

Национальный исследовательский университет
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

Факультет мировой экономики и мировой политики

Департамент мировой экономики

Центр комплексных европейских и международных исследований

GlobBaro HSE

Мониторинг мировой

экономики и

геополитических рисков

Выпуск 20: Мировая экономика в
2023 г. и вызовы 2024 г.

Январь

2024



Оглавление

Краткое содержание.....	4
I. Мировая экономика в 2023-2024 гг.	13
1. Экономический рост и мировая торговля: замедление динамики.....	13
1.1. Развивающиеся рынки – позитивные тенденции и неожиданные решения	13
Экономика России: устойчивость к санкциям при повышенной инфляции	13
Восстановление экономики КНР после снятия карантинных ограничений и среднесрочные вызовы для экономики	16
Индия как одна из самых быстрорастущих экономик региона.....	19
Смена монетарной политики в Турции: эра повышения ставок.....	19
Риски и перспективы экономического эксперимента избранного президента Х. Милея в Аргентине	21
1.2. Развитые страны – различия в устойчивости к внешним вызовам	23
Факторы поддержки ВВП США.....	23
Околонулевой рост стран ЕС в 2023 г., перспективы и риски 2024 г.....	23
Великобритания и ее энергетический вопрос.....	25
Япония – преодоление дефляции?	27
2. Фундаментальные факторы трансформации мировой экономики.....	28
2.1 Распространение санкций и торговых ограничений – влияние на мировую экономику	28
2.2. Сегментация, регионализация и формирование экономической многополярности мира.....	30
2.3. Дедолларизация и факторы трансформации архитектуры мировой финансовой системы.....	31
2.4. Климатические рекорды 2023 г. и зеленая трансформация мировой экономики	33
2.5. Технологии и искусственный интеллект: влияние на мировую экономику	35
2.6. Влияние политики и кризисов на внутристрановое и глобальное неравенство.....	35
3. Нефтегазовые рынки - повышенные цены и усиление роли ОПЕК+	37
3.1 Рынок нефти в 2023 г.: от профицита к дефициту.....	37
3.2 Рынки газа: год новых условий	40
4. Последствия жесткой монетарной политики в 2022-2024 гг.....	42
4.1. Инфляция: замедление после рекордов 2023 г., но все еще выше целевых ориентиров Центробанков.....	42

4.2. Эффекты ужесточения ДКП и ключевые риски.....	45
Введение – тренды монетарной политики.....	45
Риски в банковском секторе США и ЕС.....	48
Рынок недвижимости/ипотеки.....	49
Долговые и бюджетные риски.....	52
II. Геополитика.....	56
Стратегический взгляд.....	56
Европа.....	57
Постсоветское пространство.....	59
АТР.....	59
Ближний Восток.....	61
Северная Америка.....	62
Латинская Америка.....	62
Африка.....	63

Краткое содержание

В 2023 г. состояние и динамика мировой экономики, с одной стороны, определялись проблемами и вызовами, сформированными в 2021-2022 гг.: повышенной инфляцией (и ее замедлением в 2023 г.), ужесточением монетарной политики в развитых странах и его последствиями для экономической активности и формирования рисков для финансовой стабильности (в особенности, в США и Еврозоне) и долговой устойчивости, а также последствиями энергетических шоков 2021-2022 гг. Продолжилась адаптация незападных стран к санкционному давлению, трансформируя мировые финансовые и торговые потоки. Важным драйвером для мировой экономической динамики в 2023 г. было восстановление темпов роста экономики КНР после снятия COVID-ограничений в конце 2022 г.; и восстановление мировых туристических потоков и числа авиаперелетов до уровней 2019 г.

С другой стороны, важными определяющими сюжетами стало развитие таких долгосрочных трендов как фрагментация мировой экономики и формирование экономической многополярности мира, продолжение трендов дедолларизации и увеличение роли юаня в международных расчетах. Продолжает усиливаться экономическая и геополитическая конкуренция и распространение на этом фоне санкций и торговых ограничений. Кроме этого, сохраняется и обостряется проблема межстранового и внутристранового неравенства и ответного роста влияния популистских политических партий и лидеров.

Динамика мирового ВВП в 2023 г. замедлилась (по оценкам МВФ) до 3,0% после роста в 3,5% в 2022 г. Это ниже исторического (2000-2019 гг.) среднегодового показателя в 3,8%, однако на фоне множества шоков, которые испытала мировая экономика в последние 3 года, экономическая динамика демонстрирует относительную устойчивость.

Замедление мировой динамики произошло из-за более низких темпов роста в развитых странах (до 1,5% vs 2,6% в 2022 г.), в первую очередь в Великобритании и ЕС (в частности - в 3Q23 в одиннадцати из 27 стран ЕС, включая Германию, было зафиксировано падение годового ВВП, и еще в пяти - околонулевой рост), в США – темпы роста без изменений к 2022 г., см. Табл. 1). Замедление происходило из-за негативных эффектов жесткой монетарной политики, которые оцениваются в -2-3 п.п. в годовой динамике ВВП ЕС и США в 2023 г. (по оценкам ЕЦБ и ФРС). Кроме этого, негативный вклад вносили последствия ценовых энергетических шоков 2021-2022 гг. - в первую очередь, в ЕС и Великобритании. Они привели к перманентному повышению издержек производителей, инфляции и стагнации промышленности. Пока экономика США справляется с внутренними и внешними вызовами существенно лучше, чем страны ЕС и Великобритании. В Японии впервые после многих лет дефляции зафиксирован высокий рост цен, экономический рост остается хотя и слабым – но устойчивым (подробнее см. раздел 1.2).

Группа развивающихся стран проявила устойчивость темпов роста в 2023 г. (+4% в 2023 г., как и в 2022 г. (4,1%)) на фоне восстановления темпов роста ВВП в КНР (после снятия ограничений COVID-19), высокого экономического роста в

Индии, восстановительно-адаптационного (к новым санкционным условиям) роста в России и странах-партнёрах (подробнее см. раздел 1.1). Среди развивающихся стран особое внимание будет в среднесрочной перспективе будет приковано к Индии, численность населения которой превысила численность населения Китая в 2023 г., а приток инвестиций значительно вырос. Из других значимых событий в развивающихся странах в 2023 г. стоит отметить i) возврат Турции к традиционной монетарной политике (хотя, фундаментальные изменения – незначительные, т.к. де-факто политика Центробанка продолжит контролироваться президентом страны) ii) возможное введение шоковой терапии в Аргентине, которую пытается инициировать новоизбранный президент страны Х. Милей (подробнее см. раздел 1.1.).

2023 г. стал фактически первым полноценным годом, когда мир не испытывал карантинных ограничений COVID-19, что привело к продолжению восстановления туристических потоков и потребления услуг. Общее количество авиаперелетов в 2023 г. на [10-14%](#) превысило уровень 2019 г. (в 2022 г. перелеты были на уровне или ниже 2019 г.). Торговля туристическими услугами росла опережающими темпами и в 2023 г. восстановилась до уровня 2019 г. ([98%](#) к уровню 2019 г., в 2022 г. объем составил 72% от уровня 2019 г. по данным UNCTAD). Мировые туристические потоки также продолжили восстановление (87% за янв.-сент. 2023 г. от уровня 2019 г.) и по итогам года 2023 г. составят 90% от уровня 2019 г. (vs 66% в 2022 г. по оценкам [UNWTO](#)).

На фоне более активного роста потребления услуг и восстановления допандемийных паттернов потребления, **экономическая активность в секторе услуг была выше, чем в промышленности.** Эти изменения, а также усиление фрагментации мировой экономики, накопление странами больших материальных запасов после логистического кризиса 2020-2022 гг., замедление спроса на импорт в развитых странах ([-4,2%](#) г/г за январь-октябрь 2023 г.) привели к **серьезному замедлению динамики мировой торговли товарами в 2023 г.:** стоимостные данные ВТО за 1-2023 говорят о годовой динамике от -1% до +0,7% г/г, при этом данные [CPB World Trade Monitor](#) по крупнейшим странам говорят о падении физических объемов торговли товарами на [1,1%](#) г/г (за январь-сентябрь 2023 г.). Оценка ВТО динамики мировой торговли товарами на 2023 г. составляет [+0,8%](#) г/г – худшие за последние 10 лет темпы роста, не считая 2019 г. (+0,4% г/г) и спада в 2020 г. ([-5,2%](#) г/г). В 2024 г. можно ожидать продолжения восстановления допандемийной структуры потребления и опережающего роста торговли услугами в сравнении с ростом торговли товарами.

Центральные банки развитых стран продолжили ужесточение монетарной политики с целью подавления повышенной инфляции. Процентные ставки в США достигли значений 5,25-5,5% (максимумы за последние 22 года, vs 4,25-4,50% в конце 2022 г.), в Еврозоне ставка росла «догоняющими» темпами и составила 4,5% (vs 2,5% в 2022 г.). Однако только с осени 2023 г. [реальные](#) процентные ставки (номинальная ставка за вычетом инфляции) стали положительными. Кроме этого, продолжилось количественное ужесточение (QT) за счет продажи активов с балансов ФРС и ЕЦБ.

Глобальная инфляция замедлилась в 2023 г., но остается повышенной (6,5% в 2023 г. vs. 8,7% в 2022 г. по оценкам МВФ). Наряду с вкладом ужесточения монетарной политики в замедление инфляции (-2-2,5 п.п. по оценкам ЕЦБ и ФРС), оно происходило за счет снижения цен на энергоносители. Ценовые шоки 2022 г. от роста цен на энергоносители и повышения издержек производителей в 2023 г. перешли в базовую инфляцию, которая проявляет устойчивость к мерам монетарной политики и не позволит, при прочих равных условиях (в т.ч. отсутствии проблем с финансовой стабильностью), активно снижать процентные ставки в развитых странах и вернуться к изначально низким уровням в 1-2%. Ожидается, что осторожное снижение ставок начнется лишь во второй половине 2024 г. (подробнее см. раздел 4.1-4.2).

Ужесточение монетарной политики 2022-2023 гг., кроме негативных эффектов для экономической активности, усиливает риски для финансовой и банковской стабильности в США, риски на рынке недвижимости и связанных с ними рынках ипотечных облигаций в развитых странах, а также долговые риски в развитых и развивающихся странах (подробнее см. раздел 4.2). Мировая экономика становится все более уязвимой к реализации этих рисков.

Усиление рисков в банковском секторе развитых стран проявилось в 2023 г. в массовом увольнении персонала из банковской сферы и росте объемов нереализованных убытков на балансах крупнейших банков. Долговые риски остаются также фактором неопределенности – если для развивающихся стран это скорее кратко- и среднесрочный фактор (вплоть до потенциального дефолта ряда стран Африки и Азии), то для развитых стран это – долгосрочный процесс, учитывая отсутствие каких-либо мер по снижению долговой нагрузки США (в условиях отмены потолка госдолга и роста бюджетных расходов, в т.ч. военных), Японии и стран южной Европы.

Пока финансовым регуляторам развитых стран удастся балансировать между недопущением кризисов в этих сферах и необходимостью подавления инфляции. Предоставление масштабных объемов ликвидности со стороны ФРС весной 2023 г. при подавлении разрастающегося банковского кризиса показали, что приоритетом остается финансовая стабильность. Однако по мере развития процессов дедолларизации, которые продолжились в 2023 г., такое «аварийное» использование инструментов расширения ликвидности и привлечения долговых ресурсов будет усложняться для США и Еврозоны.

Продолжающаяся стагнация и банкротства крупных строительных компаний на рынке недвижимости КНР была еще одним важным вызовом 2023 г. Рост цен на недвижимость остановился, но серьезного спада цен не наблюдается (в пределах 1% г/г в 2023 г.), а проблему растущих убытков строительных компаний пока удается смягчать за счет государственного финансирования и продления сроков погашения долгов. Данная проблема является переходящей в 2024 г., и от ее разрешения зависят темпы экономического роста в КНР.

Проблемы сегментации мировой экономики выходят на новый уровень на фоне геополитической напряженности, усиления трендов регионализации и дедолларизации в мировой экономике. В целях отражения текущей ситуации, МВФ ввел новый термин для обозначения стагнации процесса глобализации – [«slowbalization»](#). Мировая финансовая система продолжает трансформироваться в условиях роста расчетов в национальных валютах (в т.ч. цифровых), расширения диверсификации резервов (в частности, в развивающихся странах) и снижения зависимости от доллара.

Продолжается усиление влияния технологий и искусственного интеллекта (ИИ) на мировую экономику – в области финансов, энергетики, дизайна и др. Хотя процесс внедрения ИИ повышает эффективность деятельности, он крайне негативно влияет на рынок труда.

Продолжает усиливаться конфликт между текущими и долгосрочными проблемами в пользу сокращения горизонтов принятия решений. Это актуально, в частности, для **проблем изменения климата и неравенства** – несмотря на формальный рост их актуальности из-за ухудшения ситуации в мире в отношении этих процессов (выбросы парниковых газов продолжают расти, как и неравенство и в развитых, и в развивающихся странах) – де-факто отходят на второй план в условиях роста внимания правительств к внутренним, текущим проблемам.

В геополитической сфере в 2023 г. ускорилась эрозия системы глобальной безопасности. В долгосрочной перспективе (10–15 лет) продолжится процесс трансформации мирового политико-экономического порядка. На этот период угроза эскалации между Россией и Китаем, с одной стороны, США и их союзниками, с другой, будет оставаться на высоком уровне.

В украинском кризисе Россия постепенно завоевывает инициативу. ВСУ не достигли значимых результатов в рамках летнего контрнаступления 2023 г., хотя понесли серьезные потери. Параллельно Москва нарастила численность сил и резервов. Это создает условия для возможных более активных военных действий России на отдельных направлениях в зимний период. **В Европе и АТР наблюдается тенденция милитаризации**, которая сопровождается ростом оборонных бюджетов, инвестиций в ВПК, военной активизацией. **Для сдерживания Китая США наращивают сеть военно-политических союзов и партнерств.**

Одним из **ключевых факторов напряженности в АТР и мире остается тайваньский вопрос.** В связи с этим в центре внимания остаются выборы на Тайване, которые пройдут 13 января 2024 г. Глобальные игроки все больше конкурируют за влияние в Центральной Азии. Это может нести риски конфликта интересов как между региональными, так и внешними игроками, на что Россия не сможет не реагировать. **Стабилизирующий эффект для АТР и мира имеют активно развивающиеся отношения КНР и России.**

Значимыми являются **кампания по президентским выборам в США в 2024 г. и поляризация политической сферы страны.** Победа Дональда Трампа на

президентских выборах 2024 г. в США может послужить катализатором для начала новой фазы внутривнутриполитического кризиса, а на внешнем контуре – усиления неоизоляционистской политики, характеризующейся ростом протекционизма и снижением внимания к партнерам США и глобальным вопросам.

Среди важных факторов напряженности остается палестино-израильский конфликт. На его фоне наблюдаются ослабление роли США на Ближнем Востоке, усиление влияния Китая и региональных акторов.

В ближайшие годы продолжится усиление влияния КНР и России в Латинской Америке и укрепление позиций Бразилии, в том числе через механизмы БРИКС. Сохраняются риски в связи конфликтом между Венесуэлой и Гайаной. В Африке продолжится тренд на пересмотр неокOLONиальных отношений со странами Запада и укрепление позиций КНР и России.

Сценарий развития отмеченного выше комплекса рисков в экономической сфере (банковских, долговых, ипотечных рисков, трендов фрагментации мировой экономики и изменения архитектуры мировой финансовой системы, климатических изменений и проблем неравенства) наряду с геополитическими вызовами, будут во многом определять траекторию развития мировой экономики в будущие годы.

*Александр Андреевич Зайцев
Ксения Андреевна Бондаренко
Лев Маркович Сокольщик*

Таблица 1. Динамика и прогноз ВВП по регионам и ключевым странам, в %

Страна / регион	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Мир	2,8	-2,8	6,3	3,5	3,0	2,9	3,2
Развитые страны	1,7	-4,2	5,6	2,6	1,5	1,4	1,8
Великобритания	1,6	-11	7,6	4,1	0,5	0,6	2,0
Германия	1,1	-3,8	3,2	1,8	-0,5	0,9	2,0
США	2,3	-2,8	5,9	2,1	2,1	1,5	1,8
Япония	-0,4	-4,2	2,2	1,0	2,0	1,0	0,6
ЕС	2,0	-5,6	5,9	3,6	0,7	1,5	2,1
Развивающиеся страны	3,6	-1,8	6,9	4,1	4,0	4,0	4,1
Азия	5,2	-0,5	7,5	4,5	5,2	4,8	4,9
Индия	3,9	-5,8	9,1	7,2	6,3	6,3	6,3
КНР	6,0	2,2	8,4	3,0	5,0	4,2	4,1
Европа	2,5	-1,6	7,3	0,8	2,4	2,2	2,5
Россия	2,2	-2,7	5,6	-2,1	2,2	1,1	1,0
Ближний Восток и Центральная Азия	1,6	-2,6	4,3	2,3	2,0	3,4	3,9
Саудовская Аравия	0,8	-4,3	3,9	8,7	0,8	4,0	4,2
Латинская Америка и Карибский Бассейн	0,2	-7,0	7,3	4,1	2,3	2,3	2,4
Бразилия	1,2	-3,3	5,0	2,9	3,1	1,5	1,9
Мексика	0,3	-8,7	5,8	3,9	3,2	2,1	1,5
Африка южнее Сахары	3,2	-1,6	4,7	4,0	3,3	4,0	4,1
Нигерия	2,2	-1,6	3,6	3,3	2,9	3,1	3,1
ЮАР	0,3	-6	4,7	1,9	0,9	1,8	1,6

Источник: [МВФ](#)

Таблица 2. Динамика квартального ВВП г/г по ключевым странам, в %

Страна / регион	2021				2022				2023		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
США	1,6	11,9	4,7	5,4	3,6	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	2,9
РФ	-0,7	10,5	4,3	5	3,5	-4,1	-3,7	-2,7	-1,9	4,9	5,5
Великобритания	-6,1	23,6	6,8	6,6	8,7	4,4	1,9	0,6	0,2	0,6	0,6
Индия	2,5	21,6	9,1	5,2	4	13,1	6,2	4,5	6,1	7,8	7,1
Еврозона	-1,1	14,4	3,7	4,6	5,5	4,4	2,3	1,7	1,1	0,5	0,1
Япония	-3,9	1,9	-3,6	4,6	-0,5	3,5	-0,8	0,1	2,7	4,8	-2,1
КНР	18,7	8,3	5,2	4,3	4,8	0,4	3,9	2,9	4,5	6,3	4,9
Сауд. Аравия	-3	1,8	7	6,7	9,9	12,2	8,8	5,5	3,8	1,2	-4,5

Источник: составлено на основе данных [BEA](#), [Investing](#), [Statista](#)

Таблица 3. PMI Composite Output Index

Страна/ регион	2022											
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Мир	51,4	53,4	52,7	51	51,5	53,5	50,8	49,3	49,7	49	48	48,2
США	51,1	55,9	57,7	56	53,6	52,3	47,7	44,6	49,5	48,2	46,4	45
КНР	50,1	50,1	43,9	37,2	42,2	55,3	54	53	48,5	48,3	47	48,3
Еврозона	52,3	55,5	54,9	55,8	54,8	52	49,9	48,9	48,1	47,3	47,8	49,3
Великобрит-я	54,2	59,9	60,9	58,2	53,1	53,7	52,1	49,6	49,1	48,2	48,2	49
Япония	48,8	45,8	50,3	51,1	52,3	53	50,2	49,4	51	51,8	48,9	49,7
Россия	50,3	50,8	37,7	44,4	48,2	50,4	52,2	50,4	51,5	45,8	50	48
Индия	53	53,5	54,3	57,6	58,3	58,2	56,6	58,2	55,1	55,5	56,7	59,4
	2023											
Мир	49,8	52,1	53,4	54,2	54,4	52,7	51,7	50,6	50,5	50	50,4	
США	46,8	50,1	52,3	53,4	54,3	53,2	52	50,2	50,2	50,7	50,7	
КНР	51,1	54,2	54,5	53,6	55,6	52,5	51,9	51,7	50,9	50	51,6	
Еврозона	50,3	52	53,7	54,1	52,8	49,9	48,6	46,7	47,2	46,5	47,6	
Великобрит-я	48,5	53,1	52,2	54,9	54	52,8	50,8	48,6	48,5	48,7	50,7	
Япония	50,7	51,1	52,9	52,5	54,3	52,1	52,2	52,6	52,1	50,5	49,6	
Россия	49,7	53,1	56,8	55,1	54,4	55,8	53,3	55,9	54,7	53,6	52,4	
Индия	57,5	59	58,4	61,6	61,6	59,4	61,9	60,9	61	58,4	57,4	

Примечание. Здесь и далее: ■ - значение индекса > 50, рост, ■ - значение индекса < 50, спад
■ - значение индекса = 50 (стабилизация на уровне прошлого месяца)

Источник: IHS Markit

Таблица 4. PMI Services Business Activity Index

Страна/ регион	2022											
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Мир	51,0	54	53,4	52,2	52,2	53,9	51,1	49,2	50,0	49,2	48,1	48,1
США	51,2	56,5	58	55,6	53,4	52,7	47,3	43,7	49,3	47,8	46,2	44,7
КНР	51,4	50,2	42	36,2	41,4	54,5	55,5	55,0	49,3	48,4	46,7	48,0
Еврозона	51,1	55,5	55,6	57,7	56,1	53,0	51,2	49,8	48,8	48,6	48,5	49,8
Великобрит-я	54,1	60,5	62,6	58,9	53,4	54,3	52,6	50,9	50,0	48,8	48,8	49,9
Япония	47,6	44,2	49,4	50,7	52,6	54,0	50,3	49,5	52,2	53,2	50,3	50,3
Россия	49,8	52,1	38,1	44,5	48,5	51,7	54,7	49,9	51,1	43,7	48,3	45,9
Индия	51,5	51,8	53,6	57,9	58,9	59,2	55,5	57,2	54,3	55,1	56,4	58,5
	2023											
Мир	50,1	52,6	54,4	55,4	55,5	54,0	52,7	51,1	50,8	50,4	50,6	
США	46,8	50,6	52,6	53,6	54,9	54,4	52,3	50,5	50,1	50,6	50,8	
КНР	52,9	55,0	57,8	56,4	57,1	53,9	54,1	51,8	50,2	50,4	51,5	
Еврозона	50,8	52,7	55	56,2	55,1	52,0	50,9	47,9	48,7	47,8	48,7	
Великобрит-я	48,7	53,5	52,9	55,9	55,2	53,7	51,5	49,5	49,3	49,5	50,9	
Япония	52,3	54,0	55,0	54,9	55,9	54	53,8	54,3	53,8	51,6	50,8	
Россия	48,7	53,1	58,1	55,9	54,3	56,8	54	57,6	55,4	53,6	52,2	
Индия	57,2	59,4	57,8	62,0	61,2	58,5	62,3	60,1	61,0	58,4	56,9	

Источник: IHS Markit

Таблица 5. PMI Manufacturing

Страна/ регион	2022											
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Мир (Output Index)	51,3	52,2	51	48,6	49,7	52,5	51,1	50,3	49,8	49,4	48,8	48,6
США	55,5	57,3	58,8	59,2	57	52,7	52,2	51,5	52	50,4	47,7	46,2
КНР	49,1	50,4	48,1	46	48,1	51,7	50,4	49,5	48,1	49,2	49,4	49
Еврозона	58,7	58,2	56,5	55,5	54,6	52,1	49,8	49,6	48,4	46,4	47,1	47,8
Великобрит-я	57,3	58	55,2	55,8	54,6	52,8	52,1	47,3	48,4	46,2	46,5	45,3
Япония	55,4	52,7	54,1	53,5	53,3	52,7	52,1	51,5	50,8	50,7	49	48,9
Россия	51,8	48,6	44,1	48,2	50,8	50,9	50,3	51,7	52	50,7	53,2	53
Индия	54,8	54,9	54	54,7	54,6	53,9	56,4	56,2	55,1	55,3	55,7	57,8
	2023											
Мир (Output Index)	49,1	50,8	50,6	50,8	51,4	49,2	48,9	49,4	49,8	48,9	49,9	
США	46,9	47,3	49,2	50,2	48,4	46,3	49	47,9	49,8	50	49,4	
КНР	49,2	51,6	50	49,5	50,9	50,5	49,2	51	50,6	49,5	50,7	
Еврозона	48,8	48,5	47,3	45,8	44,8	43,4	42,7	43,5	43,4	43,1	44,2	
Великобрит-я	47	49,3	47,9	47,8	47,1	46,5	45,3	43	44,3	44,8	47,2	
Япония	48,9	47,7	49,2	49,5	50,6	49,8	49,6	49,6	48,5	48,7	48,3	
Россия	52,6	53,6	53,2	52,6	53,5	52,6	52,1	52,7	54,5	53,8	53,8	
Индия	55,4	55,3	56,4	57,2	58,7	57,8	57,7	58,6	57,5	55,5	56	

Источник: IHS Markit

I. Мировая экономика в 2023–2024 гг.

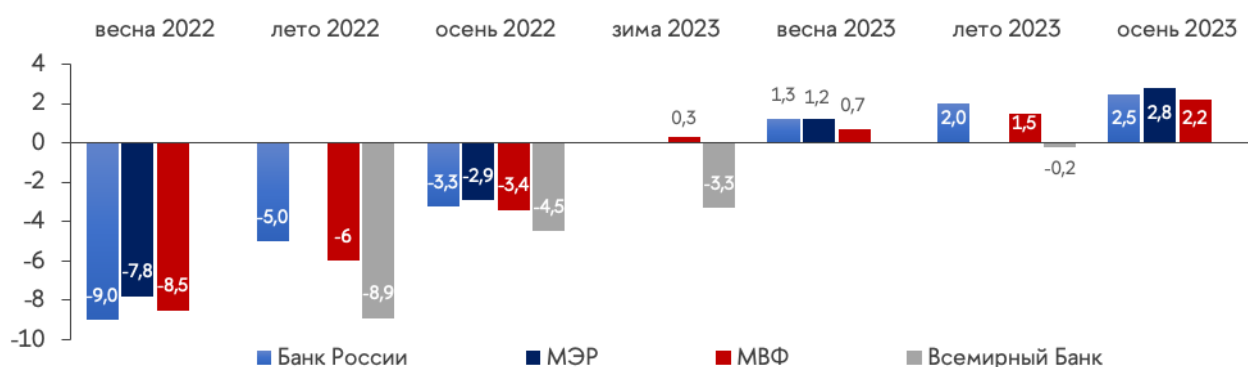
1. Экономический рост и мировая торговля: замедление динамики

1.1. Развивающиеся рынки – позитивные тенденции и неожиданные решения

Экономика России: устойчивость к санкциям при повышенной инфляции

В 2023 г. российская экономика продолжила демонстрировать высокую степень устойчивости к санкционному давлению, второй год подряд прогнозы улучшаются в течение года. Так, согласно прогнозам российских ведомств и международных организаций от начала 2023 г., по итогам года ожидался спад ВВП от 0 до -3% г/г, однако, к концу текущего года прогнозы были улучшены до +2–3% г/г (см. Рис. 1). Более позитивная, чем ожидалось, динамика связана с успешной адаптацией к санкциям, в частности, к эмбарго и потолку цен на нефть и нефтепродукты, со стороны стран Запада (которые начали действовать с декабря 2022 г. и февраля 2023 г. соответственно), высоким уровнем бюджетного стимулирования и ростом оборонной отрасли, диверсификацией географических направлений торговли и потребительским бумом. Кроме этого, дополнительный вклад в экономику вносит постепенное замещение российскими компаниями рыночных ниш, освободившихся после ухода иностранных компаний из России (в частности, услуги ИТ, программное обеспечение). Однако на фоне данных успехов происходило резкое обесценение рубля (на 31% за январь–декабрь 2023 г.) и ускорение инфляции в 3-4Q23 (с 2,5-3,5% г/г весной до 7,5% г/г в ноябре; рост цен за последние три года составил 30%). Это существенно замедлило динамику реальных доходов населения.

Рис. 1. Прогнозы динамики ВВП России в 2022–2023 гг.



Источник: составлено на основе данных Банка России, МЭР, IMF, World Bank

Среди наиболее быстрорастущих отраслей можно выделить обрабатывающие производства (+10,6% г/г) и сельское хозяйство (+4,3% г/г), а также отрасли, рост которых связан с повышением потребительского спроса в 2023 г.: оптовая и розничная торговля (+21,5% г/г и +11,1% г/г соответственно), строительство (+8,2% г/г) и оказание платных услуг населению (+5,1% г/г). Обрабатывающая промышленность продемонстрировала рост 10,6% г/г, что преимущественно связано с увеличением производства оборонно-промышленной продукции, в частности, в области производства компьютеров, электронных и оптических изделий (+34,1% г/г), готовых металлических изделий (+30,6% г/г) и

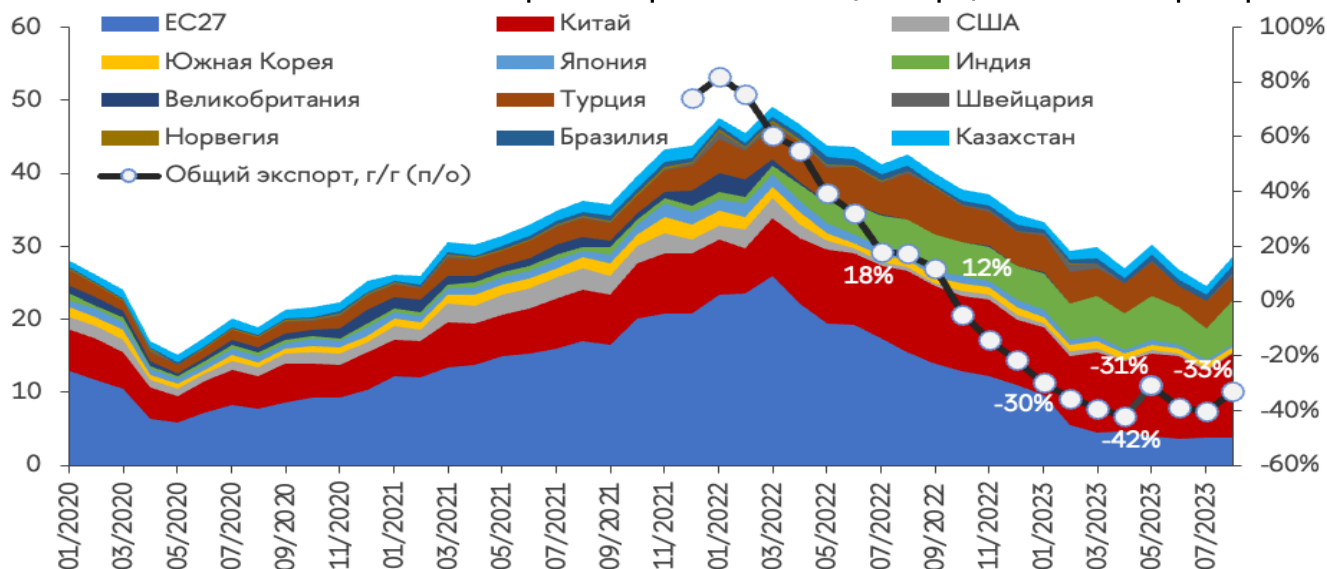
электрического оборудования (+22,6% г/г). Среди активно растущих отраслей обрабатывающей промышленности, не связанных с оборонно-промышленным комплексом, можно выделить производство мебели (+24% г/г), кожи и изделий из кожи (+12,3% г/г) и др.

Высокий уровень бюджетного стимулирования стал одним из ключевых факторов роста российской экономики в условиях санкционных ограничений. В 2023 г. наблюдался большой бюджетный импульс, направленный в промышленность, преимущественно в оборонно-промышленный комплекс. По оценкам [Минфина РФ](#), за 10М23 расходы федерального бюджета составили $\text{₽}24,3$ трлн (+11,7% г/г). Несмотря на падение нефтегазовых доходов, к концу 2023 г. доходы федерального бюджета достигли прошлогоднего уровня ввиду роста налоговых поступлений, составив $\text{₽}23,1$ трлн за 10М23 (+4,4% г/г). Дефицит бюджета составил $\text{₽}1,2$ трлн. Ожидается, что бюджетный импульс в 2023 г. станет рекордным и [достигнет 5% ВВП](#) (около $\text{₽}8,3$ трлн). [Ужесточение денежно-кредитной политики](#) со стороны Банка России (с лета 2023 г.) будет снижать эффект бюджетного стимулирования в 2024 г. за счет снижения темпов кредитования в 2024 г.

Переориентация торговли в страны Азии и Африки также оказала влияние на устойчивость экономики РФ. За 9 месяцев 2023 г. стоимостные объемы экспорта РФ в азиатские страны выросли на 10%, объемы импорта – на 40%. За тот же период экспорт в Африку увеличился в 1,5 раза, а импорт – на 10% в стоимостном выражении. [По оценкам Федеральной таможенной службы \(ФТС\)](#), на данный момент 70% товарооборота России приходится на торговлю с азиатскими странами, в то время как доля стран ЕС составляет 16%.

Тем не менее, стоимостные объемы экспорта товаров из России упали (-29% г/г за три квартала 2023 г.). Это произошло из-за сокращения доходов от экспорта газа в годовом выражении, а также на фоне более низких, чем в прошлом году, нефтяных цен и действия эффектов «потолка» цен на нефть. Последний проявился в 1К23, однако, к середине года произошла адаптация, и дисконт цен на Urals снизился и был на уровне 2022 г.

Рис. 2. Стоимостные объемы экспорта товаров из России, \$ млрд, основные партнеры



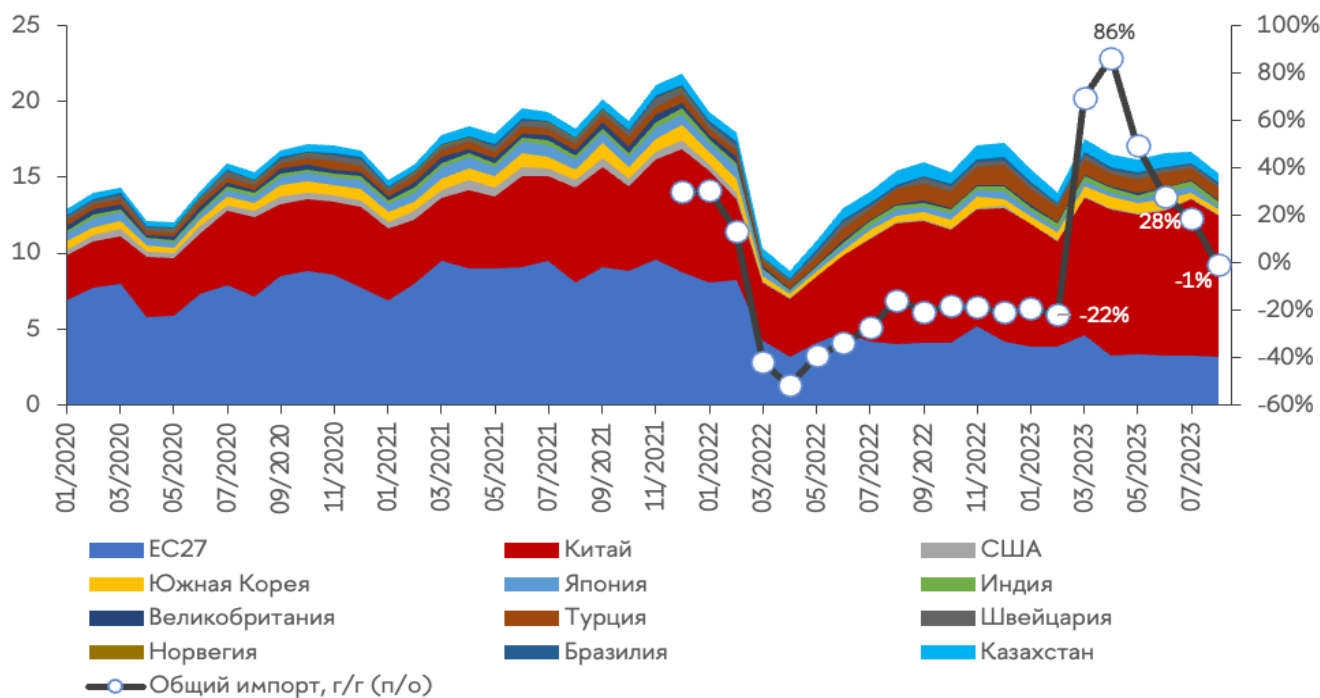
Источник: составлено на основе данных центра [Bruegel](#)

В 3К23 снижение экспорта замедлилось ввиду улучшения динамики цен на нефть, экспорта сельскохозяйственной продукции и диверсификации направлений экспортных поставок (см. Рис. 2). В отличие от нефтяного экспорта, переориентировать поставки газа полностью не удалось из-за инфраструктурных ограничений. Так, экспорт российского газа (-34% г/г в физическом выражении; -69% г/г – в стоимостном за 11М23), продолжает снижаться из-за сокращения поставок трубопроводного газа в Европу и нормализации цен на мировом рынке по сравнению с 2022 г.

Стоимостные объемы импорта товаров в Россию с января по сентябрь 2023 г., напротив, выросли с \$180,3 млрд до \$213,3 млрд, что связано с увеличением поставок из других стран (см. Рис. 3), которые полностью компенсировали импорт из ЕС. Расширение импорта на фоне снижения экспорта, трудностей и задержек (издержки конвертации выручки из валют «дружественных» стран в долл. США и евро) возврата валютной выручки привели к ослаблению рубля к долл. США: на 40% за январь-сентябрь 2023 г. и на 31% за январь-декабрь 2023 г. В августе и октябре курс достигал отметок в 100 руб. за долл. США.

Введение механизма обязательной продажи валютной выручки с октября (хоть и несколько с опозданием) позволило стабилизировать курс, однако обесценение уже летом начало вносить вклад в ускорение инфляции: с 2,5–3,5% г/г весной до 7,5% г/г в ноябре; рост цен за два года составил 20% и 30% – за три года). Это замедлило рост реальных доходов населения, которые по итогам 3К23 увечились на 5,1% г/г (по данным Росстата). Несмотря на восстановительный рост, реальные доходы населения в 2023 г. все еще на 1,5% ниже, чем в 2013 г. (по данным на сентябрь).

Рис. 3. Стоимостные объемы импорта товаров в Россию, \$ млрд, основные партнеры



Источник: составлено на основе данных центра [Bruegel](https://www.bruegel.org/)

Потребительский бум также стал одним из факторов устойчивости экономики РФ в условиях санкций. Рост потребления в 2023 г. объясняется отложенным спросом последних

лет, а также увеличением бюджетных расходов и размера заработной платы на фоне низкого уровня безработицы. Кроме того, весной начали увеличиваться [темпы роста потребительского кредитования](#) (от +10,3% г/г в марте до +23% г/г в сентябре), которые достигли пика в августе-сентябре ввиду того, что заемщики стремились оформить кредиты до повышения ключевой ставки. Драйвером роста портфеля потребительских кредитов стали [ипотечные кредиты](#), которые в сентябре достигли рекордного значения – ¥944 млрд (+86% г/г). Учитывая ужесточение денежно-кредитной политики, стоит ожидать, что к концу 2023 - началу 2024 г. население перейдет к сберегательной модели поведения.

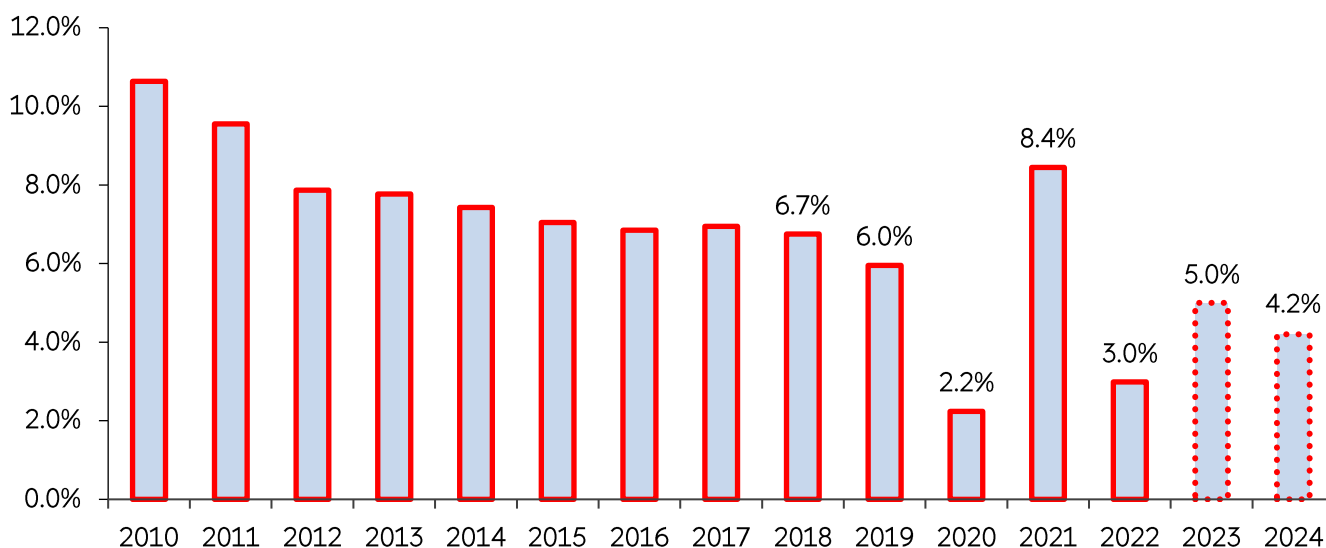
Ожидания 2024–2025 гг. После восстановительного роста 2023 г. в 2024–2025 гг. ожидается замедление динамики ВВП до 0,5-1,5% в 2024 г. и 1,5-2% в 2025 г. [по оценкам ЦБ](#), до 2,3% в 2024-2025 гг. по оценкам Минэкономразвития и до 1-1,1% по оценкам МВФ. Это связано с эффектами жесткой монетарной политики со стороны ЦБ, снижением эффектов заполнения образовавшихся ниш на российском рынке и бюджетного стимула, замедлением темпов роста экономики КНР (ключевого торгового партнера).

Перспективы роста российской экономики будут определяться следующими факторами: i) внешнеэкономической конъюнктурой (в т.ч. благоприятными условиями на рынке нефти в 2024 г. с учетом консолидированной позиции ОПЕК+ и ростом сельскохозяйственного экспорта); ii) эффективностью адаптации к санкционным вызовам и внутренней структурной политики (развитие несырьевых производств и точек роста, повышение качества экономических институтов и деловой среды); iii) силой санкционного давления.

Восстановление экономики КНР после снятия карантинных ограничений и среднесрочные вызовы для экономики

После относительно невысоких темпов роста ВВП в 3% в 2022 г. китайскими властями в 2023 г. была поставлена цель достичь темпов роста ВВП в 5%, что, впрочем, все равно значительно ниже средних допандемийных 7%. При этом в 2К23 и 3К23 рост ВВП был на уровне 6,3% и 4,9% г/г соответственно (Табл. 2).

Рис. 4. Темпы роста ВВП КНР



Источник: МВФ

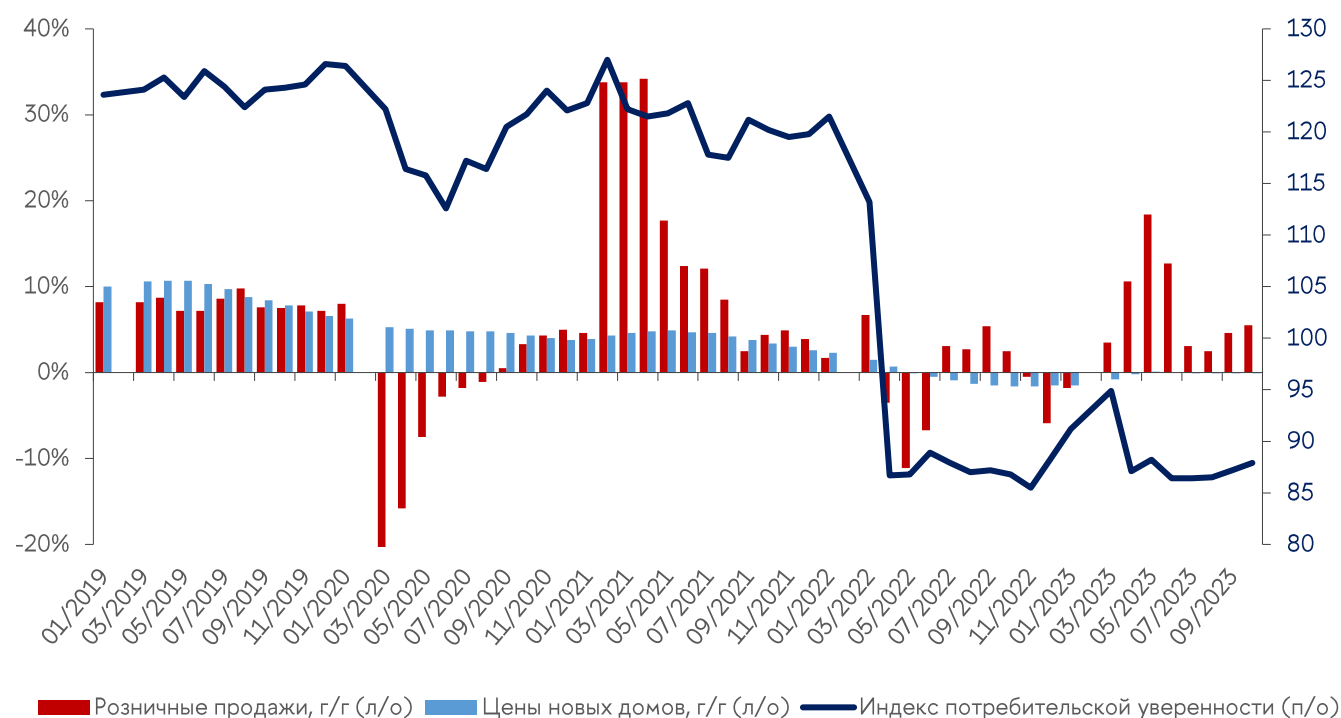
Согласно [прогнозам](#) МФВ, рост ВВП в 2023 г. составит 5,0% г/г и 4,2% в 2024 г., рейтинговое агентство Moody's [даёт](#) менее позитивный прогноз – 4% в 2024 г. Такое замедление темпов роста связано как с долгосрочными факторами – перестройкой китайской экономики на новую модель развития, соответствующую странам со средним уровнем дохода, так и рядом внутренних и внешних проблем, с которыми экономика Китая столкнулась после отмены политики нулевой терпимости к COVID-19 в 2023 г. К ним относятся кризис на рынке недвижимости, дефляция, отток ПИИ, замедление внешнего спроса, повышение уровня заработных плат и санкционное давление, которые несколько остужают стимулы к размещению иностранных производств в КНР.

Неуверенное восстановление спроса в 2023 г. В 2023 г. происходило постепенное восстановление внутреннего спроса, однако, его темпы все еще ниже докризисных. Спрос на недвижимость отставал от общего спроса, а внешний спрос большую часть года был ниже уровней 2022 г., за счет чего вносил отрицательный [вклад](#) в рост ВВП в 2023 г. Рост ВВП в 2023 г. на 67-95% объяснялся конечным потреблением.

Объемы розничных продаж в 2023 г. после восстановительного роста весной, были на уровне [3-7%](#) г/г летом и осенью 2023 г., что ниже «обычных» для КНР докризисных 10% г/г. Лишь в ноябре 2023 г. они вышли на этот уровень, однако, в целом уровень потребительской уверенности в 2023 г. на треть [ниже](#), чем в 2018-2021 гг. (85-95 пунктов в 2023 г. vs 110-125 в 2018-2021 гг.).

Годовые темпы роста потребительских расходов [достигли](#) 8,8% в 3К23 (vs 15,1% в 3К21 и 5,7% в 3К19), рост расходов за 3К23 и 3К22 относительно 3К21 составил 10,4%. При этом самые высокие темпы роста наблюдаются в спросе на услуги, а самые [низкие](#) – на недвижимость (6,4% г/г 3К23 vs 10,3% г/г 3К19).

Рис. 5. Розничные продажи, цены новых домов и индекс потребительской уверенности в КНР



Источник: Investing

Несмотря на восстановление внутреннего спроса, внешний спрос продолжал снижаться на фоне замедления в развитых странах – ключевых торговых партнерах КНР. Экспорт Китая [падал](#) в годовом исчислении в 10M22-10M23 за исключением марта и апреля (-5,6% за 10M23). Кроме того, впервые за 25 лет наблюдался отток ПИИ [в размере](#) \$11,8 млрд: ПИИ в сектор услуг сократились на 15,9% до 672,1 млрд юаней, а в промышленном секторе увеличились на 1,9% до 283,4 млрд юаней.

Продолжающиеся проблемы сектора недвижимости. Одним из ограничителей роста экономики Китая является рынок недвижимости. Основные проблемы связаны с тем, что:

- i) Спрос на жилье падает: произошло снижение объема ипотечного кредитования на 1,3% с марта по сентябрь 2023 г. При этом активный рост остановился в 2K22 (0,26% г/г 2K23 vs 8.89% г/г 2K22). Для поддержания спроса банки [упрощают](#) условия оформления ипотеки: понижены требования к размеру первоначального взноса с 25% до 20% для покупателей первого жилья и с 40% до 30% - для второго. В КНР проведена реформа регулирования минимальных процентных ставок на ипотеку, в рамках которой города будут определять собственные минимальные значения в соответствии с конъюнктурой рынка. Ожидается, что данные меры сделают ипотеку доступнее и помогут увеличить продажи застройщиков.
- ii) Цены на недвижимость [снижаются](#) с мая 2022 г., хотя темпы падения в 2023 г. замедлились (-1% г/г в среднем в 5M22-4M23 vs и -0,12% в среднем в 7M23-11M23, однако, в 2019-2021 гг. цены росли темпами 5-10% в год). Подобная динамика цен дополнительно снижает спрос населения, т.к. теряется стимул покупать новую недвижимость как способ сохранения сбережений.
- iii) Китайские девелоперы продолжают нести убытки и сталкиваться с нехваткой ликвидности: [18 из 38](#) государственных девелоперов сообщили о предварительных убытках за шесть месяцев 2023 г., по сравнению с 11 за весь 2022 г. Так, китайский девелопер Evergrande, который в 2021 г. оказался на грани дефолта, в 2023 г. подал [заявление](#) о банкротстве. Крупнейший застройщик Country Garden после серии убытков в октябре не произвел [выплаты](#) по облигациям иностранных держателей на \$22,5 млн.

В 2023 г. индекс акций китайских девелоперов продолжил падение, начавшееся еще с 2020 г., и достиг [14-летнего минимума](#). Чтобы поддержать застройщиков, в январе 2023 г. был представлен [план](#) помощи с финансированием и продлением сроков погашения долгов по «трем красным линиям» - уровню закредитованности компаний. Однако инвестиции в недвижимость продолжают падать второй год подряд (- 9,4% г/г за 11M23), ожидаемого отскока от подобных мер не произошло. Падение продолжается с апреля 2022 г. С учетом низкого уровня потребительской уверенности можно ожидать, что проблема сохранится и в 2024 г.

Появление дефляции в 2023 г. и вызовы для 2024 г. На фоне слабого внешнего спроса, снижения спроса на недвижимость, а также замедления темпов роста потребления с середины 2023 г. была зафиксирована [дефляция](#): -0,3% г/г в июле и -0,5% г/г в ноябре. Чтобы поддержать спрос и стимулировать экономику НБК дважды за 2023 г. [снижал](#) ключевую ставку на 10 б.п. (с 3,65% до 3,45%) и [снизил](#) норму резервирования с 11,00% до 10,75%. В марте также был [принят](#) проект госбюджета с рекордным дефицитом в размере

3,88 трлн юаней или 3% ВВП (vs 3,37 трлн юаней (2,8%) в 2022 г.). 24 октября на заседании ПК ВСНП было [утверждено](#) увеличение дефицита госбюджета за 2023 г. с 3% ВВП до 3.8% ВВП. В декабре Политбюро обозначило [планы](#) на 2024 г. по проведению стимулирующей фискальной политики.

При этом возможности ослаблять ДКП и проводить стимулирующую бюджетно-налоговую политику (БНП) в 2023 г. осложнились ослаблением юаня к доллару: за первые 9 месяцев 2023 г. курс [вырос](#) с 6,7 до 7,34 юаней за доллар, и только начиная с ноября, курс начал падать и на 18.12.23 составил 7,13 юаней за доллар. Этим обуславливается отсутствие каких-либо радикальных мер по стимулированию экономики: стабильный юань [важен](#) для формирования к нему доверия как к международной резервной валюте (за 10 месяцев 2023 г. доля юаня в международных расчетах [выросла](#) с 1,9% до 3,6%).

Ключевыми ограничителями для роста в 2024 г. при прочих равных условиях будут все еще подавленный внешний спрос, низкий уровень потребительской уверенности и темпов роста внутреннего спроса, включая спрос на недвижимость, который фактически не позволяет вернуться важному драйверу роста ВВП со стороны сектора строительства.

Индия как одна из самых быстрорастущих экономик региона

В 2023/24 финансовом году (далее – ф.г.) Индия является одной из самых быстрорастущих крупных [экономик мира](#). Реальный ВВП с апреля по сентябрь 2023 г. [вырос](#) на 7,7% г/г за счет увеличения валового накопления основного капитала и роста экспорта товаров и услуг (в т.ч. реэкспорта). Реальная валовая добавленная стоимость за 2К23/24 ф.г. [выросла](#) на 7,4% г/г, наблюдается рост экономической деятельности во всех секторах, особенно в секторе услуг, обрабатывающей промышленности и строительстве. С учетом высокого роста экономики Индии в 1П23 (на 7,6% г/г) ожидаем, что по итогам текущего года ее рост существенно превысит ожидания МВФ.

Ожидается, что реальный ВВП Индии будет расти в среднем на [6,3% в год](#) в ближайшие пять лет за счет i) накопления капитала (капитал внесет 3,4 п.п. в средний рост ВВП до конца десятилетия); ii) повышения производительности труда ([1,9 п.п.](#) роста ВВП благодаря созданию физической и цифровой инфраструктуры); iii) государственной программы развития [инфраструктуры](#) (создается [Секретариат по финансированию инфраструктуры](#) для увеличения объема частных инвестиций в инфраструктуру, включая железные дороги, автодороги, городскую инфраструктуру и энергетику); iv) [сдвига](#) инвестиционной активности из Китая в Индию, v) благоприятных демографических показателей (в апреле 2023 г. Индия [обогнала](#) Китай и стала самой населенной страной в мире). Однако несмотря на быстрый экономический рост, в Индии все еще остаются проблемы, такие как низкий уровень жизни населения, бедность, высокий уровень неравенства и низкая доступность инфраструктуры, что будет оказывать давление на динамику ВВП.

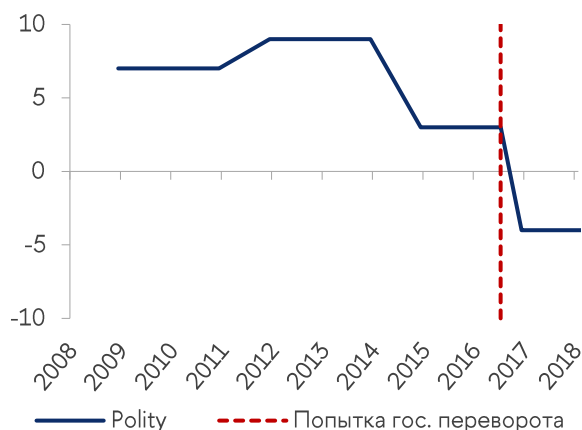
Смена монетарной политики в Турции: эра повышения ставок

Президент Турции сохраняет контроль над органами фискальной и монетарной власти, стабилизационная политика зависит от президента в гораздо большей степени, чем от любых иных институтов внутри политической системы. При этом до недавнего времени президент [придерживался](#) неортодоксальных взглядов: сам он обосновывал свои взгляды

принципами исламского финансирования, запрещающими неоправданное приращение капитала при займе, а экспертное сообщество считало его сторонником неофишеризма (теории о том, что повышение ставок способствует росту инфляции).

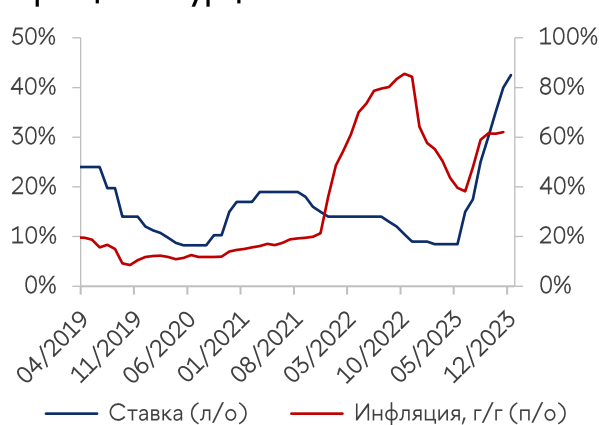
В результате, находясь в зависимости от решений президента, Центральный банк вплоть до середины 2023 г. придерживался крайне мягкой политики: несмотря на то, что в октябре 2022 г. Турция имела рекордную инфляцию в 85,5%, в ноябре ЦБ снизил недельную ставку РЕПО с 10,5% до 9%.

Рис. 6. Значение индекса Polity для Турции, 2008-2018 гг.



Источник: PolityProject

Рис. 7. Уровень процентных ставок и инфляции в Турции с 2019 г.



Источник: Центральный Банк Турции

После победы Р.Т.-Эрдогана на президентских выборах в мае 2023 г. главой ЦБ была назначена Х. Г. Эركان, а министром финансов стал М. Шимшек. В результате новых назначений, ЦБ начал цикл ужесточения ДКП, и ставка ЦБ Турции выросла с 8,5% в мае до 42,5% в декабре. От нового министра финансов, в свою очередь, также ожидалось введение более консервативной фискальной политики. [Ожидания](#) инвесторов оправдались: власти в июле [повысили](#) налоги на бензин, подняли НДС на 2 п.п. и корпоративные налоги на 5 п.п., что должно способствовать сокращению дефицита бюджета и замедлению инфляции.

При этом никаких фундаментальных изменений в экономике не произошло. В Турции по-прежнему сохраняется высокая и ускоряющаяся инфляция (62% г/г в ноябре против 38,2% г/г в июне текущего года), что в значительной степени связано с фундаментально высокими инфляционными ожиданиями, повышением [заработных плат](#) на 34% в июле 2023 г., обещанным в преддверие выборов, а также [ростом расходов](#) на газ в декабре на фоне холодной зимы. Проинфляционные риски в 2024 г. остаются высокими – в том числе из-за вероятного роста расходов в преддверии муниципальных выборов в марте и дальнейшего повышения минимальной заработной платы.

До президентских выборов высокая инфляция не приводила к изменению монетарной политики, едва ли она могла быть причиной после президентских выборов, и все еще нельзя говорить о восстановлении независимости Центрального банка. Это понимают как граждане, так и инвесторы, что продолжит ограничивать Центральный банк в управлении инфляционными ожиданиями и препятствовать формированию доверия инвесторов.

Риски и перспективы экономического эксперимента избранного президента Х. Милея в Аргентине

Победа Хавьер Милея на президентских выборах в Аргентине предвещает множество новшеств для национальной экономики. Ещё в предвыборной кампании новый президент [говорил](#) о намерении i) провести либерализацию экономики; ii) ликвидировать Центральный банк, который, по его словам, является причиной гиперинфляции; iii) отказаться от обесценивающегося песо и перейти на доллар США (т.е. установить валютный совет). Во время инаугурационной речи новый президент снизил градус радикальности и говорил о применении шоковой терапии, сожалея, что ей нет альтернатив, и ожидая ухудшения ситуации в краткосрочной перспективе. Тем не менее, через несколько недель новый министр экономики поспешил [напомнить](#), что цель по долларизации остается и шоковая терапия – первый этап на пути к этой цели.

Эта шоковая терапия [предполагает](#): i) девальвацию песо по отношению к доллару США более чем на [50%](#), что приведёт к удорожанию импорта; ii) снижение государственных расходов, в том числе сокращение бюджетных рабочих мест на 34%, что увеличит итак высокий уровень безработицы ([6,9%](#) на сентябрь 2023 г.) и может спровоцировать рост теневой экономики; iii) сокращение субсидий в энергетической и транспортной отрасли, что увеличит конечную цену товара для потребителя и другие меры; iv) проведение масштабных [реформ по либерализации](#) экономики, включая отмену законов «Об аренде» (снять лимиты повышения цен на рынке недвижимости), «О земле» (дать право иностранным лицам владеть землей) и «О поставках» (убрать регуляторные нормативы цен и прибыли частных компаний), отказ от регулирования цен со стороны Министерства экономики, снятие запрета на приватизацию госкомпаний, реформу Таможенного кодекса (в т.ч. отмену запрета на экспорт), изменение режима труда и др.

В случае введения этих [мер](#) в ближайшие годы инфляция может ускориться еще сильнее, чем ожидает МВФ (сейчас [прогноз](#) составляет 93,7% на 2024 г. и 54,1% на 2025 г.), а давление на экономическую активность – увеличиться. Для смягчения негативных последствий для населения государство планирует [увеличить таргетированные социальные трансферты](#), например, планируется удвоение плана пособий за рождение детей и увеличение программы продовольственных карточек на 50%. Такие меры имеют целевой характер и направлены на минимальную поддержку нуждающейся части населения, а не на качественное улучшение благосостояния граждан. Реализация этих мер, однако, сопряжена с рядом сложностей, в числе которых вопрос согласования реформ парламентом страны (элита высказывается против либерализации, а сторонников Х. Милея в Конгрессе гораздо меньше, чем его оппонентов) и социально-экономическая ситуация Аргентины, в т.ч. череда дефолтов по суверенному долгу (в 2001 г., 2014 г., 2020 г.), фундаментально высокая инфляция (годовой уровень инфляции в 2002 г. составил 25,4%, к 2019 – 53,5%, к 2023 г. – 121,7%), высокий уровень неравенства и бедности. Шоковая терапия может выполнить свою роль замедления инфляции, но масштабы негативных эффектов в краткосрочной перспективе будут огромными. Поэтому реформы – по всей видимости – либо не будут приняты, либо будут введены только частично.

Одним из самых обсуждаемых вопросов остается намерение перехода на доллар США. В последние 25 лет такой шаг предпринимался только в четырех странах: Восточный Тимор и Эквадор (с 2000 г.), Сальвадор (2001 г.) и Зимбабве (2009 г.).

Таблица 6. Некоторые показатели стран, где был осуществлен или планируется переход с национальной валюты на доллар США в XXI в.

страна	Индикатор	Год до перехода	Год перехода	Год после перехода	Следующие 5 лет ^{CP}
Восточный Тимор	ВВП, % г/г	0,8	5	16,3	2,16
	ВВП на душу населения, текущие цены	н/д	420	539	509
	ВВП на душу населения, ППС	н/д	1 270	1 490	1 400
	Инфляция, % дек/дек	20,5	3,7	3,6	3,9
	Торговый оборот с США, % вн. торговли	н/д	н/д	н/д	н/д
Эквадор	ВВП, % г/г	-4,7	1,1	4	4,86
	ВВП на душу населения, \$	1 600	1 460	1 910	2 450
	ВВП на душу населения, ППС	5 790	5 900	6 140	6 766
	Инфляция, % дек/дек	96,1	37,7	12,5	6,3
	Торговый оборот с США, % вн. торговли	35,2%	32,8%	31,0%	31,5%
Сальвадор	ВВП, % г/г	1,1	0,9	1,6	2,2
	ВВП на душу населения, текущие цены	1 980	2 050	2 110	2 332
	ВВП на душу населения, ППС	4 410	4 530	4 650	5 070
	Инфляция, % дек/дек	2,3	3,7	1,9	3,44
	Торговый оборот с США, % вн. торговли	63,9%	65,5%	64,0%	54,4%
Зимбабве	ВВП, % г/г	-16,3	7,4	19,7	11
	ВВП на душу населения, текущие цены	790	975	1 130	1 342
	ВВП на душу населения, ППС	1 470	1 570	1 880	2 314
	Инфляция, % дек/дек	157	6,2	3	2,3
	Торговый оборот с США, % вн. торговли	3,2%	3,7%	9,7%	4,2%
Аргентина	ВВП, % г/г	5	-2,5	2,8	2,9
	ВВП на душу населения, \$	13 300	13 390	13 390	13 904
	ВВП на душу населения, ППС	22 480	26 510	27 580	29 844
	Инфляция, % дек/дек	72,4	121,7	93,7	51,9
	Торговый оборот с США, % вн. торговли	10%	н/д	н/д	н/д

Источник: IMF, UN Comtrade Database

Причиной перехода на доллар США для всех этих стран являлся высокий уровень инфляции и/или [неофициальное использование](#) доллара США жителями и бизнесом страны. Основываясь на кейсах четырёх стран, можно сказать, что с переходом на доллар в течение

5 лет достигалось существенное замедление инфляции и ускорение роста ВВП. Однако это – не следствие исключительно этого шага, а скорее результат совокупного эффекта внешних факторов (в т.ч. периода относительно высокого роста мировой экономики с 2000 по 2007 гг., и с 2010 по 2019 гг., а также роста цен на ресурсы).

Ситуация в мировой экономике, однако, сегодня не благоприятствует такому переходу в условиях высоких рисков волатильности цен на сырьевые товары, фрагментации, деглобализации и общего замедления мирового экономического роста. При этом в средне- и долгосрочном периоде переход на доллар США создает проблемы, среди которых i) зависимость от внешней торговли, инвестиций и состояния экономики США; ii) невозможность проводить независимую монетарную политику; iii) уязвимость к внутренним политическим процессам в США и к мировой геополитической обстановке; iv) ограничения внешней политики и др. В этих условиях мы полагаем, что вопрос перехода на доллар с аргентинского песо носит скорее популистский характер и вряд ли будет реализован.

1.2. Развитые страны – различия в устойчивости к внешним вызовам

Факторы поддержки ВВП США

Реальный ВВП США в 3К23 в аннуализированном выражении вырос на 5,2% кв/кв (vs 2,1% кв/кв в 2К23 и 2,2% кв/кв в 1К23), где i) +2,4 п.п. роста пришлось на потребление д/х, из которых +1 п.п. – это товары (длительного и кратковременного срока пользования в почти равной степени) и +1,4 п.п. – услуги; ii) +1,8 п.п. – рост валовых частных внутренних инвестиций (в большей степени из-за снижения запасов в несельскохозяйственном секторе – +1,4 п.п.); iii) + 0,9 п.п. – государственные расходы. Большая часть роста ВВП США в 2023 г. была обеспечена потреблением и внутренней активностью, поскольку: i) процентная ставка, хотя и остается высокой, но сохраняется неизменной с июля (на уровне 5,25-5,50%); ii) общий долг домохозяйств вырос до \$17,3 трлн (+4,8% г/г), в т.ч. долг по кредитным картам впервые превысил \$1 трлн; iii) доля личных сбережений в процентах от располагаемого дохода в октябре составила 3,8% (+0,2 п.п. м/м), что ниже типичного значения; iv) реальная почасовая оплата труда в октябре выросла на 0,5% г/г.

По итогам 2023 г. МВФ ожидает, что реальный ВВП США достигнет 2,1% г/г, однако финальные оценки на конец года могут быть лучше ожиданий (рост ВВП за 9М23 составил 2,3% г/г).

В 2024 г. риски снижения экономической активности высокие на фоне i) потенциального замедления роста или снижения потребительских расходов (в т.ч. из-за низкого уровня личных сбережений, повышающейся долговой нагрузки в условиях высокой ставки); ii) вероятного снижения инвестиций в отдельных отраслях – в т.ч., в обрабатывающей промышленности, выпуск которой падал в 1К23 и 2К23, и в строительном секторе. При этом факторами поддержки экономики США в 2024 г. остаются бюджетные расходы на оборонный сектор и сопутствующие отрасли, на социальную сферу в преддверии выборов, а также экспорт (в т.ч. СПГ).

Околонулевой рост стран ЕС в 2023 г., перспективы и риски 2024 г.

Прошедший год для ЕС оказался непростым: по оценкам МВФ, экономический рост региона замедлится до 0,7%, что обусловлено спадом в Германии (-0,5%) и невысокими

темпами роста в Италии (0,7%) и Нидерландах (0,6%). Основными причинами замедления динамики выступили жесткая денежно-кредитная политика, бюджетные ограничения, снижение экспорта и энергетические вызовы (из-за более дорогой электроэнергии и газа), обусловившие переход промышленности к падению в 2023 г.

Второй год ужесточения монетарной политики в условиях устойчиво высокой инфляции оказал давление на инвестиции (ожидаемое замедление – до 1,2% в 2023 г.), рынок жилья и строительный сектор. Так, средняя ставка по кредитам на покупку жилья возросла с 2% в 2022 г. до 3,6% в 2023 г. На этом фоне снизился и спрос: согласно прогнозам, рост ипотечного кредитования достигнет многолетнего минимума и составит 1,5% в 2023 г. и 2,4% в 2024 г. по сравнению с 4,9% в 2022 г. Строительный сектор также ослаб – индекс PMI строительного сектора находится в зоне спада (значение индекса ниже 50) уже более года, а в октябре был достигнут 10-месячный минимум в 42,7. Сокращение было особенно явным во Франции и Германии; в последней зафиксировано самое резкое падение производства за последние 3,5 года.

Помимо этого, на фоне конфликта на Украине и прекращения поставок российского газа, ЕС столкнулся с почти двукратным увеличением стоимости электроэнергии и газа по сравнению с уровнем 2019 г. В первой половине 2023 г. средние цены на электроэнергию для домохозяйств, включая все налоги, в ЕС выросли с 25,3 евро до 28,9 евро за 100 кВтч, на природный газ – с 8,6 евро до 11,9 евро за 100 кВтч по сравнению с тем же периодом 2022 г. Несмотря на то, что острая фаза газового кризиса пройдена и цены стабилизируются после пика, достигнутого в первой половине 2023 г., они остаются исторически высокими.

Высокая стоимость электроэнергии оказывает давление не только на потребителей, но и на европейскую промышленность – индекс цен производителей (PPI) после рекордных значений 2022 г. (+58% к уровню 2019 г.) несколько снизился, но все еще остаётся на высоких уровнях (+40% в октябре 2023 г. в сравнении с уровнем 2019 г.).

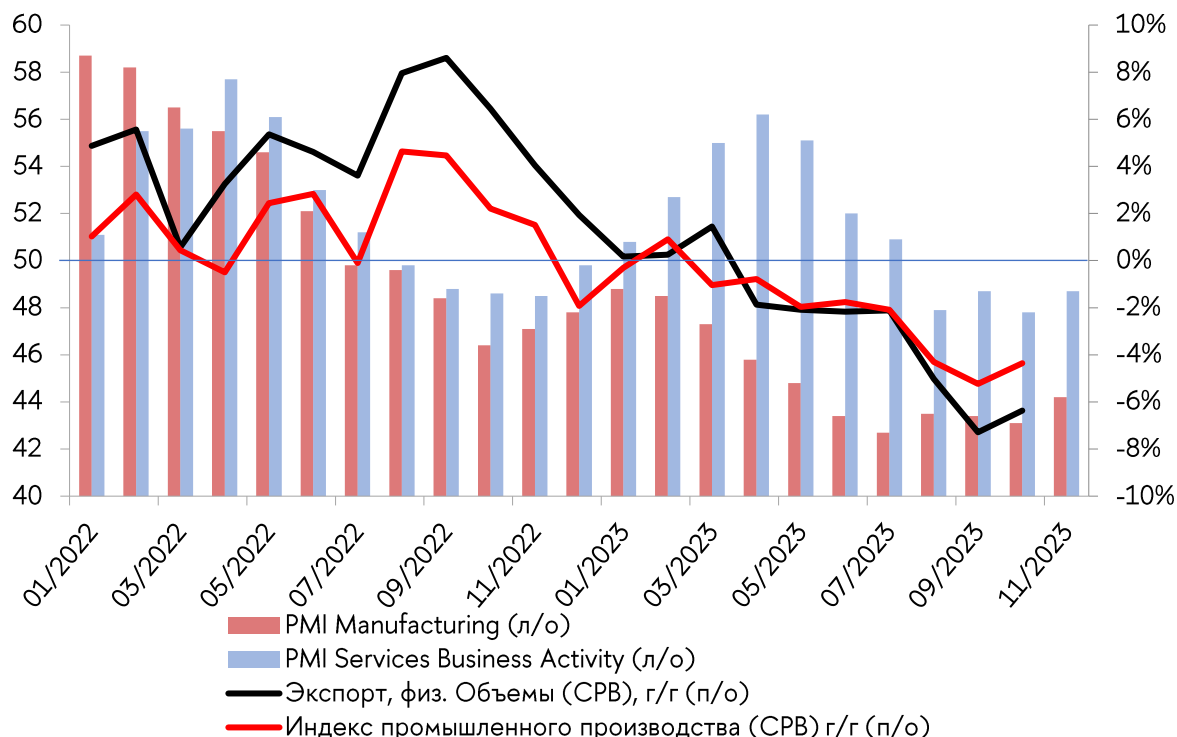
В ответ на энергетический кризис правительства стран ЕС ввели субсидии для поддержания цен на электроэнергию. По оценкам, расходы составили 390 млрд евро в 2022 г. (+80% по сравнению с 216 млрд евро в 2021 г.). Однако это, в совокупности с расходами на конфликт в Украине и высокими процентными ставками, стало существенным бременем для европейского бюджета. Ожидается, что поэтапный отказ от субсидирования позволит сократить бюджетный дефицит ЕС до 2,8% ВВП в 2024 г. и до 2,7% в 2025 г.

Промышленный сектор ЕС переживает серьезную рецессию, промышленное производство с мая 2023 г. перешло к стабильному снижению и в октябре снизилось на 7,1% г/г. Рост издержек на производство стимулировал релокацию некоторых компаний в США и другие страны, что усугубило спад.

Внешний спрос на продукцию ЕС также падал. Физические объемы экспорта ЕС с апреля 2023 г. перешли к спаду (-6-7% в сентябре-октябре 2023 г., см. Рис. 8), что является следствием замедления мировой экономики, проблем в промышленности и разрыва торговых связей с Россией на фоне конфликта на Украине. В крупнейших экономиках региона – Германии и Франции – спад зафиксирован на уровне 10,4% и 7,1% г/г соответственно. Однако более быстрое сокращение стоимостных объемов импорта (в первую очередь, энергетического), чем падение экспорта, повысило сальдо торгового

баланса до положительных значений в 3К23 (до €18 млрд) впервые с 3К21 (€6,9 млрд), что поддержало экономическую динамику на фоне остальных негативных факторов.

Рис. 8. Динамика промышленности, сектора услуг и экспорта Евразоны в 2022-2023 гг.



Источник: составлено на основе данных [HIS Markit](#), [СРВ](#)

В результате комплекса отмеченных тенденций прогнозируется замедление экономического роста с 3,3% в 2022 г. до 0,7% в 2023 г. В 2024-2025 гг. ожидается восстановление динамики ВВП до 1,5-2,1% по мере роста потребления на фоне стабильно устойчивого рынка труда, роста заработной платы и продолжающегося снижения инфляции (с 6,5% в 2023 году до 3,5% в 2024 году и 2,4% в 2025 г. по оценкам МВФ). При этом внутри региона восстановление экономик, ориентированных на сферу услуг, будет происходить быстрее, чем в странах с относительно крупным обрабатывающим сектором.

Важными среднесрочными вызовами экономики ЕС остаются бюджетные и долговые риски (усугубившиеся после 2020 г. и в 2022-2023 г. на фоне высоких процентных ставок), энергетические проблемы, снижающие конкурентоспособность европейской промышленности, конкуренция со стороны КНР (в частности, в автомобилестроении). Дополнительное бюджетное давление и социальную напряженность формирует миграционный вопрос в ЕС, обострившийся с 2022 г.

Великобритания и ее энергетический вопрос

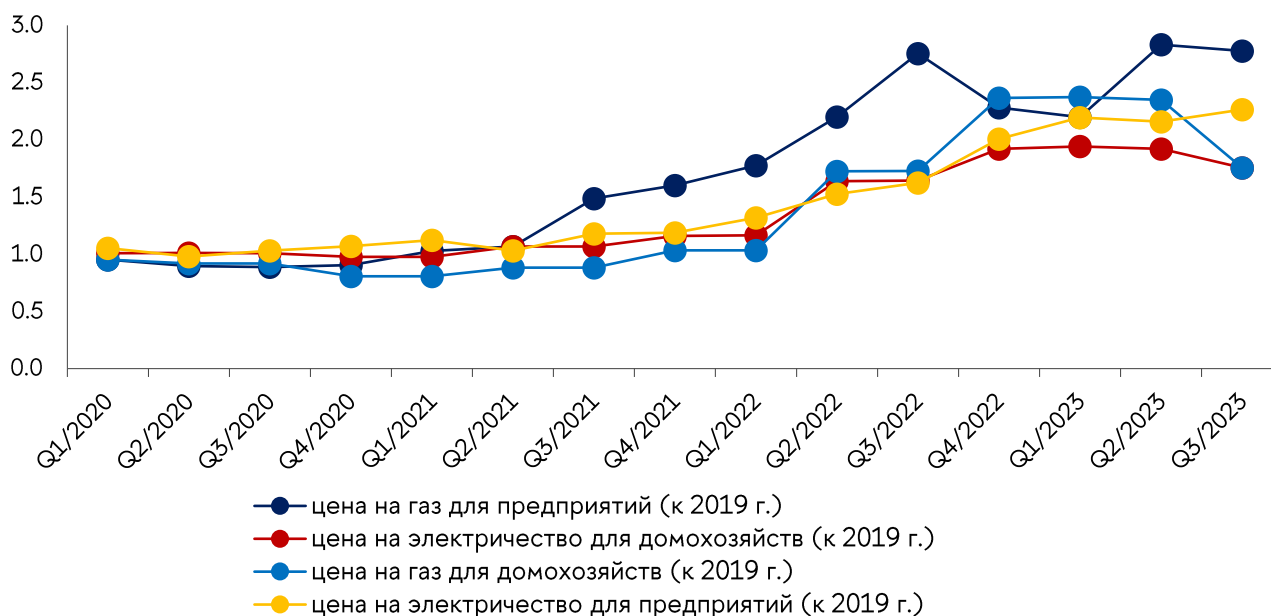
Замедление экономической динамики Великобритании, начавшееся с 4К22, продолжилось и в 2023 г. Годовые темпы прироста ВВП снизились до 0,5-0,6% за 1-3К23 с темпов 4,1% за 2022 г. Это связано с действием комплекса факторов: i) более сильным, чем в ЕС, влиянием энергетического (газового) кризиса 2021-2022 гг.; ii) повышенной инфляцией; iii) проявлением эффектов ужесточения монетарной политики; iv) бюджетными проблемами страны.

Причины особой уязвимости Великобритании перед энергетическим кризисом заключаются в большей зависимости от природного газа, доля которого для генерации электричества составляет **40%** (vs. 16% в Германии и 6% во Франции в 2021 г.). Это определило и более весомый вклад в повышение цен на электроэнергию и вклад в инфляцию – она пока остается выше, чем в Евроне.

Несмотря на незначительное снижение цен в 2П23, в среднем в 2023 г. цены газа и электроэнергии были все еще выше, чем в 2022 г. и в 1,5-2 раза выше, чем в 2019 г. Так в 2022 г. цены электроэнергии для фирм были в среднем в 1,61 раз выше по сравнению с 2019 г., а в 2023 г. – в 2,21 раз. Цена газа в 2022 г. превысила цену 2019 г. в 2,25 раз, а в 2023 г. – в 2,6 раз.

Для домохозяйств среднегодовые цены газа в 2022 г. были в 1,71 раз больше, чем в 2019 г., а в 2023 г. – в 2,11. Цена электричества в 2022 г. в 1,59 раз была выше, чем в 2019 г., а в 2023 г. – в 1,85 раз.

Рис. 9. Динамика цен на энергоносители для домохозяйств и предприятий Великобритании относительно цен 2019 г.



Источник: составлено на основе данных [правительства Великобритании](#)

Хотя Великобритания не импортирует напрямую российский газ, сокращение поставок газа из России сильно повлияло на ситуацию в стране. Из-за недостаточных мощностей хранилищ газа у Великобритании не было возможности сделать необходимые запасы, как это было сделано в ЕС.

Проблемой Великобритании является также сильная зависимость электрогенерации от ветра на (20,5% в 2021 г. и 25% в 2022 г.), что делает ее уязвимой к изменению погодных условий. Более того, и так слабо диверсифицированному энергобалансу до энергетического кризиса был нанесен урон закрытием 5 АЭС в 2022 г. Нет оснований ожидать улучшения ситуации с предложением энергии и со снижением цен, так как новых поставщиков и мощностей для добычи газа пока нет. При этом энергетический переход, который бы позволил Великобритании уменьшить зависимость от ископаемого топлива,

пока затормозился как на фоне [бюджетных проблем, так и неоднозначных долгосрочных последствий в случае его реализации](#).

Энергетический кризис оказывает, помимо инфляционного, сильнейшее фискальное давление на экономику Великобритании. Для поддержания конкурентоспособности бизнеса и платежеспособности домохозяйств в 2022 г. была введена система [«price cap»](#) – предельная цена, выше которой производители энергии не могут назначать цену для потребителей. При этом разницу между рыночной и предельной ценой компенсирует государство. Такая поддержка [обошлась](#) бюджету Великобритании в £78.2 млрд или в 3% от ВВП в 2023 г.

Отмеченные проблемы будут иметь место и в 2024 г. Ожидания МВФ по годовой динамике ВВП на 2023-2024 гг. составляют 0,5-0,6%.

Япония – преодоление дефляции?

Третья по величине экономика мира продолжает сталкиваться с рядом вызовов. При этом если большинство стран мира страдают от высокой инфляции, то для Японии ускорение роста цен – это позитивный сигнал. После многих лет дефляции в стране в 2023 г. наблюдался самый [высокий рост цен](#) за более чем 30 лет (максимум в 4,3% г/г в январе, 2,8% г/г – в ноябре). МВФ ожидает средний рост цен в Японии в 2024-2028 гг. на уровне 1,9% в год.

Последние квартальные данные показывают позитивную динамику: реальный ВВП в 3К23 вырос на 1,5%. Фактором поддержки остается внешний спрос: [ослабление](#) иены способствовало росту экспорта и снижению импорта. МВФ [прогнозирует](#) рост ВВП Японии 2,0% в 2023 г. (по сравнению с 1,0% в 2022 г.), при этом прогноз был пересмотрен в положительную сторону, чему способствовали отложенный спрос, всплеск въездного туризма и стимулирующая политика, а также восстановление экспорта автомобилей, который ранее сдерживался из-за проблем с цепочками поставок.

По прогнозам МВФ, в 2024 г. в экономике Японии сохранятся низкие темпы роста на уровне около 1,0% в год. Низкий уровень внутреннего потребления является ключевой экономической проблемой в Японии. Он связан со слабым ростом доходов, пессимистичными ожиданиями, особенностями менталитета, непринятием риска в сочетании с неопределенностью и старением населения. В 2024 г. внутреннее потребление может сократиться в связи с сокращением реальной заработной платы. С другой стороны, сочетание внешних потрясений и внутренних реформ дает Японии шанс изменить свою экономическую траекторию. [Ожидается](#), что в среднесрочной перспективе полупроводниковая и автомобильная промышленность поддержат экспорт, а туристические потоки вырастут еще сильнее благодаря возвращению китайских туристов.

Одной из ключевых проблем в экономике страны остается обслуживание государственного долга, который в Японии [составляет](#) более 200% ВВП. Долговое бремя станет еще более серьезным, если Банк Японии [откажется](#) от ультрамягкой денежно-кредитной политики, основанной на отрицательных процентных ставках и контроле кривой доходности. Повышение ставок и сворачивание политики количественного смягчения приведет к еще большему увеличению государственного долга и будет тормозить дальнейший экономический рост.

2. Фундаментальные факторы трансформации мировой экономики

2.1 Распространение санкций и торговых ограничений – влияние на мировую экономику

В 2023 г. продолжился долгосрочный тренд распространения санкций и торговых ограничений. Ключевыми направлениями были санкционные отношения России и западных стран, США-КНР, а также санкции, связанные с нарушениями прав человека в Израиле и Палестине, Мьянме и других странах.

Основным объектом санкционной политики в 2023 г. осталась Россия, возглавляя список стран по количеству наложенных санкций: их общее количество на декабрь 2023 г. [составляет](#) 17,4 тысячи (против 12,6 тысяч в декабре 2022 г.).

Одним из новых элементов санкционного давления в 2023 г. [стал](#) «потолок» цен на российскую нефть и нефтепродукты со стороны западных стран, однако, он было малоэффективен. Кроме этого, значимым направлением антироссийской санкционной кампании в 2023 г. стало усиление контроля (enforcement) за исполнением введенных ранее мер – в т.ч. через механизм угрозы введения вторичных санкций против третьих стран. Он продолжит расширяться и в 2024 г.

Тем не менее, по-прежнему высокая связанность и торговая открытость мировой экономики, а также наличие альтернативных незападных технологических решений (пусть иногда и уступающих по уровню развития), наряду с высокими адаптационными способностями российской экономики, показали, что масштабные санкции малоэффективны против крупной экономики (подробнее – см. раздел 1.2.1 «Экономика России»).

Другим эпицентром являются политические противоречия и экономическая конкуренция между Китаем и США. Основными секторами санкционного давления в 2023 г. [были](#) критически значимые отрасли полупроводников и микрочипов, в т.ч. используемых в военных технологиях, а также поставки критических ресурсов (в т.ч. редкоземельные металлы). Американской стороной также были [наложены](#) санкции на физические и юридические лица, причастные к нарушению прав человека или связанные с российской военной отраслью. Возможности обеих стран по введению масштабных санкций остаются ограниченными из-за все еще тесной торговой и финансовой взаимосвязанности. Тем не менее, обе стороны предпринимают действия по уменьшению экономической зависимости друг от друга. Меры Китая по противодействию санкциям [включают](#) в себя как адаптацию – а именно переход на расчеты в нац. валютах (подробнее см. раздел 2.2 «Дедолларизация») – и импортозамещение в критически важных отраслях, так и ответные санкционные и тарифные меры, направленные на ограничение присутствия американских компаний на китайском рынке и ограничение поставок отдельных категорий товаров в США.

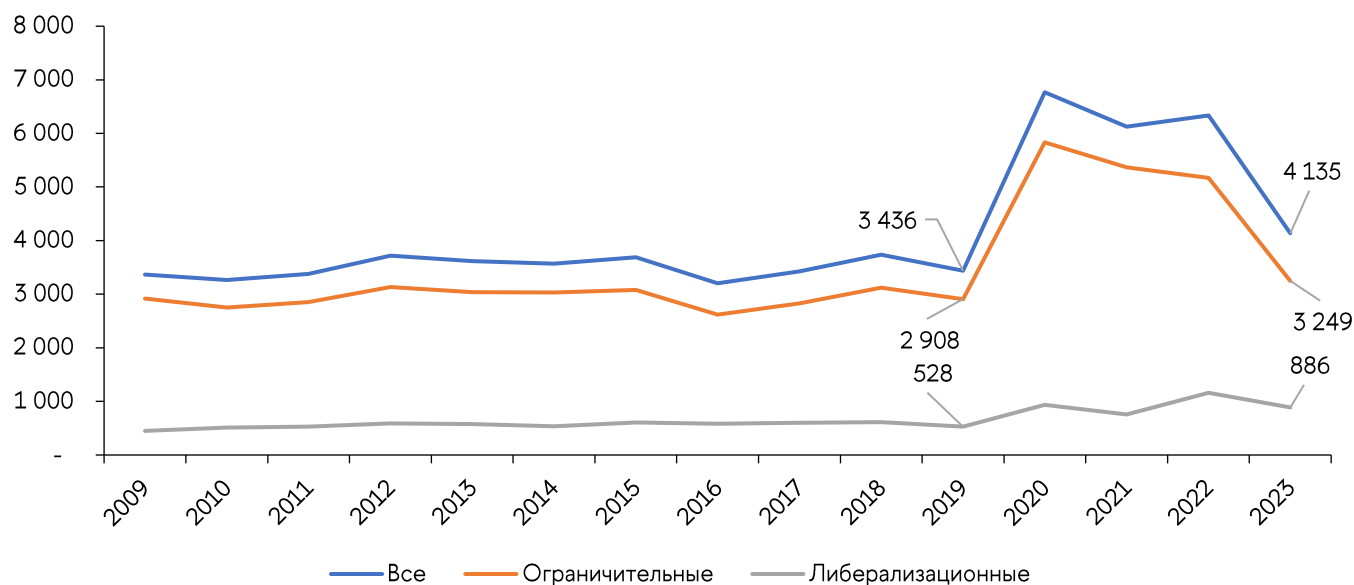
Санкции, связанные с нарушением прав человека, охватывают большое количество третьих стран, таких как Мьянма, КНДР и Иран. В случае последних двух стран большую роль играют технологические санкции, препятствующие реализации их ядерных программ.

Обострение конфликта на Ближнем Востоке повлекло [наложение](#) дополнительных санкций как на Израиль, так и на Палестину. Отдельно стоит отметить [смягчение](#)

нефтегазовых санкций (подробнее см. раздел 3.1 «Рынок нефти»), наложенных США на Венесуэлу.

Кроме этого, происходит расширение протекционистских торговых ограничений по всему миру. После всплеска в 2019-2022 гг. число новых введенных торговых ограничений снизилось, но все еще находится выше уровня 2019 г.

Рис. 10. Количество вводимых торговых мер, 2009-2023 гг.



Источник: GlobalTradeAlert

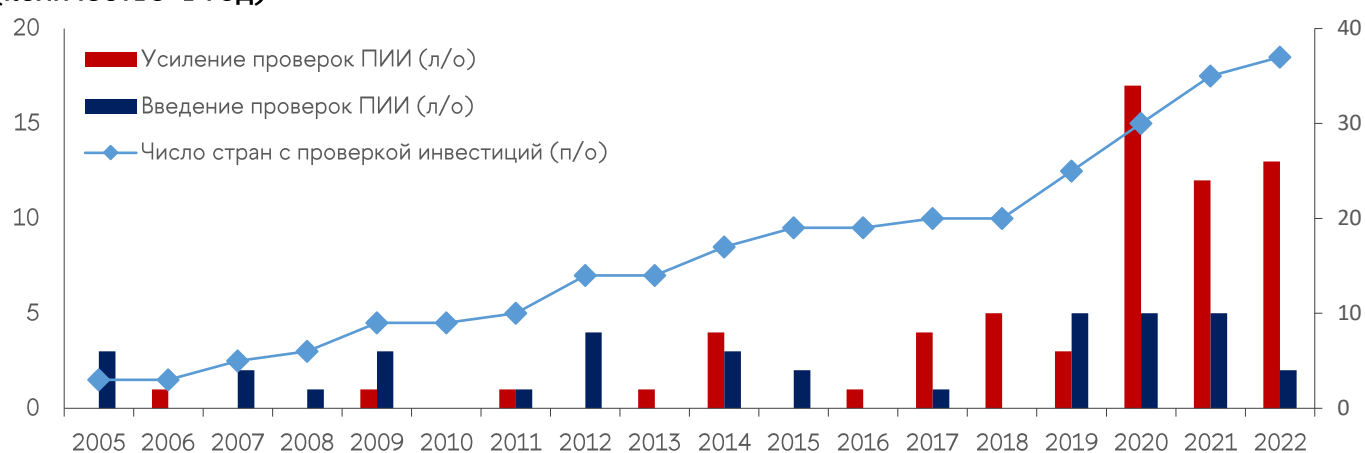
Начавшийся после финансового кризиса 2008 г. процесс «слоубализации» (“slowbalization”) характеризовался постепенным замедлением темпов роста мировой торговли и сокращением доли импорта и экспорта в мировом ВВП. Вызванный геополитическими конфликтами и политической напряженностью в мире тренд на применение политики санкций и протекционизма может привести к переходу к деглобализации, характеризующейся падением объемов международной торговли и замедлением мирового экономического роста. [Согласно](#) оценке ВТО, сценарий, при котором мировая торговля разделится на блоки с США и ЕС с одной стороны и Китаем и Россией – с другой, приведет к падению мирового ВВП на 5% в долгосрочной перспективе. Происходящие экономические процессы даже называют «второй холодной войной» (в терминологии [Гиты Гопинат](#), заместителя директора-распорядителя МВФ).

Инструменты санкционной политики включают в себя не только первичные санкции, ограничивающие прямые экономические отношения между странами, но и вторичные санкции, затрагивающие третьи страны. Это затрудняет для них сохранение нейтралитета между противоборствующими блоками. Хотя такая политика будет негативно отражаться как на экономическом росте стран, так и на мировой экономике, достижение консенсуса по некоторым политическим вопросам между странами является невозможным. В таких условиях увеличение числа санкций и регионализация экономических отношений останется устойчивым трендом в ближайшее десятилетие. Кроме этого, непредсказуемость и политическая мотивированность (без общих правил и арбитража) введения санкций усиливают этот негативный эффект.

2.2. Сегментация, регионализация и формирование экономической многополярности мира

Геополитические и экономические события последних лет привели к усилению процессов деглобализации в мире. На смену широкой интеграции приходят укрепление региональных блоков и защита национальных интересов, что сопровождается протекционистскими мерами (включая масштабы проверок ПИИ – число стран, внедряющих или ужесточающих процессы проверок иностранных инвестиций увеличилось в среднем с 3 с 2006 по 2019 г. до 18 в 2020-2022 гг., в то время как объем протекционистских мер в мире вырос примерно в 2 раза с 2020 г.) и националистическими настроениями (здесь дополнительное влияние оказало усиление популизма).

Рис. 11. Страны, вводящие или усиливающие проверки инвестиций в 2005-2022 гг. (количество в год)



Источник: UNCTAD

Одним из серьезных вызовов для мировой экономики в настоящий момент представляется фрагментация между блоками стран, разделение мира на два противоборствующих полюса. Рост напряженности между Китаем и США, пандемия, конфликт России и Украины, обширные санкционные ограничения привели к весомым изменениям в правилах взаимодействия в глобальной экономике. После начала конфликта на Украине, экономические связи между блоками значительно сократились. Так, падение в торговле и в количестве ПИИ между основными геополитическими блоками превысило падение внутри этих блоков (-5% vs -1% и -4% vs -2% соответственно). Кроме того, множественные геополитические конфликты подняли в странах вопрос национальной безопасности. Теперь важным является достижение энергонезависимости и независимости в оборонной промышленности (с 2013 по 2022 г. мировые траты на оборонный сектор выросли на 20%). Наконец, продолжается перестраивание цепочек поставок из-за сокращения прямой торговли США и Китая (доля Китая в импорте США сократилась с 22% в 2018 г. до 13% в 2023 г.). Теперь производители стремятся перенести производство из Китая в страны с формирующимся рынком – Индию, Вьетнам, Мексику, ОАЭ и др. Страны, которые способствуют косвенной торговле между блоками, становятся посредниками и извлекают выгоды, торгуя с обеими сторонами одновременно. Такое удлинение цепочек поставок формирует более сложную географию торговых связей.

Экономическая фрагментация не означает полную изоляцию стран. Скорее в такой формирующейся картине мира на первый план выходят региональные блоки, основной задачей которых является развитие экономических отношений со странами с общими интересами и целями и укрепление экономического суверенитета. Так, например, в 2024 г. объединение БРИКС пополнилось 5 новыми участниками (Египет, Иран, ОАЭ, Саудовская Аравия и Эфиопия) – в случае, если все потенциальные участники присоединятся к блоку стран, общий ВВП стран БРИКС+ (по ППС) будет составлять 36,6% от мирового ВВП (vs доли G7 в 29,4%). Еще одним подтверждением тренда на регионализацию является расширение сотрудничества отдельных стран с региональными блоками стран – в частности, Китая со странами Африки (в первой половине 2023 г. Китай инвестировал более [\\$1,8 млрд](#) в Африку, что на 4,4% больше, чем за тот же период в 2022 г.).

Дальнейшие «разломы» и фрагментация мира могут стать тяжелым испытанием для мировой экономики, особенно для наименее развитых стран, не являющихся крупными посредниками. Во фрагментированном мире решение таких глобальных проблем как изменение климата, продовольственная проблема, неравенство, станет невозможным. Именно поэтому властям необходимо защищать экономическое сотрудничество и стараться минимизировать негативные последствия фрагментации мировой экономики, чтобы не упустить прогресс, достигнутый в результате трех десятилетий глобализации, которые позволили вывести миллиарды людей из крайней бедности.

2.3. Дедолларизация и факторы трансформации архитектуры мировой финансовой системы

Постепенная дедолларизация экономики и финансов, наблюдавшаяся на протяжении последних десятилетий, ускорилась в 2022-2023 гг. – преимущественно из-за геополитических причин. Если с конца 2000 г. до 1K15 доля доллара в международных резервах снизилась на 5,1 п.п. (с [71,1%](#) до 66,0%), то за последние восемь лет она упала в общей сложности на 7,1 п.п. (до 58,9% в 2K23 – последние доступные данные).

В 2022-2023 гг. важными факторами дедолларизации стали: i) расширение торговли в [национальных валютах](#) между развивающимися странами; ii) использование юаня третьими странами (торговля [Индии](#) и РФ, долг [Аргентины](#) перед МВФ); iii) изменение валютной структуры торговли Китая (в 1K23 доля юаня в трансграничных транзакциях страны ([49,0%](#)) впервые превысила долю доллара); iv) рост использования национальных аналогов SWIFT – российской СПФС, китайской CIPS (в 2022 г. [+21,5%](#) в стоимостном объеме транзакций к 2021 г.) и др.; v) разработка цифровых валют – особенно проект Гонконга, Таиланда, Китая, ОАЭ, Индии и Банка международных расчетов (BIS) по мультивалютным трансграничным переводам ЦБ в цифровых валютах, а также vi) [снижение](#) ликвидности гособлигаций США (о чем упоминает Дж. Йеллен с 2022 г.). Рост доли доллара в проводимых через SWIFT транзакциях (37,6% в 11.2020, 41,4% в 11.2022, [47,1%](#) в 11.2023) обусловлен не столько усилением роли доллара, сколько развитием инфраструктуры, проводящей платежи в других валютах через другие национальные системы платежей.

В 2022-2023 гг. Китай интенсифицировал усилия по интернационализации юаня и дедолларизации активов. Несмотря на увеличение роли юаня на региональном уровне, относительные показатели остаются пока достаточно низкими, в т.ч., из-за его ограниченной

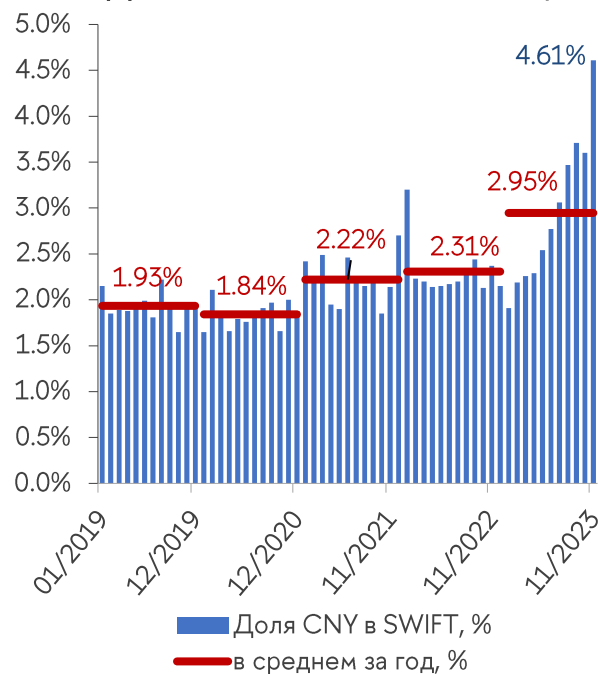
конвертируемости: в июле-ноябре 2023 г. на юань приходилось лишь [3,7%](#) платежей SWIFT с историческим максимумом в ноябре в 4,6% (хотя с учетом данных CIPS и систем передачи финансовых сообщений других стран, доля юаня в международных платежах может быть выше), [3,5%](#) мировых валютных операций, [2,5%](#) резервов мировых ЦБ, а также [12,3%](#) валютной корзины СПЗ МВФ по состоянию на ноябрь 2023 г.

Рис. 12. Доля доллара США в резервах



Источник: МВФ

Рис. 13. Доля платежей юаня в SWIFT, %



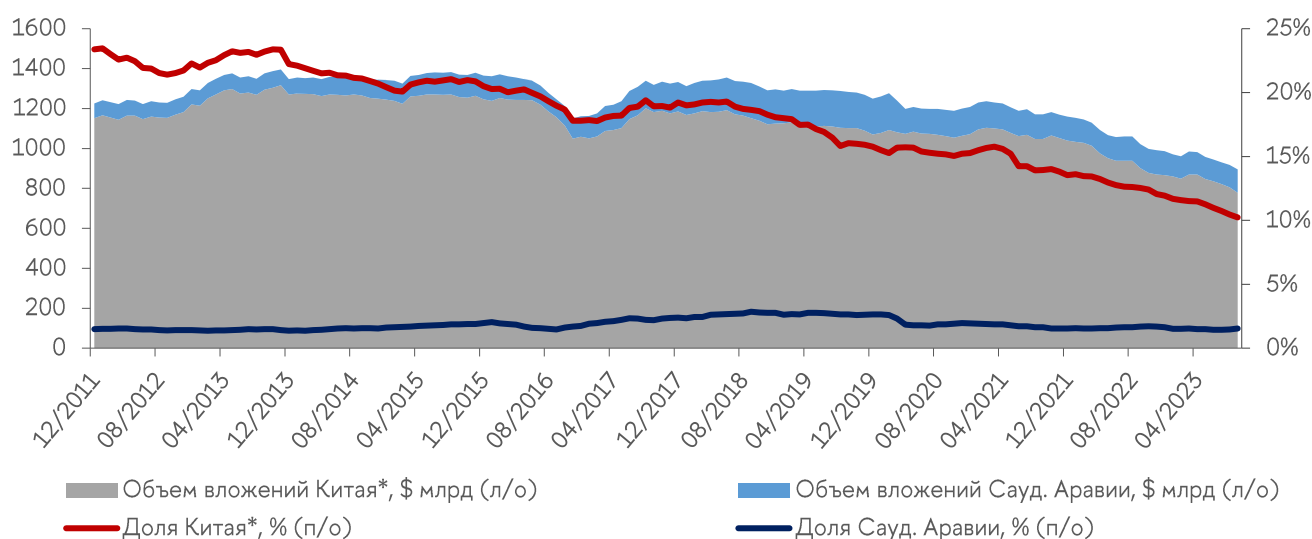
Источник: SWIFT RMB Tracker

При этом сокращаются вложения Китая в гособлигации США с максимума в \$1,3 трлн в 2013 г. до \$1,0 трлн в феврале 2022 г. и [\\$0,8 трлн](#) в сентябре 2023 г. (-13,7% г/г), растут объемы покупок золота (+[12,4%](#) г/г в тоннах), снижается доля депозитов (с [2,7%](#) в 11.2021 и [2,3%](#) в 11.2022 до [1,9%](#) в 11.2023) и кредитов (с [3,0%](#) в 11.2021 и [2,5%](#) в 11.2022 до [1,9%](#) в 11.2023) в иностранной валюте. Аналогичные тенденции наблюдаются в Саудовской Аравии, которая в сентябре 2023 г. снизила вложения в гособлигации США до 6-летнего минимума на [3,2% г/г](#) (-\$3,9 млрд), а в 2022 г. направила [\\$650 млрд](#) в суверенный государственный инвестиционный фонд на цели диверсификации экономики и инвестирования средств внутри страны, а не покупку иностранных ценных бумаг.

Конфликт на Украине и санкционное давление США на РФ (в т.ч. вепонизация доллара) усилила стимулы для развивающихся стран к диверсификации их активов и снижению зависимости финансовой системы от доллара и SWIFT. Более того, в 2023 г. при активном содействии Китая была заключена [саудовско-иранская сделка](#) по нормализации отношений, что в совокупности с переводом крупной части нефти [Саудовской Аравии, Ирана и РФ](#) на юаневую оплату подрывает концепцию нефtedоллара (нефть с 1970-х гг. выступала своеобразным обеспечением для доллара США). В условиях исторически высокой взаимосвязанности доллара и мировых цен на нефть это создает дополнительные импульсы к дедолларизации (изменение курса доллара [перестало](#) оказывать превалирующее влияние на мировые цены на нефть). А понижение [кредитного рейтинга](#) США с AAA до AA+ в

совокупности с банковским кризисом весны 2023 г. усиливают геополитические стимулы к дедолларизации.

Рис. 14. Роль континентального Китая и Саудовской Аравии в качестве иностранных держателей гособлигаций США



Примечание. Доля рассчитана исходя из объема гособлигаций США, держателями которых выступают другие страны. *Континентальный Китай – территория КНР за исключением специальных административных районов Гонконга и Макао.

Источник: Казначейство США

В среднесрочной перспективе, вероятно, медленная дедолларизация продолжится, но пока нет оснований ожидать резкого отказа от доллара и потери им статуса ключевой международной валюты – просто в силу отсутствия прямых доступных альтернатив. В качестве потенциального долгосрочного развития событий может быть создание биполярной или мультиполярной финансовой системы (когда часть платежей – будет совершаться в долларах США, а часть – в юанях и других альтернативных валютах).

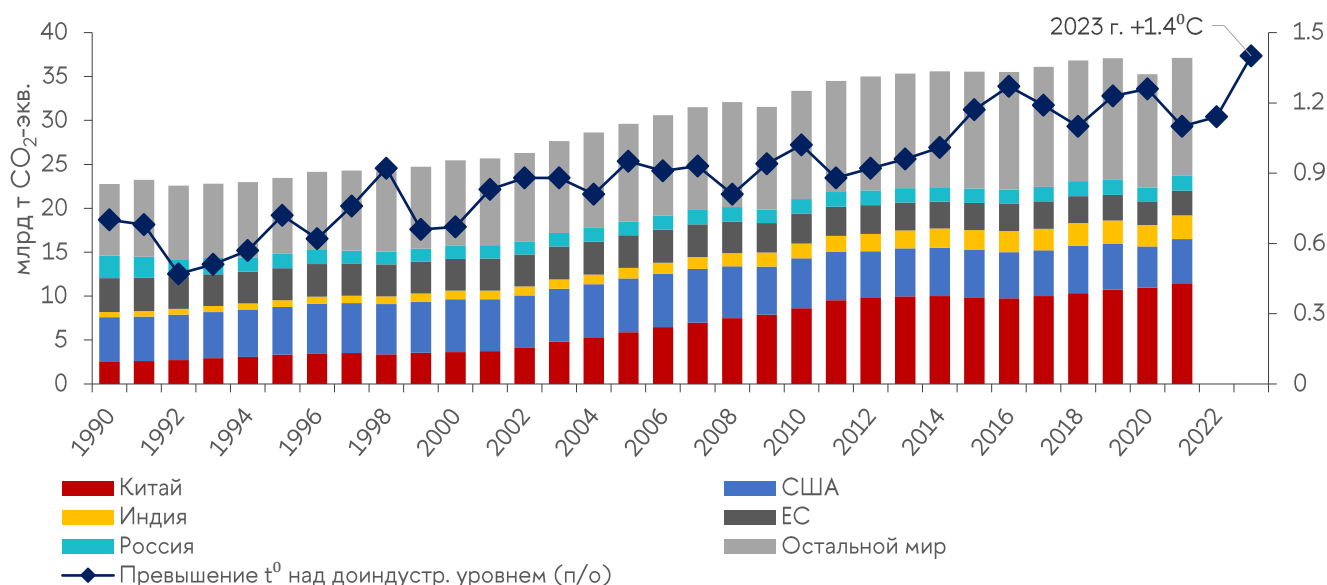
2.4. Климатические рекорды 2023 г. и зеленая трансформация мировой экономики

Климатический кризис сегодня является одной из наиболее острых глобальных проблем, с которыми сталкивается международное сообщество: последнее десятилетие стало самым жарким за всю историю наблюдений, и температура на планете лишь [продолжает расти](#), с 2011 по 2020 гг. она превысила доиндустриальный уровень на 1,1°C. 2023 г. стал самым жарким в истории.

По оценкам IPCC, реализация климатической политики на уровне 2020 г. будет означать рост температуры к концу XXI столетия [на 4°C](#). Текущих определяемых на национальном уровне вкладов (NDCs) недостаточно для достижения температурных целей Парижского соглашения и сдерживания прироста приземной температуры в пределах 1,5–2°C: в случае их реализации рост температуры удастся сохранить [в пределах 2,4–2,8°C](#). Недостаточная амбициозность климатических политик обусловлена разницей в социально-экономических укладах стран (в том числе ресурсной обеспеченностью), отсутствием

консенсуса в определении значимости климатической проблемы для разных стран, недостаточным пока уровнем развития технологий для повсеместной замены существующих источников выбросов парниковых газов в ключевых отраслях по приемлемой цене. На развитии климатической политики негативно сказался и энергокризис 2022–2023 гг., в результате которого ряд стран [пересматривает](#) свои планы развития энергетики в пользу более «грязных» источников энергии.

Рис. 15. Динамика выбросов CO₂ от сжигания ископаемого топлива (млрд т CO₂-экв., л/о) и превышение средней температуры поверхности Земли над средним уровнем в 1850-1900 гг. (°C, п/о)



Источник: [Global Carbon Project](#), [Met Office](#)

Странами с самым высоким объемом выбросов CO₂ по-прежнему остаются Китай (31%), США (13%), страны ЕС-27 (8%) и Индия (7%) – на них приходится в общей сложности [59% глобальных выбросов CO₂](#) (данные 2021 г.). Выбросы парниковых газов лишь продолжают расти: в 2021 г. они увеличились на 5,3% от уровня предыдущего года, целиком нивелировав эффект снижения эмиссии в результате COVID-19. По предварительным данным, в 2022 г. прирост выбросов [составил 1%](#), обновив новый исторический рекорд ([выбросы](#) в Китае сократились на 0,9% от уровня 2021 г., в ЕС-27 – на 0,8%, в США – выросли на 1,5%, в Индии – на 6%). [Согласно оценкам МЭА](#), пик мировых выбросов может быть зарегистрирован уже в 2023–2025 гг. Тем не менее, актуальность климатической повестки для развитых и развивающихся экономик только нарастает; свидетельство тому – результаты 28-й Конференции сторон РКИК ООН (COP-28). По ее итогам впервые на глобальном уровне была закреплена [цель](#) по постепенному отходу от использования ископаемого топлива, а также был согласован Фонд ущерба и потерь, суммарный объем которого, однако, пока не превышает \$700 млн. Впрочем, имеющегося климатического финансирования пока явно [недостаточно](#) для покрытия издержек на смягчение глобального изменение климата и адаптацию к нему. Издержки на митигацию в развивающихся странах до 2030 года оцениваются в \$5,8-5,9 трлн ежегодно, издержки на адаптацию в - \$215-387

млрд ежегодно. При этом инвестиции в чистую энергетику должны составить \$4,3-5 трлн для достижения углеродной нейтральности к 2050 году.

2.5. Технологии и искусственный интеллект: влияние на мировую экономику

Искусственный интеллект (ИИ) проникает все глубже в разные сферы современной экономики. Он хорошо справляется с задачами [оптимизации](#) в энергетике, способен [прогнозировать](#) цены на отдельных рынках и [помогает](#) при формировании политики городского развития. Важным свойством ИИ является то, что он [не существует](#) автономно: он не способен ставить задачи самостоятельно, а лишь увеличивает эффективность работы человека.

30 ноября 2022 г. Open AI выпустила чат с искусственным интеллектом ChatGPT, который на основе сложной языковой модели способен решать очень широкий перечень задач. Примечательно, что такая технология получила [распространение](#) среди широкого круга пользователей, а не только среди специалистов или энтузиастов, которых волнует каждая новинка.

Спустя год можно оценить влияние, которое чат-боты могут оказывать на экономику. С одной стороны, ChatGPT делает работу более производительной. Известно, что [при использовании](#) ChatGPT-3.5 для работы с текстами, ее время снижается на 40%, а качество увеличивается на 18%. Рост производительности был получен и в Boston Consulting Group, сотрудники которой [выполняли](#) задачи на 25% быстрее и на 40% качественнее. Кроме того, ИИ [способен](#) стимулировать инновации, помогая людям-новаторам выполнять все вспомогательные задачи проще и усиливать креативность.

Однако влияние на рынки труда неоднозначное. С одной стороны, можно ожидать роста вакансий в области информационных технологий, в том числе промпт-инженеров, которые владеют навыками составления запросов к помощникам с искусственным интеллектом. С другой стороны, появление чат-ботов на основе языковых моделей [привело к снижению](#) занятости у фрилансеров (занятых в секторе ИКТ, дизайна, редактирования текстов, переводов и др.) и сократило их доходы. Причем наиболее уязвимыми оказались те работники, которые выполняют наиболее дорогостоящую и квалифицированную работу, что ограничивает потенциал переобучения как способа решения проблемы структурной безработицы.

Тем не менее, искусственный интеллект должен привести к росту качества жизни, поскольку значительно увеличивается общая факторная производительность (Total factor productivity, TFP), а также – потенциально – к росту ВВП, если прирост выпуска от TFP будет выше, чем вероятное снижение потребностей в труде и капитале (в случае, если ИИ приведет к сокращению занятости).

2.6. Влияние политики и кризисов на внутристрановое и глобальное неравенство

С начала нового десятилетия обостряется проблема глобального социального неравенства. В отличие от предыдущих 20-ти лет, когда разрыв между средними доходами 10% самых богатых стран и средними доходами 50% самых бедных стран [сокращался](#),

межстрановое неравенство доходов значительно увеличилось [во время пандемии](#). Внутривострановое неравенство доходов в 2020-2021 гг. существенно выросло только в развивающихся странах (индекс Джини в 34 странах группы вырос на [0,3](#)), в то время как за предыдущие десятилетия оно выросло в [два раза](#). Изменение тренда произошло из-за разницы в экономическом развитии государств: в ведущих экономиках правительства имели больше средств для проведения социальной политики во время пандемии, а в развивающихся странах бюджет был закредитован и больше зависел от внешней торговли. Кроме того, высококвалифицированная рабочая сила, способная адаптироваться к изменениям на рынке труда, находится в дефиците в переходных экономиках. Всемирный банк [ухудшил свои прогнозы](#) на 2023 г. относительно бедности: ожидается, что 691 млн человек будут проживать в крайней нищете (это на 24 млн больше, чем ожидалось годом ранее), а около 8,6% мирового населения вынуждены жить менее чем на \$2,15 в день. Последствия пандемии не только стоили миру трех предыдущих лет борьбы с бедностью и голодом, но и усугубились событиями 2022 г.

В Латинской Америке, на Ближнем Востоке и в Африке уровень неравенства по-прежнему остается [самым высоким в мире](#): на половину населения приходится менее [10%](#) национального дохода. В Азиатско-Тихоокеанском регионе социальные диспропорции продолжают расти во всех субрегионах, особенно в Южной Азии, где [10% самых богатых людей](#) контролируют более половины регионального дохода.

Проблема роста внутривостранового неравенства актуальна и для развитых стран, столкнувшихся с разогнавшейся инфляцией потребительских цен. В США [задолженность](#) домохозяйств превысила \$17 трлн, и только 39% населения страны обладает сбережениями для покрытия экстренных расходов в размере более \$1 тыс. По данным опросов, лишь 19% американцев верят в то, что следующее поколение будет жить [лучше](#) нынешнего, а в достижимость американской мечты – лишь [36% респондентов](#). Неравенство в большинстве стран ЕС остается [ниже](#), чем в США (по данным 2020 г.), но регион также сталкивается с его ростом (в 2021 г. к категории бедных в Германии было отнесено [14,1 млн человек](#), что на 840 000 человек больше, чем до пандемии) и ухудшением перспектив динамики доходов (в Германии [60% опрошенного населения](#) уверены, что в течение следующих 5 лет их экономическое положение ухудшится). В Великобритании реальная средняя недельная заработная плата остается на уровне 2008 г., а увеличение разрыва между основным населением и экономически уязвимым слоем заставляет говорить о реинкарнации викторианской [«Проблемы Двух Наций»](#) (период, когда был достигнут максимальный уровень неравенства, охарактеризованный рассветом криминальных банд и крайней нищетой в рабочих районах).

Рост социального разрыва приводит к росту напряженности в обществе: с января по ноябрь 2023 г. в развитых странах прошли [13 протестов](#) с экономическими требованиями, самыми массовыми из которых были [протесты во Франции](#) против повышения пенсионного возраста. Как следствие, растет и популизм – его примеры особенно ярко проявляются в американском обществе и странах Европы, [в Латинской Америке](#) (в т.ч. избрание [Х. Милея](#) на пост президента Аргентины и протесты [в Перу](#)) и Юго-Восточной Азии (победа оппозиции на парламентских выборах [в Таиланде](#)).

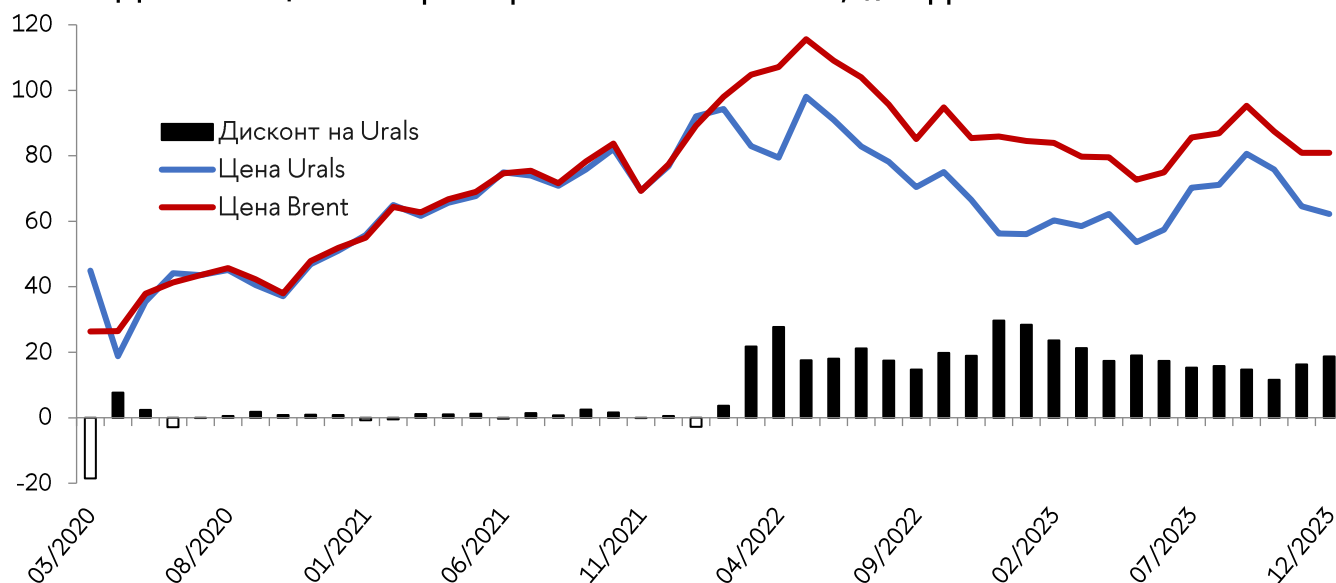
Неравенство внутри стран в среднесрочной перспективе продолжит расти, в т.ч. по структурным причинам (среди которых влияние технологического прогресса, премии за квалификацию, рост доли доходов с капитала, снижение налогов на капитал и т.д.). При этом установившаяся диспропорция не внушает оптимизма населению и повышает актуальность активной социальной политики. В долгосрочной перспективе межстрановое неравенство может усилиться из-за замедленного восстановления развивающихся экономик, в них же усилятся и внутреннее неравенство из-за ограниченного доступа к образованию и большего представительства пострадавшего от локдаунов низкоквалифицированного труда.

3. Нефтегазовые рынки – повышенные цены и усиление роли ОПЕК+

3.1 Рынок нефти в 2023 г.: от профицита к дефициту

В 2023 г. нефтяной рынок оставался волатильным. Колебание цен Brent составило \$72-95/барр. против \$85-115/барр. в 2022 г. Средняя за 11 месяцев цена на нефть марки Brent снизилась на 15,2% г/г (\$97,6 и \$82,8 в 2022 и 2023 гг. соответственно), в то время как цена нефти марки Urals – на 16,2% г/г (\$80,6 и \$67,6 в 2022 г. и 2023 г. соответственно). Добыча и потребление нефти в 2023 г. росли, и, по оценкам EIA, [составят](#) 101,6 млн баррелей в сутки (далее – б/с) и 100,9 млн б/с соответственно, что на 1,7% г/г и 1,8% г/г больше объема добытой и потреблённой нефти в 2022 г. (99,9 млн б/с и 99,2 млн б/с).

Рис. 16. Динамика цен на нефть сортов «Brent» и «Urals», \$/барр



Примечание. данные взяты на конец месяца

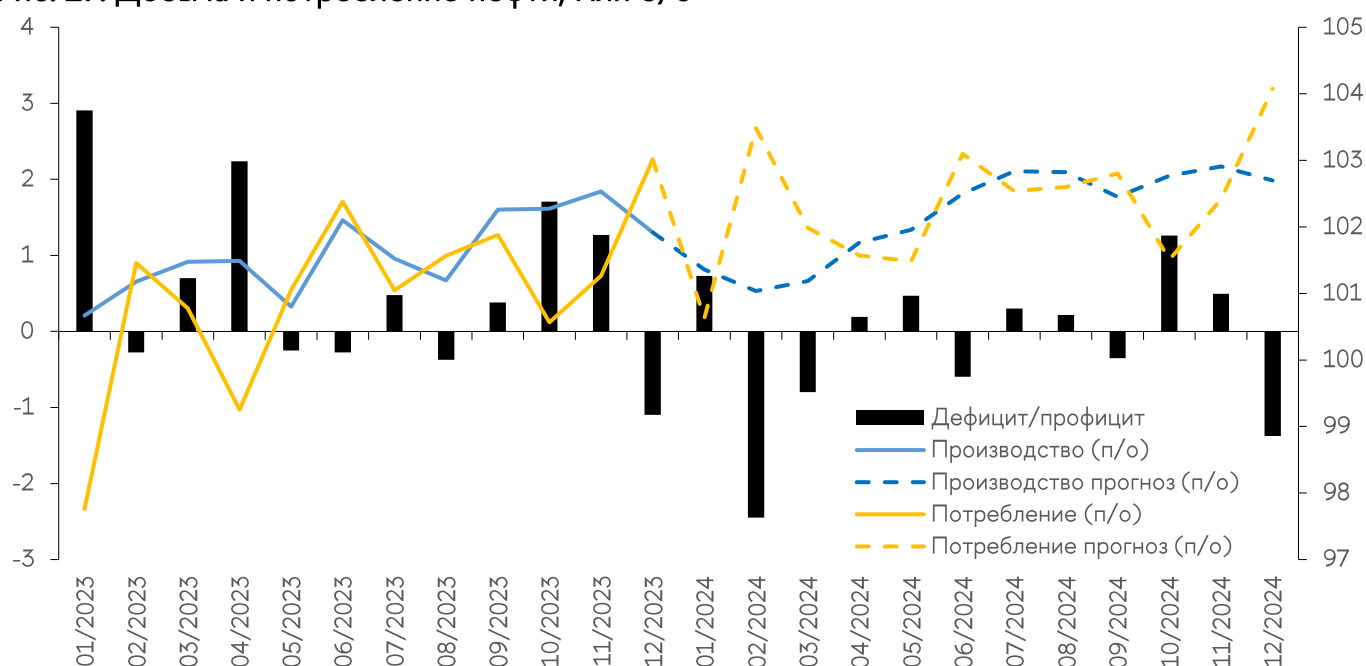
Источник: Investing

Динамику рынка в первую очередь определяли процессы замедления темпов роста мировой экономики и меры стран ОПЕК+ по сокращению объемов добычи, которые начали действовать с весны 2023 г.

Действия ОПЕК+ и формирование дефицита на рынке. ОПЕК+ проявил высокую степень согласованности решений в 2023 г. Так, объем добычи нефти странами ОПЕК+ по итогам 2023 г. может [сократиться](#) на 3,5 % г/г по сравнению с 2022 г. (с 39,6 млн б/с до 38,2

млн б/с). Решение о добровольном сокращении объемов добычи было принято в апреле 2023 г., однако, фактическое сокращение добываемой нефти началось только в 3К23. В результате принятого решения в 3К23 объем добытой нефти странами ОПЕК+ снизился на 1,26 млн б/с по сравнению с объемом добытой нефти во 2К23 до значения в 37,3 млн б/с. В 3К23 рынок нефти перешел от состояния профицита к дефициту. По результатам 3К23 дефицит нефти в мире составил 0,8 млн б/с, в результате чего цены росли в летний период. В 4К23 прогнозируется профицит на рынке нефти ввиду сокращения объемов потребляемой нефти из-за замедления темпов роста мировой экономики, в особенности, в Европе.

Рис. 17. Добыча и потребление нефти, млн б/с



Источник: EIA

В ноябре 2023 г. была проведена встреча, в рамках которой страны-участницы договорились о пролонгировании соглашения о сокращении добычи нефти на 2024 г. В рамках данного соглашения Саудовская Аравия продолжит сокращать добычу нефти на 1 млн б/с, а Россия ограничит объемы экспортируемой нефти на 500 тыс. б/с. Также к данному соглашению присоединились и другие страны, состоящие в ОПЕК+. Ожидается, что по итогам соглашения в 2024 г. страны ОПЕК+ снизят объем добываемой нефти на 0,64 млн б/с по сравнению с 2023 г. (с 38,2 до 37,5 млн б/с соответственно).

Динамика стратегического нефтяного резерва США. С 2022 г. США продает нефть из собственного стратегического нефтяного резерва с целью снижения нефтяных цен на мировом рынке. За 2022 г. объем нефтяного резерва снизился на 221 млн барр. (с 593,6 млн барр. на 31 дек. 2021 г. до 372,4 млн барр. на 30 дек. 2022 г.). В 2023 г. США также продолжили продавать нефть из нефтяного резерва, но вкратно меньших масштабах: сокращение составило 25 млн барр. за январь-июль 2023 г. В июле 2023 г. стратегические запасы США достигли минимального значения с 1983 г. (346,8 млн барр.). Таким образом, данный фактор в 2023 г. не имел существенного влияния на рынок.

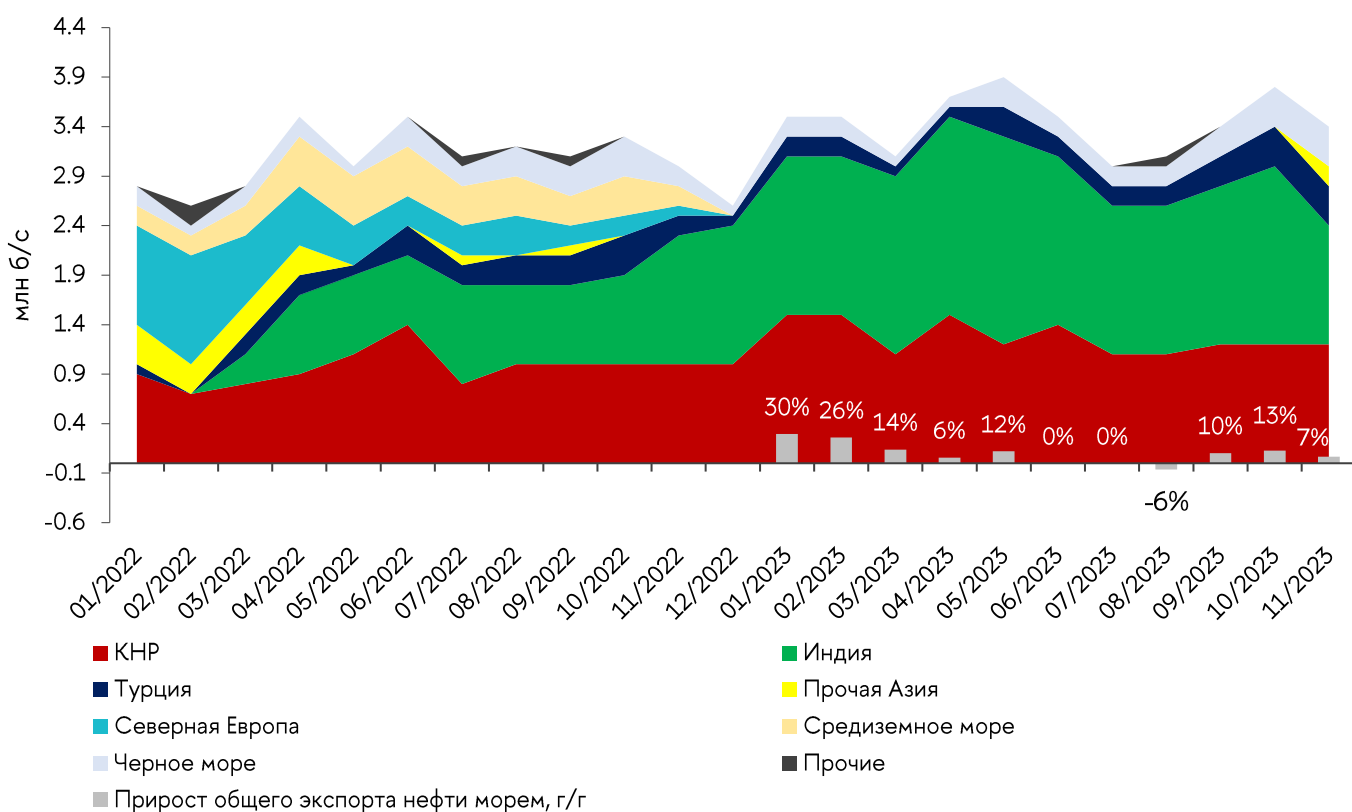
Начиная с августа 2023 г., США начали вновь постепенно пополнять запасы – 15 декабря 2023 г. стратегические запасы США составляли 352,5 млн барр. (+5,8 млн барр. к уровням июля), однако, повышенные цены на нефть не позволяют активно это делать. Обычно, закупки происходят при ценах менее \$80/барр. В настоящий момент Министерство энергетики США [планирует](#) закупить нефть в объеме до 3 млн барр. с поставкой в марте 2024 г.

Обострение конфликта Израиля и ХАМАС и снятие части санкций США с Венесуэлы. В 3К23 между Израилем и ХАМАС обострился военный конфликт, что привело к временному всплеску цен в его начале. На декабрь 2023 г. [последствия](#) данного конфликта не влияют радикальным образом на ситуацию на нефтяном рынке, однако, в случае расширения географии конфликта существенно возрастают риски транспортировки нефти из данного региона и через Суэцкий канал.

В 4К23 США приняли [решение](#) о снятии ряда санкций с Венесуэлы, в том числе, с нефтедобывающей отрасли. Однако учитывая тот факт, что нефтедобывающая отрасль данной страны требует больших инвестиционных вложений для увеличения добычи нефти, данная мера существенно не повлияет на мировую цену нефти, поскольку позволит увеличить мировую добычу нефти лишь на 200 тыс. б/с, что на фоне сокращения добычи со стороны ОПЕК+ несопоставимо мало.

Экспорт нефти из России. Средние за 2023 г. объемы нефти, экспортируемой морским путем из России, составили около 3,4 млн б/с, что на 0,4 млн б/с (+13%) выше значений 2022 г.

Рис. 18. Поставки российской нефти морем в 2022-2023 гг., млн б/с



Источник: составлено на основе данных Bloomberg

На фоне действующих ограничений на российскую нефть, введенных западными странами в прошлом году, в 2023 г. основными странами-импортерами российской нефти были Китай и Индия. При этом Индия в 2023 г. вышла на первое место по объемам закупок российской нефти морем, обогнав КНР. Если в 2022 г. ее доля составляла 24% всего морского экспорта РФ (доля КНР - 32%), то в 2023 г. доля Индии составила в среднем за 11 месяцев 49% (доля КНР - 37%). Уменьшение объемов экспортируемой нефти из России в Индию в конце 2023 г. [связано](#) с закрытием на техобслуживание индийского НПЗ в Джамнагаре.

Ожидания на 2024 г. В 2024 г. ожидается, что мировая добыча нефти составит 102,2 млн б/с, что на 0,6% г/г больше значений текущего года. В 1К24 добыча в странах ОПЕК+ сократится на 0,5 млн б/с по отношению к 4К23 (с 37,5 до 37 млн б/с). Падение среднегодовой добычи ОПЕК+ в 2024 г. составит 0,64 млн б/с (-1,8% г/г) относительно уровня 2023 г. (с 38,2 до 37,5 млн б/с соответственно). При этом ожидается, что страны, не входящие в ОПЕК+, увеличат объем добываемой нефти на 1,3% г/г (с 68,2 до 69,1 млн б/с). Мировое потребление нефти увеличится на 1,3 млн б/с по сравнению с 2023 г. Основной рост спроса на нефть ожидается в странах Азии – в Китае и Индии. В 2024 г. ожидается сохранение цен нефти марки Brent на повышенных уровнях - \$82,4 (оценка EIA) и \$81 (оценка ВБ).

3.2 Рынки газа: год новых условий

2023 г. – первый полноценный год в «новых реалиях» для мировой газовой отрасли. В 2022 г. произошли серьезные изменения на газовом рынке: от подрыва “Северных потоков” до новых механизмов оплаты за газ (см. [выпуск](#) “Тренды 2022 года”), которые стали катализатором для трансформаций в сфере потребления и транспортировки газа в мире. Нынешний год можно назвать “адаптацией” к новым сложившимся условиям.

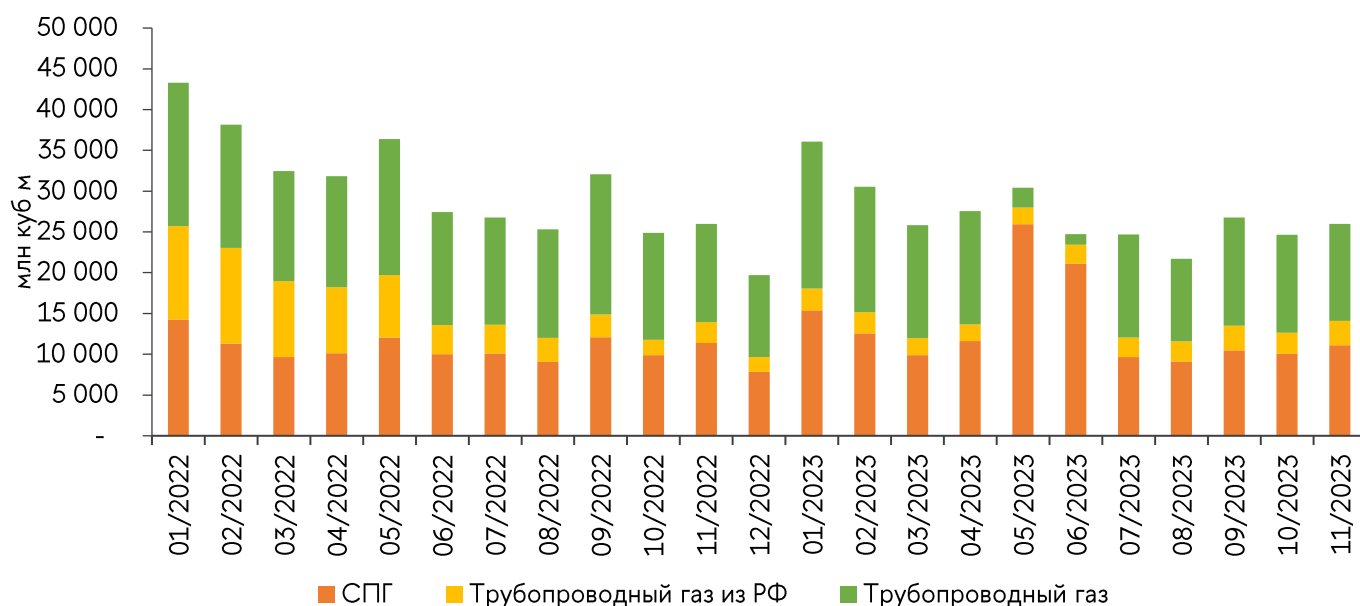
Котировки на газ в 2023 г. стабилизировались после аномально высоких значений в прошлом году – средняя цена на газ в 2023 г. в 3 раза меньше средней цены 2022 г. ([\\$460,9](#)/тыс. куб м в 2023 г. – \$1436/тыс. куб м в 2022 г.). Тем не менее, это все еще в 2,8 раза выше по сравнению с докризисными годами (средняя цена за 2019 г. – 169\$/тыс. куб м). Мы ожидаем, что цены 2023 г. станут новой «нормой» для газового хаба TTF, так как нет предпосылок для возвращения на уровни в \$100-200/тыс. куб м. Текущая динамика цен отражает новый баланс спроса и предложения на газ в Европе – снижение спроса на фоне высоких цен и общего снижения объёмов поставок за счет уменьшения инфраструктурных возможностей для импорта (после подрыва “Северного потока” Европа лишилась как минимум [55](#) млрд куб м в год; остановка газопровода “Ямал-Европа” привела к потере [32](#) млрд куб м в год).

Европа добровольно прикладывает усилия для снижения потребления газа за счет общеевропейских [договоренностей](#) с лета 2022 г. Целью данных мер являлась борьба с аномально высокими ценами на газ в прошлом году. За 10М23 общее [потребление](#) газа в странах Европейского союза снизилось на 12% по сравнению с аналогичным периодом 2022 г., а также на 18% по сравнению со средними значениями в 2019-2021 гг. (245 млрд куб. м в 2023 г.; 299,49 млрд куб. м за 2019-2021 гг.; 278,42 млрд куб. м в 2022 г.). Немалую роль в

снижении потребления сыграл промышленный сектор, который до сих пор не восстановился до докризисных значений (из-за невозможности платить высокую цену за газ), а спрос на электроэнергию в ЕС упал на 6% г/г в первом полугодии.

ЕС продолжает снижать зависимость от российского трубопроводного газа в пользу СПГ (что ведёт к дополнительным издержкам). В 2023 г. доля трубопроводного газа из РФ составила 9% от всего импорта (19% годом ранее), а доля СПГ выросла с 35% до 49% в 2023 г. По нашим оценкам общее падение импорта природного газа в странах ЕС в этом году может составить около 10-15% г/г (за 11М23 объём поставок снизился на 13% по сравнению с аналогичным периодом 2022 г.).

Рис. 19. Динамика поставок природного газа в Европу по источникам, 2022-2023 гг.



Источник: Breugel

Однако вместо российского трубопроводного газа европейские страны наращивают поставки СПГ из России. За 11М23 Европа импортировала около 18,6 млрд куб м российского СПГ (15,6 млрд куб м годом ранее). Этот тренд будет продолжаться из-за опасений по дефициту свободных объёмов СПГ на рынке (из-за конкуренции со стороны азиатских покупателей) даже несмотря на то, что Европарламент разрешил в декабре ограничивать импорт СПГ из РФ, если странам союза это понадобится.

Ещё одна причина “новой реальности” в виде высоких цен (причем как для TTF в Европе, так и для Henry Hub в США) – это постепенное изменение климата. Сезонное повышение цен всегда происходило в период отопительного сезона или подготовки к нему, так как страны наполняли свои ПХГ (подземные хранилища газа). Однако теперь активное потребление газа приходится не только на зимний период, но и на летний, когда увеличивается потребление электроэнергии за счет использования кондиционеров для охлаждения (доля кондиционирования структуре потребления в жаркие месяцы может достигать до 70% в отдельных регионах). Эффект “Эль-Ниньо” и общее изменение климата могут привести к новой «сезонности» в динамике цен на природный газ. Кроме того, газ остается крайне привлекательным ресурсом с точки зрения замены им экологически “грязной” угольной энергетики и нефти, что приводит к повышению спроса на него.

После подрыва “Северных потоков” Россия продолжает менять фокус трубопроводных поставок на КНР. В прошлом году объём экспорта газа в Китай составил [15,5](#) млрд куб м. По итогам 2023 г. ожидается увеличение годового экспорта до 22 млрд куб м по газопроводу “Сила Сибири”, ожидаемая максимальная мощность которого может вырасти до 38 млрд куб м к 2025 г. Даже с учетом уменьшения поставок трубопроводного газа объём экспорта в Европу всё еще превышает объёмы экспорта в КНР (экспорт трубопроводного газа из РФ в Европу по оставшимся маршрутам в 2023 г. – 27,2 млрд куб м).

Россия продолжает лоббирование идеи создания турецкого газового [хаба](#), который позволит в т.ч. расширить поставки в Европу. На данный момент российский трубопроводный газ поступает в страны Европы лишь по двум маршрутам – Турецкий поток (на 17.12 – [13](#) млрд куб м, что на 1,3% выше прошлогодних значений) и ГТС Украины (на 17.12 – 12,78 млрд куб м, что на 32% меньше прошлогодних значений).

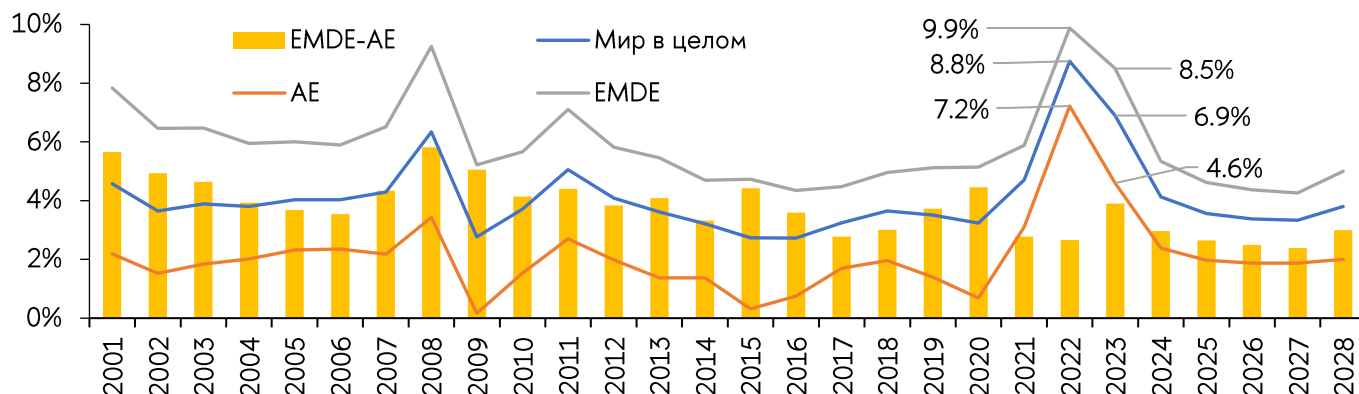
Объём производства СПГ в мире увеличился на [67%](#) г/г с 2012 по 2022 гг., а к 2025-2026 гг. может вырасти еще на [25%](#) (с учетом перехода от угля к газу в развивающихся странах). Мы ожидаем, что это может привести к медленному “вытеснению” трубопроводного газа из-за объёмов СПГ, которые приведут к дальнейшему развитию мирового газового рынка (рынка СПГ) с уменьшением роли региональных рынков (рынков трубопроводного газа).

4. Последствия жесткой монетарной политики в 2022-2024 гг.

4.1. Инфляция: замедление после рекордов 2023 г., но все еще выше целевых ориентиров Центробанков

После рекордных с середины 1990-х гг. значений прошлого года, в 2023 г. мировая инфляция начала замедляться. Так, если в 2022 г. общемировой темп роста цен составил 8,7% (здесь и далее – г/г), то по итогам 2023 г. он ожидается на уровне 6,5% (см. Рис. 20). В крупнейших развитых странах по состоянию на ноябрь 2023 г. инфляция замедлилась: в США – до 3,1% (vs 7,1% в ноябре 2022 г.), в Еврозоне и Великобритании – до [2,4%](#) (vs 10,1%) и [3,9%](#) (vs 10,7%) соответственно.

Рис. 20. Инфляция в мировой экономике в целом, в развитых и развивающихся странах, 2001-2028 гг.



Источник: МВФ

Примечание: прогнозные значения с 2023 г.

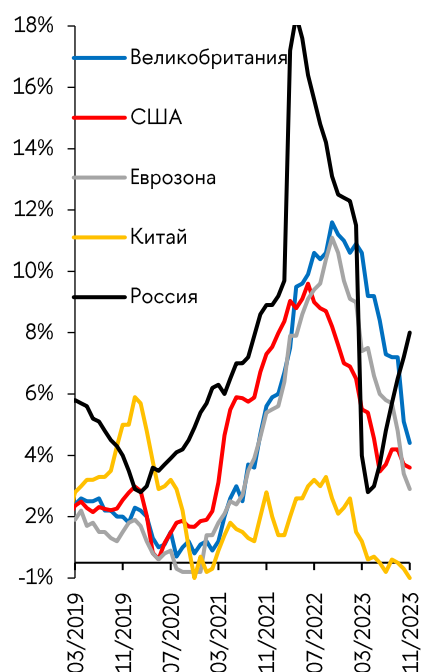
В России в 1П23 темп роста цен также замедлился (с 11% в феврале до 2,3-3,5% в марте-мае), но затем перешел к ускорению и в ноябре 2023 г. составил 7,5% (vs 12,0%). К уровню 2019 г. стоимость товаров и услуг в России выросла на 36%. Усиление инфляционного давления связано с ослаблением рубля, ростом потребления и наблюдающимся с начала 2023 г. дефицитом бюджета. Низкая инфляция 2022 г. в Китае сменилась дефляцией в текущем году и в ноябре составила -0,5% (vs 1,6% в ноябре 2022 г.). Данный тренд связан с низким потребительским спросом, который ЦБ пытается восстановить с помощью мягкой ДКП.

Также в 2023 г. усилился разрыв в уровнях инфляции между развитыми и развивающимися странами (3,9 п.п. vs 2,7 п.п. в 2022 г.), что вызвано ослаблением валют развивающихся стран и их бюджетными дефицитами.

Замедление общей инфляции за счет отрицательного вклада энергоносителей.

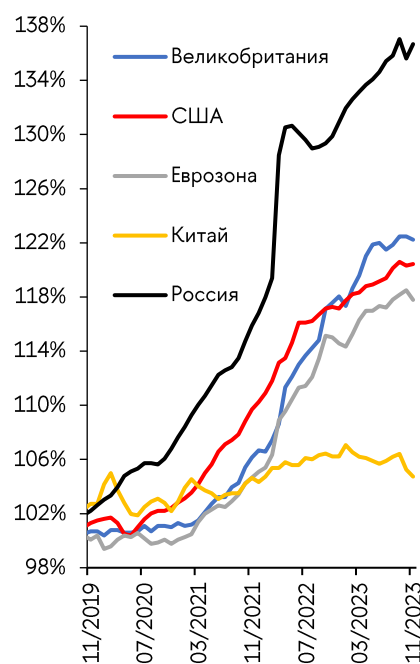
Замедление общей инфляции в развитых странах связано, с одной стороны, с отрицательным вкладом энергетической компоненты (цены на нефть и газ снизились в 2023 г., замедлился рост тарифов на электроэнергию и отопление), а с другой – с замедлением динамики остальных компонентов инфляции на фоне ужесточения монетарной политики и сокращения общей экономической активности. Несмотря на замедление годовой инфляции, стоимость товаров и услуг продолжает расти и остается на высоких уровнях – на 19-22% выше, чем в 2019 г. На общем уровне инфляции также сказываются последствия повышения издержек производителей в 2021-2022 гг., которые в 2023 г. на 15-40% выше, чем в 2019 г.

Рис. 21. Годовой ИПЦ, 2019-2023 гг.



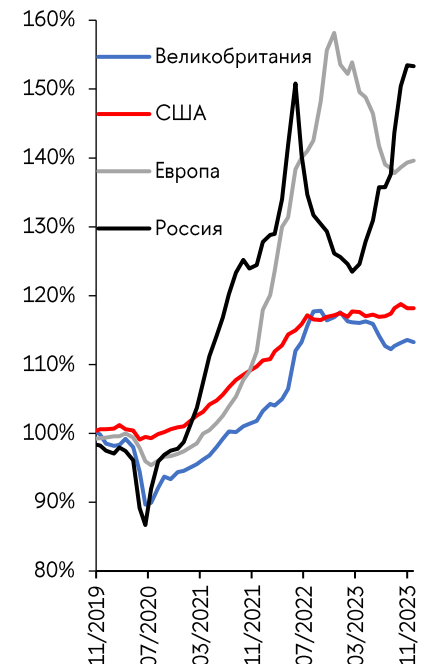
Источник: составлено на основе данных ЦБ стран

Рис. 22. Годовой ИПЦ к базе 2019 г.



Источник: составлено на основе данных ЦБ стран

Рис. 23. Цены производителей (PPI) к базе 2019 г.

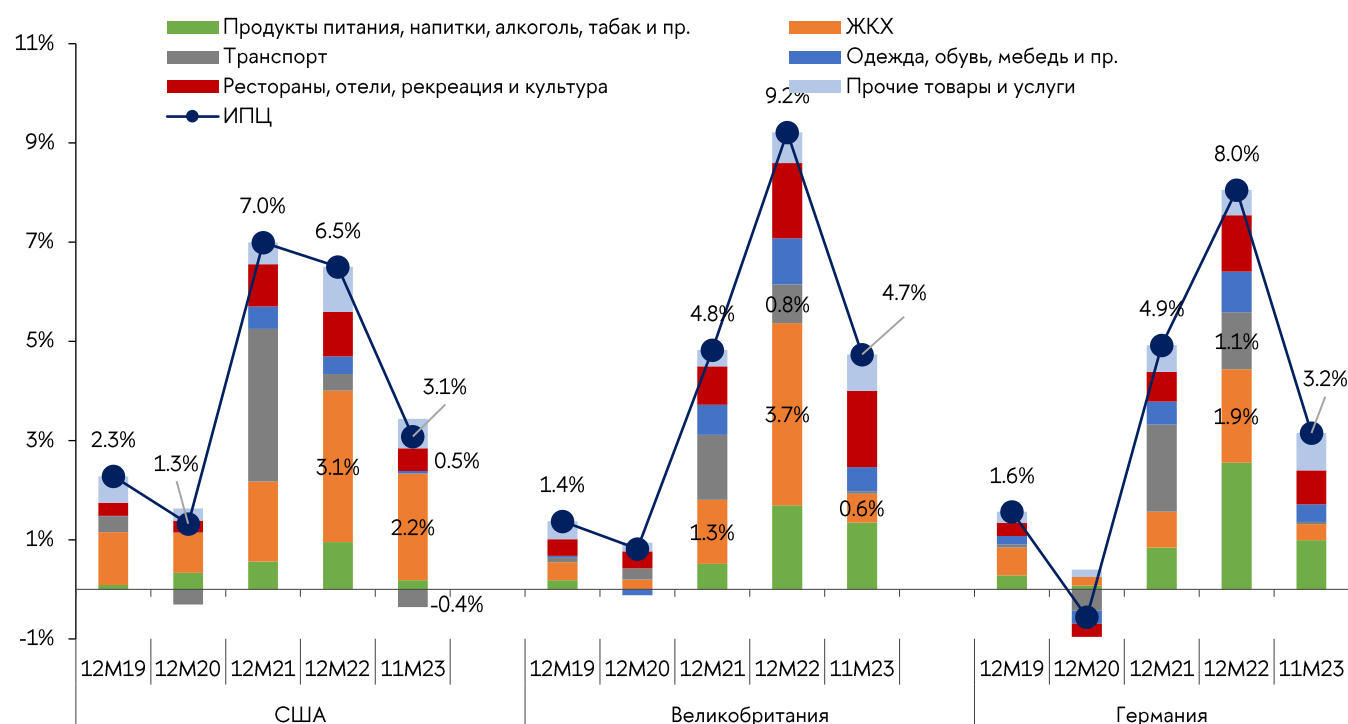


Источник: составлено на основе данных ЦБ стран

Как видно из Рис. 24, в США замедление инфляции произошло за счет снижения вкладов ЖКХ (в эту компоненту входят стоимость электроэнергии, газа и отопления, с 3,1 п.п. в 2022 г. до 2,2 п.п. в 2023 г.), отрицательного (дезинфляционного) вклада транспорта (стоимость топлива, автомобилей и транспортных услуг, -0,4 п.п.), продуктов питания и прочих компонентов.

В Великобритании и Германии замедление вклада ЖКХ и транспортной компоненты оказало гораздо большее влияние на замедление инфляции, чем в США: так если в 2022 г. они объясняли 37-50% всего ИПЦ (их вклад был 3-4,5 п.п.), то в 2023 г. их вклад снизился до 10-12% от ИПЦ (0,5-0,6 п.п.). При этом, в европейских странах продовольственная инфляция и прочие компоненты базовой инфляции оказались более устойчивыми, чем в США.

Рис. 24. Структура инфляции по компонентам, 2019-2023 гг.



Источник: составлено на основе данных МВФ

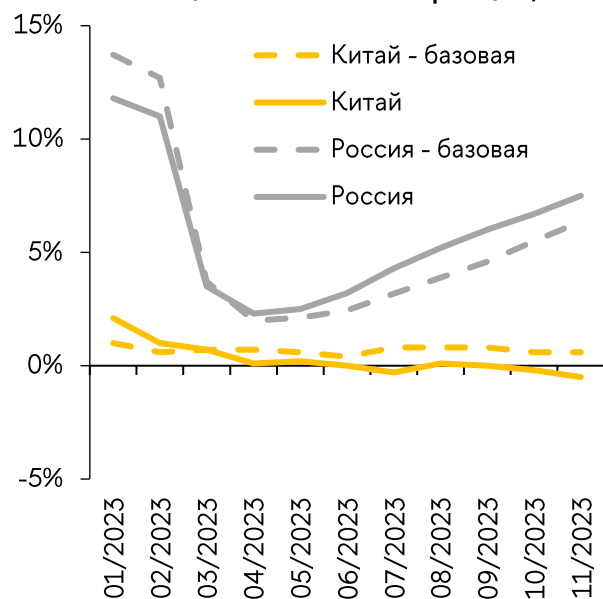
Устойчивость базовой инфляции. Базовая инфляция, которая не учитывает цены на энергоносители и продукты питания, в 2023 г. превысила общую годовую инфляцию в США и европейских странах (Рис. 25) что было связано с отрицательным вкладом энергоносителей в рост цен.

Так, к концу года базовая инфляция в США замедлилась на 2 п.п. в сравнении с ноябрем 2022 г. и составила 4% (г/г), что на 0,9 п.п. превышает общую инфляцию в аналогичном периоде. В Еврозоне показатель сократился с 5% в ноябре 2022 г. до 3,6% ноябре 2023 г.; превышение базовой инфляции над общей составляет 1,2 п.п. В Великобритании базовая инфляция в ноябре 2023 г. достигла 5,1% (vs 6,3% в ноябре 2022 г.), что на 1,2 п.п. превышает общую инфляцию. В России базовая инфляция сократилась с 15% в ноябре 2022 г. до 6,4% в ноябре 2023 г. и в апреле 2023 г. оказалась ниже общей на 1,1 п.п. (разница в ноябре 2022

г. составляла +3 п.п.). Базовая инфляция Китая в ноябре 2023 г. составила 0,6%, не изменившись с ноября 2022 г.; превышение над общей инфляцией составляет 1,1 п.п.

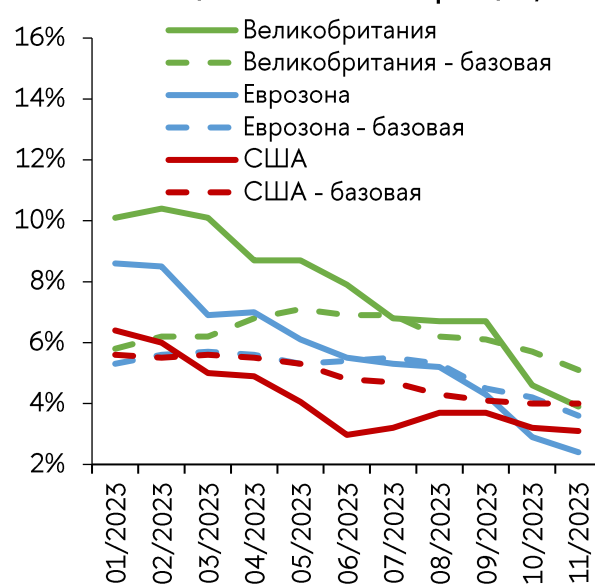
При этом в развитых странах базовая инфляция демонстрирует устойчивость - осенью 2023 г. процесс замедления почти остановился. Такая устойчивость в Еврозоне и Великобритании (по оценкам МВФ) связана с переносом прошлых шоков (энергетических и логистических) в базовую инфляцию. В США ключевым драйвером в 2023 г. была устойчивость рынка труда.

Рис. 25. Общая и базовая инфляция, 2023 г.



Источник: составлено на основе данных Центробанков стран

Рис. 26. Общая и базовая инфляция, 2023 г.



Источник: составлено на основе данных Центробанков стран

Монетарная политика регуляторов в 2023 г. оказалась менее эффективна в борьбе с базовой инфляцией, чем ожидалось, вследствие чего решение о снижении ключевых ставок в 2024 г. будет приниматься с особой осторожностью. Текущая ситуация свидетельствует, о вероятном сохранении повышенной (выше таргета) инфляции и процентных ставок в 2024-2025 гг.

Ключевыми вызовами для дальнейшего замедления инфляции в 2024 г. остается волатильность со стороны рынка энергоносителей и продовольствия (в т.ч. на фоне геополитической напряженности и рисков логистических сбоев), а также устойчивость к инструментам монетарной политики базовой компоненты инфляции, которую мы наблюдаем последние месяцы.

4.2. Эффекты ужесточения ДКП и ключевые риски

Введение – тренды монетарной политики

В 2023 г. тренд на жесткую монетарную политику продолжился, однако, в 2П23 ключевые ставки развитых стран вышли на плато, сигнализируя о завершении самого резкого цикла повышения в истории. С 2П23 реальные ставки стали положительными. Ожидается, что тренд на ослабление ДКП наступит в середине 2024 г.

За 2023 г. ФРС четыре раза увеличила ставку на 25 б.п.: с 4,25-4,50% до 5,25-5,5% - самого высокого значения за 22 года; последнее повышение произошло в июле. Несмотря на замедление [инфляции](#) в течение года, рынок труда все еще остается устойчивым: уровень [безработицы](#) за год вырос лишь на 0,1 п.п. с 3,6% в ноябре 2022 г. до 3,7% в ноябре 2023 г., а темпы роста номинальных зарплат [увеличились](#) с 5,1% до 6,5% (г/г) за аналогичный период. Учитывая возможный риск устойчивости базовой инфляции к действиям регулятора и изменение рыночных условий, [ожидается](#) снижение ставок, при прочих равных условиях, с середины 2024 г. [Заявления ФРС](#) указывают, что снижение в течение года будет проходить в три этапа (по 25 б.п.). Однако в случае обострения банковских рисков и рисков на рынке недвижимости, смягчение ДКП может существенно ускориться.

Таблица 7. Ключевые ставки и инфляция в развитых странах, %, г/г

Страна	Ном. ст.	ИПЦ	Реал. ст.	↑/↓*
Австралия	4,35%	4,9%	-0,55%	↑
Великоб-я**	5,25%	4,6%	0,65%	↑
Гонконг	5,75%	2,7%	3,05%	↑
Дания	3,60%	0,6%	3,00%	↑
Еврозона	4,50%	2,4%	2,10%	↑
Исландия	9,25%	8,0%	1,25%	↑
Канада	5,00%	3,1%	1,90%	↑
Норвегия	4,50%	4,8%	-0,30%	↑
США	5,38%	3,1%	2,28%	↑
Чехия	7,00%	7,3%	-0,30%	↑
Швейцария	1,75%	1,4%	0,35%	↑
Швеция	4,00%	5,8%	-1,80%	↑
Ю. Корея	3,50%	3,3%	0,20%	↑
Япония	-0,10%	3,3%	-3,40%	↓

Примечание: данные на 18.12.2023

*Последнее действие ЦБ – повышение/понижение ставки

Источник: BIS, данные Центробанков

Таблица 8. Ключевые ставки и инфляция в развивающихся странах, %, г/г

Страна	Ном. ст.	ИПЦ	Реал. ст.	↑/↓*
Аргентина	133,00%	160,9%	-27,90%	↑
Бразилия	11,75%	4,7%	7,05%	↓
Индия	6,50%	5,6%	0,90%	↑
Индонезия	6,00%	2,9%	3,10%	↑
Китай	3,45%	-0,5%	3,95%	↓
Малайзия	3,00%	1,8%	1,20%	↑
Мексика	11,25%	4,3%	6,95%	↑
Перу	6,75%	3,6%	3,15%	↓
Россия	16,00%	7,5%	8,50%	↑
С. Аравия	6,00%	1,7%	4,30%	↑
Таиланд	2,50%	-0,4%	2,90%	↑
Турция	40,00%	62,0%	-22,00%	↑
Филиппины	6,25%	4,1%	2,15%	↑
ЮАР	8,25%	5,9%	2,35%	↑

Примечание: данные на 18.12.2023

*Последнее действие ЦБ – повышение/понижение ставки

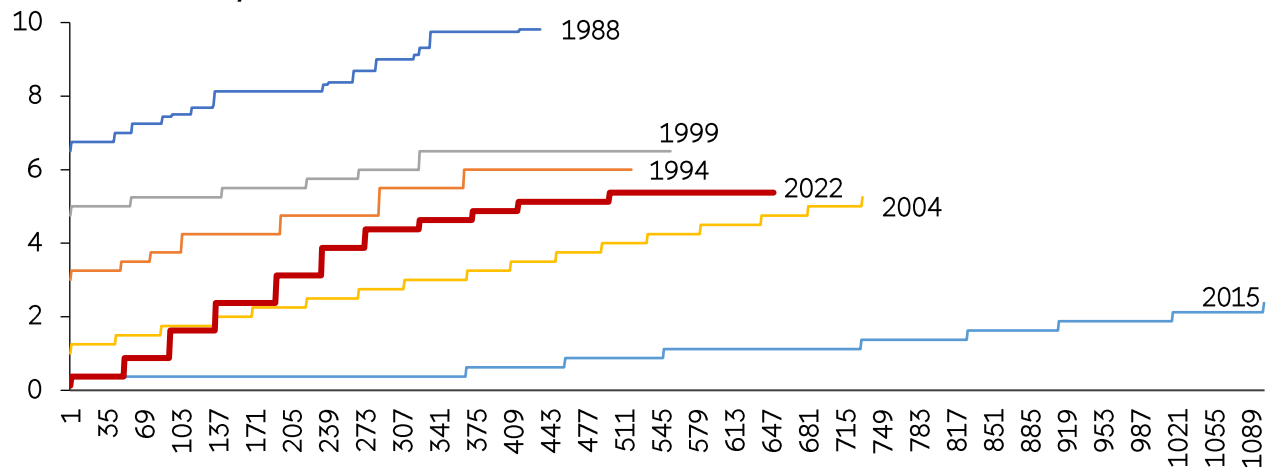
Источник: BIS, данные Центробанков

В 2024 г. ФРС продолжит [уменьшать](#) свой баланс, следуя политике количественного ужесточения, [принятой](#) в мае 2022 г. (на момент начала QT баланс ФРС составлял \$8,9 трлн). Всего за 11M23 активы снизились на \$762 млрд (с \$8,5 трлн в январе до \$7,8 трлн в ноябре с учетом увеличения на \$308 млрд в марте, вызванного банковским кризисом). В течение 2022 г. сокращение было почти вдвое меньше (\$410 млрд).

ЕЦБ в 2023 г. поднял ставку 6 раз с 2,5% до 4,5%, последнее повышение произошло в сентябре. Существенное замедление общей инфляции создает предпосылки для завершения цикла ужесточения, хотя рынок труда также остается устойчивым. Уровень безработицы [находится](#) в диапазоне 6,5-6,7% в течение последних 12 месяцев, а темп роста

номинальных зарплат и вовсе [ускорился](#) (5,3% в сентябре 2023 г. vs 2,7% в сентябре 2022 г., г/г). Тем не менее, ЕЦБ [ожидает](#) ослабление рынка труда в начале 2024 г. Moody's [прогнозирует](#), что первое снижение ставки произойдет в середине 2024 г.

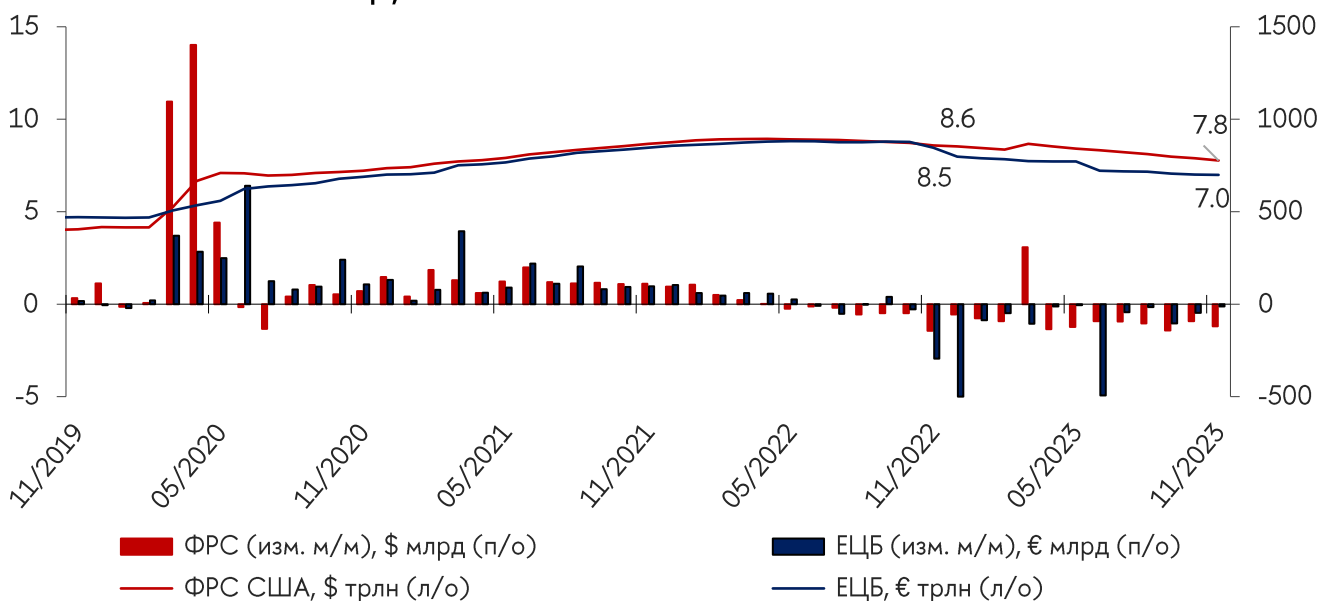
Рис. 27. Циклы ужесточения ДКП ФРС США (количество дней с начала цикла)



Источник: ФРС

ЕЦБ [планирует](#) продолжать количественное ужесточение в 2024 г. В момент запуска QT в июне 2022 г. на балансе ЕЦБ находилось €8,8 трлн. За 11М23 ЕЦБ сократил свой баланс на €972 млрд (с €7,9 трлн до €7 трлн; в 2022 г. сокращение составило €845 млрд). В июле было [прекращено](#) реинвестирование средств по программе выкупа активов (APP). В 2Г24 ЕЦБ [планирует](#) снижать портфель активов программы чрезвычайных покупок в связи с пандемией (PEPP), а в конце 2024 г. – аналогично прекратить реинвестирование программных средств.

Рис. 28. Активы ФРС и ЕЦБ, 2019-2023 гг.



Примечание: поскольку данные публикуются еженедельно, баланс за месяц рассчитывается как среднее между последним значением за текущий месяц и первым за следующий.

Источник: ФРС, ЕЦБ

Банк Англии за 2023 г. поднял ставку на 1,75 п.п. с 3,5% до 5,25%, последнее повышение на 25 б.п. произошло в августе. В течение года инфляция в Великобритании была выше, чем в США и ЕС; ситуация также была осложнена мягкой фискальной политикой 2022 г. В связи с этим положительная реальная ставка впервые была зафиксирована позднее, чем в США и ЕС, и по состоянию на ноябрь она составляет 1,35% (vs 2,1% в ЕС и 2,4% в США). Прогнозируется, что первое снижение ставки произойдет не ранее августа 2024 г., о чем свидетельствует сохранение высокой базовой инфляции сильного рынка труда.

Банк России в июле 2023 г. возобновил повышение ставки; с июня по декабрь она была повышена на 8,5 п.п. (с 7,5% до 16%). Такая политика связана с растущими темпами инфляции, а также сильным ослаблением рубля в 3К23. Реальная ставка остаётся положительной (7,5% в ноябре) и одной из самых высоких в мире. Ожидается смягчение монетарной политики в 2024 г., по оценкам JP Morgan к концу 2024 г. ставка может быть снижена до 10%.

Национальный банк Китая (НБК) за 2023 г. снизил ключевую ставку с 3,65% до 3,45%, а также снизил норму резервирования с 11% до 10,75%, с целью поддержки экономического роста и остановки дефляции (подробнее см. раздел 1.2.2 «Восстановление экономики КНР»). С учетом неопределенности в отношении восстановления прежних темпов роста КНР (5% и выше), ожидается что НБК будет придерживаться сравнительно мягкой политики в 2024 г.

Риски в банковском секторе США и ЕС

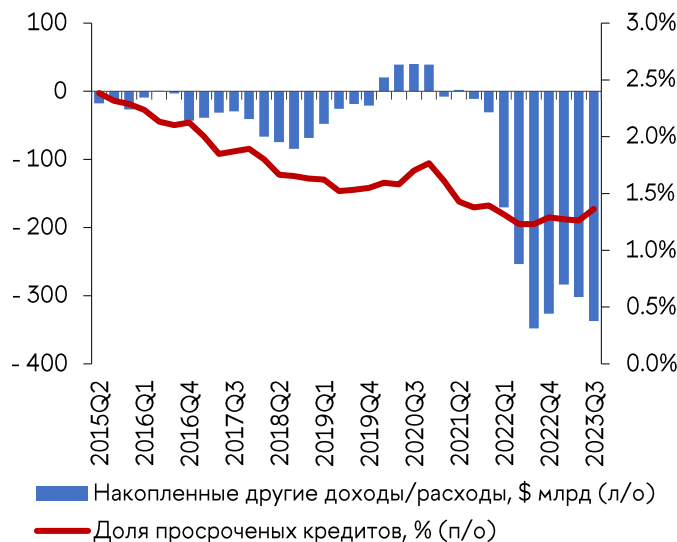
В результате ужесточения ДКП в 2022-2023 гг. для некоторых банков в США и в Европе реализовался рыночный риск, связанный со снижением стоимости облигаций и снижением доступности кредитов. Это повлекло за собой банкротства банков в 1К23, среди них: Credit Suisse, Silicon Valley Bank, First Republic Bank, Signature Bank, Silvergate Bank. Эти события усилили значимость дилеммы ФРС и ЕЦБ в части выбора между достижением целей по инфляции и обеспечением финансовой стабильности.

В банковском секторе к концу 2023 г. риски остаются высокими, в т.ч. i) высокий объем нереализованных убытков в банковском секторе – \$336,9 млрд в 3К23 в США (нереализованные убытки с 3К22 до 3К23 года сократились на 3,2% на фоне стабилизации процентной ставки – ее изменения в 2023 г. были более плавными, чем в первом полугодии 2022 г.), €94,3 млрд в 2К23 в Еврозоне (с 2К22 по 2К23 наблюдался рост на 15,4%); ii) продолжающееся сокращение доли ипотечных облигаций в структуре активов с 12,5% в 3К22 до 11,3% в 3К23) в том числе на фоне снижения цен на недвижимость в США в 2023 г. по сравнению с 2022 г. (-6,3% г/г в 3К23) и в ЕС в 2023 г. по сравнению с 2022 г. (-1,1% г/г в 2К23); iii) рост просроченных кредитов в США (с 1,2% до 1,4% к общему объему кредитов) и сохранение их на прежнем уровне в ЕС (1,9% соответственно).

Основным источником финансирования как для банков США, так и для банков ЕС по планам остается выпуск долговых ценных бумаг, что сопряжено с рисками высоких процентных ставок, роста расходов на обслуживание, потери покупательной способности из-за роста инфляции и т.д. При этом базовые индикаторы достаточности капитала изменились следующим образом: RoE в США возрос – с 9,9% кв/кв в 2К22 до 10,7% кв/кв в 2К23, в ЕС наблюдалось повышение рентабельности собственного капитала банковского

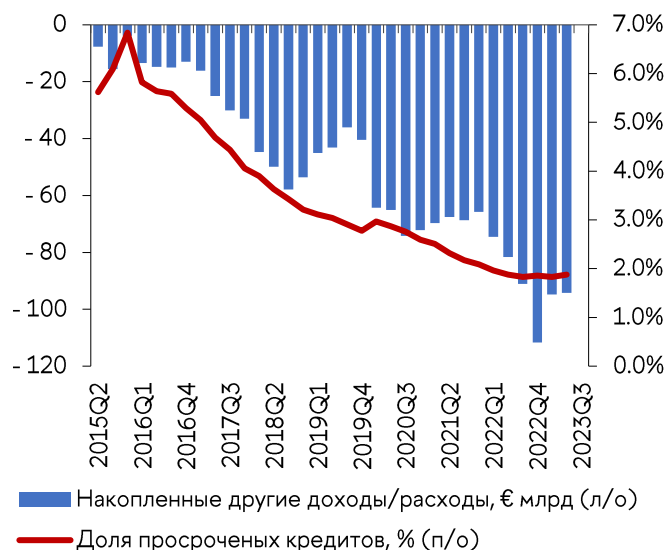
сектора (с -0,3% во 2К22 до 5,4% во 2К23), чистая операционная прибыль в США в третьем квартале 2023 г. снизилась на 3,4% к предыдущему периоду, в ЕС, наоборот наблюдался рост.

Рис. 29. Нереализованные убытки и просроченные кредиты в США



Примечание. Показатель «Накопленные другие доходы/расходы» является балансовой статьёй. Его отрицательное значение отражает нереализованные убытки
 Источник: FDIC

Рис. 30. Нереализованные убытки и просроченные кредиты в странах ЕС



Примечание. Показатель «Накопленные другие доходы/расходы» является балансовой статьёй. Его отрицательное значение отражает нереализованные убытки
 Источник: ЕЦБ

Согласно прогнозам [S&P Global](#), на конец октября 2023 г. 79% банков мира были достаточно стабильными. Реализация риска краха банковской системы в 2024 г. не является базовым сценарием, однако, ряд точечных рисков остаются высокими, в т.ч. связанные с рынком коммерческой недвижимости и высоким уровнем закредитованности корпоративного и государственного секторов.

Рынок недвижимости/ипотеки

Сектор недвижимости оказался одним из наиболее пострадавших в последние годы. В период локдаунов COVID-19 было приостановлено большое количество строительных проектов, в результате чего часть девелоперских компаний была вынуждена повысить долговую нагрузку, либо вовсе объявить о банкротстве. В 2022 г. влияние на спрос на коммерческие помещения и жилье во многих странах оказала жесткая монетарная политика. Существенный рост ставок привел к кратному удорожанию ипотечных кредитов.

Текущая динамика отдельных показателей схожа с динамикой, наблюдавшейся перед ипотечным кризисом в США в 2006-2008 гг. Так, в 2023 г. средняя ставка по 30-летним ипотечным кредитам в США продолжила расти второй год подряд и побилла 22-летний максимум, составив 6,79% (vs 6,94% в 2001 г.); при этом, она уже выше, чем перед началом ипотечного кризиса (в 2006-2007 гг. ставка не превышала 6,41%). Высокая стоимость ипотеки в 2022-2023 гг. привела к стагнации на рынке: если в 2020-2021 гг. было выдано

максимальное число кредитов на общую сумму [\\$8,2 трлн](#) (2021 г. – \$4,5 трлн, исторический максимум), то в последующие два года эта величина уменьшилась на 53% (до \$2,7 трлн в 2022 г. и \$1,1 трлн в 1К23–3К23), достигнув многолетнего минимума. При этом, падение за два неполных года оказалось на 33,7% сильнее, чем в период ипотечного кризиса. Соответственно, [избыточное предложение](#) частной недвижимости (рассчитано как отношение числа домов, выставленных на продажу, к числу купленных домов) в 2023 г. также выросло и составило 7,8 (vs ~ 5 в 2013-2021 г., 8,1 в 2022 г., 12,2 в 2008 г.). Несмотря на то, что этот показатель на треть меньше, чем в 2006-2008 гг., важно отметить другой тревожный сигнал – снижение количества [новых строителей](#). После пика в 2020-2021 гг. (36 тыс. домов/г), их объем стал снижаться, достигнув 18,6 тыс./г в 2022 г. и 13,9 тыс./г в 1К-3К23.

Рис. 31. Новое начатое строительство и спрос на недвижимость в США, 2005-2023 гг.



Источник: составлено на основе данных FRED

Рис. 32. Ипотечное кредитование в США, 2005-2023 гг.



Источник: составлено на основе данных FRED

Похожие тенденции на рынке нового жилья наблюдались и в период ипотечного кризиса – тогда объем новых домов за 4 года опустился с 24,9 тыс./г (2005 г.) до 6,6 тыс./г (2009 г.). Таким образом, наблюдается не только падение спроса на новые дома, но и снижение числа домов, выставленных на продажу. Это также можно связать с тем, что в США распространено рефинансирование ипотечных займов по более выгодным ставкам, но, т.к. сейчас ставки существенно выше ставок 2020-2021 гг., новые сделки по ипотеке невыгодны.

С другой стороны, пока мы не видим роста просроченных платежей по кредитам и стабильного падения цен на недвижимость, которые были предвестниками прошлого ипотечного кризиса. Так, [доля просроченных платежей](#) по ипотечным кредитам в 2022-2023 гг. невысока и составляет 1,7% (vs 2,7% в 2022 г. и 2,1% в 2021 г.); в пике 2009 г. с

просрочкой было проведено 11,5% оплат, и с тех пор доля постоянно снижалась. Тем временем, рост [индекса Кейса-Шиллера](#) – индикатора изменения цен на недвижимость в США – замедлился и составил 4% в 2022 г. и 7% в январе–сентябре 2023 г. (vs 19% в 2021 г. и 11% в 2020 г.). В период с июня 2022 г. по февраль 2023 г. индекс и вовсе снижался (с 308 до 293).

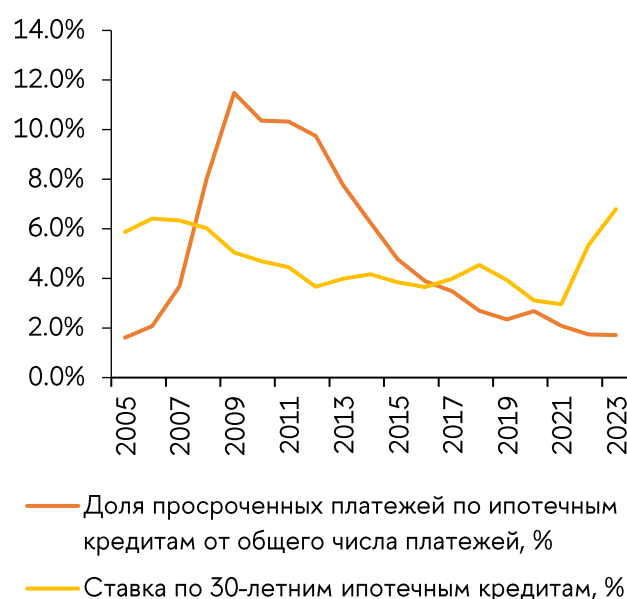
Стоит отметить, что показатели рынка недвижимости сильно инерционны и эти пока благоприятные тренды могут развернуться с учетом жесткой монетарной политики и замедления динамики доходов населения.

Рис. 33. Стоимость жилья и индекс Кейса-Шиллера в США, 2005-2023 гг.



Источник: FRED

Рис. 34. Доля просроченных платежей и ставка по кредитам, 2005-2023 гг.



Источник: FRED

Ситуация на рынке недвижимости оказывает влияние и на рынок MBS – ипотечных долговых ценных бумаг. Текущее состояние [характеризуется](#): i) сокращением вложений в MBS [со стороны ФРС](#) (с \$2,7 трлн в апреле 2022 г. до \$2,4 трлн в декабре 2023 г.) и [банков](#) (с \$3 трлн в феврале 2022 г. до \$2,5 трлн в декабре 2023 г.); ii) снижением [индекса MBS](#) (с максимума в феврале 2021 г. (150) до 120 в октябре 2023 г., конце декабря находится на уровне 132) и увеличением [спреда](#) между MBS и [казначейскими облигациями](#), что говорит о повышении рисков.

Сокращение спроса и доступности недвижимости на фоне ужесточения ДКП наблюдаются не только в США: [отношение размера ипотеки к доходу](#) увеличилось также в Великобритании (141,6 в 2019 г. vs 142 в декабре 2023 г.), Канаде (92,6 vs 130,5), Франции (114,5 vs 125,7), Италии (120,8 vs 123,5), Германии (63,6 vs 84), ОАЭ (43,5 vs 52,8) и др.

[PMI строительного сектора](#) стран еврозоны с марта 2022 г. находится в состоянии падения и в ноябре 2023 г. составляет 43. Количество выданных разрешений на строительство в наиболее развитых экономиках сократилось на 30% в 1П23 в сравнении с 1П22. [Характерной чертой](#) европейского застоя в секторе недвижимости является политика правительств: с одной стороны, они ставят планы по предоставлению нового

жилья населению с низкими доходами, мигрантам и беженцам, а с другой стороны, не могут обеспечить должное финансирование для девелоперских проектов. Усугубление долговой нагрузки строительных компаний может создать новые риски в части массовых банкротств, что также негативно скажется на рынке.

С проблемами также столкнулись [застройщики Китая](#). До 2019 г. на рынке недвижимости наблюдался агрессивный рост: строительные компании запускали новые проекты на фоне активного спроса со стороны домохозяйств. Однако после наступления коронавируса сектор строительства был парализован из-за ограничений внутри Китая (более продолжительных, чем в остальных странах) и проблем с поставками, что повлекло за собой череду финансовых трудностей с выплатами обязательств даже у крупных игроков и колоссальным убыткам. Потребительский спрос на новое жилье окончательно так и не восстановился, несмотря на мягкую монетарную политику ЦБ Китая. А падение цен на [3%](#) (г/г) в 2022 г. и 2023 г. создает дополнительные риски для застройщиков.

Таким образом, в результате повышения процентных ставок происходит охлаждение рынка недвижимости, замедление строительства и формирование рисков на связанных с отраслью финансовых рынках (CDO, MBS).

Несмотря на стагнацию рынка жилья, ФРС, инвесторы и домохозяйства гораздо более осторожны при принятии решений о вложениях. В 2024 г. ожидается ослабление давления на цены на дома и стоимость ипотеки, т.к., вероятно, ключевая ставка начнет снижение, что активизирует спрос на жилье и приведет к росту числа новых строителей. В последующем стоит ожидать стабилизацию на европейском рынке, т.к. ключевая ставка ЕЦБ движется в параллели со ставкой ФРС. Наиболее серьезные риски наблюдаются на китайском рынке недвижимости, объем которого существенно больше американского и европейского.

Долговые и бюджетные риски

В 2021-2022 гг. состояние бюджета многих стран [несколько улучшилось](#), восстанавливаясь после рекордных дефицитов в пандемию. Однако жесткая монетарная политика продолжает оказывать как прямое, так и косвенное давление на бюджетные статьи: с одной стороны, ввиду повышения ставок дорожает обслуживание госдолга, что ведет к росту бюджетных расходов, а с другой стороны, воздействие на потребление с целью сокращения инфляции препятствует росту доходов. В результате, сокращение фискальных дисбалансов в ближайшие годы будет являться важной задачей, осложненной последствиями высоких ключевых ставок. Другим сдерживающим фактором для сокращения дефицитов является [увеличение военных расходов](#). Так, доля затрат на оборону в Великобритании в 2022 г. составила 5,3% ВВП (+0,6 п.п. г/г), Германии – 2,7% ВВП (+0,1 п.п. г/г), США – 13,5% (+0,4 п.п. г/г, +2,6 п.п. с 2020 г.) и ожидается, что эти статьи расходов будут расти.

Рост структурных дисбалансов в период пандемии, геополитическая напряженность и жесткая монетарная политика многих стран мира в 2022-2023 гг. привели к существенному росту вероятности реализации долговых рисков. Повышение ключевых ставок центральными банками с декабря 2022 г. (ЕЦБ – 200 б.п., Великобритания – 175 б.п., ФРС – 100 б.п.) приводило к росту доходностей государственных ценных бумаг, что увеличивало

расходы на обслуживание госдолга. Удорожание заимствований вело к экспансии бюджетного дефицита и, как следствие, дальнейшему расширению долгового бремени.

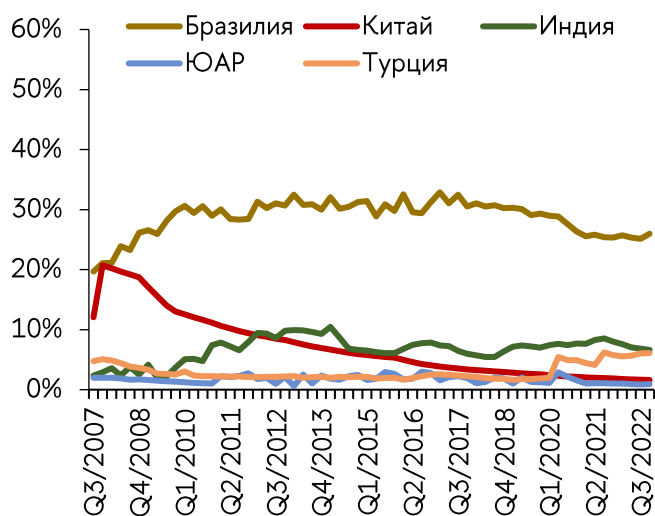
Доля государственного долга на балансах центральных банков является одним из индикаторов напряженности на долговом рынке, т.к. регуляторы стремятся контролировать доходность гособлигаций и в условиях повышения ключевых ставок и снижения спроса со стороны инвесторов выкупают ценные бумаги. Так, на конец 2022 г. самая высокая доля госдолга, принадлежащая национальным ЦБ [развитых стран](#), наблюдалась у Японии (44,4%, +1,6 п.п. г/г), Великобритании (33%, -3,4 п.п. г/г), Германии (28,9%, +0,2 п.п. г/г) и стран Южной Европы – Испании (28,3%, +0,4 п.п. г/г), Италии (26,2%, +0,9 п.п. г/г) и Португалии (26,2%, +1 п.п. г/г). Ожидается, что эта доля возрастет по результатам 2023 г., т.к. ЕЦБ и Банк Англии продолжали вести жесткую монетарную политику, что усугубляло ситуацию на долговом рынке. В случае с Банком Японии рост доли ожидается ввиду политики контроля кривой доходности (установлены границы, в пределах которых должны находиться ставки по облигациям). Чтобы сохранить ставки в заданных пределах, регулятор покупает национальный долг. Доля госдолга, принадлежащая ЦБ [развивающихся стран](#), существенно меньше и не придерживается тенденции роста ввиду того, что такие банки часто бывают ограничены в возможностях выкупа большого количества ценных бумаг.

Рис. 35. Доля госдолга, принадлежащая национальным ЦБ развитых стран, 2007-2022 гг., %



Источник: МВФ

Рис. 36. Доля госдолга, принадлежащая национальным ЦБ развивающихся стран, 2007-2022 гг., %



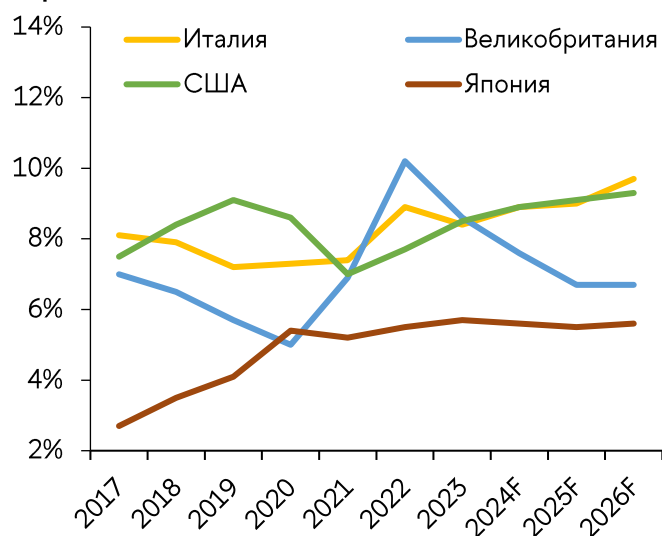
Источник: МВФ

Как следствие у ряда стран наблюдаются негативные тенденции в части обслуживания госдолга. В большинстве стран мира продолжается рост отношения выплат процентов к бюджетным доходам в 2020-2023 гг. – это касается как развивающихся стран, в т.ч. Бразилии (14,4%, +1,8 п.п. к концу 2019 г.), Индии (28,1%, +3,3 п.п.), ЮАР (18,5%, +5,0 п.п.), Китая (5,7%, +1,6 п.п.), так и развитых – Италии (8,4%, +1,2 п.п.), Великобритании (8,6%, +2,9 п.п.), Японии (7,4%, +2,7 п.п.) и др. Исключением в этот период являлись США, у которых этот показатель снизился с 9,1% на конце 2019 г. до 8,5% в 2023 г. на фоне роста бюджетных доходов. Однако, высокий уровень ключевых ставок по всему миру и увеличение

бюджетных расходов будет способствовать дальнейшему росту стоимости обслуживания заимствований.

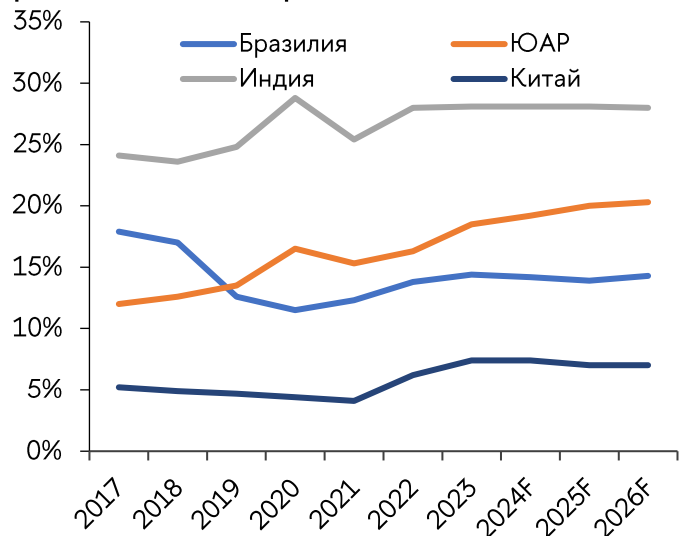
В начале июня 2023 г. было приостановлено действие потолка госдолга США, что повлекло за собой резкий рост долга страны – с \$31,4 трлн в мае до \$33,9 трлн в ноябре. [Данный прирост](#) на 78% был обеспечен за счет выпуска новых казначейских долговых обязательств (краткосрочных T-Bills (до года) – на \$1,7 трлн, среднесрочных T-Notes (1-10-летние) – на \$0,01 трлн и долгосрочных T-Bonds (20- и 30-летние) – на \$0,2 трлн). Сейчас долг на 78% представлен рыночными ценными бумагами (\$13,7 трлн – T-Notes, \$5,7 трлн – T-Bills, \$4,3 трлн – T-Bonds). В течение 2023 г. по высоким ставкам [выпускались](#) преимущественно T-Bills (\$17,4 трлн), выпуск T-Notes и T-Bonds составил \$2,9 трлн и \$0,4 трлн соответственно. Таким образом, сейчас госдолг США сроком более 1 года на 18,3% представлен эмиссией текущего 2023 г.; объем новых краткосрочных обязательств также существенен. Это – значимый фактор роста стоимости обслуживания долга страны в среднесрочной перспективе (S&P ожидает увеличение соотношения процентных расходов к доходам бюджета США до рекордных [9,3%](#) к 2026 г.).

Рис. 37. Отношение выплат процентов по госдолгу к бюджетным доходам развитых стран, 2017-2026 гг., %



Источник: S&P

Рис. 38. Отношение выплат процентов по госдолгу к бюджетным доходам развивающихся стран, 2017-2026 гг., %



Источник: S&P

В течение последних 12 месяцев изменилась структура держателей американских гособлигаций. Общая сумма вложений в казначейские бумаги со стороны иностранных государств увеличилась с \$7,13 трлн до [\\$7,57](#) трлн (октябрь 2022 г. vs октябрь 2023 г.), что произошло преимущественно за счет Японии (+\$34 млрд), Канады (+\$63 млрд) и некоторых стран Европы, в т.ч. Великобритании (+\$52 млрд), Ирландии (+\$54 млрд), Норвегии (+\$26 млрд) и др. Тем не менее, Китай (второй по величине держатель облигаций США), Бельгия, Бразилия и Саудовская Аравия продали часть своих сложений на общую сумму 154 млрд (-\$108 млрд, -\$42 млрд, -\$1 млрд и -\$3 млрд соответственно).

Отдельно стоит отметить возможные последствия выборов президента в ноябре 2024 г. в США. Применение распространенных инструментов привлечения электората с высокой вероятностью повлечет за собой ускорение инфляции, в т.ч. из-за: i) возможного

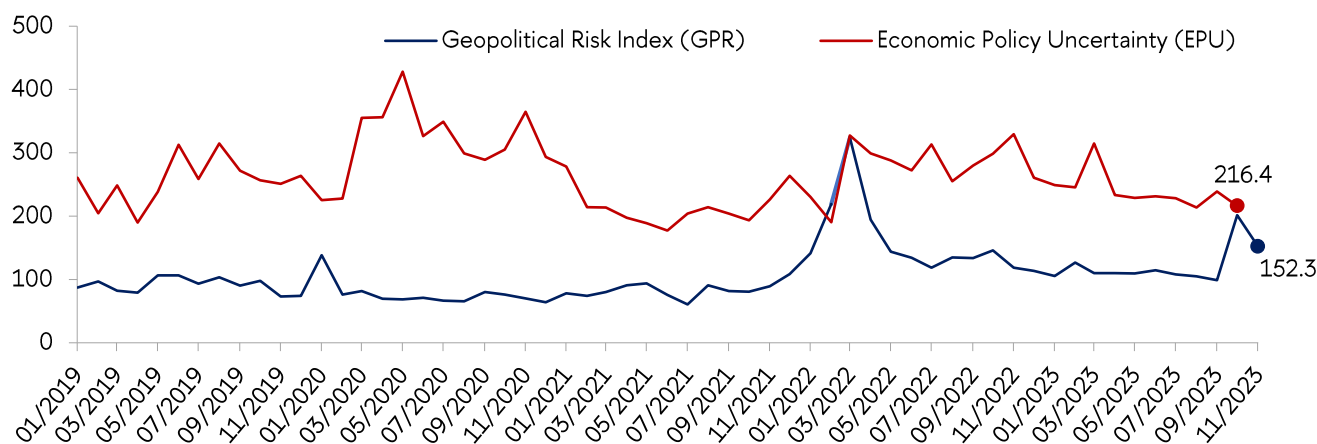
снижения ключевой ставки ФРС (особенно если реализуются риски снижения экономической активности); ii) расширения социальных выплат. Ввиду того, что политические кампании запускают заранее, ожидается, что меры воздействия начнут активно применяться в мае 2024 г. Данные шаги частично нивелируют эффект жесткой монетарной политики, а также приведут к дополнительной экспансии бюджетных расходов.

Во времена геополитической и экономической нестабильности рост процентных ставок в развитых странах с большей вероятностью по инерции влечет за собой рост ставок в развивающихся странах. Борьба с инфляционным давлением и бюджетными дефицитами нацелена вести экономики в сторону стабилизации, однако, пока что устойчивость бюджетов стран достаточно хрупка, а некоторые развивающиеся экономики уже находятся в дефолте (Шри-Ланка, Ливан, Суринаме, Замбия) или близки к нему (Аргентина, Эквадор, Боливия, Буркина-Фасо, Украина, Тунис, Гана, Египет, Кения, Пакистан, Мозамбик и др.). Снижению напряжения может способствовать изменение траектории ДКП в сторону смягчения, поддержка МВФ и реструктуризация долга двусторонними кредиторами.

II. Геополитика

По состоянию на конец ноября 2023 г. индекс [Geopolitical Risk Index \(GPR\)](#) составил 152,3. Относительное снижения показателя, после пика в октябре (201), произошло на фоне второй фазы военной операции Израиля в Секторе Газа. В 2023 г. индекс после экстремумов предыдущего года, связанных с началом специальной военной операции (СВО) России на Украине, в целом снижался. Заметный рост индекса наблюдался в феврале (127) и октябре, что было в основном вызвано событиями на Ближнем Востоке. Практически в течение всего года показатель оставался выше среднего значения за период 2016 – 2019 гг. (98,9), что говорит о сохранении серьезных геополитических рисков в ряде регионов мира.

Рис. 39. Индекс геополитики



Примечание. GPR – индекс, показывающий степень геополитической напряженности в мире (данные за ноябрь). Данные индекса за последние месяцы обновляются с учетом погрешностей и методики исследования, что может приводить к корректировке их значений.

EPU – индекс, показывающий степень неопределенности экономической политики в мире (данные за октябрь). Индексы строятся на основе данных 10 крупных СМИ-изданий с помощью контент-анализа. Рост индексов свидетельствует о росте степени геополитической напряженности и неопределенности экономической политики, их падение – о снижении. Источник:

<https://www.policyuncertainty.com/index.html>

Стратегический взгляд

Продолжается эрозия системы глобальной безопасности, стратегической стабильности и контроля над вооружениями. На фоне [заявлений](#) ряда лидеров западных стран о том, что они стремятся нанести России стратегическое поражение на Украине и совершить атак на российские стратегические объекты Москва 28 февраля [приостановила](#) участие в Договоре о сокращении стратегических наступательных вооружений (ДСНВ-3). Страны НАТО 7 ноября [приостановили](#) участие в Договоре об обычных вооруженных силах в Европе (ДОВСЕ), из которого ранее [вышла](#) Россия. На фоне [сообщений](#) о подготовке Вашингтоном к возобновлению ядерных испытаний Москва приняла решение о зеркальном статусе Договора о всеобъемлющем запрещении ядерных испытаний (ДВЗЯИ) с США и 2 ноября [отозвала](#) его ратификацию. Москва [заявляет](#), что данный шаг направлен лишь на то, чтобы поставить Россию в равные условия с США, которые подписали, но так и не ратифицировали этот договор. В свою очередь со стороны

официальных лиц и экспертов из стран Запада звучат [обвинения](#) в адрес России в нагнетании ядерной угрозы и намерении [возобновить](#) испытания атомного оружия. Иллюстрирует низкую договороспособность стран Запада в современных реалиях также провал Черноморской зерновой инициативы, из которой Москва [вышла](#) в июле. В долгосрочной перспективе (10–15 лет) продолжится процесс трансформации мирового политико-экономического порядка, сопровождающийся относительным ослаблением стран Запада и возвышением альтернативных центров силы, в первую очередь – стран БРИКС. На этот период угроза эскалации между Россией и Китаем, с одной стороны, США и их союзниками, с другой, будет оставаться на высоком уровне. При этом риск прямого столкновения могут усиливать возможные непреднамеренные или провокационные инциденты в киберпространстве, космосе, на объектах критической и ядерной инфраструктуры.

Европа

В украинском кризисе Россия постепенно [завоевывает](#) инициативу. Хотя [финансовая](#) и [военно-техническая](#) помощь Киеву за 11 месяцев текущего года составила \$44,2 млрд и €39,5 млрд, общий объем внешней поддержки Украины [оценивается](#) в €238,99 млрд. В первой половине года участники проукраинской коалиции активно наращивали объемы и номенклатуру поставляемых Киеву вооружений для реализации контрнаступления. Коалицию составляют 54 [государства](#), из которых 15 поставляют вооружения, основные [доноры](#) – США, ЕС, Германия, страны Северной Европы. США начали передавать кассетные [боеприпасы](#), [снаряды](#) с обедненным ураном и [ракеты](#) дальнего радиуса действия ATACMS. [Франция](#) и [Великобритания](#) – крылатые ракеты SCALP и Storm Shadow. Параллельно страны НАТО [создали](#) коалицию с целью подготовки украинских летчиков и [оказания](#) военной поддержки на море. При этом ВСУ не достигли значимых [результатов](#) в рамках летнего контрнаступления, хотя понесли [потери](#) до 160 тыс. человек. К началу зимнего сезона вооруженные силы России [перешли](#) к активной обороне, тактически улучшая положения на отдельных участках линии соприкосновения. Параллельно Москва [нарастила](#) численность сил и резервов. На 13 декабря с Минобороны РФ с начала года заключили контракт 486 тыс. человек, из которых 244 тыс. человек находились в зоне СВО. Это создает условия для возможных более активных военных действий России на отдельных направлениях в зимний период.

В то же время Киев сталкивается с [истощением](#) запасов вооружений, снижением поддержки со стороны ключевых партнеров и смещением внимания [США](#) и их [союзников](#) на палестино-израильское противостояние. Объем вновь выделяемой помощи Украине достиг нового [минимума](#) в период с августа по октябрь 2023 г. – снижение почти на 90% по сравнению с аналогичным периодом 2022 г. Вызывает серьезные противоречия среди членов [НАТО](#) вопрос о вступлении Украины в альянс. Конгресс США [перенес](#) обсуждение вопроса финансирования Украины на январь следующего года. В ЕС Венгрия, хотя и не наложила вето на начало [переговоров](#) о вступлении Украины в союз, [заблокировала](#) выделение Киеву дополнительных €50 млрд. Для диверсификации издержек ряд стран блока рассматривают возможность налаживания [производства](#) вооружений на [территории](#) Украины. Однако подобные планы представляются сложно реализуемыми в условиях активных боевых действий, когда Россия наносит удары по военно-промышленной

инфраструктуре страны. В политическом плане усилилась позиция в пользу временной заморозки конфликта. Об этом, в частности, свидетельствуют заявления военного [руководства](#) Украины. Но даже в случае возобновления переговорного процесса боевые действия, скорее всего, продолжатся, поскольку стороны не реализовали свои ключевые интересы.

Одним из ключевых трендов является милитаризация. В ряде стран НАТО прошли масштабные военные учения («[Закрытые щиты](#)», «[Anakonda-23](#)», «[Авропа-23](#)», «[Defender 23](#)», «[Baltops 23](#)», «[Air Defender](#)», «[Таинственный гром 23](#)», «[Northern Coasts](#)», «[Scutul de Foc/Rapid Trident-2023](#)», «[MILEX](#)», «[Aurochs Partner-2023](#)», «[Cyber Coalition](#)»). В течение года прослеживалась тенденция укрепления восточного фланга НАТО. Альянс усилил военное [присутствие](#) в Балтийском море. [Польша](#), [Литва](#), [Латвия](#) нарастили военные контингенты на границах Союзного Государства. Германия объявила о [размещении](#) танковой бригады в Прибалтике с постоянной [дислокацией](#) 5 тыс. человек. В целом [численность](#) сухопутных войск альянса в [Европе](#) выросла в 7,5 раз – с 40 тыс. до 300 тыс. человек. Параллельно в странах НАТО увеличиваются траты на военные цели. ЕС представил [план](#) финансирования ВПК промышленности в размере 1,5 млрд. евро и разрабатывает [схему](#) создания единого рынка для оборонного сектора. Бюджеты на обновление военной техники увеличили [Франция](#), [Великобритания](#), [Германия](#), [Швеция](#), [Дания](#), [Норвегия](#). Финляндия, [ставшая](#) 4 апреля 31 членом НАТО, заявила о [готовности](#) к размещению на своей территории военнослужащих и вооружений США, в том числе ядерных. Несмотря на задержки в ратификации [заявки](#) Швеции о вступлении в НАТО, правительство страны приняло решение предоставить США [доступ](#) к своим военным объектам. Ожидаем продолжение тренда на милитаризацию в долгосрочной перспективе как в Европе, так и АТР.

Параллельно ЕС, США и их партнеры предприняли действия по [ужесточению](#) санкций против России. 5 февраля 2023 г. [вступили](#) в силу «потолок цен» стран G7 на российский экспорт нефтепродуктов (на экспорт российской нефти вступил в силу 5 декабря 2022 г.). В течение года ЕС принял [10-ый](#) (25 февраля), [11-ый](#) (23 июня) и после серьезных [дискуссий](#) 12-й (18 декабря) пакеты антироссийских санкций. Последний пакет, помимо прочего, включает [запрет](#) на импорт в ЕС российских природных и искусственных алмазов, ювелирных изделий с алмазами (аналогичную меру приняли все страны G7), чугуна, ферросплавов, железа, медной и алюминиевой проволоки, фольги, некоторых труб, СПГ. [США](#) также расширяли санкционные [списки](#) посредством внесения новых компаний и физических лиц, связанных с промышленным, финансовым, горнодобывающими секторами экономики России. В ноябре текущего года [Финляндия](#), [Норвегия](#) и [Эстония](#) выразили готовность закрыть границу с Россией.

Во внутренней политике стран ЕС фиксируется ослабление традиционных ведущих политических сил и усиление давления на принцип евросолидарности. Протесты на фоне неэффективной экономической и социальной политики, а также инфляции проходили в [Бельгии](#), [Молдавии](#), [Португалии](#), [Греции](#), [Германии](#), [Нидерландах](#). С января по июнь наблюдалось гражданское противостояние во Франции, вызванное пенсионной [реформой](#). В отставку ушли правительства [Нидерландов](#) (7 июля) и [Латвии](#) (17 августа). Серьезно снизился уровень доверия граждан к правительствам во [Франции](#), [Германии](#),

[Великобритании](#), [Италии](#). При этом возрастает поддержка правых и популистских политиков, что иллюстрирует рост рейтинга [партии](#) «Альтернатива для Германии» и [победа](#) Партии свободы на парламентских выборах в Нидерландах (22 ноября). Нарастание противоречий внутри ЕС приводит к дисфункциям в реализации общей политики. В сентябре Польша, Венгрия и Словакия ввели [запрет](#) на ввоз украинского зерна. Новое правительство Словакии вместе с Венгрией 27 октября [выступило](#) против поставок вооружений Киеву, что привело к [блокировке](#) 14-го пакета военной помощи Украине. Все более глубокими в рамках ЕС становятся [экономический](#) и [миграционный](#) кризисы. В складывающихся условиях остро встает вопрос об [отказе](#) от единогласного принятия решений в ЕС. Это может привести к усилению влияния ядра ЕС (Германии и Франции), ослаблению его периферии (Польша, Эстония, Латвия, Литва) и лишению права голоса национально-ориентированных «оппозиционеров» (Венгрия, Словакия).

Постсоветское пространство

Одной из главных тенденций стало увеличение активности внерегиональных акторов: [ЕС](#), [НАТО](#), [США](#) и [КНР](#). Главным событием уходящего года стала военная [операция](#) Баку в Нагорном Карабахе (19–20 сентября), по итогам которой, по словам президента Ильхама Алиева, была [восстановлена](#) территориальная целостность Азербайджана. Ранее, в апреле, премьер-министр Армении Никола Пашинян вновь [признал](#) суверенитет Азербайджана над этой спорной территорией. Была проведена [серия](#) армяно-азербайджанских переговоров по линии министерств иностранных дел (посредниками выступали [Россия](#), [США](#) и [ЕС](#)), однако мирный договор между странами так и не был подписан, несмотря на [заявления](#) политических лидеров о [благоприятных](#) для него условиях. Еврокомиссия приняла решение начать [переговоры](#) о вступлении в Евросоюз Украины и Молдовы, предоставить статус кандидата Грузии. МИД Армении поддержал стремление Киева и Кишинева попасть в ЕС. Министр иностранных дел Армении Арарат Мирзоян [заявил](#), что Ереван тоже проявляет европейские стремления.

Глобальные игроки все больше [конкурируют](#) за влияние в Центральной Азии. Вместе с тем возросла интеграция и сотрудничество государств региона с Россией по линии [ЕАЭС](#), [ОДКБ](#) (фактически была создана единая система ПВО) и [ШОС](#). Однако события уходящего года показывают, что страны постсоветского пространства и дальше будут развивать многовекторность во внешней политике с помощью маневрирования между несколькими политическими и экономическими полюсами. Это может нести риски нестабильности и конфликта интересов как между региональными, так и внешними игроками, на что Россия не сможет не реагировать.

АТР

Для сдерживания Китая США наращивают сеть военно-политических союзов и партнерств ([AUKUS](#), [QUAD](#), [активизация](#) деятельности НАТО в регионе). Развивается трехстороннее военное взаимодействие Республики Кореи (РК), Японии и США, двустороннее военное сотрудничество Вашингтона с [Филиппинами](#), [Вьетнамом](#), [Индией](#). 30 октября США приняли решение о [размещении](#) в Австралии стратегических бомбардировщиков B-52, способных нести ядерное оружие. 26 апреля между США и РК была [подписана](#) декларация о создании группы по вопросам ядерного планирования, [заявлено](#) о регулярных заходах в южнокорейские порты американских атомных подводных

лодок. Расширяется [сотрудничество](#) НАТО с азиатскими партнерами (Япония, РК, Австралия, Новая Зеландия). В целом в регионе фиксирует тенденция милитаризации. Возросло количество двусторонних и многосторонних военных учений в регионе («[MALABAR 2023](#)», «[OGURI-VERNY 23-2](#)», «[Trident23-3](#)», «[Noble Raven 2023](#)», «[Foal Eagle](#)», «[Ssang Yong 2023](#)», «[Freedom Shield](#)», «[Warrior Shield](#)», «[Sama Sama' 2023](#)», «[Golden Dragon 2023](#)», «[Пограничное сотрудничество-2023](#)», «[Север/Взаимодействие-2023](#)», «[СМОА плюс](#)» и др.).

Одним из ключевых факторов напряженности остается тайваньский вопрос. Со стороны КНР неоднократно звучали [требования](#) прекратить [поставки](#) вооружений на Тайвань, а также [поддержки](#) его суверенитета Вашингтоном. [Встреча](#) Си Цзиньпина и Джо Байдена на саммите АТЭС 16 ноября не привела к снижению напряженности в отношениях между двумя странами. В связи с этим в центре внимания остаются [выборы](#) главы администрации и депутатов Законодательного собрания Тайваня, которые пройдут 13 января 2024 г. На пост главы исполнительной власти острова [претендуют](#) Лай Цин-дэ (проамериканская Демократическая прогрессивная партия), Хоу Ю-и (прокитайская Партия Гоминьдан), Кэ Вэнь-чжэ (оппозиционная Партия народа Тайваня). В ходе предвыборной кампании нельзя исключать провокаций (как на выборах в 2004 г.) и попыток повлиять на исход голосований извне (США и КНР). Однако даже если выборы пройдут по позитивному для КНР сценарию, и победит Партия Гоминьдан, скорее всего, это обеспечит лишь непродолжительную паузу в развитии кризиса. В случае победы на выборах Демократической прогрессивной партии и усиления антикитайского курса Тайваня, риск эскалации существенно возрастет. Объявление островом независимости станет отправной точкой для [начала](#) военных действий со стороны КНР. В целом существует достаточно высокая вероятность реализации риска в период 2024 – 2027 гг.

Геополитические риски несет конфликт на Корейском полуострове. США и РК [одобрили](#) обновленную стратегию ядерного сдерживания КНДР. Токио налаживает отношения с Сеулом – страны [сняли](#) взаимные экономические санкции. 22 октября США, Япония и РК впервые [провели](#) совместные учения ВВС. В ответ Пхеньян проводит [испытания](#) баллистических ракет, других видов вооружений и стремится развивать отношения с Москвой и Пекином. 12 сентября лидер КНДР Ким Чен Ын [посетил](#) Россию для переговоров с Владимиром Путиным. 18–19 октября Пхеньян [посетил](#) российский министр иностранных Сергей Лавров. 27 июля замглавы Постоянного комитета Всекитайского собрания народных представителей Ли Хунчжун, посол КНР в Северной Корее Ван Яцзюнь, члены Президиума Политбюро ЦК КПК Ким Док Хун и Чхве Рён Хэ, приняли [участие](#) в государственном приеме в Пхеньяне по случаю Дня Победы в Корейской войне.

Стабилизирующий эффект для региона и мира имеют развивающиеся отношения КНР и России в [политической](#), [экономической](#) плоскостях, а также в сфере [безопасности](#). В течение года продолжался активный политический диалог между странами. В рамках первого после переизбрания на третий срок [визита](#) председателя КНР Си Цзиньпина 20–22 марта в Россию были [подписаны](#) Совместное заявление об углублении отношений всеобъемлющего партнерства и стратегического взаимодействия и Совместное заявление о плане развития ключевых направлений российско-китайского экономического сотрудничества до 2030 г. 18 октября президент России Владимир Путин [посетил](#) КНР и

принял участие в форуме «Один пояс – один путь», где провел переговоры с председателем КНР Си Цзиньпином. Китайский лидер в ходе переговоров [заявил](#) о поддержке России «в следовании по выбранному пути национального возрождения и защиты национального суверенитета». 12 сентября президент России Владимир Путин [встретился](#) с заместителем премьера Госсовета КНР Чжан Гоцином на полях Восточного экономического форума во Владивостоке. Состоялись визиты председателя правительства РФ Михаила Мишустина в КНР [23–24 мая](#) и [18–19 декабря](#), [встречи](#) министров иностранных дел, [визит](#) в КНР 9–12 июля делегации Федерального Собрания во главе с Валентиной Матвиенко. С 1 августа был [возобновлен](#) безвизовый режим для групповых туристических поездок между странами. За 11 месяцев 2023 г. был [превышен](#) порог взаимной торговли в \$200 млрд, при этом импорт из России по итогам 3-го квартала [вырос](#) почти на 13%.

Ближний Восток

Одним из ключевых факторов, способствовавших росту напряженности в регионе и мире, стал палестино-израильский конфликт. Эскалация произошла после событий 7 октября, когда из Сектора Газа по Израилю было выпущено от 2,2 до 5 тыс. [ракет](#), около 3 тыс. боевиков ХАМАС [напали](#) на ряд населенных пунктов и военных объектов на израильской территории. В ответ Тель-Авив начал контртеррористическую операцию «Железные мечи», а премьер-министр Биньямин Нетаньяху [объявил](#) о военном положении в стране и мобилизации 300 тыс. [резервистов](#). Военная операция Израиля в Секторе Газа привела к многочисленным жертвам среди мирного населения. На 13 декабря число [погибших](#) палестинцев достигло 18 тыс. человек, количество [раненых](#) превысило 50 тыс. человек. Атакам со стороны Израиля подверглись [больницы](#), [школы](#), [лагеря](#) беженцев, другие гражданские [объекты](#), пограничные [переходы](#). Порядка 1,5 млн жителей Сектора Газа были вынуждены [покинуть](#) свои дома. На 2 декабря число погибших в зоне конфликта [журналистов](#) и работников СМИ составило 61 человек, жертвами стали более 100 [сотрудников](#) ООН. Общее число [погибших](#) в Израиле составляло 1,2 тыс. человек, [пострадавших](#) более 5 тыс. человек.

Отдельные страны оказались ограничено вовлечены в противостояние. США [разместили](#) в Персидском заливе атомную подводную лодку «Флорида». В Средиземном море были [дислоцированы](#) два американских авианосца. Китай [направил](#) шесть военных кораблей в регион, хотя официальный представитель министерства обороны страны [указал](#), что решение не связано с обострением. Среди европейских стран активную помощь Израилю оказывает Германия. В связи с ростом напряженности в районе Красного моря из-за атак йеменских хуситов на корабли США, Израиля и их союзников существуют серьезные риски [нарушения](#) логистических потоков через регион, что может отразиться на стоимости нефти и тарифах на глобальные грузоперевозки.

На этом фоне наблюдаются ослабление роли США на Ближнем Востоке, усиление влияния Китая и активизация региональных акторов (Иран, Турция, Саудовская Аравия, ОАЭ). 10 марта Иран и Саудовская Аравия подписали [соглашение](#) о восстановлении дипломатических отношений при посредничестве Китая. Одним из индикаторов ухудшения американо-саудовских отношений стало присоединение монархии к [ШОС](#) в качестве партнера по диалогу. 31 мая ОАЭ [вышли](#) из возглавляемых Вашингтоном Объединенных морских сил. Иран, Саудовская Аравия, Пакистан, Индия, ОАЭ, Катар, Бахрейн, Ирак

высказали заинтересованность в формировании [коалиции](#) для обеспечения безопасности в северной акватории Индийского океана.

Среди позитивных геополитических событий в регионе можно отметить тренд на нормализацию отношений между некоторыми ближневосточными странами. 19 июня были [восстановлены](#) дипломатические отношения между Катаром и ОАЭ. 5 июля Турция и Египет впервые за 10 лет [обменялись](#) послами. 9 августа посольство Саудовской Аравии в Иране [возобновило](#) работу спустя семь лет после разрыва дипломатических отношений. Сирия стала выходить из международной изоляции. 19 марта состоялся официальный [визит](#) президента страны Башара Асада в ОАЭ.

Северная Америка

Значимыми процессами для региона и мира являются кампания по предстоящим президентским выборам в США в 2024 г. и поляризация политической сферы страны. В то время как бывший глава исполнительной власти США Дональд Трамп уверенно [лидирует](#) в рамках республиканской партийной гонки ([69%](#) среди республиканцев), опросы общественного мнения фиксируют крайне [низкие](#) рейтинги поддержки действующего президента-демократа Джо Байдена ([34%](#) среди зарегистрированных избирателей). Важное значение имеет продолжающееся судебное [преследование](#) Дональда Трампа. Хотя на текущий момент [решение](#) суда не налагает ограничения на участие ответчика в общенациональных выборах, суд в Колорадо вынес вердикт о [запрете](#) ему участвовать в республиканских праймериз в штате, сославшись на 14 поправку к Конституции. Это может стать прецедентом для других судебных разбирательств, ведущихся против Дональда Трампа, уже в связи основным этапом выборов. Ключевыми противоречиями между республиканской и демократической партиями остаются взаимосвязанные вопросы дефицита федерального бюджета (свыше \$33 трлн), проблема нелегальной иммиграции и гуманитарного кризиса на южной границе США, поддержка Украины, Израиля и Тайваня. 14 декабря Конгресс США [одобрил](#) проект оборонного бюджета страны на 2024 финансовый год (начался 1 октября) в размере \$886,3 млрд (рост на 3% в сравнении с предшествующим годом), в рамках которого предусматриваются средства на поддержку Украины (\$800 млн, в том числе \$300 млн оплата заказов на предприятиях США) и «сдерживание Китая» в АТР (\$14,7 млрд).

Латинская Америка

Наблюдается рост экономического и политического влияния Бразилии. Она укрепляет свою роль на мировой арене, в том числе выдвигая мирные инициативы по [украинскому](#) и [палестино-израильскому](#) конфликтам и [используя](#) сотрудничество в рамках БРИКС. Ключевые латиноамериканские страны стремятся развивать отношения с [Россией](#) и [Китаем](#) в политической и экономической областях, в сфере безопасности. В течение года произошел ряд значимых выборов в странах региона ([Парагвай](#), [Гватемала](#), [Эквадор](#), [Аргентина](#)). С учетом прихода в Аргентине к власти радикального политика Хавьера Милея, есть риски внутривнутриполитической и [социально-экономической](#) дестабилизации в стране и отказа руководства от вступления в группу БРИКС.

В ноябре [обострился](#) конфликт между Венесуэлой и Гайаной из-за спорной территории Эссекибо, богатой нефтеносными месторождениями. 3 декабря в Венесуэле [состоялся](#) референдум по вопросу включения данной территории в состав страны, по результатам

которого 95% высказались положительно, при [явке](#) около 50%. 6 декабря была [мобилизована](#) армия Венесуэлы. Власти Гайаны в ответ [заявили](#), что рассматривают действия Венесуэлы как угрозу и пренебрежение [вердикту](#) Международного суда ООН, постановившего сохранять статус-кво. Однако 9 декабря президент Венесуэлы Николас Мадуро [подписал](#) указы о включении спорной территории в состав страны. При этом кризис имеет как международные, так и [внутриполитические](#) аспекты, связанные с предстоящими во второй половине 2024 г. выборами президента Венесуэлы.

Фактором роста напряженности в Латинской Америке остается внутривнутриполитическая нестабильность в ряде стран региона. В Перу продолжились беспорядки, [начавшиеся](#) в декабре 2022 г. из-за [отстранения](#) от власти президента Педро Кастильо. В феврале в Мексике [прошли](#) массовые протесты против новой избирательной реформы. В августе в Аргентине [возникли](#) беспорядки из-за роста уровня инфляции.

Долгосрочным дестабилизирующим фактором для региона являются климатические изменения, которые оказывают негативное влияние на социально-экономическое развитие латиноамериканских стран и косвенно усиливают миграционные потоки. Так, в феврале [Республика Чили](#) пострадала от лесных пожаров, в [Аргентине](#), [Уругвае](#), [Бразилии](#) и ряде других стран региона разразилась серьезная засуха.

Африка

В регионе усилился тренд на пересмотр неоколониальных отношений со странами Запада. Произошло два успешных государственных переворота ([Нигер](#) и [Габон](#)), где были свергнуты [профранцузские](#) правительства. Страны ЭКОВАС [рассматривали](#) вариант военного вторжения в Нигер, однако на данный момент эта инициатива активно не обсуждается. Значимым событием стал [вывод](#) французских войск из Нигера. Попытка переворота в Судане со [стороны](#) Сил быстрого реагирования вылилась в затяжные боевые действия, также были предприняты попытки переворотов в [Сьерра-Леоне](#) и [Буркина-Фасо](#).

В противовес влиянию Запада страны Африки расширяют связи с Россией и КНР. [Египет](#) и [Эфиопия](#) подали заявки в БРИКС. 27–28 июля в Санкт-Петербурге [состоялся](#) Второй саммит «Россия – Африка», итоговая декларация которого затронула практически все сферы взаимного сотрудничества. На фоне [встречи](#) в сентябре с замминистра обороны России Юнус-Бекком Евкуровым лидеры Нигера, Мали и Буркина-Фасо [подписали](#) хартию о создании военного союза. Таким образом, в Западной Африке наметилось формирование блока антиколониальных стран, заинтересованных в военном сотрудничестве с Москвой (Нигер, Мали, Буркина-Фасо, а также [ЦАР](#) и [Габон](#)). Китай расширяет инвестиционные программы в Африке в рамках [стратегии](#) «Пояса и пути».

АВТОРСКИЙ КОЛЛЕКТИВ:

Зайцев А. А. (руководитель проекта),
к. э. н., доцент Департамента мировой экономики,
зав. сектора международно-экономических исследований Центра
комплексных европейских и международных исследований (ЦКЕМИ)
НИУ ВШЭ, alex.zaytsev@hse.ru



Бондаренко К. А.,
старший преподаватель Департамента мировой экономики Факультета
мировой экономики и мировой политики НИУ ВШЭ, эксперт Центра
комплексных европейских и международных исследований (ЦКЕМИ)
НИУ ВШЭ kbondarenko@hse.ru



Сокольщик Л. М.,
к. и. н., доцент Департамента зарубежного регионоведения, старший
научный сотрудник Центра комплексных европейских и международных
исследований (ЦКЕМИ) НИУ ВШЭ, lsokolshchik@hse.ru



Григорьев Л. М. (научный консультант проекта), к. э. н., профессор, научный руководитель Департамента
мировой экономики НИУ ВШЭ

Макаров И. А. (научный консультант проекта), к. э. н., руководитель Департамента мировой экономики
НИУ ВШЭ

Кашин В.Б. (научный консультант проекта), к. полит. н., директор Центра комплексных европейских и
международных исследований (ЦКЕМИ) НИУ ВШЭ

Бугаева Д. С. (аналитик), эксперт Центра комплексных европейских и международных исследований
(ЦКЕМИ) НИУ ВШЭ

Кондакова К. С. (аналитик), стажер-исследователь Центра комплексных европейских и
международных исследований (ЦКЕМИ) НИУ ВШЭ

Теремецкий К. С. (аналитик), эксперт Центра комплексных европейских и международных
исследований (ЦКЕМИ) НИУ ВШЭ

Уфимцев А. А. (аналитик), стажер-исследователь Центра изучения стабильности и рисков НИУ ВШЭ

Экономический блок:

Афони́на А. Г.	Власова О. М.	Коновалова Д. А.	Семенова А. П.
Балабанов С. С.	Волоховский Г.В.	Кузнецов Н. Д.	Смоловик Е.В.
Бароян А. А.	Гурьева А.В.	Михалева Ю. В	Фам Т.Ч.
Басенко Н. А.	Дондоков З. Б.	Ливинцева В. Н.	Федорченко П. А.
Бостанчян М. М.	Килиба С.Ю	Романова В. А.	

Раздел «Геополитика»:

Берсанова Л. И.	Тескер Л. М.
Лысенко М. С.	Тришкина В. А.
Соболевская С. М.	Шабан Д. С.
Стихин И. В.	Шаповалов А. Е.

Выпуски мониторинга доступны по ссылке:

<https://wec.hse.ru/globbarohse>

В подготовке аналитических материалов также принимали участие:

Хамаш Д. Н., Шингур Т. С., Мухметшин Р.Р., Ивушин И. М., Стародубцев Д. И.



Краткие видеовыпуски мониторинга доступны по ссылке:
<https://www.youtube.com/channel/UCFQ6xQp3P4dOwbv3cqzPGg>