](#) дефицит федерального бюджета в пределах 1,2 трлн рублей, или 0,5% ВВП. Это будет очень серьёзное ужесточение расходов и дефицита по сравнению с предыдущими годами войны.

Однако с начала полномасштабного вторжения в Украину в 2022 году российское правительство крайне неудовлетворительно выполняет свои обязательства по контролю за бюджетными расходами и дефицитом. Принимая бюджет на следующий год, правительство всегда обещает поддерживать умеренный дефицит бюджета, но в реальности дефицит федерального бюджета всегда значительно превышает планы, неизменно [оказываясь](#) выше 3 трлн руб. в год. То же самое произойдёт и в 2024 году: фактический дефицит бюджета составит 3,3 трлн руб., [превысив](#) первоначально запланированный показатель (1,6 трлн) более чем в два раза. Учитывая отсутствие доступа к международным финансовым рынкам и инвестициям (что усиливает призыв к федеральному правительству тратить больше денег на поддержание экономики и продолжение войны), а также охлаждение экономики, которое неизбежно приведёт к сокращению базы налоговых поступлений, маловероятно, что российское правительство сможет держать расходы под контролем, как и в 2022-2024 годах.

Прогнозируемый дефицит бюджета на 2024 год (3,3 трлн руб.) — это 64 % от [остатка](#) ликвидных средств в Фонде национального благосостояния (ФНБ) России (5,3 трлн руб.). Если значительная часть оставшихся в ФНБ средств будет потрачена на финансирование

бюджетного дефицита, [как в предыдущие годы](#), Россия начнёт 2025 год с опасно низкими денежными резервами. В сентябре Центральный банк [признал](#), что исчерпание ликвидной части ФНБ в 2025 году является возможным сценарием.

На фоне растущего дефицита бюджета правительство России планирует резко — на 1,2 трлн руб., или на 16% — [сократить](#) федеральные расходы на социальную политику (в основном это бюджетные дотации в Пенсионный фонд).

Второй по значимости рост расходов в ближайшие годы — после роста военных расходов — будет связан с обслуживанием федерального долга. Из-за ухудшения экономической ситуации, высокой инфляции и высоких процентных ставок стоимость заимствований для российского правительства резко возрастает (см. ниже), что приводит к резкому росту расходов на обслуживание долга, которые, как ожидается, увеличатся с 1,5 трлн руб., или менее 5% от общих расходов федерального бюджета, в 2023 году до более 3 трлн руб., или около 8% от общих расходов федерального бюджета, в 2024 году. Упомянутые выше материалы проекта федерального бюджета показывают, что по сравнению с предвоенным 2021 годом расходы на обслуживание федерального долга выросли на 275%, уступая лишь росту военных расходов (400%).

## Продолжающийся кризис федерального долга

Рост инфляции и процентных ставок, а также общая экономическая неопределённость продолжают толкать вверх доходность российских государственных облигаций, серьёзно ограничивая возможности России по решению бюджетных проблем за счёт внутренних заимствований (из-за западных санкций российское правительство не имеет доступа к международным финансовым рынкам). В начале октября доходность 10-летних государственных облигаций России (ОФЗ) [достигла](#) рекордной отметки в 16,7%, в то время как в начале 2024 года она составляла 11-12%. После этого Министерство финансов РФ приостановило аукционы по размещению облигаций ОФЗ с фиксированной ставкой, пытаясь хотя бы временно предотвратить дальнейший рост доходности ОФЗ.

Индекс государственных облигаций России (RGBI), отражающий доверие инвесторов к способности правительства обслуживать свои долговые обязательства, находится вблизи исторических минимумов, опустившись ниже отметки 100 в начале октября 2024 года впервые с марта 2022 года (на самом деле было лишь несколько коротких периодов в феврале 2009 и марте 2022 года, когда индекс RGBI был ниже 100 — он торговался выше 100 почти всё время с момента его

введения в конце 2002 года).

Хотя федеральный долг как таковой относительно невелик и составляет 17% ВВП, расходы на его обслуживание стремительно растут, как показано выше. Это снижает способность российского правительства привлекать внутренние займы для покрытия дефицита бюджетных расходов: в III квартале 2024 года Минфин России [смог](#) выполнить квартальный план внутренних заимствований только на 45%, а выполнение годового плана заимствований на 2024 год под серьёзным риском.

## Замораживание платежей в Китае

Китай стал главным торговым партнёром России с начала полномасштабного вторжения России в Украину, поскольку торговля с Западом рухнула. Россия получает из Китая большую часть жизненно важных технологий и комплектующих для своей обрабатывающей промышленности, то есть импорт из Китая жизненно важен для поддержания работы российского экономического двигателя. Однако в 2024 году китайско-российская торговля сильно затруднена из-за замораживания экспортно-импортных платежей, вызванного угрозой введения западных вторичных санкций, и массового отказа китайских банков и компаний работать с российскими контрагентами из-за угрозы введения вторичных санкций (мы писали об этом в наших предыдущих материалах). По [данным](#) китайской таможни, российский импорт из Китая по итогам 8 месяцев 2024 года вырос всего на 0,4% в годовом исчислении (в 2023 году — в 1,5 раза). Столь значительное замедление импорта жизненно важных для российского производственного сектора компонентов неизбежно будет способствовать дальнейшему замедлению экономики.

Экономические отношения между Россией и Китаем на протяжении 2024 года не демонстрировали видимого прогресса: не было подписано ни одной новой крупной энергетической сделки (в том числе по газопроводу «Сила Сибири-2», по участию в котором Китай так и не подтвердил публично свою заинтересованность), СМИ [сообщали](#), что китайское правительство настоятельно рекомендует своим автопроизводителям не инвестировать в новые заводы в России, российские экспортёры [угля](#) и [стали](#) сталкиваются с серьёзными проблемами из-за китайских импортных тарифов на российский уголь и сокращения китайского спроса, вызванного замедлением экономического роста.

## Влияние на способность Путина вести войну в Украине

Вышеперечисленные обстоятельства серьезно снижают способность Путина продолжать войну против Украины в долгосрочной перспективе:

- Рекордный дефицит рабочей силы откладывает возможность очередной волны обязательной мобилизации уже более чем на два года.
- Скудность бюджета позволяет увеличить военные расходы лишь на 15-16% в реальном, скорректированном на инфляцию выражении, что явно недостаточно для решения серьёзных проблем недофинансирования военной промышленности, системы снабжения армии, денежного довольствия военнослужащих, о чём более подробно рассказывается в нашей [августовской справке](#).
- Высокие темпы инфляции вызывают необходимость дальнейшего увеличения военных расходов сверх того уровня, который правительство может себе сейчас позволить.
- Выпуск продукции в военной промышленности серьёзно замедляется из-за недостатка финансирования и доступа к технологиям, а также снижения способности строить новые производственные линии.

## Выводы

Хотя у России ещё есть ресурсы для продолжения войны против Украины, её экономическая ситуация резко ухудшается. Экономика охлаждается, инфляция выходит из-под контроля, а усилия Центробанка по её снижению с помощью жёсткой денежно-кредитной политики пока не принесли положительных результатов. Ожидается, что высокие процентные ставки сохранятся в течение длительного времени, препятствуя экономическому росту. Ещё одним фактором, сдерживающим восстановление экономики, является повсеместное замораживание экспортно-импортных платежей в отношениях с Китаем и другими странами глобального Юга, вызванное страхом перед вторичными санкциями Запада; сокращение импорта критически важных технологий и компонентов для производства препятствует росту производства. Ограничение предложения, вызванное отсутствием свободных производственных мощностей и рекордным дефицитом рабочей силы, является одним из основных факторов замедления экономического роста и повышения инфляции. Стагфляционный сценарий для российской экономики всё более реален — это признаёт даже ЦБ.

Рост военных расходов на 2025 год, запланированный проектом федерального бюджета, должен быть наименьшим с начала полномасштабного вторжения на Украину: всего 26%, или 15-16% в реальном выражении с поправкой на инфляцию. Это отражает резкое сокращение финансовых резервов России, а также трудности с привлечением долгового финансирования из-за стремительно растущей доходности государственных облигаций.

Если санкционное давление Запада на Россию сохранится и усилится в ближайшие месяцы, то в 2025 году Владимиру Путину будет очень трудно продолжать военные действия в Украине на нынешнем уровне интенсивности, учитывая нарастающие экономические проблемы и растущую нехватку средств.