



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 8-499-129-17-22, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

Анализ макроэкономических тенденций

Обновляется ежемесячно

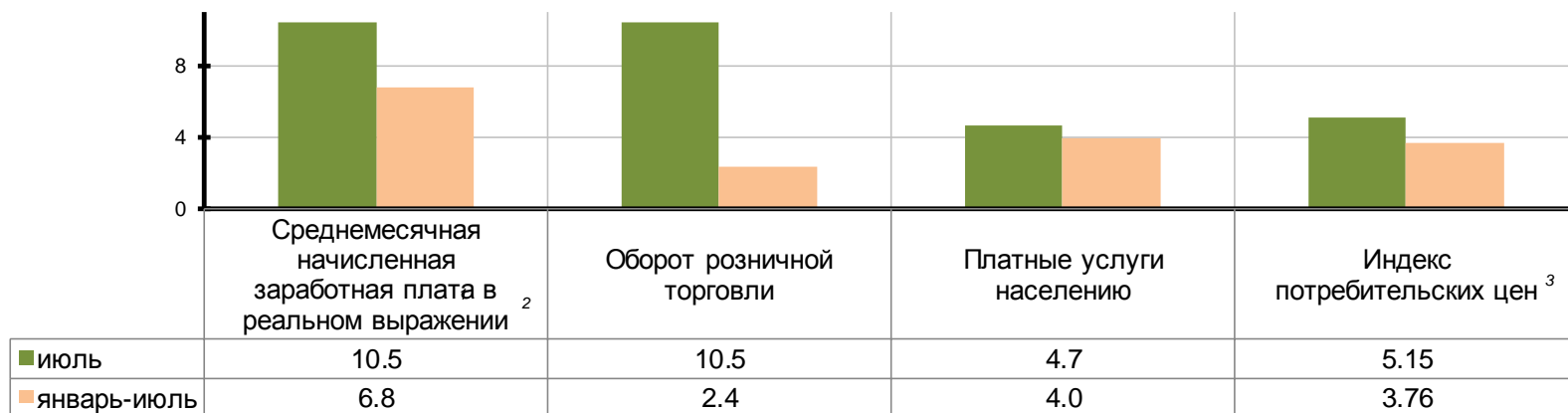
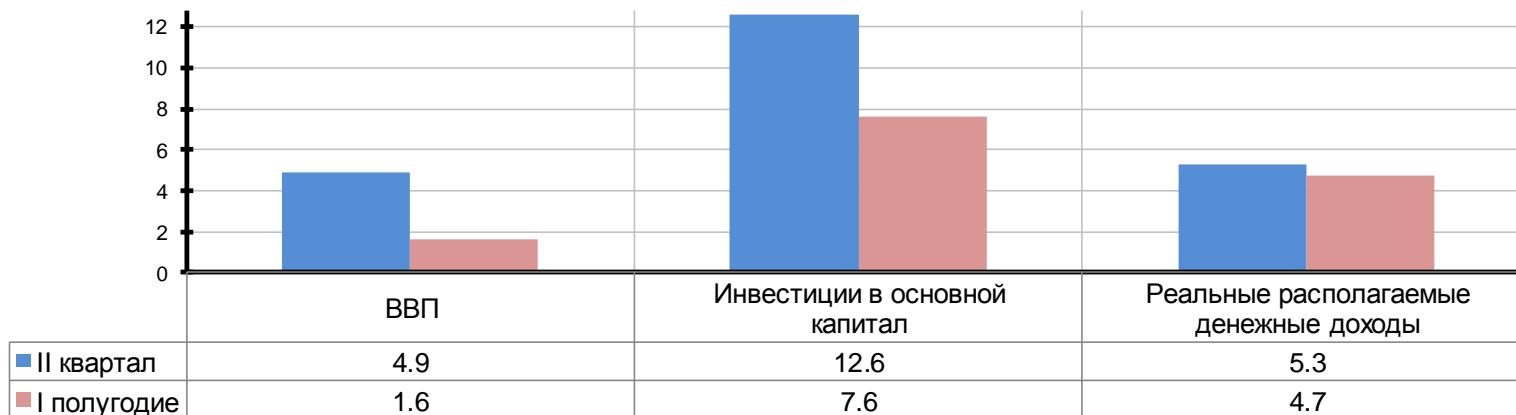
12.09.2023

В данной научной работе использованы результаты проекта ТЗ-148, выполненного в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2023 году.

Макроэкономика. Главное.

- **Структура факторов производства** во II кв. 2023 г. соответствовала уже «экономике роста». Этот рост был почти фронтальным и, в свою очередь, обеспечивался, в основном (просто в силу масштаба) расширением промышленного производства и в секторе розничной торговли.
- Во II кв. сохранился интенсивный рост **инвестиций в основной капитал** (первый квартал: +2.2%, второй: +5.3%, сезонность устранена). Отметим, что уже состоявшееся повышение ключевой ставки вывело ставки денежного рынка на уровень, превышающий рентабельность бизнеса в некоторых отраслях (машиностроительных, деревообработка). **Индекс инвестиционной активности**, представляющий из себя оценку предложения в экономике товаров инвестиционного назначения, после достижения в июне-июне исторического максимума, расти практически перестал. Это произошло преимущественно за счет стабилизации предложения машин и оборудования. **В строительстве**, после длительного интенсивного роста (апрель: +1.0%, май: +2.3%, сезонность устранена), наметилась коррекция (июнь: -1.0%, июль: -0.2%). Пока – это чисто «маятниковая» динамика. Стоит ли за ней «настоящий» спад, или только лишь замедление, покажут ближайшие пара месяцев.
- Высокочастотные данные об **экономической динамике** показывают, что в последние месяцы экономическая активность стала стагнировать, с тенденцией к легкому падению (причем стагнация или падение наблюдается и по потреблению населения, и в сфере инвестиций). Стоит отметить, что момент для «остужающих» действий монетарных властей (повышение ключевой ставки, вероятный секвестр расходов бюджета и новые возможные повышения ставки) выбран крайне неудачно. Этот тормозящий импульс, к сожалению, точно пришелся на момент исчерпания старых стимулов к росту (поддерживаемые государством строительство, гособоронзаказ) – и возможный момент формирования новых, в том числе определяемых частными инвестициями, которые дестимулируются при повышении ставки, что может привести в перспективе к затяжной стагнации. **В промышленности** в начале III кв. фиксируется приостановка подъёма. Если в июне торможение роста было связано преимущественно со снижением интенсивности добычи полезных ископаемых при сохранении роста в обрабатывающей промышленности, то в июле рост прекратился и здесь.
- В июле-августе тенденция **ослабления рубля** сохранялась, курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю возрос на 6.9% за рассматриваемый период и по состоянию на 31.08 достиг 99.7 руб. Заметному ослаблению рубля способствовали такие факторы как: сжатие сальдо счета текущих операций платежного баланса; продолжавшийся отток капитала, происходящий как за счет снижения обязательств перед нерезидентами (вследствие ухода иностранных компаний с российского рынка и погашения ранее привлеченных обязательств на международных рынках капитала), так и за счет роста активов российских резидентов за рубежом (в том числе из-за невозможности конвертации части доходов от поставок нефти в рубли); снижение объемов продаж валютной выручки экспортерами.
- Рост **реальной заработной платы** затормозился, но она по-прежнему увеличивается (апрель и май: по +1.5%, июль: +0.4%, сезонность устранена). Как рост, так и его торможение – вполне объяснимы: первый – дефицитом труда в экономике, второй – наметившимися финансовыми проблемами в компаниях и возросшей инфляцией. **Основные реальные денежные доходы населения** чуть снизились, правда, после довольно интенсивного роста (апрель: +1.4%, май: +1.2%, июль: -0.3%, сезонность устранена), скорее всего, из-за торможения «незарплатных» компонент доходов на фоне довольно высокой инфляции. Продолжился рост **реальных располагаемых доходов** (первый квартал: +2.4%, второй: +1.3%, сезонность устранена). Насколько эта тенденция сохранится, покажет III кв., который может оказаться сложным.
- **Потребление населения** в целом стабилизировалось, после довольно длительного интенсивного роста (апрель: +2.8%, май: +1.3%, июль: +0.6%, июль: -0.2%). Надо отметить, что из трёх основных компонентов потребления населения два – **продажа продовольствия и услуг** в последнее время чуть снизились (в июле, соответственно, на 0.3% и 0.6%, сезонность устранена). **Продажи непродовольственных товаров** пока растут – на «запасе» неудовлетворенного в прошлом году спроса и на росте потребительского кредитования.
- **Уровень инфляции** очень заметно возрос. С учетом ожидаемых итогов августа и первых оценок за сентябрь годовой уровень инфляции может достичь 5.6% к сентябрю 2022 г. (почти в 1.5 раза выше целевого уровня Банка России, 4%). Такой результат вполне естественен в условиях ослабления рубля и оживления внутреннего спроса; при этом на подходе новый фактор – рост «экспортного паритета» цен на российские сырьевые ресурсы. Проблема в том, что повышение ключевой ставки слабо влияет на курс рубля (и очень слабо – на подтягивание цен к «экспортному паритету»), но способно очень сильно дестимулировать частные инвестиции.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



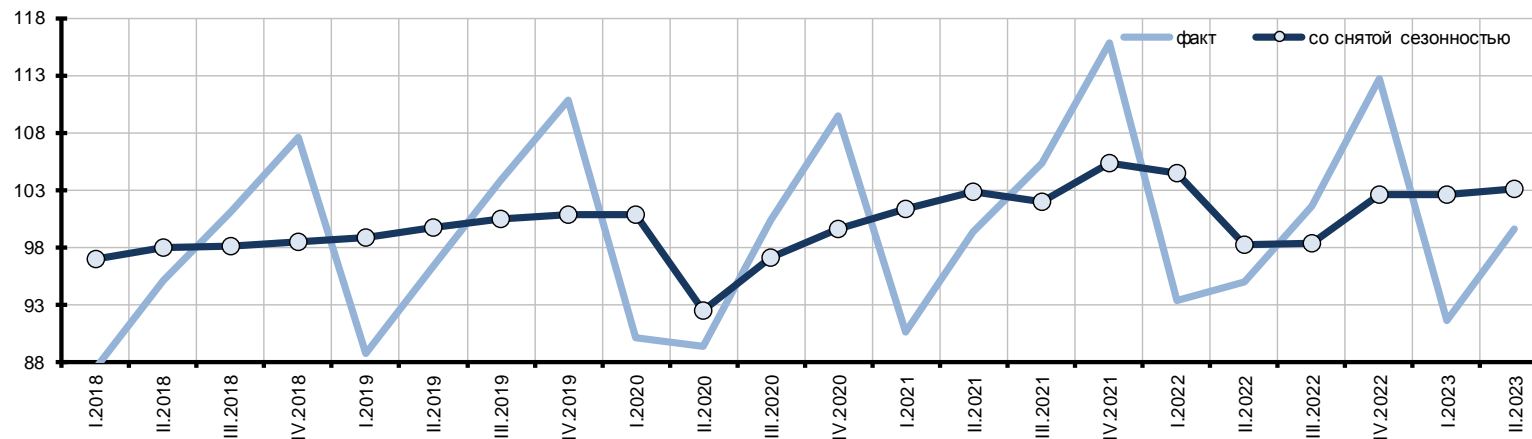
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно июль 2023 г. к июню 2022 г. и январь-июль 2023 г. к январю-июню 2022 г.

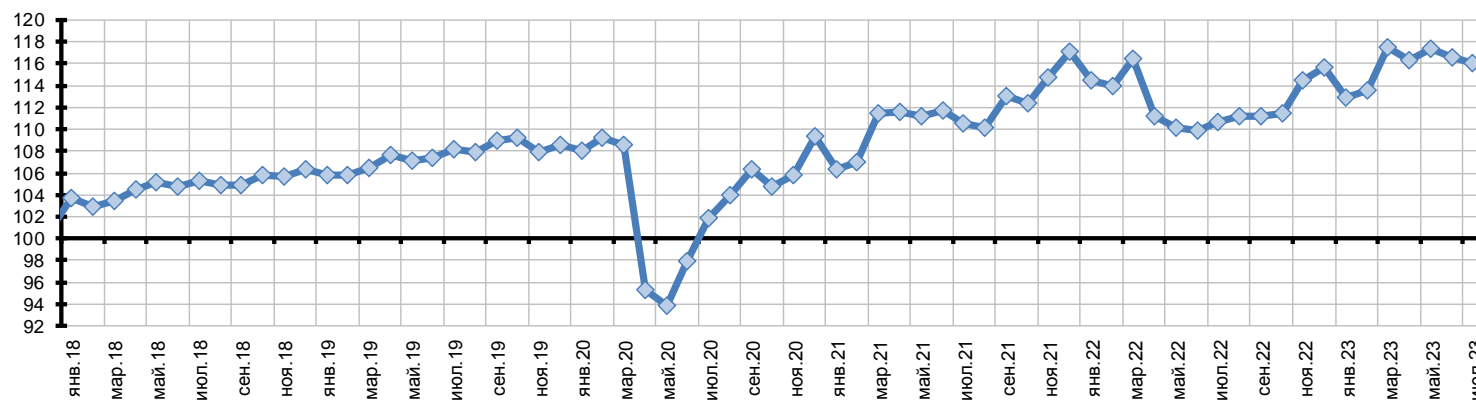
³ соответственно август 2023 г. к августу 2022 г. и за период с начала 2023 г. по 4 сентября

Динамика ВВП и агрегата экономической активности¹

ВВП, 2019=100%



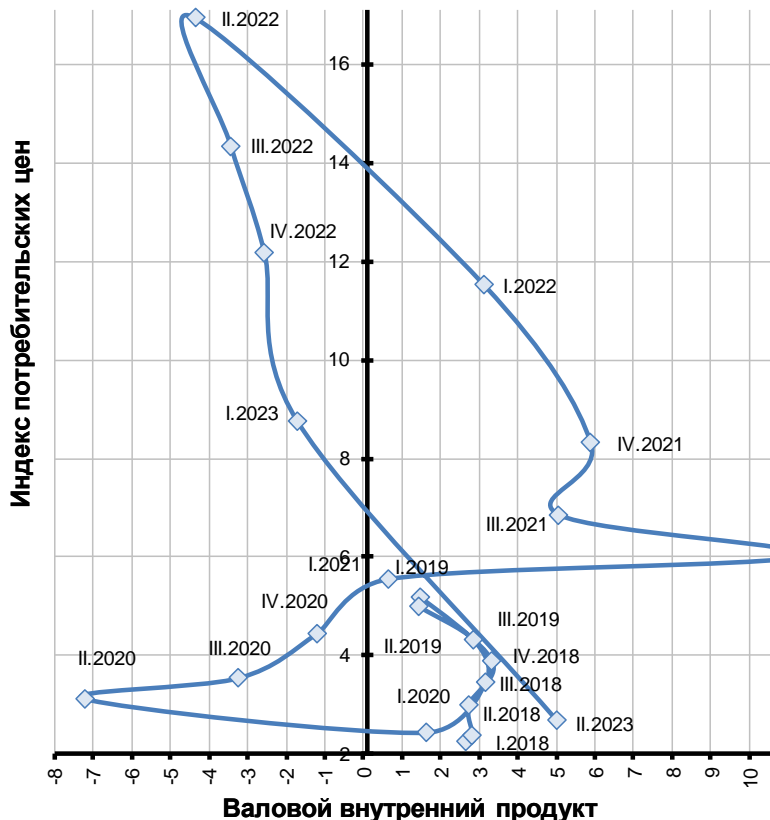
Агрегат экономической активности (среднемесячный уровень 2013 г. = 100)



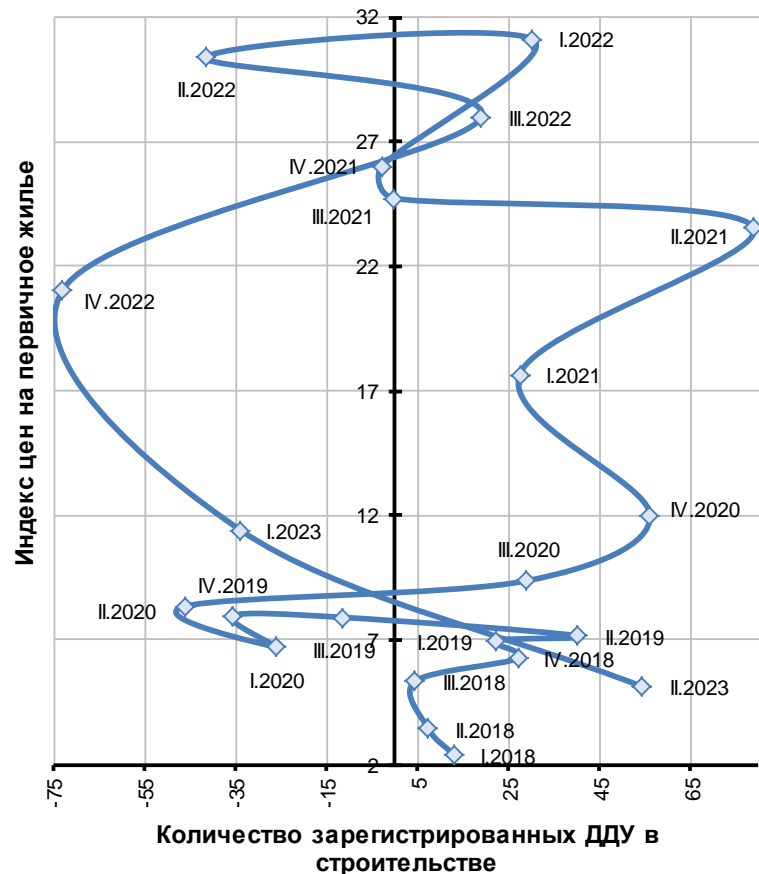
Высокочастотные данные о *экономической динамике* показывают, что в последние месяцы российская экономика стала стагнировать, с тенденцией к легкому падению экономической активности (причем стагнация или падение наблюдается и по потреблению населения, и в сфере инвестиций). Необходимо отметить, что момент для «остужающих» действий монетарных властей (повышение ключевой ставки, вероятный секвестр расходов бюджета и новые повышения ставки) выбран крайне неудачно. Этот тормозящий импульс, к сожалению, точно пришелся на момент исчерпания старых стимулов к росту (поддерживаемые государством строительство, гособоронзаказ) – и возможного формирования новых, в том числе определяемых частными инвестициями, которые дестимулируются при повышении ставки, что может привести в перспективе к затяжной стагнации.

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

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



Динамика индекса цен на первичное жилье и количества договоров долевого участия (ДДУ), квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %)



Во II кв. 2023 г. в экономике ситуация продолжала постепенно улучшаться. Уровень инфляции в целом снижался (после аномального скачка в прошлом году), ВВП напротив рос – причем несколько быстрее инфляции. Сейчас ситуация, судя по оперативной информации, стала существенно хуже.

На рынке жилья во II кв. 2023 г. ситуация, в целом, продолжала улучшаться: количество сделок росло (почти до исторических максимумов), динамика цен при этом замедлялась, то есть рост рынка шел, а признаков перегрева (в целом по рынку, конечно – в отдельных регионах все было очень по разному) «на макроуровне» еще не наблюдалось.

Динамика промышленного производства

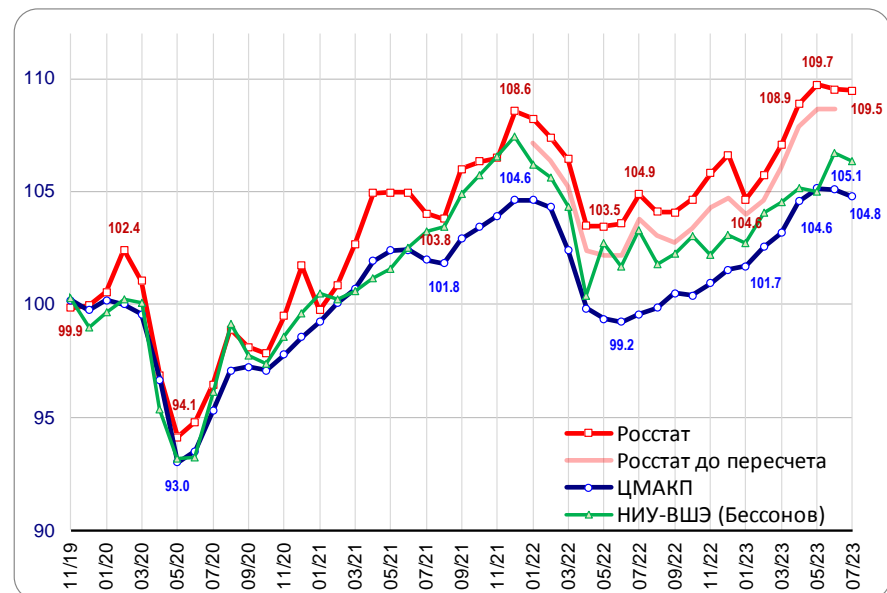
темпы прироста, %

	I кв.	II кв.	май	июнь	июль
Промышленное производство					
<i>к соответствующему периоду 2019 года</i>					
данные Росстата	7.6	8.4	9.6	8.4	7.2
оценка ЦМАКП	3.2	4.5	4.9	4.4	3.7
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>					
данные Росстата	0.1	0.8	0.8	-0.2	-0.1
оценка ЦМАКП	0.5	0.6	0.6	0.0	-0.3
Индекс к соответствующему периоду 2019 года (оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	-4.4	-5.2	-5.0	-5.1	-6.3
Обрабатывающие производства	9.6	12.3	13.8	12.6	9.7
Производство пищевых продуктов	19.0	17.3	18.7	18.1	15.6
Сырьевые производства	7.8	9.1	8.9	7.3	7.1
Производство нефтепродуктов	6.7	9.2	9.3	7.1	3.2
Товары инвестиционного спроса	6.4	12.8	17.6	13.8	6.0
Производство ТДП	-46.0	-36.2	-29.6	-31.6	-28.2
Производство непрод. товаров повседневного спроса	22.4	18.5	20.4	23.5	15.6
Обеспечение электроэнергией, газом и паром	1.7	3.5	5.1	3.4	5.5

В августе Росстат осуществил плановое уточнение данных об объемах промышленного производства за 2022-2023 гг. Данные за прошлые месяцы были скорректированы в сторону небольшого увеличения.

В июле закрепился переход от активного роста к стабилизации объемов промышленного производства. Если с марта по май темп прироста к предыдущему месяцу составлял 1.3% в месяц, то с июня выпуск значительно не менялся (июнь: -0.2% к предыдущему месяцу, июль: -0.1%, сезонность устранена). При этом индекс к соответствующему периоду предшествующего года (СППГ) составил в июле 104.9% после 105.8% в июне, а к соответствующему месяцу 2021 г. – 105.4% и 104.3% соответственно.

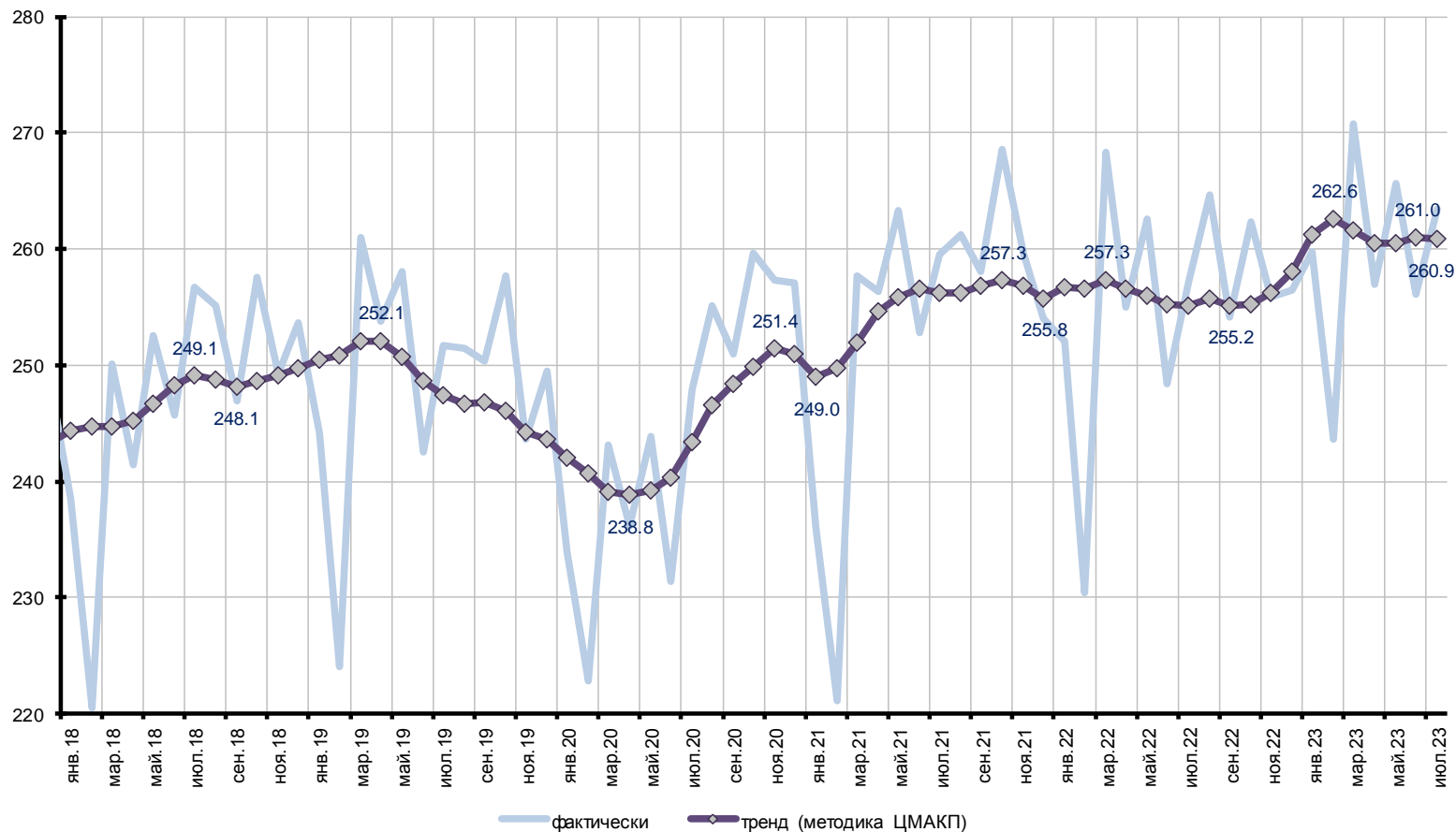
среднемесячный уровень 2019 = 100



По оценке ЦМАКП, фиксируется аналогичная ситуация – приостановка подъема. При этом масштабы предшествующего роста нами оцениваются как более скромные (рост в марте-мае на 0.8% в месяц, индекс СППГ в июле – в 104.6%, а к уровню июля 2021 г. – в 101.9%).

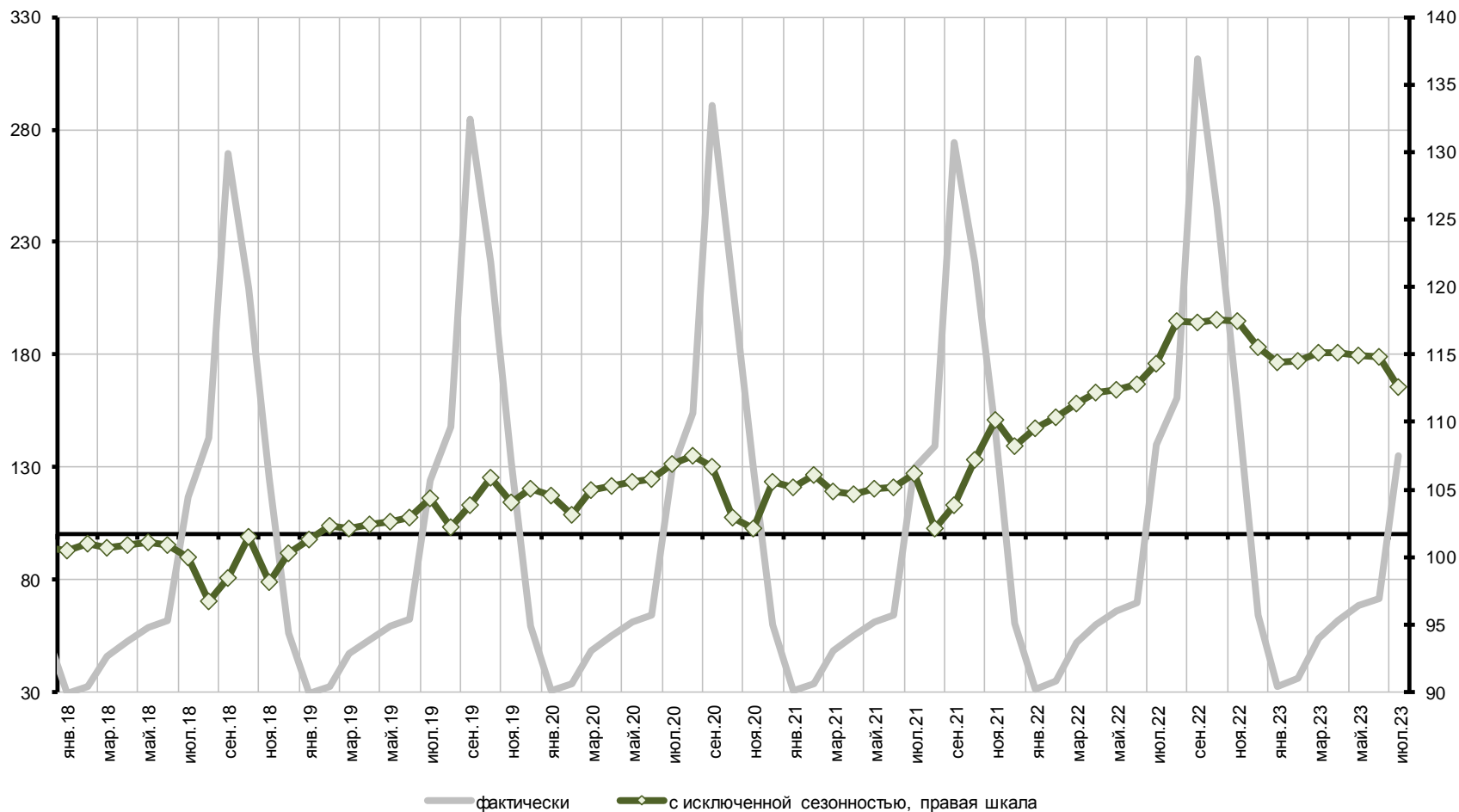
Если в июне торможение промышленного подъема было связано преимущественно со снижением интенсивности добычи полезных ископаемых при сохранении роста в обрабатывающей промышленности, то в июле рост прекратился и в обработке. Тем не менее, общепромышленный выпуск просел незначительно – за счёт замедления снижения объема добычи полезных ископаемых, а также увеличения выпуска в электроэнергетике (и в ряде других отраслей).

Грузооборот транспорта (млрд т-км, без учета трубопроводного транспорта)



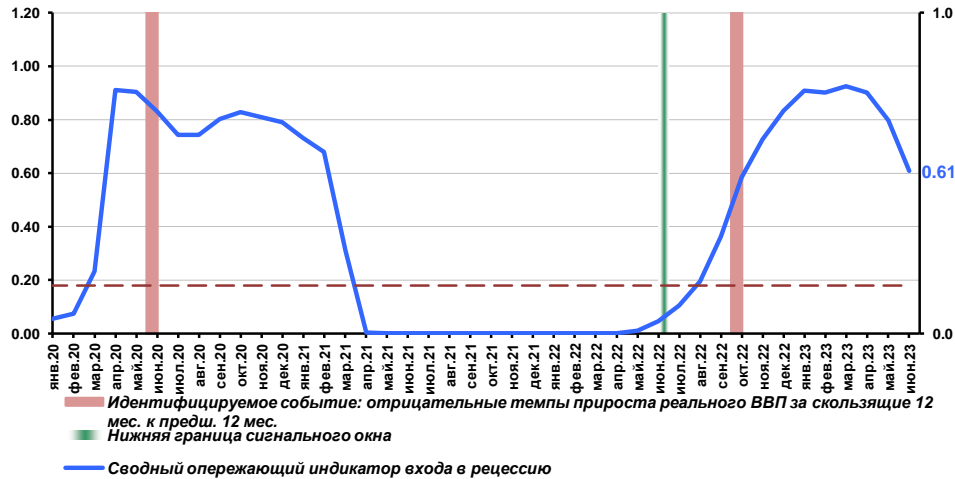
Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) – косвенный индикатор экономической активности – в последние 4 месяца остается на достаточно стабильном уровне. Этот уровень на 2.5% выше уровня годовой давности (за счет активного роста грузооборота в конце прошлого года).

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



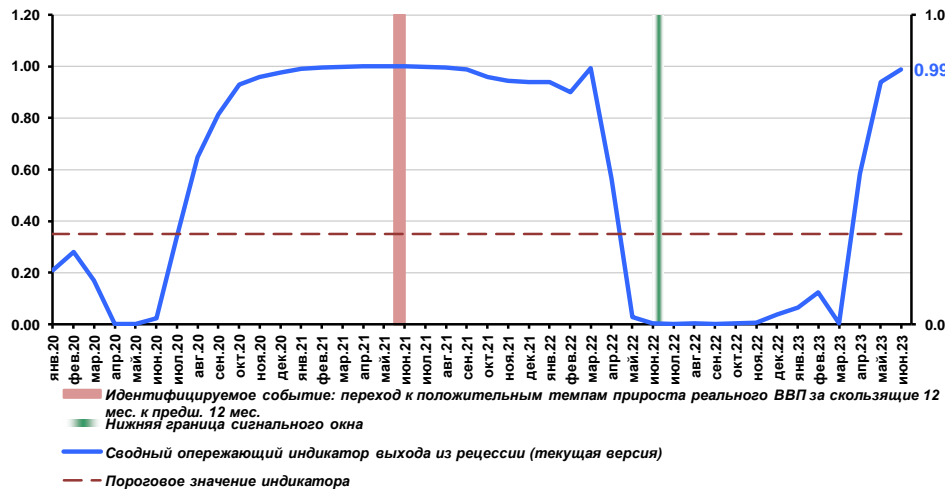
В сельском хозяйстве в июле произошла неожиданная коррекция. Насколько этот тренд закрепится, или останется случайным «сбоем» - покажут данные за главные «сельскохозяйственные» месяцы, август и сентябрь.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



Темп прироста ВВП в реальном выражении (за скользящий год июль 2022г.–июнь 2023г.) к аналогичному периоду предшествующего года составил -0.8% в соответствии с данными Росстата. Это сигнализирует о том, что в июне 2023 г. рецессия (определяемая нами как ситуация, при которой наблюдаются отрицательные темпы прироста реального ВВП за скользящий год к аналогичному периоду предшествующего скользящего года) по-прежнему продолжалась.

В связи продолжением рецессии интерпретация текущих значений *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа экономики в рецессию* не имеет смысла вплоть до перехода темпов прироста ВВП в положительную зону.



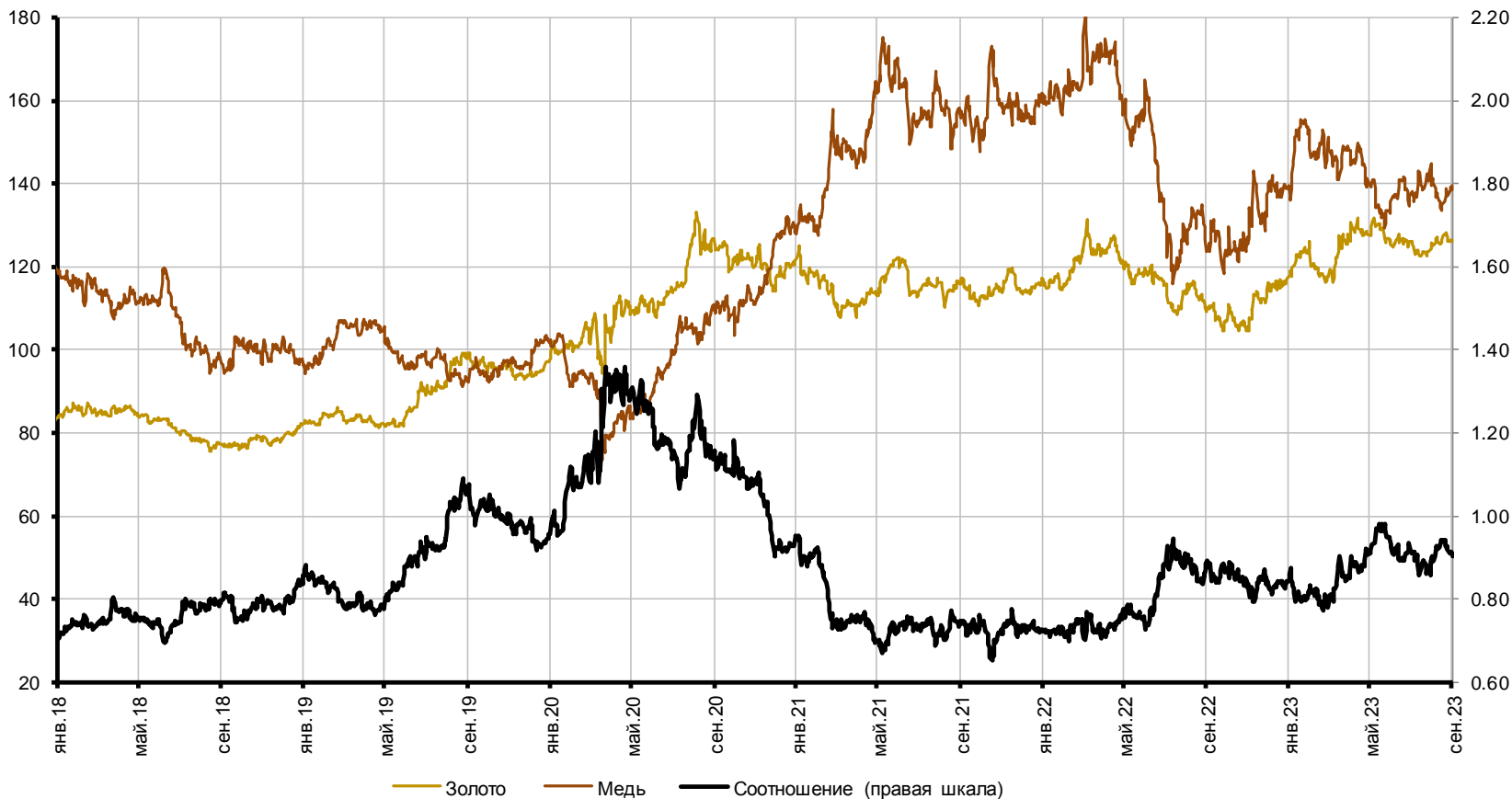
Значение *сводного опережающего индикатора выхода экономики из рецессии* в июне достигло отметки 0.99 и находилось существенно выше порогового уровня (0.35).

Высокое текущее значение СОИ и тот факт, что предшествующие значения СОИ находились ниже порогового уровня на протяжении менее двенадцати месяцев подряд, в соответствии с используемой нами методологией, свидетельствуют о том, что текущая рецессия с высокой вероятностью не продлится более двенадцати последовательных месяцев. Это означает, что уже в ближайшие месяцы темп роста реального ВВП в годовом выражении может вернуться к положительным значениям.

Росту значения СОИ способствовали такие факторы как:

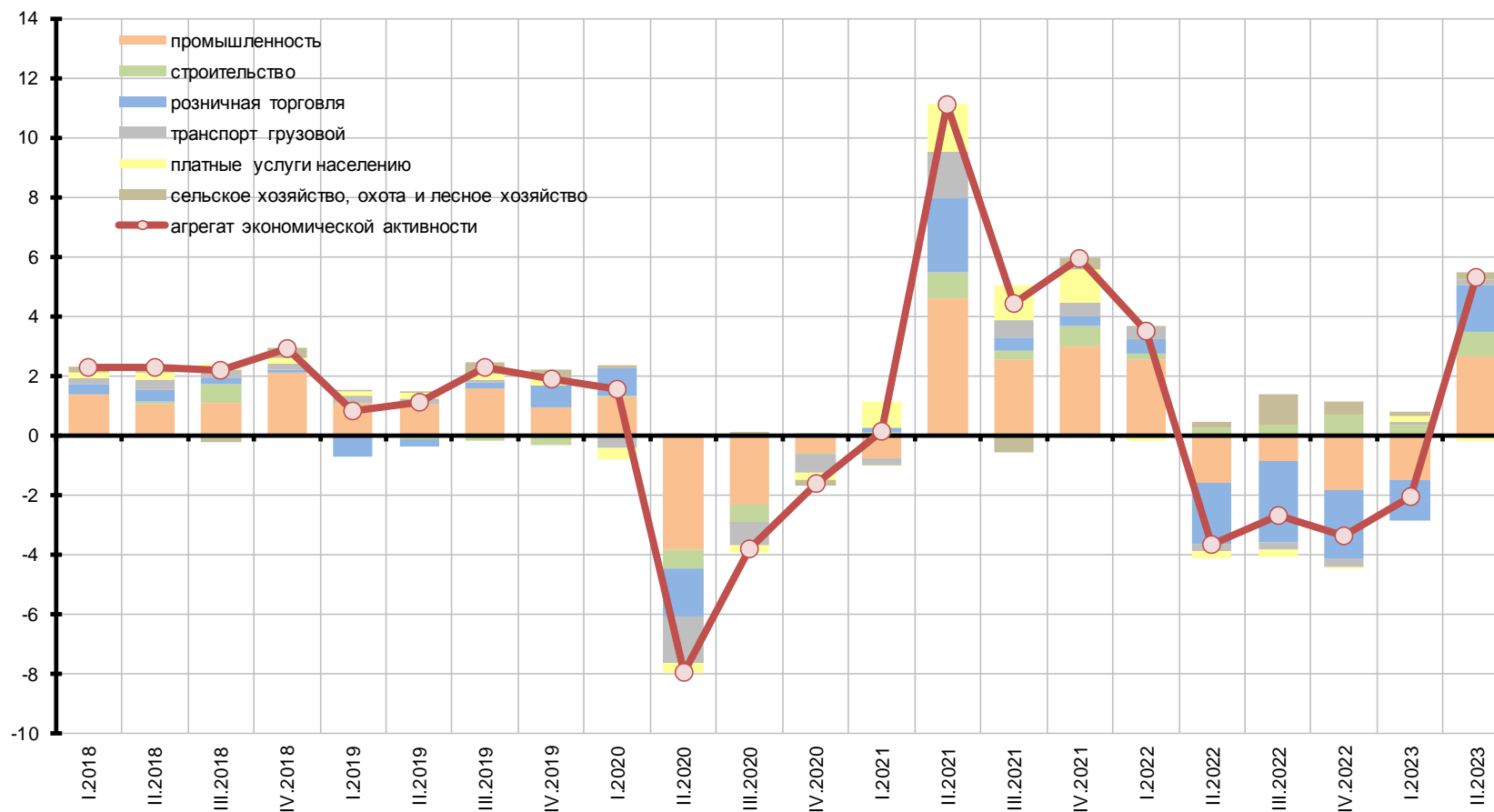
- отсроченный эффект ослабления реального эффективного курса рубля, который окажет в последующие месяцы поддержку доходам экспортеров;
- улучшение динамики опережающего индикатора состояния экономики США (индикатор CLI OECD).

Индикатор мировой экономики: биржевые цены на золото и медь в долл. и соотношение цены золота и меди (январь 2020=100)



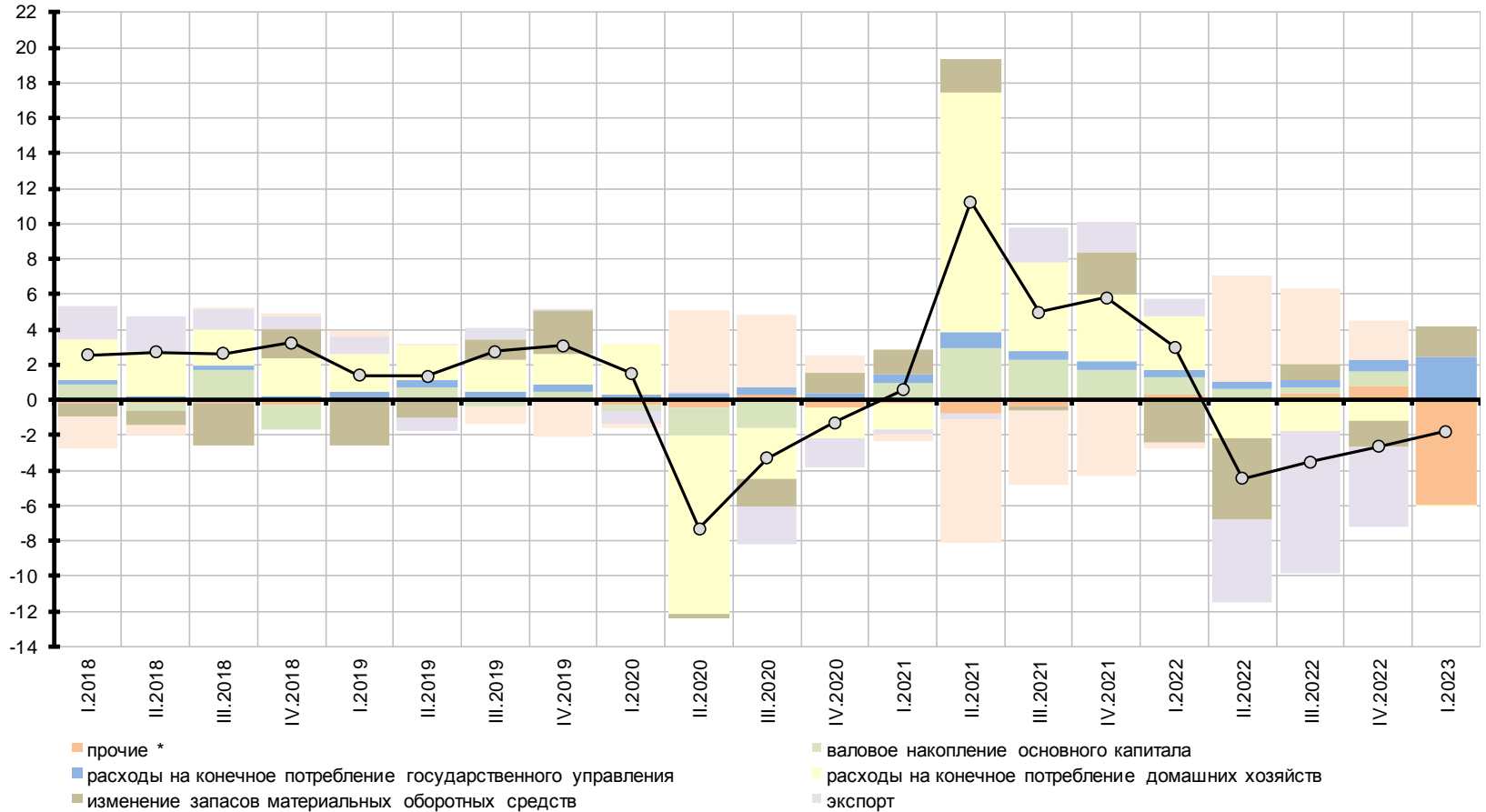
На *мировых товарных биржах* ситуация в целом стабилизировалась: соотношение «золото-медь» чуть скорректировалось, и сейчас можно говорить, скорее, о тенденции к стабильности данного индикатора, что отражает «успокоение» финансовых инвесторов относительно кратко- и среднесрочных перспектив мировой экономики.

Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)



Структура факторов производства во II кв. 2023 г. (подчеркнем – в годовом измерении, аккумулирующая изменения, накопленные с середины прошлого года) соответствовала уже «экономике роста». Этот рост был почти фронтальным и, в свою очередь, обеспечивался, в основном (просто в силу масштаба) расширением промышленного производства и в секторе розничной торговли. В несколько меньшей степени – в строительстве и на транспорте (здесь, во-многом, из-за удлинения плеча перевозок).

Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП) ¹

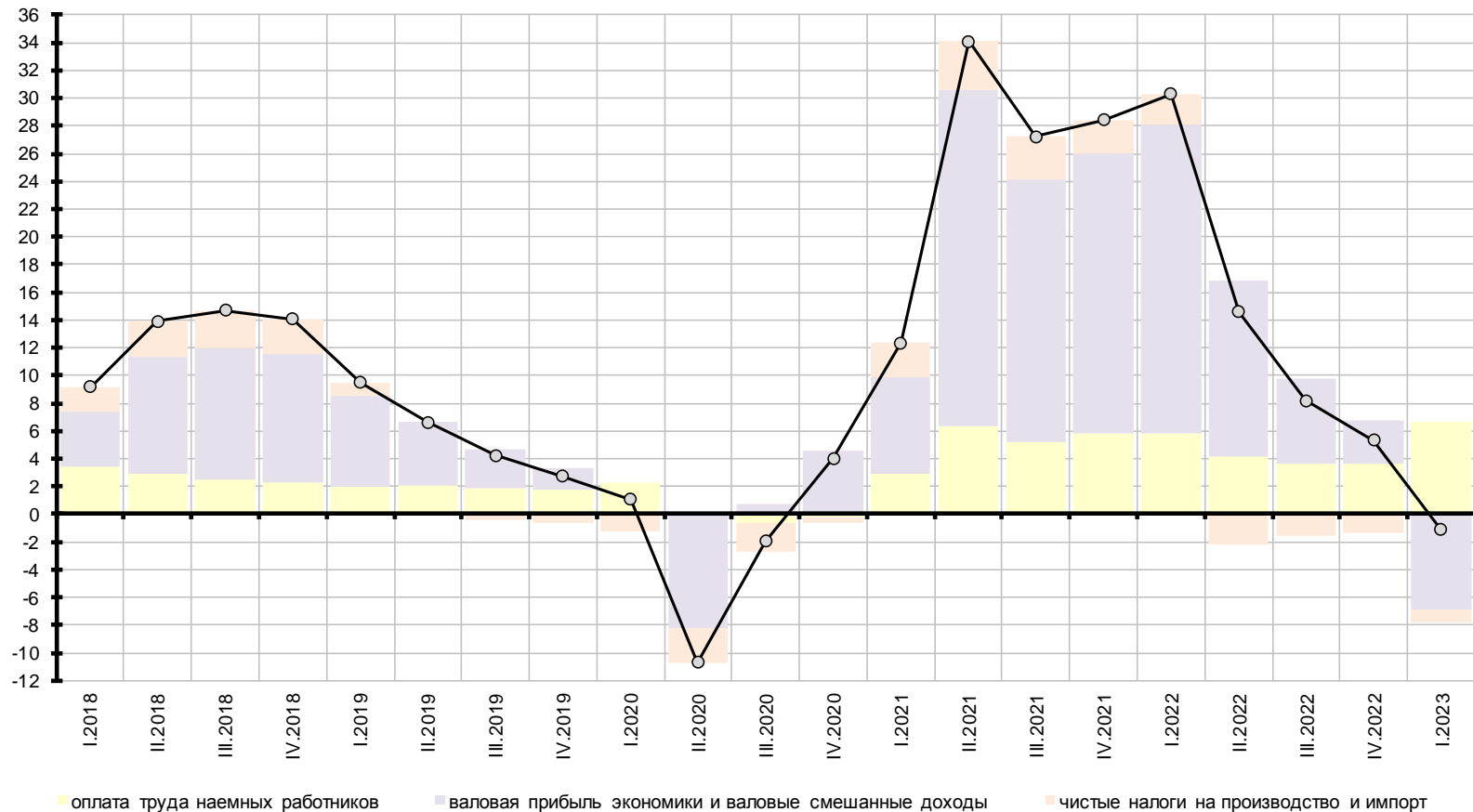


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Состав *компонентов конечного спроса* в I кв. изменился радикальным образом. Главным фактором экономического роста в новых условиях (с учетом расходов, связанных с СВО; заметим, что данные приведены в годовом выражении) стало конечное потребление государственных учреждений, вклад которых оказался максимальным за исторический период. Но более содержательны, сигнализируя о готовности экономики к росту, не столь «раскрученные» в прессе сигналы. Во-первых, прекратилось снижение потребления домашних хозяйств. Если не возникнет новых шоков (девальвационных, например) – потребление домохозяйств уже с середины года может стать значимым фактором экономического роста. Во-вторых, отмечен довольно резкий рост запасов у предприятий, что является обычным предвестником начала нового бизнес-цикла. Отметим, что ослабление рубля (рост цен на импорт) и повышение ключевой ставки ЦБ могут переломить формирующуюся тенденцию к росту.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Распределение прироста ВВП по компонентам доходов (к соот. кварталу предшествующего года, в текущих ценах, % к ВВП) ^{1, 2}



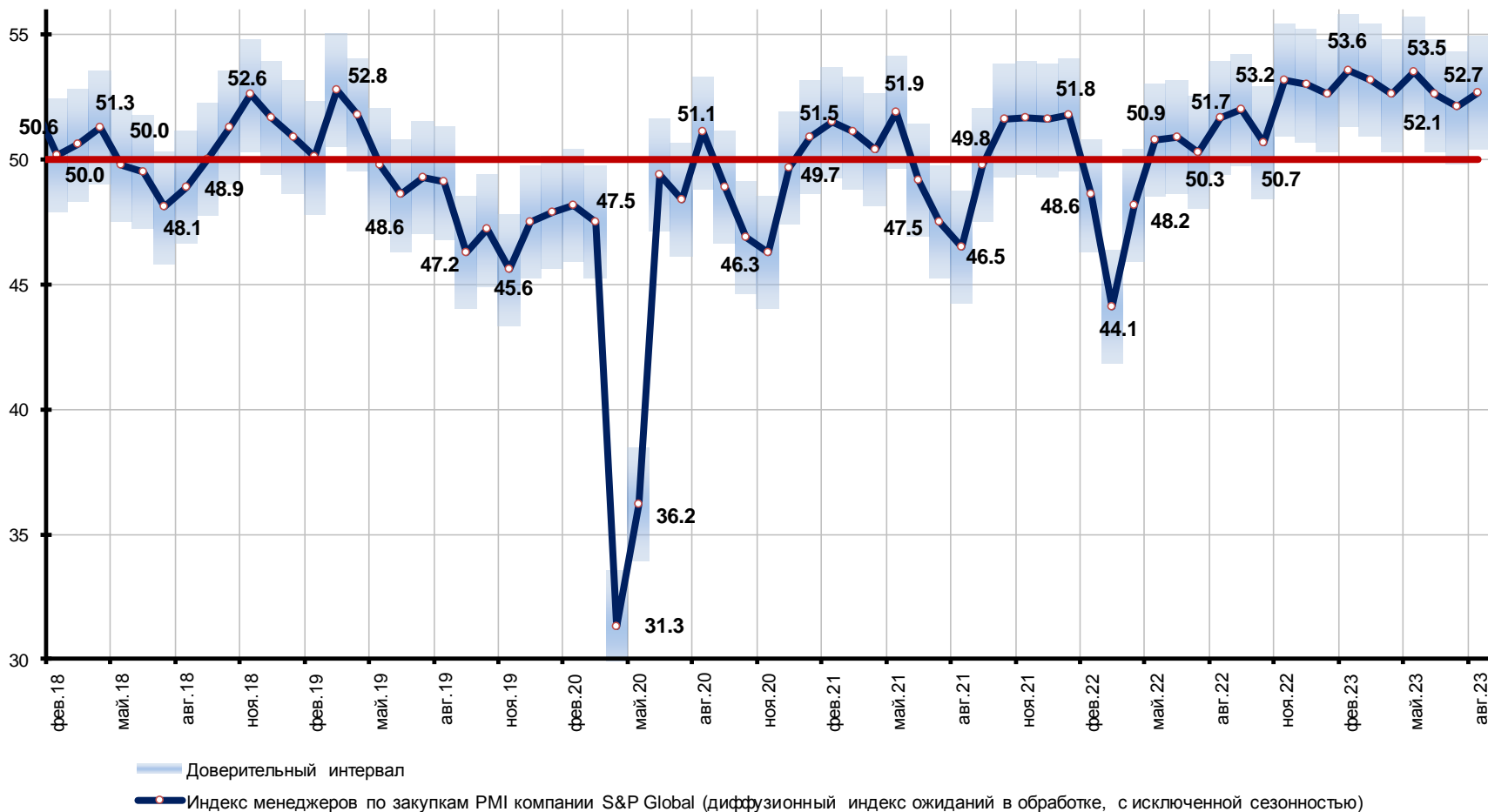
¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

В I кв. в составе *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении) произошли глубокие изменения. Прежде всего, вслед за исчерпанием эффекта от скачка мировых цен (менее значимый фактор - начало инфляции на промышленных рынках) «ушла в минус» валовая прибыль экономики. Одновременно, дефицит труда обусловил рост его оплаты, который почти компенсировал падение прибыли. Впрочем, отрицать эффект «перекачки» части национального дохода из прибыли (с учетом возросших рисков при её инвестировании) в оплату труда, видимо, тоже неверно. И это может стать фактором сдерживающим динамику частных инвестиций в перспективе.

² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценки ситуации и поведение компаний

Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (%)



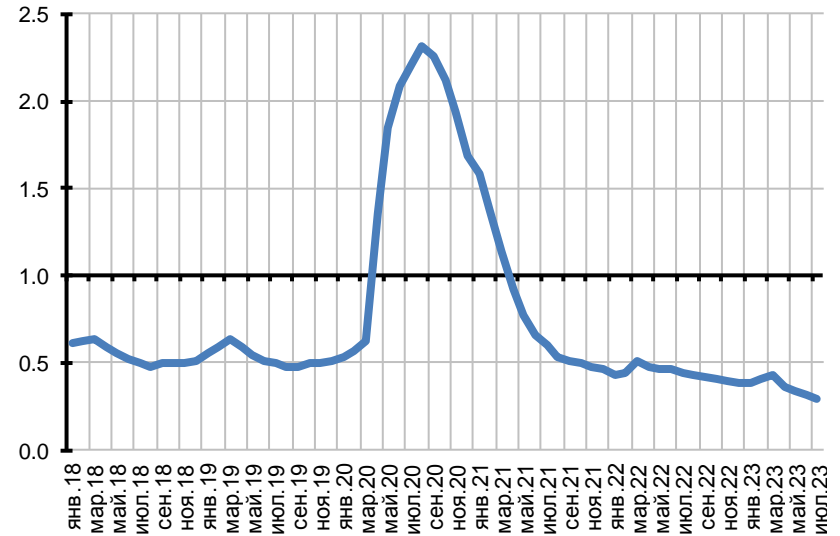
Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей чуточку подрос. В целом, по оценкам менеджеров компаний, можно сейчас говорить о стабилизации ситуации.

Рынок труда

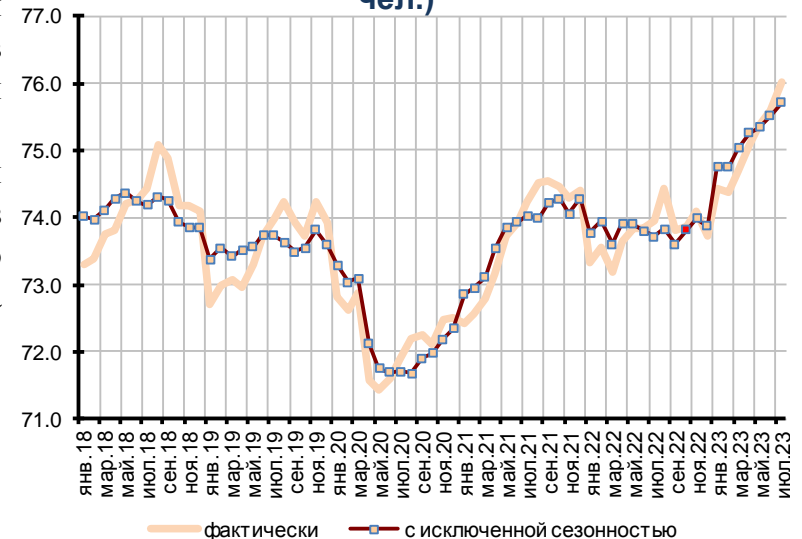
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



Коэффициент напряженности на рынке труда,¹ сезонность устранена



Совокупный спрос на рабочие места в российской экономике (численность занятых+ вакансии, млн. чел.)

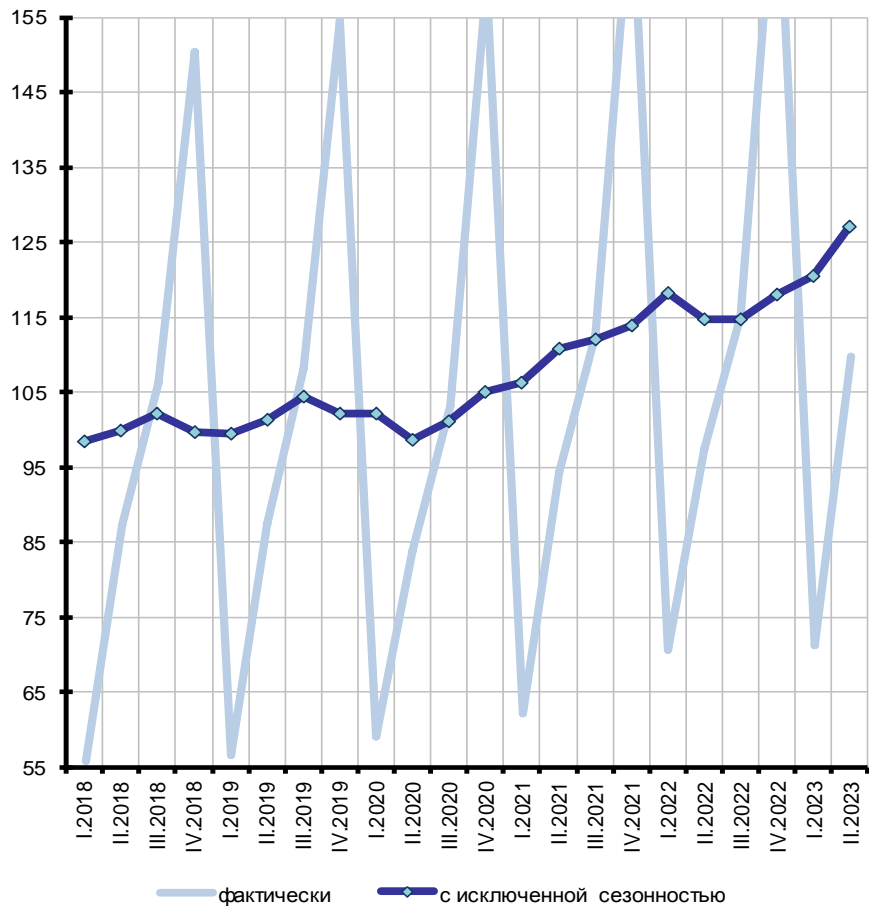


На рынке труда значимых изменений (пока) нет. Однако, если динамика инвестиций в основной капитал затормозится, то в среднесрочной перспективе возможен перелом тенденции и новый виток высвобождения занятых ради оптимизации затрат. Обращает на себя внимание, конечно, продолжающийся почти «линейный» рост *спроса на рабочие места*; в настоящее время (без проведения последовательной политики по постепенному снижению избыточной, низкопродуктивной занятости) дефицит труда становится важнейшим ограничением экономического роста.

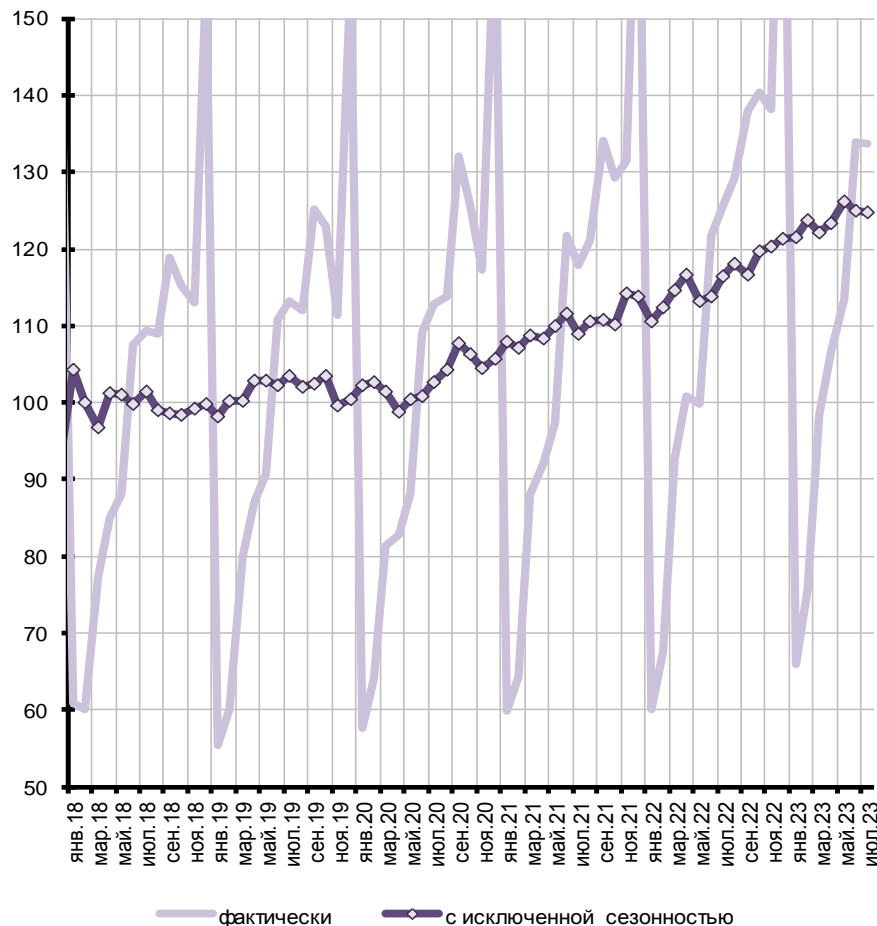
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

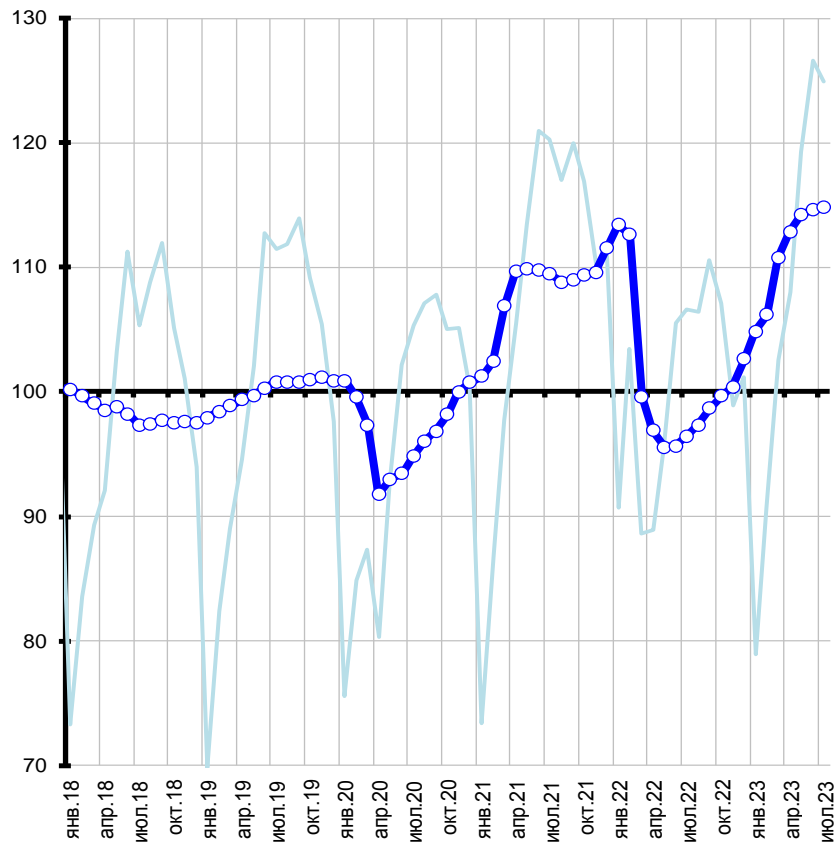


Во II кв. сохранился интенсивный рост *инвестиций в основной капитал* (первый квартал: +2.2%, второй: +5.3%, сезонность устранена). Отметим, что уже состоявшееся повышение ключевой ставки Банка России вывело ставки денежного рынка на уровень, превышающий рентабельность бизнеса в некоторых отраслях (машиностроительных, деревообработка). И ожидаются новые повышения ставки...

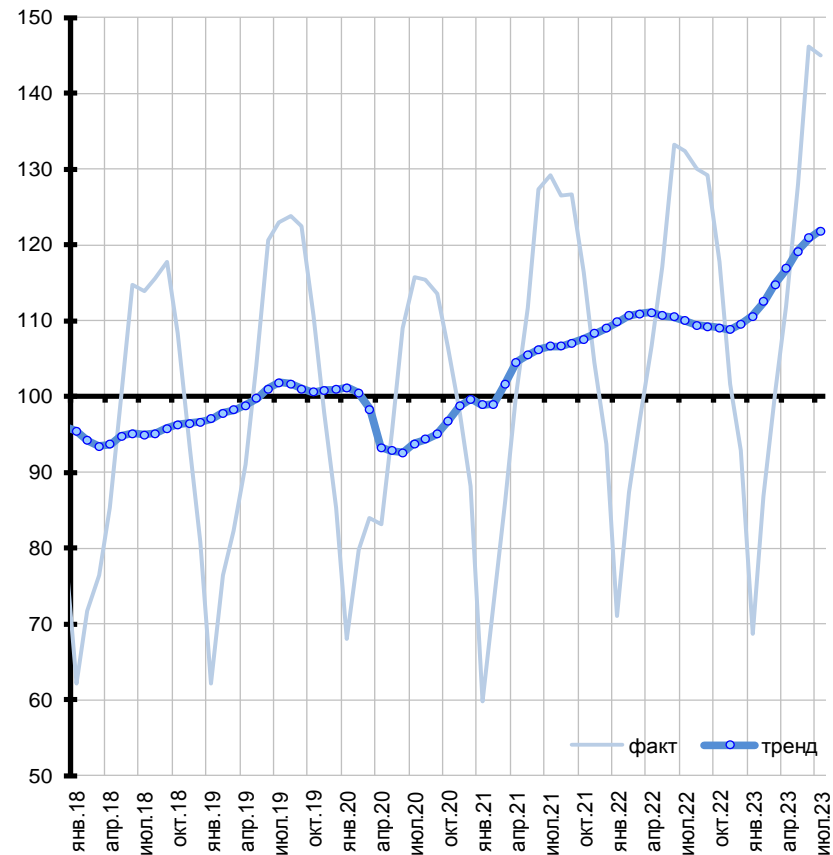
В *строительстве* после длительного довольно интенсивного роста (первый квартал: +0.2% в среднем за месяц, апрель: +1.0%, май: +2.3%) уже второй месяц идёт коррекция (июнь: -1.0%, июль: -0.2%, сезонность устранена). Пока – это чисто «маятниковая» динамика. Стоит ли за ней «настоящий» спад, или только лишь замедление, покажут ближайшие пара месяцев.

Оценка текущей инвестиционной активности (среднемесячное значение 2019 г. = 100)

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



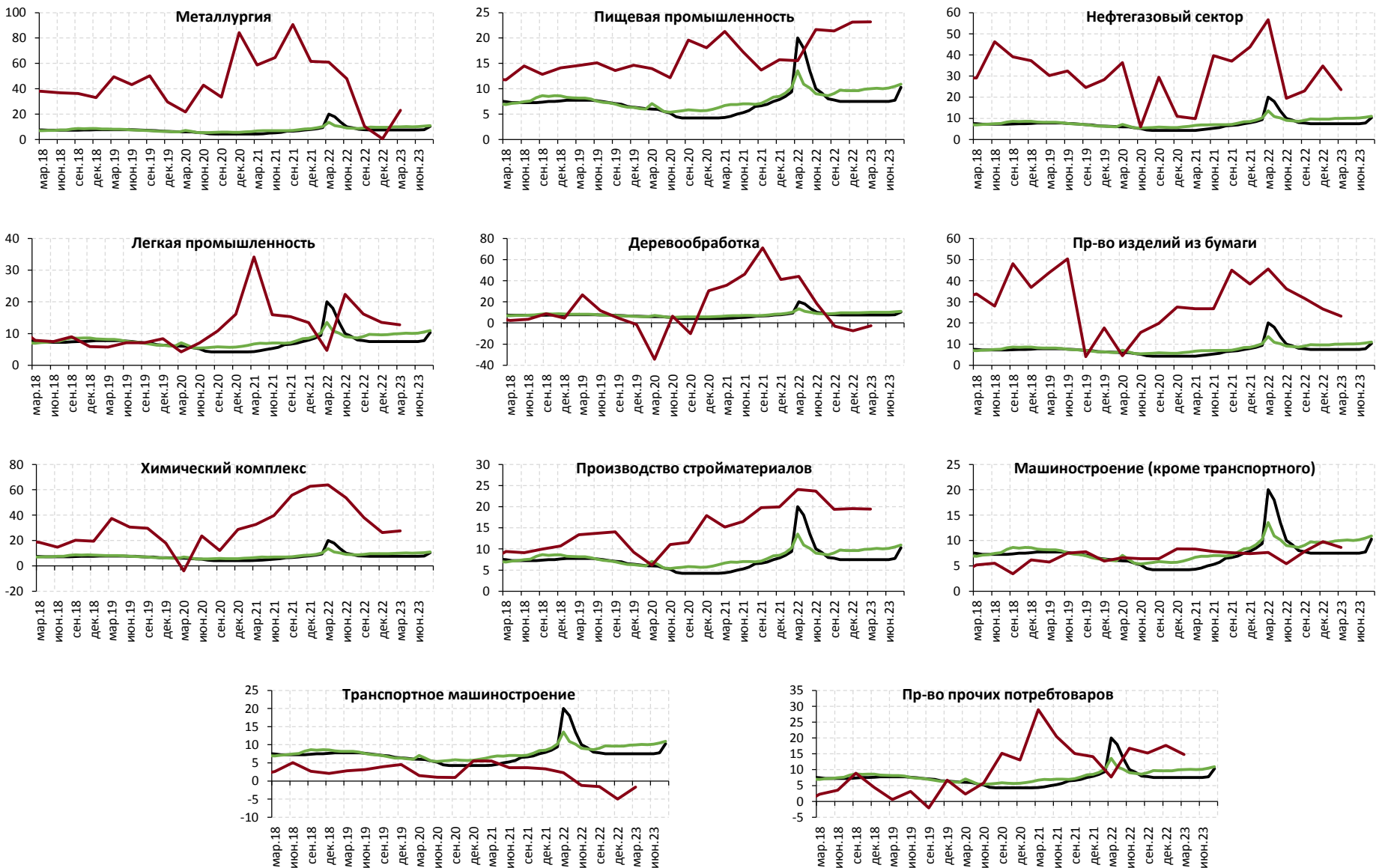
Предложение стройматериалов



Индекс инвестиционной активности, представляющий из себя оценку предложения в экономике товаров инвестиционного назначения, после достижения исторического максимума, в июне-июле расти практически перестал. Это произошло преимущественно за счет стабилизации предложения машин и оборудования.

Предложение базовых стройматериалов пока увеличивается, но темпы этого увеличения в июле существенно замедлились (при этом по обоим указанным показателям в июле фиксируются исторические максимумы).

Динамика рентабельности и стоимости альтернативных вложений по группам отраслей (%)

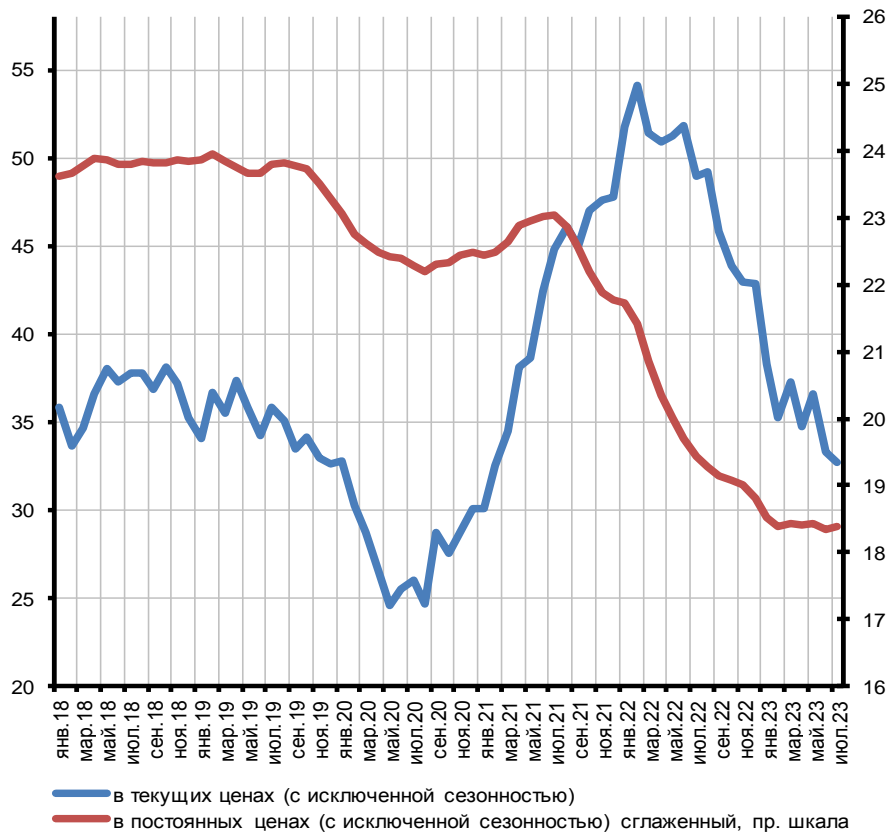


— Ключевая ставка — Индикатор портфеля ОФЗ — Рентабельность оборотных активов

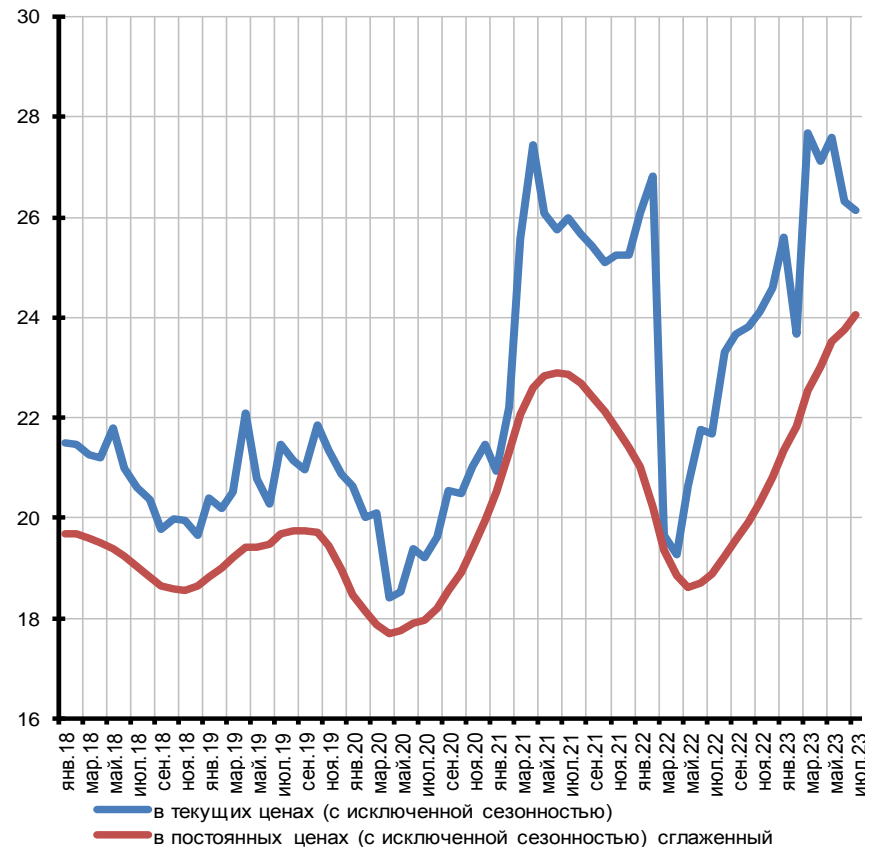
*Последняя точка на графиках – август 2023.

Спрос: внешняя торговля¹

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров (млрд. долл.)



В сфере *экспорта товаров* (в физическом выражении, сезонность устранена) закрепилась стабилизация – как и упоминалось в предшествующем Обзоре. К сожалению, в стоимостном выражении (сезонность устранена) экспорт продолжает падать.

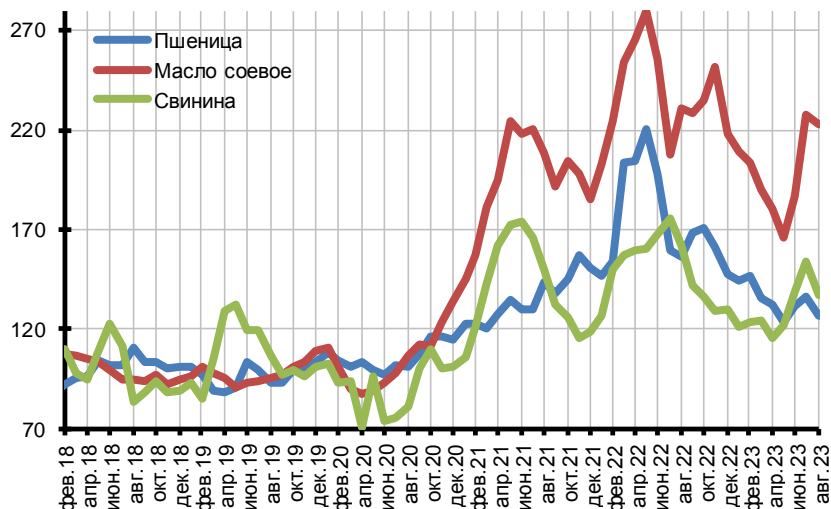
Рост *импорта товаров* (в физическом выражении, сезонность устранена) идет по-прежнему с высоким темпом; разве что по стоимости произошла коррекция умеренных масштабов.

Дисбаланс во внешней торговле является крайне негативным фактором – одновременно (при «прочих равных», конечно) сдерживается экономический рост и приводит к ослаблению рубля.

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

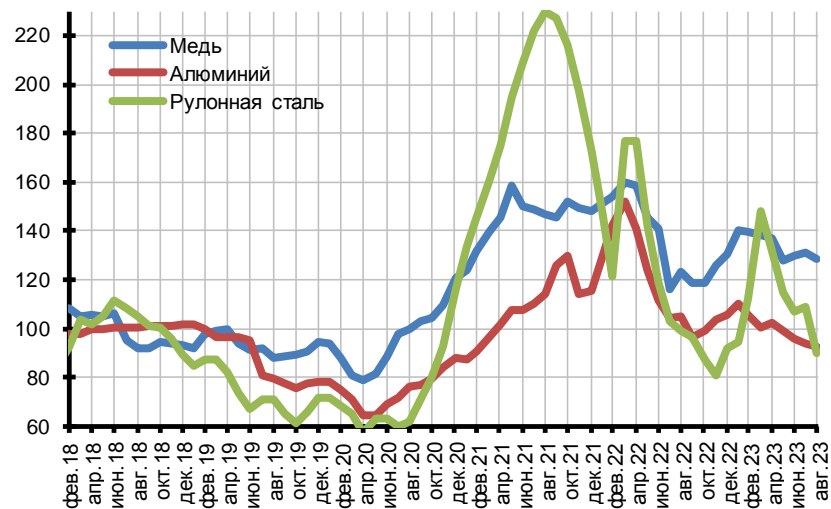
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



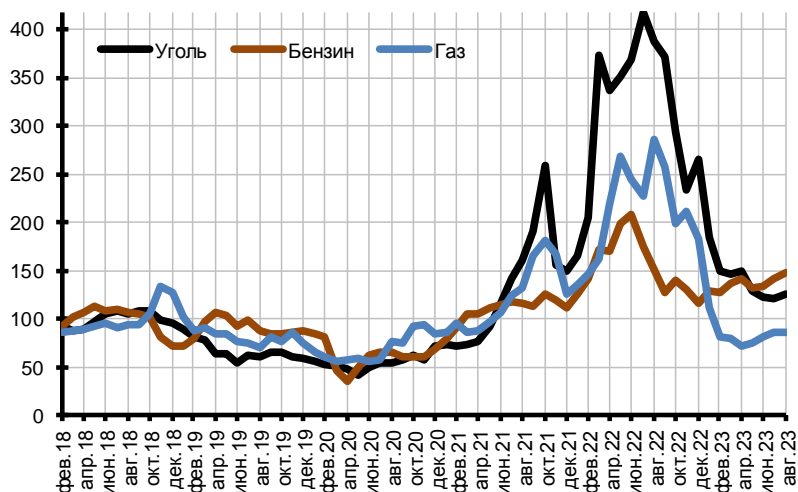
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на металлы*



* Рулонная сталь – US Steel Coil Futures, CME
 Алюминий – Aluminum Futures, CME
 Медь – Copper Futures, CME

Цены на топливо*



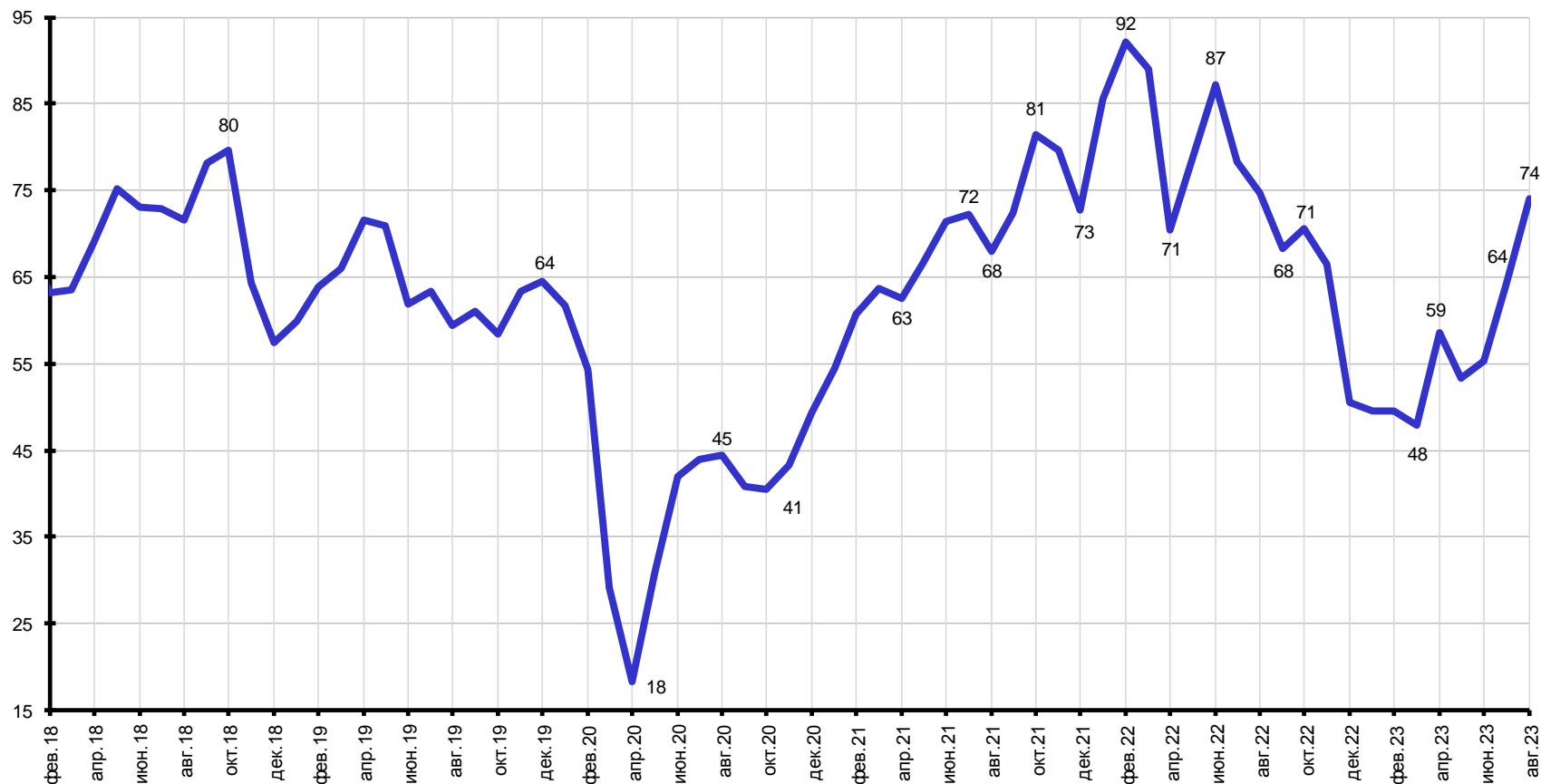
* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
 Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE
 Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на мировых рынках продовольствия довольно волатильны, но в целом наблюдается стабилизация (особенно, для ключевых для России рынков пшеницы и свинины), что довольно естественно на фоне выхода на «богатые» рынки Северного полушария продукции нового сельскохозяйственного цикла.

На рынках основных видов металлов ситуация тоже стабилизировалась – с умеренной тенденцией к снижению. С одной стороны, усиление монетарных ограничений в ЕС и США «остудило» финансовые рынки. С другой – перспективы новой волны оживления (соответственно, спроса на «инвестиционные» товары) пока не ясны и физический спрос на металлы растёт медленно.

Цены на топливо медленно растут – в первую очередь, на бензин (вслед за нефтью, и из-за действия сезонного фактора). Возникли также тенденции к некоторому повышению цен на энергетические товары (газ и уголь), вероятно, в Северном полушарии уже начинается формирование запасов на зимний отопительный период.

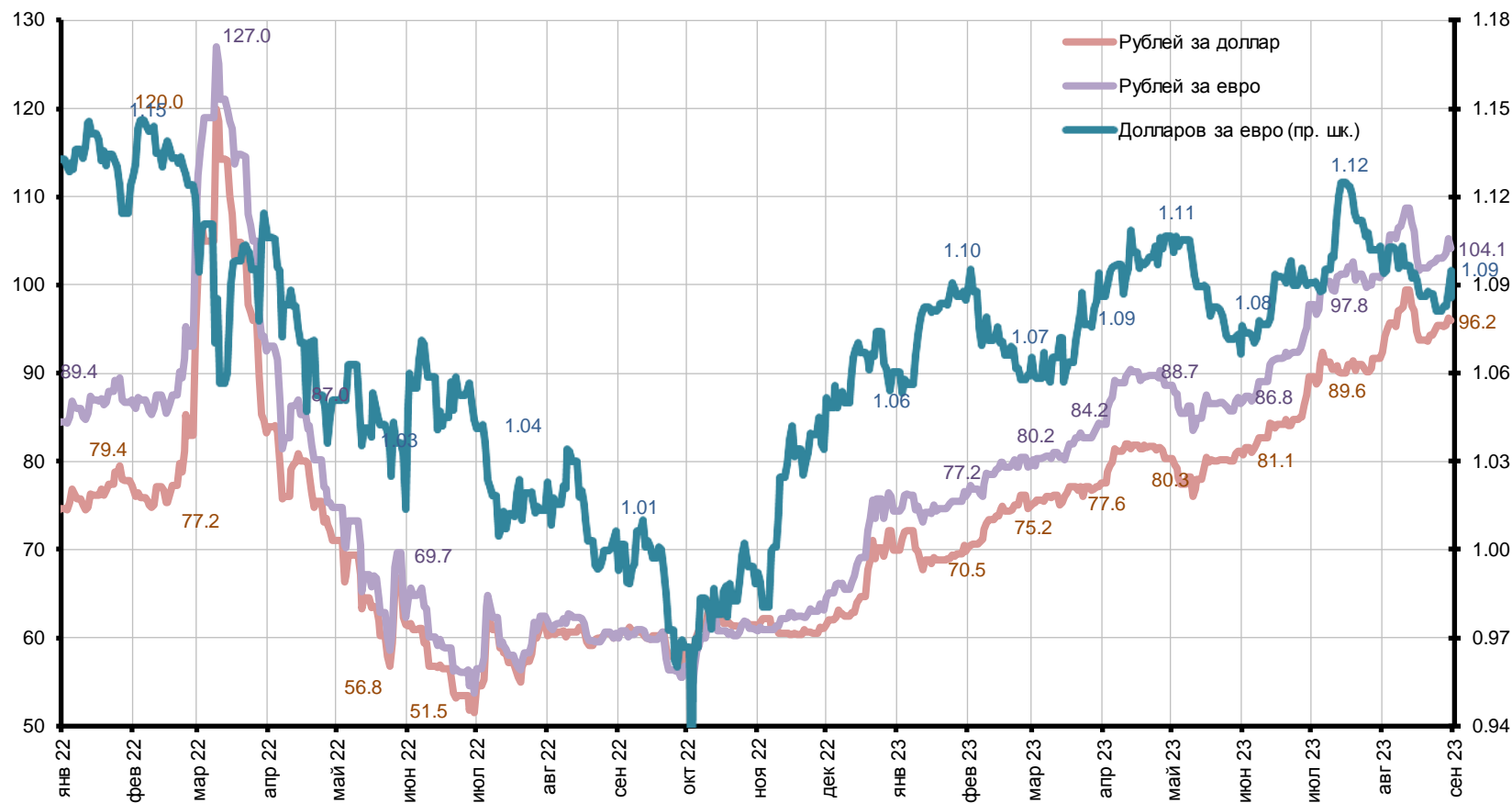
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в июле 2023 г. составила 74.0 долл./барр. после 64.4 долл./барр. в июне. В июне цены несущественно колебались вокруг флэта. С конца июня цены на нефть преимущественно росли благодаря намерениям Саудовской Аравии и России дополнительно сократить добычу и новостям о сокращении запасов нефти в США, что трактовалось как увеличение спроса на нефть. Негативно на ценах сказывались повышение ключевой ставки ФРС и заявления о готовности дальнейшего ужесточения монетарной политики в США в случае необходимости. К концу первой декады августа факторы отрицательного характера (в основном медленное восстановление китайской экономики), перевесили, и цены снижались в течение двух недель. Однако на последней неделе августа снова наблюдался рост, благодаря намерениям стран ОПЕК+, в частности Саудовской Аравии и России, продлить сокращение добычи нефти, что создаст дефицит предложения на рынке. Дисконт нефти марки Urals к марке Brent в течение двух месяцев составлял 16-20 долл./барр.

Источник: данные Минфина России

Динамика валютных курсов

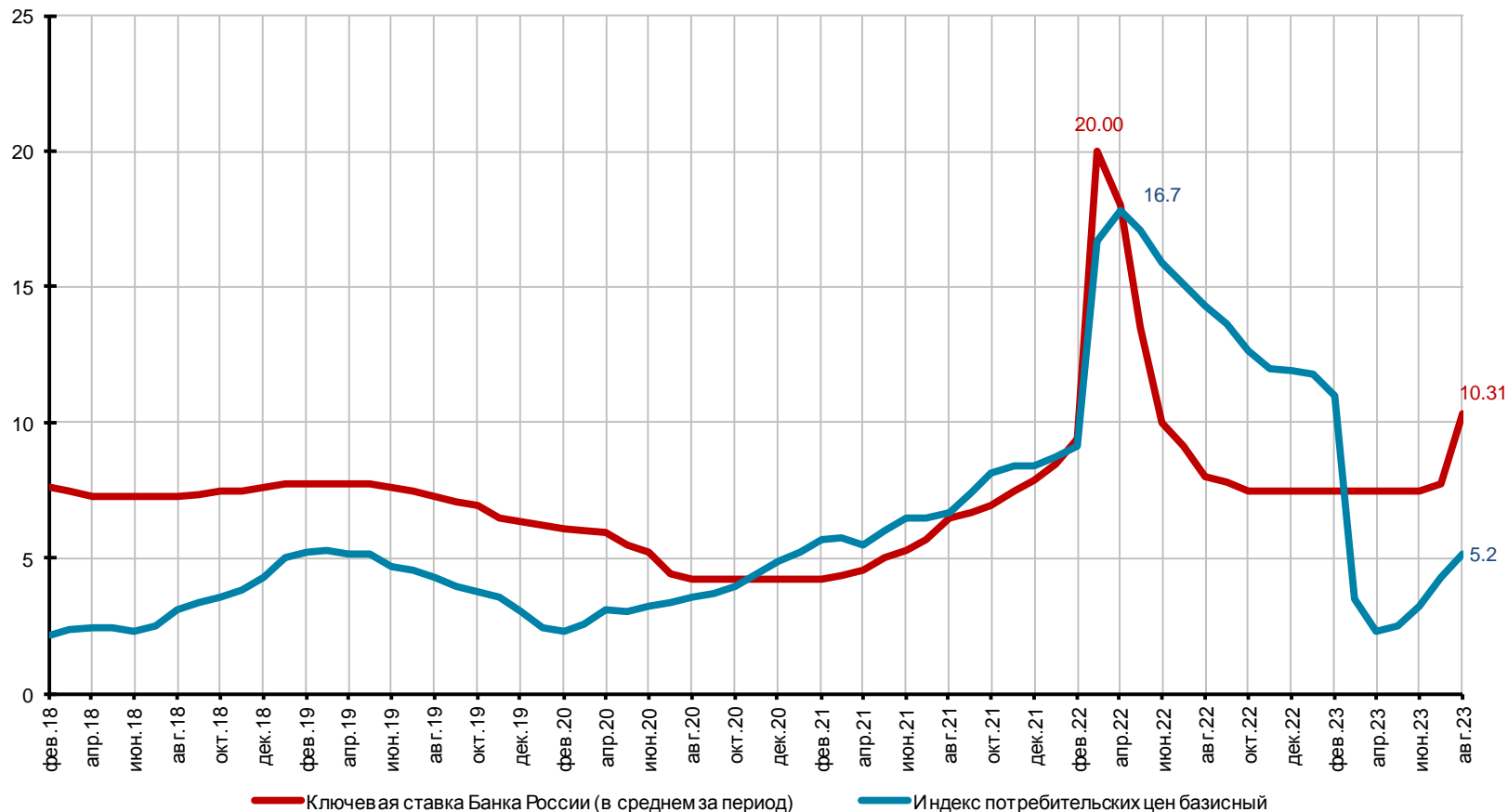


В июле-августе *тенденция ослабления рубля* сохранялась, курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю возрос на 6.9% за этот период и по состоянию на 31.08 достиг 99.7 руб. Заметному ослаблению рубля способствовали такие факторы как:

- сжатие сальдо счета текущих операций платежного баланса;
- продолжавшийся отток капитала, происходящий как за счет снижения обязательств перед нерезидентами (вследствие ухода иностранных компаний с российского рынка и погашения ранее привлеченных обязательств на международных рынках капитала), так и за счет роста активов российских резидентов за рубежом (в том числе из-за невозможности конвертации части доходов от поставок нефти в рубли);
- снижение объемов продаж валютной выручки экспортерами.

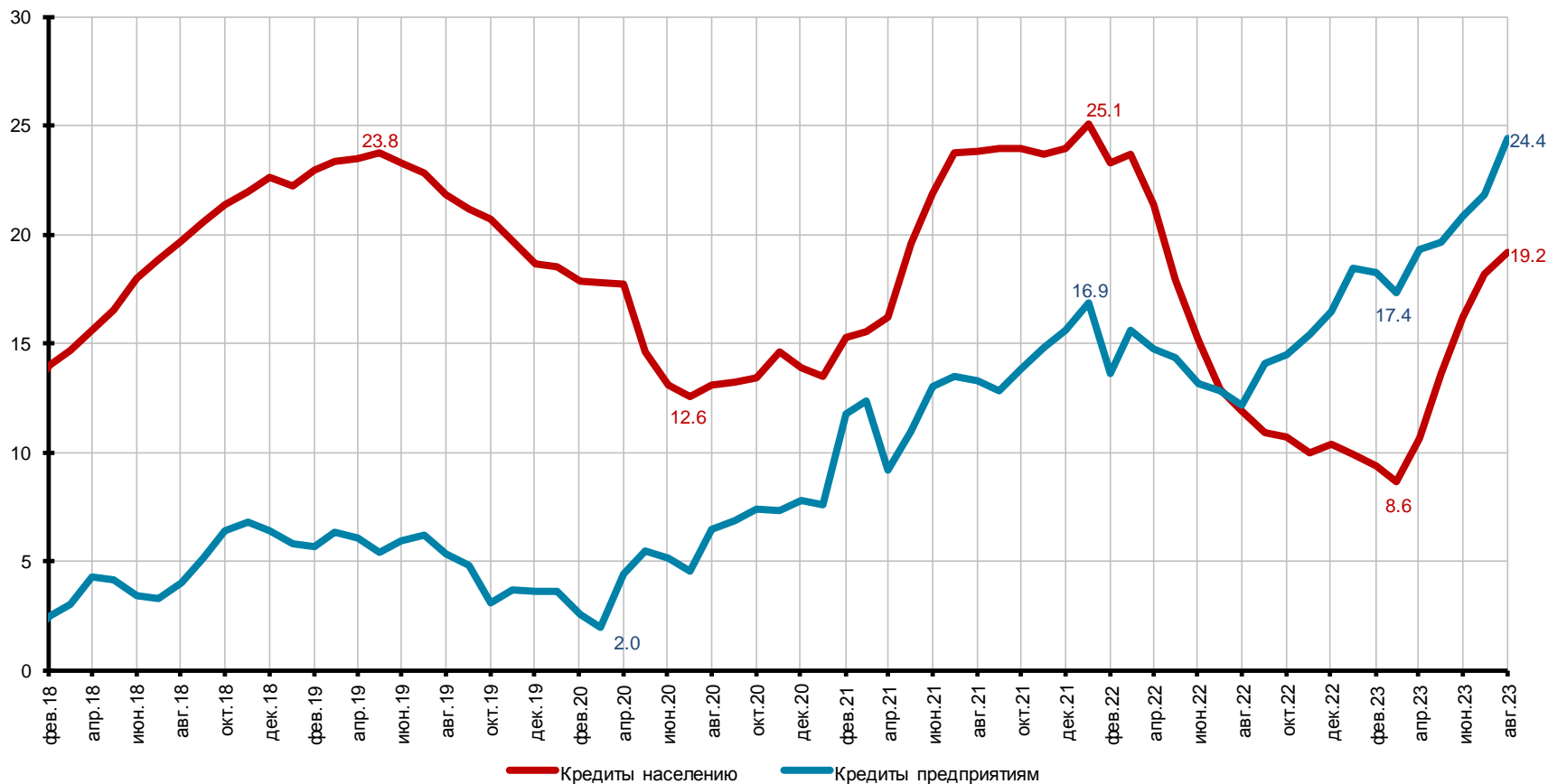
При этом, внеплановое решение Банка России о повышении ключевой ставки позволило добиться небольшой локальной коррекции курса рубля в середине августа, однако не изменило общей тенденции его ослабления.

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



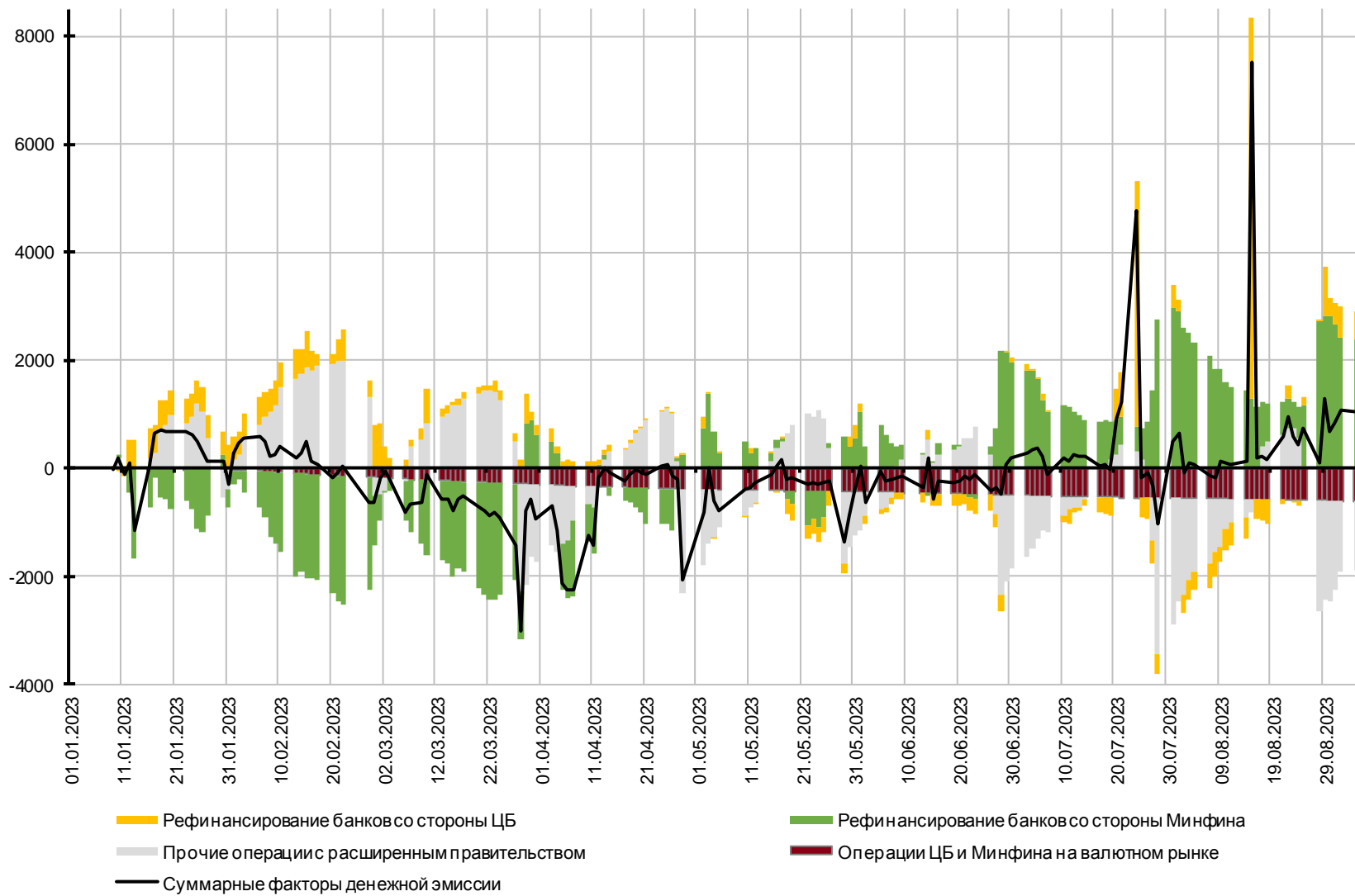
В течение июля-августа Совет директоров Банка России два раза повышал *ключевую ставку*. Повышение ключевой ставки на 1 п. п. до 8.5% 21 июля объяснялось сохраняющимся ускорением темпов прироста цен (на фоне динамики внутреннего спроса и ослабления рубля), которые превысили целевое значение по инфляции (4%) в пересчете на год. 15 августа на внеочередном заседании Совета директоров Банка России было принято решение о дополнительном повышении ключевой ставки на 3.5 п. п. до 12% вследствие сохраняющегося усиления инфляционного давления. В пресс-релизе Банка России отмечается, что помимо факторов увеличения внутреннего спроса и ослабления курса рубля инфляционное давление усиливается через эффект переноса курса в цены. По итогам июля-августа инфляционные ожидания населения выросли с 10.2% до 11.5%. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 15 сентября 2023 года.

Динамика кредитования населения и предприятий (темпы прироста АППГ, %)



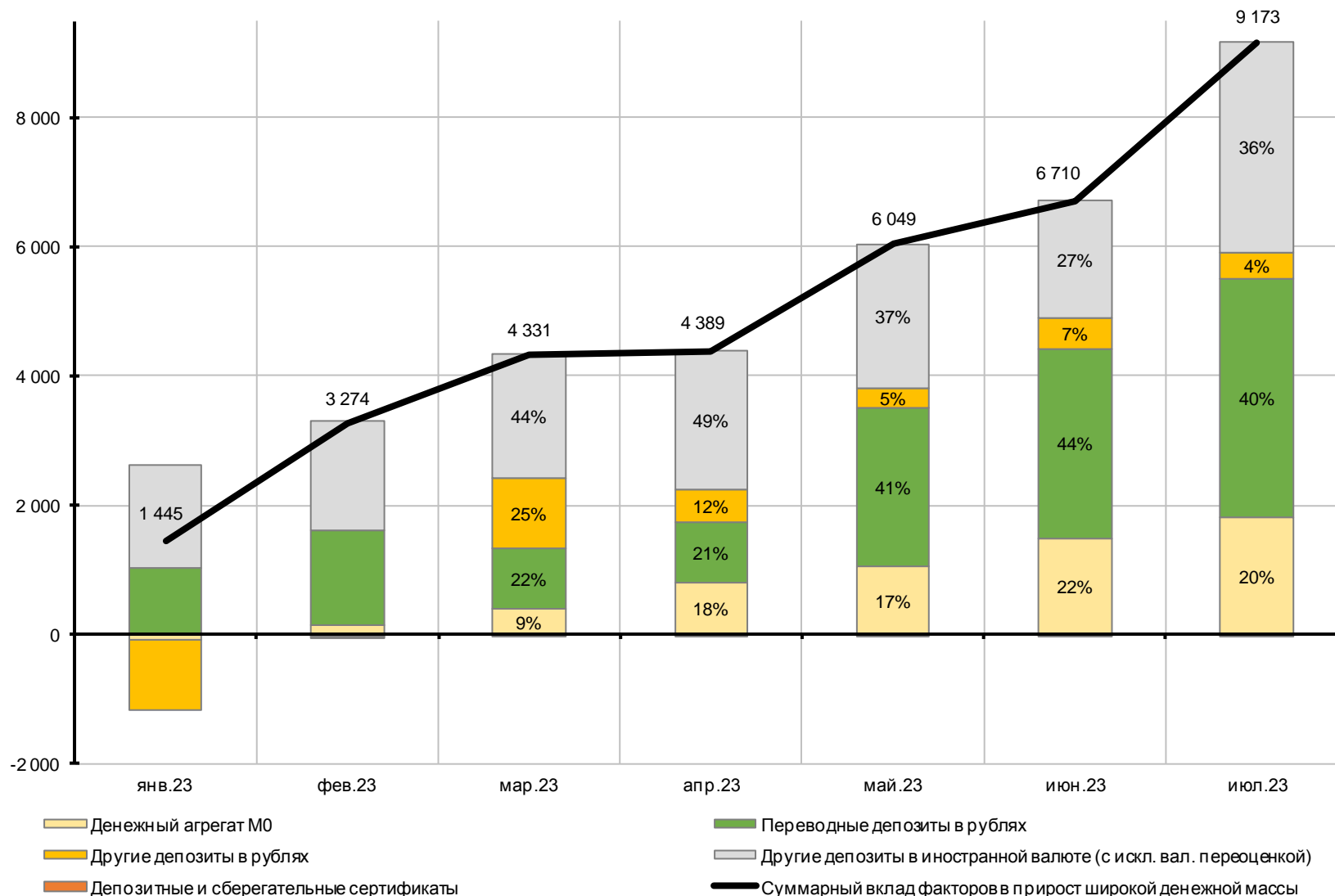
В июле темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 19.2%, что на 1 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Темпы роста розничного кредитования продолжали ускоряться в сегменте необеспеченных потребительских кредитов (июль: +2.0%, июнь: +1.6%), оставаясь стабильно высокими в сегменте ипотечного кредитования (июль: +2.5%, июнь: +2.5%). Активность в сегменте *корпоративного кредитования* увеличилась более выражено. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в июле вырос с 21.8% до 24.4%. Главным образом, ссуды выдавались компаниям горно-металлургической, транспортной, химической, нефтегазовой, сельскохозяйственной и финансовой отраслей, а также занимающимся коммерческой недвижимостью и строительством жилья.

Факторы денежной эмиссии (млрд руб., накопленным итогом с начала года)



Начиная с июля, прочие операции с расширенным правительством вносят отрицательный вклад в формирование *денежной базы*. В то же время операции банков с Банком России и Минфином РФ (практически в полной мере за счет второго) создавали перекрывающий приток средств, что вело к росту денежной базы (выбросы 24 июля и 15 августа являются следствием операций банков по усреднению остатков на корреспондентских счетах по более выгодным ставкам в преддверии повышением ключевой ставки).

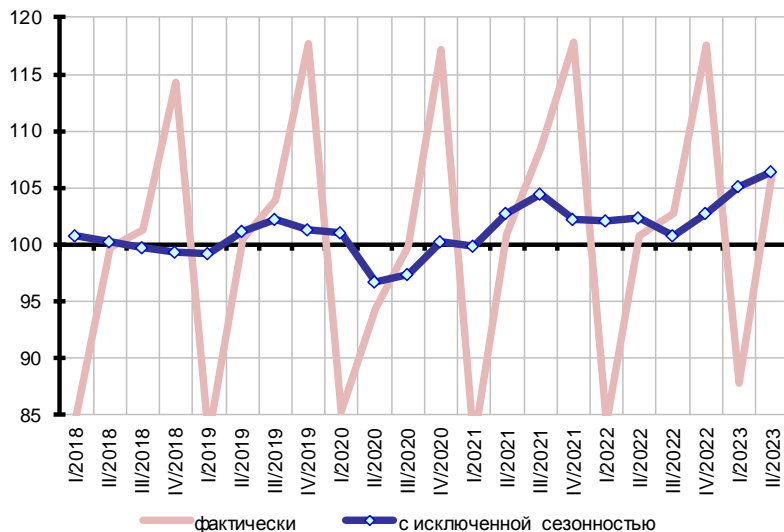
Факторы роста широкой денежной массы (млрд руб., накопленным итогом с начала года)



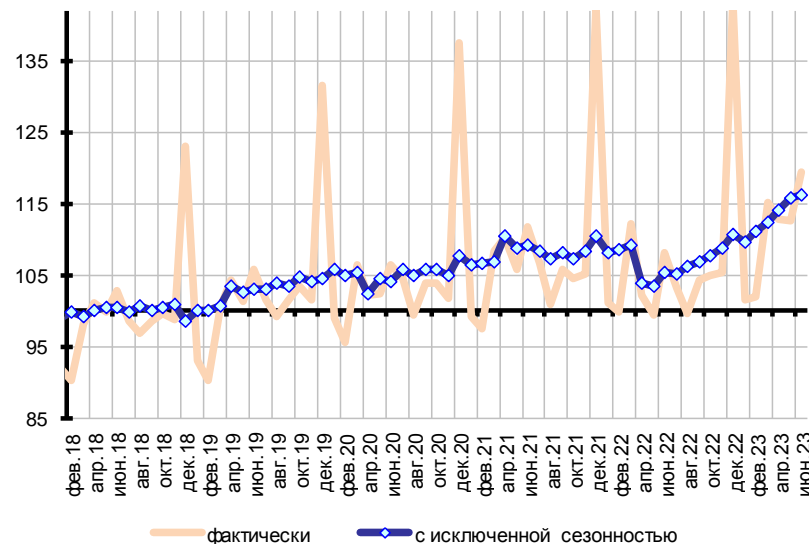
В июле *широкая денежная масса (M2X)* выросла на 1.8% м/м после 1.7% в июне. В источниках роста значимую роль вновь стали приобретать валютные вклады, основной приток в которых создавали вклады предприятий. Годовые темпы увеличения M2X при этом замедлились и составили 22.4% после рекордного значения 24.8% в июне, который был связан с эффектом низкой базы прошлого года.

Доходы населения и заработная плата (% к среднеквартальному значению 2018 г.)

Реальные располагаемые доходы населения¹



Реальная начисленная заработная плата

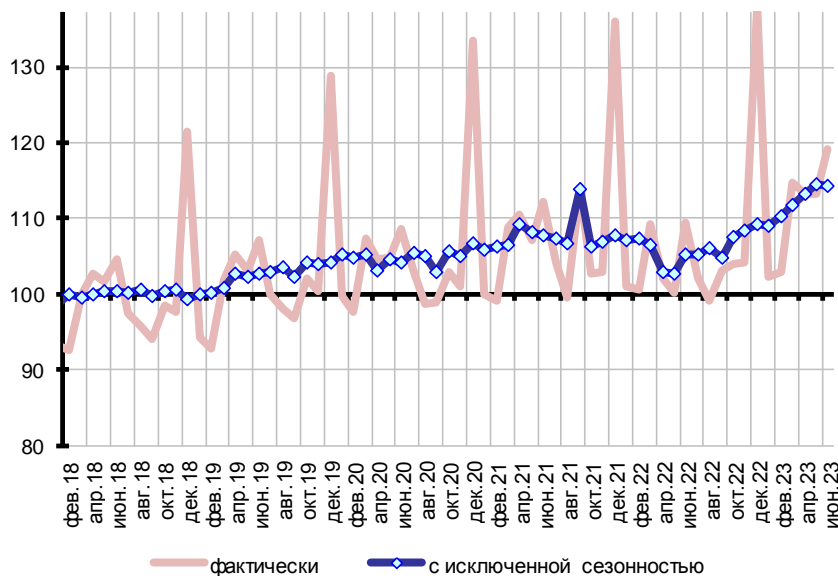


Рост *реальной заработной платы* затормозился (апрель и май: по +1.5%, июнь: +0.4%, сезонность устранена). Как рост, так и его торможение – вполне объяснимы: первый – дефицитом труда в экономике, второй – наметившимися финансовыми проблемами в компаниях и возросшей инфляцией.

*Основные реальные денежные доходы населения*² чуть снизились – правда, после довольно интенсивного роста (апрель: +1.4%, май: +1.2%, июнь: -0.3%, сезонность устранена), скорее всего, из-за торможения «незарплатных» компонент доходов на фоне довольно высокой инфляции.

Продолжился рост и *реальных располагаемых доходов населения* (первый квартал: +2.4%, второй: +1.3%, сезонность устранена). Насколько эта тенденция сохранится – покажет третий квартал, который может оказаться довольно сложным.

Агрегат основных реальных денежных доходов²

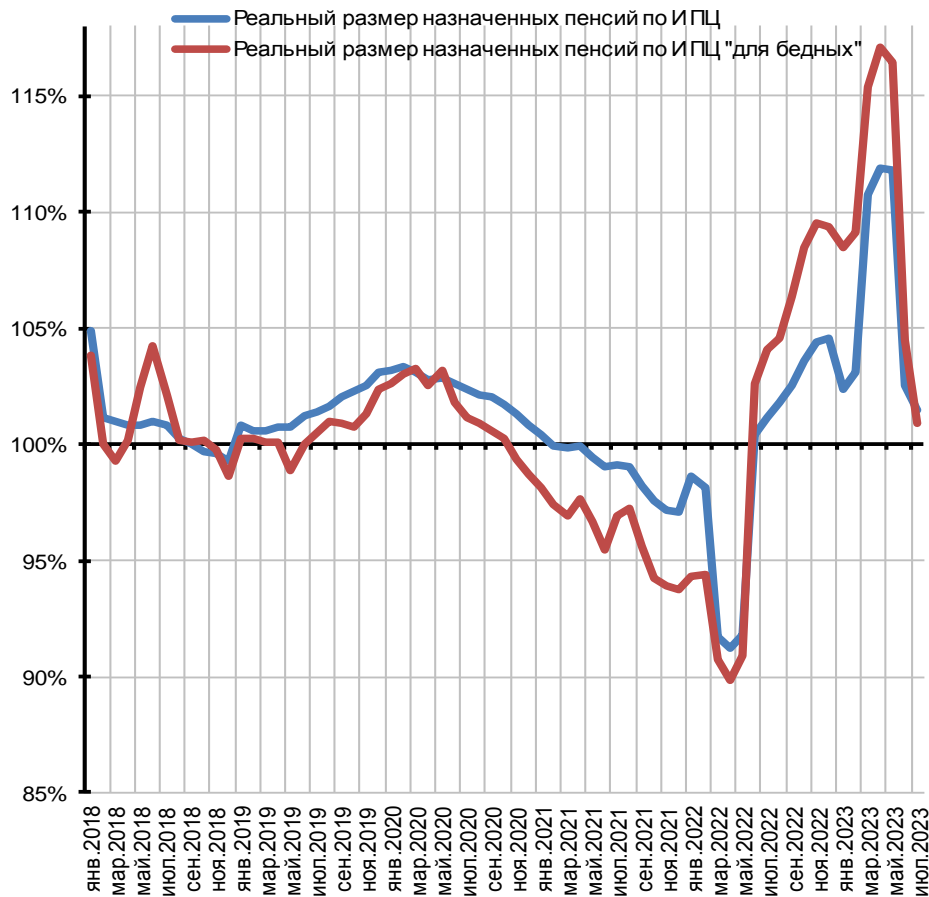


¹ Росстат изменил методологию расчета денежных доходов населения. Динамика реальных располагаемых доходов населения представлена согласно новой методологии 2014 г., начиная с 2013 г.

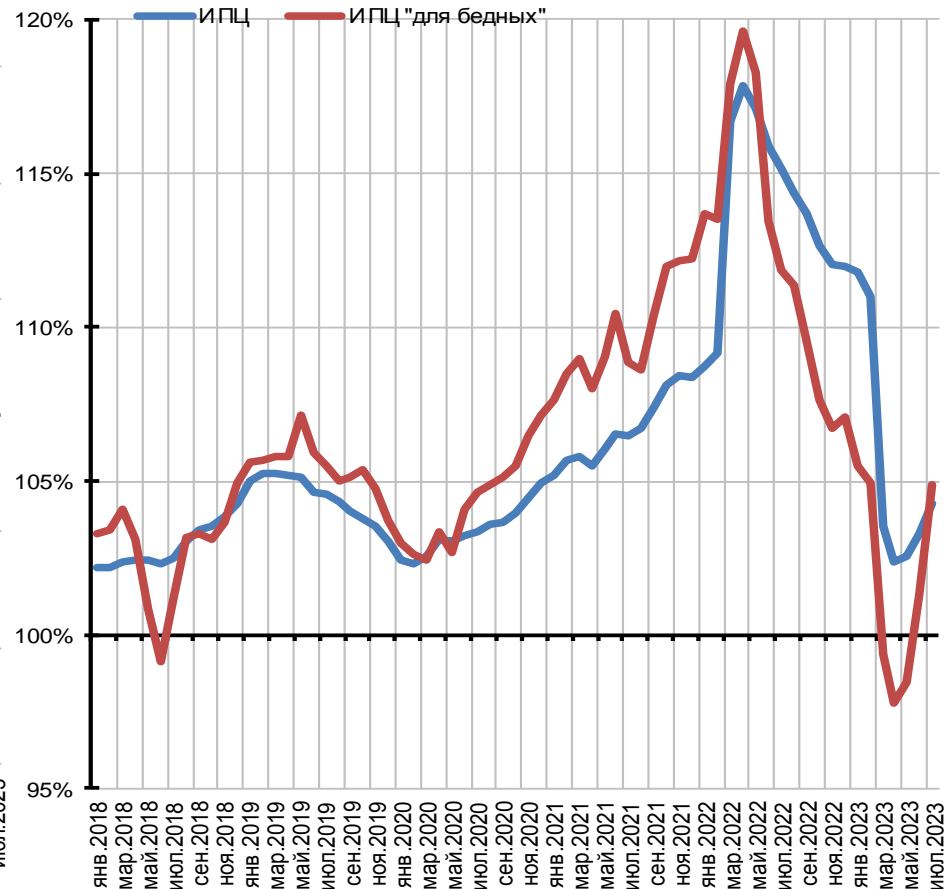
² Агрегат включает взвешенные размеры среднемесячной начисленной заработной платы, среднемесячной начисленной пенсии (ПФР) и начисленные проценты по рублевым вкладам и депозитам, приведенные к постоянным ценам с помощью ИПЦ

Инфляция «для бедных»¹

Реальный размер назначенных пенсий²
(% к соотв. месяцу предшествующего года)



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



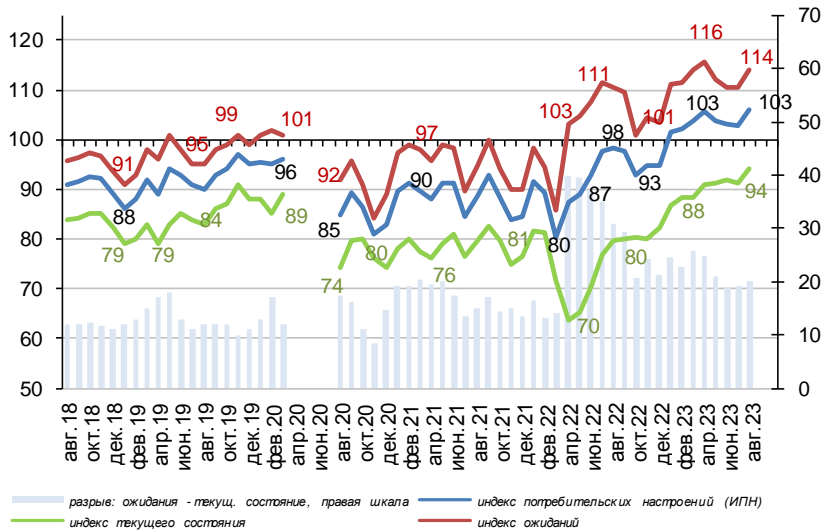
Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции «сменил знак»: цены по «потребительской корзине бедных» росли чуть-чуть быстрее общего уровня инфляции. Впрочем, выход на рынки сельхозпродукции нового урожая может (на время) вновь улучшить ситуацию.

¹ Корзина для бедных - скорректированный индекс, включающий в себя: минимальный набор продуктов питания (без животного масла, алкогольных напитков, «прочих продовольственных товаров»), медикаменты, синтетические моющие средства, услуги ЖКХ (без услуг гостиниц) и транспорта

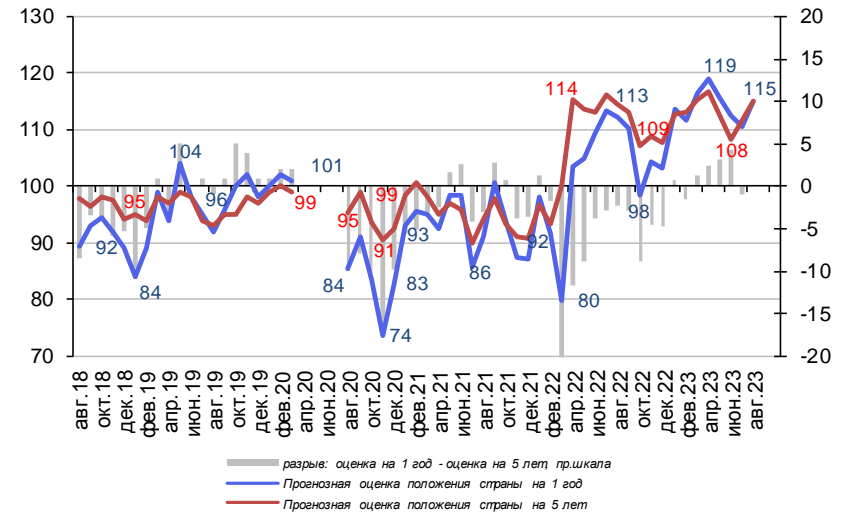
² Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным СФР

Потребительские настроения населения

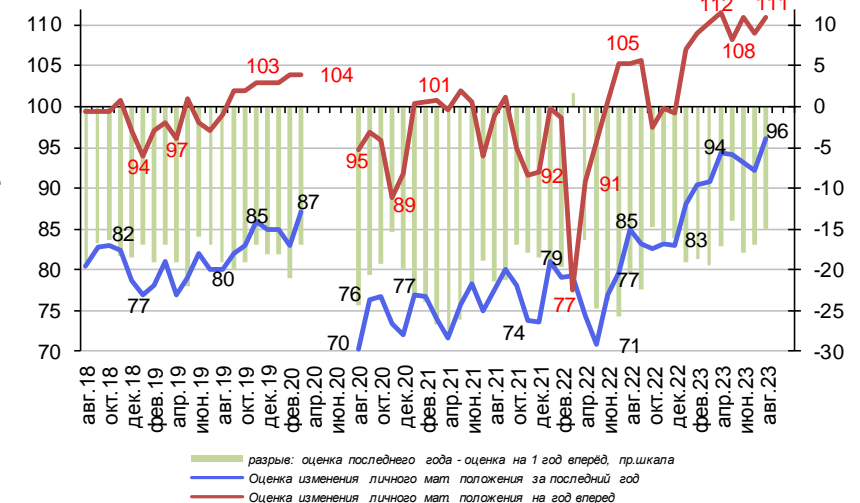
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

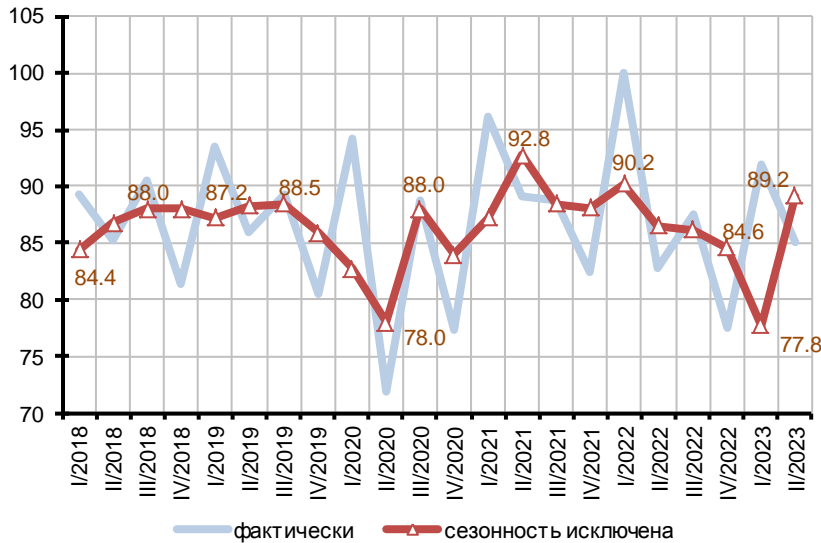


В части *потребительских настроений населения* ситуация чуточку улучшилась: возросли как текущие оценки экономической ситуации, так и ожидания ее изменения. При этом уровень ожиданий по-прежнему хронически превышает индекс текущего состояния, что характерно для нашей экономики, но, в общем, является признаком кризиса.

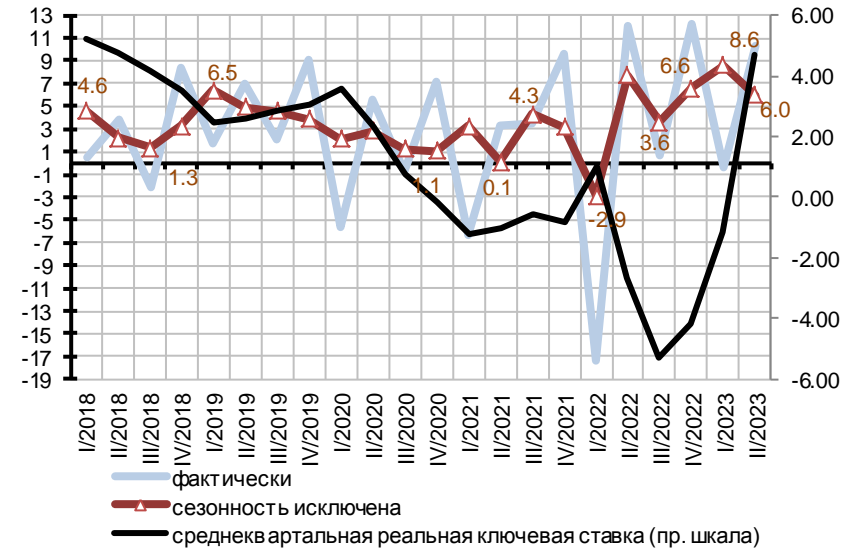
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО "инФОМ" и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Норма потребления и норма сбережений населения

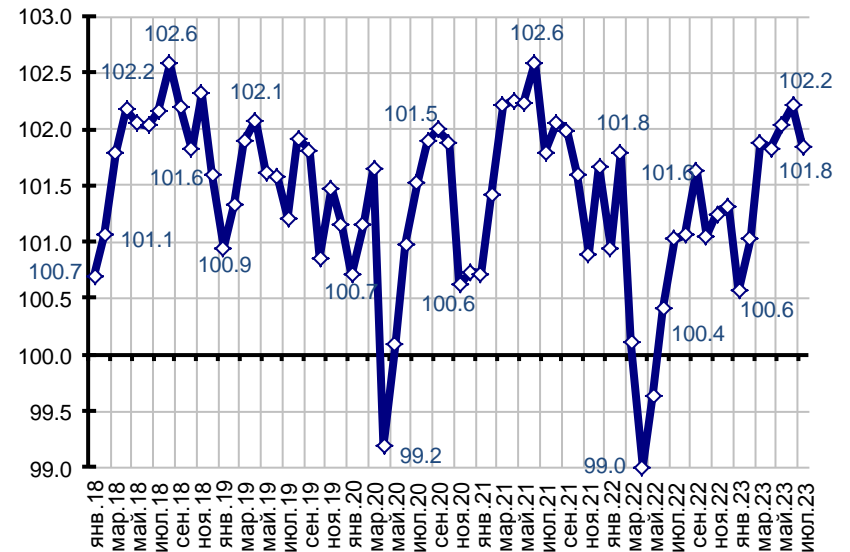
Норма потребления¹ (% к располагаемым доходам)



Норма сбережения во вкладах² (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка



Темпы роста задолженности по кредитам, выданным физическим лицам (без учета просроченных кредитов, %)



В сфере потребительского поведения во II кв. произошел реверс ранее устойчивых трендов. *Норма потребления* (предкризисно?) подскочила – причем на фоне некоторого снижения *нормы сбережения во вкладах*. Последнее выглядит довольно странно в условиях роста реальной ставки.

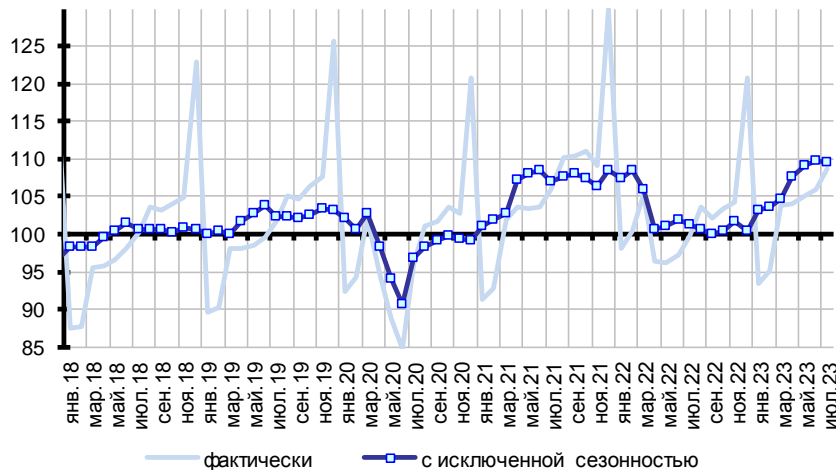
Кредитование населения продолжает, тем временем, заметно расти – причем примерно с одним темпом, уже начиная с апреля.

¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2014 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2022 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе.

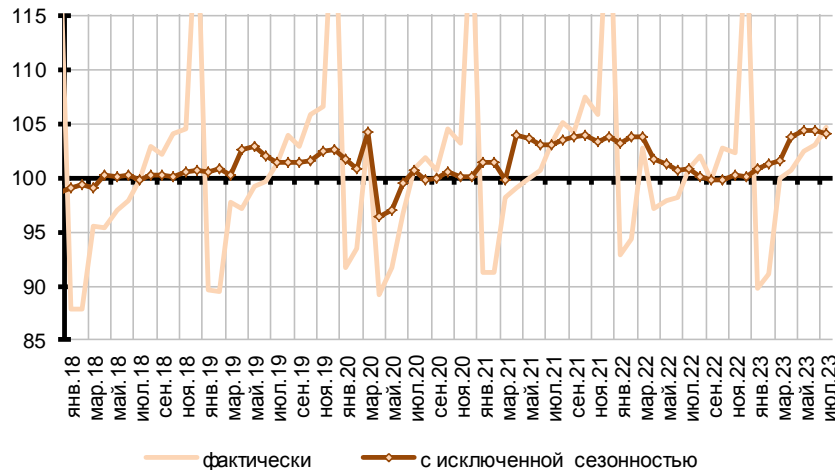
² Методология Росстата 2014 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов.

Спрос: динамика розничного товарооборота (% к среднемесячному значению 2018 г.)

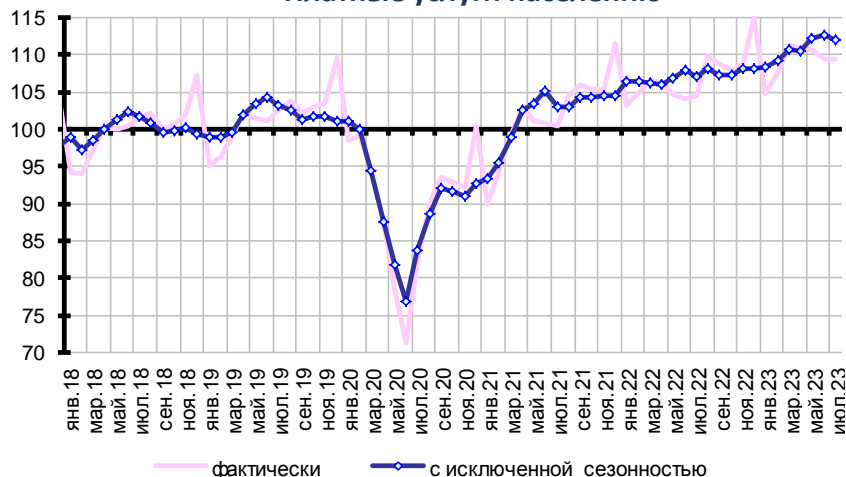
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров, оплаты услуг, расходов на посещение ресторанов, кафе)



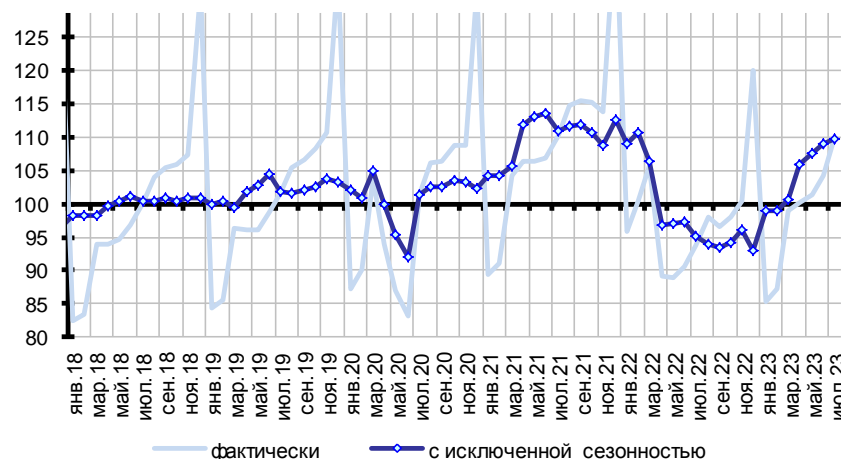
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



Оборот непродовольственными товарами



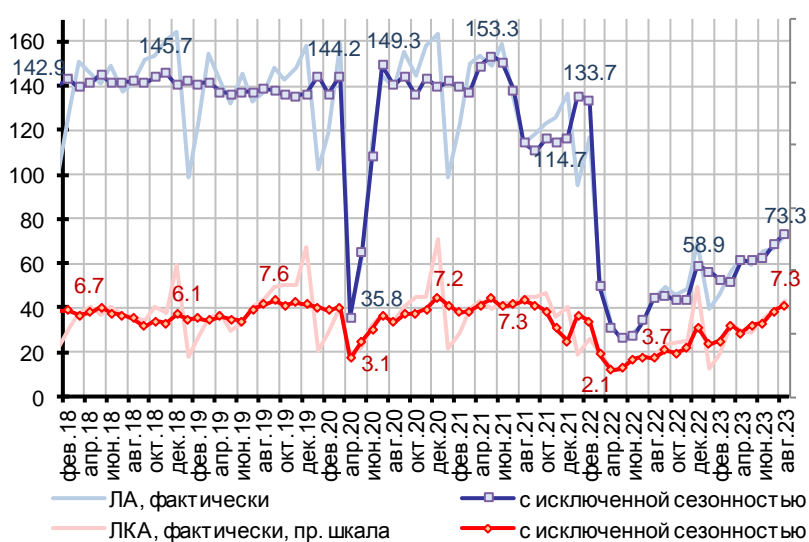
Потребление населения в целом стабилизировалось, после довольно длительного интенсивного роста (апрель: +2.8%, май: +1.3%, июнь: +0.6%, июль: -0.2%).

Надо отметить, что из трёх основных компонентов потребления населения два – *продажа продовольствия* и *услуг* – в последнее время чуть снизились (в июле, соответственно, на 0.3% и 0.6%, сезонность устранена).

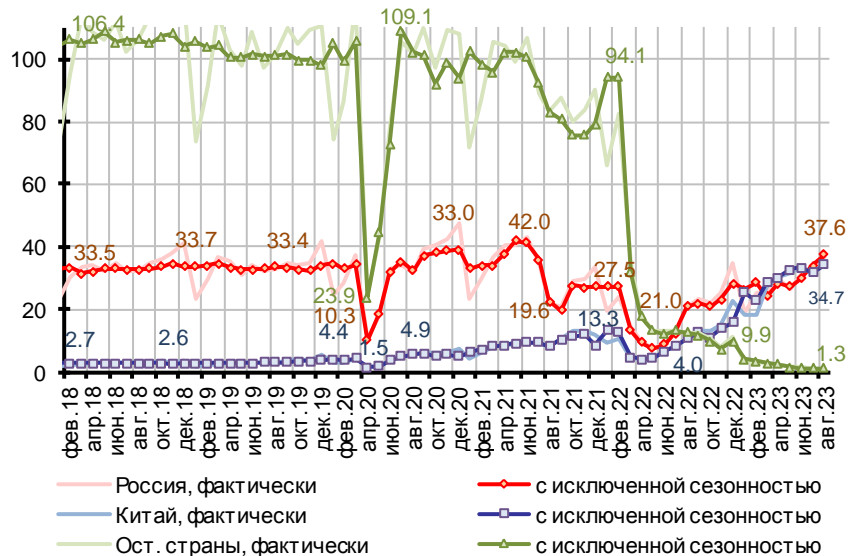
Продажи непродовольственных товаров пока растут – на «запасе» неудовлетворенного в прошлом году спроса и на росте потребительского кредитования.

Продажи новых автомобилей (тыс. штук)

Легковых автомобилей (ЛА) и легких коммерческих автомобилей (ЛКА) всего



ЛА произведенных в России, Китае и остальных странах



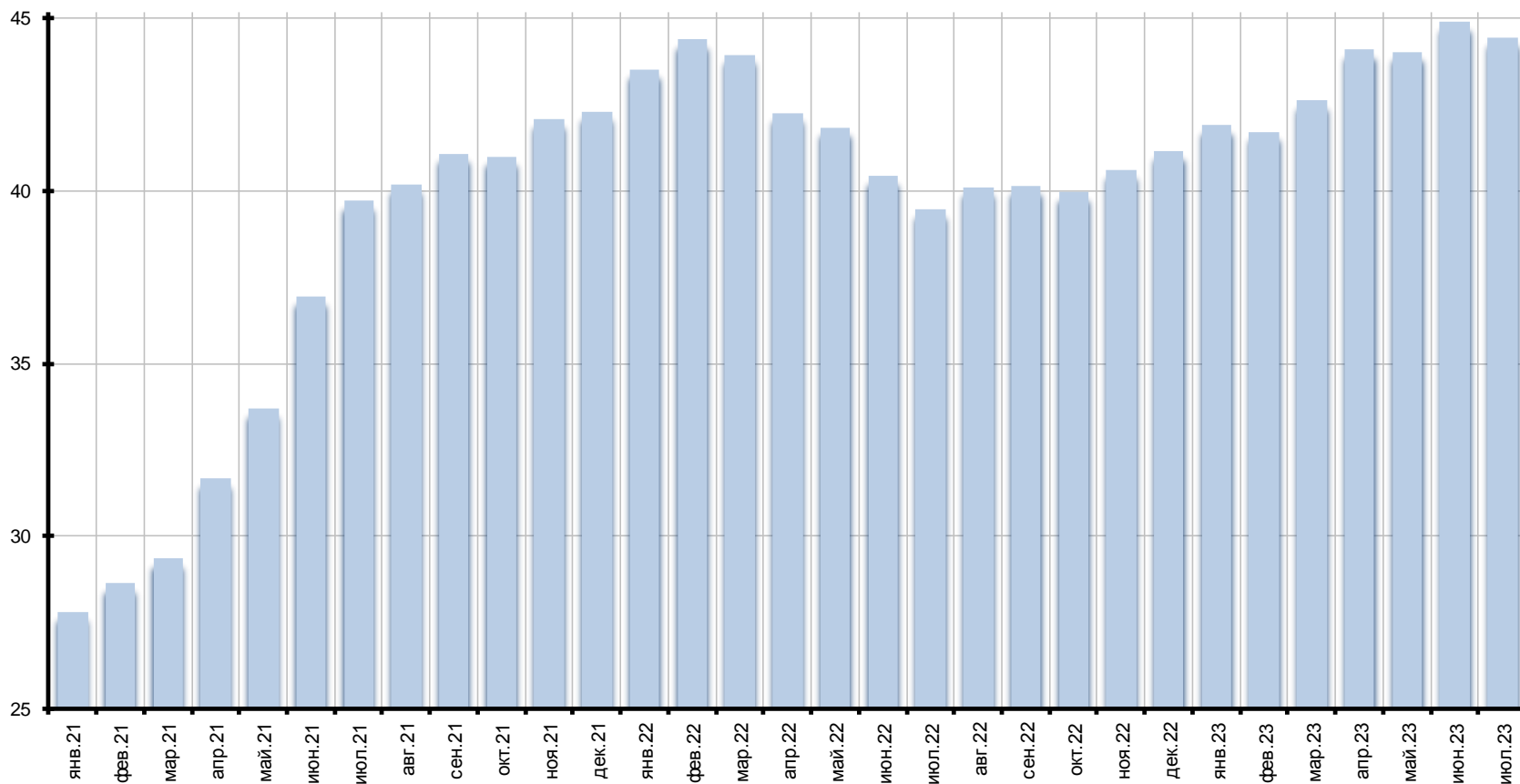
ЛКА произведенных в России, Китае и остальных странах



На рынках легковых автомобилей и ЛКА, несмотря ни на что, продолжается довольно интенсивный рост – причем в основном за счет отечественного производства. Продажи китайских авто неожиданно «засбоили», а импорт из недружественных стран и так давно «лежит».

Источник данных: <https://auto.vercity.ru> . Исходные ежемесячные данные опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса (АЕБ). Данные о продаже ЛА вне официальных дилерских сетей (т.н. «серый импорт») вместе с данными от автодилеров основаны на методологии «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В январе–августе 2023 г. объем рынка оценен в 610.7 тыс. автомобилей, рост на 29.5% к январю–августу 2022 г.

Размещение деклараций проектов строительства МКД¹ (жилая площадь в млн кв. м, скользящая сумма за год)

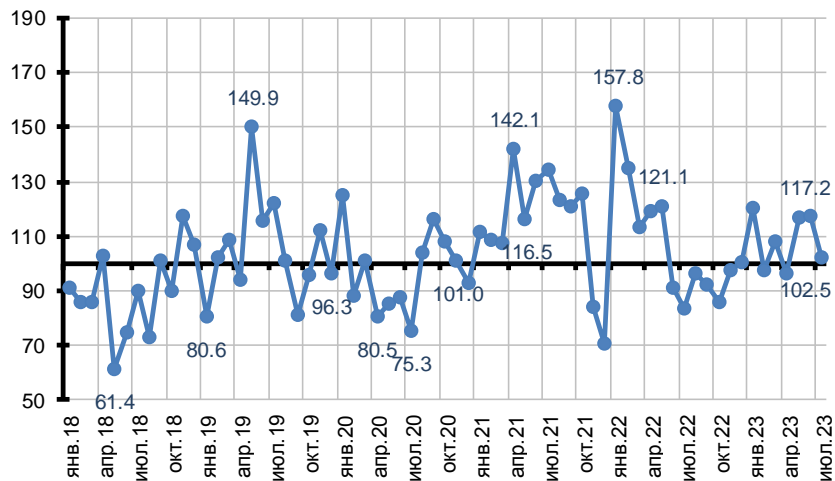


¹ Многоквартирные дома

Запуск строительных проектов в целом остается стабильным уже четыре месяца, причем на очень высоком уровне. Это, похоже – один из очень немногих позитивных сигналов о готовности экономики к росту в настоящее время.

Рынок жилой недвижимости

Строительство многоквартирных домов, (к соотв. месяцу предшествующего года, %)

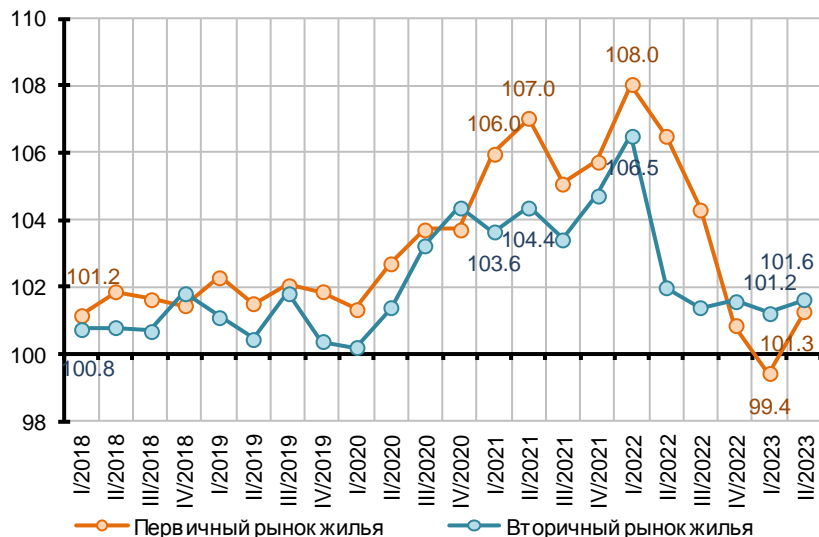


В июле ввод многоквартирных жилых домов вырос на 2.5% по сравнению с соответствующим месяцем 2022 г. Объем введенного многоквартирного жилья за январь-июль 2023 г. на 9.4% превосходит показатель прошлого года.

Во II кв. возобновился рост цен на *первичном рынке* жилья (+1.3%), что оказалось реакцией рынка на повышение спроса. Во II кв. количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) выросло на 28%, количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ – на 33%, их объем – на 29% по сравнению с I кв.; размер средневзвешенной ставки по ИЖК по ДДУ в этот период оставался стабильным.

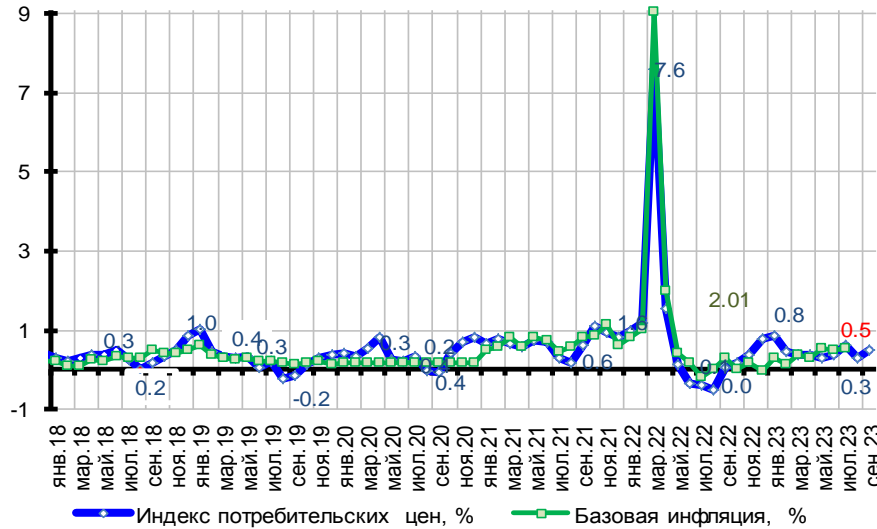
На *вторичном рынке* продолжился небольшой рост цен (+1.6%). Количество и объем выданных ИЖК увеличились на 41% и 46%, соответственно, по сравнению с I кв. 2023 г.; размер средневзвешенной ставки по ИЖК в этот период практически не изменился. Рост цен на обоих рынках связан как с возросшим инвестиционным спросом, обусловленным ослаблением отечественной валюты, так и с увеличением спроса со стороны покупателей, ожидающих дальнейшего повышения цен из-за инфляции.

Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)

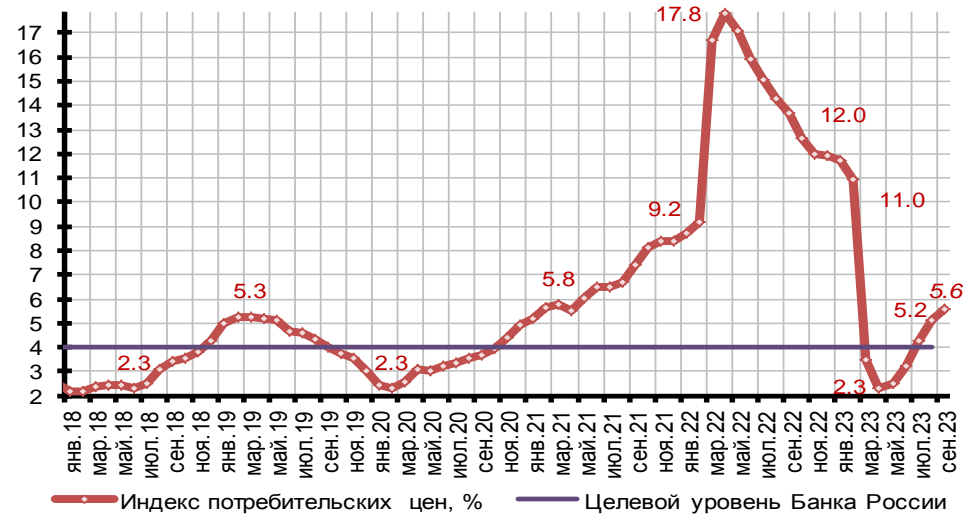


Инфляция на потребительском рынке

Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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

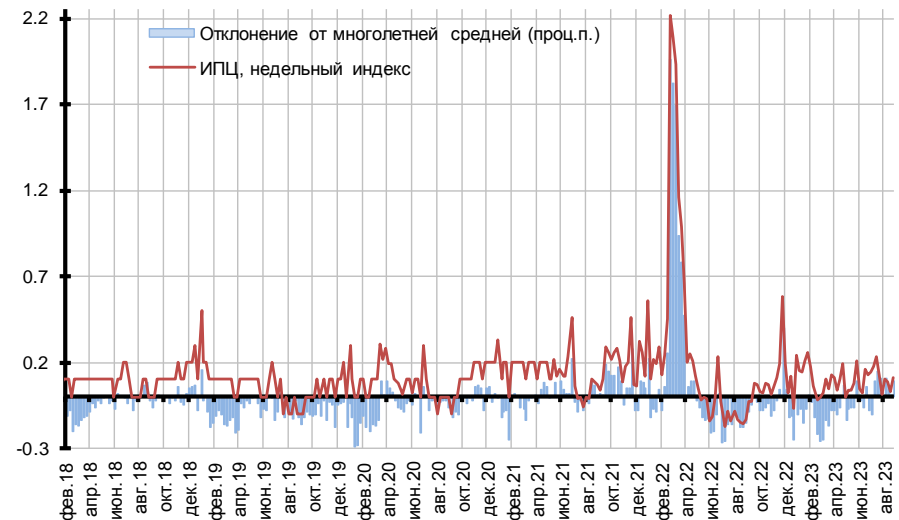


Уровень инфляции очень заметно возрос.

Самое яркое проявление этого – отсутствие традиционной «августовской дефляции» (отметим, что в последнее время текущий уровень еженедельной инфляции постоянно выше среднелетнего значения).

В итоге, с учетом ожидаемых итогов августа и первых оценок за сентябрь, *годовой уровень инфляции* может достичь 5.6% к сентябрю 2022 г. (почти в полтора раза выше целевого уровня Банка России, 4.0%). Такой результат вполне естественен в условиях ослабления рубля и оживления внутреннего спроса; при этом на подходе новый фактор – рост «экспортного паритета» цен на российские сырьевые ресурсы (топливо – работает уже сейчас, мясо и, возможно, зерно на подходе). Проблема в том, что повышение ключевой ставки Банка России слабо влияет на курс рубля (и очень слабо – на подтягивание цен к «экспортному паритету»), но способно сильно очень сильно дестимулировать частные инвестиции.

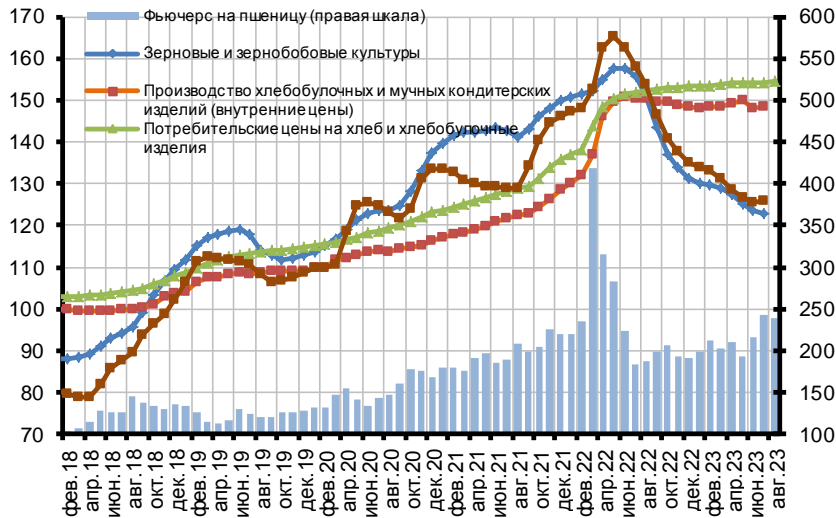
Недельный индекс потребительских цен и его превышение над среднелетним уровнем (ИПЦ, темпы прироста, %)



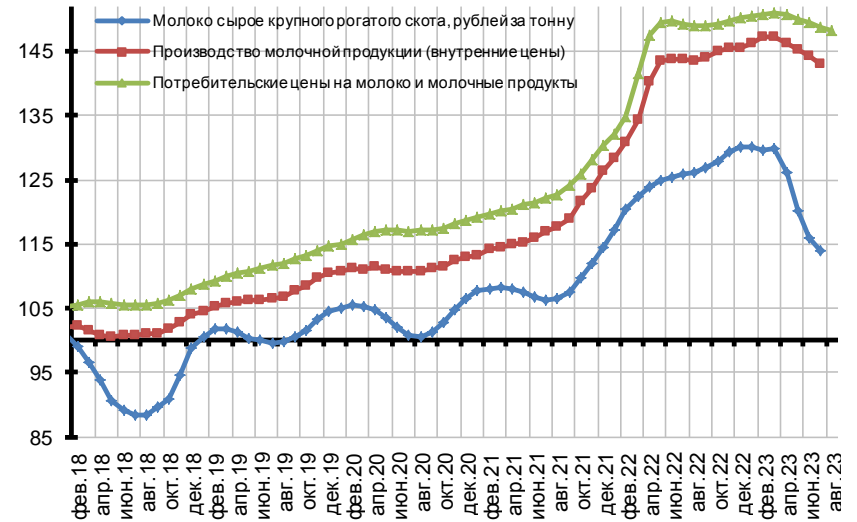
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

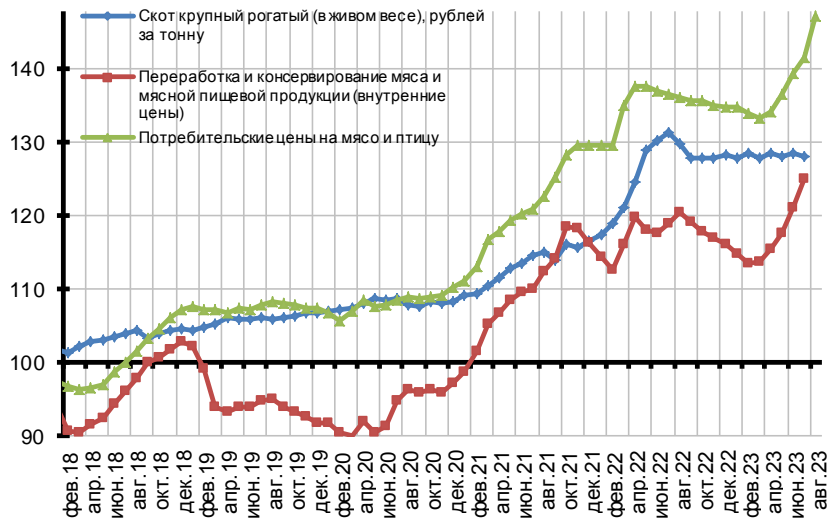
Цены на хлеб



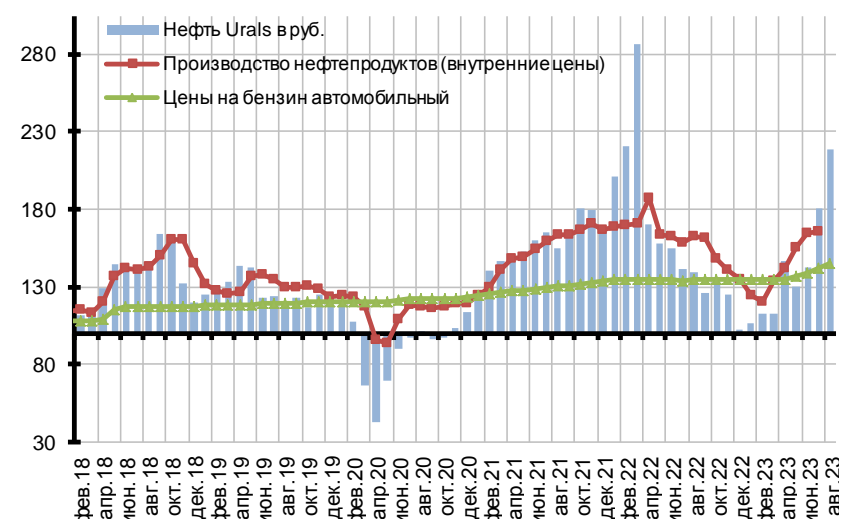
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

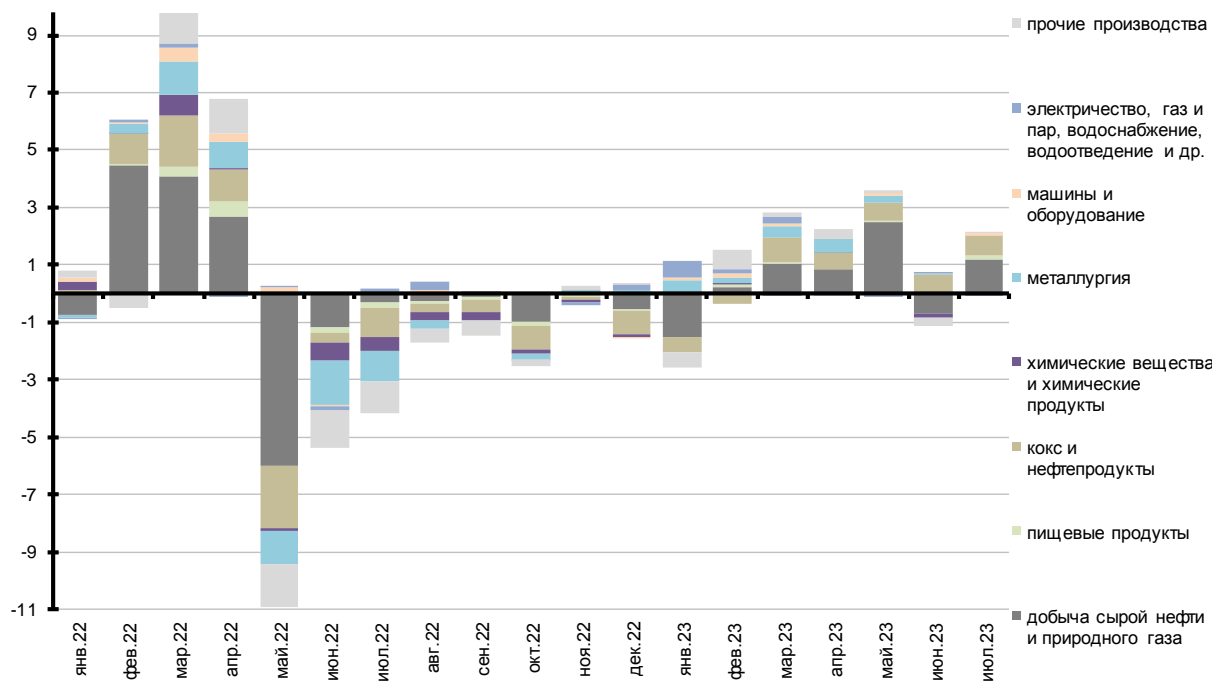


Цены на топливо

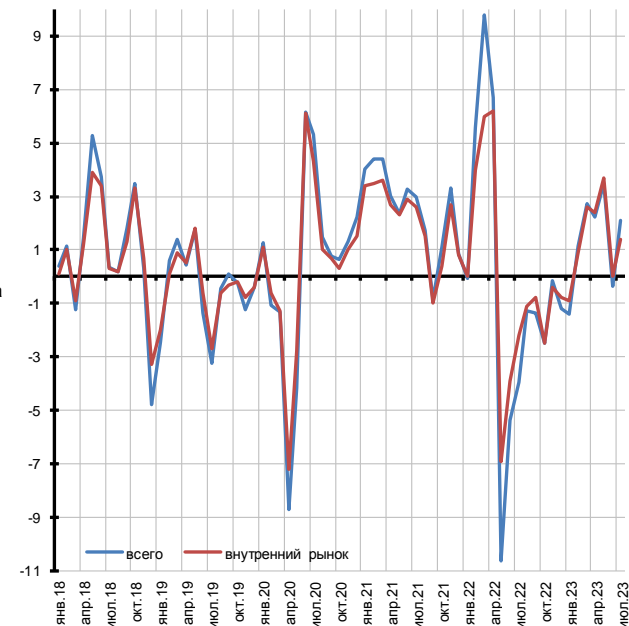


Структура цен производителей в промышленности

Вклады изменений цен производителей по видам экономической деятельности в динамику цен по промышленности в целом по отношению к предшествующему месяцу (проц. пунктов)



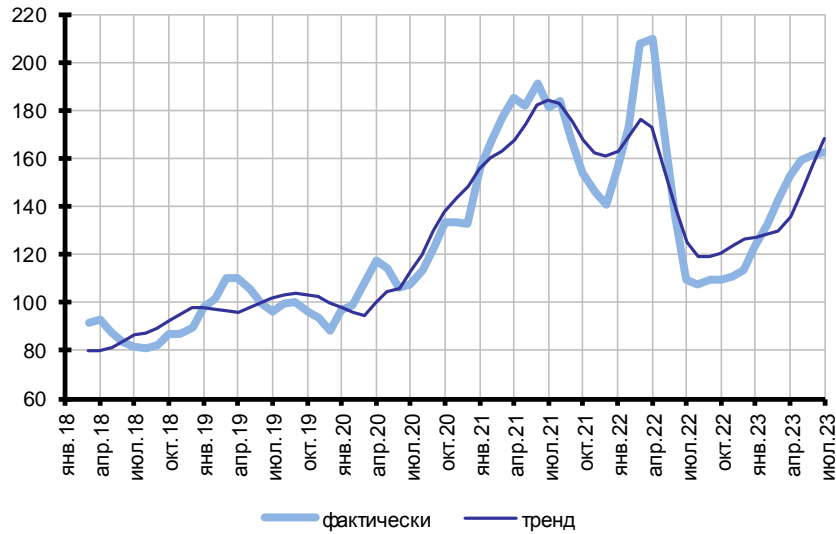
Индекс цен производителей (%)



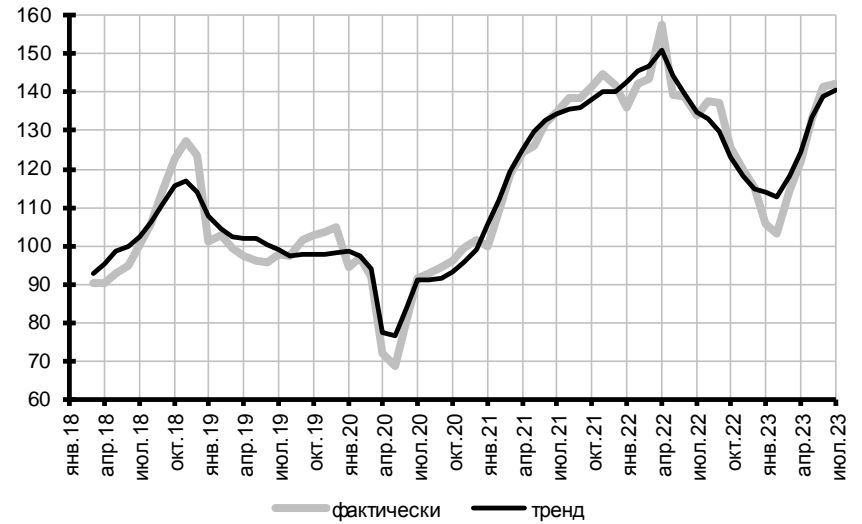
Рост цен производителей промышленной продукции возобновился (хотя и с заметно меньшим темпом, чем весной). При этом, довольно интенсивный рост наблюдается практически по всему спектру производств – не только экспорто-, но и внутренне-ориентированных.

Индексы цен производителей по видам экономической деятельности к среднему уровню 2019 г. со снятой сезонностью

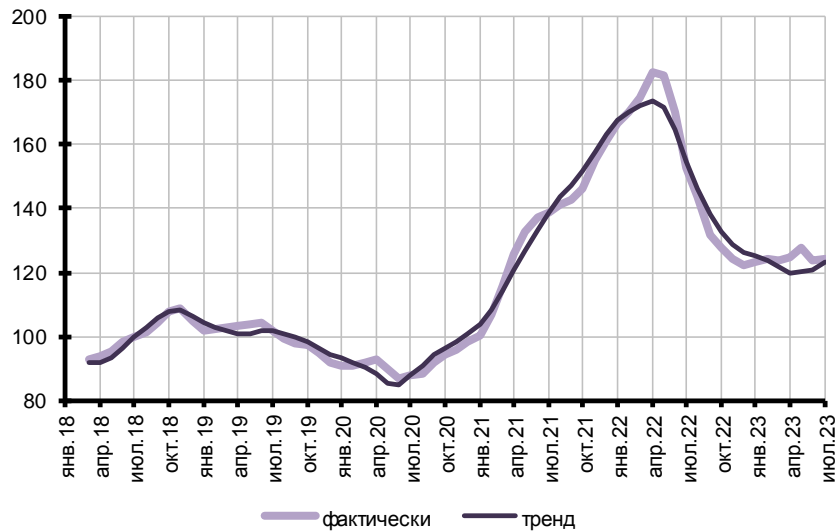
Добыча металлических руд



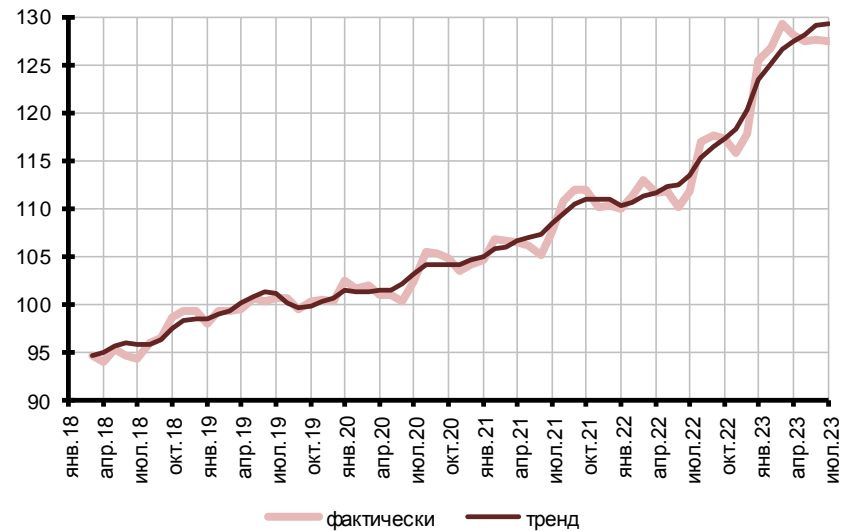
Производство нефтепродуктов



Производство основных химических веществ, удобрений и азотных соединений, пластмасс и синтетического

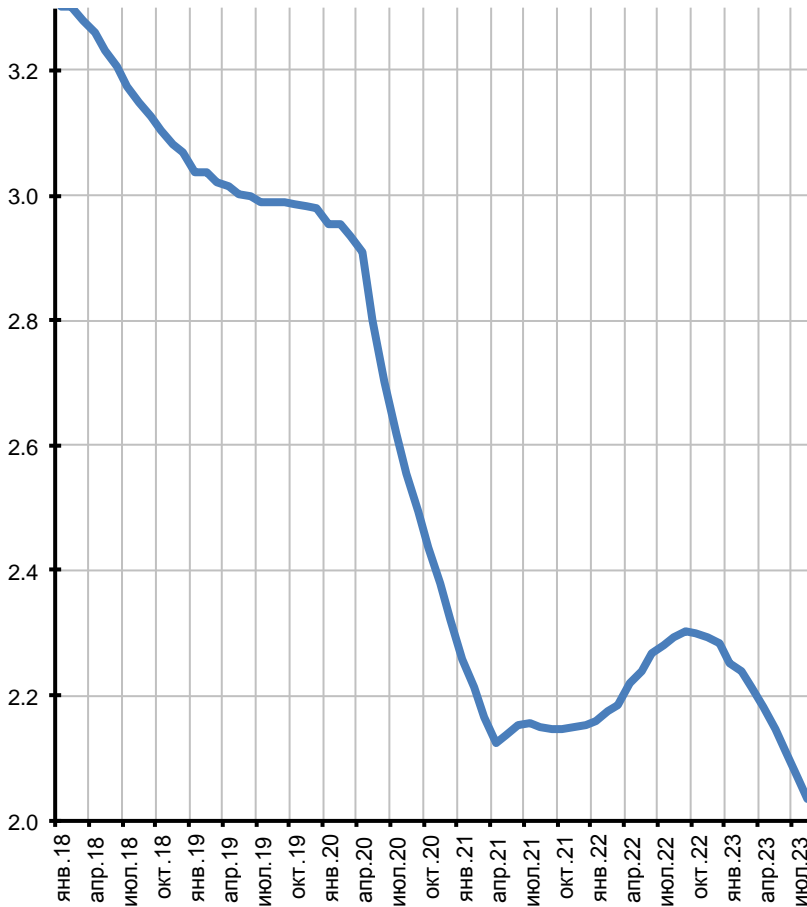


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



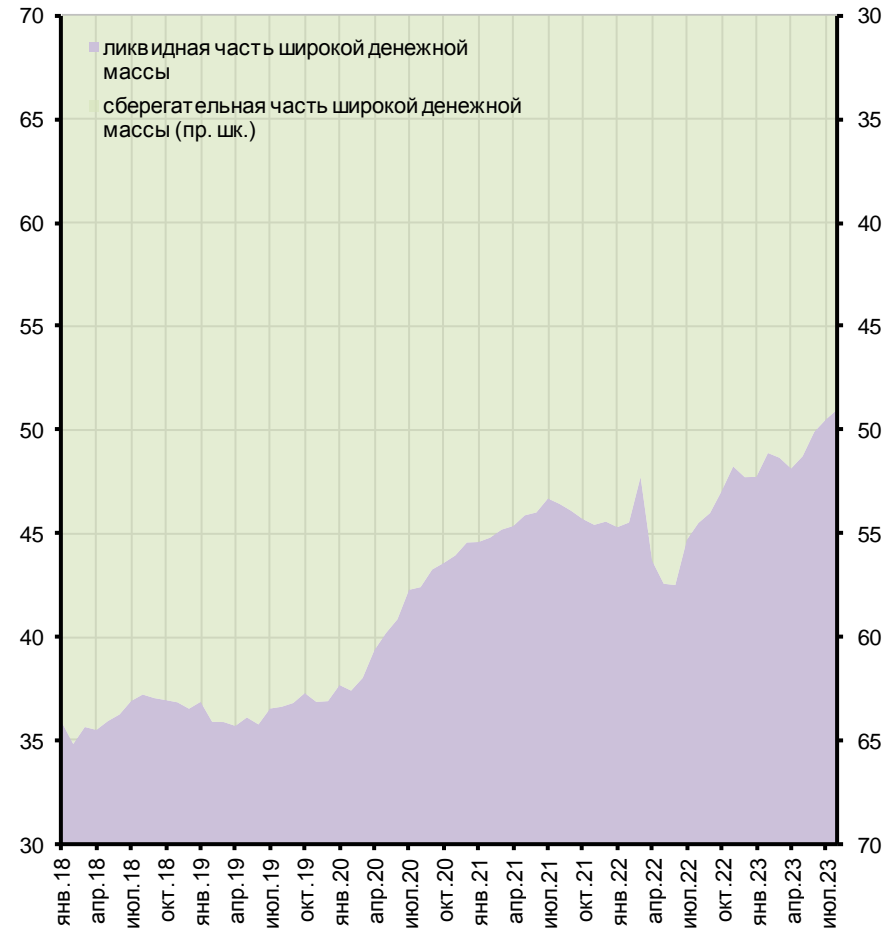
Оборачиваемость денежных средств²

Скорость обращения ликвидных денежных средств населения за скользящий год¹ (раз в год)



¹ Соотношение рублевых транзакционных денежных средств населения (наличные деньги и текущие счета) и потребления населения (сумма розничного товарооборота и платных услуг)

Доля сберегательной и ликвидной части широкой денежной массы² (в %)

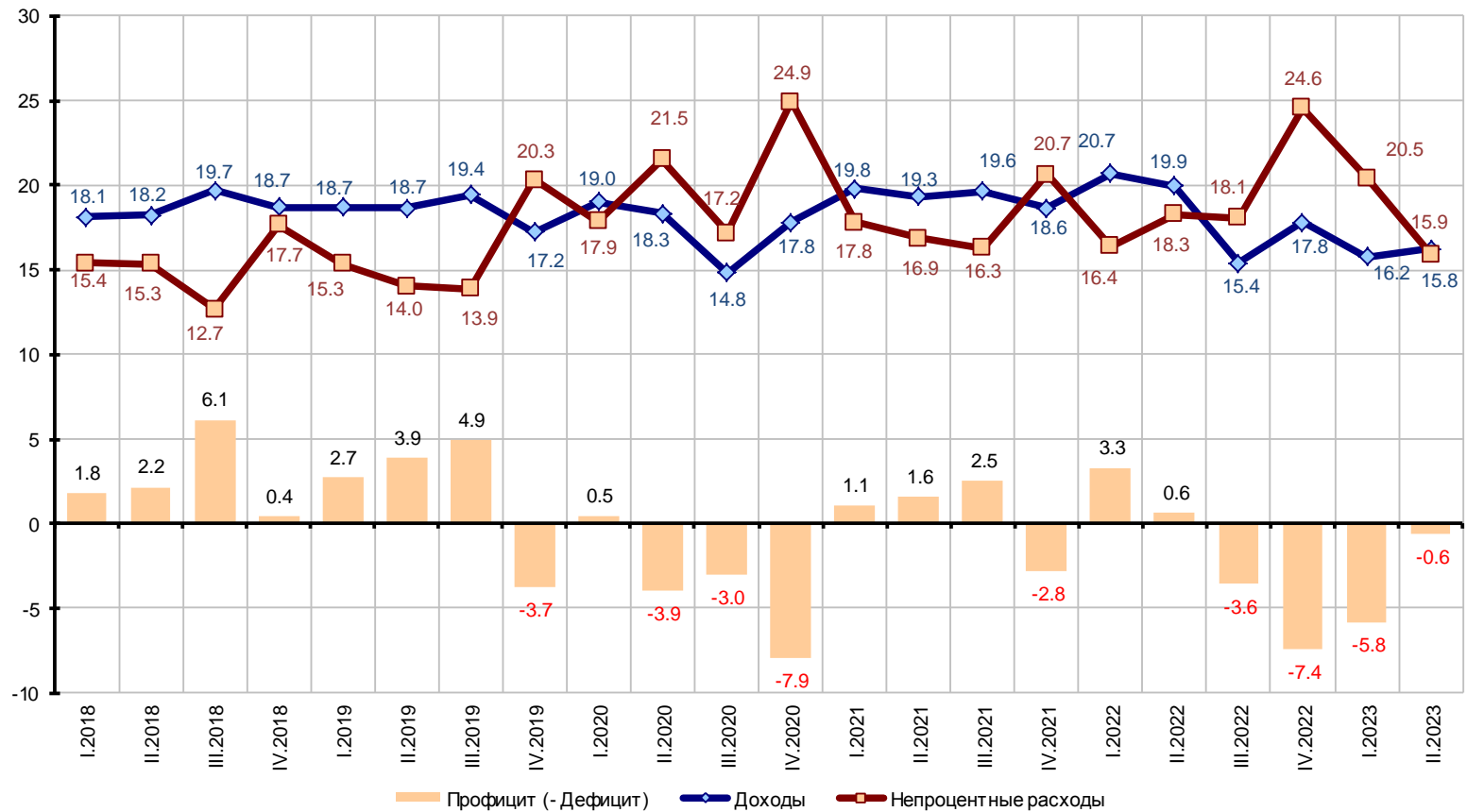


² Агрегат M2X. С учетом валютной переоценки.

Ситуация в части монетарного давления на инфляцию как была, так и осталась противоречивой. Скорость обращения денег устойчиво снижается.

В то же время доля ликвидного компонента широкой денежной массы по-прежнему медленно растёт (что довольно естественно в условиях снижения склонности населения к сбережению).

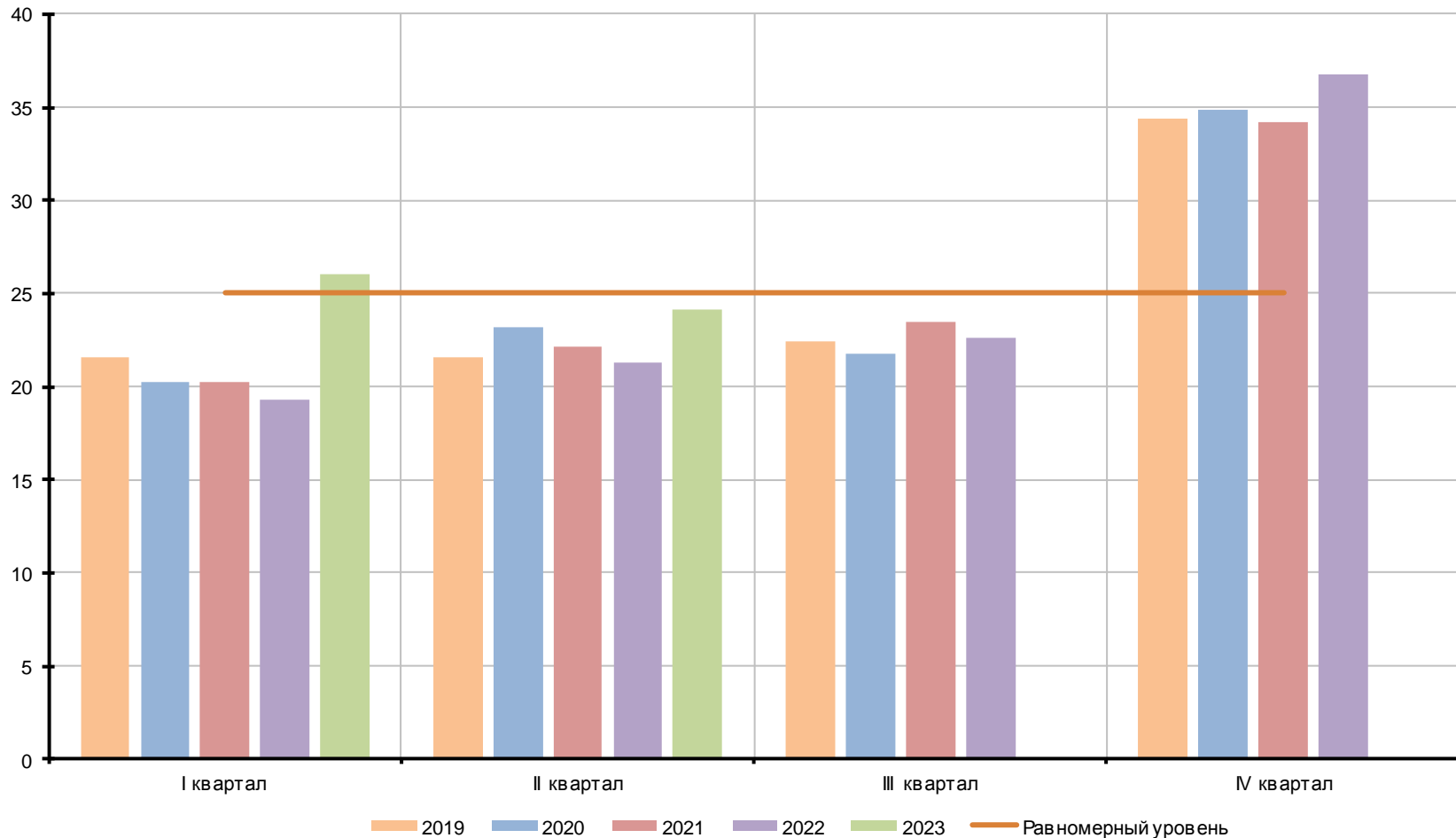
Федеральный бюджет



По итогам II кв. 2023 г. доходы *федерального бюджета* составили 12.38 трлн руб., расходы – 14.73 трлн руб., дефицит – 2.35 трлн руб. (16.02%, 19.06% и 3.04% ВВП*, соответственно). По сравнению с январем-июнем 2022 г. доходы бюджета в номинальном выражении снизились на 11.6%. К концу июня нефтегазовые доходы оказались исполнены на 38% от плановых значений, сократившись на 47% к прошлому году. В свою очередь ненефтегазовые доходы были исполнены на 52% и выросли на 18%. В условиях более низких котировок Юралс в январе-июне 2023 г. (\$52.2 против \$84.1 в 2022 г.) восстановительный рост экономики в целом поддержал доходную часть бюджета. В динамике непроцентных расходов во II кв. 2023 г. (15.9% квартального ВВП) отмечается замедление относительно рекордных показателей предыдущего квартала (20.5% ВВП). В результате более умеренных темпов исполнения расходов при относительно стабильной динамике доходов в II кв. дефицит составил 0.6% квартального ВВП. Таким образом, накопленный дефицит существенно не увеличился. На данный момент запланированный на конец года дефицит бюджета превышает текущий показатель и составляет 3.8 трлн руб., что позволяет ожидать расширение фискального стимула в следующем полугодии.

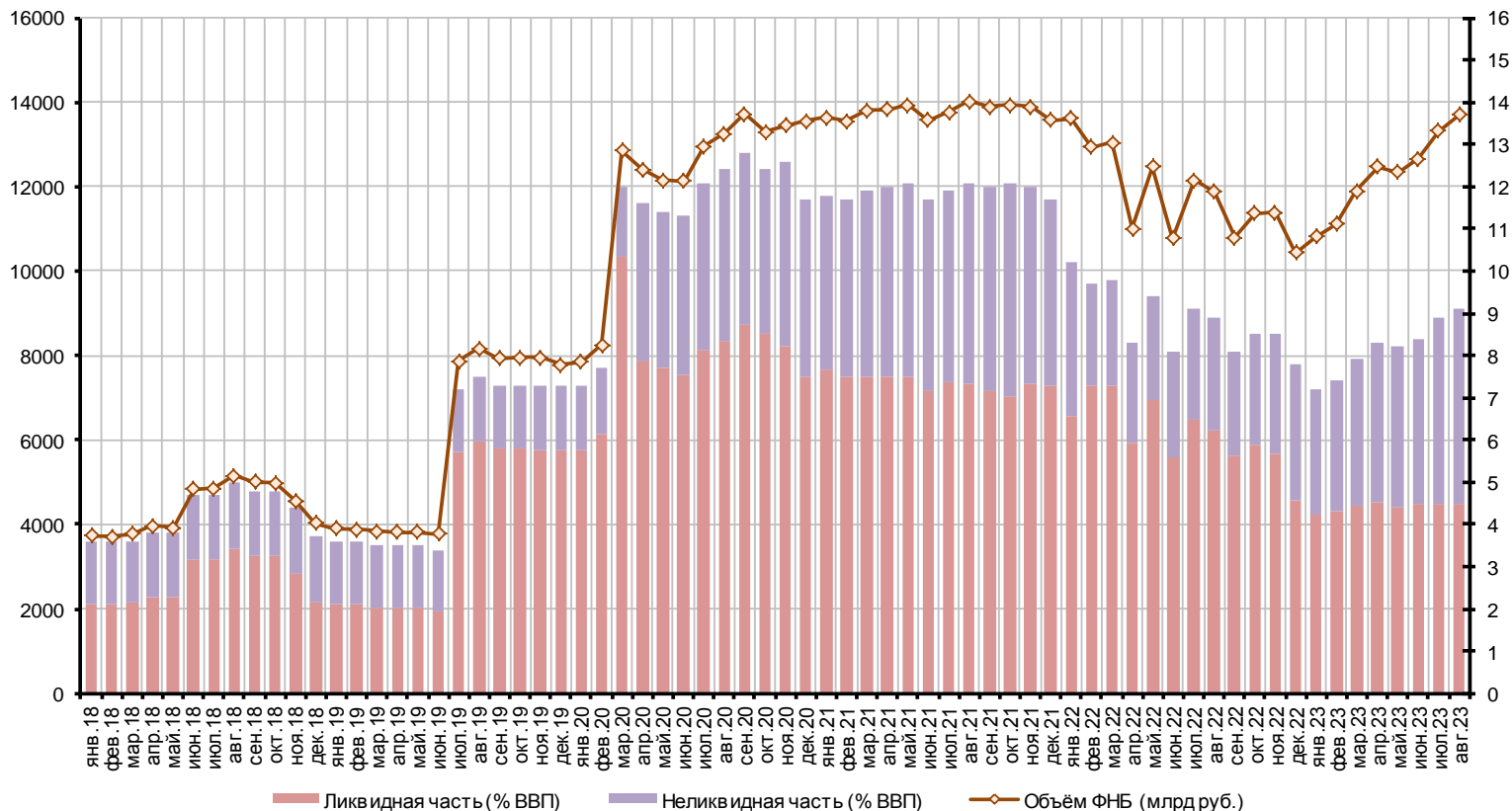
* От номинального объема ВВП за 6 мес. 2023 г.: расчёты ЦМАКП на основе оценки динамики ВВП во II квартале 2023 г.

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение *расходов* федерального бюджета за II кв. 2023 г. составило 24.1% от утверждённых значений на 2023 г. в целом. По сравнению с I кв. 2023 г. (26%) темпы исполнения расходов замедлились, что, по всей видимости, связано с ускоренным заключением госконтрактов и авансированием отдельных расходов в начале года, к настоящему времени действие этих факторов исчерпалось. Таким образом, в течение второго полугодия 2023 г. ожидается более равномерное кассовое исполнение расходов федерального бюджета относительно динамики предыдущих лет. В случае увеличения нефтегазовых доходов в соответствии с бюджетными правилами, становится возможным увеличение расходов свыше ранее утвержденных плановых значений.

Фонд национального благосостояния



На начало сентября 2023 г. *объём ФНБ* составил 13.7 трлн руб., увеличившись на 0.39 трлн руб. относительно объёма на начало августа. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 7.25 трлн руб. или 4.5% ВВП. Ликвидная часть Фонда состоит из 5.2 млрд евро, 279.8 млрд юаней, 508 т золота и 6.8 млрд руб. Месячное увеличение объёма ликвидных активов на 68 млрд. руб. произошло, преимущественно, за счёт продолжившегося ослабления курса рубля. При этом в августе были израсходованы 0.4 млрд юаней и 0.6 т золота на компенсацию выпадающих нефтегазовых доходов в размере 8.3 млрд руб., а также 2.1 млрд евро, которые были направлены на приобретение облигаций ППК «Фонд развития территорий» (2.2 млрд руб.), Государственной компании «Российские автомобильные дороги» (4.6 млрд руб.), ООО «Авиакапитал-Сервис» (123.6 млрд руб.), АО «ГТЛК» (28.8 млрд руб.) и ООО «НЛК-Финанс» (62.6 млрд руб.). Объём неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 6.45 трлн руб. или 4.6% ВВП, что на 322 млрд руб. больше относительно объёма на начало августа; это увеличение произошло за счёт новых вложений в корпоративные облигации и размещении средств на депозите в ВЭБ.РФ.



Материал подготовили:

Руководитель направления, к.э.н.

Руководитель направления, к.э.н.

Руководитель направления, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Эксперт

Белоусов Д.Р.

Сальников В.А.

Солнцев О.Г.

Ипатова И.Б.

Михайленко К.В.

Михеева О.М.

Поляков И.В.

Ахметов Р.Р.

Медведев И.Д.

Панкова В.А.

Сабельникова Е.М.

Аблаев Э.Ю.