



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

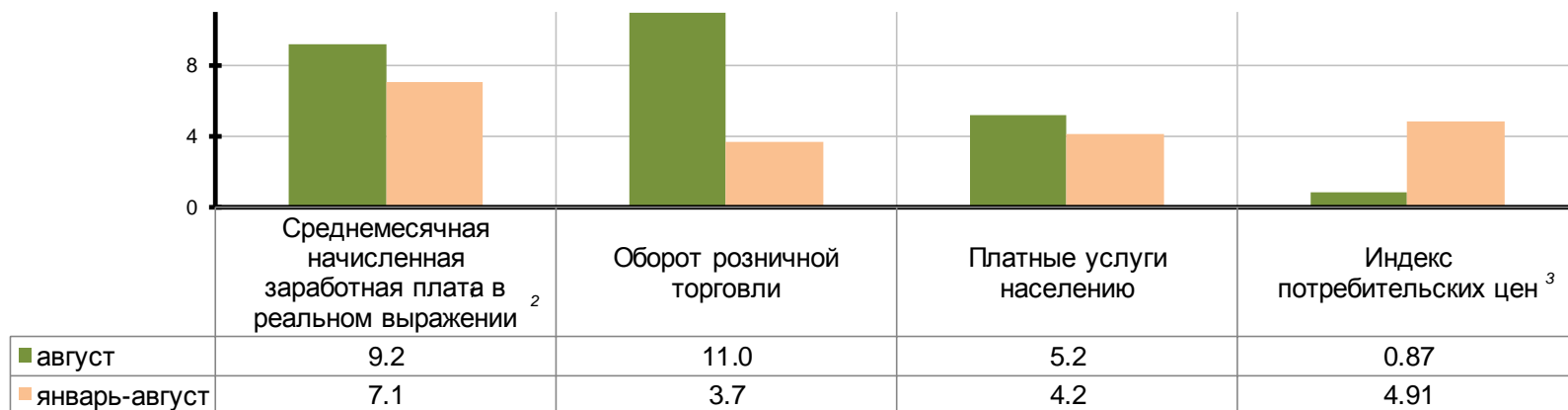
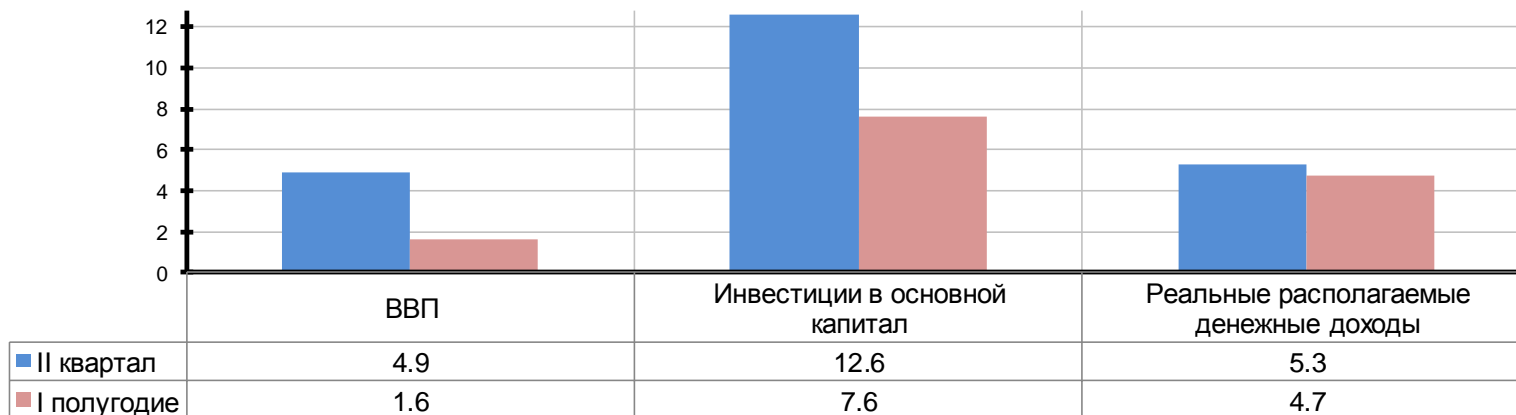
12.10.2023

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

Макроэкономика. Главное.

- Высокочастотные данные о **экономической динамике** показывают, что в августе экономическая активность в российской экономике несколько возросла – в основном, за счет роста активности в торговле и в строительстве. В то же время, ни по общей динамике (пока, на периоде февраль-август, все колебания идут примерно на одном уровне), ни по структурным параметрам экономики, говорить о преодолении возникшей стагнации еще рано. Пока «твердый рост» демонстрируют лишь потребительские расходы – что для формирования нового механизма воспроизводящегося роста явно маловато.
- Во II кв. состав **компонентов доходов** (в текущих ценах, в годовом выражении), в целом, нормализовался. В большей степени возросла оплата труда (что вполне понятно в условиях его дефицита), в меньшей – валовая прибыль. Это создавало довольно широкие возможности для роста – прежде всего, потребителски ориентированного.
- **Индекс инвестиционной активности**, представляющий из себя оценку предложения в экономике товаров инвестиционного назначения, в августе резко снизился. Впрочем, пока «бить тревогу» преждевременно: даже после снижения текущая интенсивность инвестактивности примерно соответствует уровню середины 2021 г. (за счёт длительного роста в предшествующий период). Основной вклад в снижение индекса внесло, по предварительной оценке, уменьшение объемов импорта инвестиционных товаров.
- В сфере **экспорта товаров** (в физическом выражении, сезонность устранена) сохраняется стабильность (судя по косвенным данным и публикациям в профессиональной прессе, речь идёт о равновесии между растущим экспортом СПГ и нефти и сжимающимся – трубопроводного газа). Стоимостные объёмы экспорта (с исключенной сезонностью) чуть подросли, хотя неясно даже, достигнута ли стабилизация.
- **Импорт товаров** (в физическом выражении, сезонность устранена) растет, правда, он немного замедлился. По стоимости (сезонность устранена) импорт начал, наконец, снижаться, что отражает структурный сдвиг - формирование новых логистических цепочек с поставками, по каждой из товарных групп, менее дорогостоящих «не брендовых» товаров.
- В сентябре **ослабление рубля** приостановилось. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю почти не изменился, увеличившись за месяц всего на 0.7% и составив 100.4 руб. по состоянию на 30 сентября. Действие фундаментальных негативных факторов (сжатие сальдо счета текущих операций платежного баланса, задержки в поступлении валютной выручки экспортеров, отток капитала), способствующих ослаблению российской валюты, сохранялось. При этом небольшую поддержку рублю в сентябре оказал резкий рост объемов продажи валюты Банком России в период с 14 по 22 сентября (что было необходимо для осуществления погашения валютного выпуска суверенных еврооблигаций).
- Состоявшееся повышение ключевой ставки Банка России вывело **ставки денежного рынка** на уровень, превышающий **рентабельность бизнеса** в некоторых отраслях (в деревообработке - в ней рентабельность отрицательная; в транспортном машиностроении - рентабельность «около нуля»; в металлургии и химкомплексе).
- Вместе со скачком инфляции рост **реальной заработной платы** остановился и сменился лёгким сжатием (май: +1.3%, июнь: +0.3%, июль: -0.5% сезонность устранена). Несмотря на дефицит труда, компании, похоже, уже не могут достаточно быстро повышать оплату труда. Пока, конечно, можно говорить, скорее, о тенденции остановки роста и переходе ко временной стагнации реальной зарплаты, не более того. **Основные реальные денежные доходы населения** вслед за реальной заработной платой тоже стабилизировались с тенденцией к незначительному снижению.
- **Потребление населения** по-прежнему растёт, но уже куда медленнее (май: +1.1%, июнь: +0.6%, июль: +0.2%, июль: +0.5%). При этом, так или иначе расширяются все компоненты потребления – некоторые, правда, «почти стоят». Быстрее всего увеличивается потребление **платных услуг**, вышедшие на исторический максимум (отчасти – из-за отсутствия выездного туризма, из-за чего соответствующие услуги теперь оказываются «здесь»). Кроме того, стремительно расширяются **продажи непродовольственных товаров**, в том числе, на базе скачка потребительского кредитования.
- **Уровень инфляции** бьет рекорд за рекордом, и с конца лета устойчиво находится выше среднесреднегодных значений. В сентябре она составила 0.87% (6.0% к сентябрю прошлого года). В октябре, по оперативной информации – порядка 1.1%, что соответствует почти 7% в годовом выражении. Такой уровень объясняется, прежде всего, резким ослаблением рубля (начинает играть все большую роль эффект «импорта инфляции» с мирового рынка топлива). Необходимо подчеркнуть, что «неспецифичные» действия по сдерживанию инфляции через повышение процентной ставки оказываются малоэффективными.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



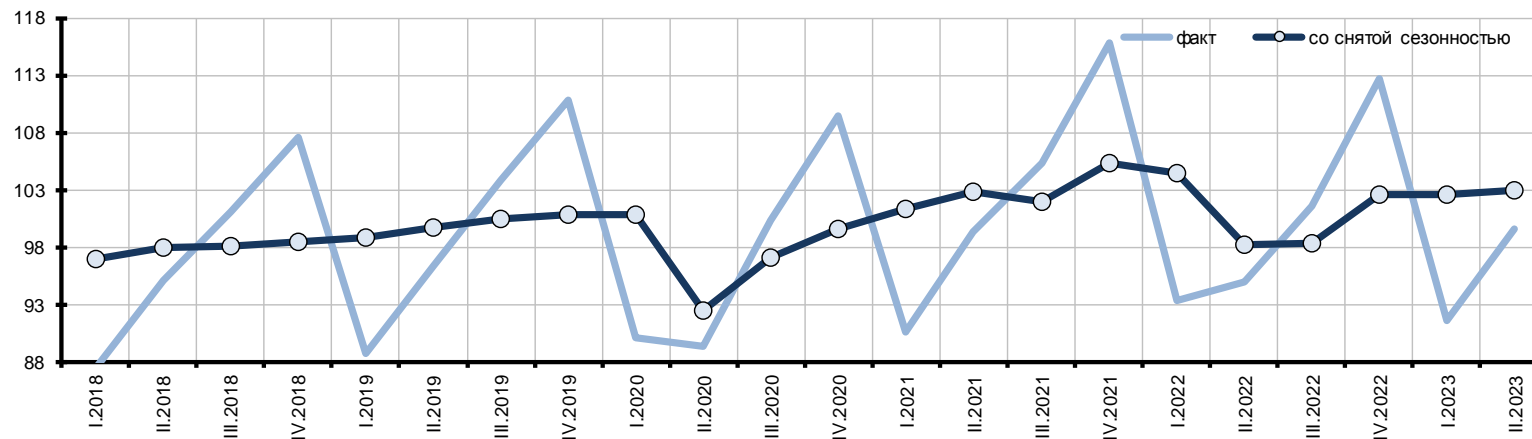
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

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

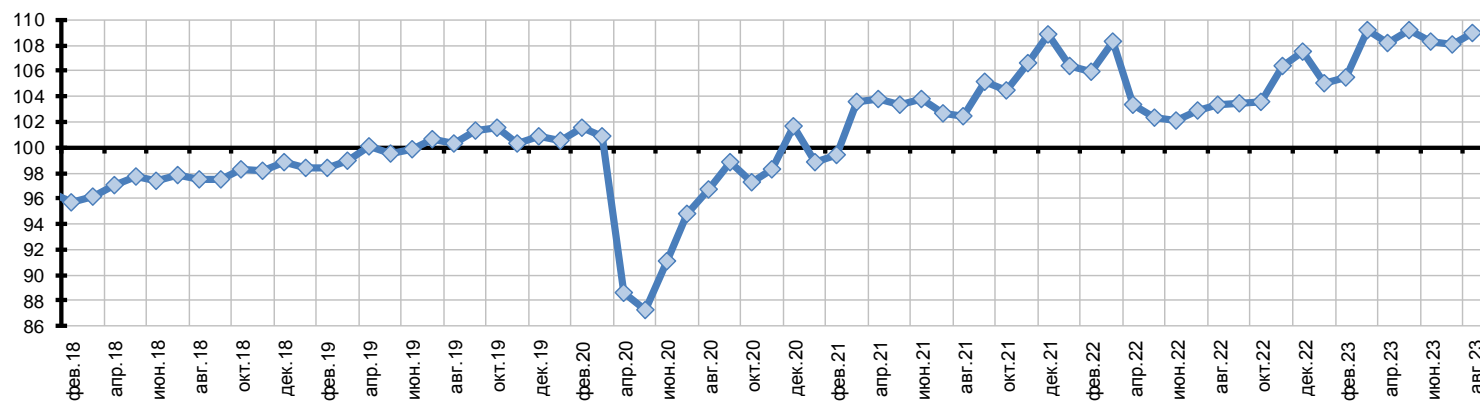
³ соответственно сентябрь 2023 г. к сентябрю 2022 г. и за период с начала 2023 г. по 9 октября

Динамика ВВП и агрегата экономической активности¹

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



Агрегат экономической активности (среднемесячный уровень 2019 г. = 100)



Высокочастотные данные о *экономической динамике* показывают, что в августе экономическая активность в российской экономике несколько возросла – в основном, за счет роста активности в торговле и в строительстве. В то же время, ни по общей динамике (пока, на периоде февраль-август, все колебания идут примерно на одном уровне), ни по структурным параметрам экономики, говорить о преодолении возникшей стагнации еще рано. Пока «твердый рост» демонстрируют лишь потребительские расходы, что для формирования нового механизма воспроизводящегося роста явно маловато.

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.

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- чуть подросла экономическая активность
- растёт потребление населения
- стабилизировался экспорт
- снова начался рост строительной активности
- спрос экономики на труд быстро растёт, обновляя исторические максимумы

Плохо:

- в промышленности и (особенно) в сельском хозяйстве довольно выраженный спад
- идет снижение реальной зарплаты и наблюдаемых реальных доходов населения
- судя по косвенным данным, инвестиции в машины и оборудование, видимо, перестали расти (влияние курса на импорт и ставки на мотивацию к инвестированию)
- инфляция неожиданно высока и продолжает расти

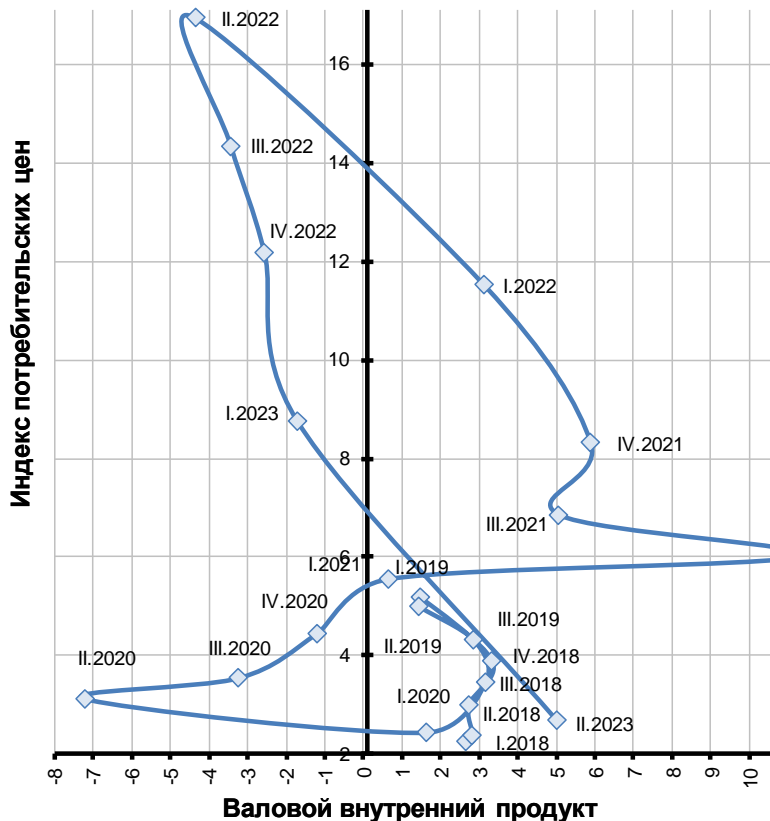
Признаки улучшения:

- растут продажи автомобилей и строительная активность: население, вероятно, (еще) в целом готово к долгосрочным покупкам, а значит – и к экономическому росту
- оценки ситуации менеджментом компаний на историческом максимуме. Это, при прочих равных, будет стимулировать инвестиционную активность компаний
- снижается скорость обращения денег, уменьшается доля ликвидного компонента денежной массы. Это означает ослабление монетарного давления на инфляцию

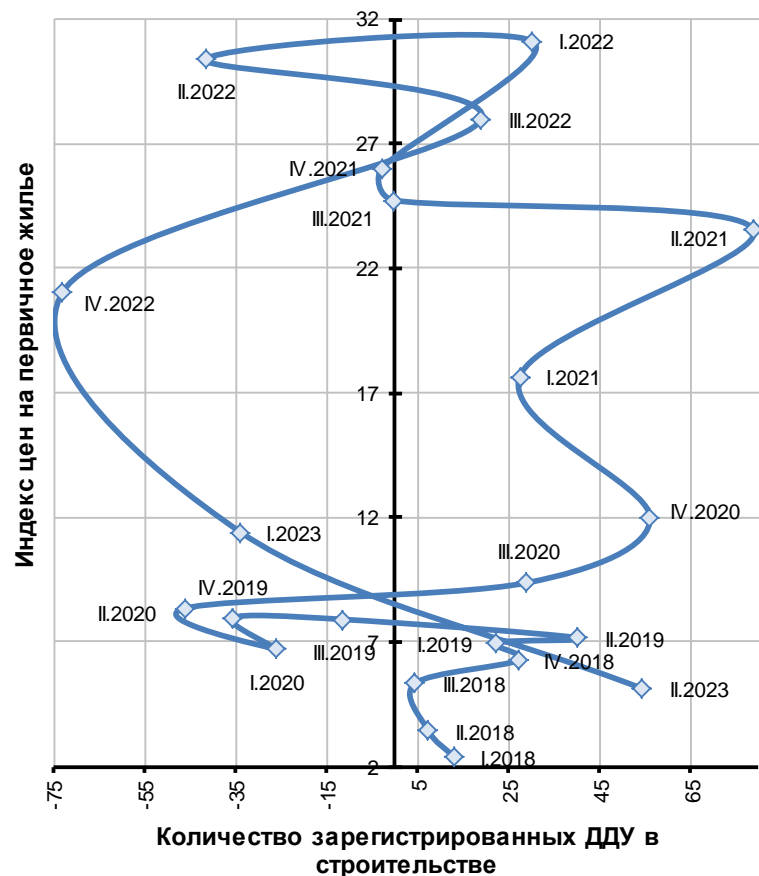
Признаки ухудшения:

- в ряде отраслей доходность даже текущего бизнеса ниже уровня ставки денежного рынка («безрискового держания денег»), что подрывает стимулы компаний к неизбежно рискованным инвестициям;
- идет ускоренный рост цен по «корзине бедных»: фактор «дешевой еды» больше не работает. Есть риск роста бедности
- рост потребления населения связан с ростом склонности к потреблению, а также с необычным скачком потребительского кредитования, и может не продолжиться

Динамика инфляции и экономического роста, квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %) ¹



Динамика индекса цен на первичное жилье и количества договоров долевого участия (ДДУ), квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %) ¹



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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика промышленного производства

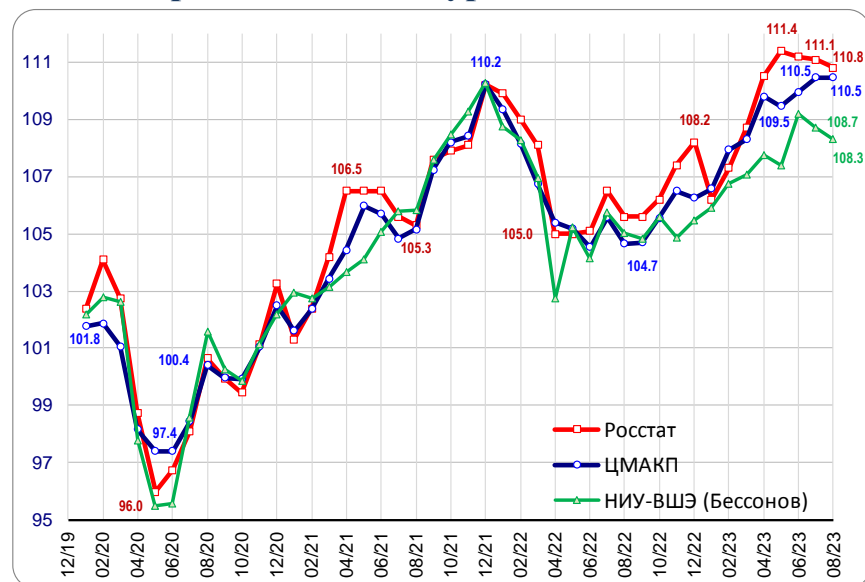
темпы прироста, %

| | I кв. | II кв. | июль-август | июль | август |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Промышленное производство | | | | | |
| <i>к соответствующему периоду 2019 года</i> | | | | | |
| данные Росстата | 7.6 | 8.4 | 7.3 | 7.2 | 7.5 |
| оценка ЦМАКП | 6.7 | 5.8 | 7.6 | 10.7 | 4.5 |
| <i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i> | | | | | |
| данные Росстата | 0.2 | 0.8 | -0.2 | -0.1 | -0.3 |
| оценка ЦМАКП | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 0.5 | 0.0 |
| <i>Индекс к соответствующему периоду 2019 года (оценка ЦМАКП)</i> | | | | | |
| Добыча полезных ископаемых | -2.6 | -2.5 | -5.5 | -4.7 | -6.2 |
| Обрабатывающие производства | 14.6 | 15.1 | 15.9 | 16.0 | 15.7 |
| Производство пищевых продуктов | 19.6 | 14.9 | 16.6 | 15.7 | 17.6 |
| Сырьевые производства | 7.3 | 10.1 | 8.1 | 8.1 | 8.0 |
| Производство нефтепродуктов | 6.4 | 8.3 | 1.9 | 2.4 | 1.5 |
| Товары инвестиционного спроса | 13.1 | 20.2 | 23.4 | 27.2 | 19.9 |
| Производство ТДП | -56.7 | -55.9 | -42.7 | -43.4 | -42.0 |
| Производство непрод.товаров повседневного спроса | 29.5 | 21.1 | 21.2 | 20.7 | 21.7 |
| Обеспечение электроэнергией, газом и паром | 5.0 | 4.4 | 6.0 | 5.7 | 6.3 |

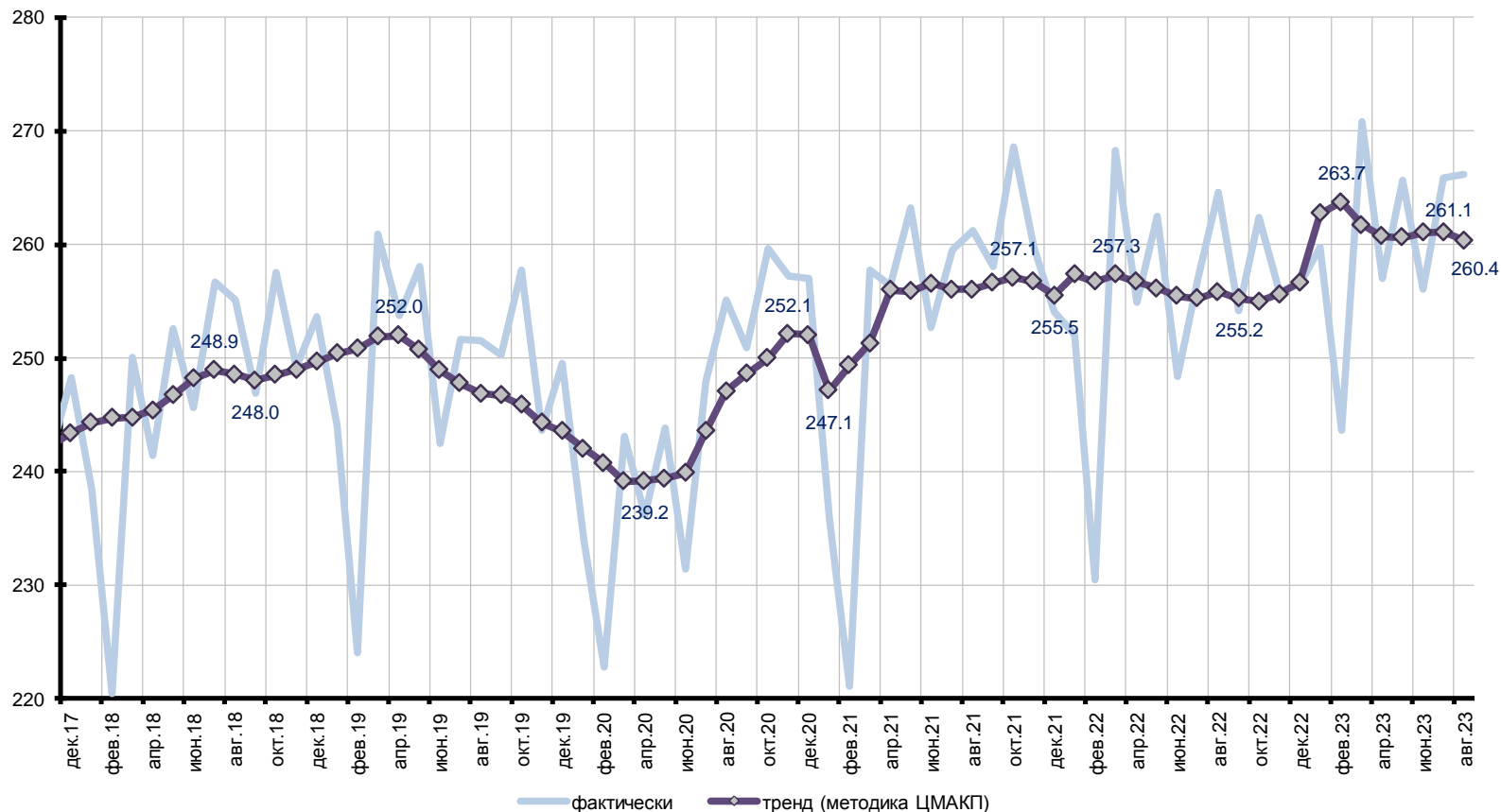
Согласно данным Росстата, в промышленности можно констатировать наступление рецессии: август стал третьим месяцем подряд, в котором отмечается слабое снижение объёмов производства. Темп прироста к июлю составил -0.3%, а по сравнению с маем, когда был достигнут исторический максимум, темп прироста составил -0.5% (сезонность устранена). При этом индекс к соответствующему периоду предшествующего года (СППГ) составил в августе 105.4%.

среднемесячный уровень 2019 = 100

По оценке ЦМАКП, картина более позитивная: приостановка подъёма произошла лишь в августе. Однако и масштабы предшествующего роста нами оцениваются как более скромные, так что наш уровень, на котором фиксируется «пробуксовка» промышленного роста, практически совпадает с оценкой Росстата (см. график). Торможение подъёма связано преимущественно с уменьшением добычи углеводородов, в то время как в обрабатывающих производствах, в целом, рост продолжился (хотя и более медленными, чем ранее, темпами). В настоящей версии презентации мы провели уточнение методики расчета индекса производства. Основное изменение связано с расширением корзины учитываемых видов деятельности и товаров-представителей. За основу была взята корзина Росстата, но из нее были исключены ряды с крайне ненадежными отчетными данными (разнонаправленные для разных лет уточнения данных, превышающие по модулю 10% от годового уровня выпуска).

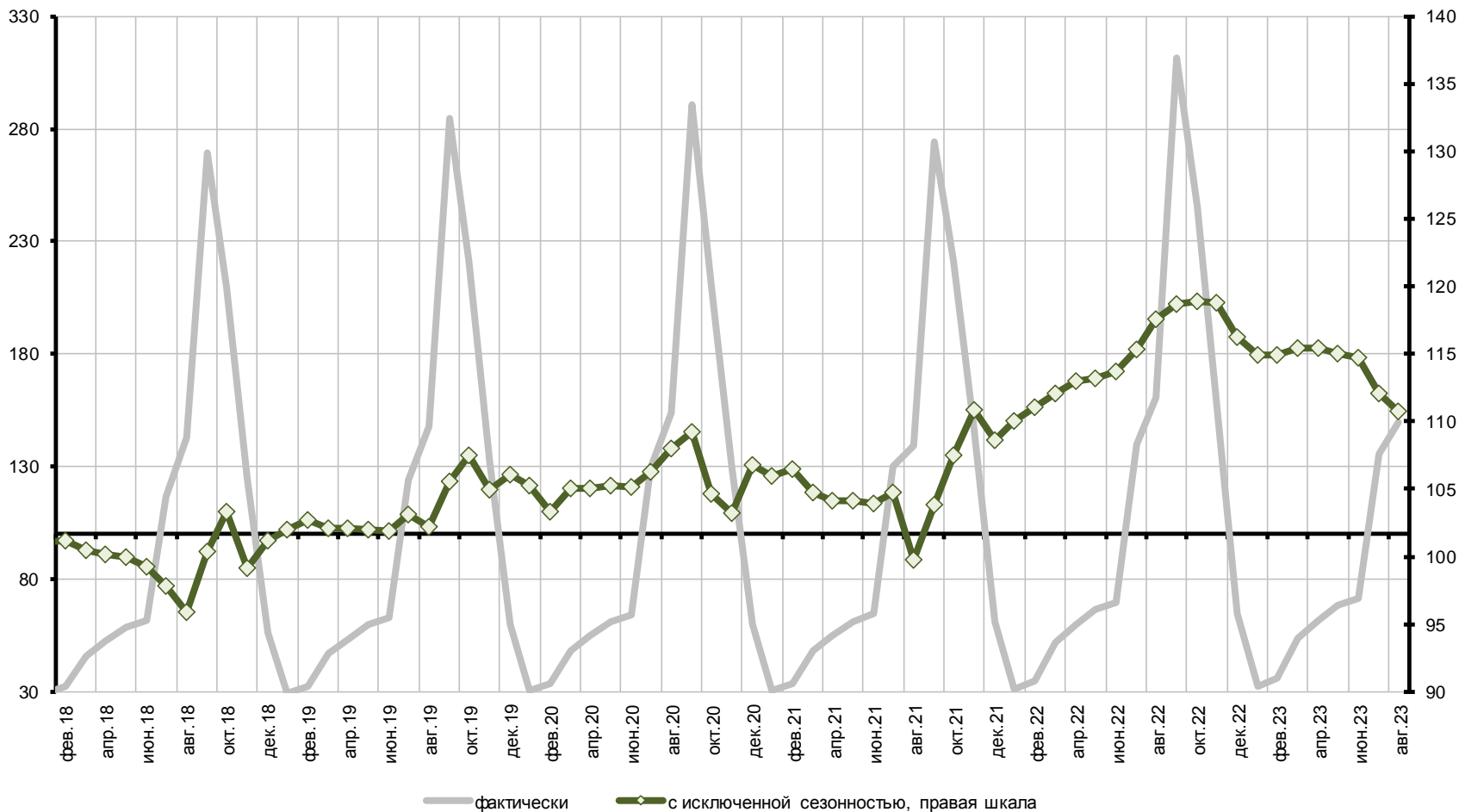


Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)



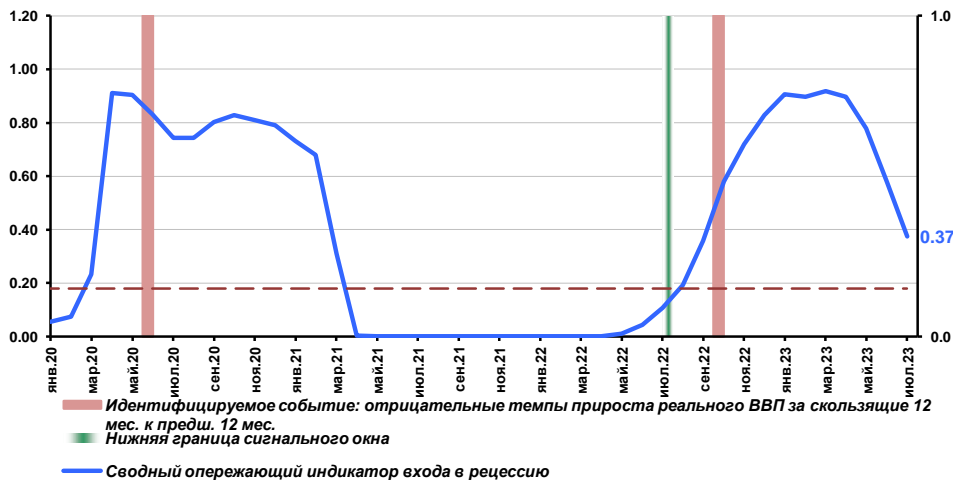
Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) – косвенный индикатор экономической активности – оставался стабильным с начала II кв. т.г., но в августе наметилось некоторое снижение его интенсивности. Впрочем, пока об устойчивой тенденции говорить преждевременно. В целом, грузооборот остаётся на достаточно высоком уровне (более чем на 2% выше уровня годовой давности, за счет активного роста грузооборота в конце прошлого года).

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



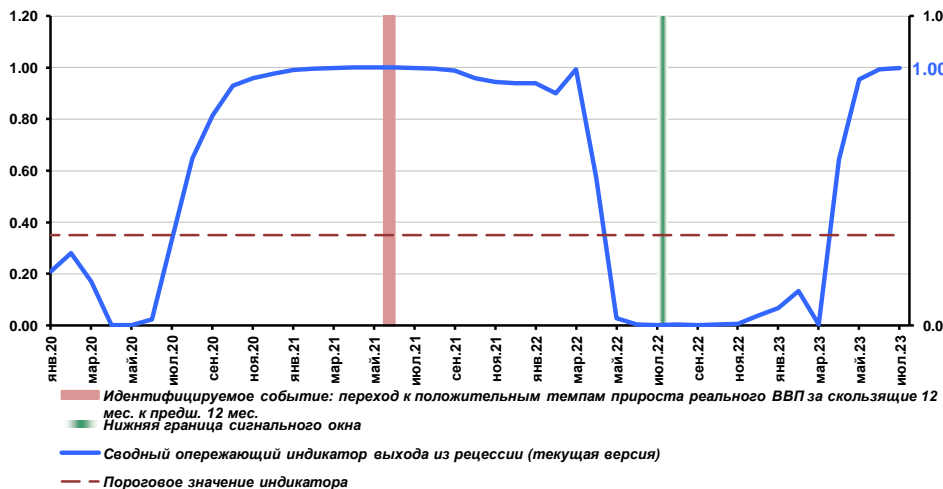
В сельском хозяйстве продолжается коррекция. С учетом сезонного масштаба сельхозпроизводства в августе, во многом формирующего годовой уровень выпуска в отрасли, сельское хозяйство может в этом году не оказаться в числе «локомотивов» роста экономики.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



Темп прироста ВВП в реальном выражении (за скользящий год август 2022г. – июль 2023г.) к аналогичному периоду предшествующего года составил -0.1% в соответствии с данными Росстата по 2 кв. 2023 г. включительно и оценкой Минэкономразвития за июль 2023 г. Это означает, что формально в июле 2023 г. рецессия продолжалась. Однако, практически неизбежно, что уже в ближайшие месяцы темп прироста ВВП в реальном выражении перейдет к положительным значениям.

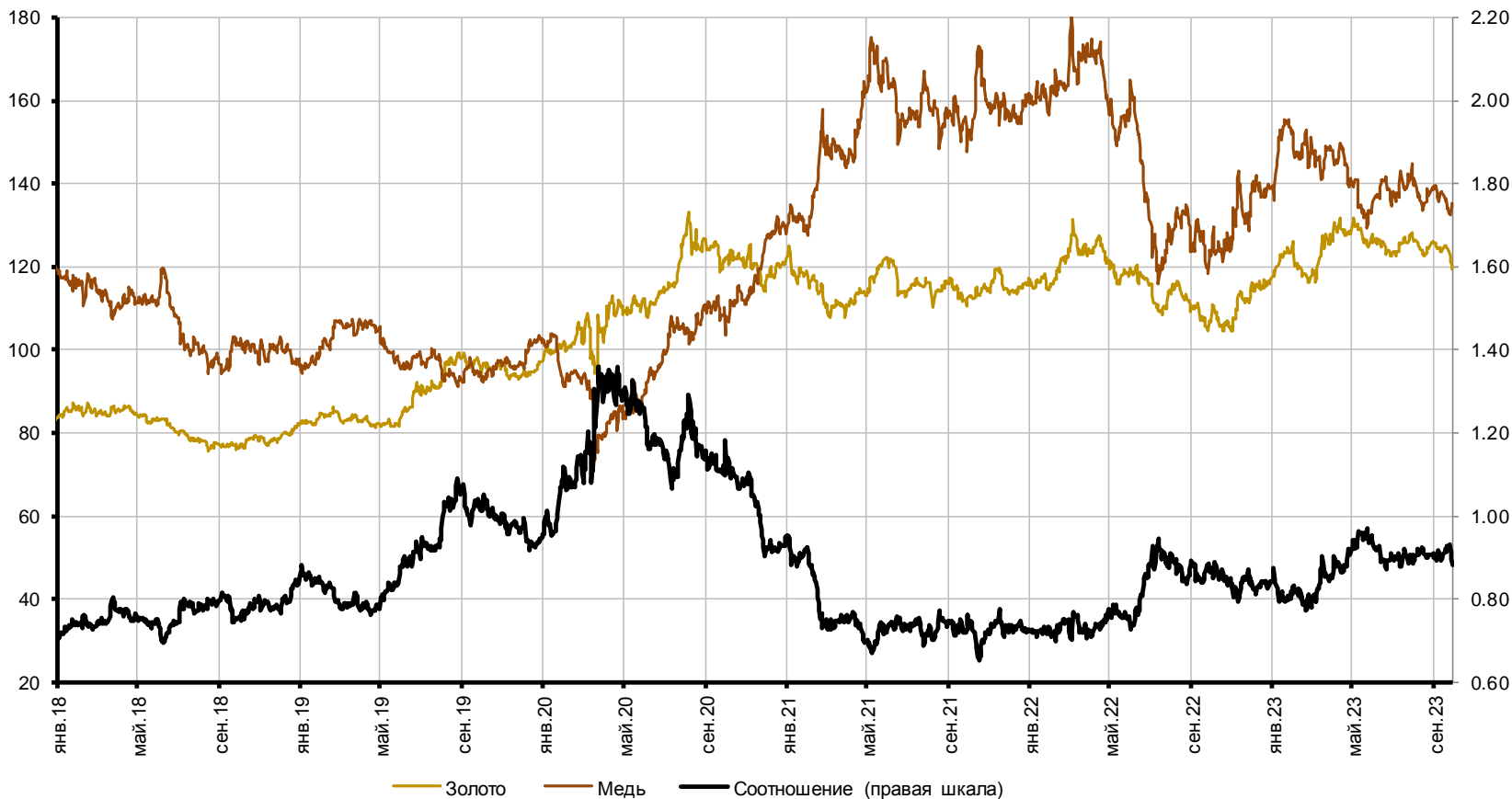
В связи с тем, что по формальным признакам рецессия все еще продолжалась, интерпретация текущих значений *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа экономики в рецессию* не имеет смысла вплоть до перехода темпов прироста ВВП в положительную зону.



Значение *сводного опережающего индикатора выхода экономики из рецессии* в июле достигло максимума (1.0), в разы превысив пороговую отметку (0.35). Так как значения СОИ вернулись к отметкам выше порогового уровня раньше, чем через двенадцать последовательных месяцев (в апреле 2023 г.), это сигнализирует о том, что рецессия с высокой вероятностью не продлится более одного года. Соответственно, не позже октября 2023 г. темп роста физического объема ВВП в годовом выражении вернется к положительным значениям.

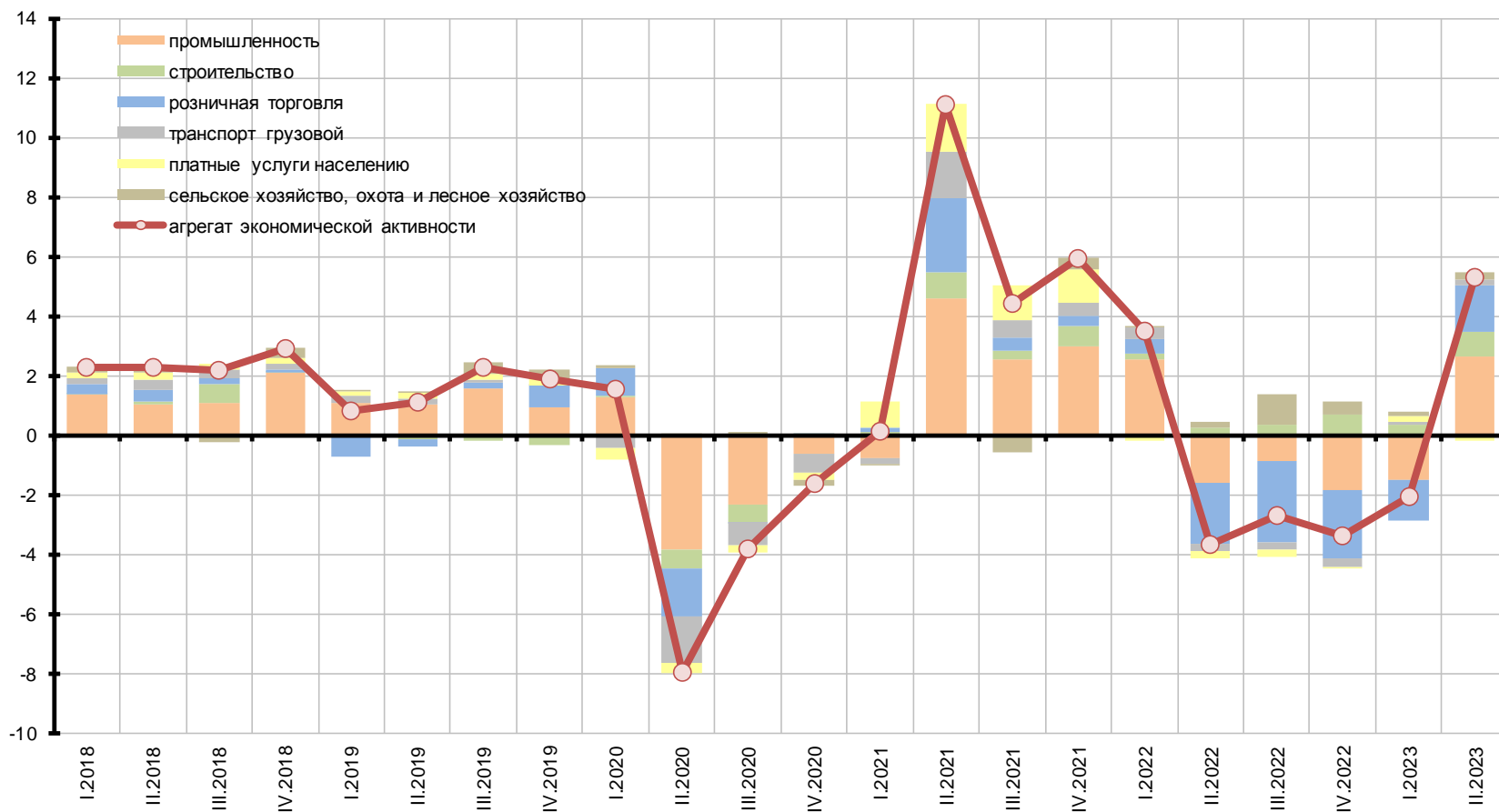
Росту значения СОИ в июле способствовало: 1) улучшение опережающего индикатора, характеризующего будущие темпы роста экономики США (индикатор, рассчитываемый OECD); 2) отсроченный эффект ослабления реального эффективного курса рубля, который окажет в последующие месяцы поддержку доходам экспортеров.

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 остаётся, в целом, устойчивой. В условиях коррекции цен на золото (защитный актив) и легкого роста – на медь («электротехнический металл»), индикатор «золото/медь» заметно упал; впрочем, делать вывод о том, что инвесторы ожидают волны инвестиционного роста – ещё явно рано.

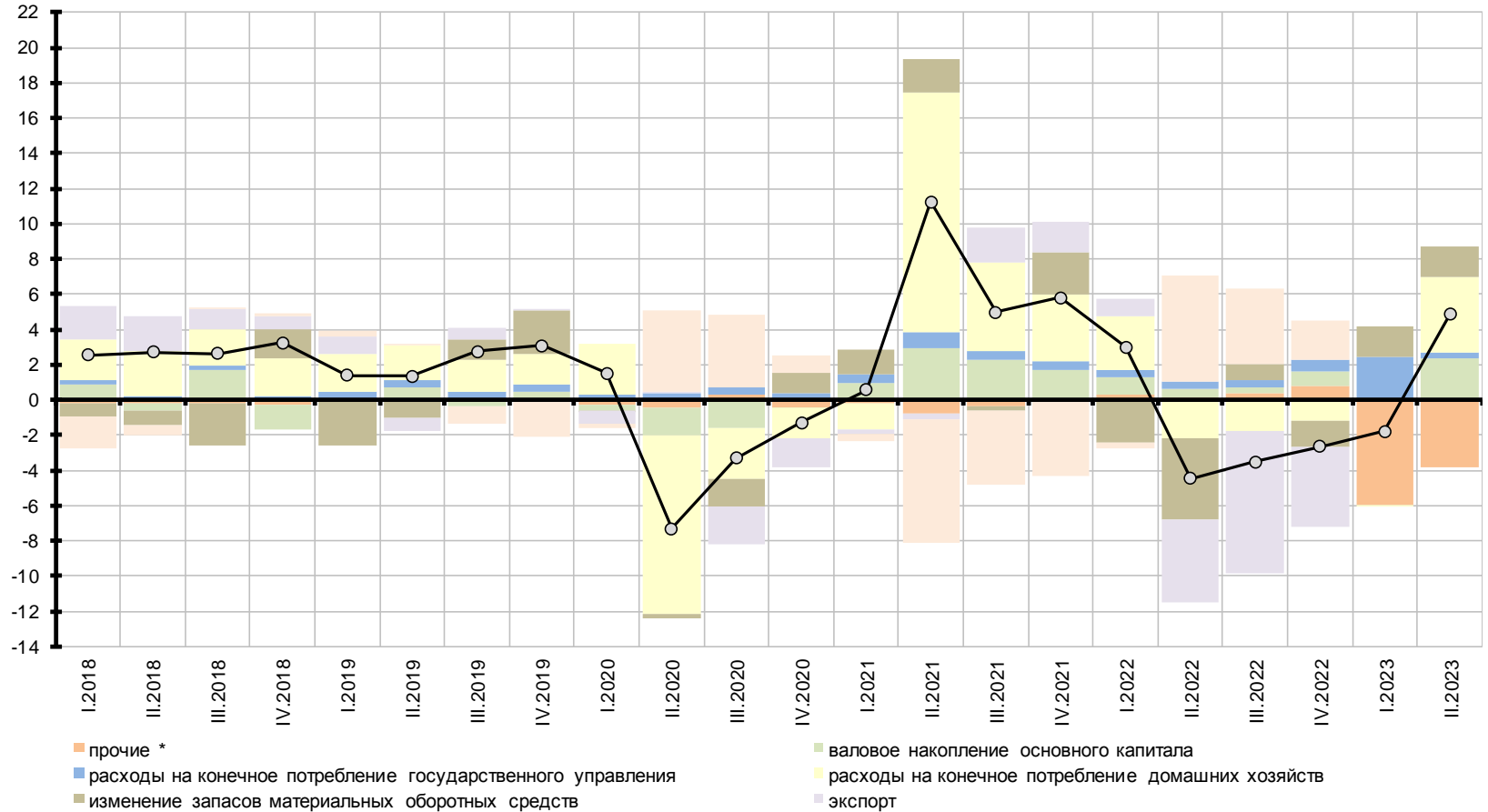
Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года) ¹



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).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

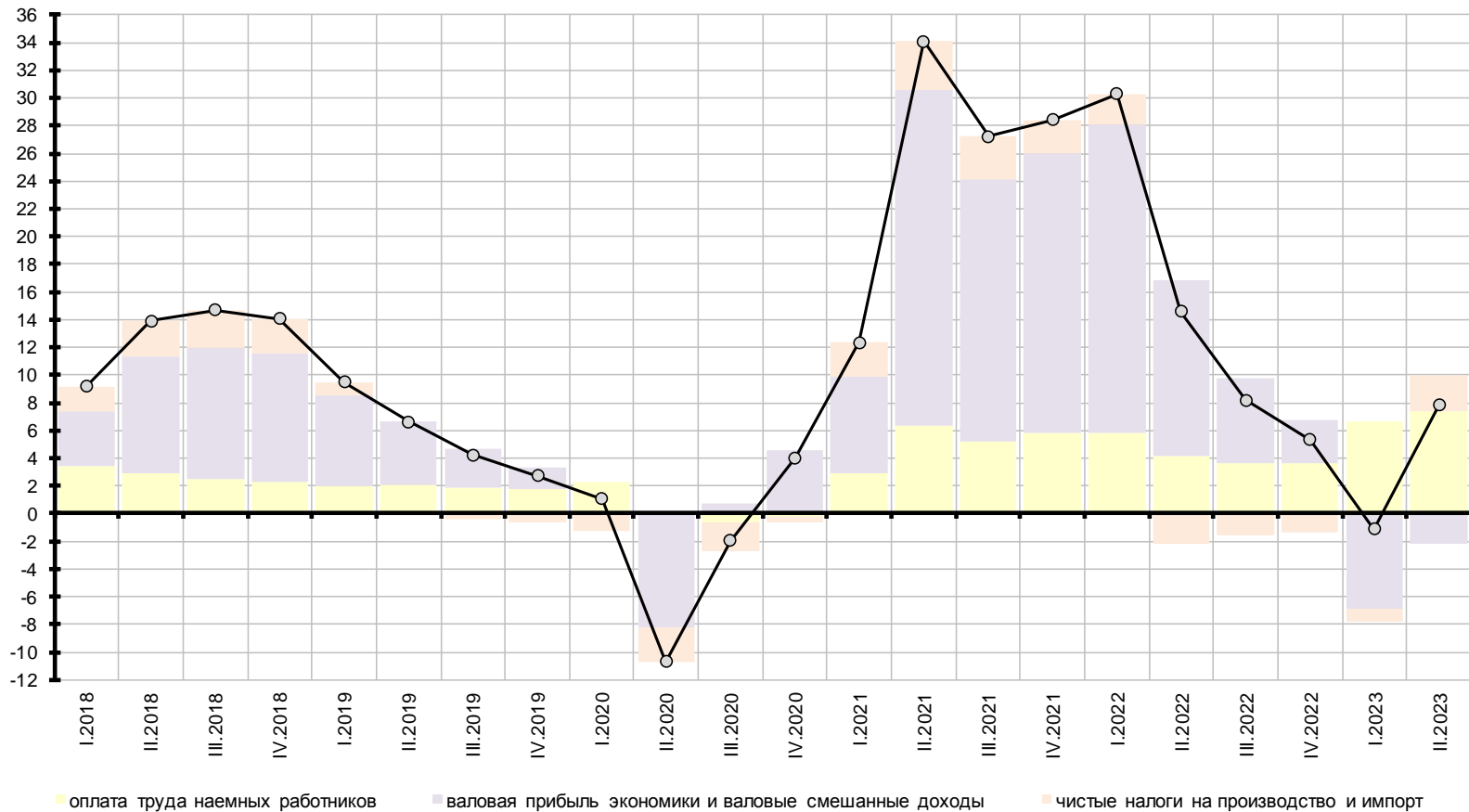
Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)



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

Состав *компонентов конечного спроса* во II кв. заметно изменилась – подтягиваясь к показателям, характерным для «старых», даже доковидных, времен. Основным растущим компонентом сейчас (отметим, в годовом выражении) является потребление населения; менее значимыми – накопление основного капитала и, что характерно как раз для фазы начинающегося роста, прирост запасов. Именно здесь одно из окон уязвимости нынешней модели роста: повышение ключевой ставки (если, конечно, вслед за ней повысятся и ставки по кредитам) способно сломать процесс оборота оборотных средств. И тем самым – переломить сам переход к росту.

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

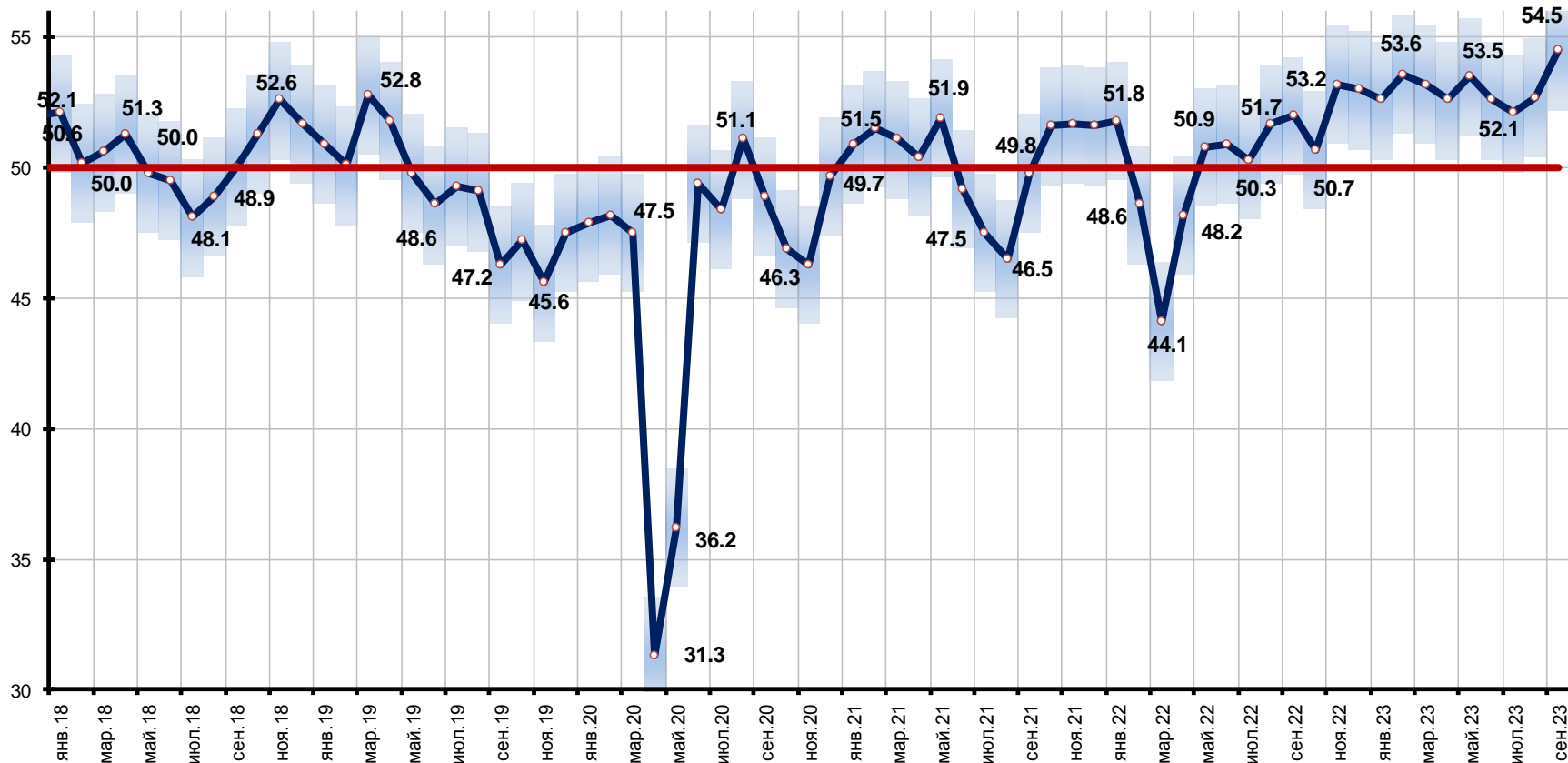


¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

Во II кв. состав *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении) в целом, нормализовался. В большей степени возросла оплата труда (что вполне понятно в условиях его дефицита), в меньшей – валовая прибыль. Это, в принципе, создавало довольно высокие возможности для роста – прежде всего, потребительски ориентированного.

Оценки ситуации и поведение компаний

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

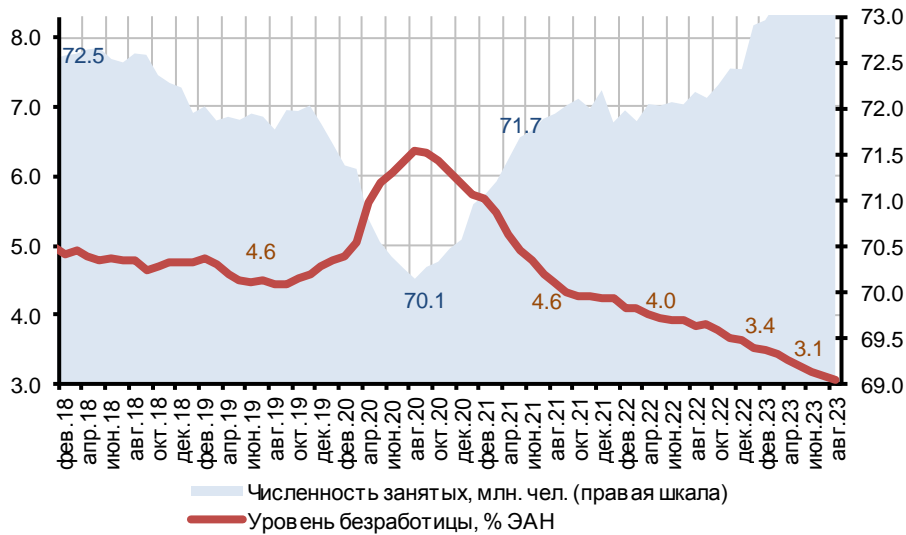


— Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (диффузионный индекс ожиданий в обработке, с исключенной сезонностью)

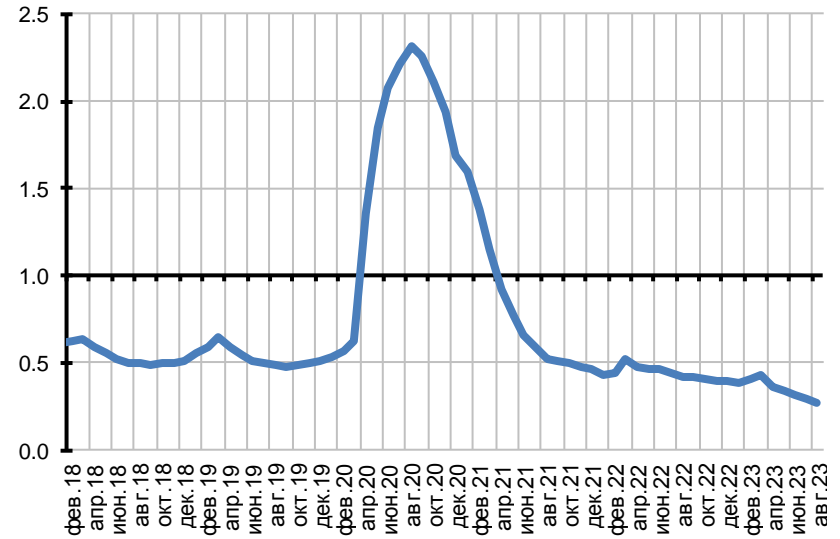
Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей подскочил до исторически максимальных значений (54.5%). Скорее всего – это результат появления благоприятной статистики о положении в экономике и хорошей внешнеэкономической конъюнктуры. Столь высокий уровень имеет явные признаки «перелёта»; проблема состоит в том, что при возможном ухудшении ситуации этот «перелет» оценок может смениться столь же сильной и неоправданой коррекцией.

Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена

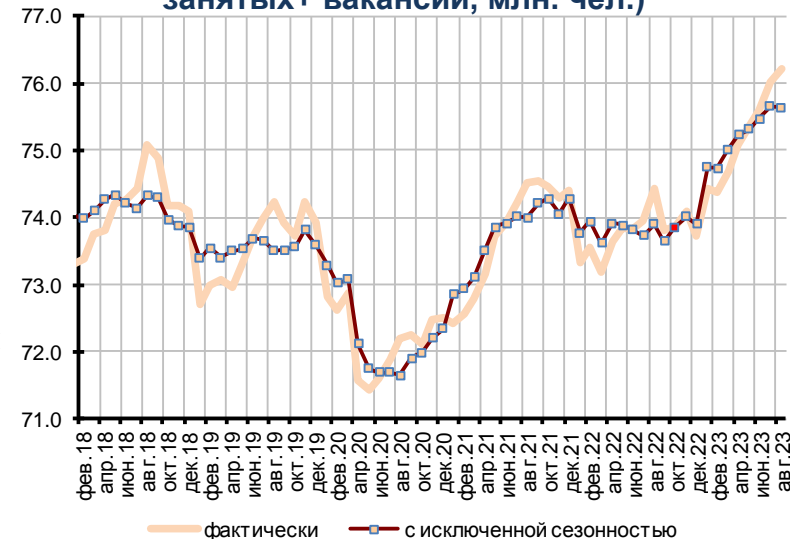


Коэффициент напряженности на рынке труда,¹ сезонность устранена



На рынке труда ситуация продолжает почти «линейно» разогреваться. Это происходит из-за сочетания действия трех факторов. Первый - рост спроса на труд, достигший самого высокого уровня за исторической период. Второй - ухудшение условий его предложения из-за уменьшения количества мигрантов (влияние ослабления рубля - труд становится менее эффективным) и конкуренции со стороны контрактной службы в ВС РФ. Третий - отсутствие эффективных механизмов перераспределения занятых из низкоэффективных с точки зрения использования труда в эффективные отрасли. Соответственно, для экономики оказалось характерным сочетание дефицита труда и высокой скрытой безработицы (в строительстве, торговле, сельском хозяйстве, охранный деятельности).

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

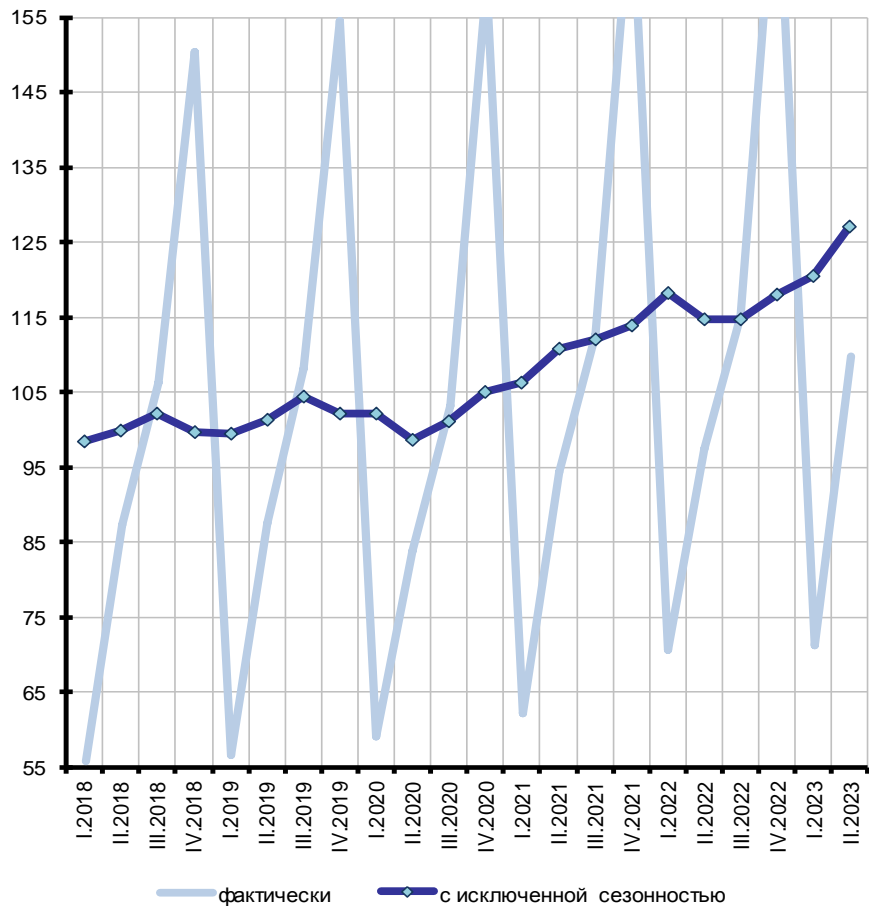


¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

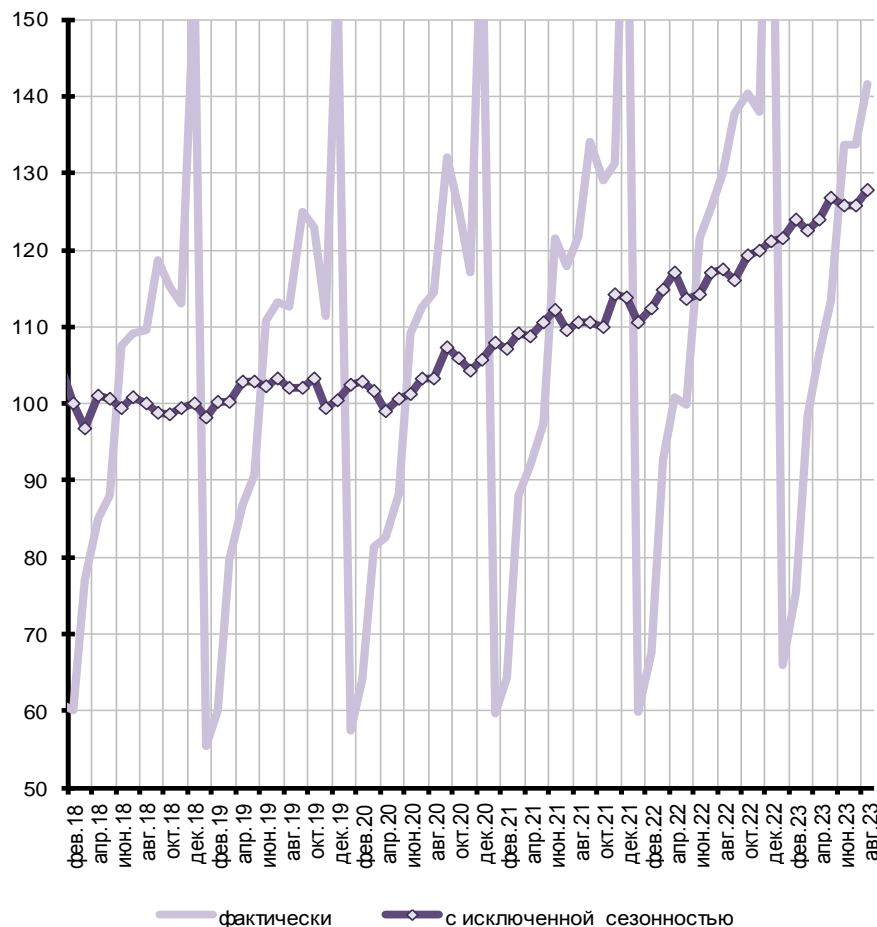
Инвестиции в основной капитал

(% к среднеквартальному значению 2018 г.)¹



Строительство

(% к среднемесячному значению 2018 г.)



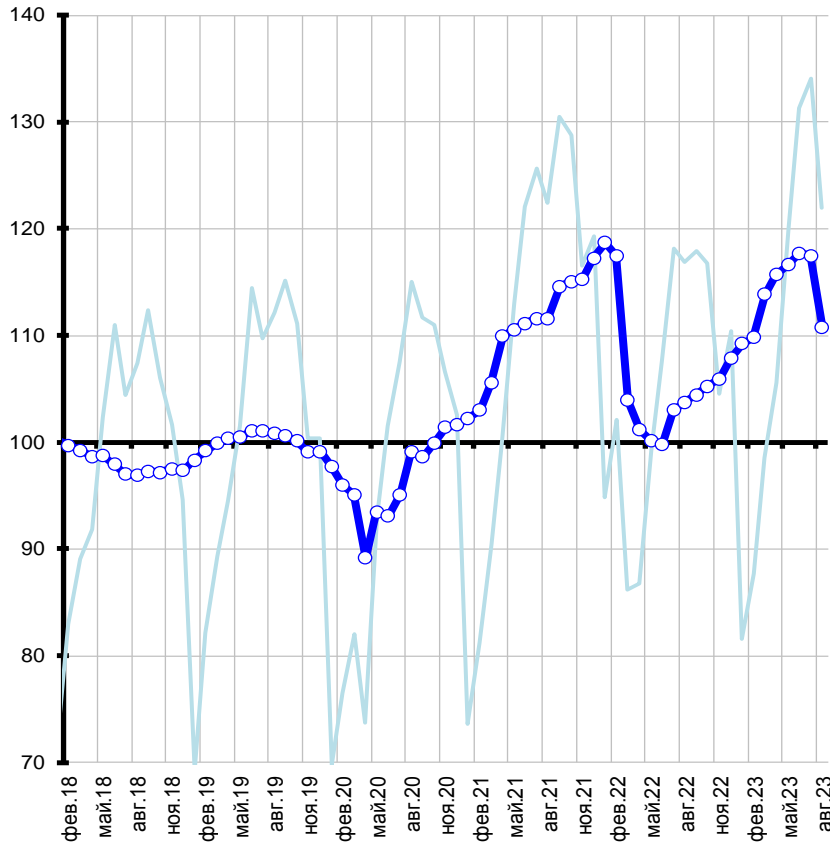
Во II кв. сохранился интенсивный рост *инвестиций в основной капитал* (первый квартал: +2.2%, второй: +5.3%, сезонность устранена). При этом ситуация в третьем квартале – неясна; судя по косвенным данным, инвестиции в машины и оборудование «просели» – что имеет явно негативный характер.

В *строительстве* возобновился рост (апрель: +1.1%, май: +2.4%, июнь: -0.9%, июль: 0.0%, август: +1.6% в среднем за месяц, сезонность устранена). Оправдались надежды, что летняя коррекция имеет чисто маятниковый характер.

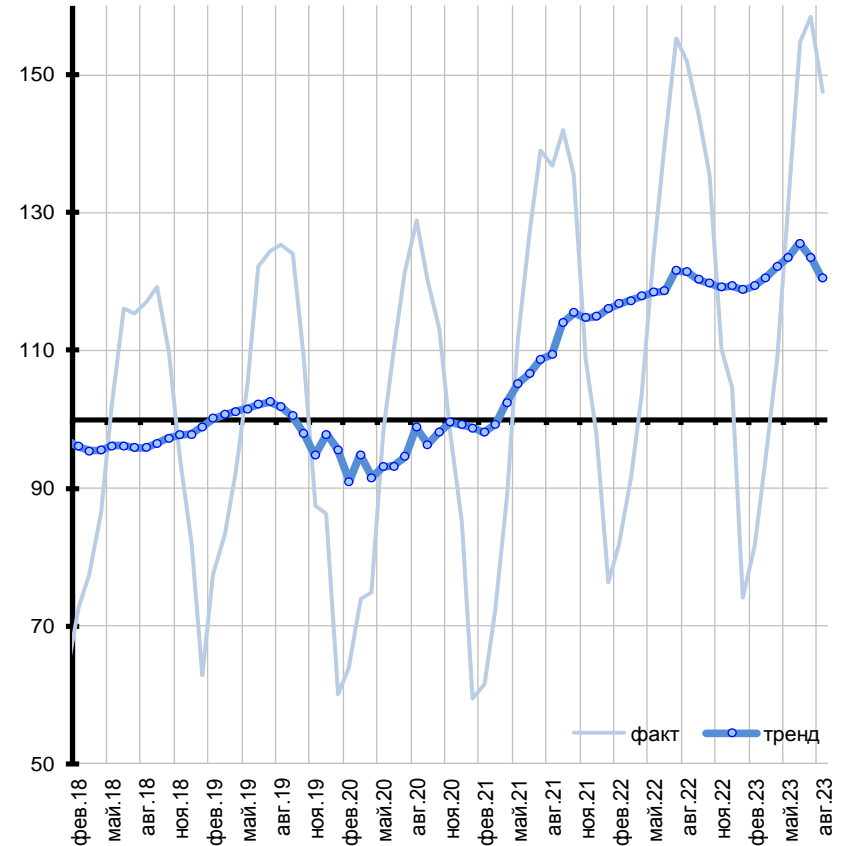
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



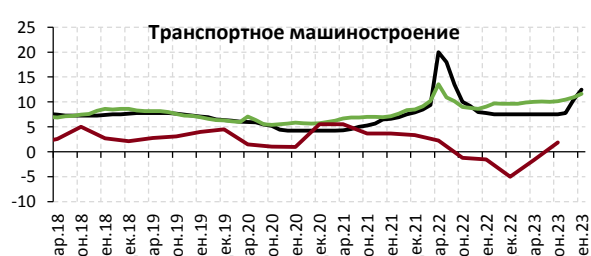
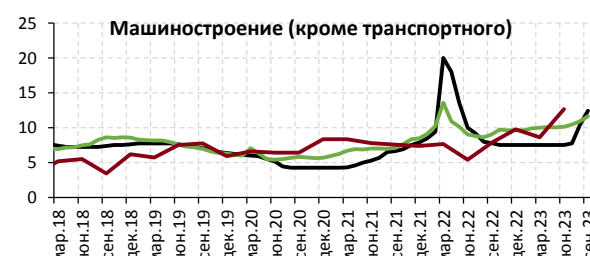
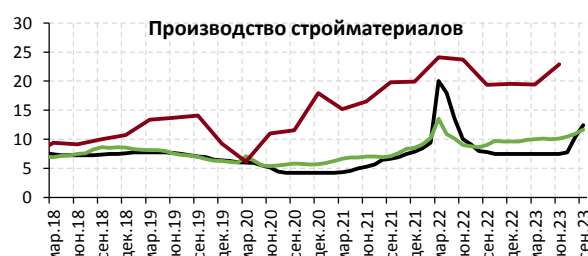
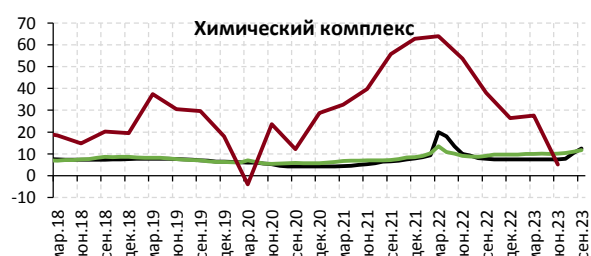
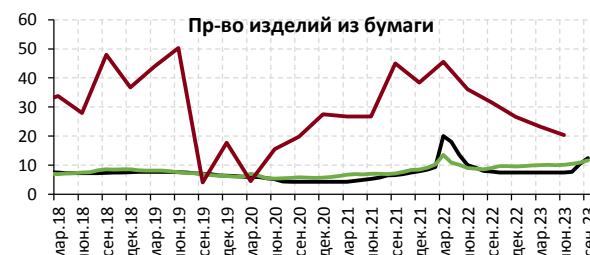
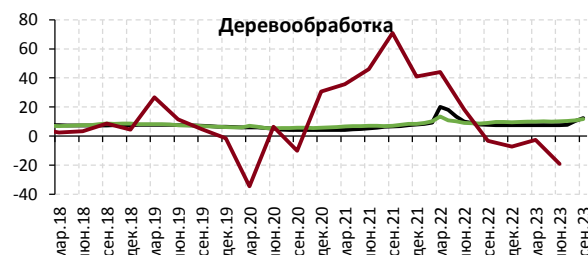
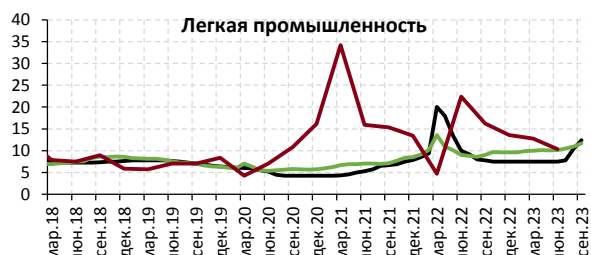
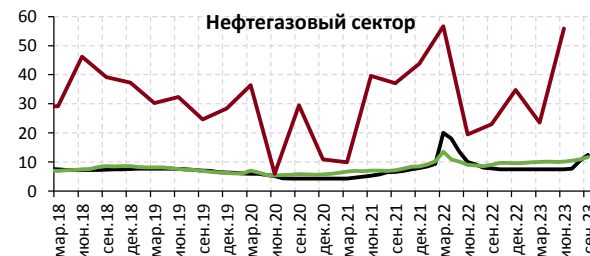
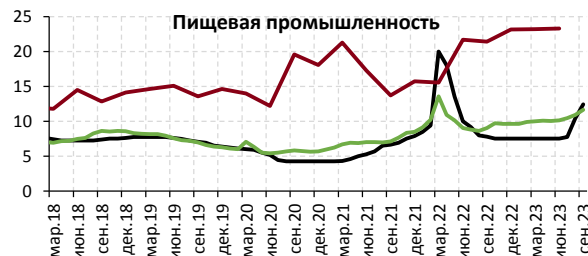
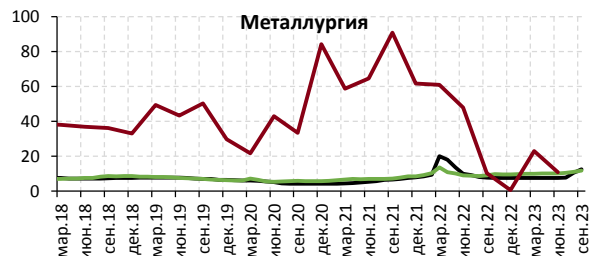
Предложение стройматериалов



Индекс инвестиционной активности, представляющий из себя оценку предложения в экономике товаров инвестиционного назначения, в августе резко снизился. Впрочем, пока «бить тревогу», вероятно, преждевременно: даже после снижения, текущая интенсивность инвестактивности примерно соответствует уровню середины 2021 г. (за счёт длительного роста в предшествующий период). Основной вклад в снижение индекса внесло, по предварительной оценке, уменьшение объемов импорта инвестиционных товаров.

Предложение базовых стройматериалов также начало снижаться, но пока находится вблизи исторических максимумов. При оценке за август 2023 осуществлен ретроспективный пересчет индексов (вслед за индексами производства Росстатом)

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



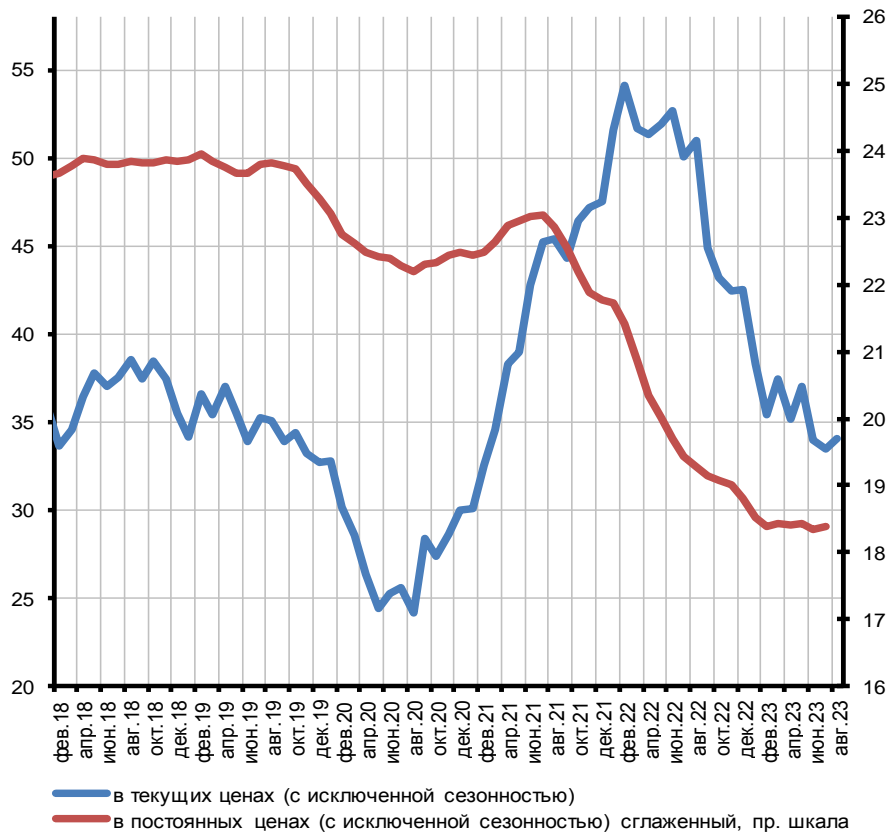
— Ключевая ставка — Индикатор портфеля ОФЗ — Рентабельность оборотных активов

*Последняя точка на графиках – сентябрь 2023.

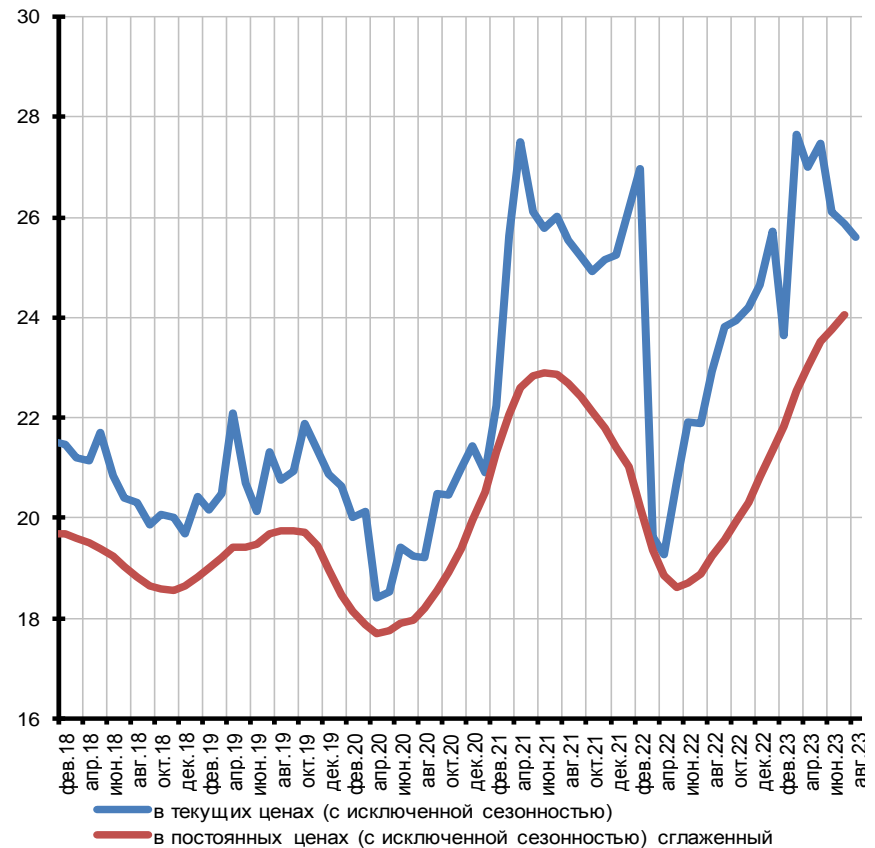
Состоявшееся повышение ключевой ставки Банка России вывело ставки денежного рынка на уровень, превышающий рентабельность бизнеса в некоторых отраслях (в деревообработке – рентабельность отрицательна; в транспортном машиностроении, рентабельность «около нуля»; в металлургии и химкомплексе).

Спрос: внешняя торговля¹

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров (млрд. долл.)



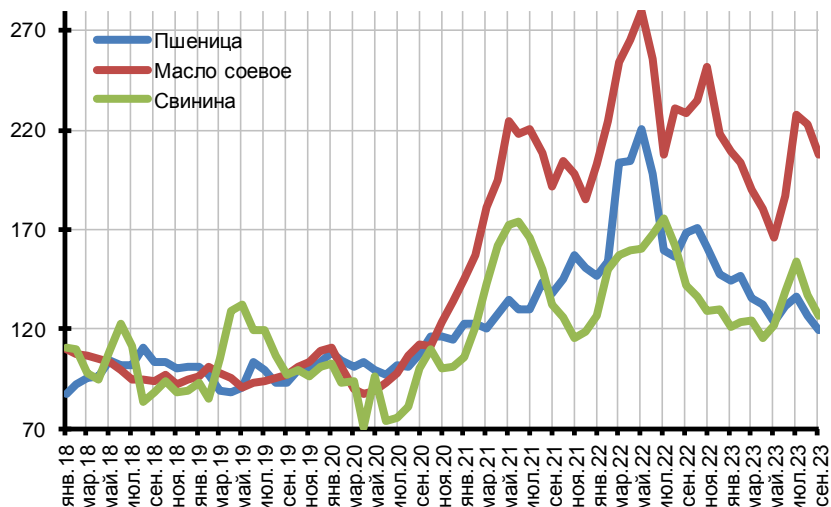
В сфере *экспорта товаров* (в физическом выражении, сезонность устранена) сохраняется стабильность (судя по косвенным данным и публикациям в профессиональной прессе, речь идёт о равновесии между растущим экспортом СПГ, нефти нефтепродуктов и сжимающимся – трубопроводного газа). Стоимостные объёмы экспорта (с исключенной сезонностью) чуть подросли, хотя неясно даже, достигнута ли стабилизация.

Импорт товаров (в физическом выражении, сезонность устранена) быстро растёт, лишь немного замедлился. По стоимости (сезонность устранена) импорт начал, наконец, снижаться, что отражает структурный сдвиг - формирование новых логистических цепочек с поставками, по каждой из товарных групп, менее дорогостоящих «не брендовых» товаров.

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

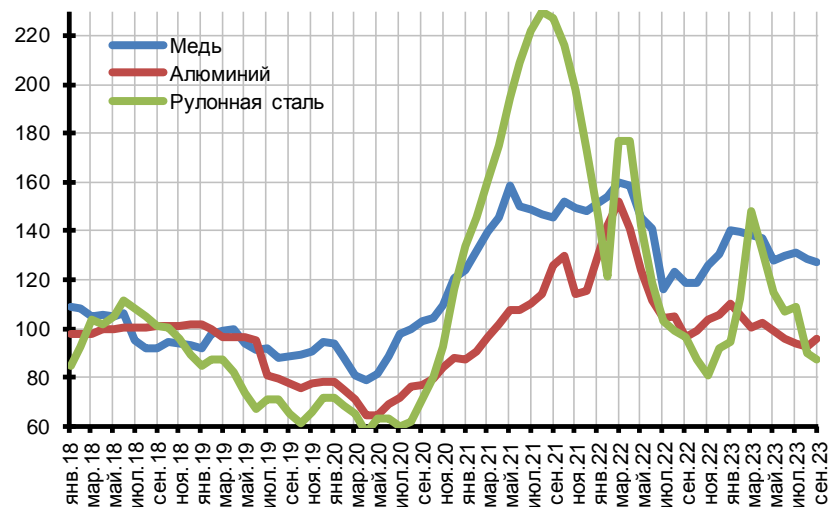
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



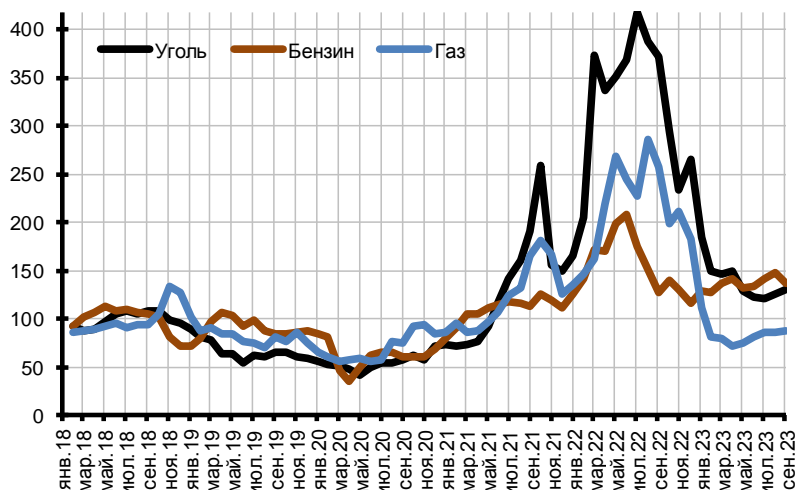
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на металлы*



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

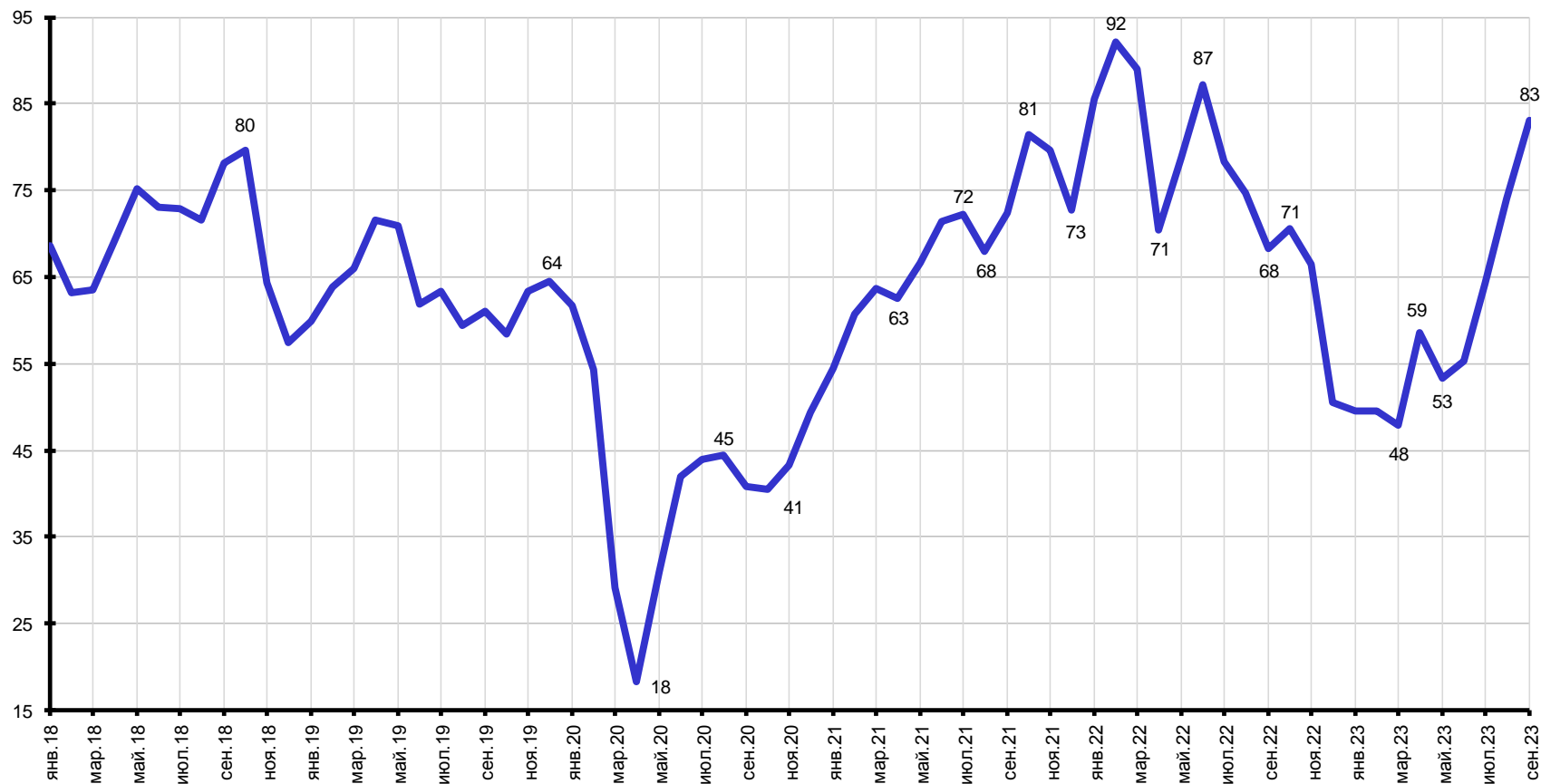
Цены на топливо*



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

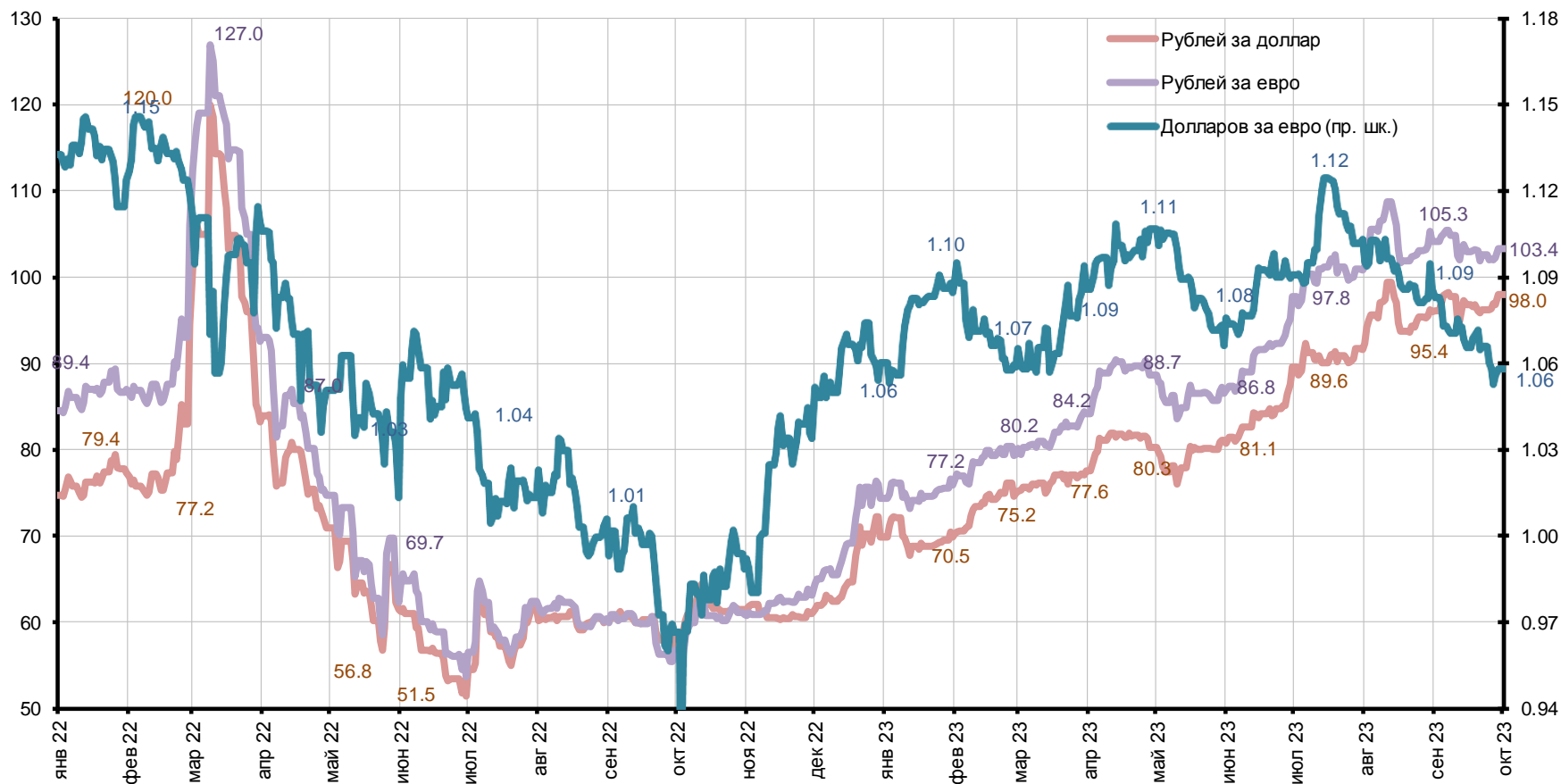
Цены на мировых рынках продовольствия в целом снижаются – что довольно естественно в условиях урожая в Северном полушарии. На рынках основных видов металлов ситуация довольно странная. Цены на медь и алюминий, в общем стабильны (на медь – с лёгкой тенденцией к снижению). На сталь – резко снижаются. Возможно, это отражение неуверенности участников рынка в перспективах спроса на металлопродукцию. Цены на топливо в целом стабилизировались, с лёгкой тенденцией к повышению. Как уже отмечалось, причина, вероятно, в начале формирования запасов топлива на зимний период в странах Северного полушария.

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



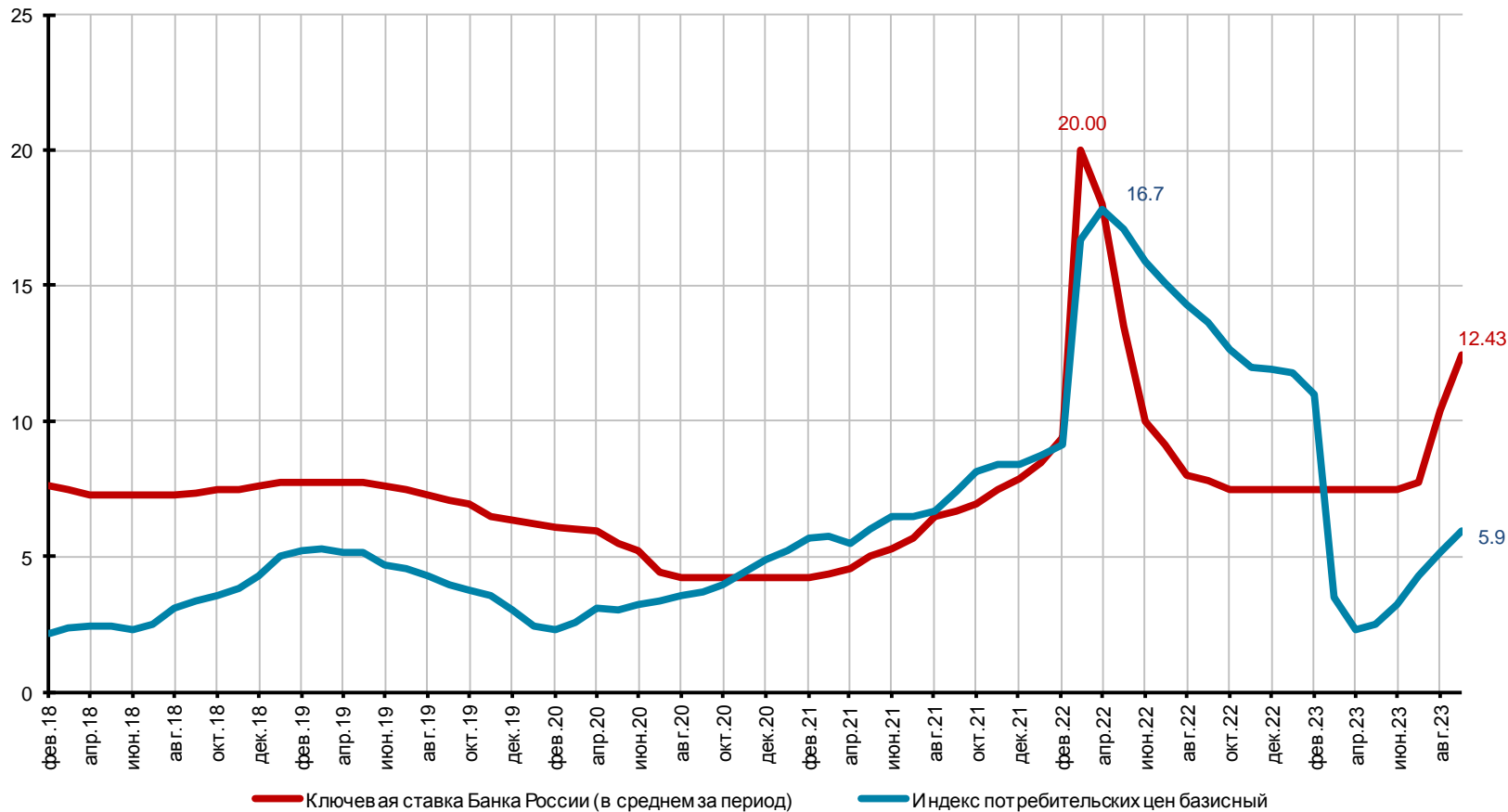
Средняя цена на нефть марки Urals в сентябре 2023 г. составила 83.1 долл./барр. после 74.0 долл./барр. в августе. В сентябре цены преимущественно росли из-за опасений нехватки предложения нефти. Саудовская Аравия и Россия заявили о продлении дополнительного сокращения добычи до конца года. В середине сентября рост поддержал слабый прогноз по добыче сланцевой нефти в США. При этом более мягкая, чем ожидалось (несмотря на планы ФРС удерживать ключевую ставку на высоком уровне более длительное время, чем предполагалось) «посадка» экономики США и восстановительный рост в Китае дают основания полагать, что спрос на нефть будет превышать предложение до конца следующего года. Поэтому прогнозы цен на нефть на 2023-2024 гг. начинают пересматриваться в сторону повышения. Дисконт нефти марки Urals к марке Brent в течение сентября постепенно снижался с 18 до 16 долл./барр.

Динамика валютных курсов



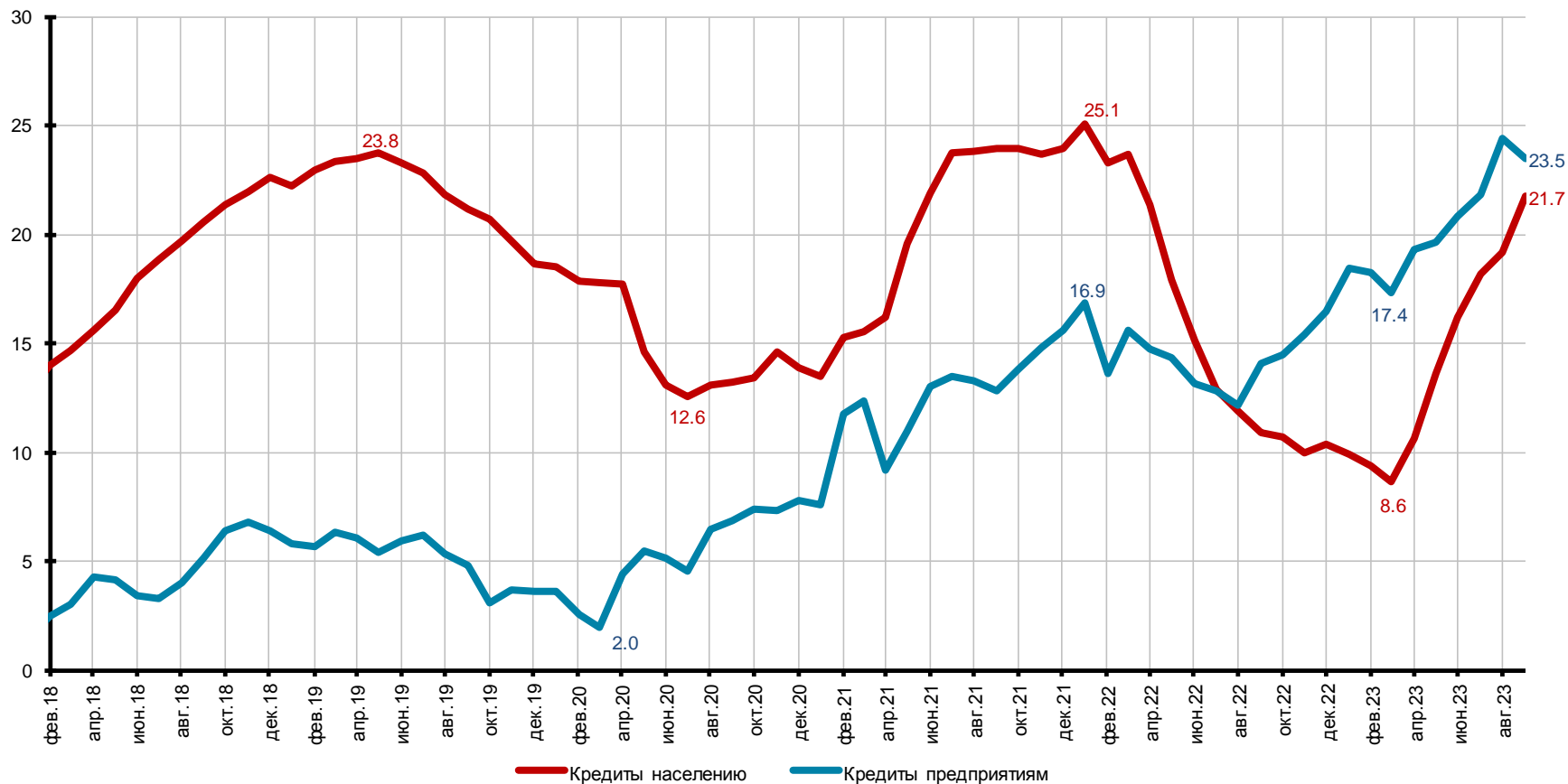
В сентябре *ослабление рубля приостановилось*. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю почти не изменился, увеличившись за месяц всего на 0.7% и составив 100.4 руб. по состоянию на 30 сентября. Действие фундаментальных негативных факторов (сжатие сальдо счета текущих операций платежного баланса, задержки в поступлении валютной выручки экспортеров, отток капитала), способствующих ослаблению российской валюты, сохранялось. При этом небольшую поддержку рублю в сентябре оказал резкий рост объемов продажи валюты Банком России в период с 14 по 22 сентября (что было необходимо для осуществления погашения валютного выпуска суверенных еврооблигаций).

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



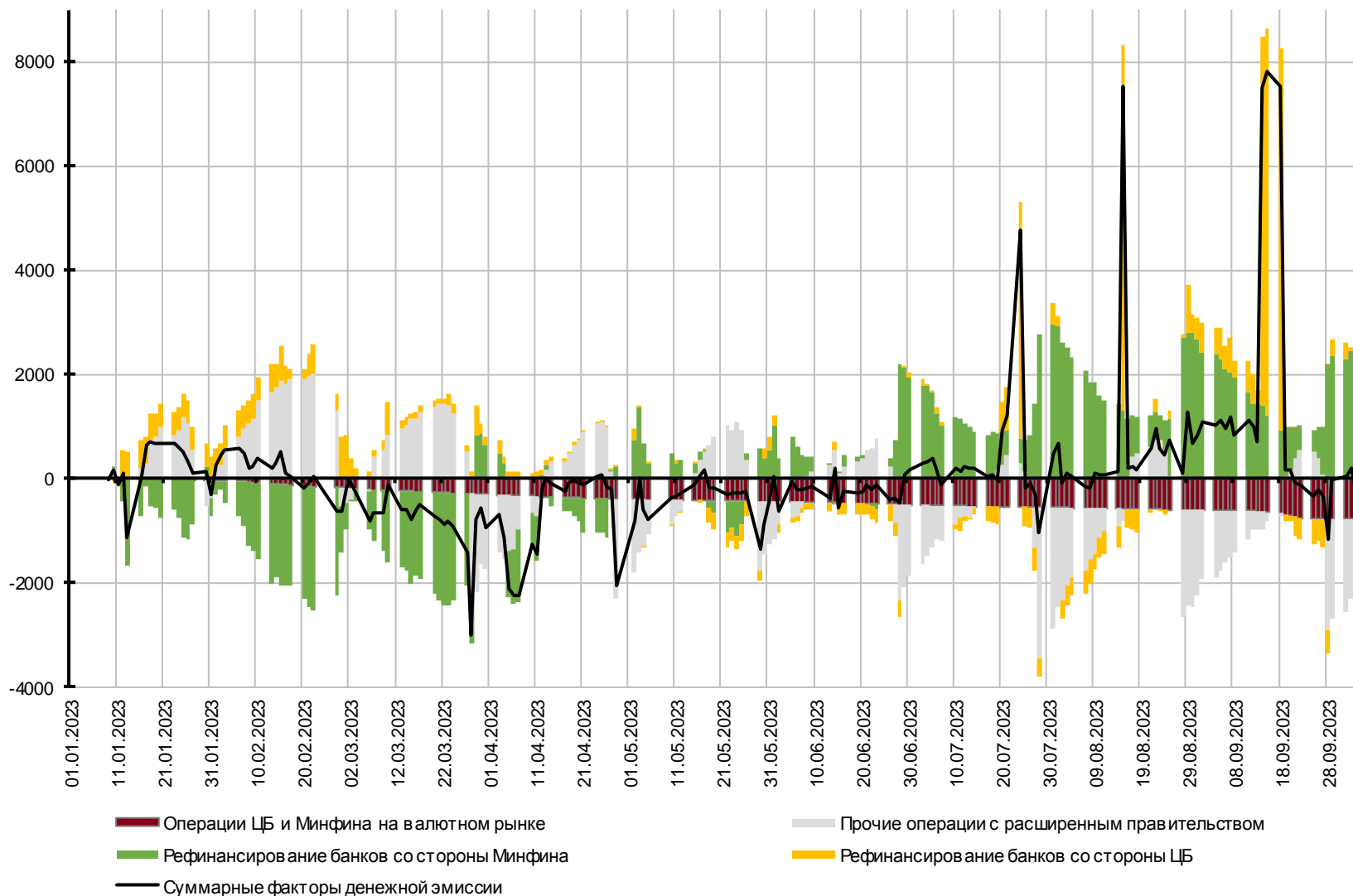
15 сентября Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить *ключевую ставку* на 1.0 проц. п., до 13.0% годовых вследствие сохраняющегося усиления инфляционного давления. В пресс-релизе Банка России отмечается наличие инфляционных рисков со стороны внутреннего спроса, опережающего расширение выпуска и ослабления курса рубля. По итогам сентября (по данным опросов населения) воспринимаемая инфляция выросла до 13.8% после 13.5% в августе, а инфляционные ожидания населения за этот же период выросли с 11.5% до 11.7%. Годовая инфляция по оценке на 11 сентября составила 5.5%. Согласно обновленному прогнозу Банка России годовая инфляция в 2023 г. составит 6–7%. Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 27 октября 2023 года.

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



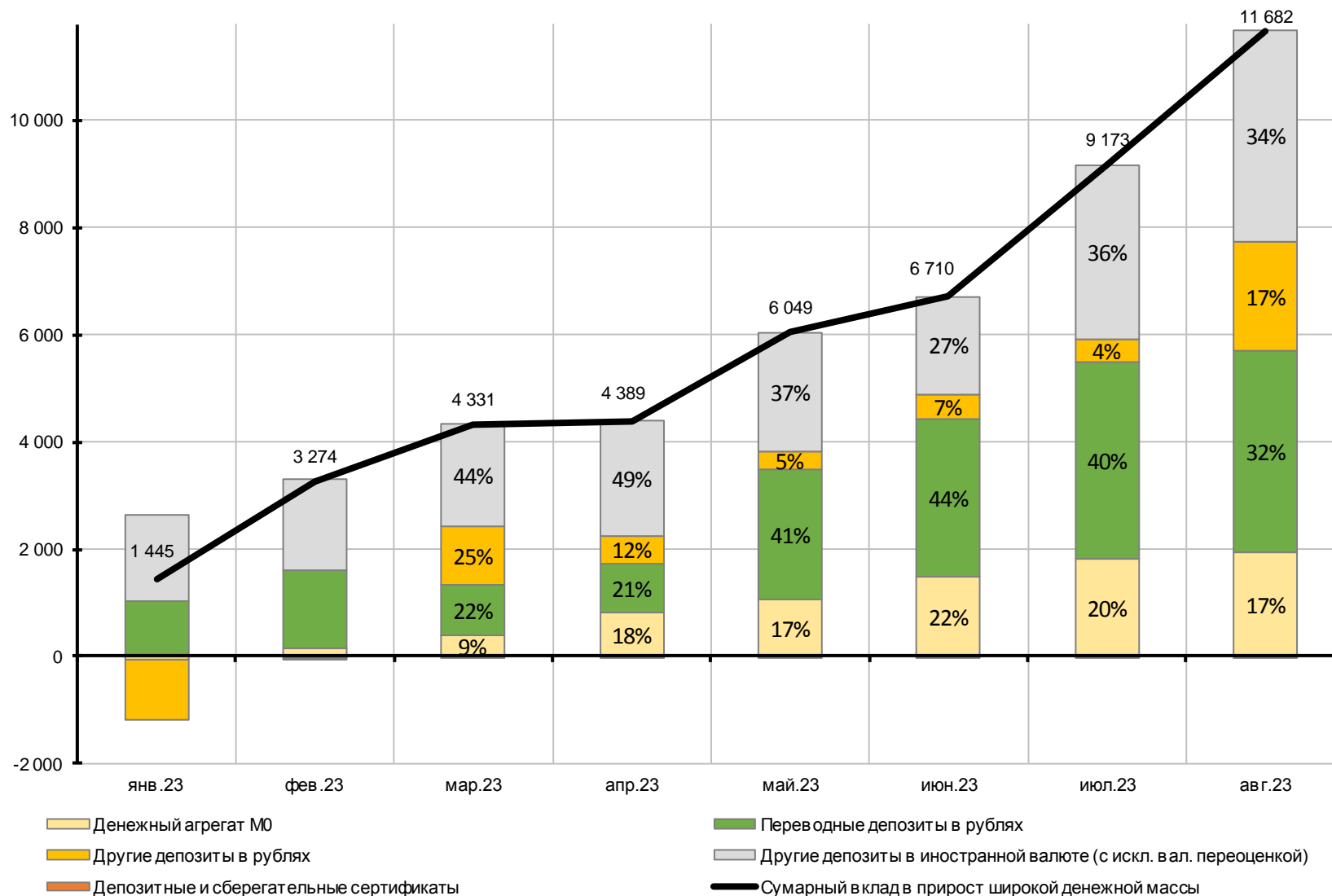
В августе темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 21.7%, что на 2.5 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Темпы роста розничного кредитования продолжали ускоряться как в сегменте ипотечного кредитования (август: +3.7%, июль: +2.5%), так и в сегменте необеспеченных потребительских кредитов (август: +2.4%, июль: +2.0%). Активность в сегменте *корпоративного кредитования* несколько снизилась. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в августе сократился с 24.4% до 23.5%. Около пятой части выданных в августе корпоративных ссуд пришлось на проектное финансирование строительства жилья, что в целом соответствует уровню последних месяцев.

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



Начиная с июля, прочие операции с расширенным правительством вносят существенный 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. Со второй половины сентября (на фоне сокращения кредитования банковской системы со стороны Банка России) накопленные факторы денежной эмиссии вновь вернулись к околонулевым значениям, соответствующим балансу факторов эмиссии.

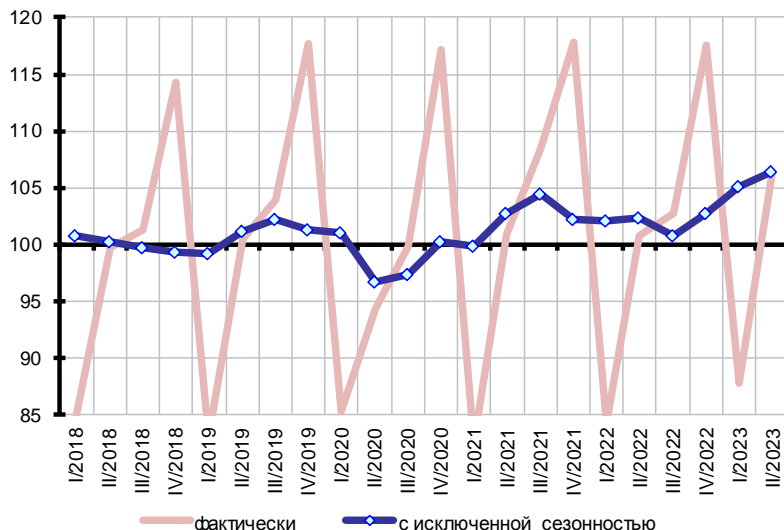
Факторы роста широкой денежной массы (млрд руб., накопленным итогом с начала года)



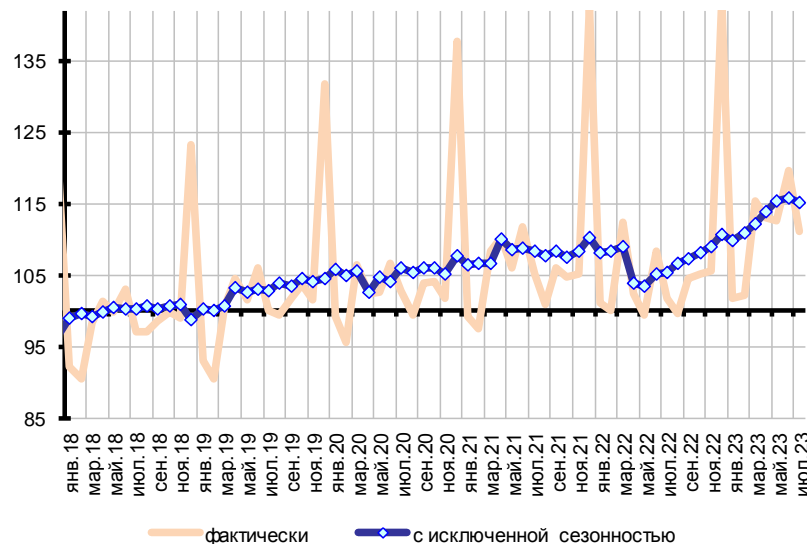
В августе *широкая денежная масса* (M2X) выросла на 2.7% м/м после 1.8% в июле. К источникам её роста помимо сохранения значимой роли валютных вкладов (в основном предприятий), добавился фактор роста рублевых депозитов как предприятий, так и населения. Годовые темпы увеличения M2X несколько возросли и составили 23.1% после 22.5% в июле.

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

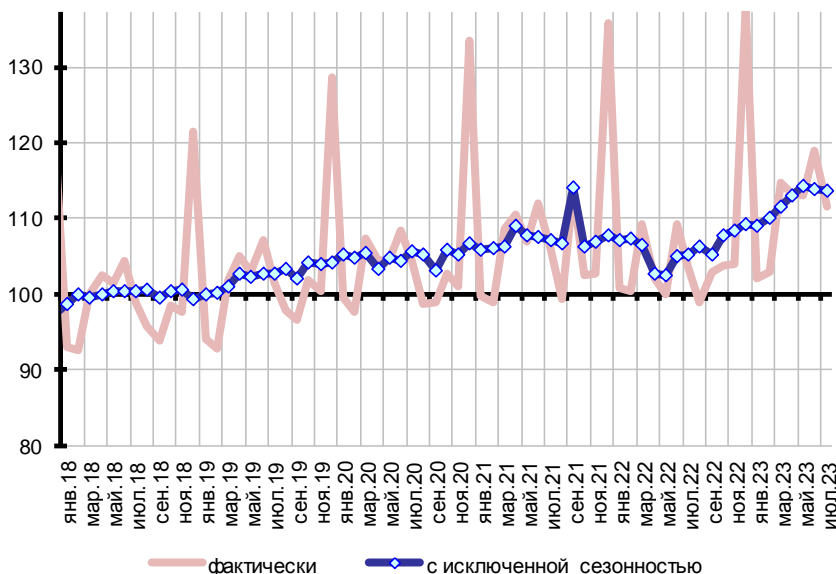
Реальные располагаемые доходы населения^{1, 3}



Реальная начисленная заработная плата



Агрегат основных реальных денежных доходов²



Вместе со скачком инфляции уверенный прежде рост *реальной заработной платы* остановился и сменился лёгким сжатием (май: +1.3%, июнь: +0.3%, июль: -0.5% сезонность устранена). Несмотря на дефицит труда, компании, похоже, уже не могут достаточно быстро повышать оплату труда. Пока, конечно, можно говорить, скорее, о тенденции остановки роста и переходе ко временной стагнации реальной зарплаты, не более того.

*Основные реальные денежные доходы населения*² вслед, за реальной заработной платой тоже стабилизировались с тенденцией к лёгкому снижению (май: +1.2%, июнь: -0.4%, июль: -0.2%, сезонность устранена).

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.

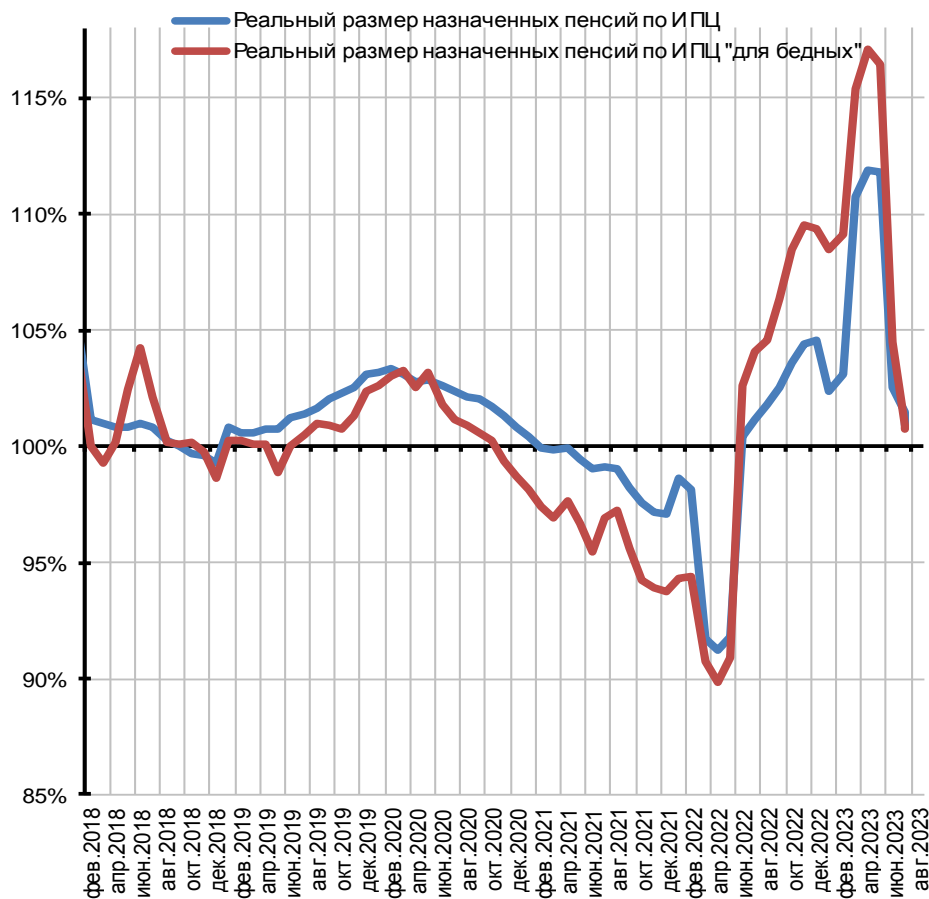
¹ Росстат изменил методологию расчета денежных доходов населения. Динамика реальных располагаемых доходов населения представлена согласно новой методологии 2014 г., начиная с 2013 г.

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

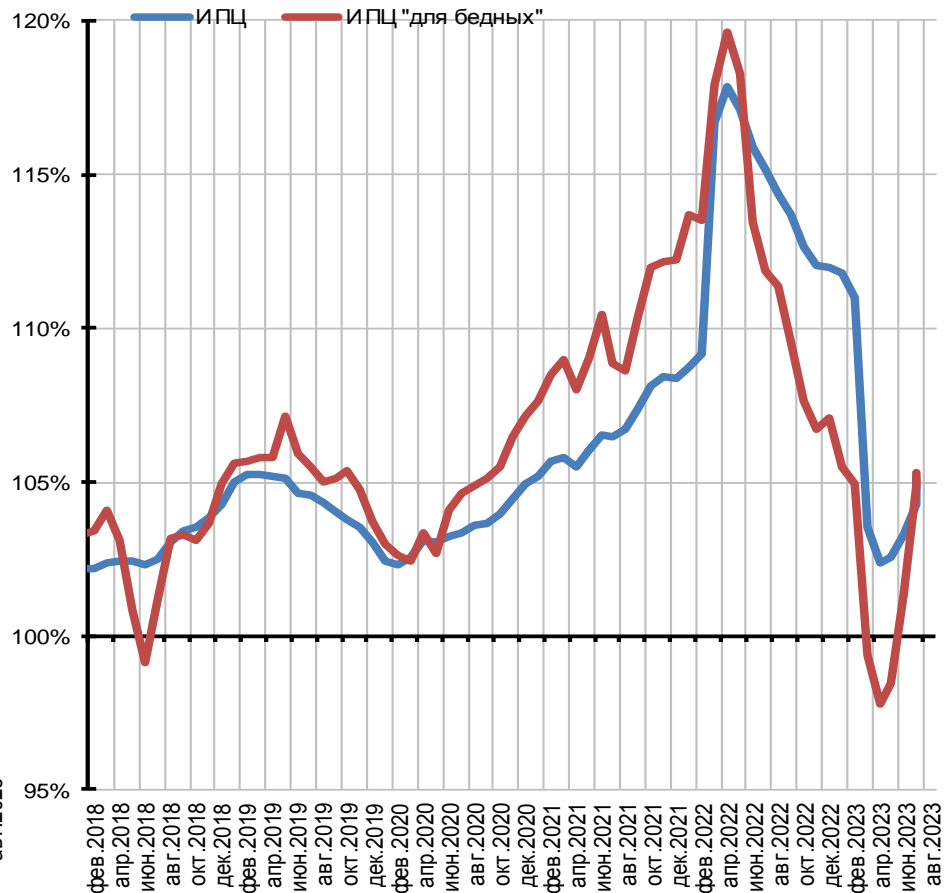
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция «для бедных»¹

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



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



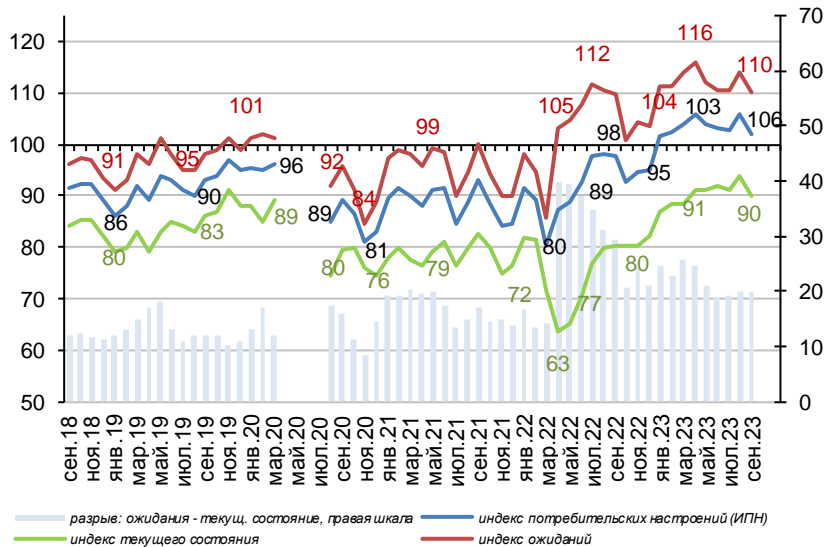
Как уже говорилось, *косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции* («инфляции для бедных») сейчас работает уже на ухудшение положения малообеспеченных групп населения. Это связано с наметившимся ускоренным ростом цен на ряд видов продовольствия – и ситуация, кажется, только начинает обостряться.

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

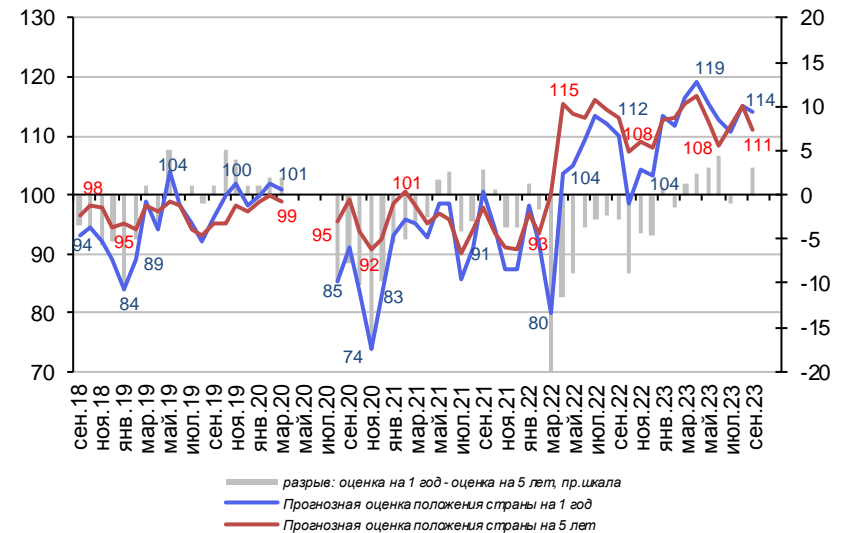
² Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным ПФР

Потребительские настроения населения

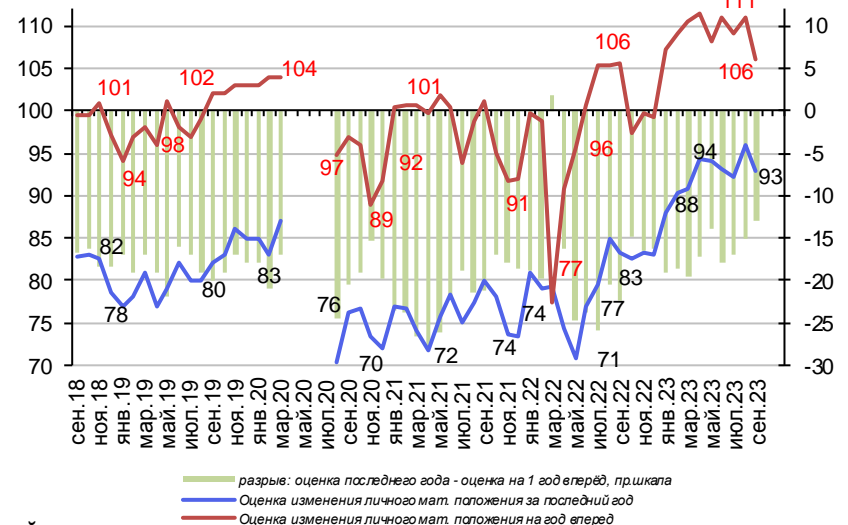
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

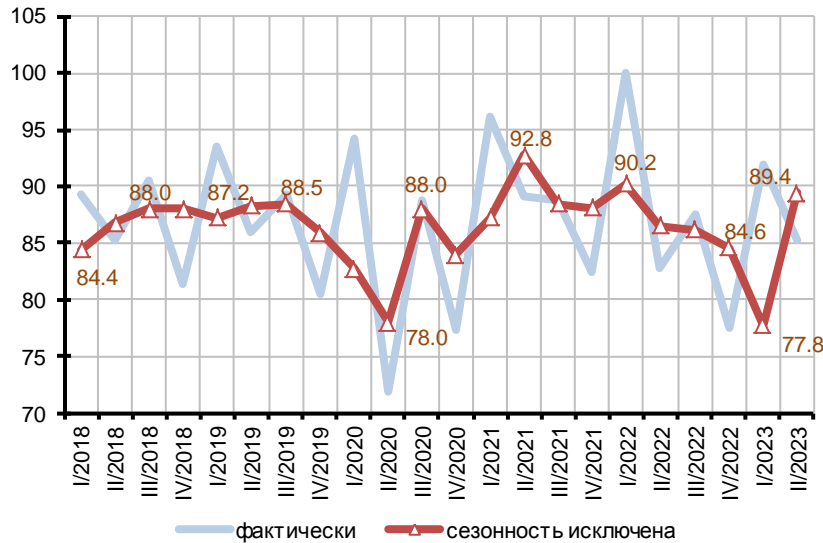


В части *потребительских настроений населения* ситуация немного ухудшилась: несколько снизился как индекс оценок текущего состояния, так и индекс ожиданий – это вполне естественно, в условиях дестабилизации курса рубля и скачка инфляции.

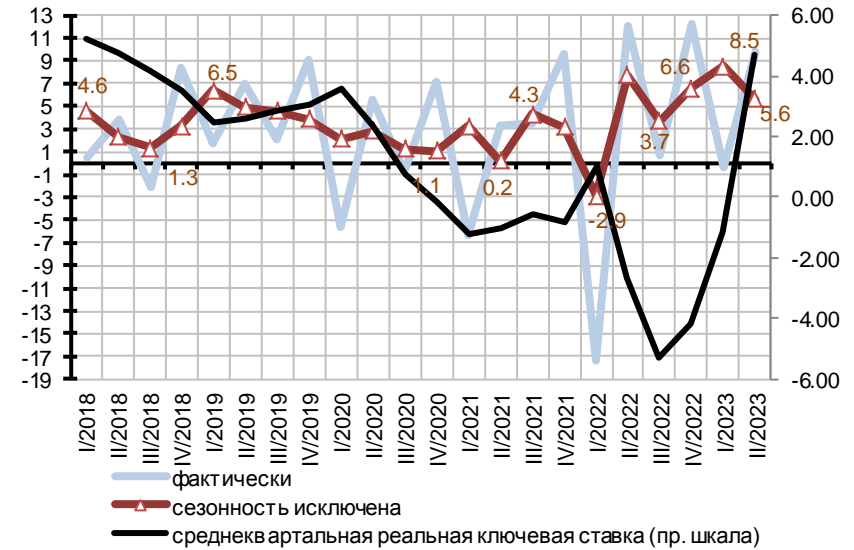
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Норма потребления и норма сбережений населения

Норма потребления^{1,3}
(% к располагаемым доходам)



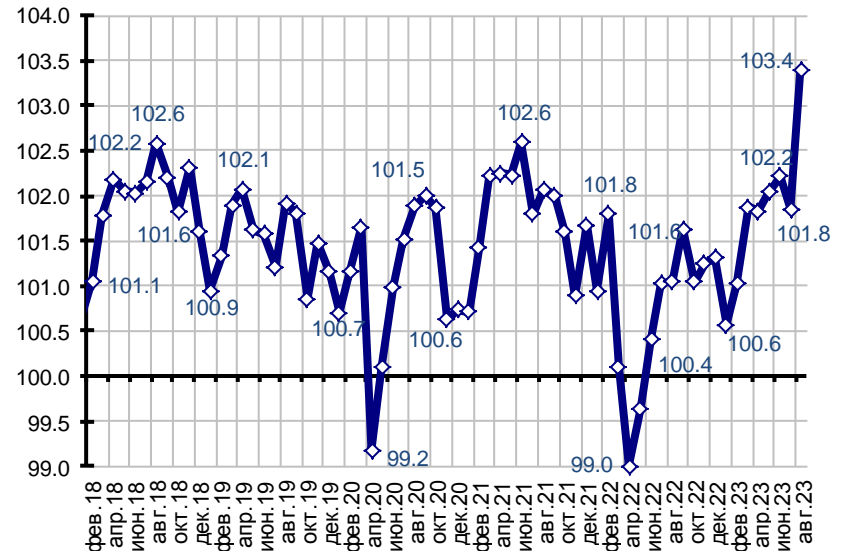
Норма сбережения во вкладах^{2,3} (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка



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 стремительно возросло, с невероятно высоким темпом.

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



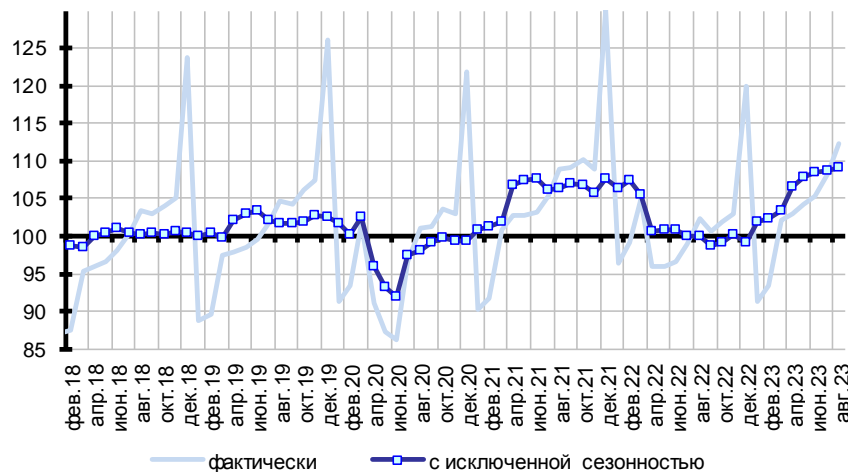
¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2014 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2022 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе.

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

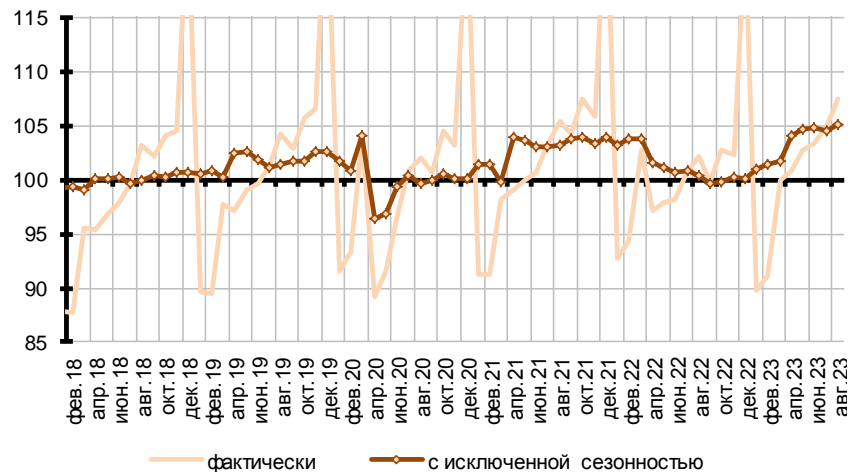
³ Соответствующий комментарий будет обновлен по мере обновления данных

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

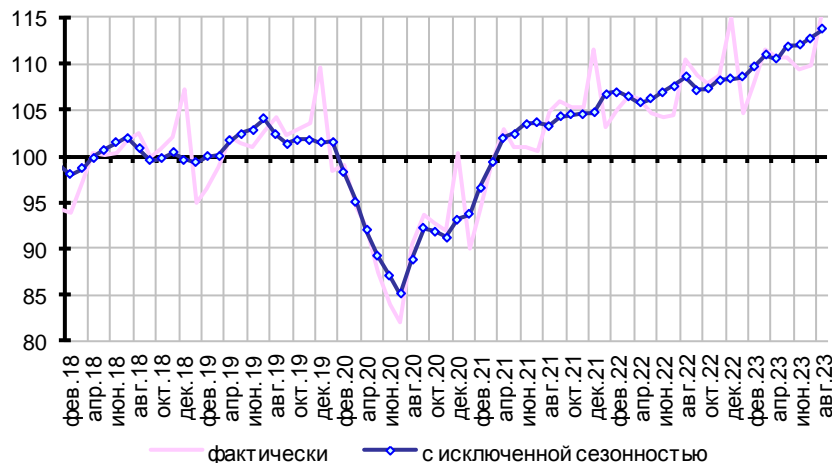
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



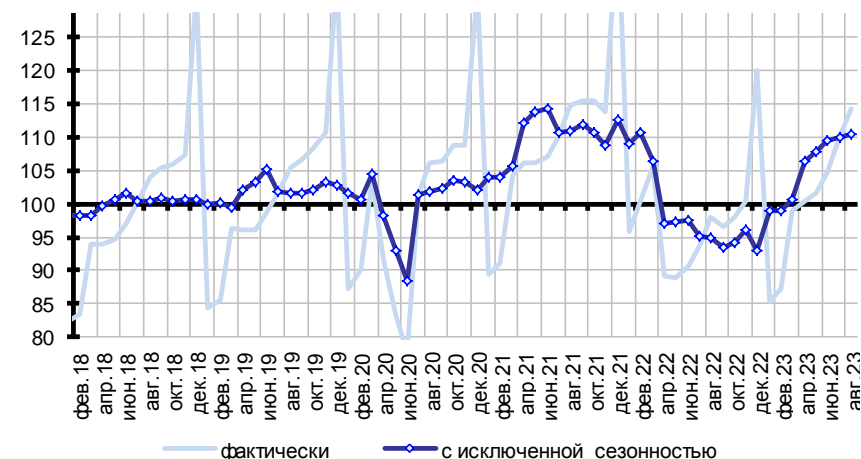
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



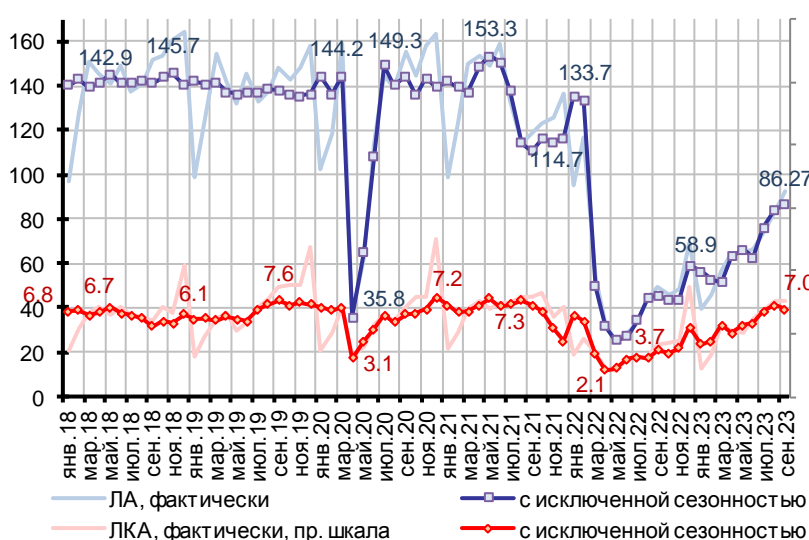
Оборот непродовольственными товарами



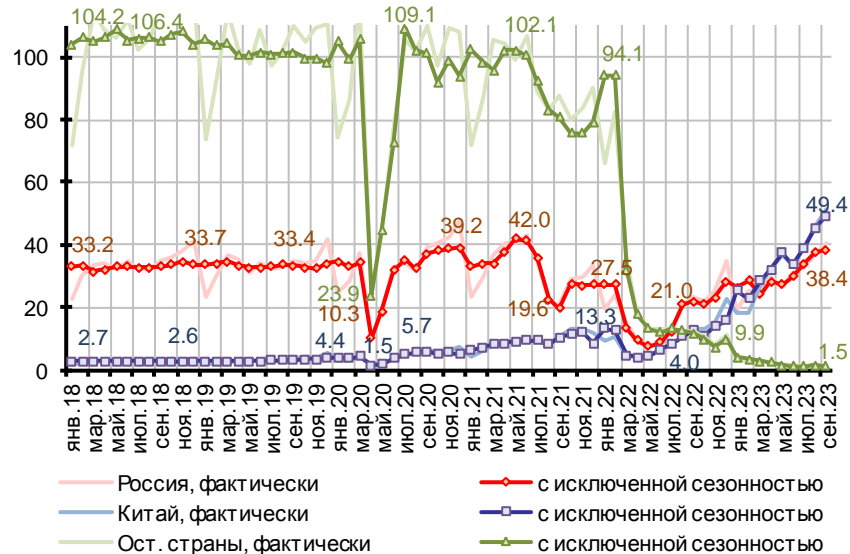
Потребление населения по-прежнему растёт, но уже куда медленнее, чем раньше (май: +1.1%, июнь: +0.6%, июль: +0.2%, июль: +0.5%). При этом, так или иначе расширяются все компоненты потребления – некоторые, правда, «почти стоят». Быстрее всего увеличивается потребление **платных услуг**, вышедшие на исторический максимум (отчасти – из-за отсутствия выездного туризма, из-за чего соответствующие услуги теперь оказываются «здесь»). Кроме того, стремительно расширяются *продажи непродовольственных товаров*, в том числе, как уже отмечалось, на базе скачка 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

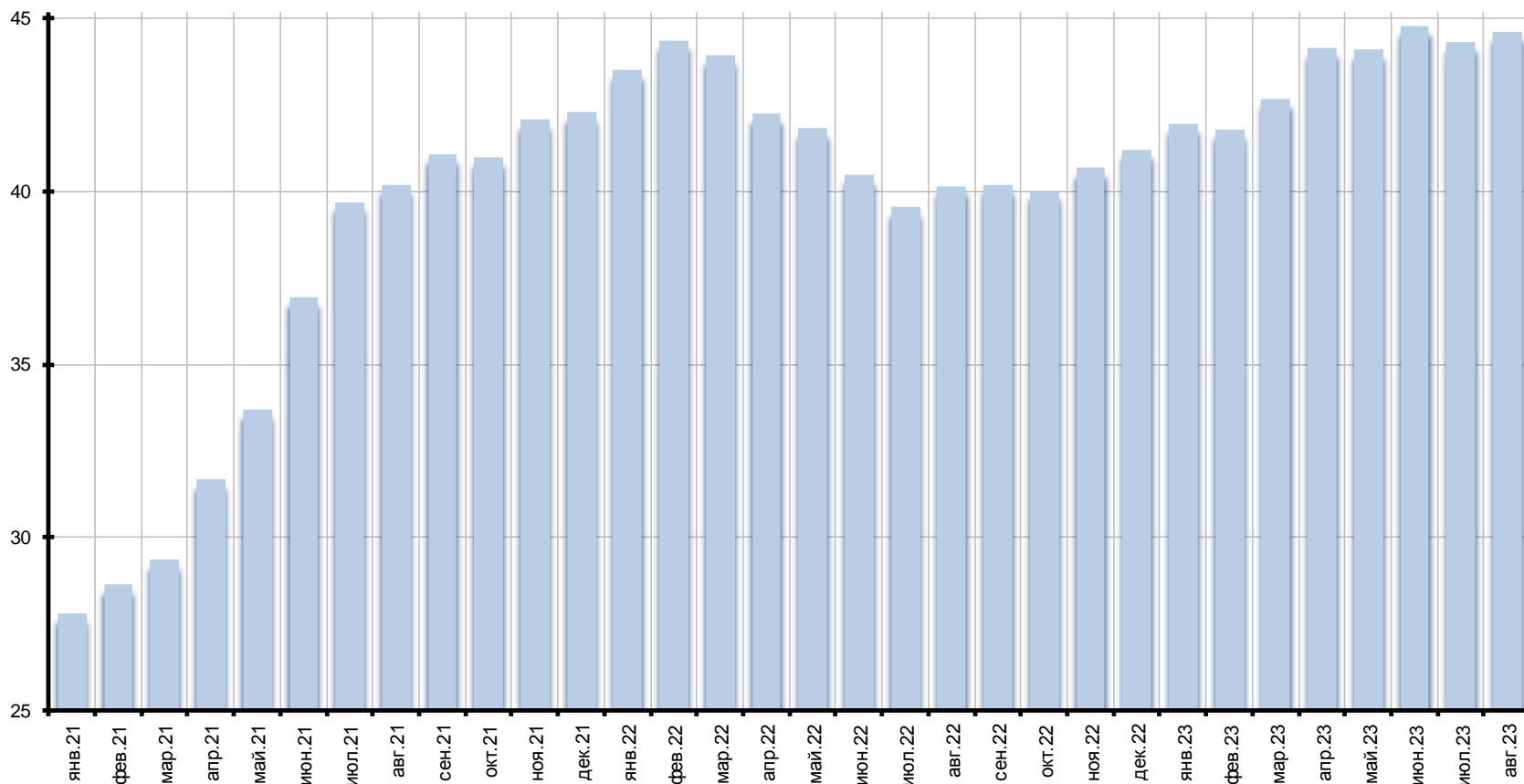


На рынках легковых автомобилей рост продолжается – причем продажи китайских авто растут в последнее время быстрее российских.

На рынке ЛКА рост приостановился – причем по всей страновой структуре продаж. Выводы пока делать рано, но подчеркнем, что рынок ЛКА индикативен для положения основного потребителя этих машин – малого бизнеса.

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 АО «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В январе–сентябре 2023 г. объем рынка оценен в 761.1 тыс. автомобилей, рост на 42.8% к январю-сентябрю 2022 г.

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

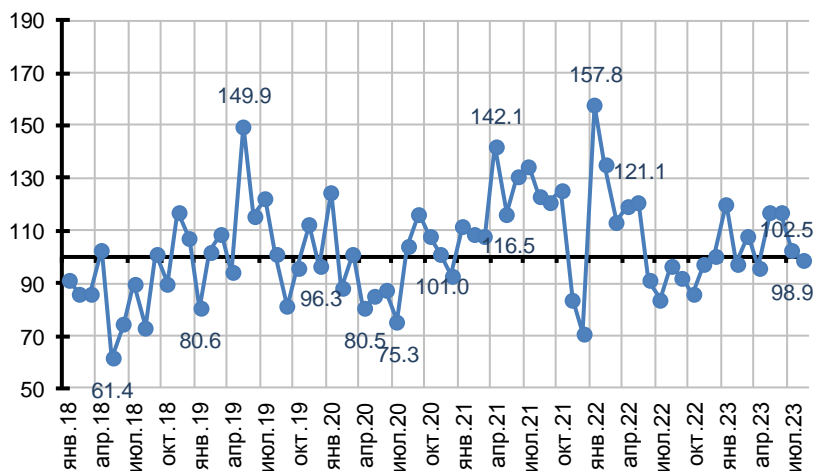


¹ Многоквартирные дома

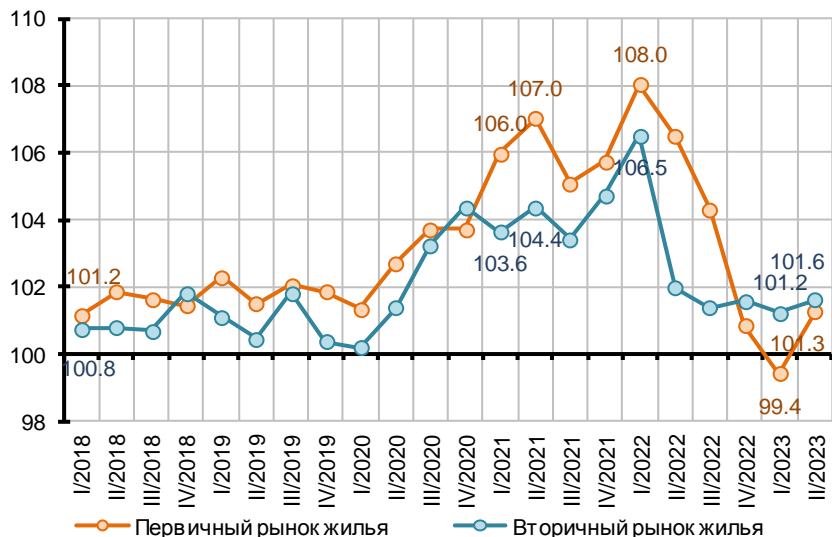
Запуск строительных проектов, как уже говорилось, стабилен – причем, воспроизведя исторически максимум. Снова, как и в конце 2022 г., жилищное и инфраструктурное строительство является важнейшим драйвером экономики. Впрочем, повышение ставок и «обрезание» льготной ипотеки может остановить это оживление.

Рынок жилой недвижимости

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



Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)¹



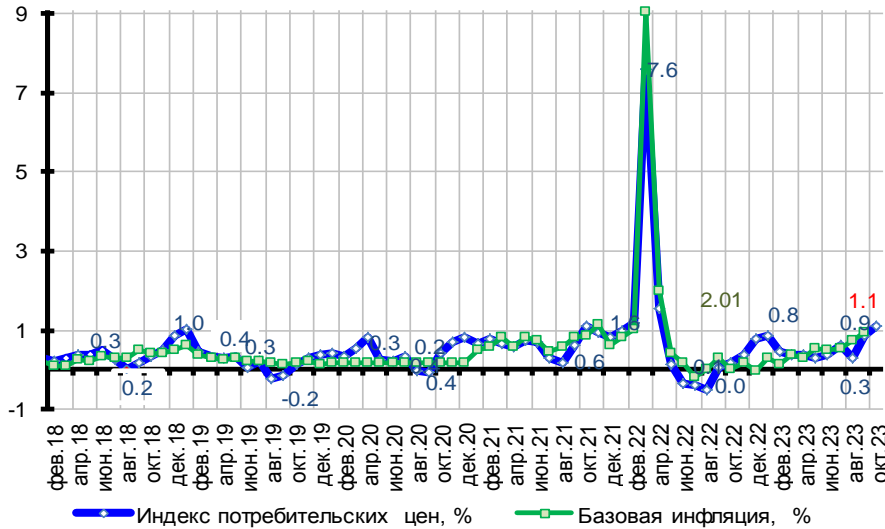
В августе ввод многоквартирных жилых домов снизился на 1.1% по сравнению с соответствующим месяцем 2022 г. Тем не менее объем введенного многоквартирного жилья за январь-август 2023 г. на 8.0% превосходит показатель прошлого года. Отметим, что динамика ввода жилья находится в явной противофазе с активнейшим запуском строительных проектов.

Во II кв. возобновился рост цен на первичном рынке жилья (+1.3%), что стало 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.

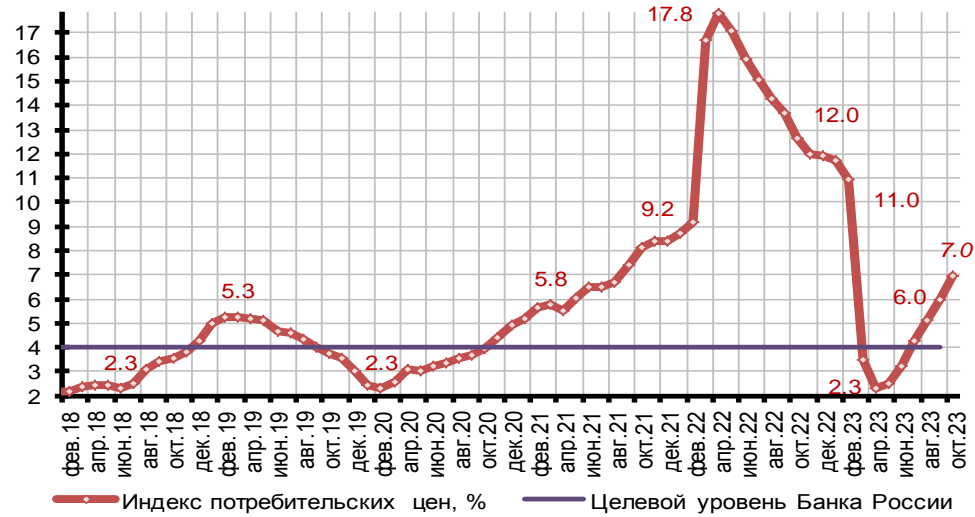
¹ Соответствующий комментарий будет обновлен по мере обновления квартальных данных

Инфляция на потребительском рынке

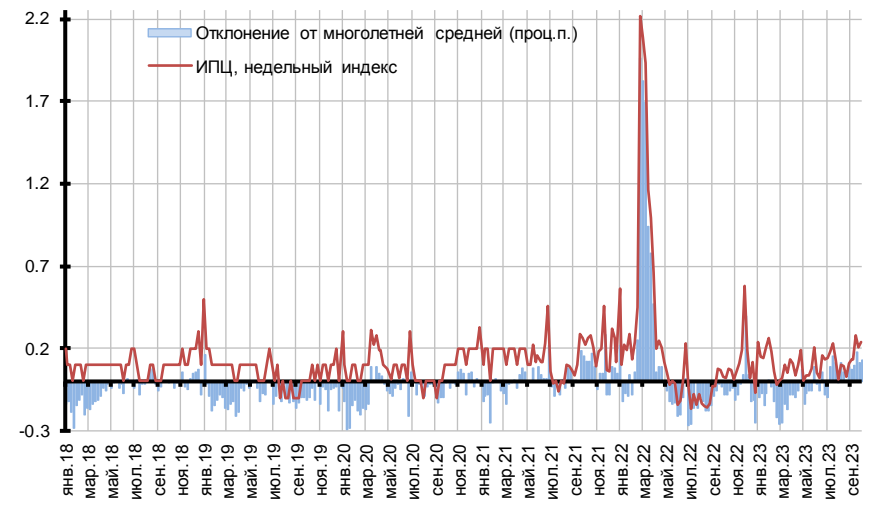
Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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



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

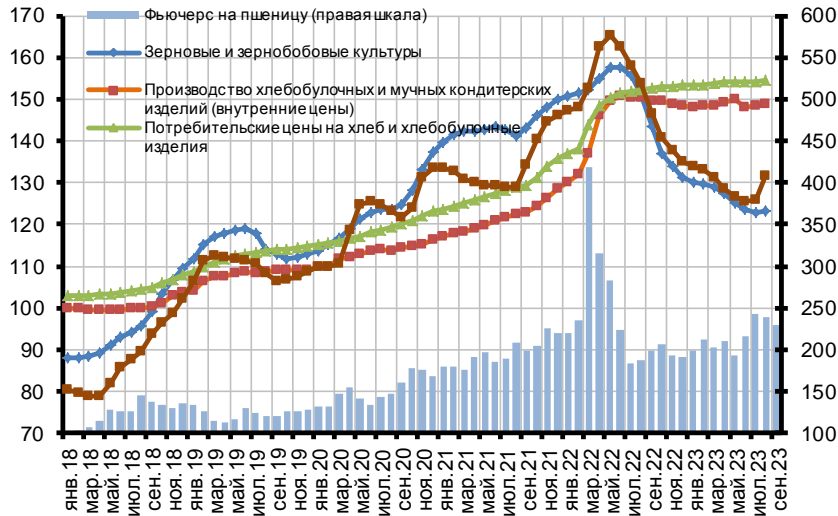


Уровень инфляции бьет рекорд за рекордом, и с конца лета устойчиво находится выше среднемноголетних значений. В сентябре инфляция составила 0.87% (6.0% к сентябрю прошлого года). В октябре, по оперативной информации – порядка 1.1%, что соответствует почти 7% в годовом выражении. Такой уровень объясняется, прежде всего, резким ослаблением рубля (и начинает играть все большую роль эффект «импорта инфляции» с мирового рынка топлива). Необходимо подчеркнуть, что слишком «неспецифичные» действия по сдерживанию инфляции через повышение процентной ставки оказываются, в сложившихся условиях, малоэффективными.

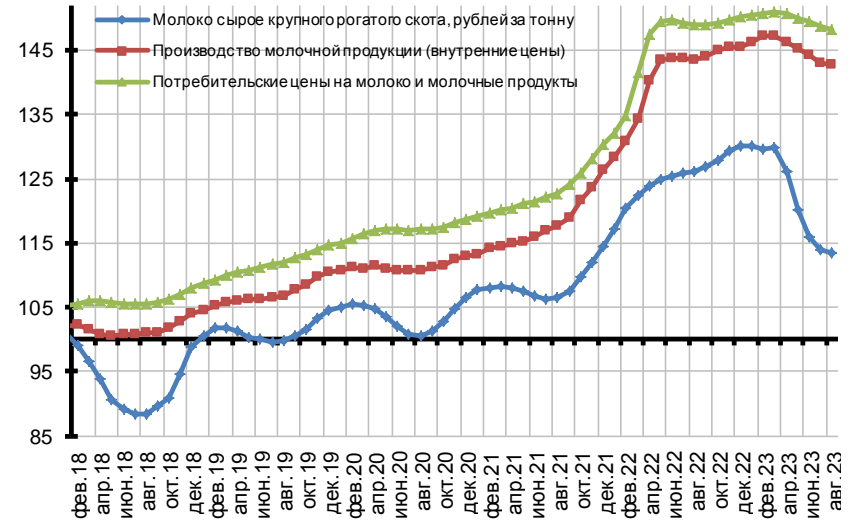
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

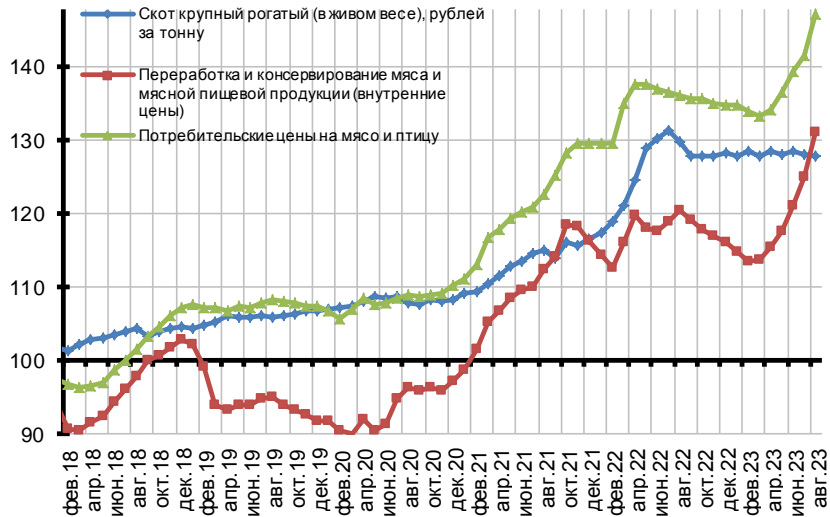
Цены на хлеб



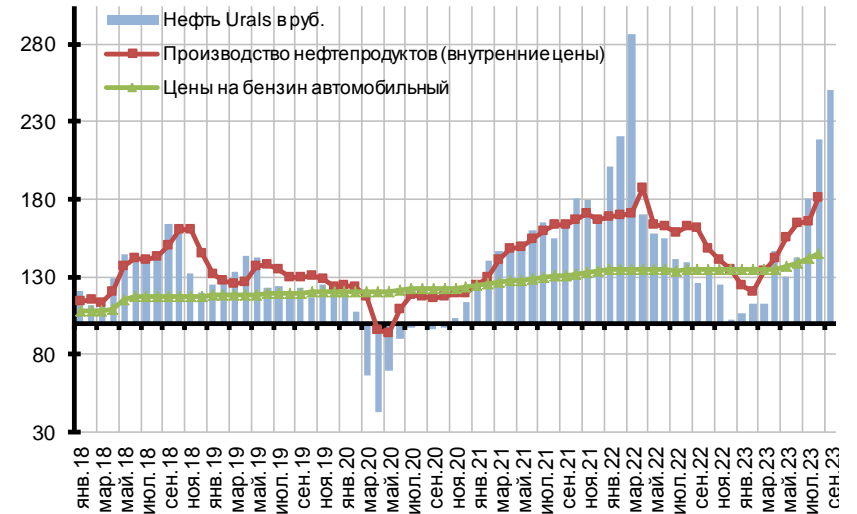
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

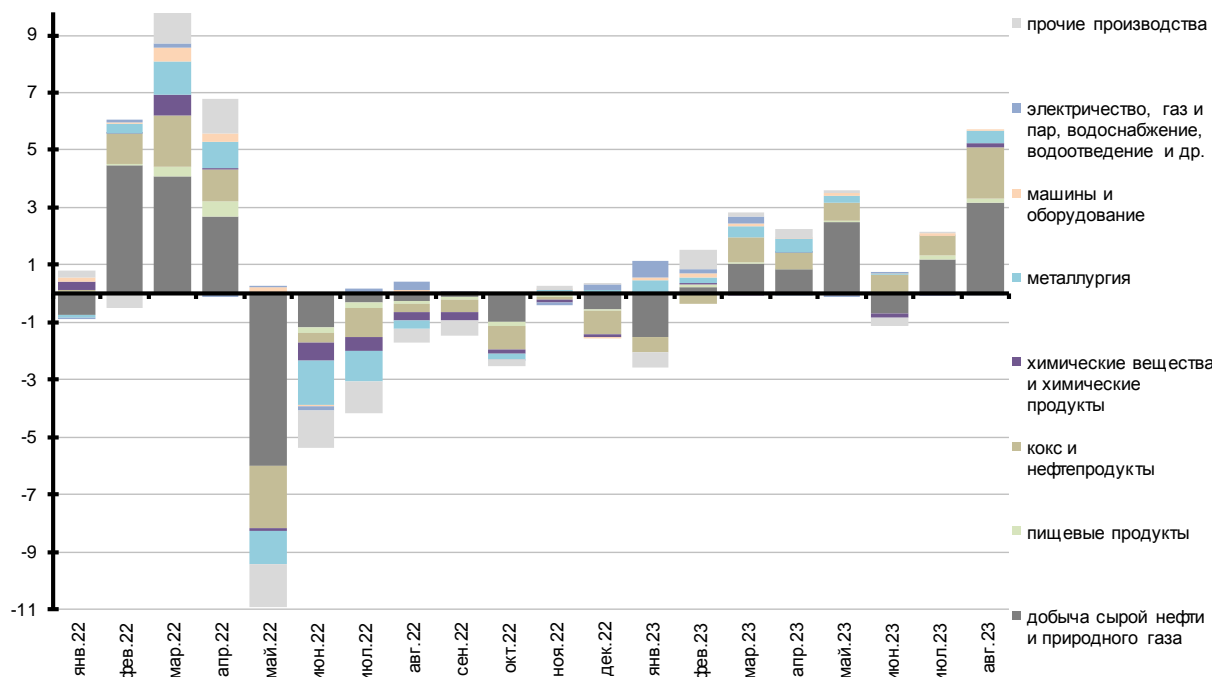


Цены на топливо

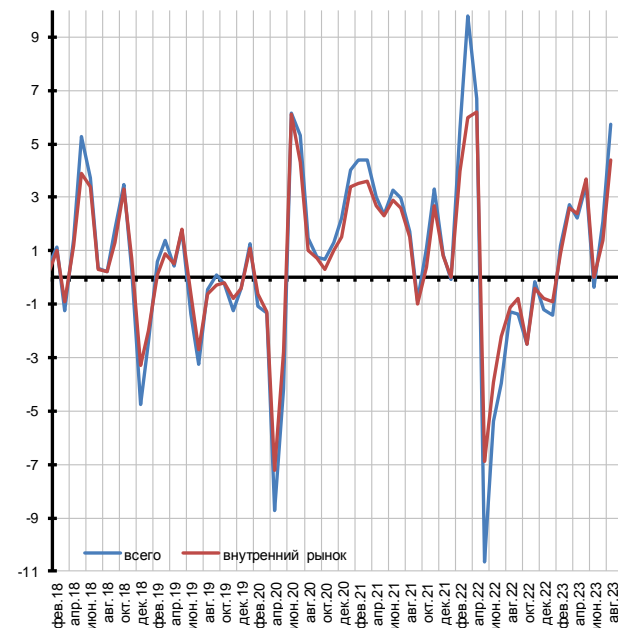


Структура цен производителей в промышленности

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



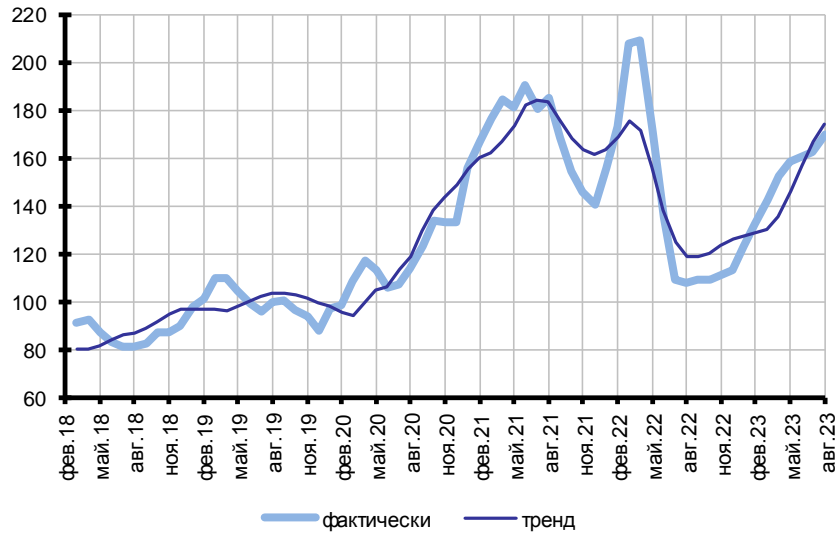
Индекс цен производителей (%)



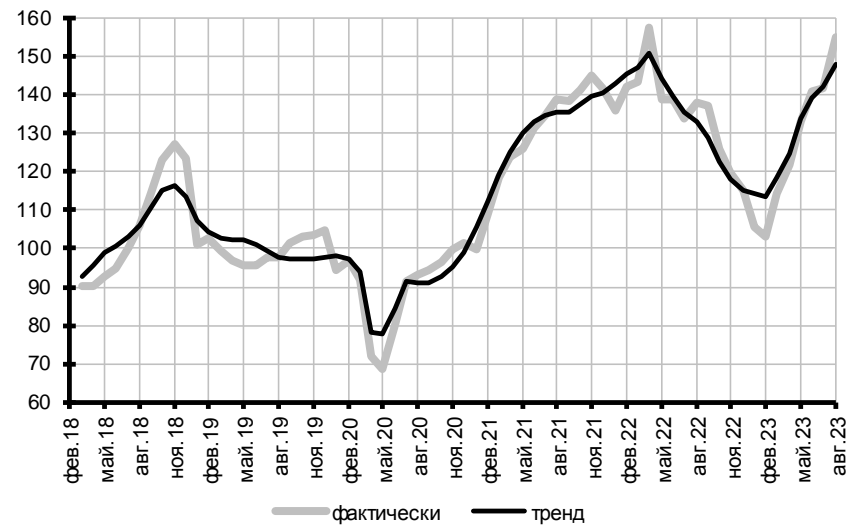
Быстро ускоряются *цены производителей промышленной продукции*. Отчасти – это результат роста цен по импорту из-за курса (добавим влияние усилившегося монополизма поставщиков из Китая и Индии), отчасти – по экспортному паритету, и лишь отчасти – из-за общего роста спроса.

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

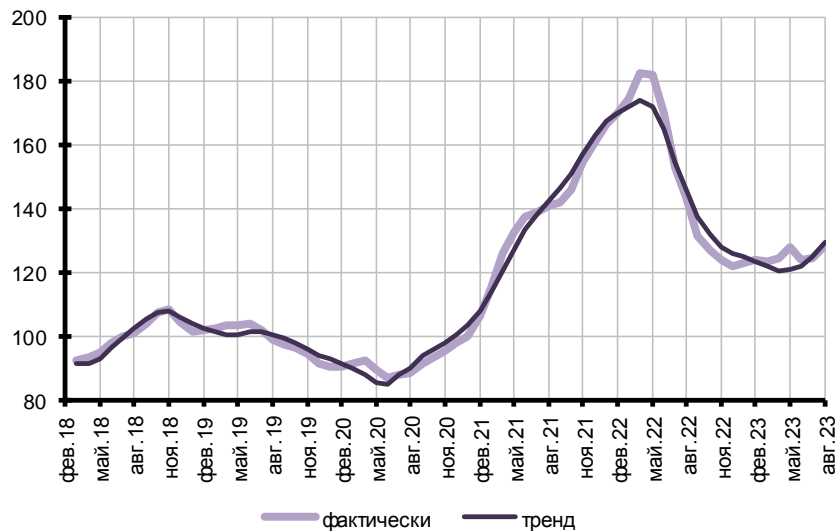
Добыча металлических руд



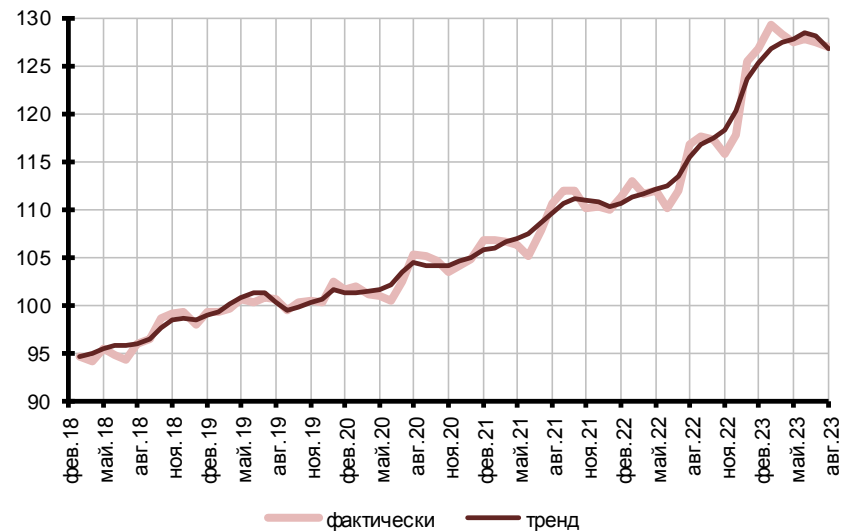
Производство нефтепродуктов



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

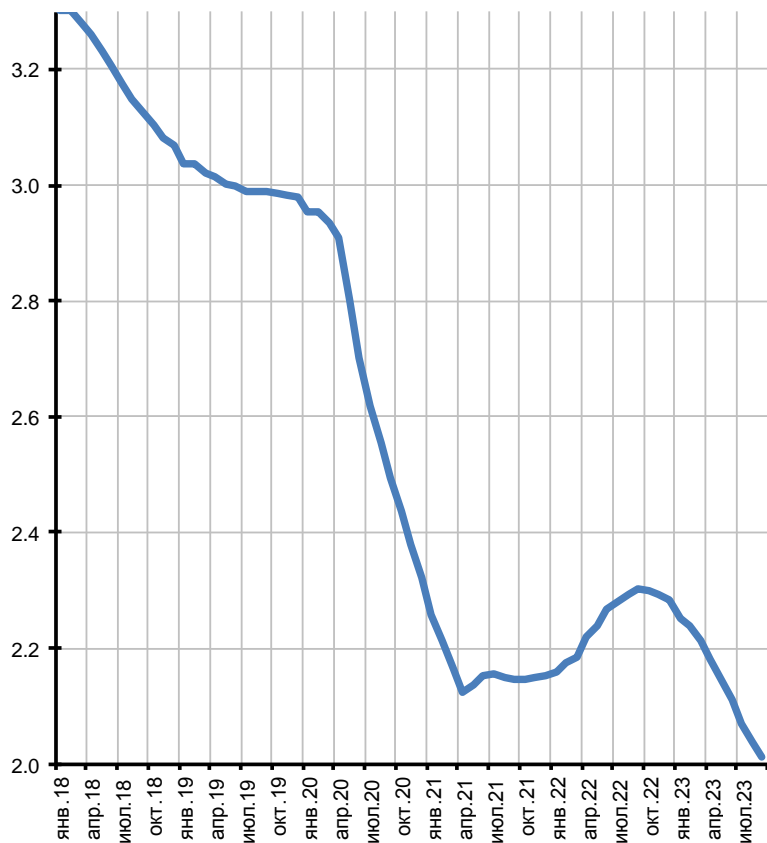


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха

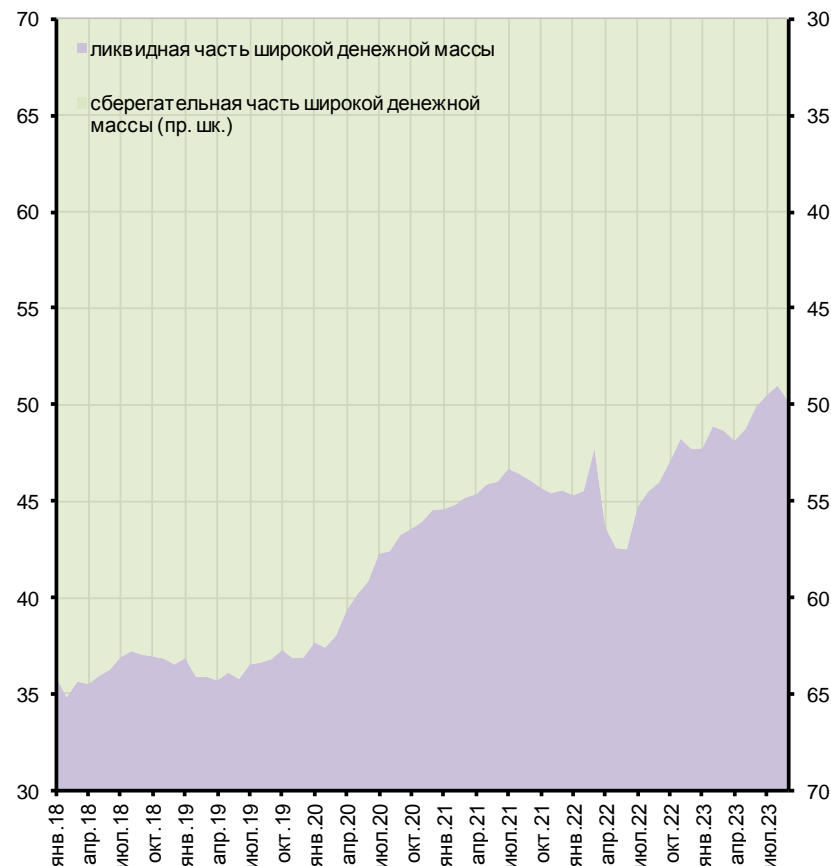


Оборачиваемость денежных средств²

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



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

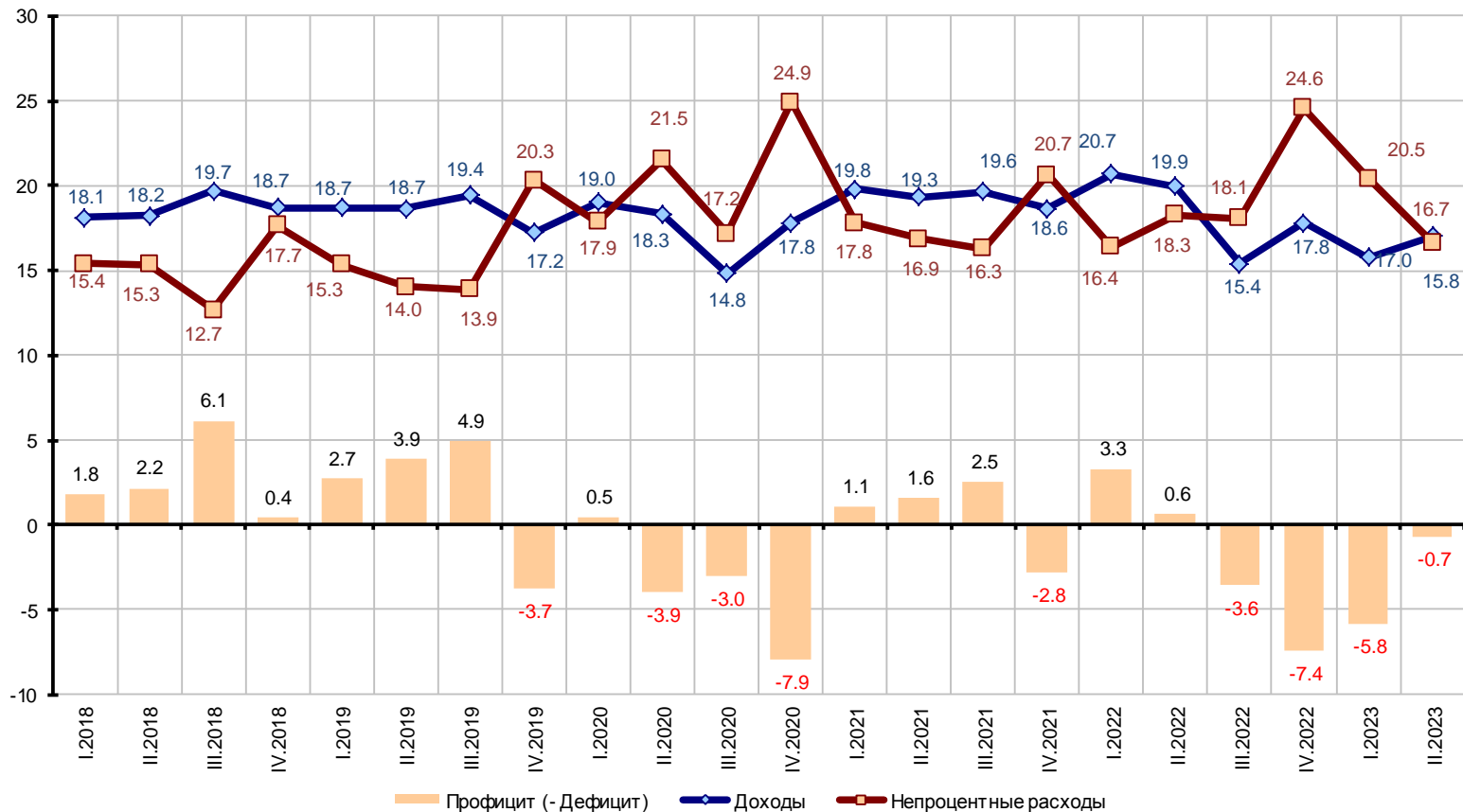


¹ Соотношение рублевых транзакционных денежных средств населения (наличные деньги и текущие счета) и потребления населения (сумма розничного товарооборота и платных услуг)

² Агрегат М2Х. С учетом валютной переоценки.

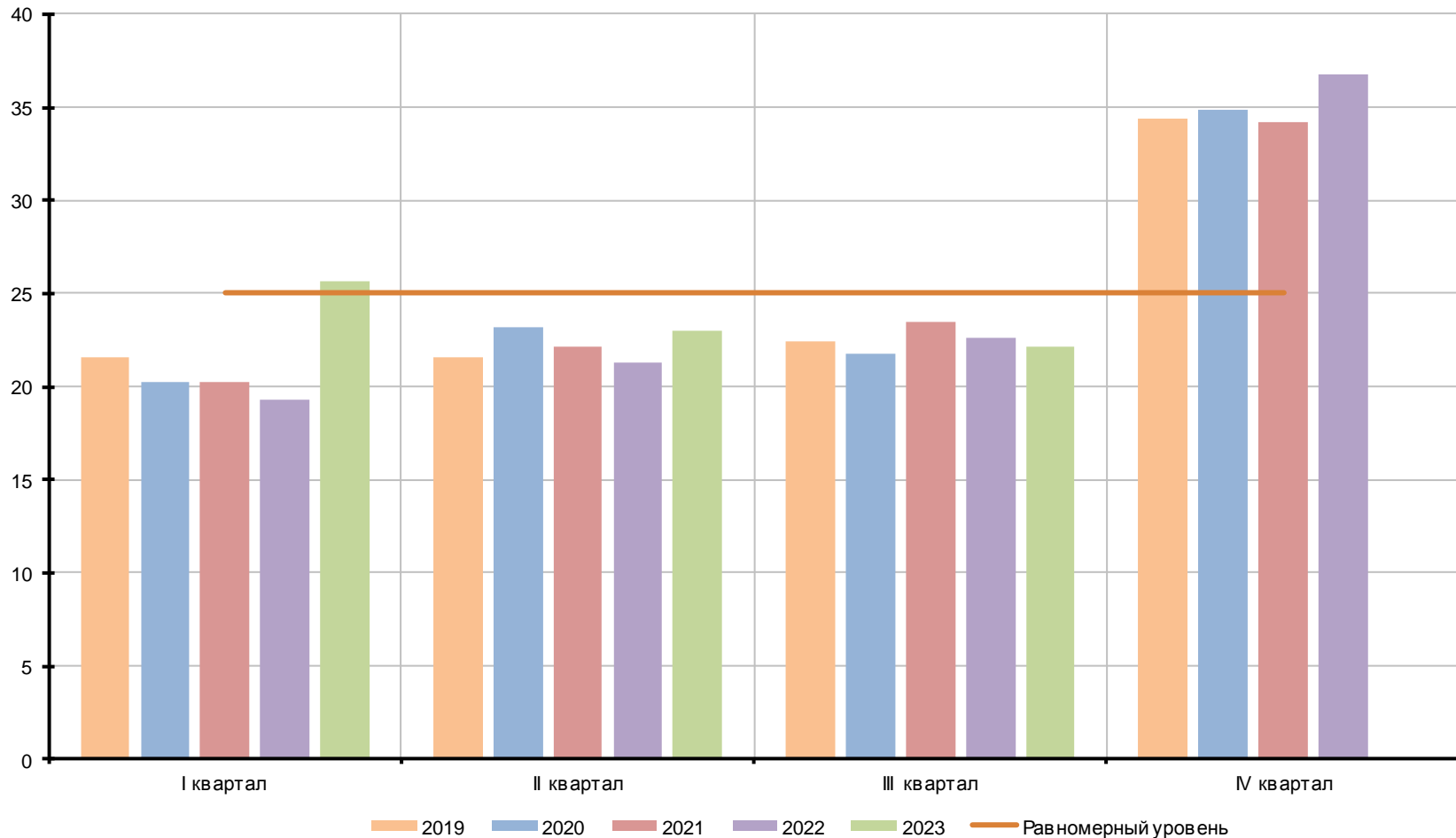
Ситуация в части монетарного давления на инфляцию, как уже отмечалось в прошлом Обзоре, стала отчетливо улучшаться – и в части скорости обращения ликвидных денежных средств (устойчиво снижается), и в части снижения доли ликвидной части в составе широкой денежной массы.

Федеральный бюджет



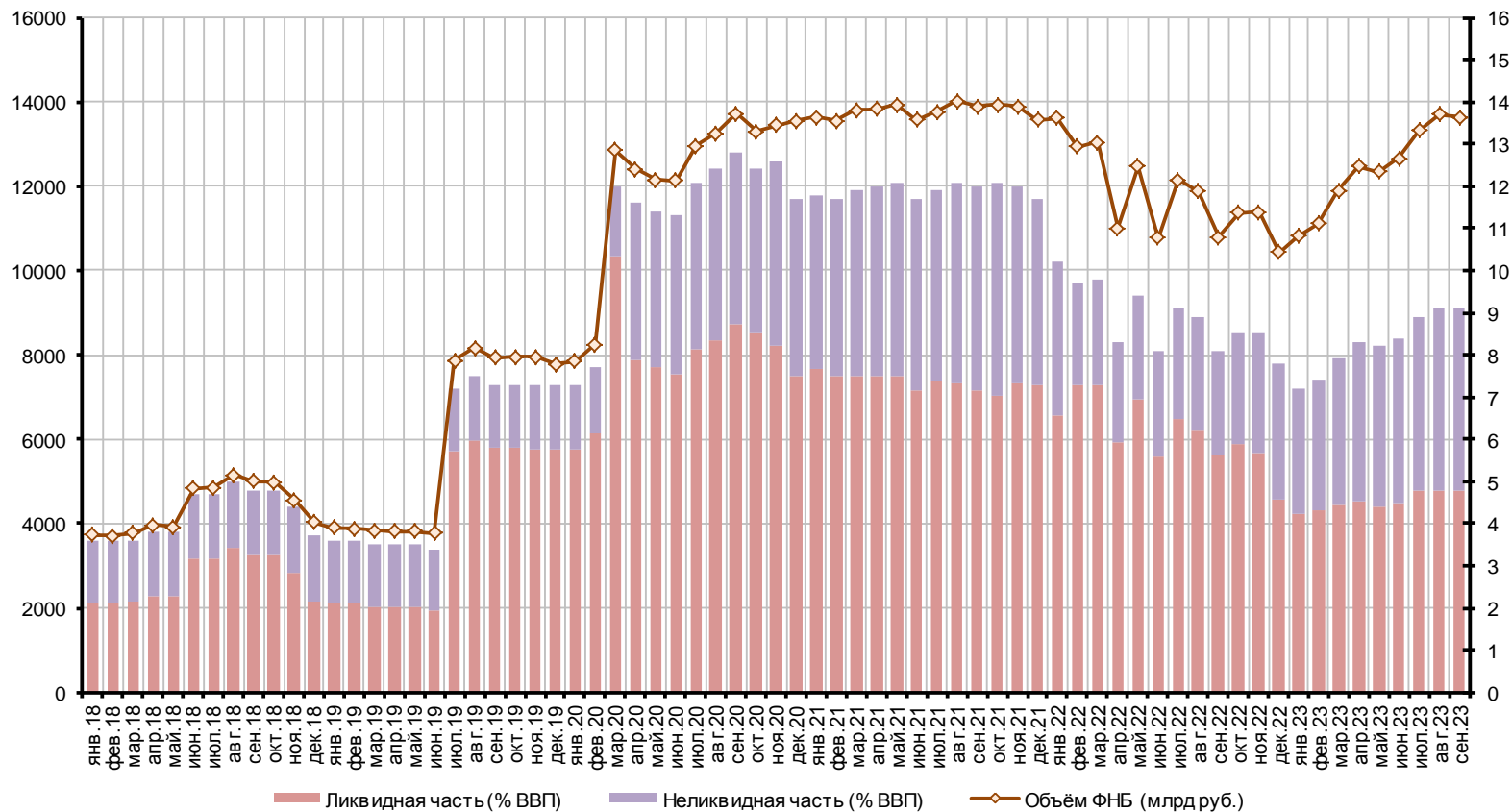
По итогам II кв. 2023 г. доходы *федерального бюджета* составили 12.4 трлн руб., расходы – 14.7 трлн руб., дефицит – 2.35 трлн руб. (16.4%, 19.5% и 3.1% ВВП, соответственно). По сравнению с январем-июнем 2022 г. доходы бюджета в номинальном выражении снизились на 11.6%. К концу июня нефтегазовые доходы 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. (16.7% квартального ВВП) отмечается замедление относительно рекордных показателей предыдущего квартала. В результате более умеренных темпов исполнения расходов при относительно стабильной динамике доходов в II кв. дефицит составил 0.7% 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.

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение расходов федерального бюджета в III кв. 2023 г. составило 22.1% от утверждённых значений на 2023 г. в целом. По сравнению с I кв. (25.7%) и II кв. 2023 г. (23.0%) темпы исполнения расходов продолжили замедляться, что, по всей видимости, объясняется нормализацией их динамики после окончания действия разовых факторов первой половины года (ускоренное заключение госконтрактов и авансирование отдельных расходов). В результате исполнения расходов во II и III кв. ниже равномерного уровня ожидается традиционно более динамичное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в последнем квартале 2023 г., объём которых может составить порядка 30% от утверждённых значений.

Фонд национального благосостояния



На начало октября 2023 г. *объем ФНБ* составил 13.65 трлн руб., снизившись на 0.06 трлн руб. относительно объема на начало сентября. Минфин оценивает объем ликвидной части ФНБ, размещенной на счетах в Банке России, в 7.14 трлн руб. или 4.8% ВВП. Ликвидная часть Фонда состоит из 4.1 млрд евро, 279.8 млрд юаней, 508 т золота и 0.4 млрд руб. Месячное сокращения объема ликвидных активов на 111.5 млрд. руб. произошло, преимущественно, за счет снижения цен на золото. Также в сентябре 1.2 млрд евро были направлены на приобретение облигаций ППК «Фонд развития территорий» (13.8 млрд руб.), Государственной компании «Российские автомобильные дороги» (21.1 млрд руб.), АО «ГТЛК» (21.2 млрд руб.) и ООО «НЛК-Финанс» (70.5 млрд руб.). Объем неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 6.51 трлн руб. или 4.3% ВВП, что на 56.2 млрд руб. больше относительно объема на начало сентября и определяется наращиванием вложений в корпоративные облигации на фоне падения стоимости акций Сбербанка.



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.