

О факторах роста российской экономики в 2023-2024 гг.

В целом, результаты экономического развития в последние два года выглядят впечатляюще. Несмотря на системные экономические санкции, мобилизационное напряжение в условиях СВО и избыточно жесткую денежно-кредитную политику ЦБ (весь период ключевая ставка находилась на высоком положительном уровне), прирост ВВП в 2023 г. составил 3.6%, в 2024 г. – 4.1%. Инвестиции возрастали на 9.8% и 8.6% (по оценке Росстата за январь-сентябрь), соответственно, потребление населения – на 7.7% и 6.5% (оценка за январь-ноябрь на основе данных Росстата за январь-сентябрь, см. Таблица 1).

Таблица 1 – Динамика основных макроэкономических показателей в 2022-2024 гг.

	2022	2023	2024*
Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)	11.9	7.4	9.5
Валовой внутренний продукт	-1.2	3.6	4.1
Промышленное производство	0.7	4.1	4.3
Инвестиции в основной капитал	6.7	9.8	8.6
Реальные располагаемые денежные доходы	4.5	5.8	8.6
Начисленная среднемесячная заработная плата	0.3	8.2	8.9
Оборот розничной торговли	-6.5	8.0	7.4
Платные услуги населению	5.0	6.9	3.4

* Инвестиции в основной капитал, реальные располагаемые доходы населения – по данным за январь-сентябрь;

Промышленное производство, Оборот розничной торговли, Платные услуги населению – по данным за январь-ноябрь;

Начисленная среднемесячная заработная плата – по данным за январь-октябрь.

С точки зрения баланса факторов роста посткризисный период российская экономика прошла несколько фаз, различающихся как балансом факторов роста, так и степенью напряженности со стороны «физических» (мощности, занятые) и финансовых ограничений.

Стадия посткризисного восстановления (первое полугодие 2023 г.)

В 2023 г. экономика, в целом, вошла на «двойном разогреве», который продолжался, в разных сферах, до второго квартала. Интенсивно росли как инвестиции в основной капитал¹ (первый квартал: +0.2%, второй: +2.0% в среднем за месяц, сезонность устранена), так и потребление населения (см. Рисунок 1). Динамика последнего основывалась, в значительной мере, на интенсивном расширении потребительского кредитования и, разумеется, на сочетании повышения реальной заработной платы с ростом занятости.

При этом, только со второго квартала расширение потребления населения (в обычное время – основного драйвера экономического роста) стало значимым фактором экономического роста в целом.

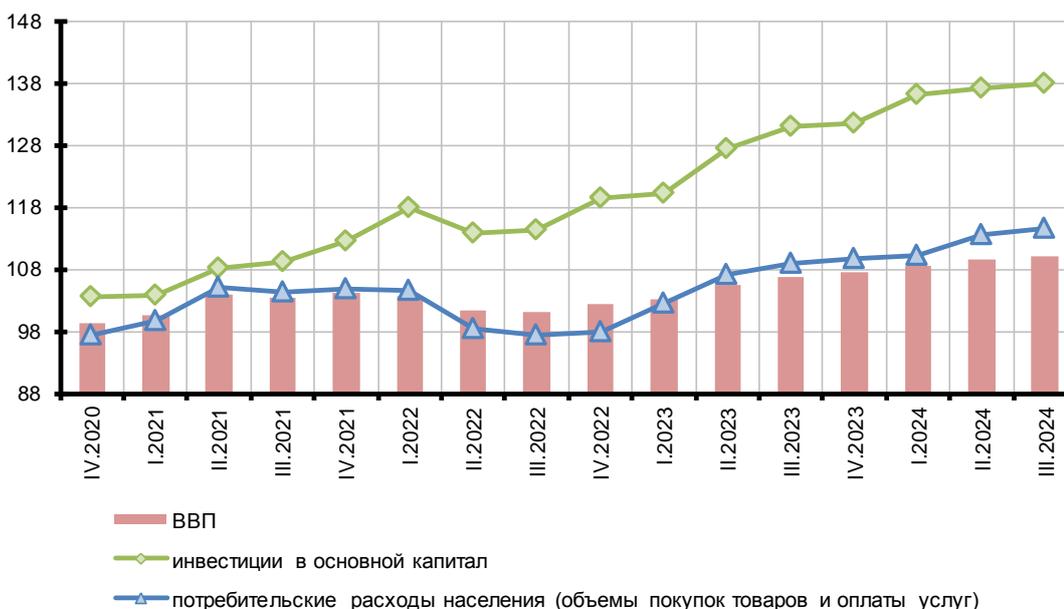


Рисунок 1. ВВП, инвестиции в основной капитал и потребительские расходы населения к среднегодовому уровню 2019 г. (со снятой сезонностью, %)

На фоне довольно интенсивного восстановления внутреннего рынка (что означает, отметим, и рост спроса на импорт), в этот период не удалось полностью решить проблему с другим важным драйвером экономического роста²: так и не была достигнута устойчивая стабилизация (и, тем более, не произошел переход к

¹ Включая и строительство, и вложения в производственный аппарат

² Как непосредственно, так и косвенно, через создание общеэкономических условий для роста других компонентов (например, инвестиций).

росту) экспорта товаров. Максимум, чего удалось достичь – недолгой стабилизации его физического объёма (заметим, после существенного падения в 2022 г.)³. При этом, стоимостной объём экспорта имел, в целом, довольно выраженную тенденцию к снижению (как из-за «санкционной маржи», так и под действием ценового фактора на мировых рынках).

Импорт был очень неустойчив, но, в целом рос вслед за общим объёмом рынков, и по физическому объёму, и по стоимости.

В итоге, сальдо торгового баланса к середине года оказалось на очень низком уровне (см. Рисунок 2), что означало отсутствие фундаментального «запаса прочности» для обменного курса, к тому же просматривается среднесрочная тенденция снижению экспортно-импортного сальдо.

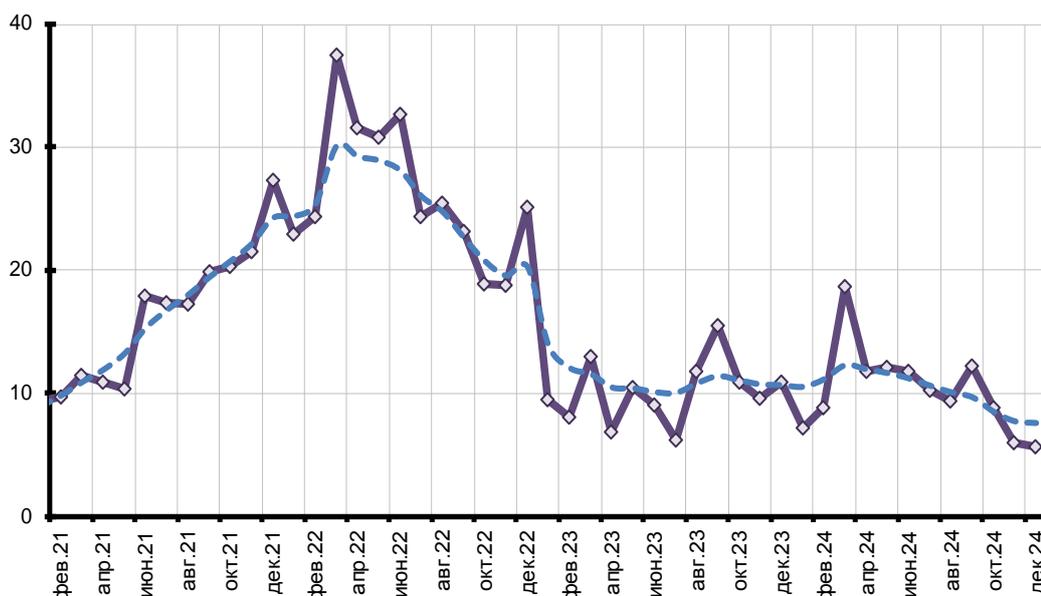


Рисунок 2. Сальдо торгового баланса (млрд. долл.)⁴

Ослабление рубля и скачок ключевой ставки привели этот этап – этап интенсивной адаптации – к завершению (см. ниже).

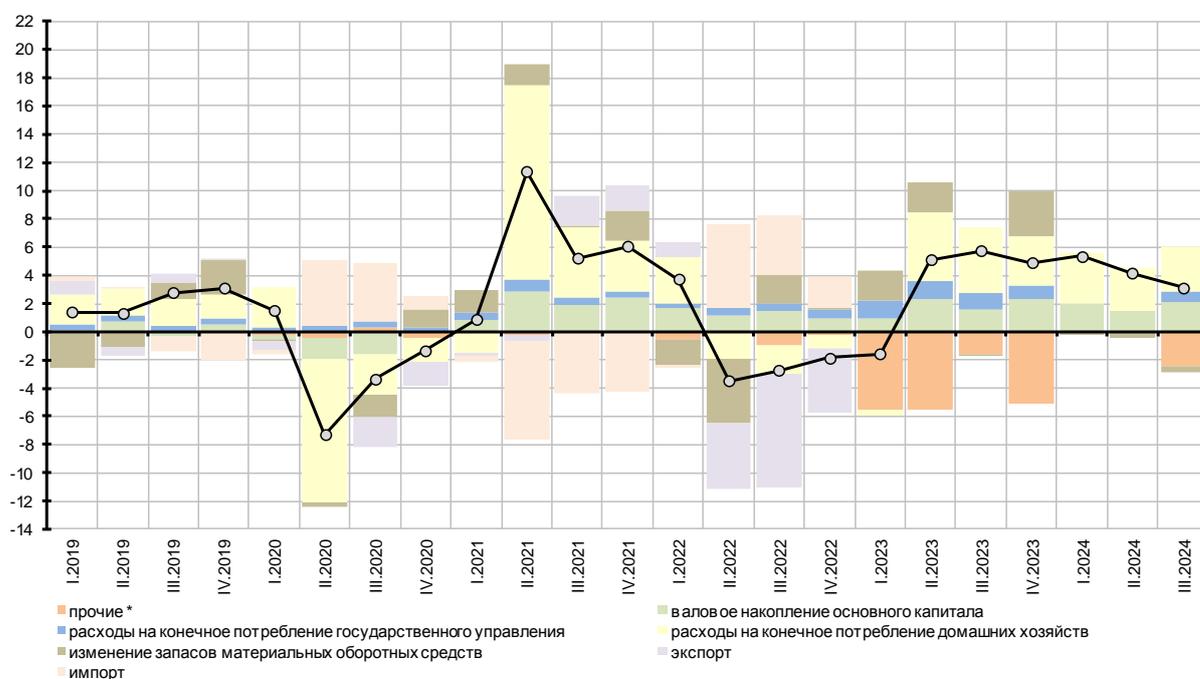
Обращает на себя внимание довольно быстрое восстановление традиционной для российской экономики структуры вкладов основных факторов в экономический рост (см. Рисунок 3).

³ В принципе, на такую стабилизацию внешнеторговой / платежной логики в условиях системных санкций, по практике других стран, нужно порядка 3-5 лет

⁴ Декабрь 2024 г. – оценка Банка России.

Со второго квартала, несмотря на все очевидные проблемы, структура факторов роста (в годовом выражении) вернулась к устойчивой структуре, характерной для прошлых лет с преобладающим (порядка 2/3 совокупного прироста или более) вкладом потребления домохозяйств, умеренным, но значимым вкладом накопления основного капитала (порядка 20% прироста) и отрицательным вкладом чистого экспорта⁵.

При этом, расходы на конечное потребление госучреждений (все еще) были важным фактором ускорения экономической динамики, что довольно естественно в ситуации сочетания проведения СВО и интенсивных антикризисных мероприятий.



* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка, с I кв. 2023 г. включает также чистый экспорт

Рисунок 3. Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)

⁵ Картину сильно «зашумляла» динамика прироста запасов материальных оборотных средств: в четвёртом квартале (об особенностях этого периода - см. ниже) на фоне роста процентных ставок компании стали яростно приобретать запасы.

Как уже отмечалось, особенностью данного периода был интенсивный восстановительный рост инвестиций в основной капитал.

Он базировался, прежде всего, на расширении объёма работ в строительстве (собственно поддержка строительной деятельности на государственном и муниципальном уровнях и была важнейшим инструментом стимулирования выхода экономики из кризиса).

В то же время, к концу периода наметилось и определённая активизация инвестиций в машины и оборудование – правда, лишь отчасти компенсировавшая их глубокий провал в кризисном 2022 г.

Инфляция, в свою очередь, была (ещё) на умеренном уровне (первый квартал: +0.56%, второй: +0.35%, в среднем за месяц). Это отчасти было связано с дезинфляционными процессами на внутреннем рынке (переход к более «бюджетным» потребительским корзинам, поставки «небрендовых» товаров без соответствующей наценки и т.д.).

В целом, можно сказать, что экономика в этот период (несмотря на явные и постепенно нарастающие проблемы) находилась в «счастлимом углу»: динамика экономического роста существенно опережала уровень инфляции (на рисунке 4 зона «низкоинфляционного роста»: ниже и правее серой пунктирной линии).

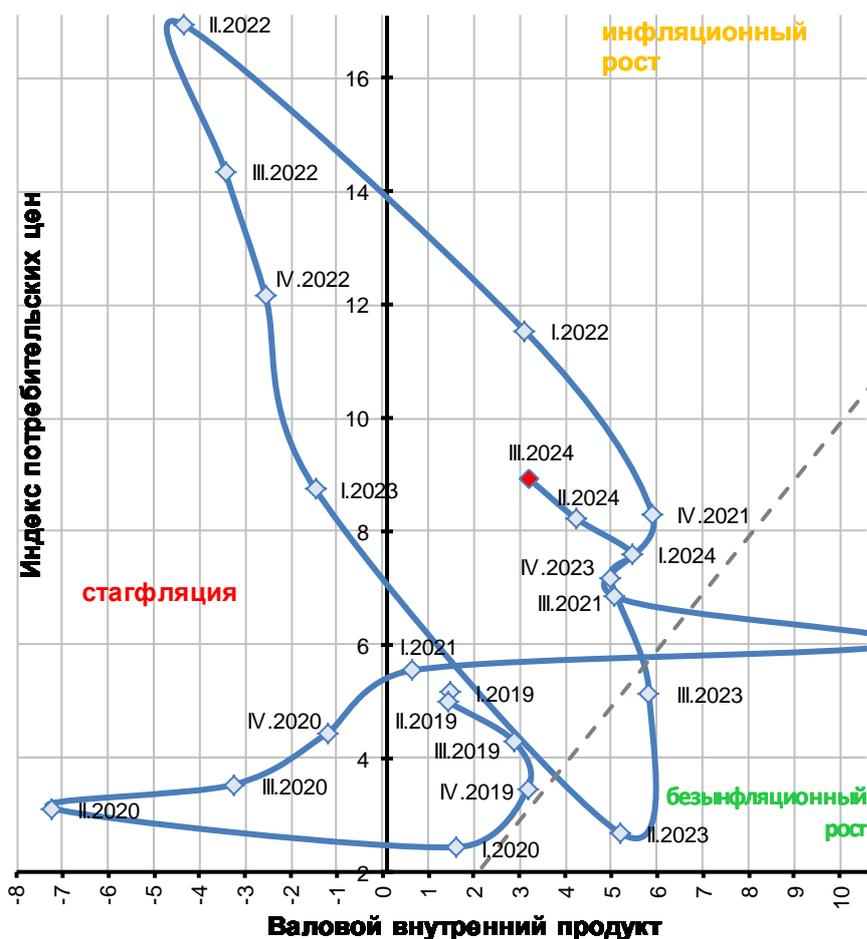


Рисунок 4. Динамика инфляции и экономического роста, квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %)

Это позволило, в свою очередь, практически без значимых инфляционных последствий насыщать экономику деньгами (что, в принципе, «при прочих равных условиях» означает улучшение условий и для текущей оперативной деятельности, и для инвестиций). Доля «максимально расширенной» денежной массы M2X в ВВП быстро восстанавливалась и к середине года почти вышла на уровень начала-середины 2021 г., тем самым компенсировав шоковое падение 2022 г. (см. Рисунок 5).

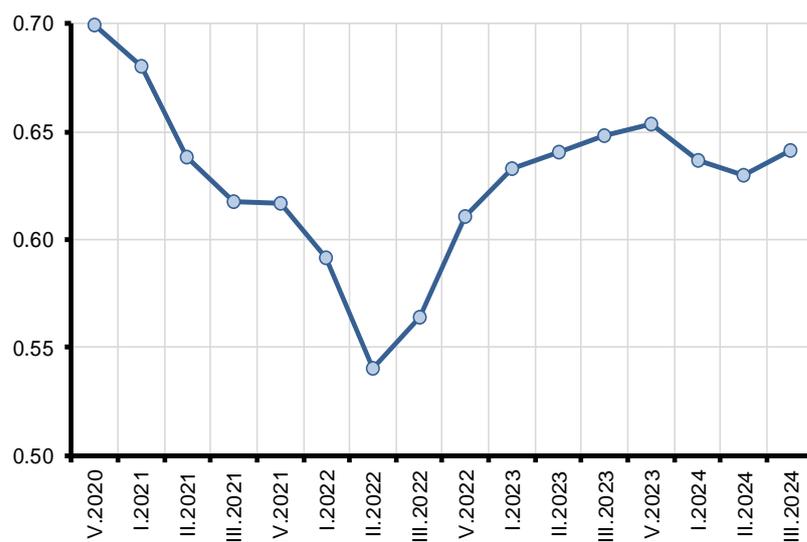


Рисунок 5. Соотношение денежной массы М2Х и скользящего ВВП за год, % ВВП

Фаза замедленного инфляционного роста (второе полугодие 2023 – первое полугодие 2024 гг.)

Следующая, существенно более сложная фаза развития экономики началась во втором полугодии 2023 г.

Ее начало ознаменовалось сочетанием нескольких негативных факторов, значимость которых постепенно, но неуклонно накапливалась всю вторую половину 2022 и первую – 2023 гг.:

- усиление ограничений и по трудовым ресурсам, которые вышли на первый план по данным опросов менеджеров компаний, и по загрузке мощностей в ряде отраслей экономики (включая инфраструктурные);

- сохранение проблемы с платежным балансом, главным образом с экспортом товаров (так, несмотря на успехи на отдельных рынках и направлениях, добиться расширения экспорта в условиях высокого санкционного давления пока не удалось), вызвавшие цикл ослабления рубля;

- рост инфляции (в среднем за месяц третий квартал 2023 г.: +0.59%, четвертый квартал 2023 г.: +0.89%, первый квартал 2024 г.: +0.64%).

Сочетание факторов (наряду с разбалансировкой торгового баланса), в свою очередь, подтолкнуло Банк России к принятию решения о ступенчатом повышении процентных ставок. С учетом указанного выше негативного фона, данное решение сыграло роль «триггера»⁶. Темпы роста инвестиций в основной капитал (особенно наиболее ценная их часть – вложения в машины и оборудование) начали тормозиться. В итоге в третьем квартале 2023 г. среднемесячный приток инвестиций составил всего 0.9%, в четвёртом – прироста не было вообще.

В начале 2024 г., правда, произошел короткий, не получивший продолжения, скачок инвестиций (в среднем за месяц первый квартал: +1.2%, второй: +0.3%, сезонность устранена, см. рисунок б).

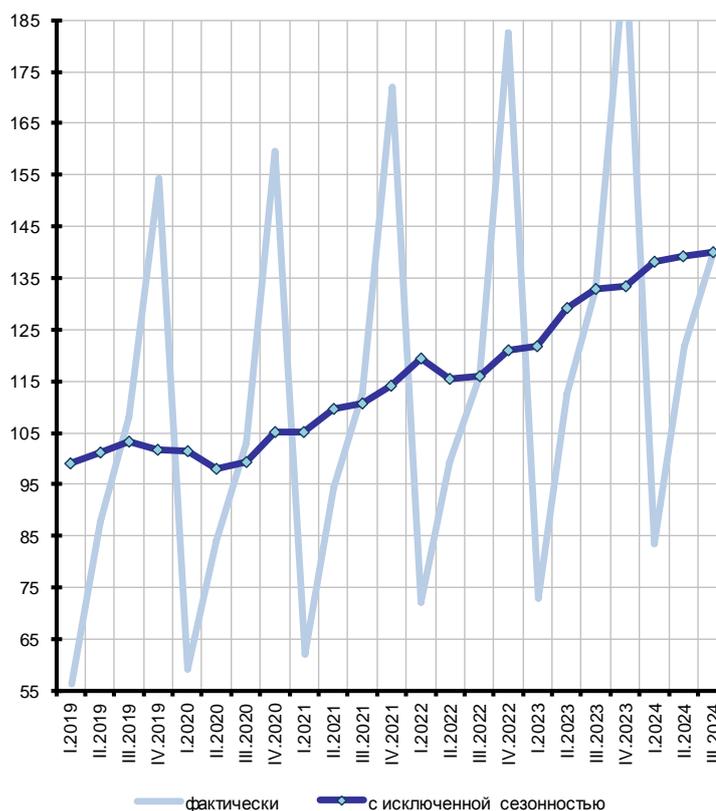


Рисунок 6. Инвестиции в основной капитал (% к среднеквартальному значению 2018 г.)

⁶ Нельзя не отметить, что с точки зрения стабилизации курса более выгодным было бы сочетание *кратковременного* повышения ставки (как сигнала для рынка) с быстрым «отыгрыванием» назад, с более ранним введением обязательной продажи валютной выручки для отдельных крупнейших компаний (введена Указом Президента России № 771 от 11 октября).

При этом, уже с конца 2023 г. начал останавливаться рост в строительстве. Отчасти это, по всей вероятности, стало результатом завершения цикла работ по строительству инфраструктуры и восстановлению жилья на вновь присоединённых территориях, переходу Бака России к политике высоких процентных ставок и других факторов.

В итоге, рост объёма строительных работ стал неустойчивым и медленным. В третьем квартале 2023 г. среднемесячный прирост в строительстве составил 0.3%, в четвёртом 0.7%, в первом квартале 2024 г. – -0.8%, во втором: +0.3% (сезонность устранена, см. рисунок 7)

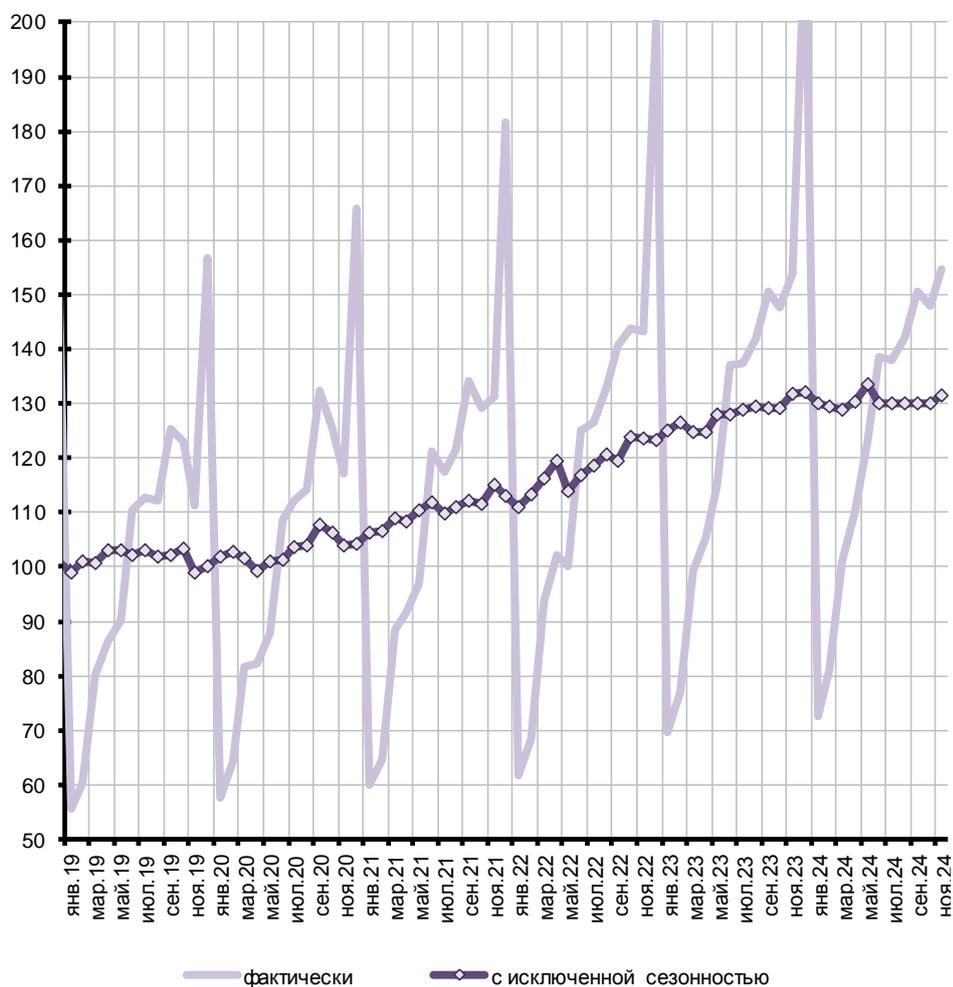


Рисунок 7. Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

В итоге, в структуре экономического роста однозначно доминирующим фактором (практически как в еще «доковидном» 2019 г.) стало потребление населения.

Потребление поддерживалось ростом реальной заработной платы (результат дефицита трудовых ресурсов на рынке и «лидирующего эффекта» от повышения выплат участникам СВО и занятым в трудодефицитных отраслях промышленности). В итоге, реальные располагаемые доходы населения в третьем квартале 2023 г. возросли на 1.4%, в четвертом – на 3.6%, в первом квартале 2024 г. – на 1.9%, во втором – на 2.4% (сезонность устранена)

Другим фактором стало, начиная с конца 2023 г., неустойчивое «предкризисное» расширение потребления в преддверии ожидавшихся циклов повышения процентных ставок (публично озвученные намерения повышать ставку и дальше стали важной ошибкой проводимой процентной политики) и обменного курса, в логике «тратить сегодня, завтра условия будут (ещё) хуже»⁷.

Уровень инфляции, в свою очередь, пройдя минимум весной 2023 г. (2.3% год к году – что свидетельствовало о явном дефиците спроса) стал быстро повышаться, вплоть до 8.6% в июне 2024.

Тем самым, российская экономика оказалась в зоне «инфляционного роста» - уровень инфляции стал всё сильнее превышать экономический рост.

Фаза глубокого торможения (второе полугодие 2024 гг. и начало 2025 г.)

Триггером для перехода к этой, «околостагнационной» фазе стали:

- серия повышений ключевой ставки (26.07: с 16% до 18%, +2 п.п.; 13.09: до 19%, + 1 п.п.; 25.10: до 21%, +2 п.п.⁸);

⁷ В этой же логике, вплоть до второй половины прошлого года, происходил неожиданный для Банка России ускоренный рост потребительских и инвестиционных кредитов.

⁸ Отметим, что июльское повышение стало реакцией на скачок инфляции, связанный с индексацией регулируемых тарифов – фактором, полностью лежащим вне влияния процентной политики.

- ужесточение условий ипотечного кредитования, окончательно «загнавшее» в стагнацию строительство (и, косвенно, негативно повлиявшее на приобретение мебели и товаров домашнего обихода);

- скачок инфляции в июле-августе (уже в июле инфляция вышла на уровень 9.1% – и дальше лишь медленно ползла вверх), отчасти связанный с индексацией регулируемых тарифов – и который закономерно (в рамках официальной политики Банка России) сопровождается повышением процентных ставок, слабо влияющим на инфляцию⁹, но ведущим к глубокому «охлаждению» кредитного рынка, дестимулированию инвестиционной и, шире, бизнес-активности.

Со II квартала рост инвестиций в основной капитал существенно замедлился (I кв.: +3.5%, II кв.: +0.8%, III кв.: +0.6% к предшествующему кварталу, сезонность устранена). При этом, в структуре инвестиций росли в основном не самые ценные компоненты: инвестиции в нежилые здания и сооружения, прочие активы.

При этом объём предложения инвестиционных ресурсов растёт очень слабо (см. рисунок 8), а строительной деятельности – «стоит».

⁹ Особенно, с учётом эффекта «переноса ставок в цены» на целом ряде рынков, включая социально-чувствительные продовольственные (молочное производство, птицеводство, тепличные хозяйство, рыболовство и др.).

Отметим также, что сами по себе выплаты процентов являются, в качестве платы населением за пользование услугами коммерческих банков, компонентом инфляции – хотя и, в силу небольшого веса, как правило, малозначимым. В качестве такового они периодически отражаются в сводках Росстата об инфляции за соответствующий месяц. Так, например, в ноябрьской 2024 г.: «...изменилась стоимость: пользования потребительским кредитом +3,5%» https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/191_11-12-2024.html

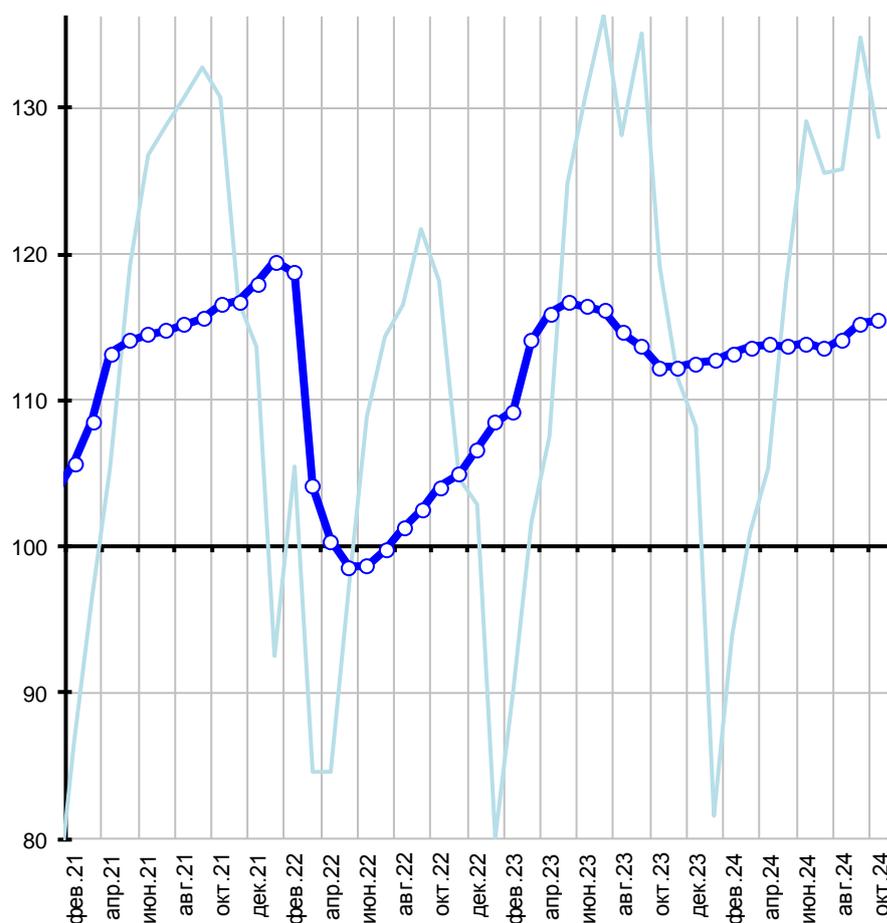


Рисунок 8. Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров), среднеемесячное значение 2019 г. = 100

Есть три важных системных ограничителя, определяющих саму возможность формирования полноценного инвестиционного цикла:

- высокий уровень неопределенности, сочетающийся с довольно высоким уровнем процентных ставок (устойчиво в положительной области). Сочетание риск/доходность стимулирует бизнес скорее держать средства на счетах, чем инвестировать их;

- не преодолен (хотя ситуация и улучшается в последнее время) физический дефицит инвестиционных ресурсов – поступающего из недружественных стран производственного оборудования, отдельных видов сырья и компонентов. По опыту зарубежных стран, на преодоление последствий пресечения каналов поставок бизнесу (в синергии с государственными органами), требуется порядка 2-3 лет;

- постепенное сжатие объема основного собственного финансового ресурса для частных инвестиций – валовой прибыли. Уже в нескольких отраслях уровень доходности по безрисковым инструментам (ОФЗ) заметно выше чем рентабельность активов / доходность инвестиций.

Одновременно возникли признаки исчерпания готовности компаний к дальнейшему ускоренному повышению затрат на труд – занятости и оплаты труда.

Давление оплаты труда на добавленную стоимость медленно, но уверенно растёт (см. рисунки 9а, 9б). При этом, если в целом по экономике этот рост имеет ограниченный характер, то в обрабатывающих отраслях соответствующая нагрузка вышла на исторический максимум.

Среди лидеров – обрабатывающие производства (результат острой конкуренции за квалифицированный труд), сектор ИКТ (традиционный лидер в «зарплатоёмкости», плюс эффект от скачка спроса на импортозамещение) и строительство (в последней доля ФОТ в ВДС отрасли стабилизировалась, но на беспрецедентно высоком уровне).



Рисунок 9а, 9б. Соотношение фонда оплаты труда и валовой добавленной стоимости (%)

С одной стороны, уровень безработицы в октябре-ноябре снизился до рекордно низких 2.3% (после 2.6% во II кв. и 2.4% в III кв.). С другой – спрос на рабочие места (численность занятых + вакансии) стагнирует уже пять месяцев (см. рисунок 10). Стабилизация ограничивающего действия обеспеченности кадрами подтверждается и результатами опросов предприятий.

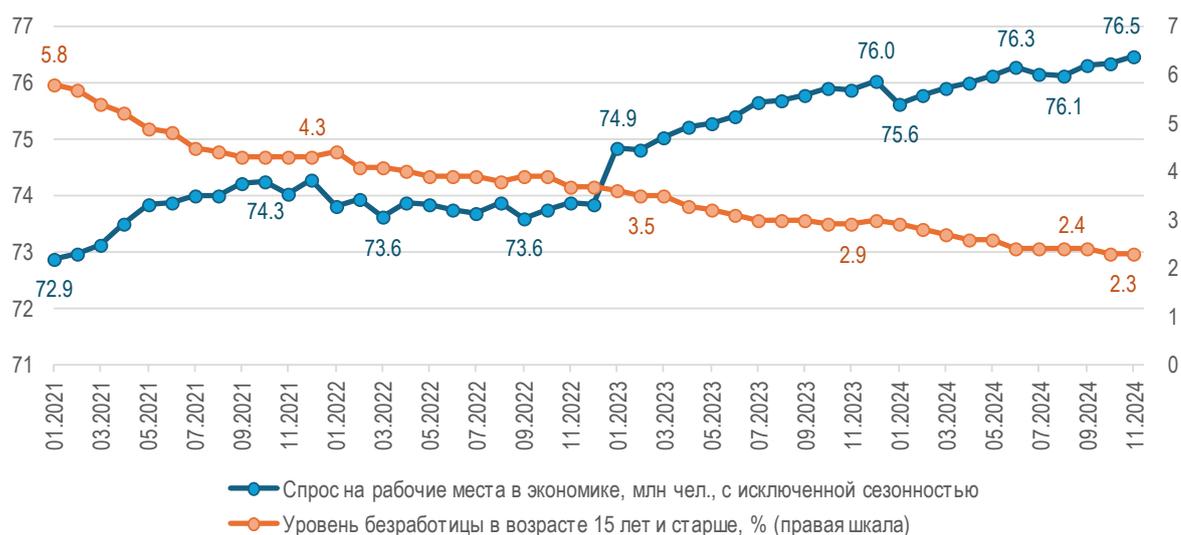


Рисунок 10. Спрос на рабочую силу (занятость + вакансии) и уровень безработицы

Сохраняется медленный рост реальной заработной платы (II кв.: 0.0%, III кв.: +0.5% в среднем за месяц, октябрь: +0.6%, ноябрь: +0.1%, сезонность устранена). Основным фактором роста выступает сохраняющийся дефицит (квалифицированного) труда. При этом давление оплаты труда на доходы компаний медленно, но уверенно растёт, что и ведёт к торможению заработной платы. Среди лидеров – обрабатывающие производства и сектор ИКТ (результат острой конкуренции за высококвалифицированный труд).

В потреблении населения наблюдается стагнация (III кв.: +0.3% в среднем за месяц, октябрь-ноябрь: +0.1%, сезонность устранена¹⁰, см. рисунок 11), вполне естественному в условиях торможения роста доходов и «дорогого» потребительского кредита.

Поступательно увеличивается лишь потребление продовольствия (вероятно – работает «эффект Гиффена» роста спроса на жизненно важные товары при повышении цен на них из-за структурных сдвигов).

¹⁰ Сентябрьский рост продаж непродовольственных товаров был обусловлен чисто ситуативными факторами (ожиданиями повышения цен из-за утилизационного сбора и роста ставок по потребительским кредитам) и, соответственно, развития не получил.

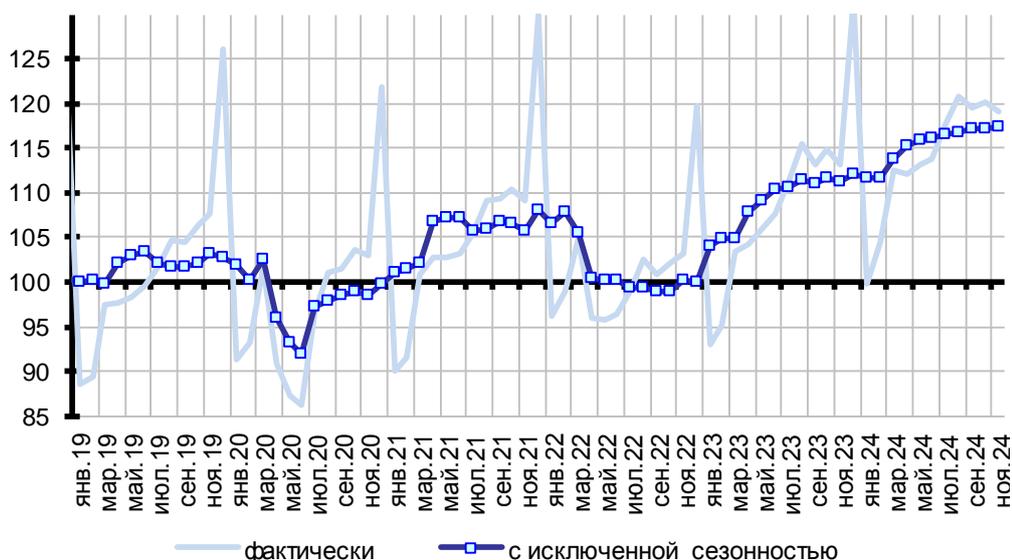


Рисунок 11. Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)

Одновременно, отчасти в результате действия новых санкций (и рисков для стран и компаний-партнёров России вторичных санкций), отчасти из-за ограничений ОПЕК, стал быстро снижаться стоимостной объём экспорта товаров (см. рисунок 12).

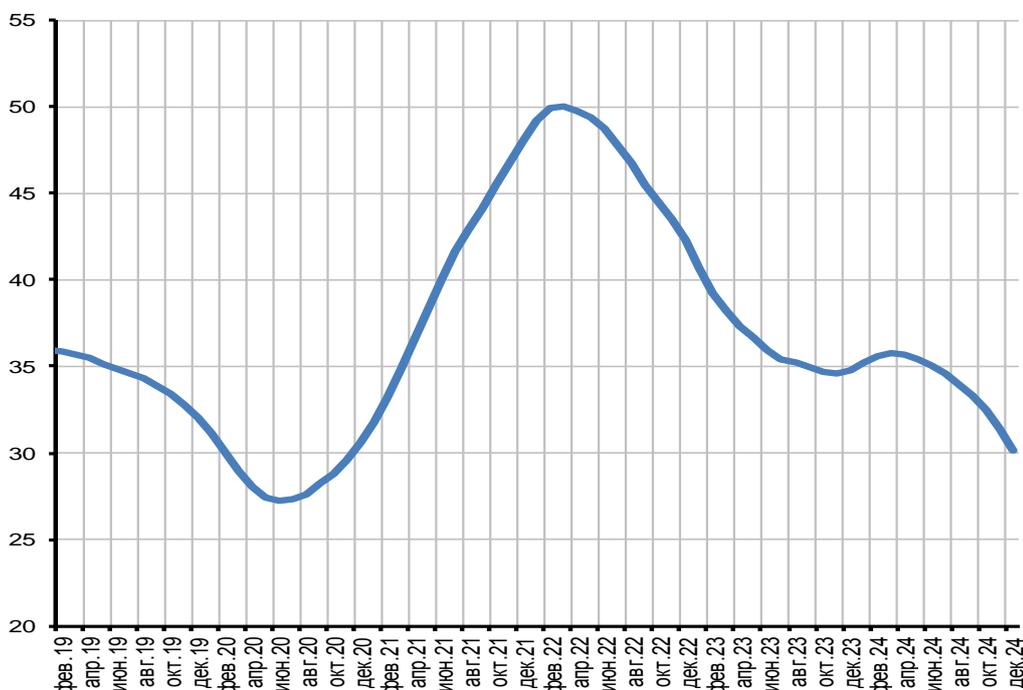


Рисунок 12. Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)

Параллельно снижается также объём импорта – как по стоимости, так и в постоянных ценах (см. рисунок 13). Это – почти неизбежный результат

сочетания стагнации внутренних рынков и ослабления рубля, ведущего к ускоренному удорожанию импорта.

Надо отметить, что прирост импорта имеет сейчас амбивалентный, неоднозначный характер: с одной стороны, формально, «счётно», расширение импорта автоматически означает вычет из экономического роста (а снижение – дополнительный импульс). С другой стороны, импорт комплектующих, сырья, ряда видов готовой продукции (электроника!) обеспечивает саму возможность развития в соответствующих секторах. Кроме того, потребительский импорт ведёт к насыщению соответствующих рынков, что содействует сдерживанию инфляции (дополнительный фактор - через развитие конкуренции на соответствующих рынках).

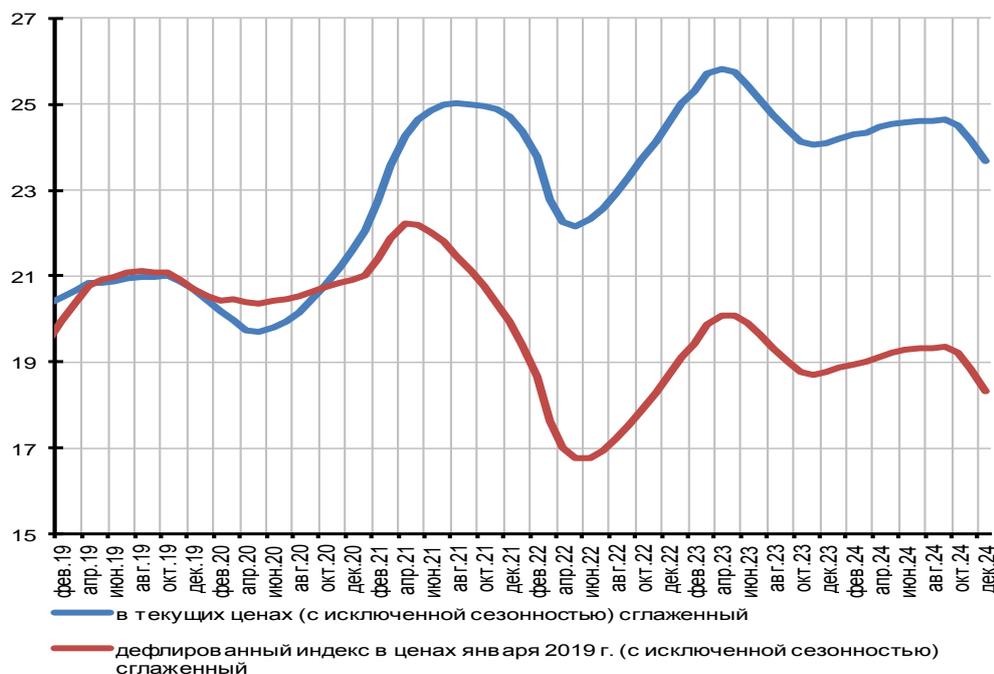


Рисунок 13. Динамика импорта товаров (млрд. долл.; дефлирование выполнено на основе индекса цен производителей промышленных товаров в США)

В итоге, реальная производственная активность в экономике увеличиваться почти перестала. В последнее время прирост добавленной стоимости фиксируется преимущественно в непромышленном секторе

(финансовые услуги¹¹, госуправление). По секторам реального сектора (Агрегат экономической активности¹², АЭА) уже в III квартале рост отсутствовал (см. рисунок 14).

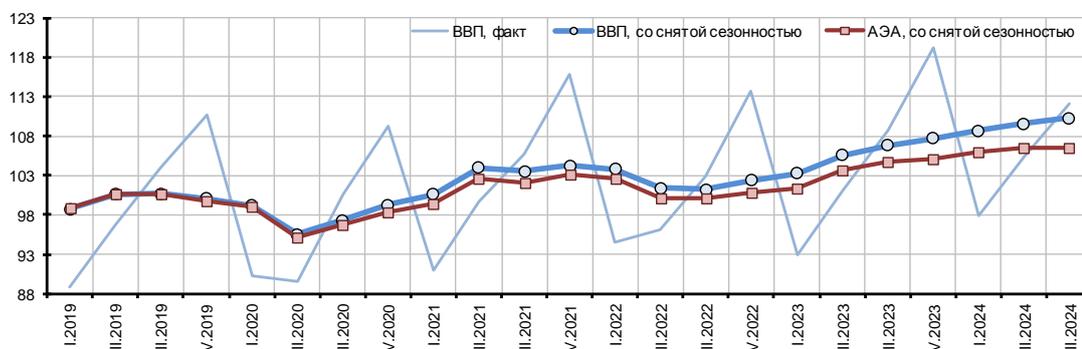


Рисунок 14. ВВП и Агрегат экономической активности (со снятой сезонностью, 2019 г. = 100)

По итогам 2025 г. ожидается прирост ВВП на уровне в 1.5-1.8% (с учётом эффекта базы от роста 2024 г.!), при замедленной из-за высоких процентных ставок динамике инвестиций (1.2-1.5%) и довольно высокой – потребления населения (2.8-3.0%). При этом, ситуация не вполне стабильна – есть риск локальных спадов в середине года, особенно в случае реализации рисков цепочек неплатежей / банкротств.

Дополнительно ситуация может ухудшиться (с потерей порядка 0.3-0.4 проц. пунктов экономического роста) в случае сочетания: реализации новых американских санкций против российской торговли углеводородами; быстрого развертывания добычи углеводородов в США и падения мировых цен на них; повышения ключевой ставки Банка России вслед за ухудшением торгового баланса.

*Материал подготовил
руководитель направления Белоусов Д.Р.*

¹¹ В сфере финансовых услуг рост обусловлен снижением удельных расходов банков на создание резервов под возможные потери. Такой результат будет трудно сохранить, поскольку в условиях ожидаемого ухудшения качества ссуд банкам придется резко увеличить эти расходы.

¹² Агрегат производственной активности в сельском хозяйстве, промышленности, строительстве, розничной торговле, грузовом транспорте, платных услугах населению.