



# СОВЕТ ЭКСПЕРТОВ

5 ДЕКАБРЯ  
2024

МОСКВА, ГОСТИНИЦА  
ЛЕНИНГРАДСКАЯ

## ОБРАЗ БУДУЩЕГО РОССИИ

### СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ СТРАНЫ, ЭКОНОМИКИ И БИЗНЕСА НА 2025 ГОД

Белоусов Дмитрий Рэмович

Стратегический анализ национальной экономики: итоги года и прогноз социально-экономического развития России на горизонте ближайших 3 лет

FORUM-STRATEGY.RU

ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА  
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 8-499-129-17-22, e-mail: [mail@forecast.ru](mailto:mail@forecast.ru),

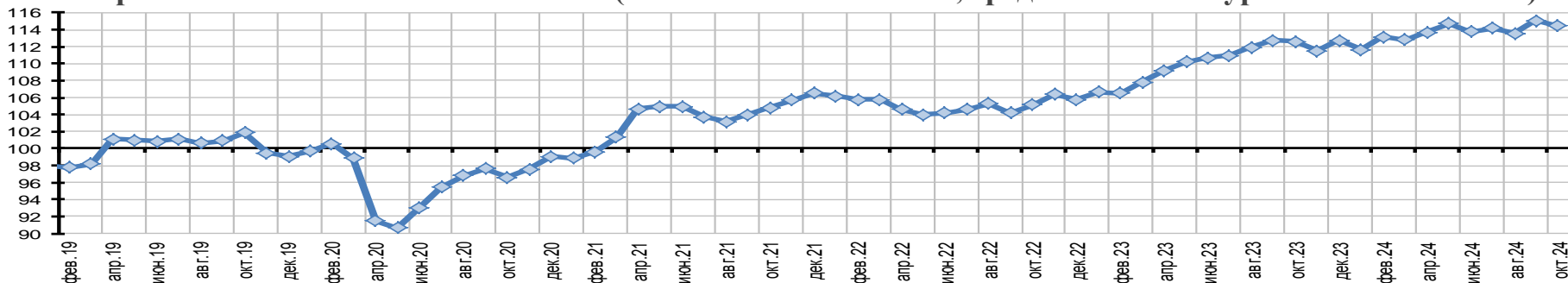
<http://www.forecast.ru>

# 1. ЧТО ПРОИСХОДИТ?

## Краткий анализ текущей ситуации

1. В российской экономике фактически сформировалась стагнация. Факторы, обусловившие прирост экономической активности имеет сугубо временный характер, а факторы торможения - постоянный. С учётом существенного повышения процентных ставок (вслед за ключевой ставкой Банка России) возникают не только мощные стимулы откладывания частных инвестиций – изымать ресурсы даже из обеспечения текущего хозяйственного оборота (наметилась тенденция к росту неплатежей на фоне довольно высоких остатков средств на счетах компаний). При этом, уровень инфляции – снижается очень слабо (в ноябре возрос). Переход к стабилизации отражает исчерпание прежних факторов роста, в условиях отсутствия новых (ослабление импульса бюджетных расходов, исчерпание потенциала «легкого импортозамещения» (не связанного с необходимостью реализации новых проектов) и свободных мощностей, усиление проблемы обеспеченности кадрами. **Если негативные факторы будут усиливаться (ужесточение денежно-кредитной политики!), вполне вероятно понижательная коррекция объёмов производства.**
2. Формально, сохранился интенсивный рост инвестиций в основной капитал (первый квартал: +3.5%, второй квартал: +0.8%, трети: +0.6% к предш. кварталу, сезонность устранена). Как уже отмечалось, такая динамика находится в противоречии со стагнацией предложения инвестиционных товаров и строительных работ (что связано с методологическими ошибками при учете сдвигов в структуре импорта с США на Китай, учетом интеллектуальной собственности / программного обеспечения и с производством военной продукции). **При текущем уровне безрисковой доходности (18.4% годовых по ОФЗ со сроком погашения через 5 лет) инвестиционные проекты со средними сроками окупаемости (до 5 лет), должны за это время не только выходить на окупаемость, но и приносить суммарную чистую прибыль в размере не менее 130% от вложенных на старте средств – иначе они теряют для их инициаторов экономический смысл.**
3. По историческим меркам *уровень рентабельности*, хотя и заметно снижается, все ещё находится на «исторически прецедентном» уровне. Но впервые в новейшей истории, с учётом динамики процентных ставок, есть риски формирования устойчиво более высокой, чем рентабельность, ставки по кредитам уже в конце текущего – начале следующего года. **Последствия этого (одновременно, дефицита дешёвых финансовых ресурсов, дестимулирования инвестиций и операционной деятельности, рост стоимости обслуживания) будут иметь системный характер.**

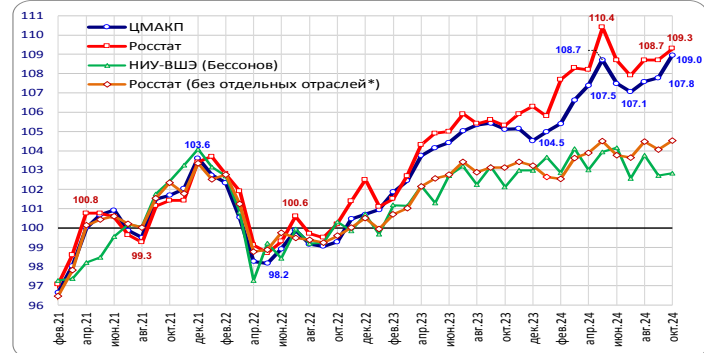
## Агрегат экономической активности (со снятой сезонностью, среднемесячный уровень 2019 г. = 100)



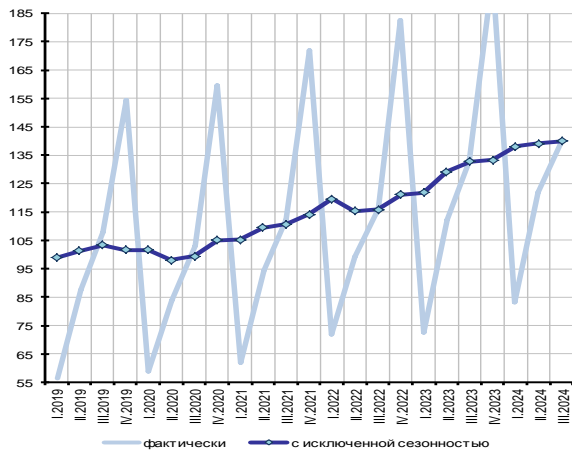
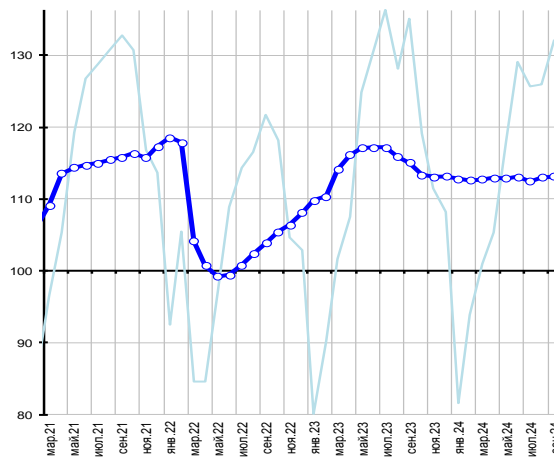
Высокочастотные данные об *экономической динамике* показывают, что в российской экономике фактически сформировалась стагнация. Проблема в том, что факторы, обусловившие прирост экономической активности («сдвигка» по срокам уборки урожая, скачок продаж автомобилей перед повышением утильсбора) имеет сугубо временный характер, а факторы торможения - постоянный. С учётом существенного повышения процентных ставок (вслед за ключевой ставкой Банка России) возникают не только мощные стимулы откладывания частных инвестиций – изымать ресурсы даже из обеспечения текущего хозяйственного оборота (наметилась тенденция к росту неплатежей на фоне довольно высоких остатков средств на счетах компаний). При этом, уровень инфляции – снижается очень слабо (в ноябре возрос).

*В промышленности* закрепился переход к стабилизации. Согласно данным Росстата, по итогам квартала выпуск практически не изменился (-0.1%). Оценки ЦМАКП фиксируют аналогичную картину. Переход к стабилизации отражает исчерпание прежних факторов роста, в условиях отсутствия новых (ослабление импульса бюджетных расходов, исчерпание потенциала «легкого импортозамещения» (не связанного с необходимостью реализации новых проектов) и свободных мощностей, усиление проблемы обеспеченности кадрами. Если негативные факторы будут усиливаться (ужесточение денежно-кредитной политики), вполне вероятно понижательная коррекция объёмов производства.

## Динамика промышленного производства (со снятой сезонностью, среднемесячный уровень 2019 = 100)



<sup>1</sup> Агрегат экономической активности – показатель динамики добавленной стоимости товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению

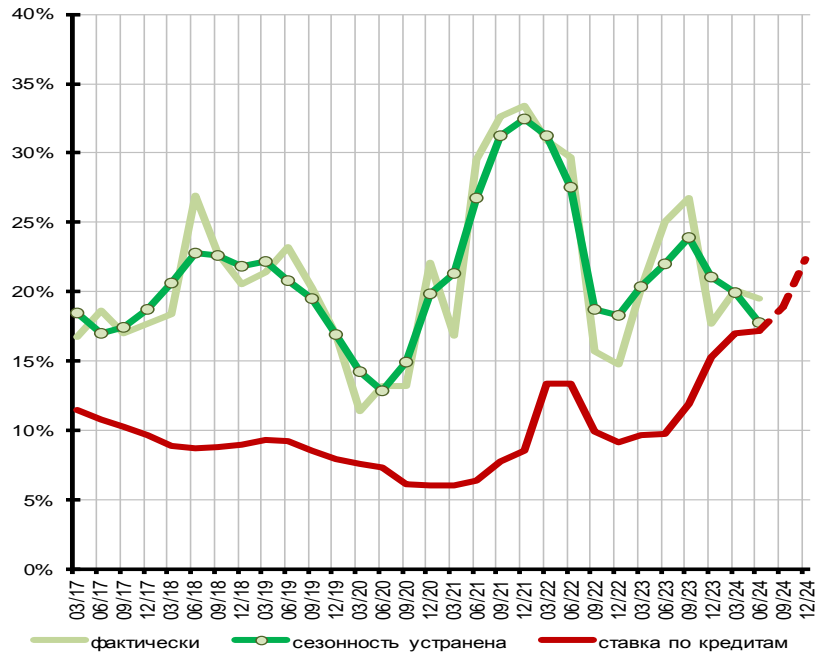
**Инвестиции в основной капитал  
(% к среднеквартальному  
значению 2018 г.)**

**Индекс инвестиционной активности  
(предложения инвестиционных товаров,  
среднемесячное значение 2019 г. = 100)**


Формально, сохранился интенсивный рост инвестиций в основной капитал (первый квартал: +3.5%, второй квартал: +0.8%, третий: +0.6% к предш. кварталу, сезонность устранена). Как уже отмечалось, такая динамика находится в противоречии со стагнацией предложения инвестиционных товаров и строительных работ. Вероятно, в значительной мере, столь высокая такая ситуация связана с методологическими ошибками при учете сдвигов в страновой структуре импорта (с США на Китай), учетом интеллектуальной собственности / программного обеспечения и с производством военной продукции.

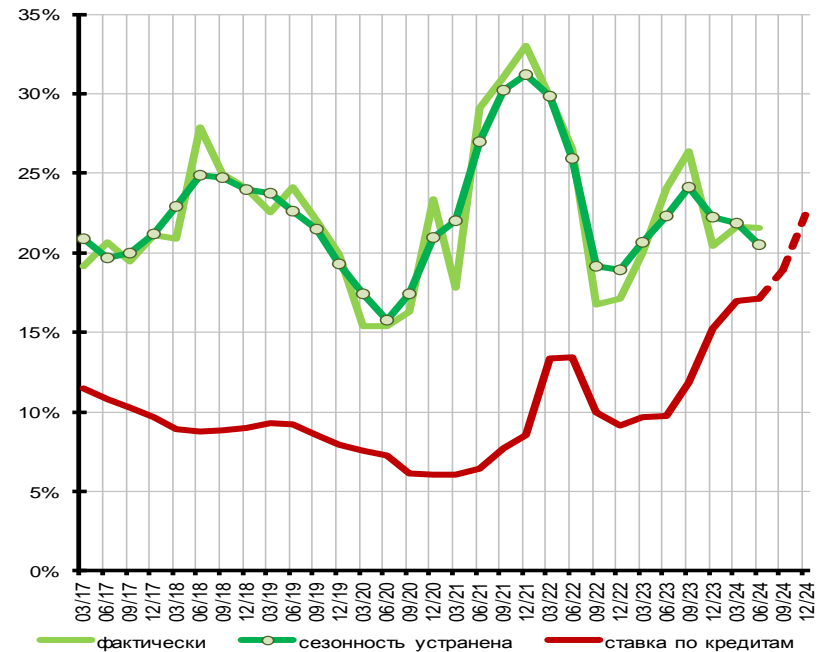
Инвестиционная активность частных компаний, судя по косвенным признакам, стагнирует. Текущий уровень предложения инвестиционных товаров в экономике (высокочастотный индикатор) находится практически в точности на среднемесячном значении 2021 г. (99.9%). Объем инвестиций в машины и оборудование – именно то, что и определяет масштабы расширения мощностей и качество производственного аппарата – в целом за 2020-2023 гг. практически не увеличился (+2.9%), а за 2022-2023 г. – сократился на 8.0%.

При текущем уровне безрисковой доходности (18.4% годовых по ОФЗ со сроком погашения через 5 лет) инвестиционные проекты со средними сроками окупаемости (до 5 лет), должны за это время не только выходить на окупаемость, но и приносить суммарную чистую прибыль в размере не менее 130% от вложенных на старте средств – иначе они теряют для их инициаторов экономического смысл

## Рентабельность оборотного капитала<sup>1</sup>



## Рентабельность собственного капитала<sup>2</sup>

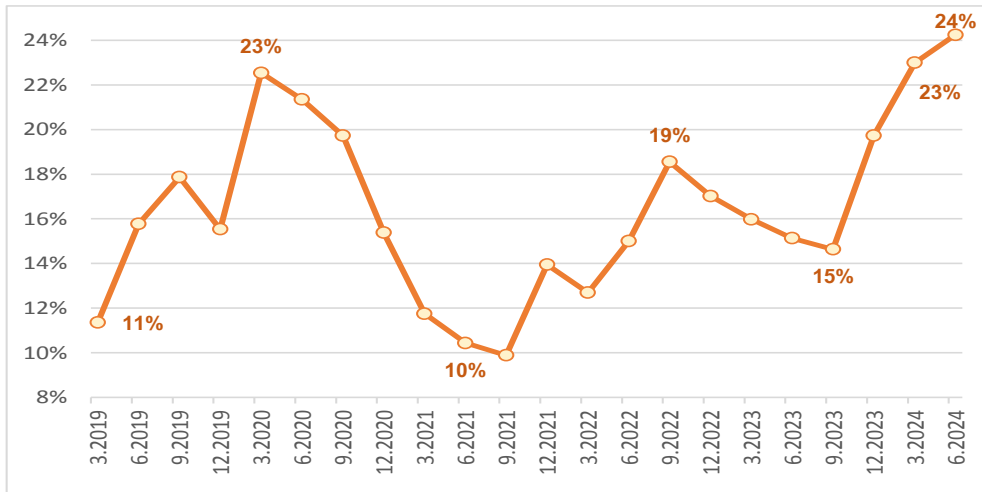


По историческим меркам *уровень рентабельности*, хотя и заметно снижается, все ещё находится на «исторически прецедентном» уровне. Но впервые в новейшей истории, с учётом динамики процентных ставок, есть риски формирования устойчиво более высокой, чем рентабельность, ставки по кредитам уже в конце текущего – начале следующего года. **Последствия этого (одновременно, дефицита дешёвых финансовых ресурсов, дестимулирования инвестиций и операционной деятельности, рост стоимости обслуживания) будут иметь системный характер.**

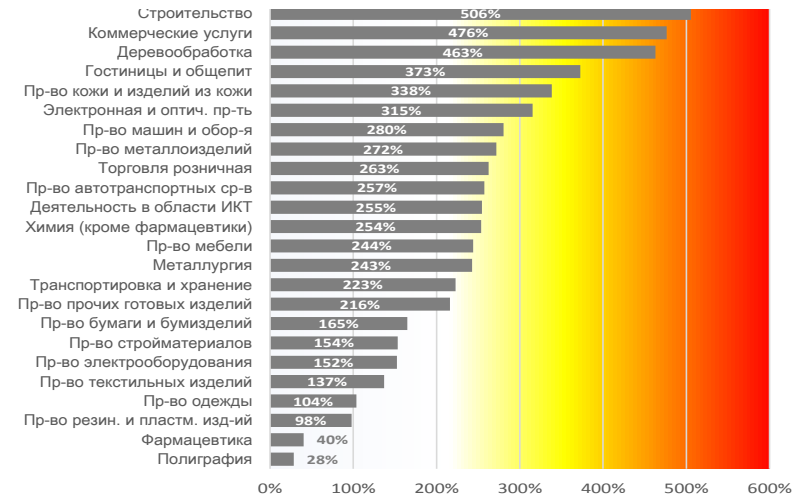
<sup>1</sup> отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу

<sup>2</sup> отношение прибыли-убытка (за вычетом условно исчисленного налога на прибыль, 20% от СФР) и амортизации к собственному капиталу

## Соотношение процентных платежей к показателю «прибыль до выплаты налогов и процентов минус убыток» (%)



## Обязательства компаний по отношению к EBITDA (%)<sup>1</sup>

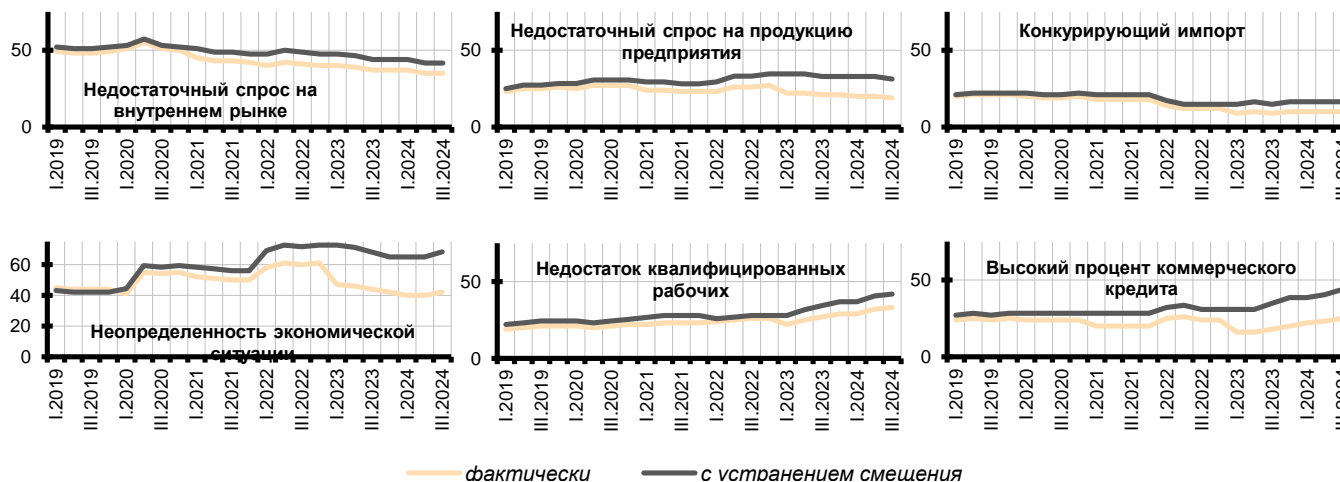


Нагрузка процентными платежами на доходы компаний быстро увеличивается и уже в июне (то есть до последних циклов повышения ключевой ставки) вышла на исторический максимум за последние пять лет. При этом ставка продолжает расти, а рентабельность вполне может начать снижаться.

На данный момент, благодаря в целом высокой рентабельности бизнеса, проблема *долговой нагрузки на прибыль* имеет скорее структурный характер и очень остро стоит для части отраслей – транспортного машиностроения (чистый долг в 17 раз превышает EBITDA!), в несколько меньшей степени – для строительства, коммерческих услуг и деревообработки (4.6-5.1 раза). По мере рефинансирования долга под новые процентные ставки эта нагрузка, очевидно, будет расти, а спектр «уязвимых» производств - расширяться.

<sup>1</sup> EBITDA – валовая (включая амортизацию) прибыль компаний до выплаты налогов и процентов по кредитам. Оценка 2024 г. по данным за I полугодие (без учета повышения ставки в октябре)

## Факторы, ограничивающие рост в обрабатывающих производствах (по данным на последний месяц квартала)<sup>1</sup> фактически и с устранением смещения<sup>2</sup>



Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях в III кв. сохранились основные тенденции:

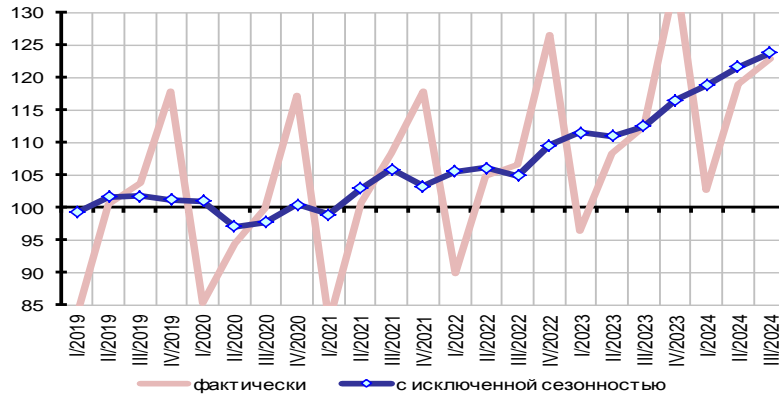
- высокая значимость фактора недостатка квалифицированных рабочих (порядка 35% опрошенных, значимость фактора растёт);
- неопределённость экономической ситуации;
- недостаточный спрос на внутреннем рынке (порядка 35-40% опрошенных), значимость медленно снижается.
- растёт значимость ограничения со стороны высокого процента по коммерческим кредитам, превывсившего по значимости недостаточный спрос на отечественную продукцию и конкурирующий импорт.

<sup>1</sup> Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата

<sup>2</sup> Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. [http://www.forecast.ru/\\_ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka\\_2024-10-24-1.pdf](http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka_2024-10-24-1.pdf)



## Реальные располагаемые доходы населения<sup>1</sup>



*Реальная заработная плата* продолжила медленно расти (первый квартал: +0.7% в среднем за месяц, второй: 0.0%, третий: +0.5%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, устойчивость этого роста в условиях намечающихся проблем с финансами компаний – под вопросом.

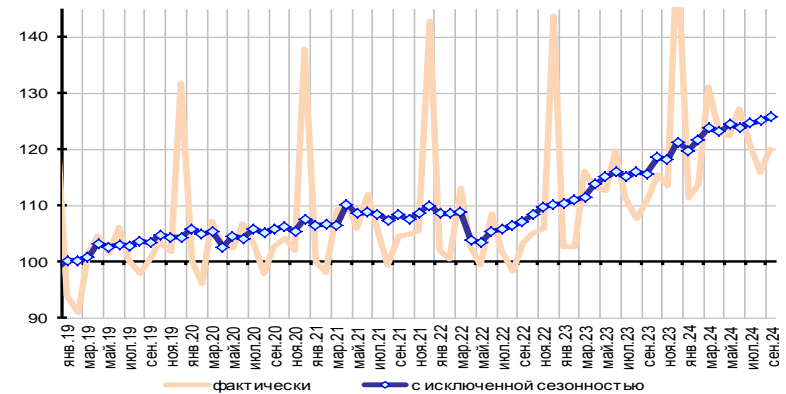
Динамика *основных реальных денежных доходов населения*<sup>2</sup>, в целом, следует за реальной зарплатой (первый квартал: +1.3% в среднем за месяц, второй: +0.3%, третий: +0.4%, сезонность устранена).

В целом же динамика *реальных располагаемых доходов населения* довольно интенсивна (I кв.: +1.9% к предыдущему кварталу, II кв.: +2.4%, III кв.: +1.8%, сезонность устранена).

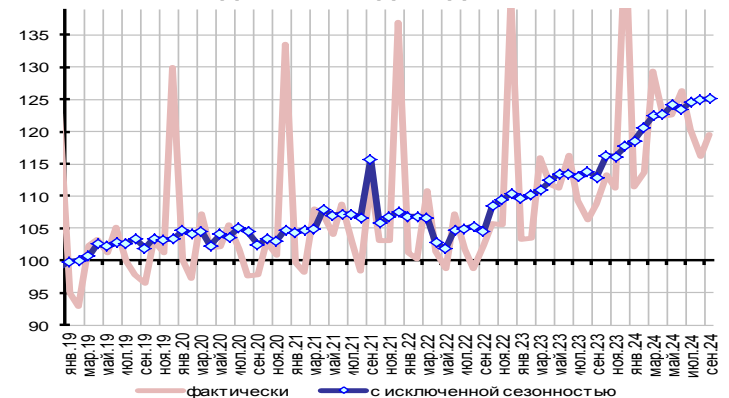
<sup>1</sup>Ростат изменил методологию расчета денежных доходов населения. Динамика реальных располагаемых доходов населения представлена согласно новой методологии 2014 г., начиная с 2013 г.

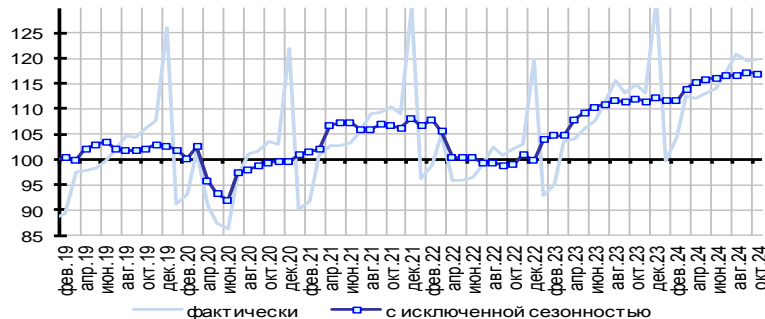
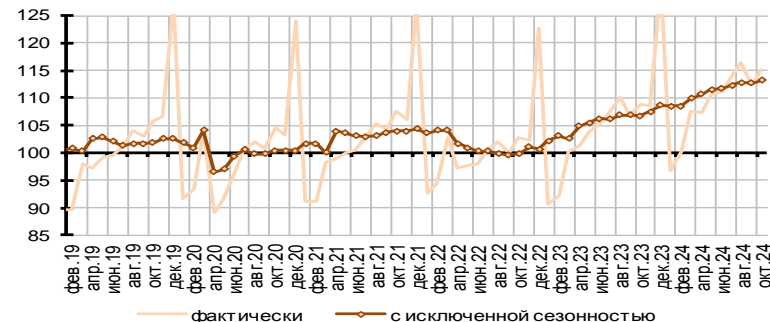
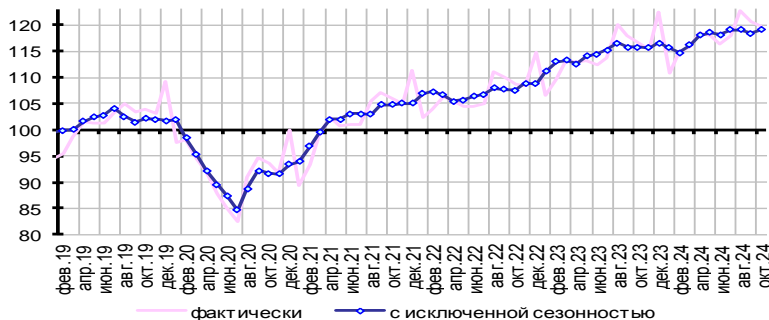
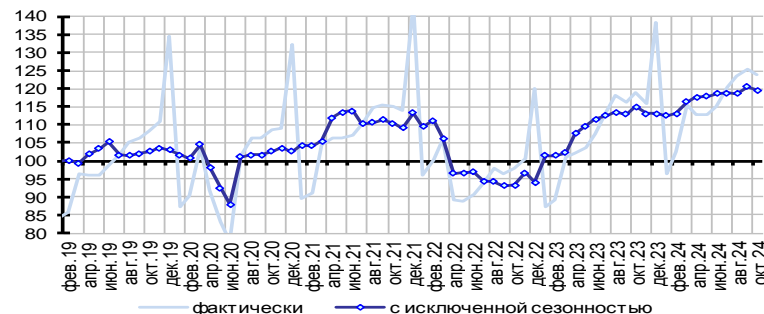
<sup>2</sup> Агрегат включает взвешенные размеры среднемесячной начисленной заработной платы, среднемесячной начисленной пенсии (ПФР) и начисленные проценты по рублевым вкладам и депозитам, приведенные к постоянным ценам с помощью ИПЦ

## Реальная начисленная заработная плата



## Агрегат основных реальных денежных доходов<sup>2</sup>



**Потребительские расходы населения  
(объемы покупок товаров и оплаты услуг)**

**Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями**

**Платные услуги населению**

**Оборот непродовольственными товарами**


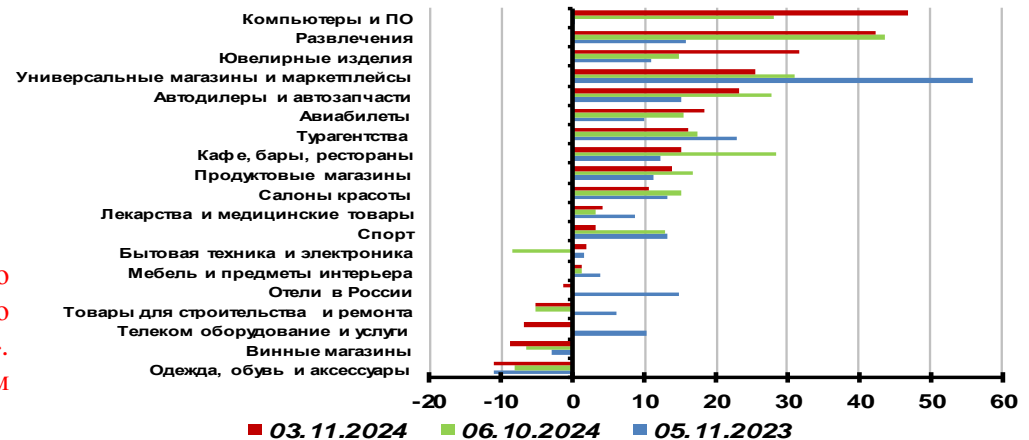
**Потребление населения** формально продолжает медленно расти (I кв.: +0.5%, II кв.: +0.6%, III кв.: +0.3% в среднем за месяц, сезонность устранена). «Формально», потому что наиболее сильно подскочивший компонент – *продажи непродовольственных товаров* (III кв.: +0.6% в среднем за месяц, за счет сентября: +1.7%, сезонность устранена), где, похоже, сыграли два ситуационных фактора: реакция на ожидаемое ухудшение условий кредитования и скачок продаж автомобилей перед повышением утилизационного сбора (закономерно, в октябре -0.8%, сезонность устранена).

### Продажи легковых автомобилей населению всего в постоянных ценах ( 2018 г. =100%)



На рынках легковых автомобилей и ЛКА в III кв. наблюдается скачок продаж (сезонность устранена). Это, как уже отмечалось, во многом явилось результатом ожидания повышения цен из-за «нового» утилизационного сбора плюс ослабления рубля (в части импорта).

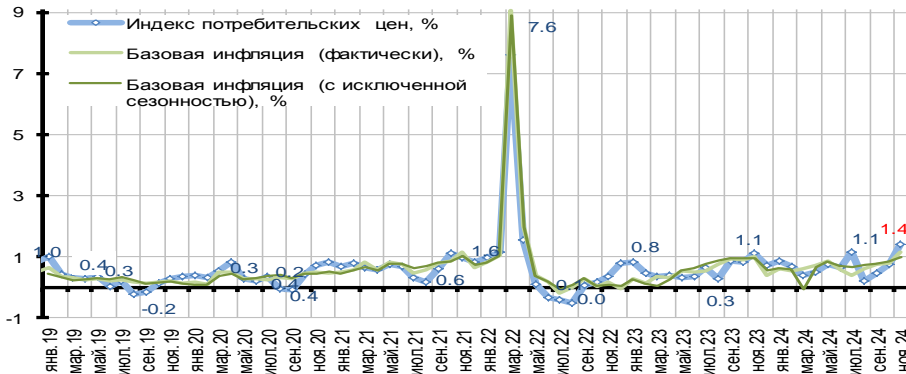
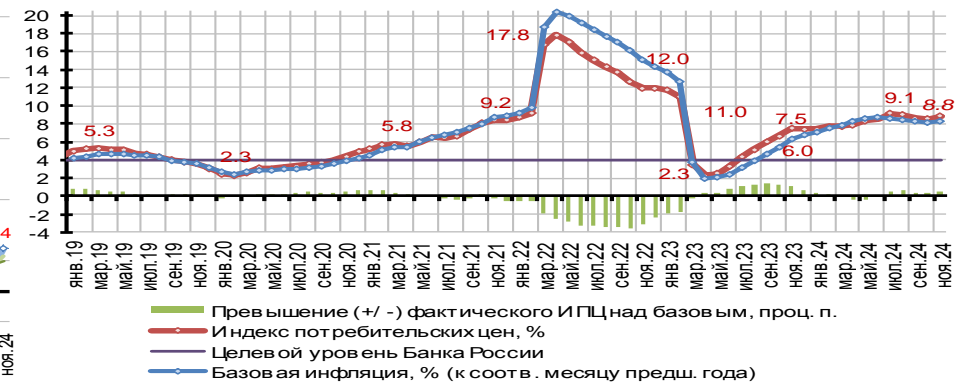
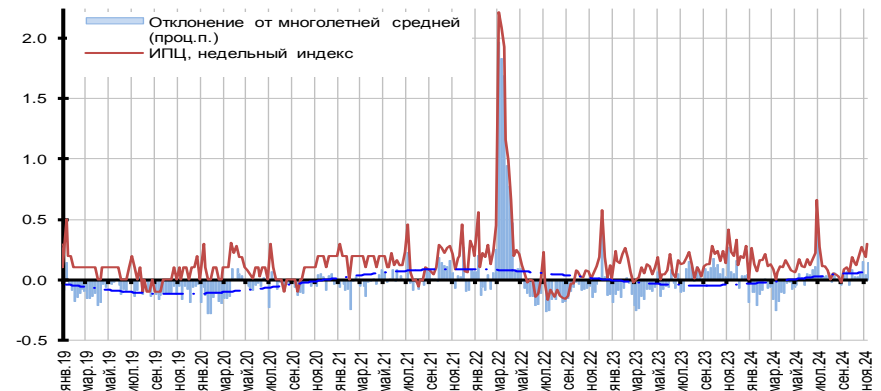
### Изменение основных направлений расходов (% к соотв. периоду прошлого года)<sup>1</sup>



Самым ярким моментом в изменении структуры потребительских расходов стал резкий скачок продаж ювелирных изделий, что, в общем, является признаком восприятия (обеспеченной частью населения) ситуации как кризисной.

В целом же на рынке – тренд к «посткризисному» (мало выездного туризма, много потребления услуг «дома») потреблению растущего «нового среднего класса». И хотя он порождён, прямо и косвенно, СВО – никаких признаков «военного потребления» сейчас нет.

<sup>1</sup> По данным еженедельного исследования Сбербанка «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

**Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)**

**Индекс потребительских цен (к соотв. месяцу предшествующего года, %)**

**Недельный индекс потребительских цен и его превышение над среднемноголетним уровнем (ИПЦ, темпы прироста, %)**


*Инфляция*, похоже, перестала снижаться. Индекс потребительских цен (с учетом информации на 25.11) в ноябре оценивается примерно в 1.4%, или 8.8-8.9% к ноябрю 2023 г. (октябрь: 8.54%). Причины такого ускорения, вероятно в сочетании ослабления рубля и «лидирующим эффектом» от повышения процентных ставок в ряде производственных цепочек (плата за лизинг и др.). Отметим, что с опережающим темпом идёт слабоуправляемое по «монетарному каналу» удорожание продуктов питания (и авиаперевозок – рост спроса при ограниченности перевозочных мощностей, удорожание авиатоплива, фактор лизинга).

При этом, в части *еженедельной инфляции* наблюдается тенденция к опережению среднемноголетнего уровня.

Существенные инфляционные риски могут быть связаны с наметившимся ослаблением рубля. По-прежнему сохраняется риск «импорта инфляции» с рынка нефтепродуктов и «инфляции издержек» на рынке молочной продукции (вероятно, удорожание логистики).

## 2. Немного о прогнозе

Для решения накопившихся социальных проблем, нормализации воспроизводства основного капитала и социальных институтов – темпы экономического роста не должны быть ниже 3-3.5% в год в течение 10 лет. Тем более, что резерв для такого повышения (по производительности труда, например) весьма велик.

Однако, в рамках сложившейся структуры экономики мы едва ли сможем расти быстрее 2.0-2.5% в год (при этом, велик риск недобрать примерно 1.0-0.5 проц. пункта ВВП из-за чрезмерно жесткой монетарной политики). **Отсюда, задача «на структурный маневр» – дополнительно порядка 1 проц. п. прироста ВВП.**

**Поэтому именно стимулирование инвестиций и инноваций – в основе качественной долгосрочной политики. И именно здесь – противоречия с «супер-стабилизационным» курсом Банка России.**

А как пойдёт дальше?

**(-)** Новая администрация США:

- «бурите, бурите, бурите!» – риск скачка предложения нефти, падения цен (+ снижение цен «за галлон» - важное социальное обязательство)
- жесткие переговоры, «санкции как оружие» - риск введения дополнительных «сфокусированных санкций» против внешней торговли

А поскольку при дестабилизации валютного рынка Банк России повышает ставку (о чем Э.С. Набиуллина и предупредила в Госдуме – ставку в 2025 г. будут снижать «в *отсутствии внешних шоков*» - значит в наличие шоков повысят?) – повышаются финансовые риски. **Хотя куда дальше-то?**

**(-)** После успешного завершения СВО возникает риск чрезмерной фискальной консолидации «и вернем 2010е» – с соответствующими рисками со стороны макроспроса

**(-)** накопили «навес сбережений» – но как его конвертировать в инвестиции? (потому что скачок потребительского спроса раскачает инфляцию)

**(+)** К середине 2026 г., скорее всего, завершится выстраивание новой внешнеторговой инфраструктуры и кооперационных связей

**(+)** возвратившиеся ветераны СВО, в силу пассионарности (сами выбрали свой путь... + нобилезация) и наличия финансовой «подушки»

**(+)** впереди – «послевоенный» бум рождаемости и спроса на жилье / ТДП. Как его «растянуть» (образец – американский 35 летний «беби-бум» 1945-1970... Но рождаемость не любит долгового навеса и выплаты процентов)?

**Основные показатели макроэкономического прогноза (ноябрь 2024 г., темпы прироста, %)**

	2022 факт	2023 факт	2024 факт	2025 факт	2026 факт	2027 факт
Индекс потребительских цен (дек. к дек.)	11.94	7.42	9.2 - 9.3 (+0.75)	5.85 - 6.15 (+1.26)	4.6 - 5.0 (+0.83)	4.25 - 4.6 (+0.27)
Валовой внутренний продукт	-1.2	3.6	3.5 - 3.6 (-0.2)	1.7 - 2.0 (-0.6)	1.8 - 2.1 (-0.3)	2.1 - 2.5 (-0.2)
Инвестиции в основной капитал	6.7	9.8	7.0 (+0.4)	2.0 - 2.3 (-2.5)	2.5 - 3.0 (-1.7)	3.1 - 3.5 (-1.0)
Потребление населения	-3.9	7.7	6.0 (-0.6)	3.5 - 3.7 (+0.4)	2.5 - 2.7 (-0.4)	2.8 - 3.1 (-0.1)
- оборот розничной торговли	-6.5	8.0	6.8 - 7.0 (-0.5)	3.5 - 3.8 (+0.4)	2.3 - 2.6 (-0.4)	2.8 - 3.1 (+0.2)
- платные услуги населению	5.0	6.9	3.0 - 3.1 (-0.6)	3.0 - 3.5 (+0.2)	2.5 - 2.8 (-0.2)	2.8 - 3.1 (+0.2)
Реальная начисленная заработная плата	0.3	8.2	8.0 - 8.1 (+0.5)	3.3 - 3.6 (+0.8)	2.2 - 2.5 (0.0)	2.3 - 2.6 (+0.1)
Реальные располагаемые доходы населения	4.5	5.8	8.0 - 8.1 (+1.2)	3.3 - 3.6 (+0.9)	2.2 - 2.5 (+0.1)	2.3 - 2.7 (+0.2)
Уровень безработицы, % к рабочей силе	4.0	3.2	2.4 - 2.5	2.2 - 2.5	2.4 - 2.7	2.5 - 2.9
Курс долл. к руб. в среднем за декабрь, руб.	65.44	90.77	100 – 101 (+8.03)	102 – 105 (+9.68)	111.5 – 115 (+15.5)	118.5 - 121.5 (+16.67)

В скобках – прирост ноябрьского прогноза по сравнению с сентябрьским, проц. пнктов