

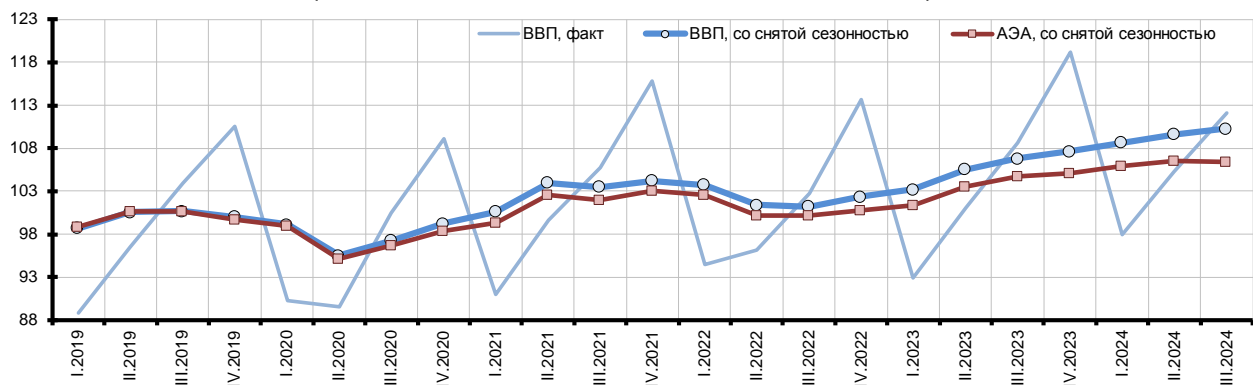
О ситуации в российской экономике

1. Общие экономические итоги завершившегося года впечатляют. Прирост ВВП оценивается в 3.8-4.0%, прирост инвестиций в основной капитал – порядка 7.0%, потребления населения – 6.0%.

Однако, формально, высокие темпы роста ВВП затеяют тот факт, что по сути реальная производственная активность в экономике увеличиваться почти перестала. Такой феномен связан с двумя обстоятельствами.

Во-первых, высокие темпы по итогам года частично связаны с «эффектом базы» – ростом в I полугодии 2023 г. и начале 2024 г. Во-вторых, в последнее время прирост добавленной стоимости фиксируется преимущественно в непроизводственном секторе (финансовые услуги¹, госуправление). По секторам реального сектора (Агрегат экономической активности², АЭА) уже в III квартале рост отсутствовал (см. граф. 1, 2).

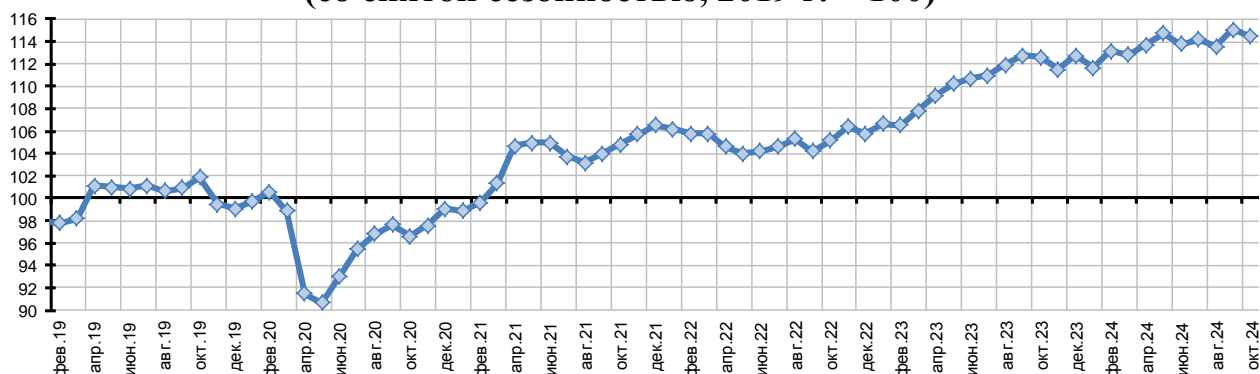
**График 1. ВВП и Агрегат Экономической Активности
(со снятой сезонностью, 2019 г. = 100)**



¹ 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.

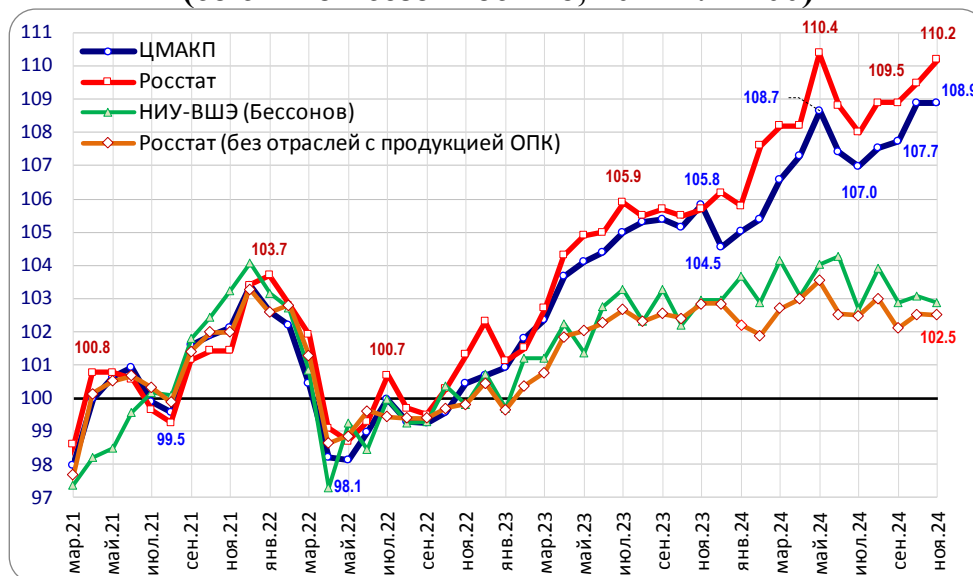
² Агрегат производственной активности в сельском хозяйстве, промышленности, строительстве, розничной торговле, грузовом транспорте, платных услугах населению.

**График 2. Помесячная динамика АЭА
(со снятой сезонностью, 2019 г. = 100)**



2. Промышленность вошла в стагнацию с начала лета. Небольшой рост последних месяцев лишь компенсирует снижение выпуска в июне-июле (График 3). Согласно данным Росстата, в ноябре объем выпуска был на 0.2% ниже майского значения (месяц наибольшего объема выпуска, сезонность устранена). Если же рассмотреть объем промышленного производства без учета секторов с ощутимым присутствием ОПК, следует констатировать, что стагнация наблюдается с середины 2023 г.

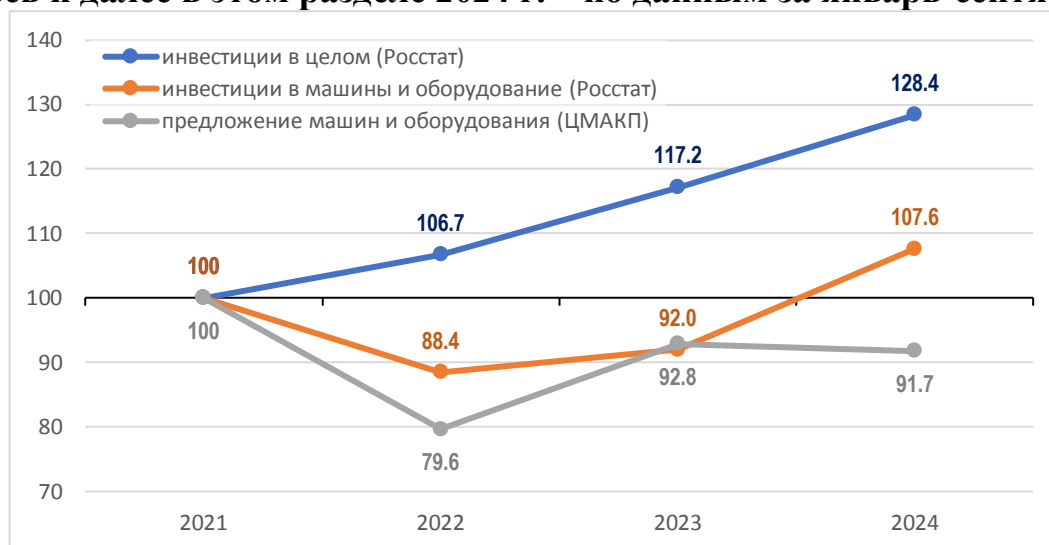
**График 3. Динамика промышленного производства
(со снятой сезонностью, 2021 г. = 100)**



3. Со II квартала рост инвестиций в основной капитал существенно замедлился (I кв.: +3.5%, II кв.: +0.8%, III кв.: +0.6% к предшеств. кварталу, сезонность устранена). При этом общие очень позитивные оценки (117.2% за 2022-2023 гг., 108.6% за январь-сентябрь 2024 г.) не отражают тот факт, что инвестиции в машины и оборудование, и определяющие интенсивность

ввода мощностей, пока лишь восстановились после спада в 2022 г. (График 4). Причем, в 2024 г., по оценке ЦМАКП, расширения предложения машин и оборудования не наблюдалось. Это может свидетельствовать о переоценке роста инвестиций в 2024 г. (за счет недооценки дефлятора по машинам и оборудованию, вероятная причина – недоучет осложнения трансграничных расчетов с поставщиками).

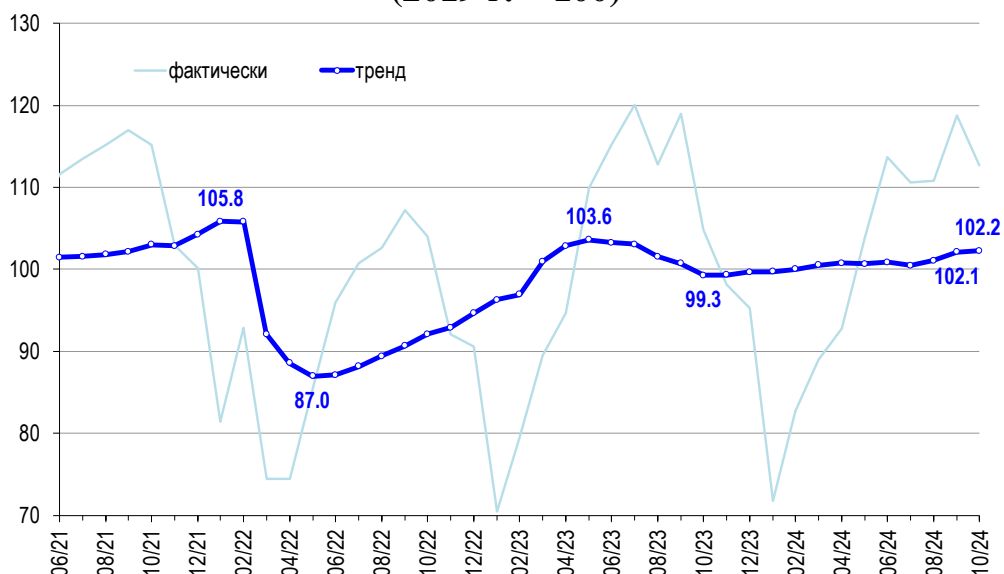
**График 4. Индикаторы инвестиционной активности
(физобъем, 2021=100,
здесь и далее в этом разделе 2024 г. – по данным за январь-сентябрь)**



Очень высокая динамика общего показателя инвестиций в основной капитал связана преимущественно не с реальным обновлением производственного аппарата, а с необходимостью адаптации к возникшим ограничениям. Речь идёт о резком ускорении динамики инвестиций в объекты интеллектуальной собственности (физический объем: +76% за 2022-2024 гг.), в том числе программное обеспечение, нежилые здания и сооружения (+41%) и «прочие виды фондов» (+64%).

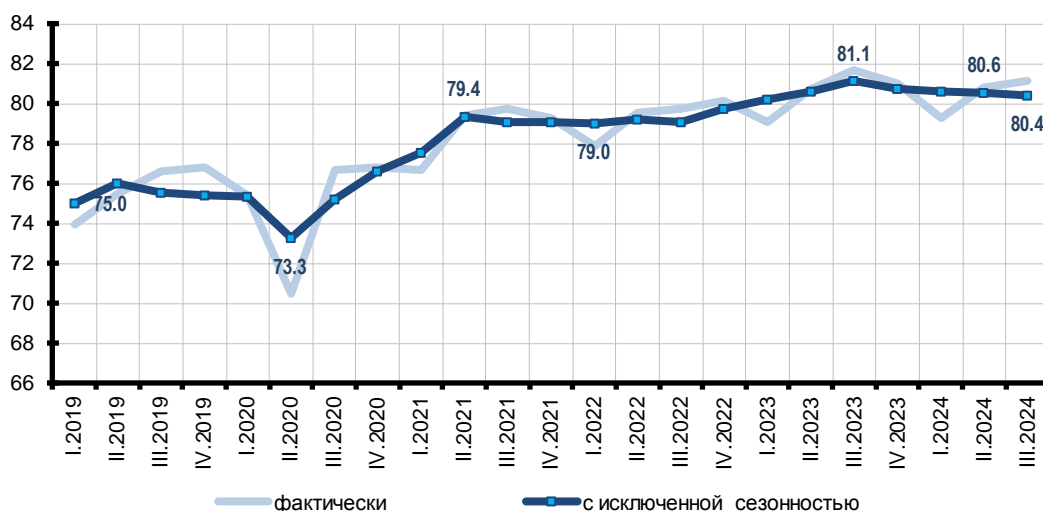
Текущая инвестиционная активность частного бизнеса, судя по косвенным признакам, близка к стагнационной. За январь-октябрь среднемесячный темп прироста предложения инвестиционных товаров в экономике оценивается в 0.3% в месяц, а октябрьский уровень лишь на 2.3% превышает среднемесячное значение 2021 г. (График 5).

**График 5. Индекс предложения инвестиционных товаров
(2019 г. = 100)**



4. Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса (проводит Банк России), в III кв. продолжила очень медленно снижаться, выйдя на отметку около 80% (сезонность устранена, График б). При этом в обрабатывающей промышленности уровень загрузки несколько ниже (75%), что означает наличие заметного резерва до «почти полной загрузки» (82-83%).

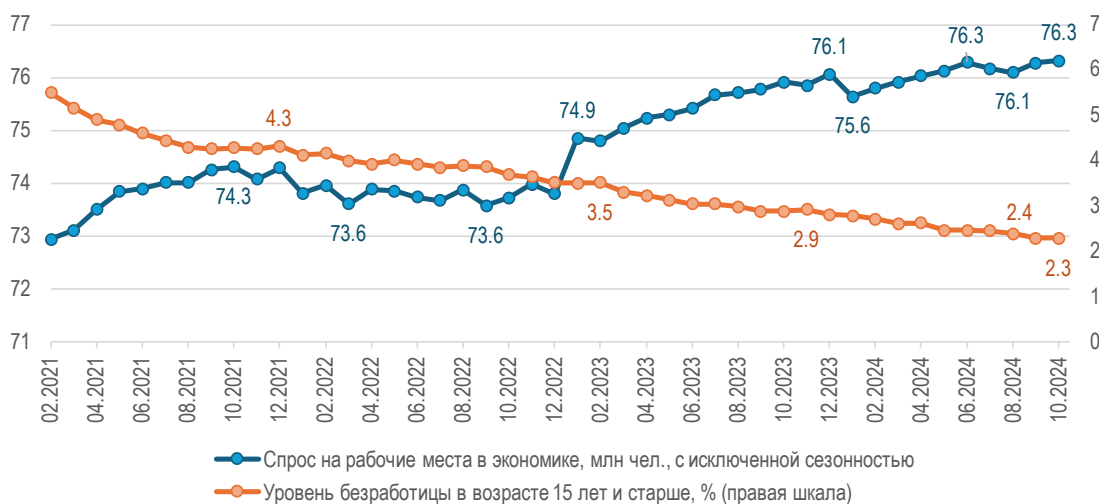
**График 6. Уровень использования производственных мощностей
(в целом по экономике)**



5. На рынке труда ситуация в последние месяцы остается напряженной, хотя острота ситуации – в условиях торможения экономического роста – ослабевает. 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 (График 7). Стабилизация ограничивающего действия обеспеченности кадрами подтверждается и результатами опросов предприятий (График 9).

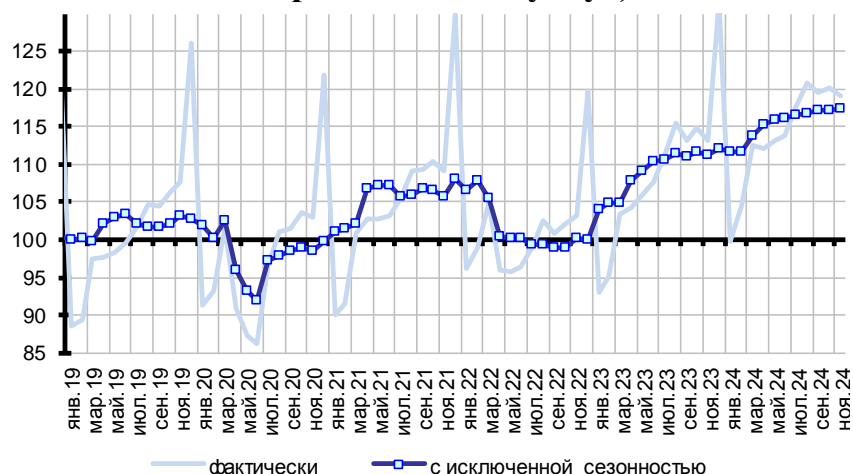
График 7. Спрос на рабочую силу (занятость + вакансии) и уровень безработицы



6. Сохраняется медленный рост реальной заработной платы (I кв.: +0.7% в среднем за месяц, II кв.: 0.0%, III кв.: +0.5%, сезонность устранена). Основным фактором роста выступает сохраняющийся дефицит (квалифицированного) труда. При этом давление оплаты труда на доходы компаний медленно, но уверенно растёт. Среди лидеров – обрабатывающие производства и сектор ИКТ (результат острой конкуренции за высококвалифицированный труд).

7. Потребление населения перешло к стагнации (III кв.: +0.3% в среднем за месяц, октябрь-ноябрь: +0.1%, сезонность устранена, см. График 8). Как и ожидалось, сентябрьский рост продаж непродовольственных товаров был обусловлен чисто ситуативными факторами (ожиданиями повышения цен из-за утильсбора и роста ставок по потребкредитам) и, соответственно, развития не получил. Поступательно увеличивается лишь потребление продовольствия (вероятно – работает «эффект Гиффена» роста спроса на жизненно важные товары при повышении цен на них из-за структурных сдвигов).

График 8. Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



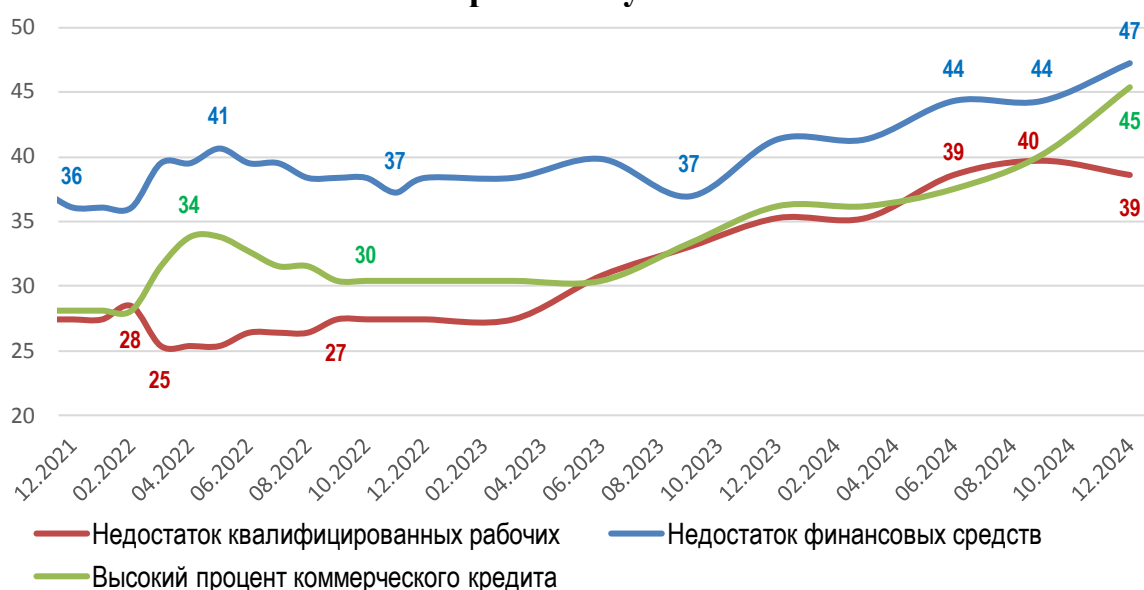
8. Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей «завис» на границе зон «оптимистичных» и «пессимистичных» оценок (ноябрь: 51.3%, декабрь: 50.8%, что существенно ниже уровня середины года – порядка 55%).

Согласно опросам Росстата, в обрабатывающих отраслях³, в IV кв. 2024 г. из важнейших отмечаемых руководителями ограничений роста выделяются:

- недостаток квалифицированных рабочих (на это указали 39% опрошенных против 27% в 2021 г.);
- высокий процент коммерческого кредита (45% против 28%);
- недостаток финансовых средств (47% против 37%).

³ Оценка ЦМАКП (коррекция смещенности выборки) по опросам Росстата.

График 9. Доля предприятий, отметивших факторы, ограничивающие рост выпуска



9. Существенным фактором, оказывающим негативное влияние на частные инвестиции, является разрыв между доходностью бизнеса в целом ряде отраслей и стоимостью безрискового хранения активов в ОФЗ.

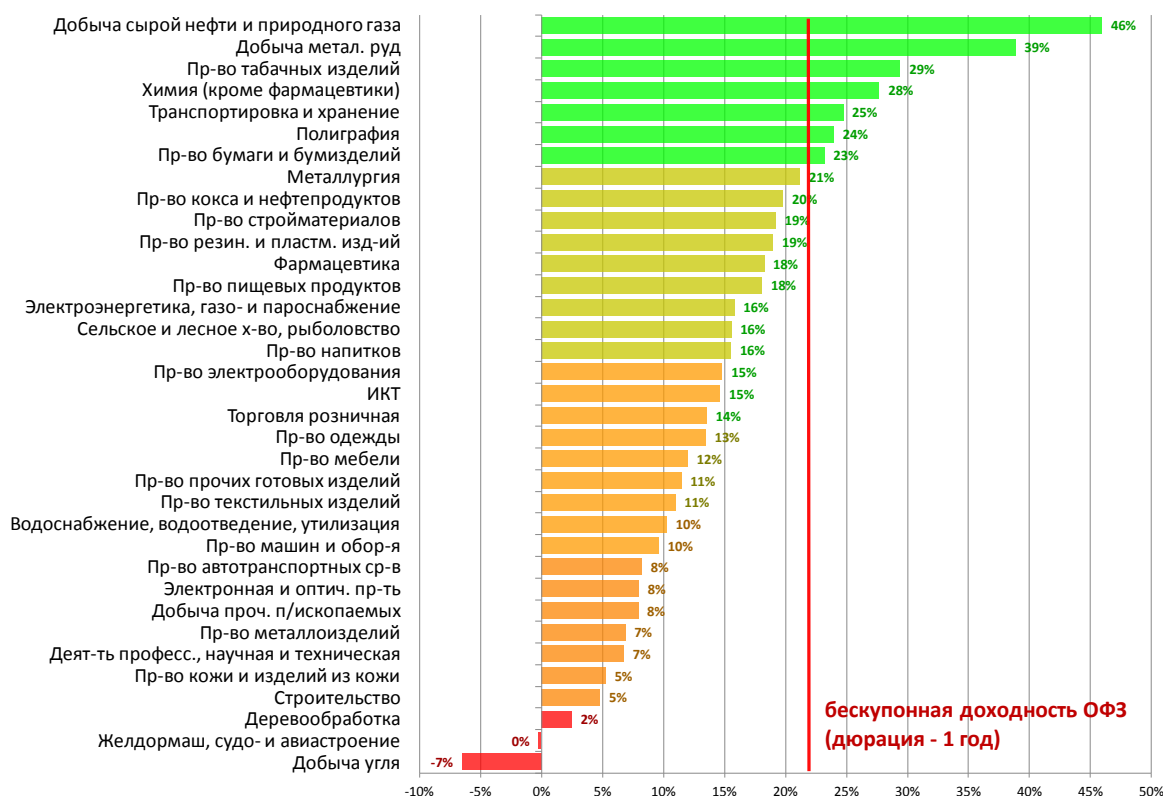
Средний уровень рентабельности оборотного капитала в промышленности хотя и снижается, все ещё находится на «исторически прецедентном» уровне. Но средний уровень ставок по кредитам впервые за долгое время формируется на уровне, устойчиво более высоком, чем средняя рентабельность (а по срочным рублевым депозитам – приближается к этому уровню)

По оценке ЦМАКП, в 2023 г. уровень рентабельности оборотного капитала был ниже уровня безрисковой доходности⁴ для компаний, на которые приходилось 34% выручки; в условиях же ставки уровня начала декабря 2024 г. происходит качественный переход, таких компаний становится большинство (66% выручки).

Соответственно, уже сейчас, фактически, закладывается торможение динамики инвестиций в производственный аппарат и снижение потенциала экономического роста в перспективе. В следующем году прирост инвестиций в основной капитал оценивается в 1.7-2.0%.

⁴ Бескупонная доходность ОФЗ, срок до погашения - 1 год.

График 10. Рентабельность в отраслях и доходность безрисковых активов



10. Российская экономика стоит перед угрозой масштабного скачка корпоративных банкротств. Доля выручки предприятий обрабатывающей промышленности, у которых нагрузка процентных платежей на прибыль находится на рискованном уровне (превышает 2/3 EBIT), увеличится к концу 2024 г. по сравнению с 2023 г. более чем вдвое и превзойдет 20% (оценка снизу).⁵

Согласно опросам РСПП, в III кв. 2024 г. резко подскочила доля компаний, столкнувшихся с неплатежами со стороны контрагентов – до 37% (против 20-22% в среднем за 2021-2023 гг.). По всей видимости, компании, в достаточной степени обеспеченные денежными средствами, перенаправляют их из производственного оборота на срочные депозиты и в безрисковые облигации (стимул – высокие ставки), одновременно наращивая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками.

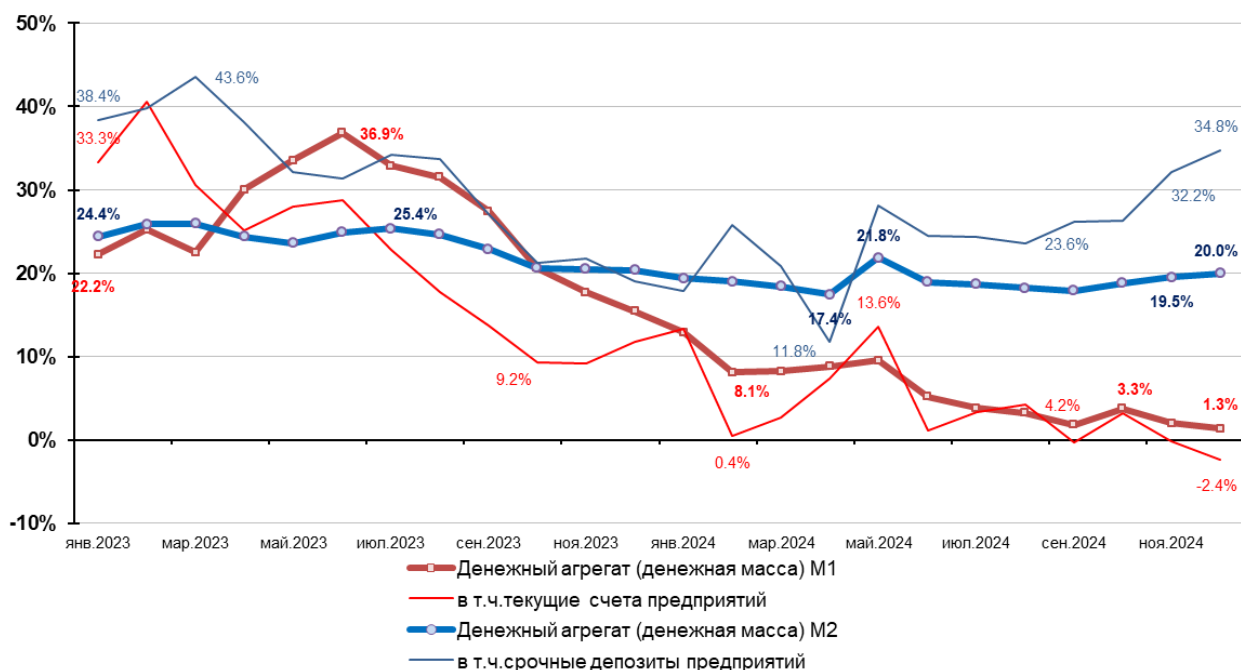
⁵ Причем, в наиболее сложном положении оказываются компании инвестиционного технологического ядра экономики (в «анти-лидерах» – транспортное машиностроение).

11. Хотя широкая рублевая денежная масса (денежный агрегат М2) продолжает устойчиво расширяться (с темпом около 20% за год) практически весь её прирост в настоящее время происходит за счет срочных депозитов, т.е. средств, направляемых в сбережения и фактически исключенных из обслуживания оборота товаров и услуг. Соответственно, номинальный объем денежных средств, используемых для покупок и расчетов, практически не растет, и, таким образом, его динамика де-факто не создает инфляционного давления. Так, годовые темпы прироста денежного агрегата М1, включающего в себя рублевые наличные денежные средства в обращении и остатки на расчетных и текущих счетах, составляют 1-2% в номинальном выражении, что на 6-7 проц. пунктов ниже годовых темпов инфляции.

Наиболее сильный – и увеличивающийся – разрыв между динамикой сберегательной и транзакционной (обслуживающей текущие покупки и расчеты) компоненты денежных средств наблюдается в секторе нефинансовых предприятий. Так, на начало декабря годовой прирост средств предприятий на рублевых срочных депозитах составил +35% в номинальном выражении и + 24% в реальном (с учетом инфляции). При этом средства предприятий на рублевых расчетных и текущих счетах сжались за год на 2% в номинальном выражении и на 10% в реальном.

Последнее становится фактором, усложняющим взаимные расчеты между предприятиями, и, при прочих равных условиях, способствующим замедлению динамики производства.

График 11. Темпы прироста рублевой денежной массы⁶ и её компонентов (% к соотв. месяцу предшеств. года)



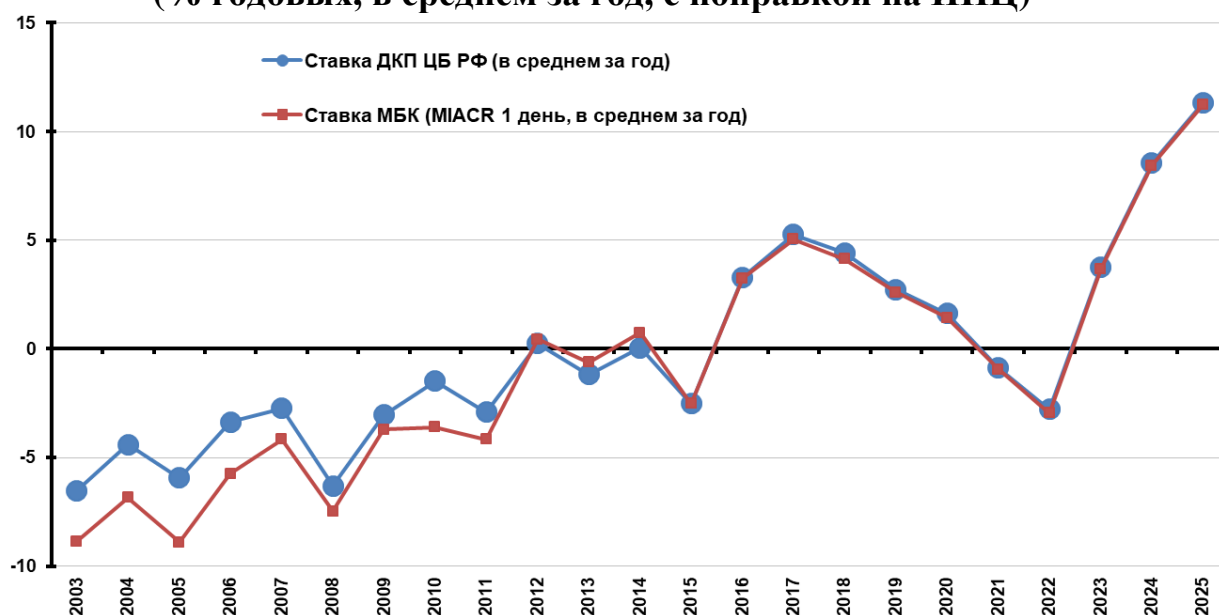
12. 25 октября Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить ключевую ставку на 200 б.п., до 21% годовых вследствие продолжительного повышения инфляционных ожиданий на фоне сохранения высокого инфляционного давления (связанного с опережением роста внутреннего спроса). Также были отмечены проинфляционные эффекты дополнительных бюджетных расходов. Однако 20 декабря Совет директоров Банка России принял решение сохранить ключевую ставку на том же уровне. Такое решение было обусловлено возникшим на кредитном рынке эффектом резкого сжатия. Последний, по мнению Банка России, может сформировать предпосылки для возобновления дезинфляции.

Однако, несмотря на приостановку ужесточения монетарной политики, реальная (с поправкой на инфляцию) процентная ставка ЦБ к концу года в России зафиксировалась на рекордном историческом уровне 11-13% годовых. Сейчас это также максимальный уровень среди других крупных и

⁶ Денежный агрегат M1 включает в себя рублевую наличность в обращении (агрегат M0) и рублевые остатки на расчетных и текущих счетах населения и предприятий, т.е. денежные средства, обслуживающие оборот товаров и услуг (транзакционные средства). Денежный агрегат M2 помимо денежного агрегата M1, включает в себя рублевые срочные депозиты населения и предприятий (т.е. средства в сбережениях).

средних экономик. Он в разы превышает аналогичные показатели в Китае и странах Запада. За последний месяц уровень реальных процентных ставок центральных банков уменьшился в значительном числе стран (в частности, в Великобритании, США, Канаде, ЕС, Швейцарии, Австралии). Это произошло вследствие снижения регуляторами этих стран номинальных процентных ставок.

График 12. Реальная ставка денежно-кредитной политики⁷ и денежного рынка
(% годовых, в среднем за год, с поправкой на ИПЦ)



13. Показатели динамики долговых рынков указывают на то, что в ноябре-декабре произошло т.н. «кредитное сжатие» (credit crunch). В ноябре в сегменте корпоративного кредитования темп прироста кредитного портфеля впервые за долгое время упал с уровня 2.0-2.3% в месяц до 0.8% (а темпы прироста розничного кредитного портфеля при этом стали околонулевыми). Это означает, что выдачи новых банковских кредитов по наиболее значимым сегментам упали на 30-50%. При этом в конце ноября-начале декабря произошло кратное расширение спредов доходностей облигаций надежных корпоративных заемщиков по отношению к доходностям государственных ценных бумаг (ОФЗ). Последнее говорит о

⁷ Ставка денежно-кредитной политики: до 2013 г. – ставка предоставления банкам средств ЦБ РФ по прямому РЕПО сроком 1 неделю, с 2013 г. – ключевая ставка ЦБ РФ. 2025 г. – согласно середине интервала базового прогноза ЦБ РФ

резком ухудшении настроений участников рынка относительно рисков корпоративного долга.

Сочетание этих процессов создает существенные трудности с рефинансированием ранее накопленной задолженности для заемщиков с высоким уровнем долговой нагрузки. В недалеком будущем это грозит ростом числа дефолтов и кросс-дефолтов по кредитным обязательствам. Это, в свою очередь, может запустить самоподдерживающийся процесс снижения цен на активы, ведущий к дальнейшему ужесточению условий банковского кредитования в ответ на обесценение залогов по ссудам и, соответственно, новому усилению проблем с рефинансированием накопленной задолженности. При этом падение качества банковских ссуд в течение некоторого времени будет маскироваться их скрытой реструктуризацией.

14. В конце 2024 г. наблюдалось заметное ослабление рубля. За IV квартал курс доллара к рублю вырос на 9.1% и составил 101.7 руб. на конец года⁸.

Важнейшим фактором ослабления рубля в конце 2024 г. являлся рост потребности в иностранной валюте для покупки импорта, который традиционно во втором полугодии выходит на максимальные значения, при замедлении экспортных поступлений. Дополнительно обесценению российской валюты в этот период способствовали такие факторы как: 1) ведение США нового пакета санкций против российского финансового сектора, который, в частности, затронули Газпромбанк и нарушили один из ключевых каналов поступления иностранной валюты на российский рынок; 2) снижение объемов продажи валютной выручки экспортерами⁹, которое было вызвано как усложнением проведения международных расчетов под влиянием санкций, так и снижением требований к обязательной репатриации экспортной выручки; 3) рост спроса на валюту со стороны нефинансовых компаний (в том числе для осуществления выплат по валютным кредитам).

В ближайшей перспективе фактор сезонности начнет играть в сторону укрепления рубля вследствие снижения спроса на валюту для покупки

⁸ Официальный курс ЦБ РФ. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю за тот же период увеличился на 5.6% и составил 103.7 руб. на 01.01.2025

⁹ Совокупный объем продаж валютной выручки крупнейшими экспортерами в октябре-ноябре 2024 г. составил 18.3 млрд. долл. США, сократившись на 30% относительно аналогичного периода предшествующего года.

импорта, однако этому могут противодействовать шоки, связанные с санкционным давлением.

15. Инфляция в 2024 г. составила 9.52%¹⁰. Столь высокий скачок (еще в начале ноября инфляция оценивалась в 9.0-9.5% за год, а в начале осени Банк России надеялся вписаться в 7.5%) означает, что действия Банка России по её сдерживанию через радикальное повышение ключевой ставки не просто малоэффективны, но имеют едва ли не обратный эффект.¹¹

Олигополистический характер ряда региональных рынков позволяет «закредитованным» компаниям соответствующих отраслей передавать эффект повысившейся ставки дальше по цепочке. Одновременно высокие ставки являются ориентиром для повышения «некредитных» ставок – по аренде, лизингу (особенно в условиях локальных монополий)¹², что увеличивает инфляционный эффект от повышения ставки в полтора-два раза.

Существенным инфляционным фактором также стало ослабление рубля.

¹⁰ Надо отметить, что этот уровень, по всей видимости, занижен. По оперативной информации Росстата о еженедельной динамике потребительских цен за период до 23 декабря 2024 г. инфляция *уже* составила с начала месяца: +1.30%, с начала года: +9.50%; https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/203_25-12-2024.html. Это практически совпало с итогами декабря (+1.32% за месяц, +9.52% за год). На фоне сложившегося в ноябре-декабре (и продолжившегося в январе 2025 г.) тренда на прирост цен в 0.30-0.50% в неделю прирост цен на 0.1-0.2% за 24-21 декабря 2024 г. выглядит крайне странно. Столь же странно – их скачок за 1-9 января 2025 г., +0.54%, в отсутствие повышения регулируемых тарифов на отдельные виды услуг. Скорее всего, данные за последние дни декабря в должной мере не обрабатывались, и инфляция за последнюю неделю декабря «попала» в данные по первой неделе января. тогда в последнюю неделю декабря прирост цен составил 0.28-0.30%, в декабре, соответственно, 1.5-1.65%, и по итогам года порядка 9.8-9.9% (а в январе, соответственно, будет на 0.27-0.28% меньше официального итога).

¹¹ Быстрое повышение ставки в 2024 г. создало мощный импульс инфляции издержек, который примерно вдвое превысил проинфляционный эффект ускоренного роста оплаты труда; по оценке ЦМАКП, масштабы роста ставки в течение 2024 г. обусловили (при оценке в годовом выражении, без учета мультиплицирования затрат по производственным цепочкам) увеличение издержек компаний примерно на 8 проц.п.; для сравнения: фактическое влияние повышения оплаты труда на рост издержек в 2024 г. оценивается лишь в 3.1 проц.п.

¹² Так, что в полной мере проявилось на рынке молочной продукции через влияние ставок по лизингу спецтранспорта (молоковозов, рефрижераторов и т.п.), накладывающееся на кредитный характер бизнеса самого животноводства – одной из наиболее индустриализованных отраслей

Таблица 1. Индексы потребительских цен в декабре (темпы роста, % к)

	ноябрю 2024 г.	декабрю 2023 г.
Индекс потребительских цен	101.32	109.52
в том числе на:		
продовольственные товары	102.60	111.05
продтовары без плодоовощной продукции	101.67	109.53
плодоовощная продукция	109.09	122.09
непродовольственные товары	100.81	106.12
услуги	100.20	111.52
Базовый индекс потребительских цен	101.02	108.93

Источник – Росстат https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/1_15-01-2025.html

Инфляция имеет не общесистемный, а очень сфокусированный характер. Так, декабрьский скачок инфляции (+1.32% к ноябрю, 9.52% к декабрю 2023 г.) связан, в основном, с рывком цен на плодоовощную продукцию (+9.09%, 22.09% к ноябрю 2023 г.). При этом он сфокусирован:

- на продукции тепличных хозяйств¹³, сильно закредитованных¹⁴ и зависящих от повышения тарифов на электроэнергию и воду;
- на молочной и рыбной продукции, продукции птицеводства;
- в отдельных платных услугах (авиаперелеты, некоторые виды регулируемых тарифов на транспорт).

В то же время, рост цен на непродовольственные товары, где доминирует инфляция спроса (которую и способен ограничивать высокий уровень процентных ставок), существенно ниже (+0.81% за декабрь, +6.12% в годовом выражении¹⁵).

¹³ По данным Росстата, «в ноябре изменились цены на отдельные виды плодоовощной продукции: на огурцы +42,6%, помидоры +22,8%, лук репчатый +19,0%,...» https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/191_11-12-2024.html

¹⁴ Соотношение кредитов и займов и оборотного капитала в секторе в 1.5 раза выше, чем в среднем по сельхозпроизводителям и в 1.8 раза – среднего по экономике.

¹⁵ А если не учитывать удорожание нефтепродуктов и сигарет, то удорожание непродовольственных товаров (без этих компонентов) оценивается за год в 4.81%, что близко к целевому показателю ЦБ (4% по общей инфляции). Здесь управление спросом, в

В итоге, процентная политика ЦБ РФ оказывает негативное воздействие на предложение (что в полной мере скажется в 2025-2026 гг.), но малоэффективна к сдерживанию инфляции спроса в рамках её сложившейся модели. В 2025 г. прирост ИПЦ оценивается не ниже чем в 5.9-6.2% (что в полтора раза выше таргета ЦБ).

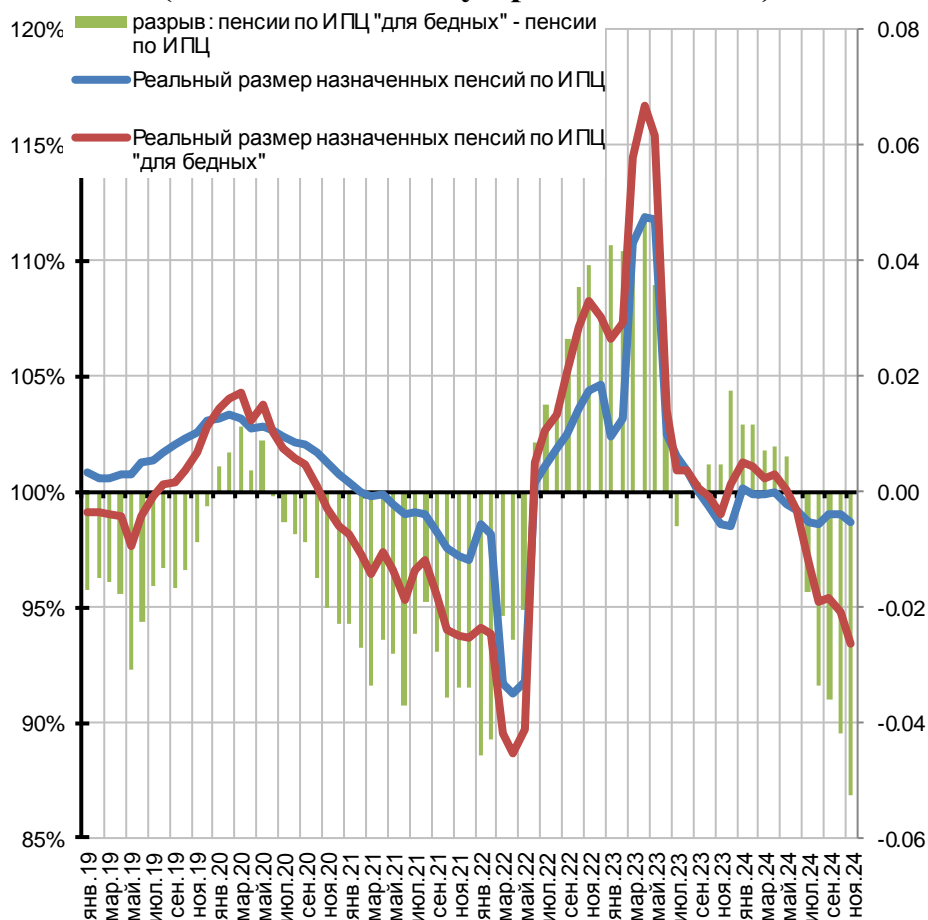
16. Инфляция, сфокусированная на товарах, потребляемых малообеспеченными слоями населения, ведет к её крайне «асоциальному» характеру, причём не улавливаемому при помощи стандартных статистических показателей.

Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции («инфляции для бедных») по состоянию на конец года остаётся резко отрицательным – рост цен по корзине «для бедных» существенно выше общего уровня инфляции.

Соответственно, реальный размер пенсий (индикатор динамики благосостояния бедного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, продолжает «проваливаться» (График 13): из-за ускоренного роста цен на продовольствие уровень жизни малообеспеченного населения существенно снижается – при том, что на данных «по средней инфляции» соответствующая просадка минимальна.

целом, сработало, а если бы удалось еще и удержать курс, могли бы, видимо, получить и вовсе 4.0-4.5%.

График 13. Реальный размер назначенных пенсий (% к соотв. месяцу предшеств. года)



Руководитель направления Белоусов Д.Р.
Руководитель направления Сальников В.А.
Руководитель направления Солнцев О.Г.