

статья

# ОБЗОР РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ И САНКЦИЙ: ОКТАБРЬ-НОЯБРЬ 2024 ГОДА

Между инфляцией и стагфляцией,  
лоббисты против банкиров,  
необходимость контроля санкций

Владимир Милов

В октябре и начале ноября 2024 года основные негативные тенденции в российской экономике усилились, делая весьма реальным обсуждаемый сценарий стагфляции:

Инфляция продолжала расти, бросая вызов жёсткой денежно-кредитной политике Центрального банка и повышению ключевой процентной ставки;

В то же время высокие ставки продолжают охлаждать российскую экономику;

Промышленное лобби давит на Центральный банк, стараясь заставить его снизить процентные ставки. Если правительство Путина уступит требованиям и смягчит денежно-кредитную политику, это с большой вероятностью негативно скажется на макроэкономической стабильности;

С другой стороны, если ЦБ продолжит нынешнюю политику, экономический рост в России может сойти на нет;

Сценарий стагфляции для российской экономики ещё недавно казался фантастикой, а теперь открыто обсуждается в правительственных кругах.

Но несколько факторов могут потенциально ослабить негативные тенденции:

Избрание Дональда Трампа 47-м президентом США уже вызвало рост на российском рынке акций и государственных облигаций;

Улучшилась ситуация с экспортно-импортными расчётами с Китаем, возобновился рост импорта китайских товаров. Россия и Китай адаптировались к прежним вызовам, возникшим из-за рисков вторичных западных санкций.

# Дискуссия о ставке

25 октября ставка ЦБ выросла до 21%, тем не менее инфляция продолжает расти. С 5 по 11 ноября она<sup>1</sup> выросла на 0,3% — мы видели такой скачок только в июле, когда случилось плановое повышение тарифов на коммунальные услуги). Месячная инфляция в октябре составила 0,75% по отношению к предыдущему месяцу, по сравнению с 0,2% в августе и 0,48 в сентябре<sup>2</sup>; всего за 11 дней ноября инфляция составила 0,42% по отношению к предыдущему месяцу. Годовая инфляция на последнюю зафиксированную дату (11 ноября) составила 8,56%.

Ключевая ставка повышается уже более 15 месяцев, с конца июля 2023 года. Только за последние три с половиной месяца она была повышена на 5 п.п., с 16% в конце июля до 21% в начале ноября, — но рост цен на это, похоже, никак не реагирует.

6 ноября ЦБ опубликовал<sup>3</sup> резюме обсуждения ключевой процентной ставки, состоявшегося на заседании правления банка 25 октября. Основные выводы:

Инфляционное давление усиливается, большинство индикаторов устойчивой инфляции приблизились к максимальным значениям 2024 года, инфляция превышает прогнозы ЦБ;

Основной драйвер инфляции — высокий спрос, который не подкрепляется адекватным ростом производства (отставание производства — это прямой результат в том числе западных санкций, мы говорили об этом в октябрьском брифе<sup>4</sup>);

Неожиданное увеличение расходов федерального бюджета на 1,5 трлн рублей в IV квартале 2024 года стало значительным проинфляционным фактором;

Экономический рост заметно замедляется;

Нехватка рабочей силы на рекордно высоком уровне и является ключевым фактором, сдерживающим выпуск продукции;

Большинство членов совета ЦБ согласились с тем, что отказ от повышения ключевой ставки в декабре возможен только в случае серьёзного замедления инфляции, но «пока к этому мало предпосылок, риски смещены в сторону проинфляционных»;

Траектория ключевой ставки на 2025-2026 годы повышена: в 2025 году она ожидается в диапазоне 17,0-20,0% годовых, в 2026 году — 12,0-13,0% годовых.



Photo: cbr.ru

За последний месяц дефицит рабочей силы в России, вызванный войной, обновил<sup>5</sup> очередной исторический рекорд, ЦБ не видит<sup>6</sup> «никаких просветов» на российском рынке труда.

<sup>5</sup> [moscowtimes.ru/2024/10/16/tsentrobank-zafiksiroval-novii-rekord-defitsita-rabotnikov](https://moscowtimes.ru/2024/10/16/tsentrobank-zafiksiroval-novii-rekord-defitsita-rabotnikov)

<sup>6</sup> [interfax.ru/business/990592](https://interfax.ru/business/990592)

ЦБ не отступает от своих попыток подавить инфляцию повышением процентных ставок, обещая почти наверняка снова повысить ключевую ставку на следующем заседании совета директоров 20 декабря, «если не произойдёт существенного замедления инфляции». Так как в конце октября и начале ноября инфляция заметно ускорилась, вероятность такого сценария ничтожна.

В то же время высокопоставленные лоббисты усилили давление на ЦБ, стремясь заставить его отказаться от повышения ставки. В конце октября Сергей Чемезов, генеральный директор «Ростеха» (основного российского производителя вооружений, поставляющего до 80% оружия на поле боя в Украине), на пленарном заседании Совета Федерации открыто призвал к скорейшему прекращению жёсткой денежно-кредитной политики, угрожая<sup>7</sup> банкротством «большинства» военных предприятий и значительным сокращением экспорта вооружений. Промышленники остро<sup>8</sup> критикуют ЦБ на различных форумах (например, на недавнем Российском экономическом форуме в Челябинске), пугая массовым закрытием предприятий и сокращением инвестпрограмм. Российский союз промышленников и предпринимателей открыто призвал<sup>9</sup> к законодательным изменениям, направленным на снижение независимости ЦБ, и введение кабинета в процесс принятия решений по денежно-кредитной политике.



Сергей Чемезов

Photo: Press Service of the Federation Council

<sup>7</sup> [tass.ru/ekonomika/22197217](https://tass.ru/ekonomika/22197217)

<sup>8</sup> [vedomosti.ru/economics/articles/2024/11/08/1073702](https://vedomosti.ru/economics/articles/2024/11/08/1073702)

<sup>9</sup> [vedomosti.ru/economics/articles/2024/11/13/1074633](https://vedomosti.ru/economics/articles/2024/11/13/1074633)

За лоббистами последовала тяжелая макроэкономическая артиллерия: в середине ноября российский Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП) опубликовал доклад «О рисках стагфляции в российской экономике»<sup>10</sup>, где пишет, в частности, что «текущий высокий уровень ключевой ставки и обозначенные Центробанком перспективы её дальнейшего повышения создали риск экономического спада и обвала инвестиций в ближайшем будущем». ЦМАКП — пожалуй, самый влиятельный центр макроэкономического анализа в РФ: он был основан в 1990-х годах нынешним министром обороны Андреем Белоусовым, который до перехода в правительство несколько лет был главным экономистом Путина; глава ЦМАКП — брат Белоусова Дмитрий. Неофициальное название ЦМАКП — «центр Белоусова», его услуги широко используются российским правительством для макроэкономического прогнозирования.



Андрей Белоусов

Фото: РБК

Разговоры о стагфляционном сценарии стали новой нормой в официальной российской общественной дискуссии об экономике. Даже основные оппоненты в дискуссии о денежно-кредитной политике — Сергей Чемезов и Эльвира Набиуллина — в недавних выступлениях открыто говорили о реальной возможности стагфляционного сценария.

---

<sup>10</sup> [forecast.ru/\\_ARCHIVE/Analitics/DB/112024inflation.pdf](https://forecast.ru/_ARCHIVE/Analitics/DB/112024inflation.pdf)

А стагфляционный отчёт ЦМАКП официально перевёл обсуждение стагфляционного сценария из публичной риторики в плоскость макроэкономического прогнозирования (при этом некоторые западные СМИ продолжают говорить, что российская экономика хорошо себя чувствует в условиях санкций).

Обе стороны по-своему правы:

Высокая ставка ЦБ действительно сдерживает экономический рост, инвестиции и приводит к стагфляции или рецессии;

Смягчение монетарной политики ЦБ действительно приведёт к скачку инфляции.

И никто открыто не говорит о «слоне в комнате» — о войне России против Украины: именно она привела к изоляции России от инвестиций и технологий и экстремальному росту военных расходов — ключевой причине нынешней инфляции. Критика путинской войны не допускается в коридорах власти. Однако без прекращения войны и международной изоляции России, а также без резкого сокращения текущих военных расходов российская инфляция не исчезнет, что бы ни происходило с денежной политикой ЦБ.

В долгосрочной перспективе ЦБ вряд ли выдержит давление лоббистов, и жёсткая денежно-кредитная политика будет смягчена: Путин вряд ли допустит массовое вымирание промышленных предприятий из-за непомерно высоких процентных ставок.

С другой стороны, даже если Центробанку удастся снизить инфляцию путём повышения ставок (что маловероятно, поскольку инфляция вызвана не монетарной политикой, а другими проблемами, например, большими военными расходами), — массового притока инвестиций, стимулирующего экономический рост, не будет.

ЦБ банк де-факто признаёт это, предлагая вялый прогноз экономического роста: на 2025 год базовый сценарий банка прогнозирует рост ВВП всего на 0,5-1,5%. Но если лоббисты победят и ЦБ будет вынужден смягчить политику, инфляция может выйти из-под контроля, как и предупреждает его глава Эльвира Набиуллина.



Эльвира Набиуллина

Photo: cbr.ru

Таким образом, для Путина сейчас нет ни одного хорошего экономического сценария: либо стагфляция или рецессия, вызванная жёсткой политикой Центробанка, либо взлёт инфляции после смягчения этой политики. Единственный выход — прекращение войны и международной изоляции России — пока не просматривается.

# Замедление экономического роста

По данным Росстата, рост ВВП России в III квартале 2024 года замедлился<sup>11</sup> до 3,1% в годовом исчислении — по сравнению с 4,1% во II квартале и 5,4% в I квартале 2024 года соответственно. Замедление продолжилось и в IV квартале 2024 года. О замедлении экономической активности в октябре 2024 года сообщили и Центробанк<sup>12</sup>, и Минэкономразвития<sup>13</sup>. На 2025 год базовый сценарий ЦБ прогнозирует рост ВВП на уровне 0,5-1,5% (см. выше); этот прогноз может быть пересмотрен в сторону понижения на заседании совета директоров банка 20 декабря.

При нынешних тенденциях повернуть экономический спад вспять очень сложно: то, что высокие процентные ставки служат ключевым препятствием для инвестиций, официально признаётся в макроэкономическом анализе, например, в упомянутом выше отчёте ЦМАКП о стагфляции.

---

<sup>11</sup> [rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vvp\\_13-11-2024](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vvp_13-11-2024)

<sup>12</sup> [kommersant.ru/doc/7295454](https://kommersant.ru/doc/7295454)

<sup>13</sup> [interfax.ru/business/988365](https://interfax.ru/business/988365)

# Положение с бюджетом

В начале октября правительство России объявило<sup>14</sup> о масштабном увеличении дефицита федерального бюджета на 2024 год почти вдвое, с первоначально запланированных 1,6 трлн до 3,3 трлн рублей. Помимо роста военных расходов, скачку федеральных трат способствовало повышение ставки ЦБ. Министр финансов РФ Антон Силуанов называет<sup>15</sup> субсидирование ипотеки и других кредитов, наряду с расходами на войну, ключевыми факторами роста федеральных расходов и дефицита. Неожиданный рост расходов бюджета стал одним из основных проинфляционных факторов, добавляет ЦБ.

Большинство средств на дополнительные расходы планируется выделить в декабре 2024 года и профинансировать за счёт финансовых резервов Фонда национального благосостояния (ФНБ). Сколько точно денег останется в ФНБ после этого, станет ясно к середине января 2025 года. Ожидается, что он будет в основном исчерпан.



**Anton Siluanov**  
Minister of Finance of the Russian Federation

Photo: TASS

---

<sup>14</sup> [interfax.ru/business/984433](https://interfax.ru/business/984433)

<sup>15</sup> [kommersant.ru/doc/7295454](https://kommersant.ru/doc/7295454)

Но у правительства нет других источников для заполнения бюджетного дефицита. Нефть Urals в сентябре-октябре торговалась чуть выше \$60 за баррель, а бюджет на 2024 и 2025 годы был свёрстан исходя из средней экспортной цены на нефть в \$70.

Заимствования — не вариант покрытия дефицита бюджета на фоне высоких процентных ставок: в январе-октябре 2024 года правительство РФ потратило на обслуживание долга почти столько же средств, сколько заняло на рынке через облигации ОФЗ; с учётом погашения основного долга чистые поступления в федеральный бюджет от заимствований составили минус 1,3 трлн рублей (то есть на погашение и обслуживание долга потрачено на 1,3 трлн рублей больше, чем получилось привлечь через размещение облигаций ОФЗ).

# Надвигающийся кризис недвижимости

Новость последних месяцев — финансовые трудности российских застройщиков, которые потенциально могут привести к полномасштабному кризису в сфере недвижимости. Благодаря субсидированию ипотечных ставок (которые, как говорилось выше, ложатся тяжелым бременем на федеральный бюджет) спрос на жильё в последние годы сильно вырос, но закрытие государственной программы субсидированной ипотеки после 1 июля 2024 года привело к падению<sup>16</sup> цен и спроса. Российские застройщики, сделавшие ставку на продолжение программы льготной ипотеки, оказались обременены долгами и непроданным жильём, к середине 2024 года в новостройках России осталось непроданным<sup>17</sup> почти 80 кв. м, или 67% от всего нового жилья.



Фото: Константин Кокошкин, Коммерсантъ

Для девелоперов настали тяжёлые времена. ГК «Самолёт», крупнейший российский девелопер, в III квартале 2024 года столкнулся с операционными убытками и, имея большие долги, находится в зоне риска из-за растущих процентных ставок.

<sup>16</sup> [realty.rbc.ru/news/672495d79a794783f96369f5](https://realty.rbc.ru/news/672495d79a794783f96369f5)

<sup>17</sup> [realty.rbc.ru/news/668148da9a7947527e9e0758](https://realty.rbc.ru/news/668148da9a7947527e9e0758)

Акции «Самолёта» потеряли<sup>18</sup> 2/3 цены с начала года на фоне публикации финансовых результатов за III квартал и выхода основных акционеров, что указывало на плохие перспективы компании. Второй по величине российский девелопер ГК ПИК также потерял около половины стоимости акций с первой половины 2024 года; компания должна опубликовать финансовые результаты за III квартал до конца ноября, после этого мы сможем лучше судить о том, стал ли кризис среди российских девелоперов системным. Шансы, что так оно и есть, велики, и это сильно повлияет на российские банки, поскольку застройщики были одними из самых активных заёмщиков. Заместитель председателя правительства РФ Марат Хуснуллин признал<sup>19</sup>, что банкротство некоторых застройщиков «возможно».

---

<sup>18</sup> [forbes.ru/biznes/524673](https://forbes.ru/biznes/524673)

<sup>19</sup> [lenta.ru/news/2024/11/13/v-rossii-dopustili-bankrotstvo-zastroyschikov](https://lenta.ru/news/2024/11/13/v-rossii-dopustili-bankrotstvo-zastroyschikov)

# Платёжный кризис с Китаем частично разрешён

Много говорилось о проблемах с экспортно-импортными платежами в торговле с Китаем: китайские банки и фирмы осторожничали с российскими контрагентами из-за риска введения вторичных санкций США. Судя по всему, проблема постепенно решается. Ключевой показатель здесь — динамика импорта товаров из Китая: в марте-апреле 2024 года, когда платёжный кризис достиг наивысшей точки, он сократился на 13-14% в годовом исчислении, а после летних колебаний снова вырос<sup>20</sup>: на 17,3% в годовом исчислении в сентябре и целых 26,5% в октябре. Это, конечно, не 47% годового роста импорта из Китая в 2023 году, но динамика свидетельствует, что худшее в российско-китайском платёжном кризисе позади и страны нашли модели, позволяющие избежать рисков попадания под вторичные санкции.

Оживление китайского импорта способствует возобновлению снижения курса рубля. Это плохая новость с точки зрения инфляции, но в то же время может послужить существенным толчком для роста российского производства за счёт импорта китайских промтоваров и технологий, отсутствие которых способствовало разрыву спроса и предложения и высокой инфляции.

Западу необходимо регулярно вводить новые санкции против китайских физических и юридических лиц: провалы или паузы в этой работе могут привести к быстрому восстановлению китайско-российской торговли, которое мы наблюдаем сегодня.

---

<sup>20</sup> [vedomosti.ru/economics/news/2024/11/07/1073465](https://vedomosti.ru/economics/news/2024/11/07/1073465)

# Возможные последствия президентства Трампа

Российские рынки с оптимизмом восприняли избрание Дональда Трампа 47-м президентом США, надеясь на возможное ослабление санкций. Индекс ММВБ, потерявший с мая почти 30%, с 6 ноября вырос почти на 10% (но затем остановился). Индекс государственных облигаций России (RGBI), который в конце октября упал до исторически низкого уровня чуть выше 96 пунктов (летом 2022 года он торговался в районе 140 пунктов), вновь поднялся выше 100 пунктов на фоне переизбрания Трампа. Это позволило Минфину 13 ноября провести<sup>21</sup> один из самых успешных аукционов по размещению государственных облигаций.

Долгосрочные последствия президентства Трампа для российской экономики пока трудно оценить. Постоянный мониторинг соблюдения санкций и их обхода (как в случае с торговлей России с Китаем) крайне важен. Необходимо сосредоточить усилия всех соответствующих американских ведомств (Управление по контролю за иностранными активами, Бюро промышленности и безопасности) на отслеживании российских схем обхода санкций и постоянном принятии соответствующих мер против новых схем и игроков, участвующих в обходе санкций.

Пауза в работе по предотвращению уклонения от санкций — не говоря уже о сокращении персонала, который задействован в этой работе, — серьёзно снизит их эффективность. Россия может серьёзно выиграть даже не от отмены каких-либо санкций администрацией Трампа (в этом вопросе пока нет никакой ясности), а просто от снижения эффективности работы той части правительства США, которая отвечает за санкционную политику. Неэффективный контроль за соблюдением санкций и несвоевременное регулярное введение новых санкций против уклонистов в некоторой степени равносильны отмене части санкций против России.

---

<sup>21</sup> [interfax.ru/business/992518](https://interfax.ru/business/992518)

# Влияние на способность Путина вести войну в Украине

Описанные выше тенденции снижают способность Путина продолжать войну против Украины в долгосрочной перспективе:

Выпуск продукции, включая военную, серьёзно сдерживается санкциями и непомерно высокими процентными ставками;

Противостояние ЦБ и промышленных лоббистов по вопросам денежно-кредитной политики чревато либо стагфляцией/реcessionей, либо гиперинфляцией, что также негативно скажется на российской промышленности, в том числе военной;

Рекордный дефицит рабочей силы откладывает возможность очередной волны обязательной мобилизации;

Правительственный бюджет почти исчерпан — это станет ясно в начале января 2025 года, когда будут опубликованы данные об истощении ФНБ.

## Выводы

У Путина ещё есть ресурсы для продолжения войны, но в октябре-ноябре 2024 года ухудшение экономической ситуации ускорилось. Сценарий стагфляции для российской экономики теперь официально обсуждается в коридорах власти. Усилия ЦБ по усмирению инфляции с помощью жёсткой денежно-кредитной политики и процентных ставок до сих пор не привели к результату и, скорее всего, не приведут: инфляция в значительной степени вызвана факторами, не зависящими от ЦБ, такими как огромные военные расходы и разрыв выпуска, из-за которого дополнительные бюджетные средства стимулируют рост цен, а не создание стоимости.

С другой стороны, повышение ключевой ставки замедляет экономику, что чревато сокращением инвестиций и деловой активности, в том числе и в военных отраслях. Это уже вызвало острую публичную дискуссию между главой «Ростеха» Сергеем Чемезовым и руководством ЦБ. Ситуация чревата либо масштабным сокращением промышленности (если ЦБ победит в споре и сохранит высокую ставку), либо выходом инфляции из-под контроля (если победят промышленные лоббисты и смягчат политику ЦБ) в 2025 году. Ни тот, ни другой сценарий не устраивает Путина.

Поддержание давления западных санкций против России становится в этой ситуации абсолютно критичным. Если санкции будут хоть немного ослаблены, их применение затормозится или ухудшится, Путин получит передышку. Если же санкции будут сохранены и усилены, то в 2025 году Путин столкнется со всё более сложной экономической ситуацией, что резко снизит его способность продолжать полномасштабные военные действия против Украины.

# За чем стоит следить в ближайшем будущем

Чтобы понять динамику развития российской экономики, в ближайшее время важно следить за несколькими моментами:

Заседание совета директоров ЦБ 20 декабря, на котором предположительно будет принято решение об очередном повышении ключевой ставки;

Продолжение дебатов по монетарной политике между Центральным банком и влиятельными промышленными лоббистами, настаивающими на развороте текущей политики и снижении ставки;

Извлечение денежных средств из ФНБ в декабре 2024 года с целью финансирования дефицита федерального бюджета, вероятно, приведёт к сокращению размера ФНБ до исторического минимума.



[thinktank.4freerussia.org](http://thinktank.4freerussia.org)