



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА  
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

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

# **Анализ макроэкономических тенденций**

***Обновляется ежемесячно***

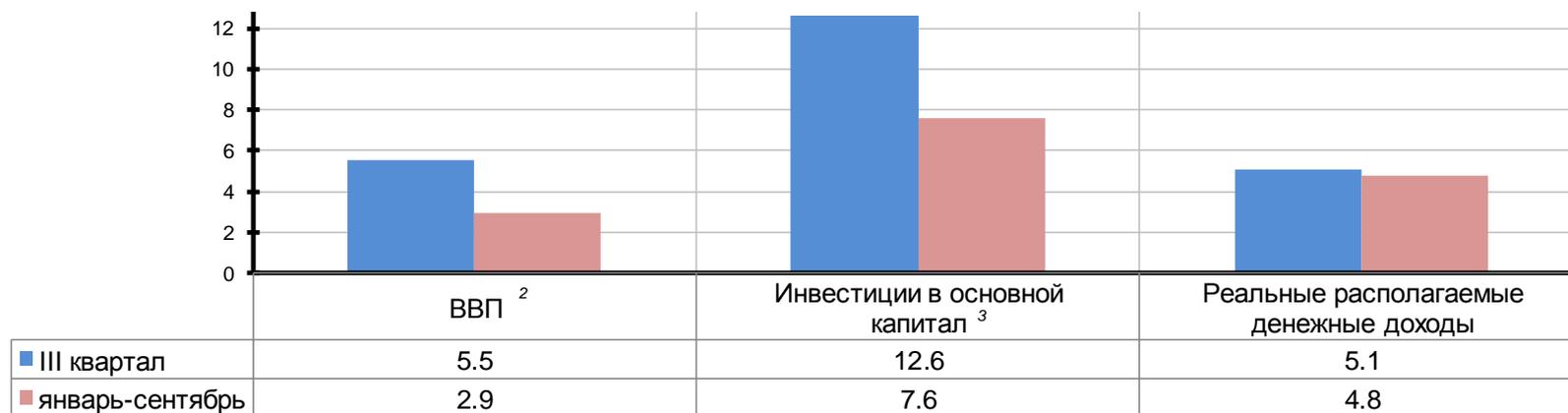
**21.11.2023**

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 экономическая активность, формально, продолжает возрастать. В то же время баланс факторов, определяющих перспективы дальнейшего развития российской экономики – крайне противоречив и, вероятно, неустойчив – тем более на фоне очень высокой инфляции и вывода ключевой ставки Банка России на «запретительный» уровень. Во всяком случае, пока достаточно «бодро» растёт только экспорт товаров; инвестиции и (с определёнными оговорками) потребление населения, похоже, под действием процентных ставок начинают стабилизироваться.
- На рынке жилья** в III кв. ситуация заметно ухудшилась: количество сделок на рынке существенно снизилось (отметим: в отличие от экономики, где в целом рост сохраняется), а цены ненамного, но подросли – что вполне естественно на фоне заметно усилившейся инфляции.
- Сезонно скорректированный **индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** немного понизился, что является, в сложившихся условиях, скорее позитивным фактором - предшествующий подъём знаменовал, скорее, «перелёт» оценок, с риском их необоснованно сильной коррекции в дальнейшем. Соответственно, «нормальный» уровень PMI сейчас можно оценить на уровне «умеренного оптимизма» – примерно в 51-52%.
- В **строительстве** рост «засбоил» (в среднем за месяц: второй квартал - +0.8%, третий - +0.3%, сезонность устранена). Пока не ясно, идет ли переход к стагнации или имеет место лишь сугубо разовый «сбой».
- Индекс инвестиционной активности**, представляющий из себя оценку предложения в экономике товаров инвестиционного назначения, после снижения в августе, в сентябре стабилизировался на высоком уровне. Текущая интенсивность инвестактивности примерно соответствует максимумам 2021 г.
- Состоявшееся повышение ключевой ставки Банка России вывело **ставки денежного рынка** на уровень, превышающий **рентабельность бизнеса** все для большего числа отраслей. Сейчас устойчиво выше этого уровня рентабельность разве что в нефтегазовом секторе (рента!), производстве стройматериалов, бумажной и пищевой отраслях (высокая скорость оборота).
- В сфере **экспорта товаров** (в физическом выражении, сезонность устранена) ситуация очень заметно улучшилась: уже можно говорить о довольно устойчивом росте вывоза товаров. В то же время, «проблема дисконта», похоже, не решена: стоимостной объём экспорта, в целом, снижается (сезонность устранена).
- Импорт товаров** (в физическом выражении, сезонность устранена) в целом, стабилизировался – правда, на высоком уровне. В то же время, в силу отмеченных ранее структурных сдвигов, цены на импорт (и его стоимостные объёмы, соответственно) заметно падают.
- В октябре **ослабление рубля сменилось укреплением**. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю снизился за месяц на 5.4% и составил 95.0 руб. за корзину по состоянию на 1 ноября. Укреплению рубля способствовало повышение объемов продаж валютной выручки экспортерами. Дополнительным фактором поддержки рубля выступала продолжавшаяся приостановка покупки валюты Банком России в рамках бюджетного правила.
- 27 октября Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить **ключевую ставку** на 2.0 проц. п., до 15% годовых вследствие значительного усиления инфляционного давления.
- Несмотря на некоторое повышение, в целом можно говорить о стагнации **реальной заработной платы** (июнь: +0.3%, июль: -0.5%, август: +0.6%, сезонность устранена). Похоже, что сочетание высокой инфляции с проблемами компаний ограничивает (несмотря на дефицит труда) возможности адаптации компаний. Соответственно, рост **реальных располагаемых доходов населения**, как и ожидалось, резко затормозился (первый квартал: +2.1%, второй квартал: +0.9%, третий квартал: +0.3%, сезонность устранена).
- Потребление населения** почти перестало расти (июль: +0.2%, август: +0.5%, сентябрь: +0.1%, сезонность устранена). При этом, **продажи непродовольственных товаров** продолжают увеличиваться (июль: +0.6%, август: +0.4%, сентябрь: +0.7%, сезонность устранена), видимо, на продолжавшемся на начало осени кредитном «разогреве». **Продажи продовольствия** в целом, стагнируют (июль: -0.2%, август: +0.5%, сентябрь: +0.2%, сезонность устранена), вероятно, из-за усиления «продовольственной» инфляции. **Потребление платных услуг** заметно скорректировалось – правда, после длительного интенсивного роста (июль: +0.6%, август: +0.8%, сентябрь: -0.9%, сезонность устранена).
- Уровень инфляции** резко подскочил. В ноябре он может составить 1.3-1.5%, что выводит годовую инфляцию на уровень порядка 7.7% к октябрю прошлого года. Отчасти, это - «последствие» произошедшего ранее ослабления рубля, отчасти, следствие импорта инфляции с рынков нефтепродуктов и зерна (отметим, что рост цен на зерно напрямую влияет на удорожание продуктов птицеводства и косвенно на другие рынки мяса).

# Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 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

<sup>2</sup> январь-сентябрь 2023 г. к январю-сентябрю 2022 г. - расчет ЦМАКП на основе данных Росстата

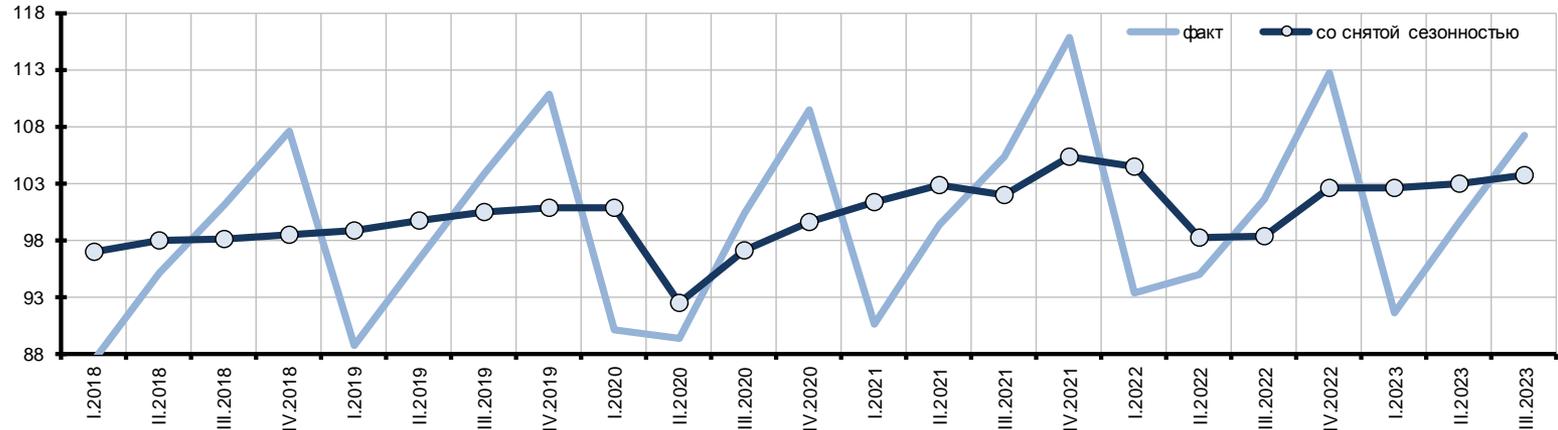
<sup>3</sup> соответственно II квартал 2023 г. ко II кварталу 2022 г. и январь-июнь 2023 г. к январю-июню 2022 г.

<sup>4</sup> соответственно август 2023 г. к августу 2022 г. и январь-август 2023 г. к январю-августу 2022 г.

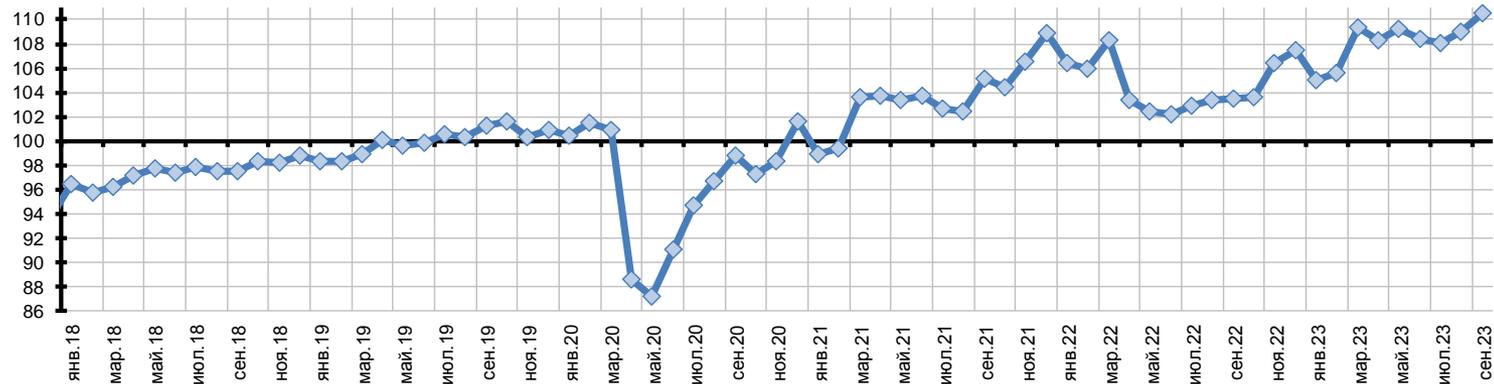
<sup>5</sup> соответственно октябрь 2023 г. к октябрю 2022 г. и за период с начала 2023 г. по 13 ноября.

# Динамика ВВП и агрегата экономической активности<sup>1</sup>

## ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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



Высокочастотные данные о *экономической динамике* показывают, что экономическая активность, формально, продолжает возрастать. В то же время баланс факторов, определяющих перспективы дальнейшего развития российской экономики крайне противоречив и, вероятно, неустойчив – тем более на фоне очень высокой инфляции и вывода ключевой ставки Банка России на «запретительный» уровень. Во всяком случае, пока достаточно «бодро» растёт только экспорт товаров; инвестиции и (с определёнными оговорками) потребление населения, похоже, под действием процентных ставок начинают стабилизироваться.

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

# Экономика: что хорошо и что плохо

## Хорошо:

- экономическая активность продолжает расти. В промышленности рост имеет почти фронтальный характер. Произошел давно ожидавшийся скачок выпуска в сельском хозяйстве
- идёт выраженный рост экспорта. Похоже, что логистический кризис, связанный со введением против России системных экономических санкций, уже в целом, преодолен
- импорт сокращается в реальном выражении, похоже, действительно «идёт импортозамещение»;
- очень высокий уровень занятости, растёт спрос на труд

## Плохо:

- очень высокий уровень инфляции – заметно выше ожиданий
- рост строительной активности (при)остановился;
- косвенные оценки текущей инвестиционной активности также свидетельствуют, скорее, об остановке прежде интенсивного роста;
- Совет директоров Банка России принял решение повысить ключевую ставку до 15% годовых (+2.0 п. п.)
- остановился (несмотря на дефицит труда) рост реальной заработной платы и, соответственно, реальных доходов населения

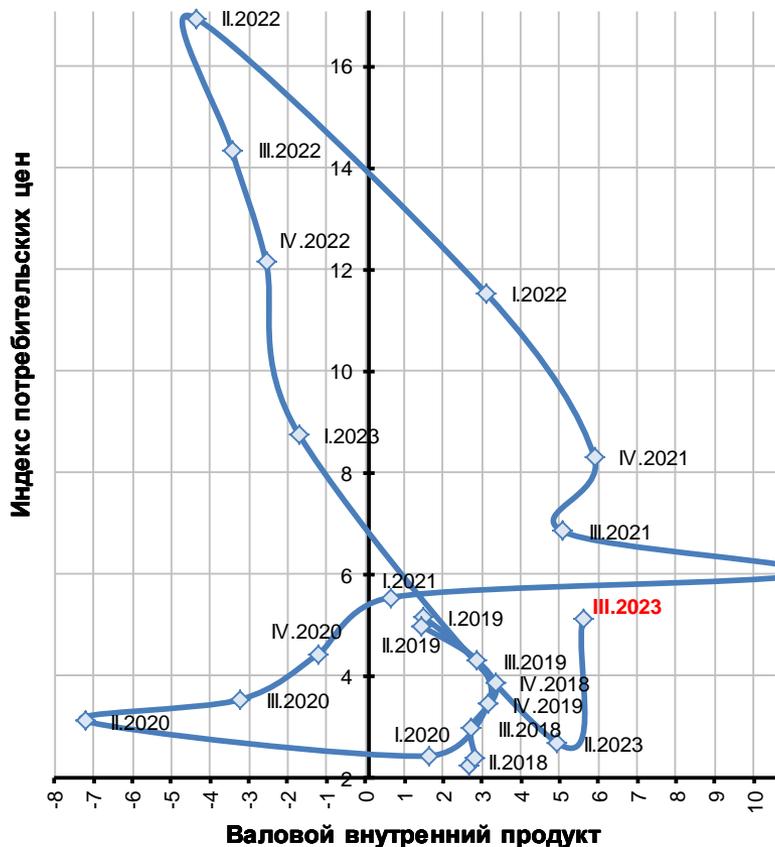
## Признаки улучшения:

- сохраняется рост продаж легковых автомобилей – наряду с расширением ввода жилья и общим ростом продаж непродовольственных товаров можно говорить о готовности населения к крупным покупкам
- продолжает снижаться инфляционный эффект денежной эмиссии – снижается скорость обращения денег, сокращается (в условиях высоких процентных ставок и высокой нормы населения) доля ликвидной части широкой денежной массы
- бюджет «переориентирован» с нефтегазовых доходов, существенно зависящих от санкций на объёмы и цены экспортных поставок и внешнеэкономической конъюнктуры, на нефтегазовые, более устойчивые
- PMI чуть снизился, оставаясь при этом в «надёжно-положительной» области: происходит рационализация ожиданий менеджеров - остающихся позитивными

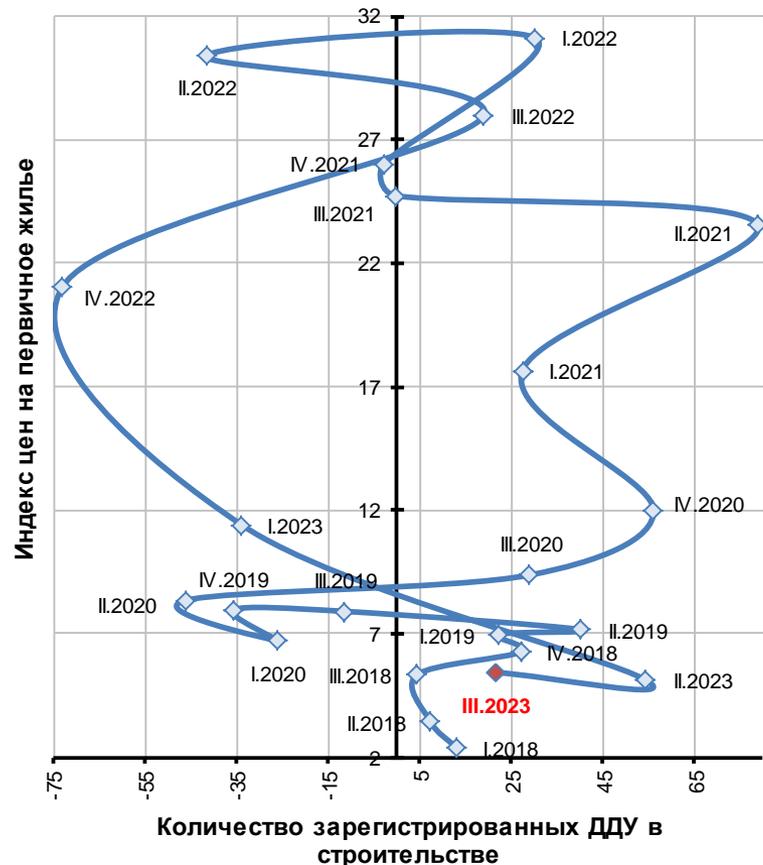
## Признаки ухудшения:

- на рынке жилья цены возросли, а число сделок снизилось: прирост спроса стал «уходить в инфляцию»
- результатом повышения «стоимости денег на денежном рынке (вслед за ключевой ставкой Банка России) стал её отрыв ставок от рентабельности даже текущей деятельности. Это демотивирует (рискованную) инвестиционную деятельность
- остановился рост продаж легких коммерческих автомобилей. Это, возможно, знак неблагополучия в малом бизнесе
- сохраняется ускоренный рост цен по «корзине бедных». Это может снизить эффективность социальной политики и, в итоге, привести к расширению бедности
- интенсивный рост цен «перекинулся» на цены производителей в промышленности, что способно ещё сильнее закрепить высокую инфляцию (рост издержек!)

## 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, %)



В III кв. в экономике, на фоне в целом благоприятных итогов, появились признаки значимого ухудшения ситуации. Изменился баланс между экономическим ростом и инфляцией: рост ускорился не очень сильно (с 4.9% до 5.5% - хотя уровень очень высокий), а вот инфляция подскочила почти вдвое – с 2.7% до 5.1%. Если эта ситуация закрепится, есть риск, что прирост спроса в экономике в очень значительной степени будет «уходить» в инфляцию. На рынке жилья в III кв. ситуация ухудшилась: количество сделок на рынке заметно снизилось (отметим: в отличие от экономики, где в целом рост все-таки сохраняется), а цены ненамного, но подросли – что вполне естественно на фоне усилившейся инфляции в экономике в целом.

# Динамика промышленного производства

темпы прироста, %

	I кв.	II кв.	III кв.	август	сентябрь
<b>Промышленное производство</b>					
<i>к соответствующему периоду 2019 года</i>					
данные Росстата	7.6	8.4	7.4	7.5	7.6
оценка ЦМАКП	6.9	6.0	7.4	4.4	6.9
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>					
данные Росстата	-0.6	-0.9	0.1	-0.8	-0.3
оценка ЦМАКП	0.7	0.6	0.6	0.1	1.1
<b>Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)</b>					
<b>Добыча полезных ископаемых</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.0</b>
<b>Обрабатывающие производства</b>	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>	<b>1.5</b>
Производство пищевых продуктов	0.8	0.3	0.8	0.2	1.0
Сырьевые производства	1.3	0.5	0.4	-0.3	0.7
Производство нефтепродуктов	0.6	-0.2	0.0	-0.5	0.2
Товары инвестиционного спроса	2.0	2.4	1.5	-1.1	4.1
Производство ТДП	7.3	5.0	1.8	2.0	-1.1
Производство непрод. товаров повседневного спроса	2.5	1.0	0.1	-0.9	1.7
<b>Обеспечение электроэнергией, газом и паром</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.9</b>

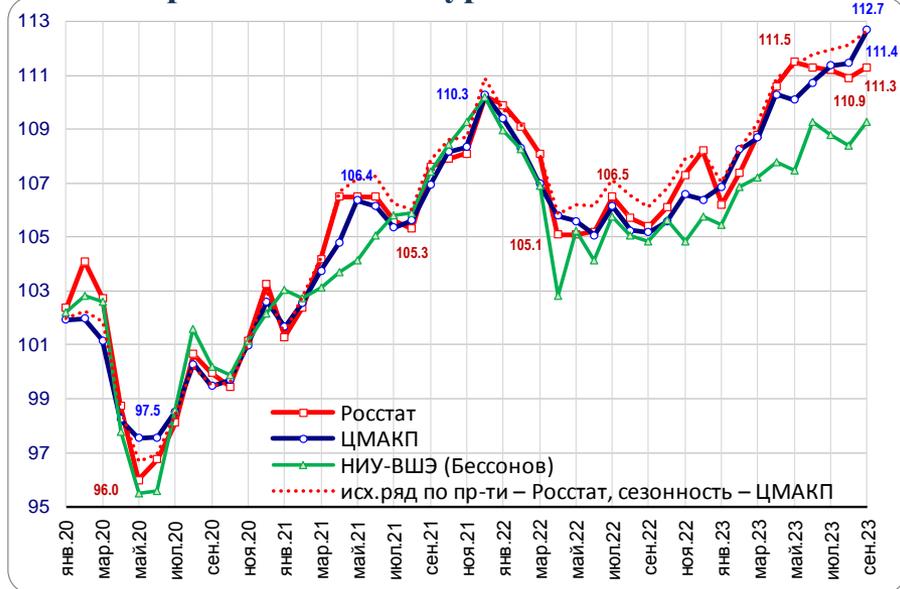
Согласно данным Росстата, в промышленности сохраняется рецессия. Хотя в сентябре выпуск несколько возрос относительно августа (+0.3%, сезонность устранена), в предшествующие 3 месяца он слабо снижался, так что сентябрьский уровень пока остается чуть ниже максимума, достигнутого в мае. При этом индекс к соответствующему периоду предшествующего года значимо не изменился, составив 105.6% в сентябре после 105.4% в августе.

По оценке ЦМАКП, картина более позитивна: легкая заминка с подъемом отмечена лишь в августе, а в сентябре рост даже ускорился. Расхождение с Росстатом в оценке тенденции на конце ряда возникло преимущественно из-за разных результатов работы алгоритма устранения сезонности\*.

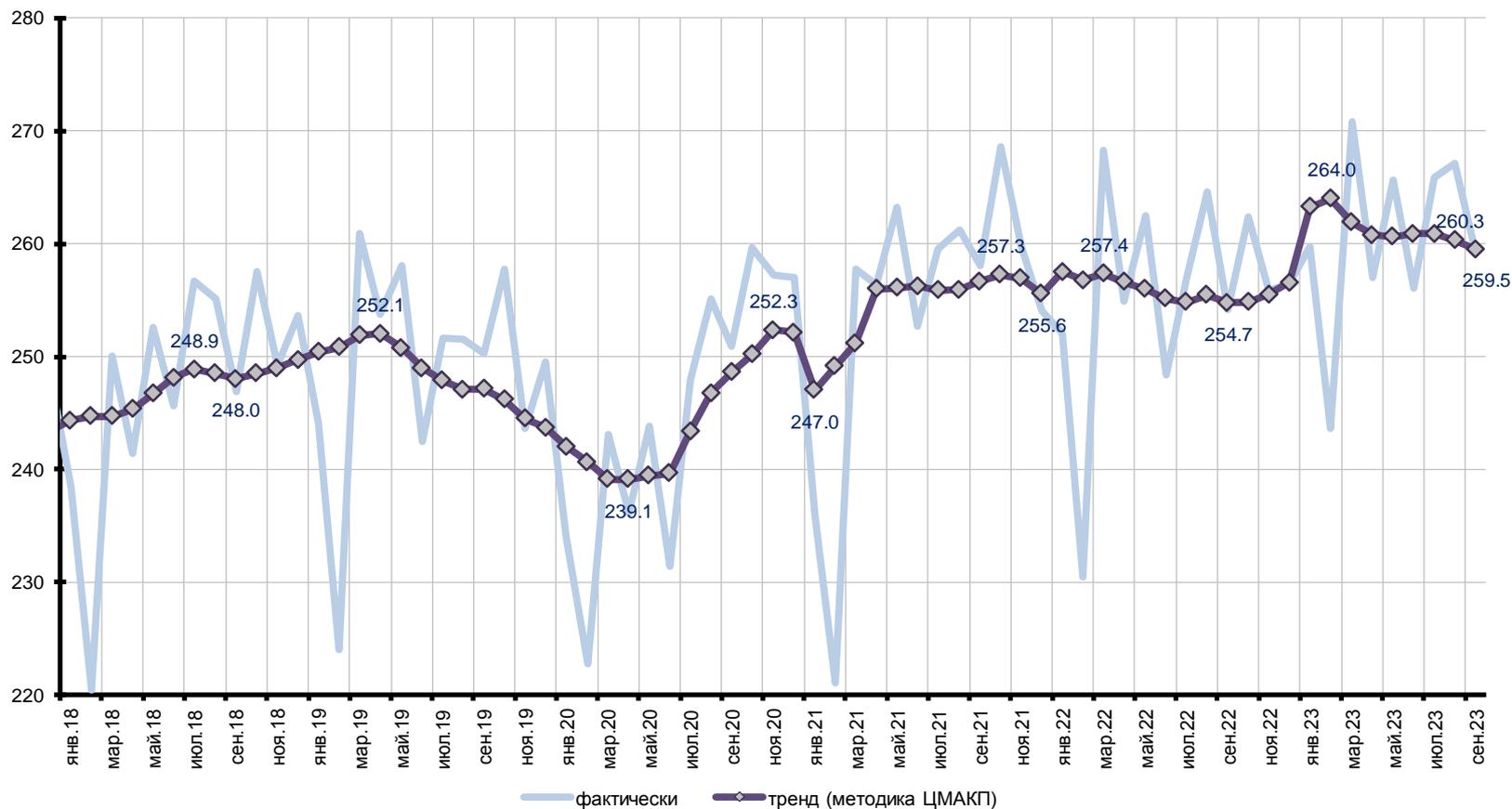
Продолжающийся рост имеет почти фронтальный характер. Значимых содержательных факторов роста два: во-первых, опережающий рост оплаты труда как следствие нарастания нехватки кадров, во-вторых, проведение СВО, что, очевидно, стимулирует спрос на продукцию промышленности.

\* Из-за серии шоков (ковидный спад, СВО, санкции) ни один из алгоритмов не может гарантировать точность оценки сезонной волны. Это также можно интерпретировать как то, что промышленность находится «где-то между» ростом и стагнацией.

среднемесячный уровень 2019 = 100

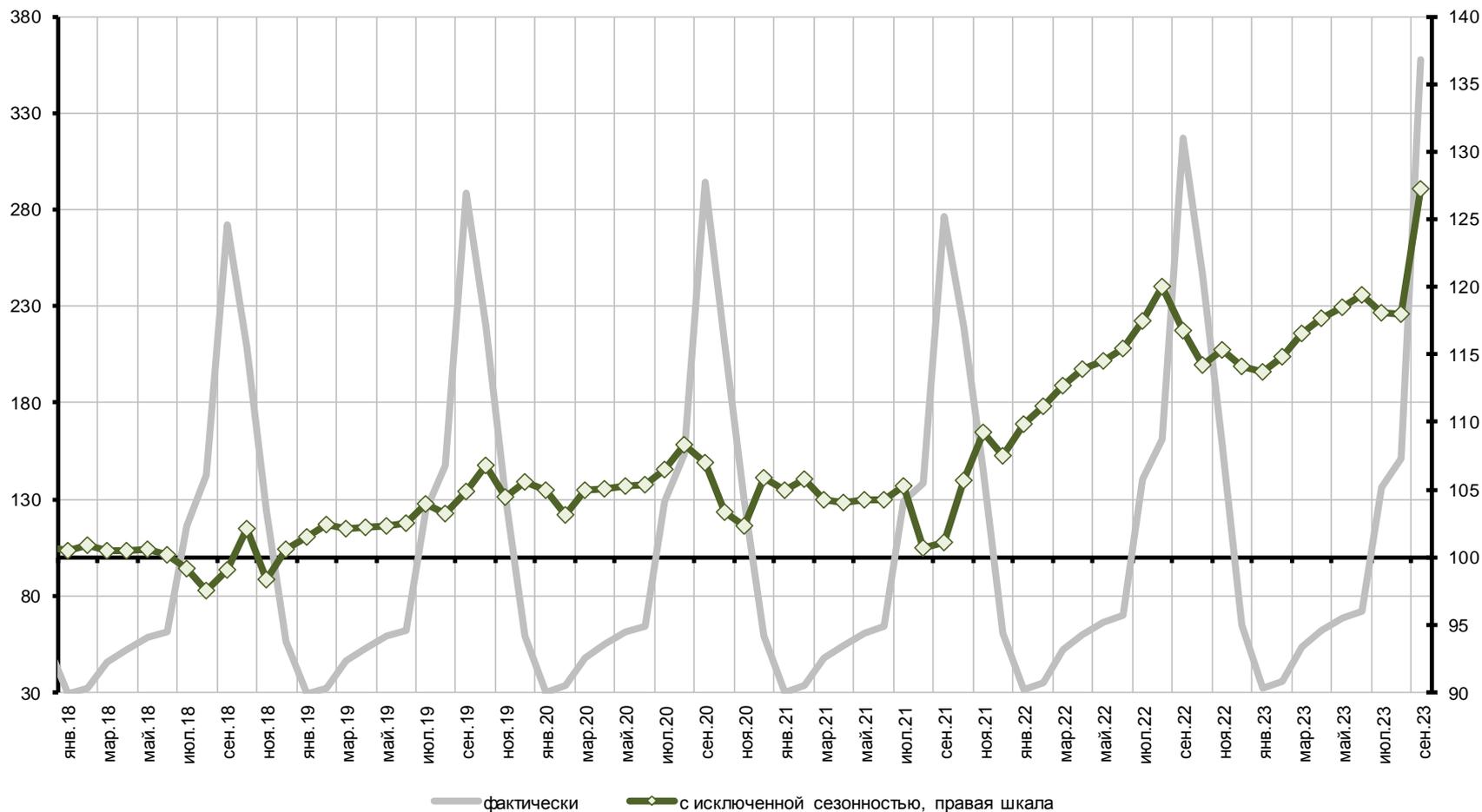


# Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)



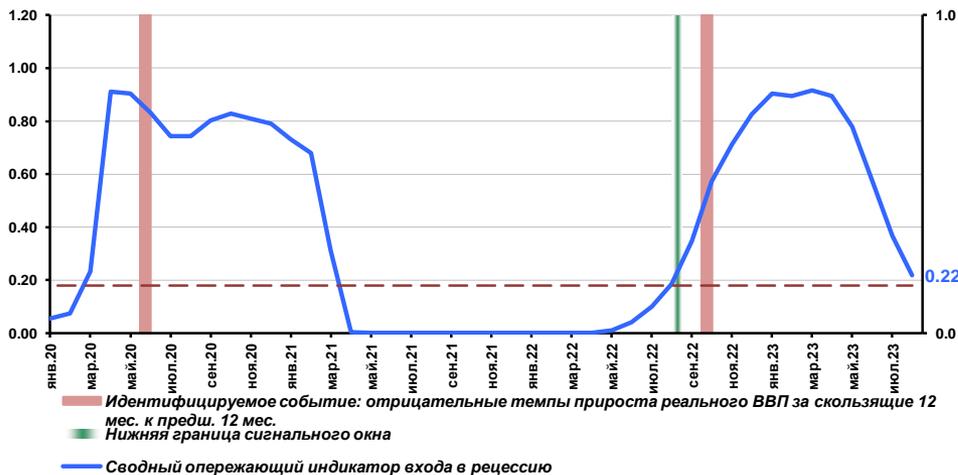
Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) – косвенный индикатор экономической активности – оставался стабильным с начала II кв., но в августе и сентябре наметилось некоторое снижение его интенсивности. Однако пока рано говорить о новой устоявшейся тенденции. В целом, объем перевозок остается на достаточно высоком уровне (примерно на 2% больше среднего уровня прошлого года).

# Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

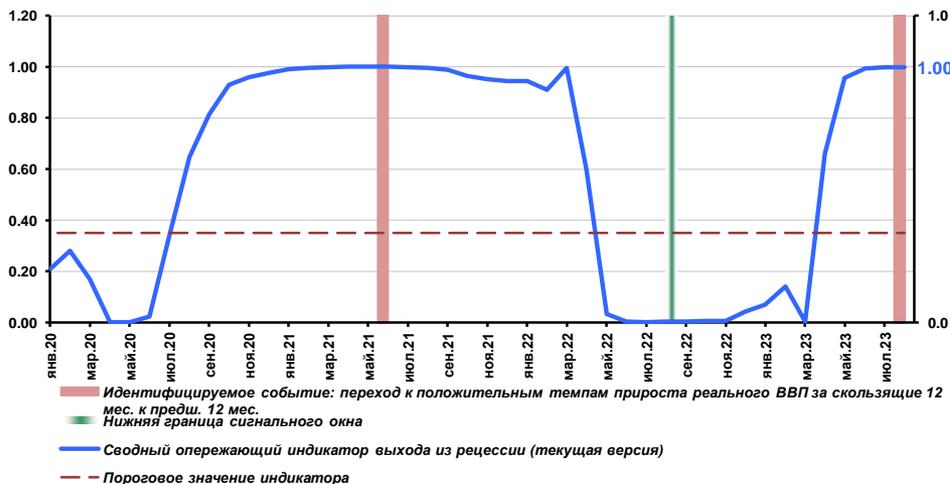


В сельском хозяйстве уровень выпуска в сентябре буквально подскочил, вернувшись к сезонной норме (действие сезонного фактора устранено). Есть надежда, что восстановилось действие «правила», когда каждый следующий сельскохозяйственный цикл поднимал выпуск в отрасли на еще одну «ступеньку».

# Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

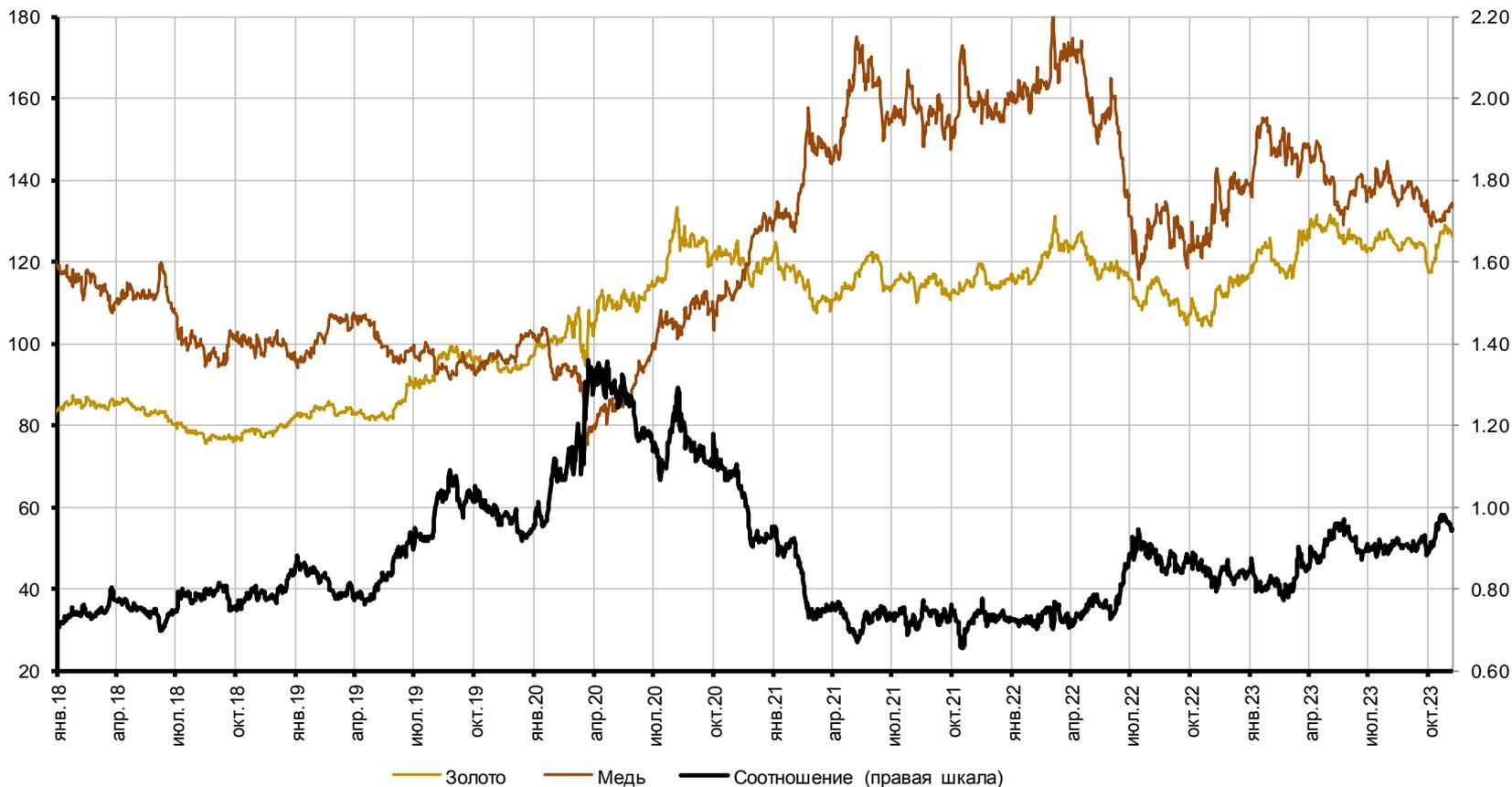


Темп прироста ВВП в реальном выражении (за скользящий год сентябрь 2022г. – август 2023г.) к аналогичному периоду предшествующего года вышел в положительную зону, составив +0.6% в соответствии с данными Росстата по 2 кв. 2023 г. включительно и оценками Минэкономразвития за июль-август 2023 г. Соответственно, в августе 2023 г. российская экономика вышла из рецессии, которая продлилась в совокупности десять месяцев.



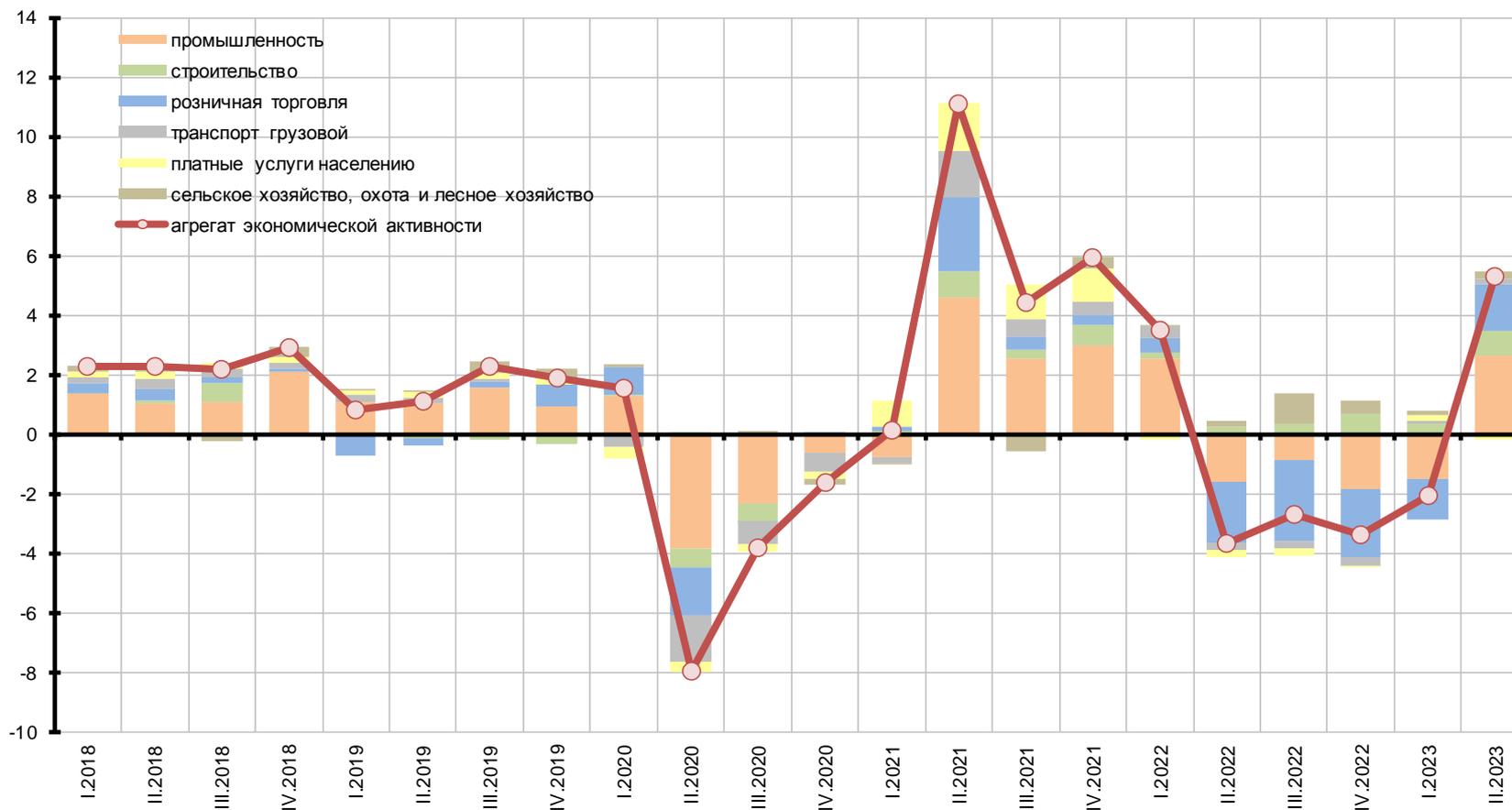
Значение *сводного опережающего индикатора выхода экономики из рецессии* в августе продолжало находиться на максимальной отметке (1.0), заметно превышающей пороговую (0.35). Таким образом, СОИ выхода из рецессии пятый месяц подряд продолжал сигнализировать о том, что рецессия продлится не более двенадцати месяцев, что соответствует действительности. Сохранению значения СОИ на максимальной отметке способствовали такие факторы как: улучшение опережающего индикатора, характеризующего будущие темпы роста экономики США (индикатор, рассчитываемый OECD); эффект ослабления реального эффективного курса рубля, оказывающий поддержку доходам экспортеров; прекращение повышения вероятности возникновения системного банковского кризиса.

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



На мировых товарных биржах ситуация немного изменилась, отражая большие воспринимаемые инвесторами риски (цены на золото – сберегательный актив - слегка подскочили относительно меди). Однако и сам прирост цен на золото был невелик, и цены на медь начали подтягиваться. В общем, пока можно говорить лишь об установившейся с середины лета тенденции медленного роста воспринимаемых инвесторами рисков (проявляющихся в повышении соотношения «золото/медь»).

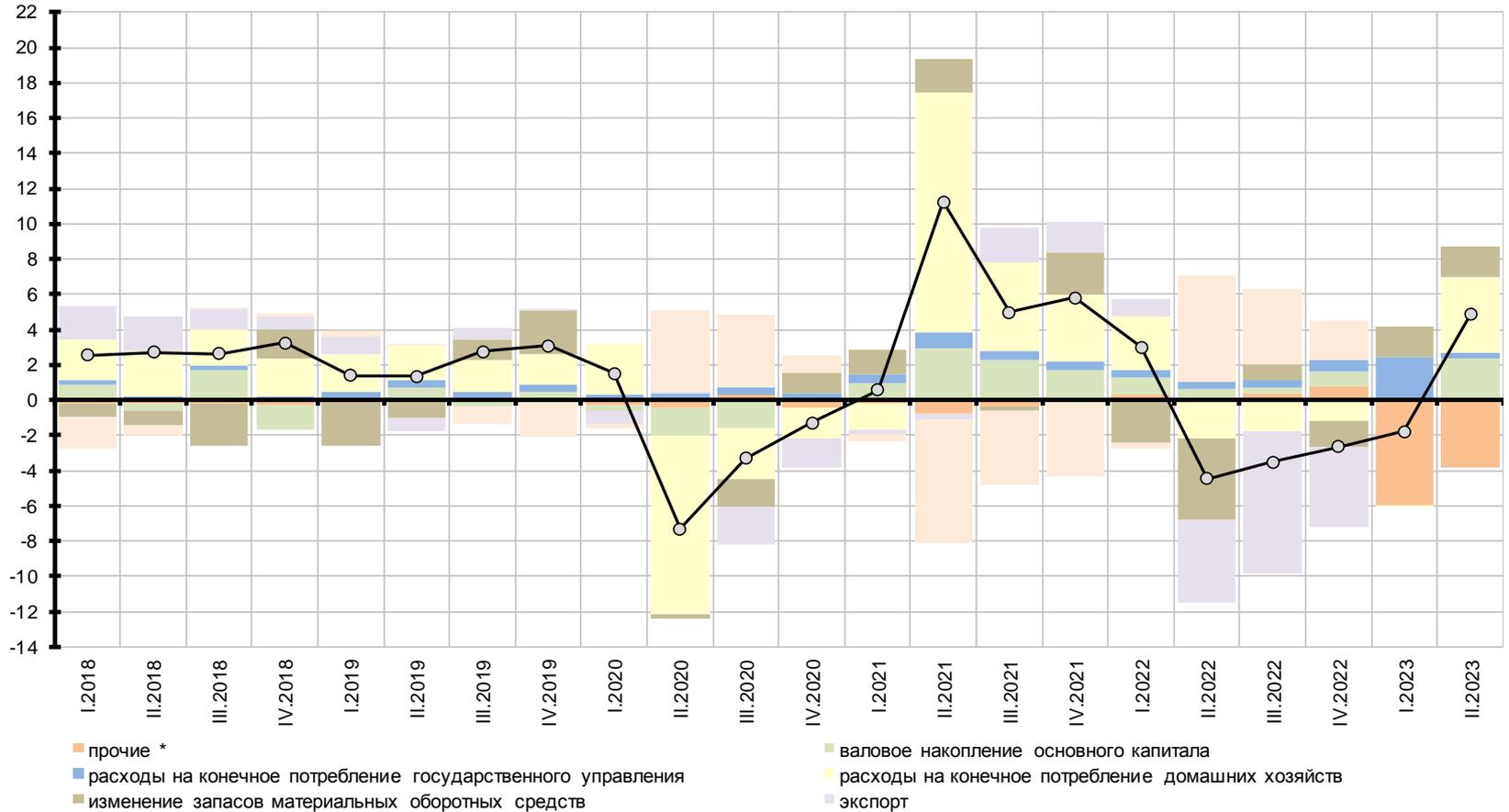
## Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)<sup>1</sup>



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).

<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)<sup>1</sup>

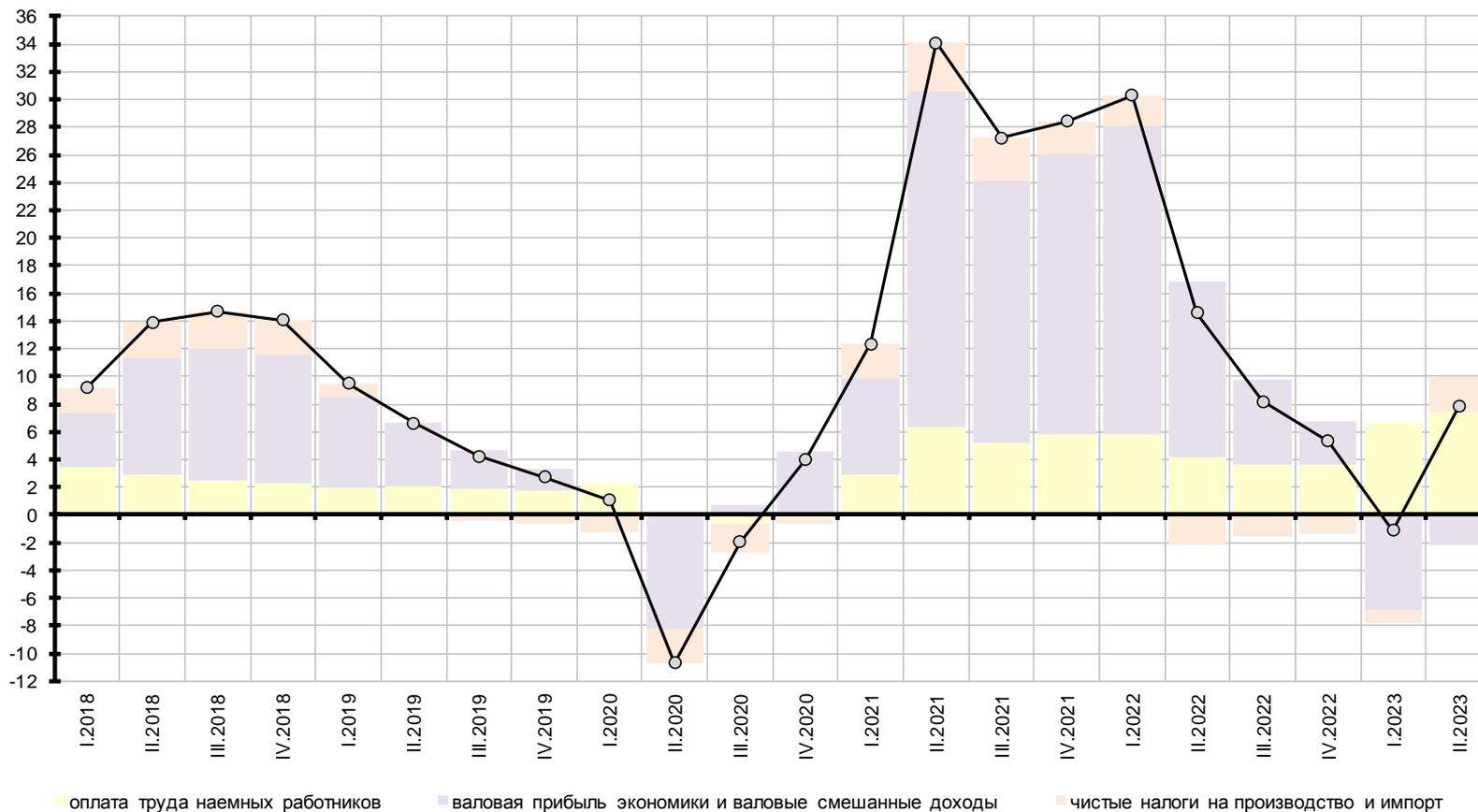


\* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

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.

<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Распределение прироста ВВП по компонентам доходов (к соот. кварталу предшествующего года, в текущих ценах, % к ВВП) <sup>1</sup>



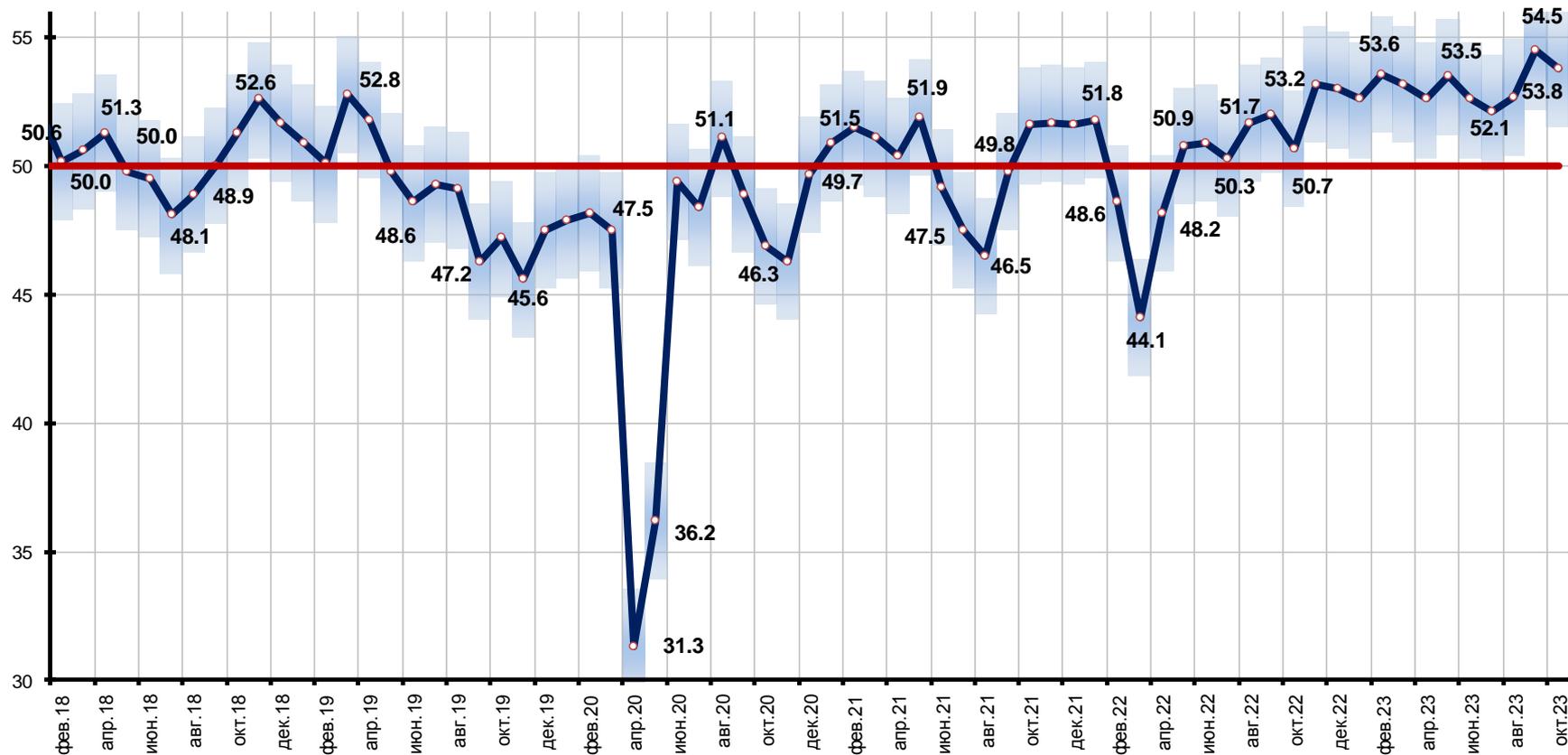
<sup>1</sup> В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

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.

<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# 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)

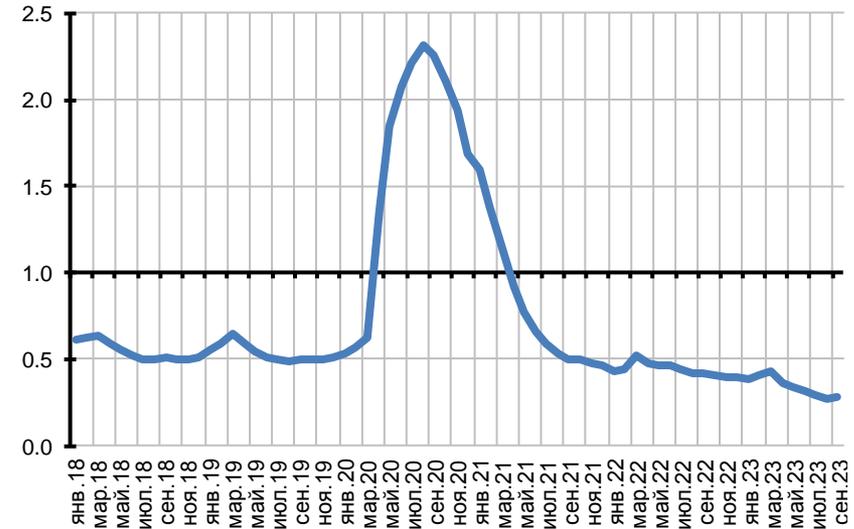
Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей немного понизился, что является, в сложившихся условиях, скорее позитивным фактором - предшествующий подъём знаменовал, скорее, «перелёт» оценок, с риском их необоснованно сильной коррекции в дальнейшем. Соответственно, «нормальный» уровень PMI сейчас можно оценить на уровне «умеренного оптимизма» – примерно в 51-52%.

# Рынок труда

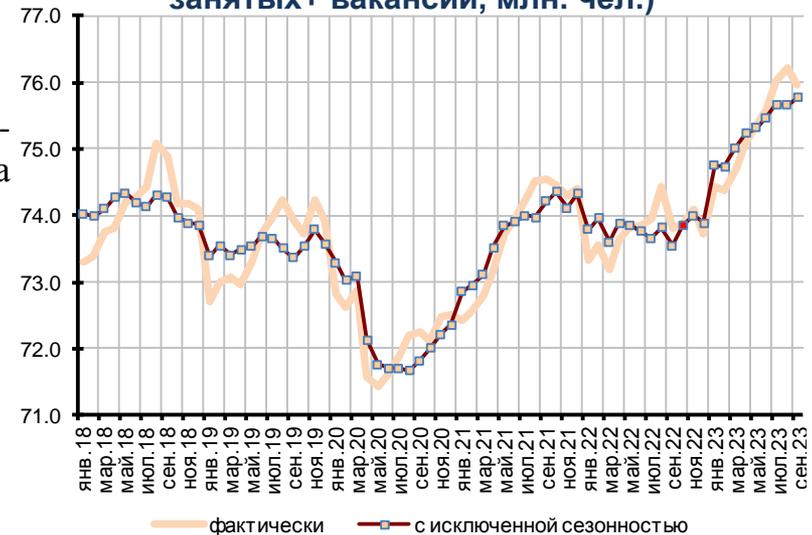
## Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



## Коэффициент напряженности на рынке труда,<sup>1</sup> сезонность устранена



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



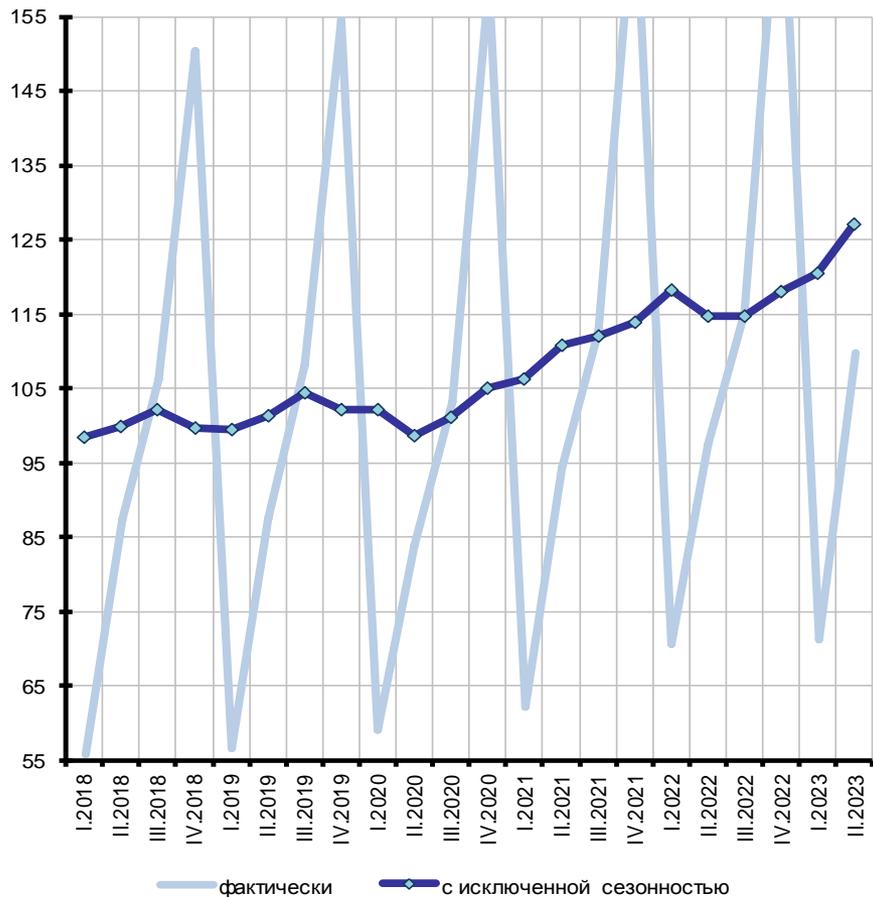
На рынке труда ситуация качественно почти не меняется. По-прежнему быстро снижается уровень безработицы. Спрос на рабочие места обновляет исторические максимумы.

<sup>1</sup> 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

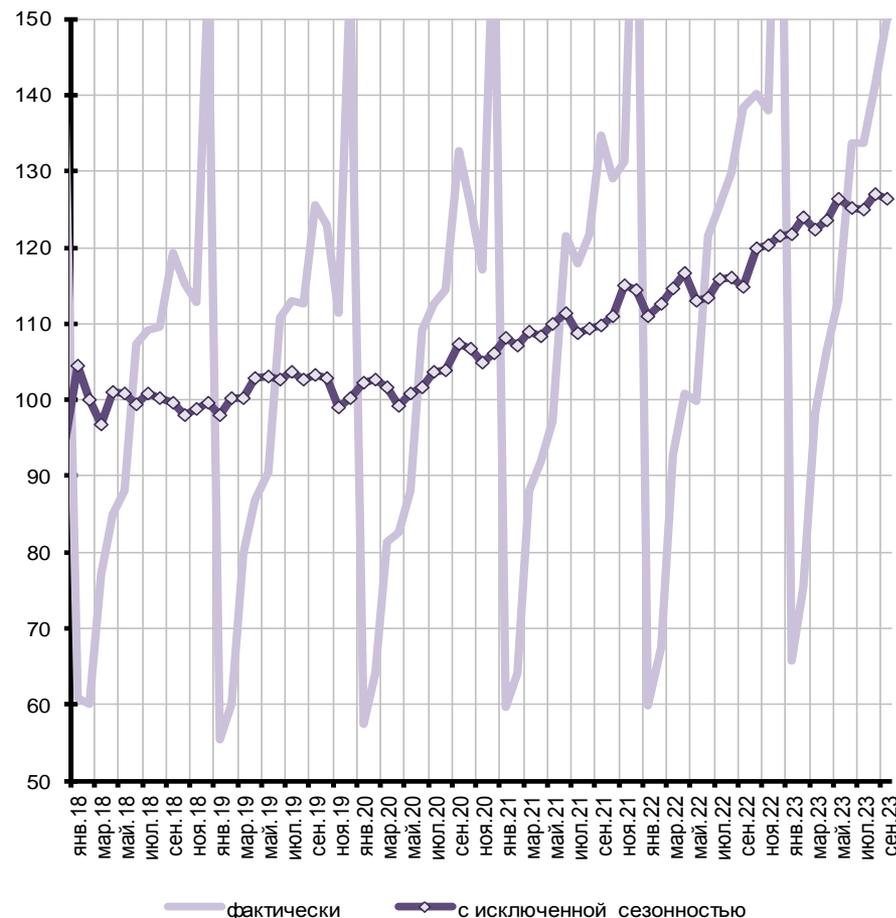
Инвестиции в основной капитал

(% к среднеквартальному значению 2018 г.)<sup>1</sup>



Строительство

(% к среднемесячному значению 2018 г.)



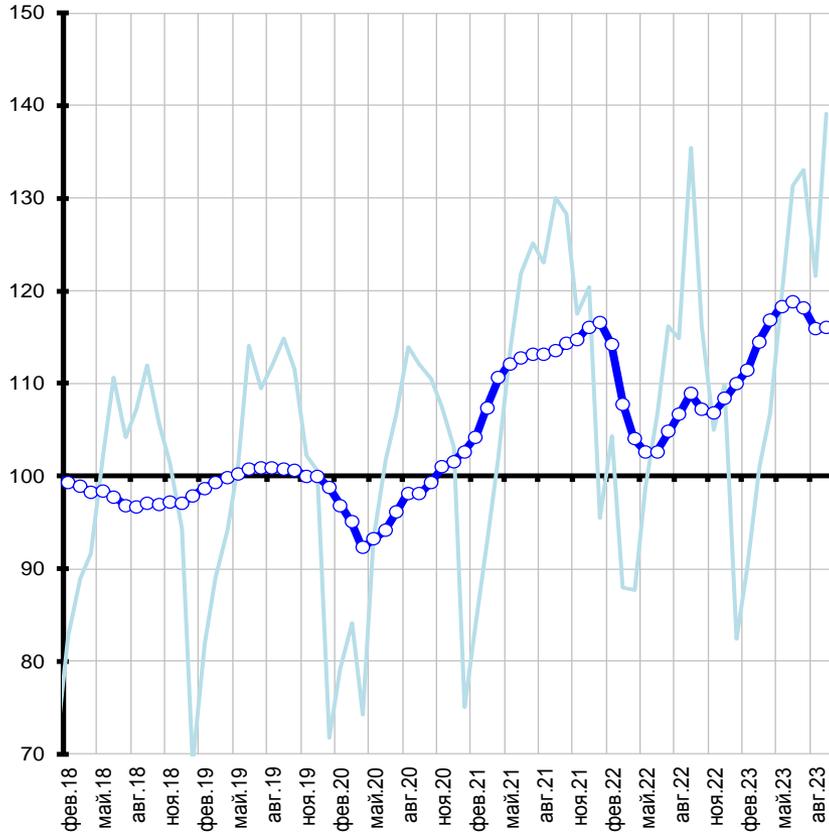
Во II кв. сохранился интенсивный рост *инвестиций в основной капитал* (первый квартал: +2.2%, второй: +5.3%, сезонность устранена). При этом ситуация в третьем квартале – неясна; судя по косвенным данным, инвестиции в машины и оборудование «просели» – что имеет явно негативный характер.

В *строительстве* рост «засбоил» (второй квартал: +0.8% в среднем за месяц, июль: -0.1%, август: +1.5%, сентябрь: -0.4%, сезонность устранена). Пока не ясно, идет ли (с учетом повышения ставки) переход к стагнации или имеет место лишь сугубо разовый «сбой».

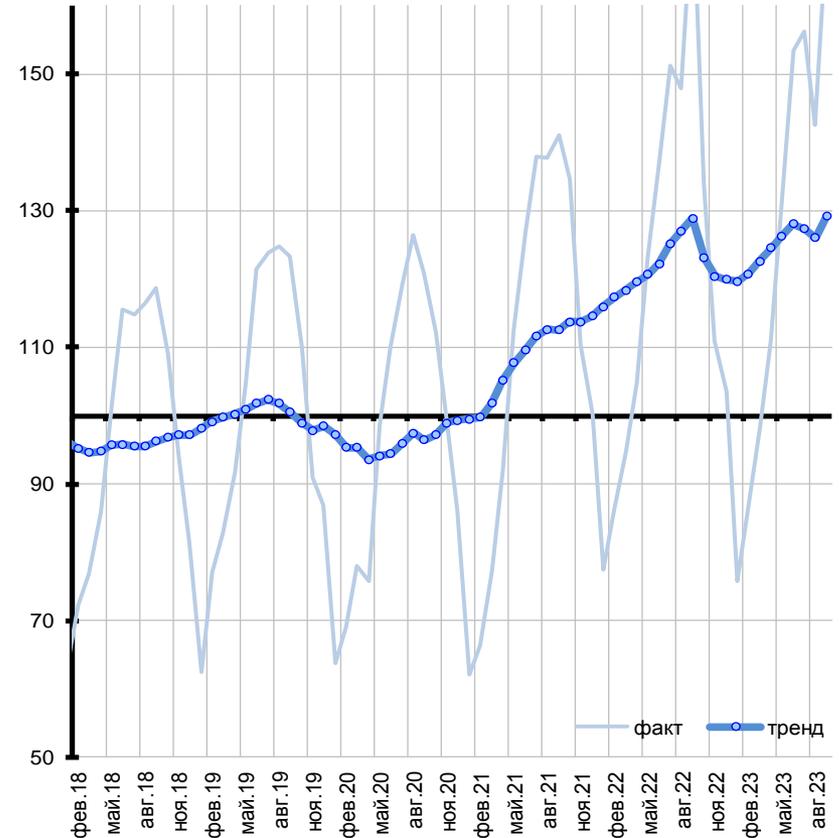
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

## Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



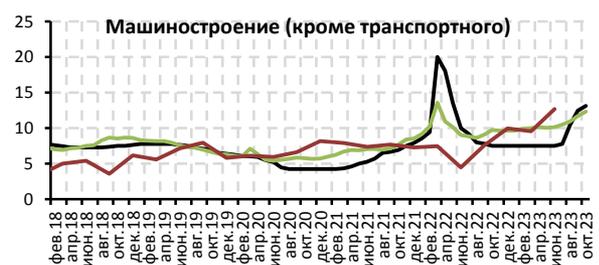
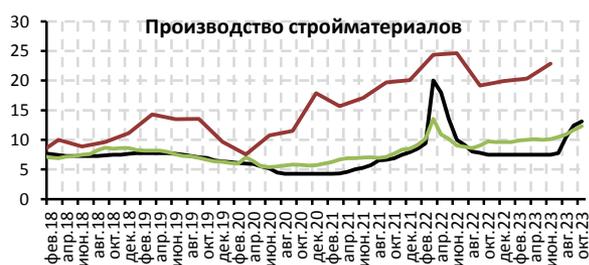
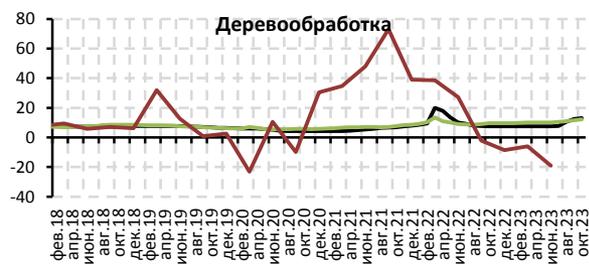
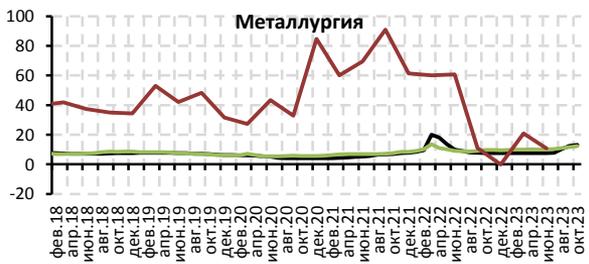
## Предложение стройматериалов



*Индекс инвестиционной активности*, представляющий из себя оценку предложения в экономике товаров инвестиционного назначения, после снижения в августе, в сентябре стабилизировался, причем на высоком уровне. Текущая интенсивность инвестактивности примерно соответствует максимумам 2021 г.

*Предложение базовых стройматериалов* также стабилизировалось, но эта стабилизация неустойчивая, в последние два месяца наблюдаются существенные конъюнктурные колебания.

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

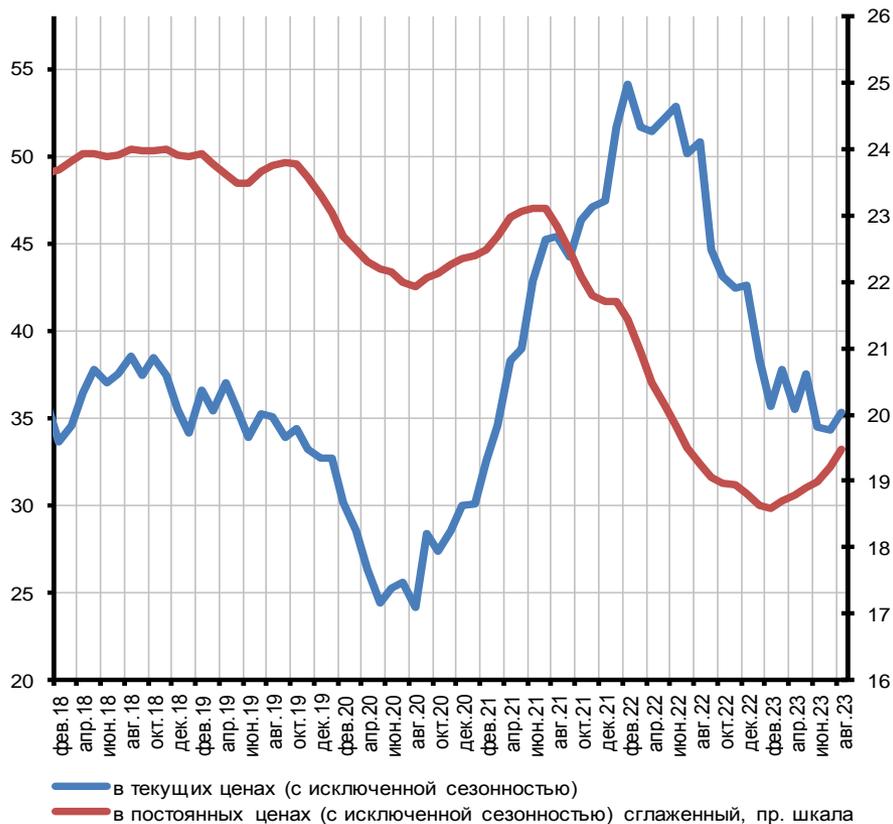


— Ключевая ставка      — Индикатор портфеля ОФЗ      — Рентабельность оборотных активов

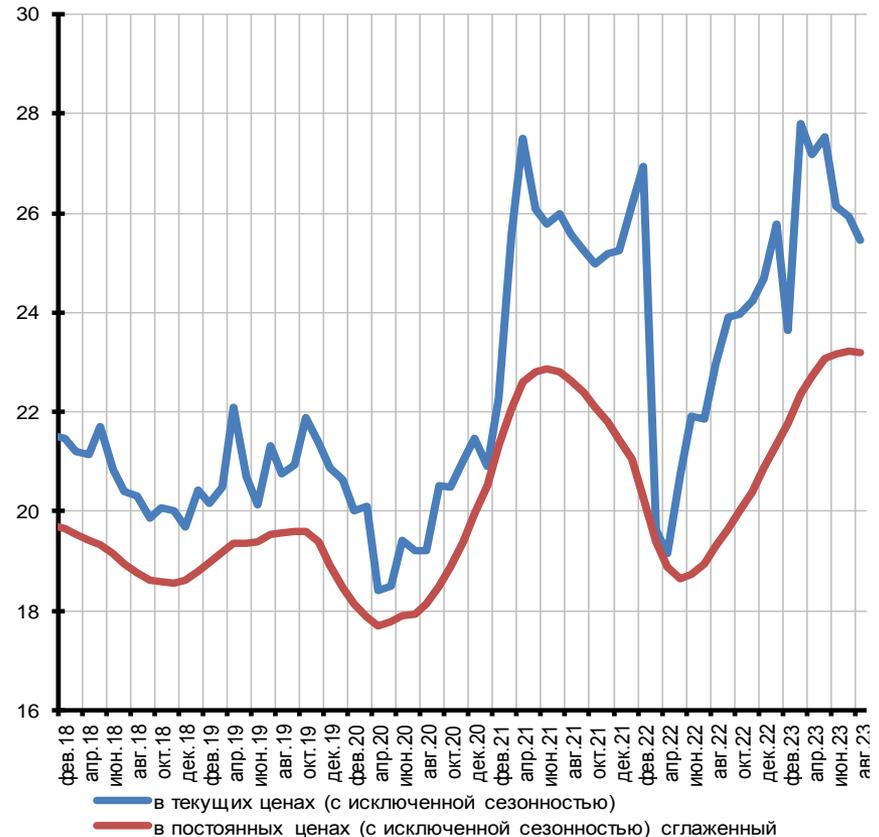
Повышение ключевой ставки Банка России выводит ставки денежного рынка на уровень, превышающий рентабельность бизнеса все для большего числа отраслей. Сейчас устойчиво превышают этот уровень разве что нефтегазовый сектор (рента!), производство стройматериалов, бумажная и пищевая отрасли (высокая скорость оборота).

# Спрос: внешняя торговля<sup>1</sup>

## Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



## Динамика импорта товаров (млрд. долл.)

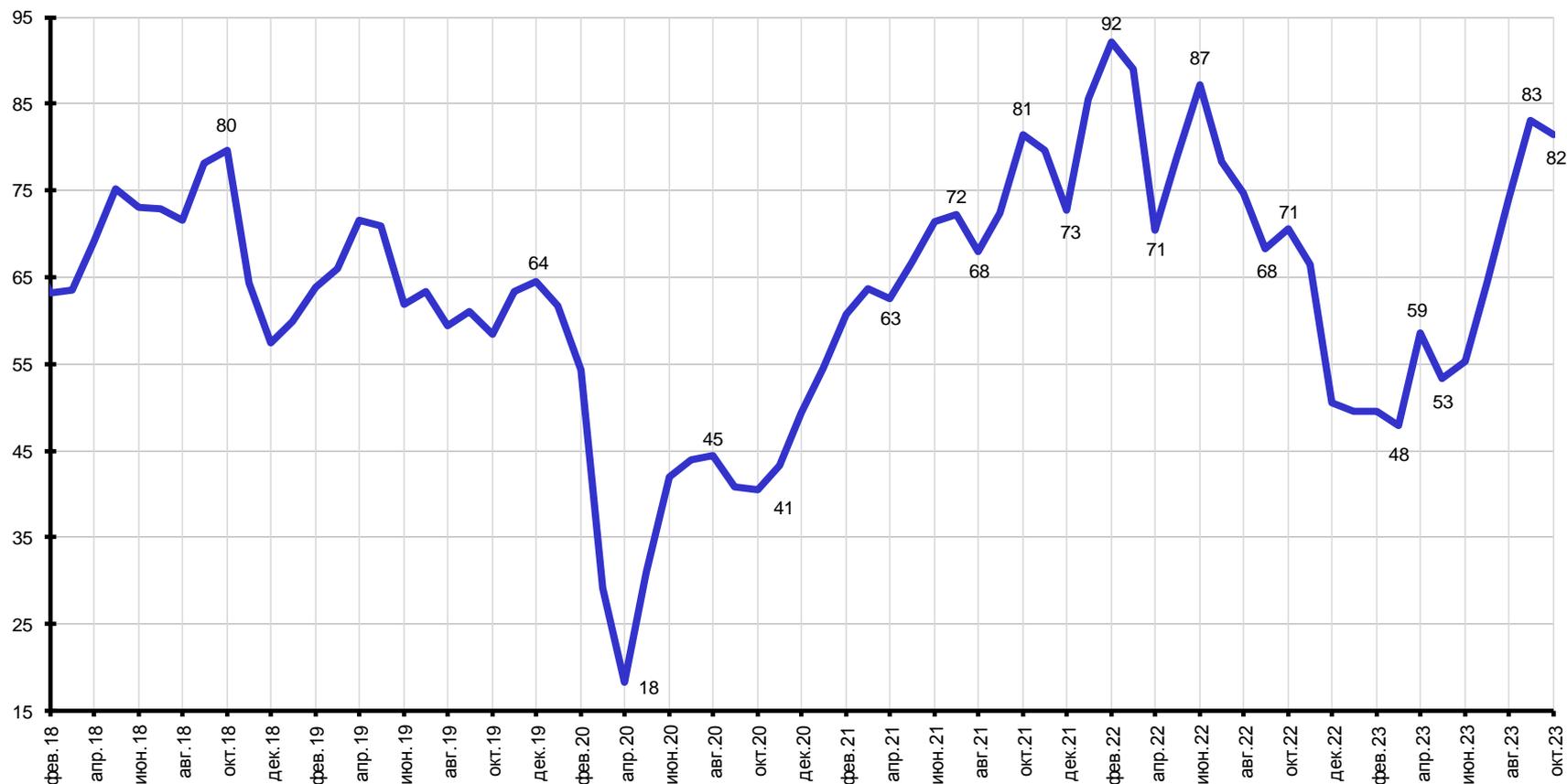


В сфере *экспорта товаров* (в физическом выражении, сезонность устранена) ситуация очень заметно улучшилась: уже можно говорить о довольно устойчивом росте вывоза товаров. В то же время, «проблема дисконта», похоже, не решена: стоимостной объём экспорта, в целом, снижается (сезонность устранена).

*Импорт товаров* (в физическом выражении, сезонность устранена) в целом, стабилизировался – правда, на очень высоком уровне. В то же время, в силу отмеченных ранее структурных сдвигов, цены на импорт (и его стоимостные объёмы, соответственно) заметно падают.

<sup>1</sup> На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

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

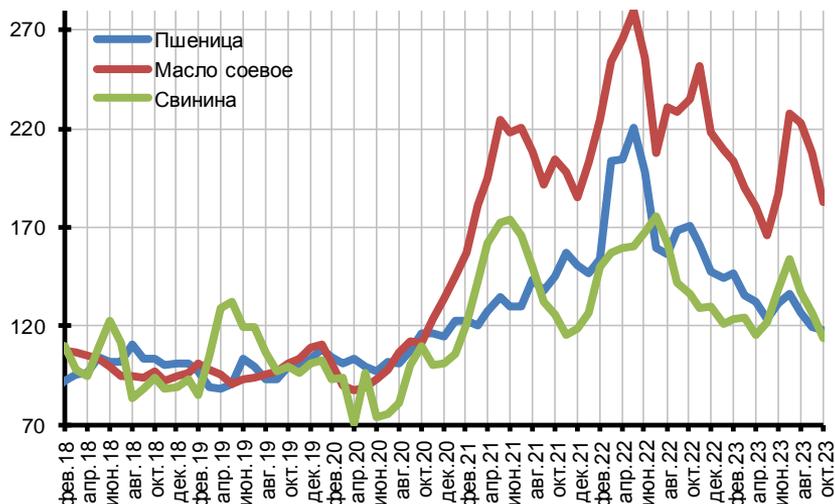


Средняя цена на нефть марки Urals в октябре 2023 г. составила 81.5 долл./барр. после 83.1 долл./барр. в сентябре. В первой декаде октября цены на нефть снижались из-за слабого восстановления китайской экономики. В начале месяца стало также известно о возобновлении работы нефтепровода из Иракского Курдистана в Турцию спустя полгода простоя. Однако во второй декаде октября цены на нефть перешли к росту на фоне обострения палестино-израильского конфликта, что может привести к перебоям в поставках из богатого нефтью региона Ближнего Востока. Также цены выросли после первых санкций США в отношении владельцев танкеров, перевозящих российскую нефть по цене выше установленного порога, что может сказаться на ограничении мирового предложения. Добыча сланцевой нефти в США в октябре уменьшалась третий месяц подряд, и страна планировала начать пополнение своих стратегических запасов нефти (дополнительный спрос). К третьей декаде месяца фактор ожиданий слабого мирового спроса на нефть пересилил, и цены вновь стали снижаться. США также смягчили ряд санкций против Венесуэлы, в том числе ее нефтегазового сектора. Дисконт нефти марки Urals к марке Brent в течение месяца составлял 15-16 долл./барр.

Источник: данные Минфина России

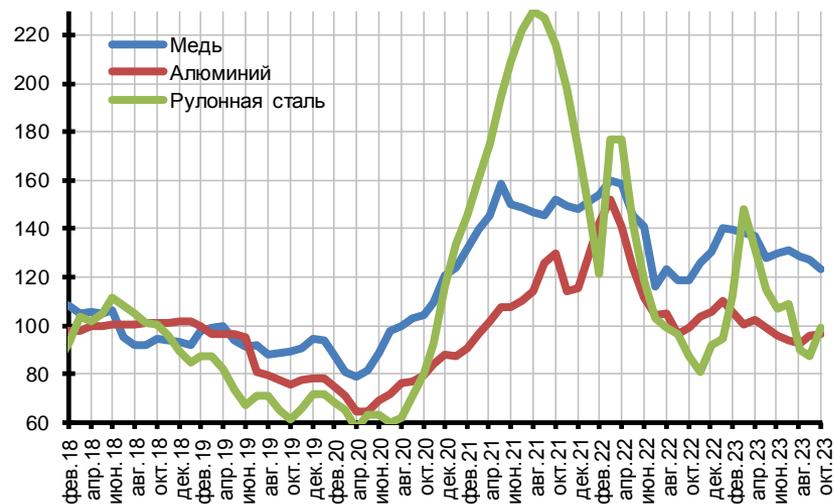
# Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

## Цены на продукцию сельского хозяйства\*



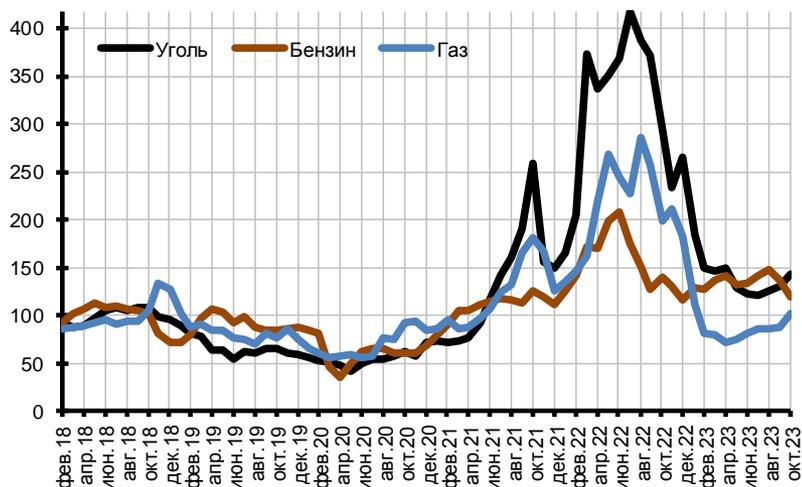
\* Пшеница – US Wheat Futures, CME  
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME  
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

## Цены на металлы\*



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

## Цены на топливо\*



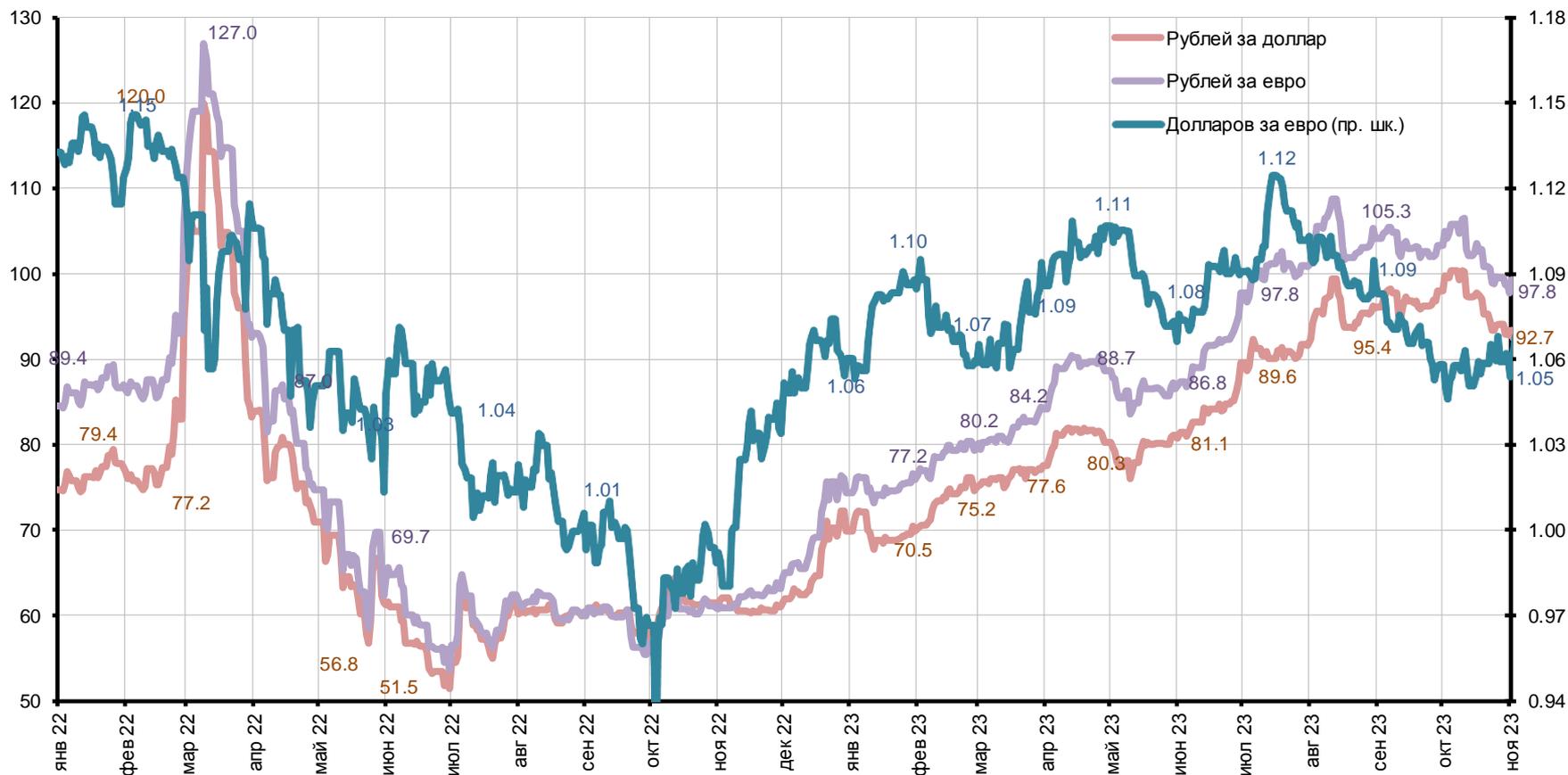
\* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE  
 Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE  
 Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на мировых рынках продовольствия стабильно снижаются – как уже отмечалось, в основном из-за действия сезонного фактора.

На рынках основных видов металлов ситуация в целом стабилизировалась – правда, с довольно высокой волатильностью.

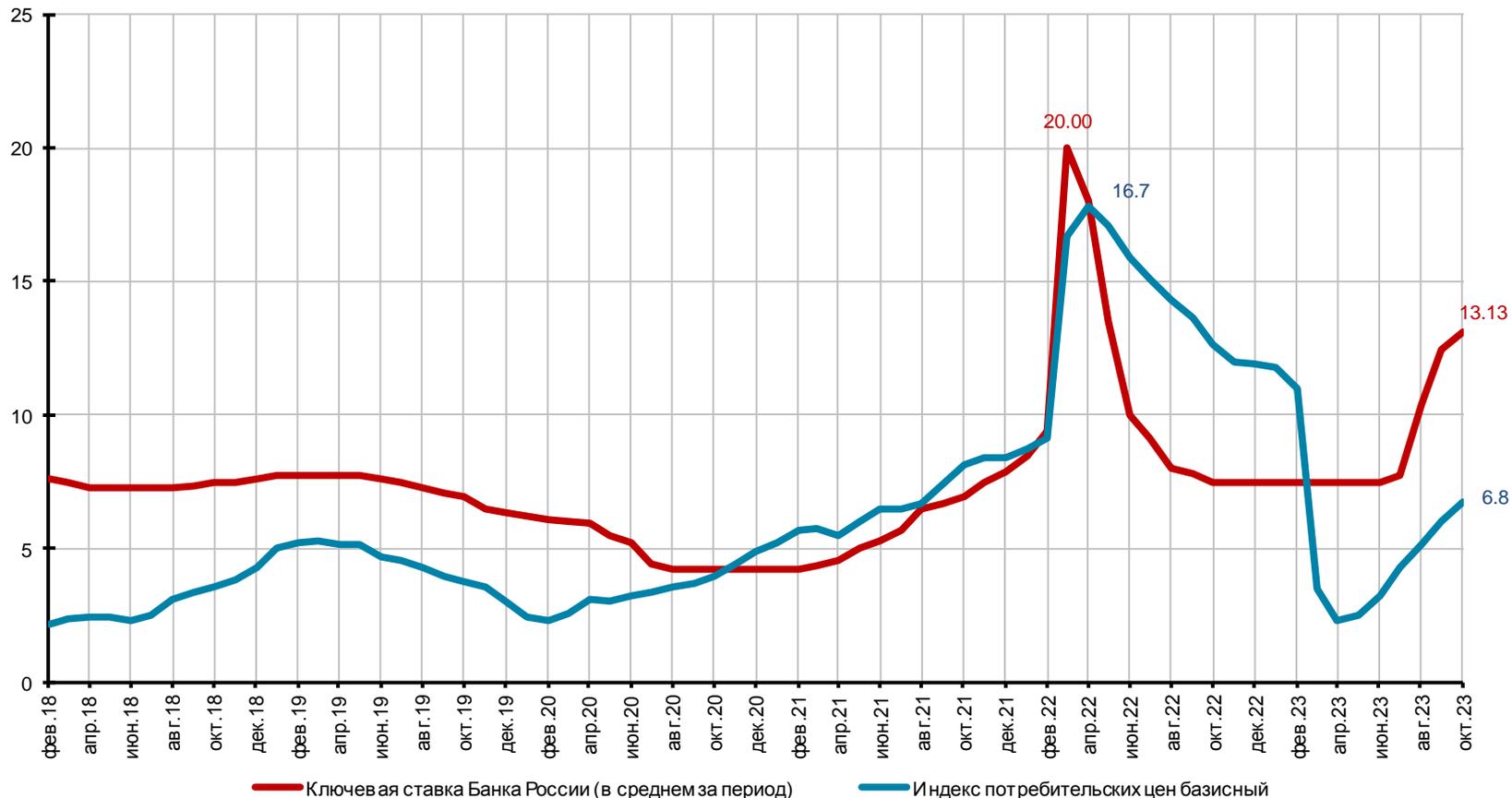
Динамика цен на топливо очень характерна: цены на уголь и на газ растут накануне зимнего отопительного сезона (формирование запасов в ПГХ). Цены на бензин (несмотря на резкое удорожание нефти в июле-сентябре) снизились, в силу сезонного уменьшения спроса.

# Динамика валютных курсов



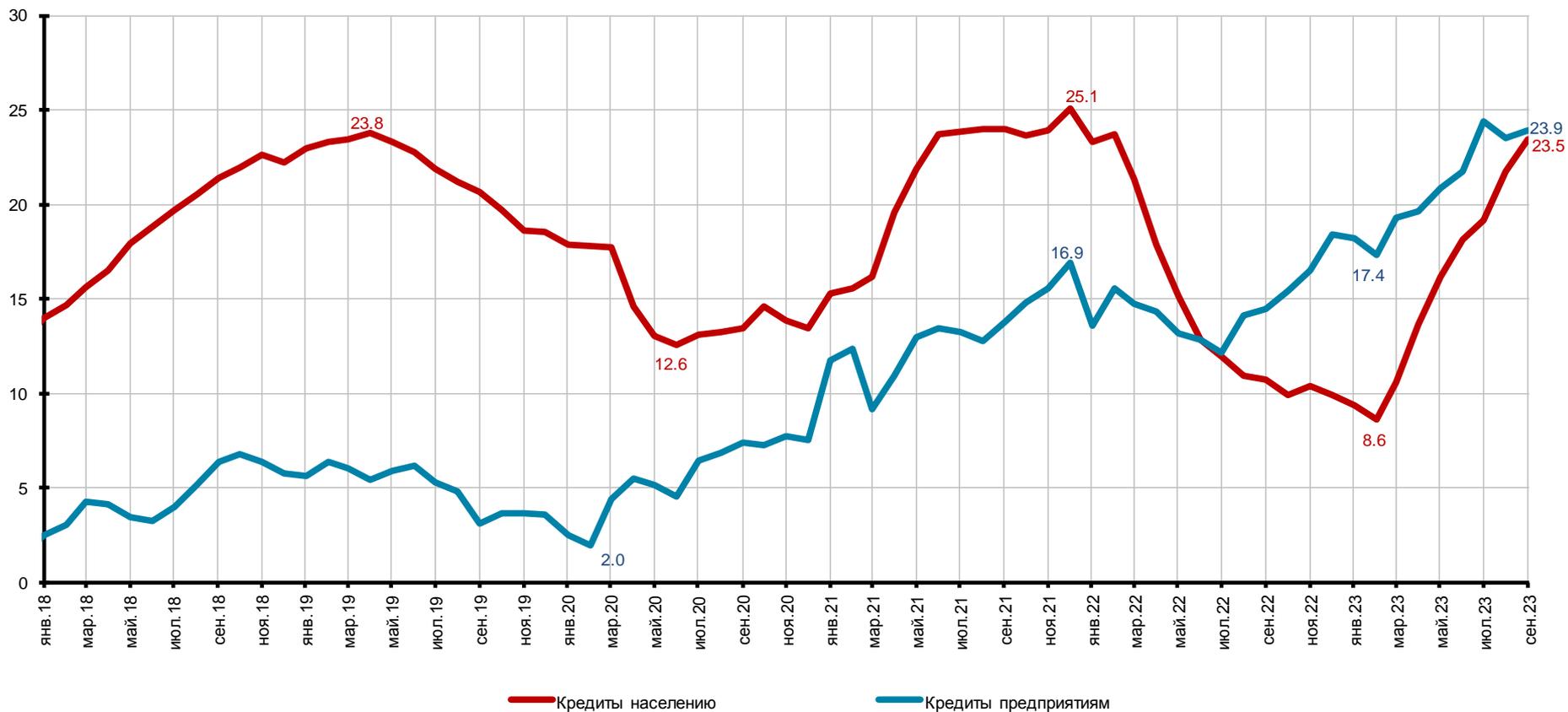
В октябре *ослабление рубля сменилось укреплением*. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю снизился за месяц на 5.4% и составил 95.0 руб. за корзину по состоянию на 1 ноября. Укреплению рубля, с одной стороны, способствовало повышение объемов продаж валютной выручки экспортерами. В октябре наблюдался заметный рост совокупного объема нефтегазовых доходов, в соответствии с оценками Минфина он составил 1.6 трлн руб. (для сравнения, в сентябре он был равен 0.7 трлн руб.). С другой стороны, дополнительным фактором поддержки рубля выступала продолжавшаяся приостановка покупки валюты Банком России в рамках бюджетного правила.

# Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



27 октября Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить *ключевую ставку* на 2.0 проц. п., до 15% годовых вследствие значительного усиления инфляционного давления. Как отмечается в пресс-релизе Банка России при сохранении существенных инфляционных рисков со стороны внутреннего спроса, опережающего возможности расширения производства, во внимании регулятора (помимо ускорения кредитования) - теперь учитывается и более медленное снижение бюджетного стимула в ближайшие годы (в соответствии с обновленными среднесрочными параметрами бюджетной политики), что потребует более жесткой денежно-кредитной политики. По итогам октября инфляционные ожидания населения снизились с 11.7% до 11.2%. Согласно обновленному прогнозу Банка России годовая инфляция составит 7-7.5% в 2023 г. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 15 декабря 2023 года.

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

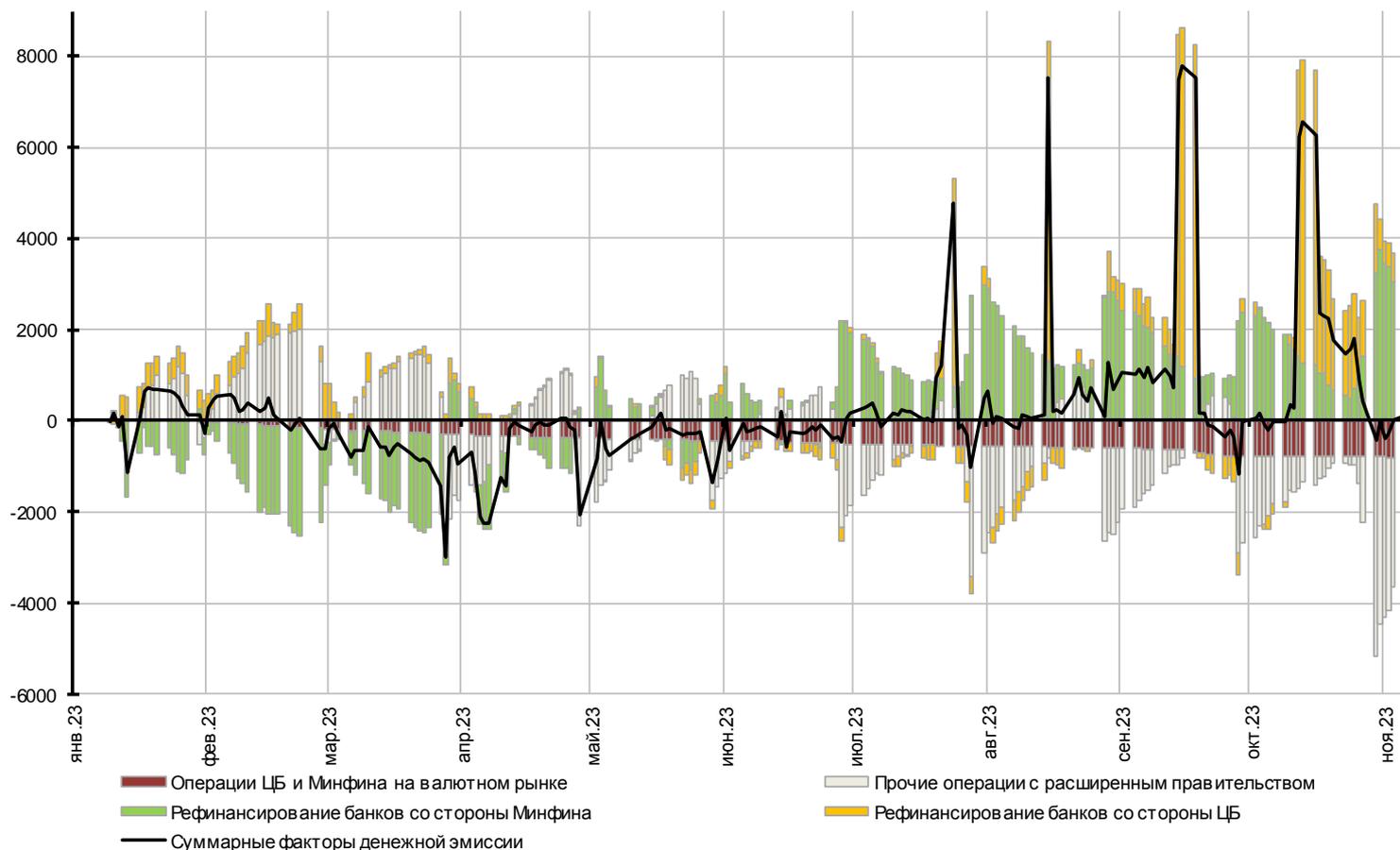


Кредиты населению

Кредиты предприятиям

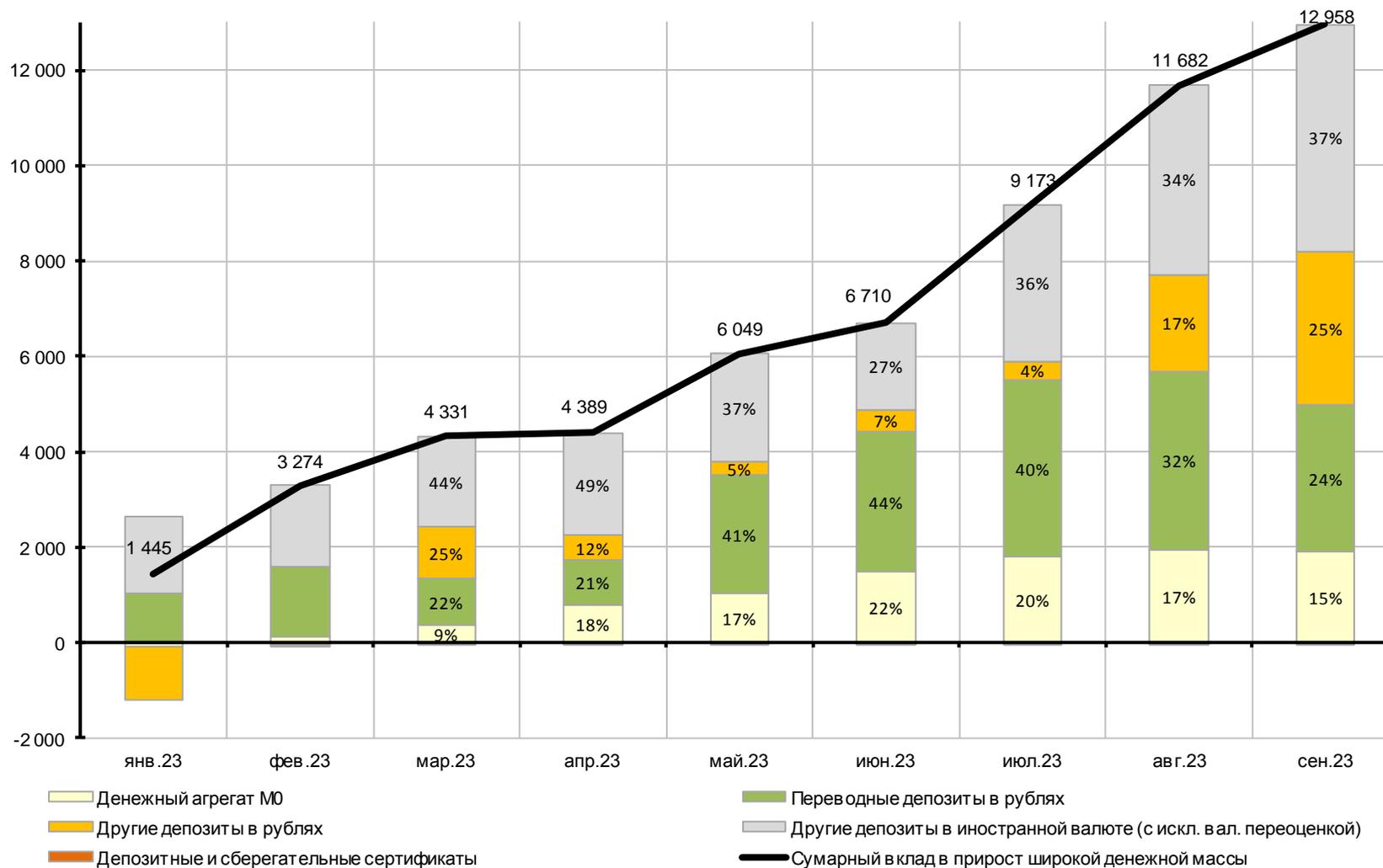
В сентябре темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 23.5%, что на 1.7 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Темпы прироста в сегменте ипотечного кредитования продолжали ускоряться (сентябрь: +4.2%, август: +3.7%) на фоне стремления граждан удовлетворить свой спрос на ипотечные ссуды до повышения первоначального взноса по льготным программам, а также на фоне опасений относительно повышения цен на недвижимость в связи с ослаблением рубля. В сегменте необеспеченных потребительских кредитов наблюдалось значительное замедление темпов прироста (сентябрь: +1.5%, август: +2.4%) вследствие увеличения процентных ставок и наметившегося спада потребительской активности. Активность в сегменте *корпоративного кредитования* стабилизировалась. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в августе-сентябре составляет порядка 24%. Значительный объем кредитов был предоставлен горнометаллургическим, нефтегазовым и энергетическим компаниям. Около 15% прироста пришлось на проектное финансирование строительства жилья.

# 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. В течение октября (начиная с нового периода усреднения обязательных резервов 11.10) баланс факторов денежной эмиссии длительное время оставался на повышенном положительном уровне в связи с привлечением банками средств на усреднение от Банка России по более низким ставкам в преддверии повышения ключевой ставки. После решения по ключевой ставке, с конца октября баланс факторов эмиссии вернулся в околонулевую зону, а дополнительное расширение оттока средств по бюджетному каналу опять же практически в полной мере покрывается операциями с Минфином РФ.

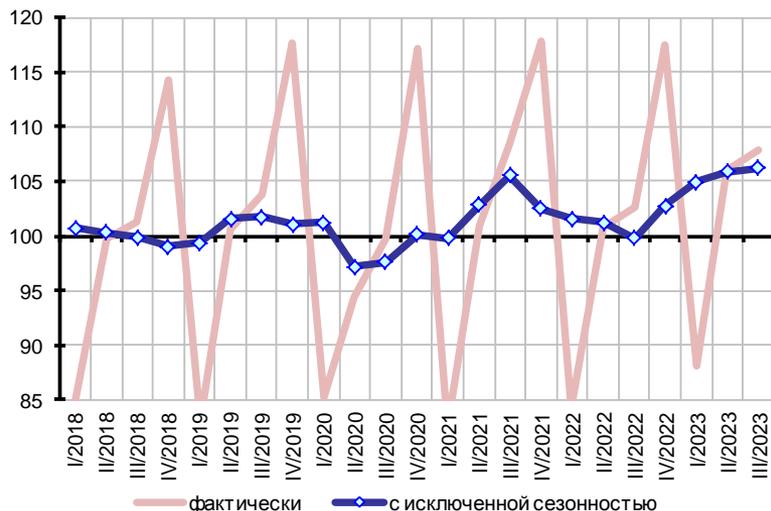
# Факторы роста широкой денежной массы (млрд руб., накопленным итогом с начала года)



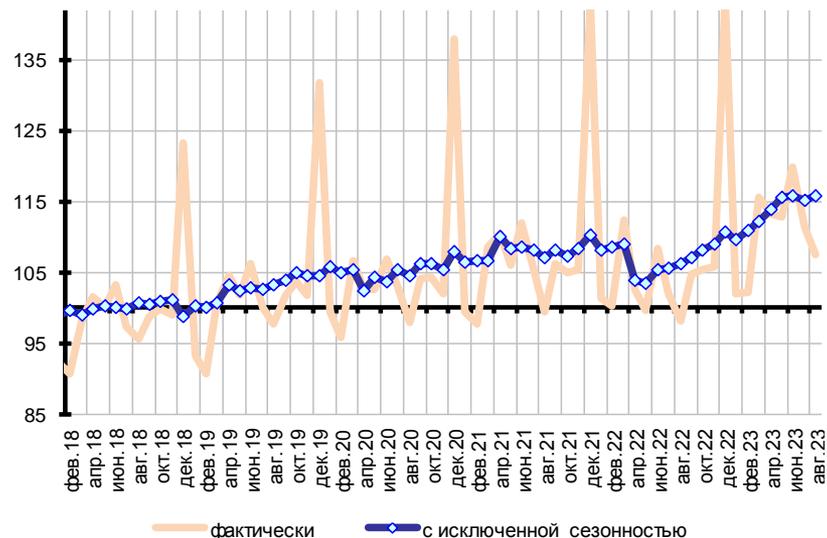
В сентябре *широкая денежная масса* (M2X) выросла на 0.7% м/м после 2.7% в августе. Основным источником ее роста (при сохранении значимой роли валютных вкладов), как и в предыдущем месяце, выступал фактор роста рублевых депозитов как предприятий, так и населения (почти в полной мере за счет вторых). Значительный рост депозитных счетов, а также частичный переток средств на них с текущих счетов, являются следствием повышения привлекательности вкладов на фоне повышений ключевой ставки в августе и сентябре. Годовые темпы увеличения M2X практически не изменились и составили 23.2% после 23.3% в августе.

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

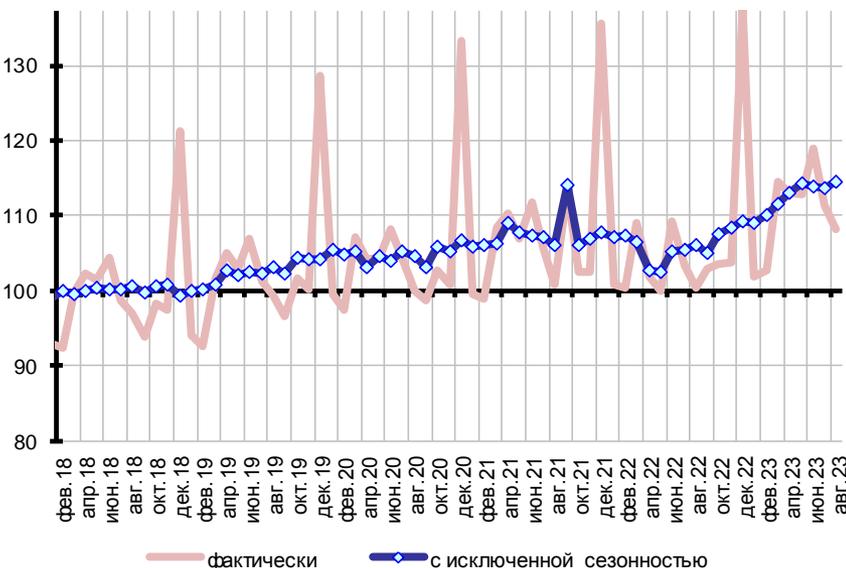
## Реальные располагаемые доходы населения<sup>1</sup>



## Реальная начисленная заработная плата



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



Несмотря на некоторое повышение, в целом можно говорить о стабилизации *реальной заработной платы* (июнь: +0.3%, июль: -0.5%, август: +0.6%, сезонность устранена). Похоже, что сочетание высокой инфляции с проблемами компаний ограничивает (несмотря на дефицит труда) возможности адаптации компаний.

*Основные реальные денежные доходы населения*<sup>2</sup> ведут себя точно так же, как реальная зарплата – разве что, есть все же незначительная тенденция к росту (июнь: -0.4%, июль: -0.2%, август: +0.6%, сезонность устранена).

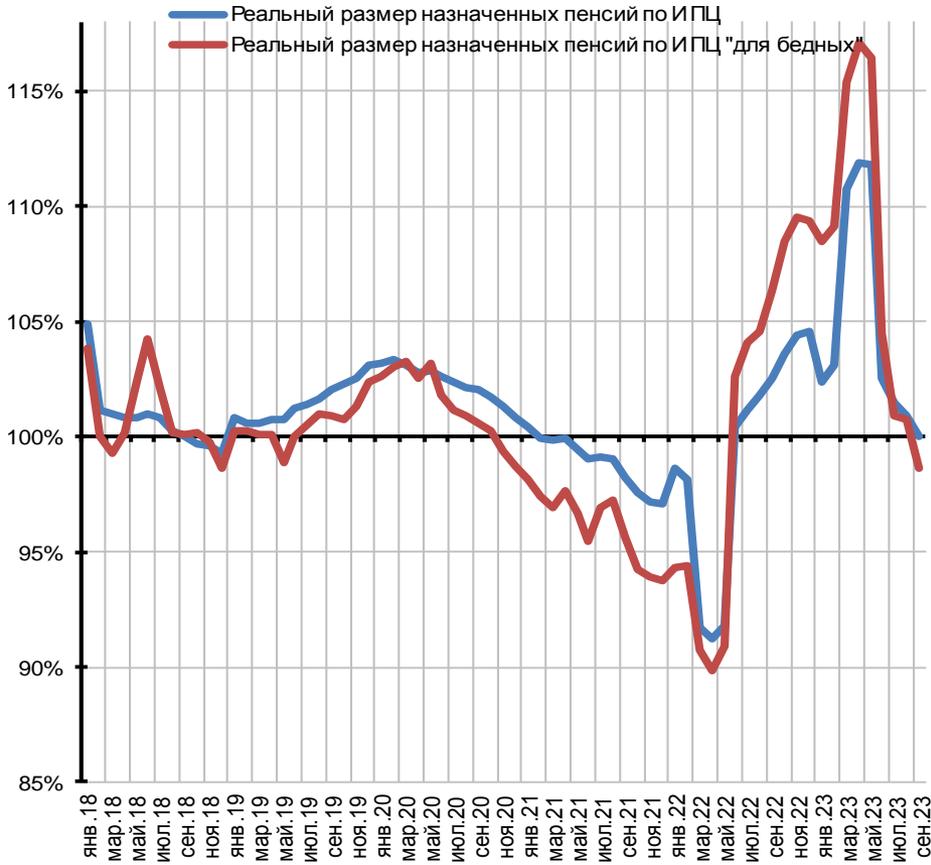
Соответственно, рост *реальных располагаемых доходов населения*, как и ожидалось, резко затормозился (первый квартал: +2.1%, второй: +0.9%, третий квартал: +0.3%, сезонность устранена).

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

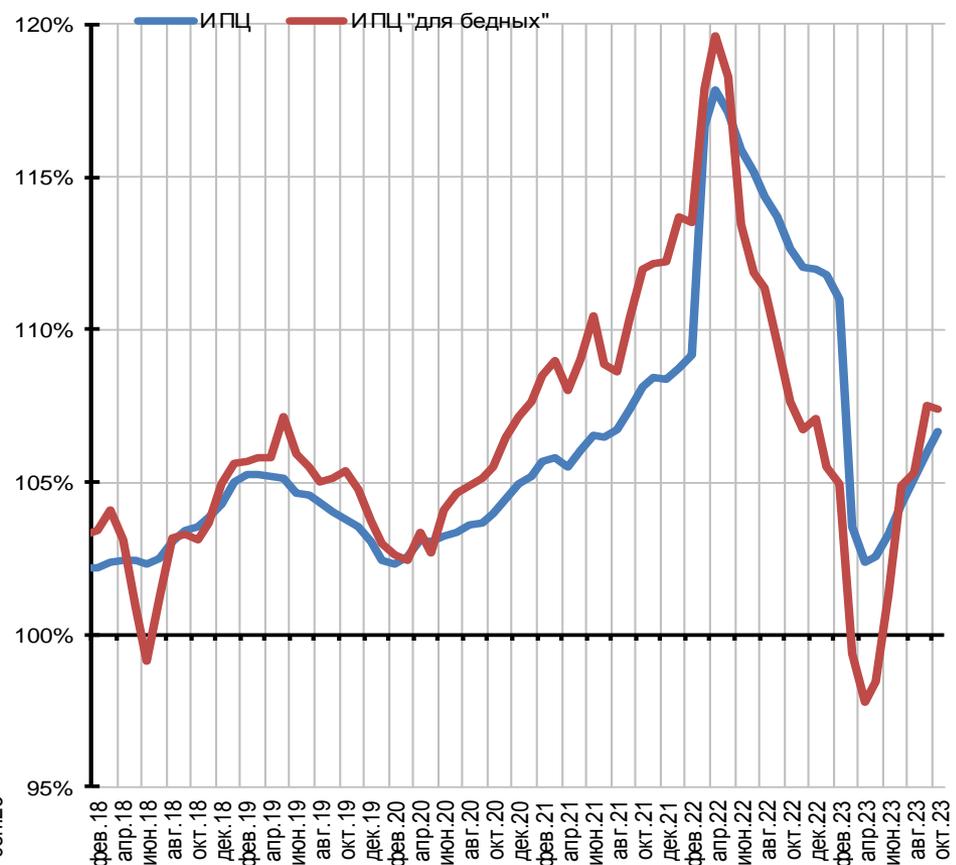
<sup>2</sup> Агрегат включает взвешенные размеры среднемесячной начисленной заработной платы, среднемесячной начисленной пенсии (ПФР) и начисленные проценты по рублевым вкладам и депозитам, приведенные к постоянным ценам с помощью ИПЦ

# Инфляция «для бедных»<sup>1</sup>

Реальный размер назначенных пенсий<sup>2</sup>  
(% к соотв. месяцу предшествующего года)



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



Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции («инфляции для бедных») продолжает оставаться отрицательным: рост цен на продукты, являющиеся основой потребления бедного населения, существенно опережает средний уровень

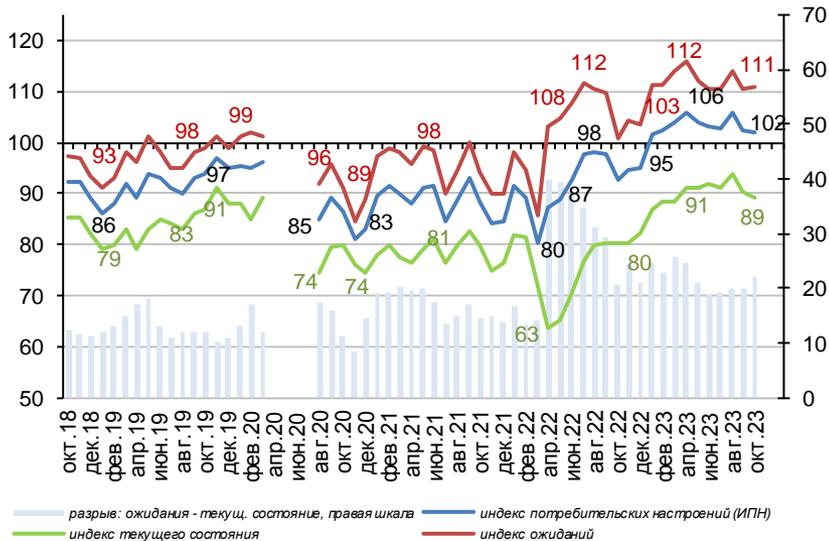
В результате, реальный размер назначенных пенсий, переоцененный по ИПЦ, для бедных снизился.

<sup>1</sup> 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

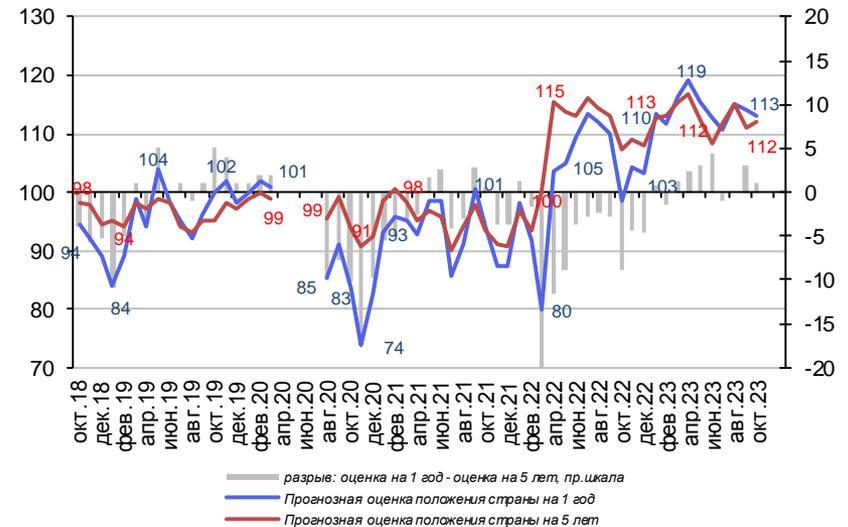
<sup>2</sup> Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным СФР

# Потребительские настроения населения

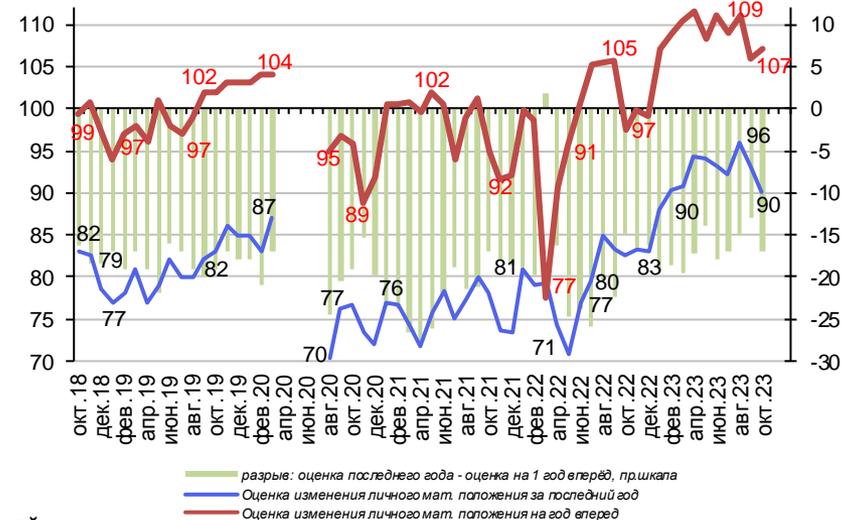
## Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса<sup>1</sup> (пункты)



## Оценка населением экономического положения страны (пункты)



## Оценка населением личного материального положения (пункты)

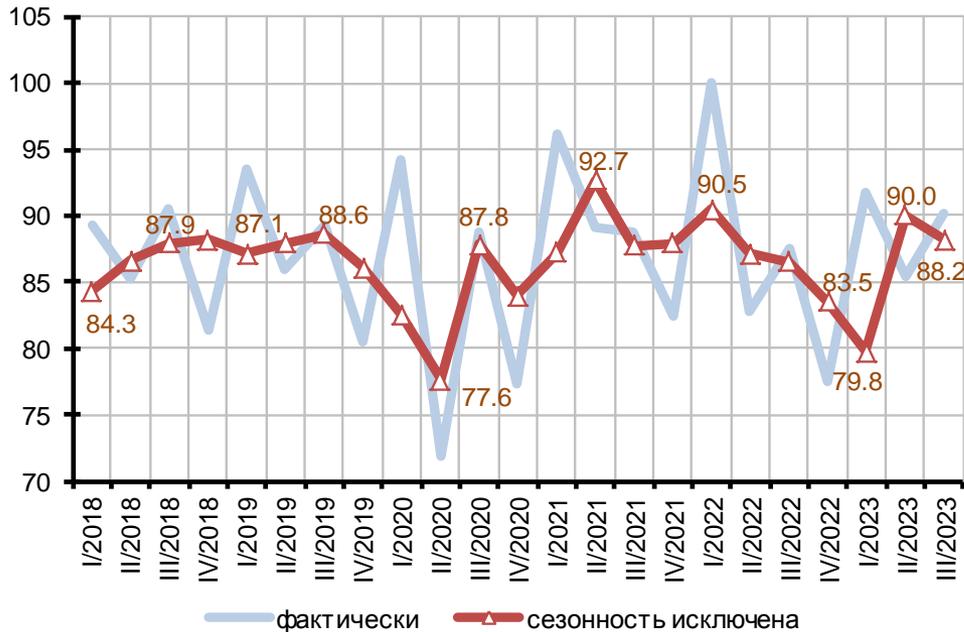


В части *потребительских настроений* населения ситуация остаётся в целом стабильной, разве что немного ухудшились оценки текущего состояния.

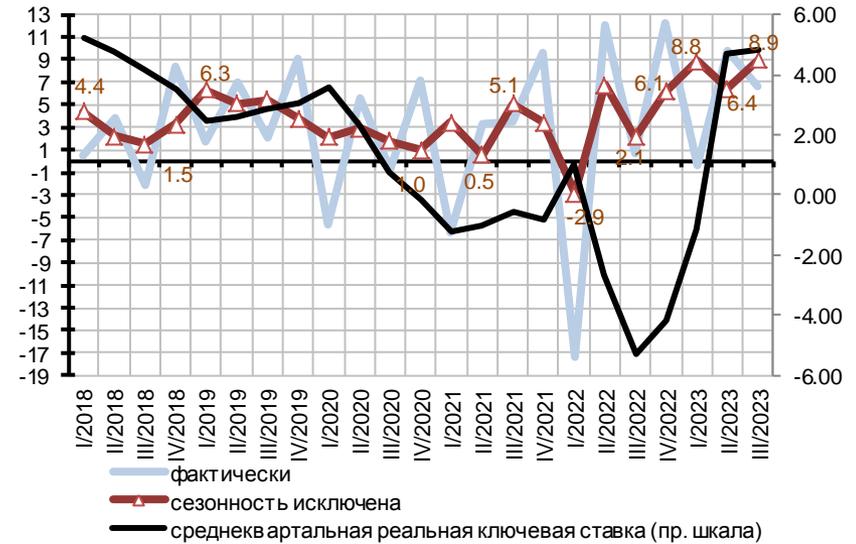
<sup>1</sup> Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

# Норма потребления и норма сбережений населения

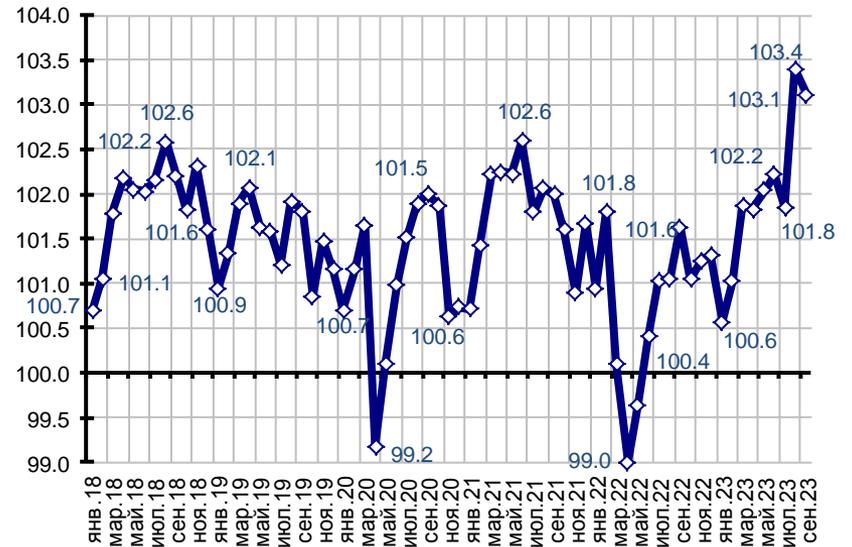
## Норма потребления<sup>1</sup> (% к располагаемым доходам)



## Норма сбережения во вкладах<sup>2,3</sup> (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка



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



В сфере потребительского поведения в III кв. ситуация развивается довольно предсказуемым образом, с учетом повышения процентных ставок. *Норма сбережения во вкладах*, разумеется, возросла - правда, пока скорее «выйдя на среднесрочную стабилизацию», причём, на необычно высоком уровне.

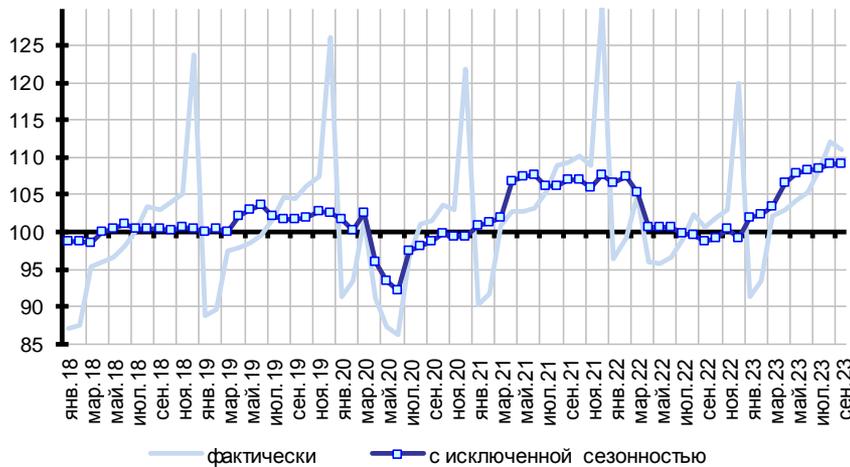
*Норма потребления*, наоборот, немного снизилась – после резкого, «предкризисного» скачка во II кв. (отчасти обусловленного скачком кредитования по принципу «бери кредит сейчас – ставки быстро растут») Скорее всего, в конце года эти тенденции закрепятся, что поведёт к дальнейшему торможению потребления и экономического роста.

<sup>1</sup> 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.

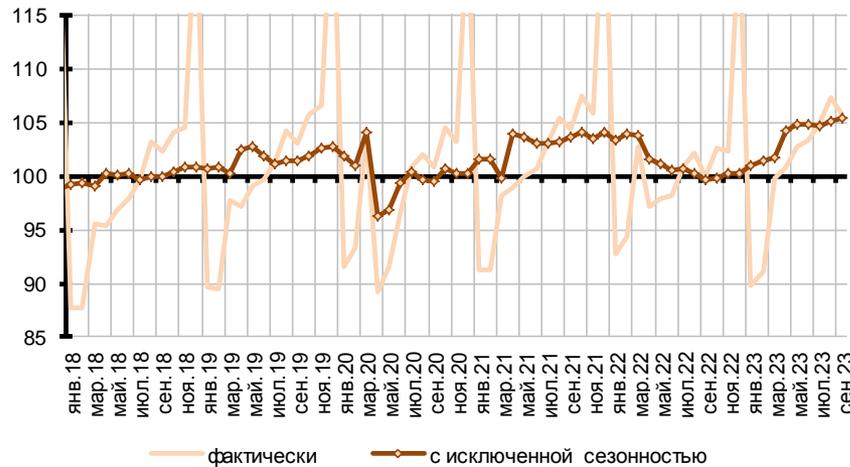
<sup>2</sup> Методология Росстата 2014 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов.

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

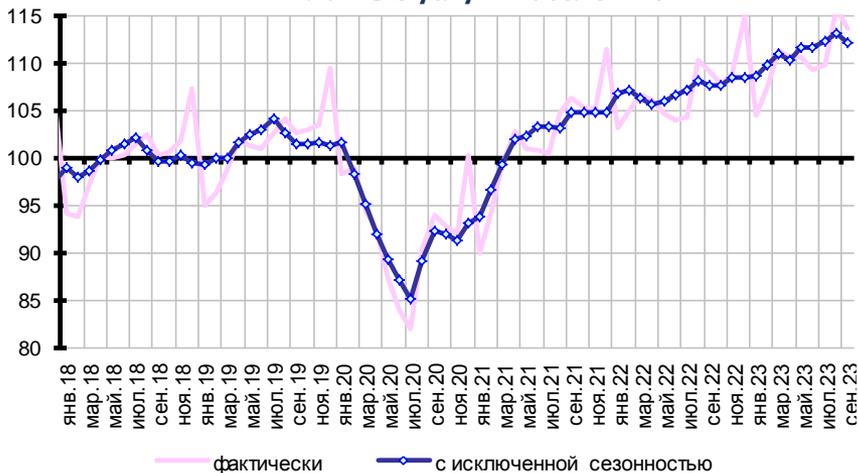
## Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



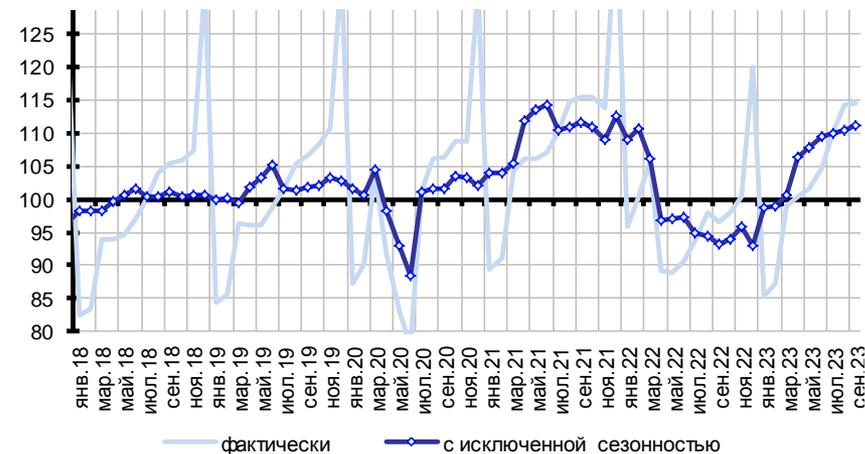
## Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



## Платные услуги населению



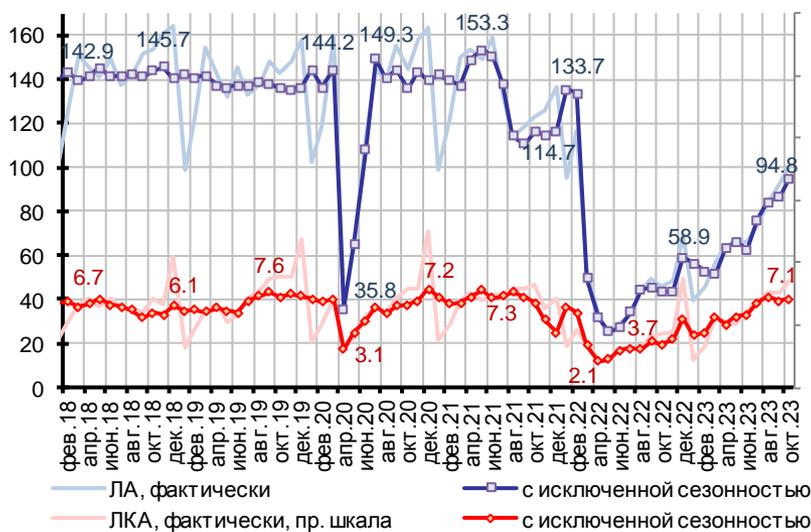
## Оборот непродовольственными товарами



Потребление населения почти перестало расти (июль: +0.2%, август: +0.5%, сентябрь: +0.1%, сезонность устранена). При этом, продажи непродовольственных товаров продолжают расширяться (июль: +0.6%, август: +0.4%, сентябрь: +0.7%, сезонность устранена), видимо, на продолжавшемся на начало осени кредитном «разогреве». Продажи продовольствия в целом, стагнируют (июль: -0.2%, август: +0.5%, сентябрь: +0.2%, сезонность устранена), вероятно, из-за усиления «продовольственной» инфляции. Потребление платных услуг заметно скорректировалось, правда, после длительного интенсивного роста (июль: +0.6%, август: +0.8%, сентябрь: -0.9%, сезонность устранена).

# Продажи новых автомобилей (тыс. штук)

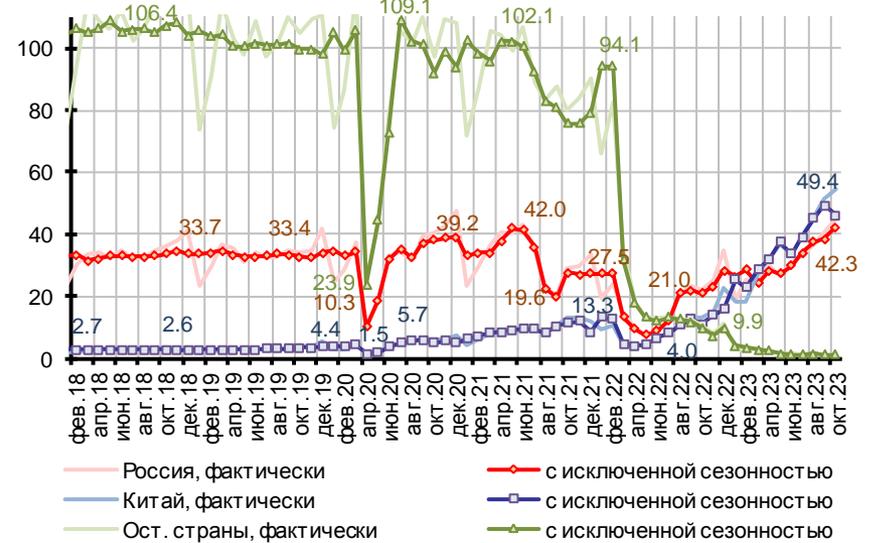
Легковых автомобилей (ЛА) и легких коммерческих автомобилей (ЛКА) всего



На рынках легковых автомобилей рост усилился (сезонность устранена) — причём, исключительно за счёт продаж российских машин (продажи китайских, на фоне коррекции рубля, упали). Возможно это признак «предкризисного» кредитного потребления, в ожидании дальнейшего повышения ставки. Скоро узнаем.

На рынке ЛКА сохраняется стагнация (сезонность устранена) — наших машин продано чуть меньше, китайских чуть больше, но в общем «около нуля». Повторим, что продажи ЛКА — важный косвенный индикатор состояния малого бизнеса.

ЛА произведенных в России, Китае и остальных странах

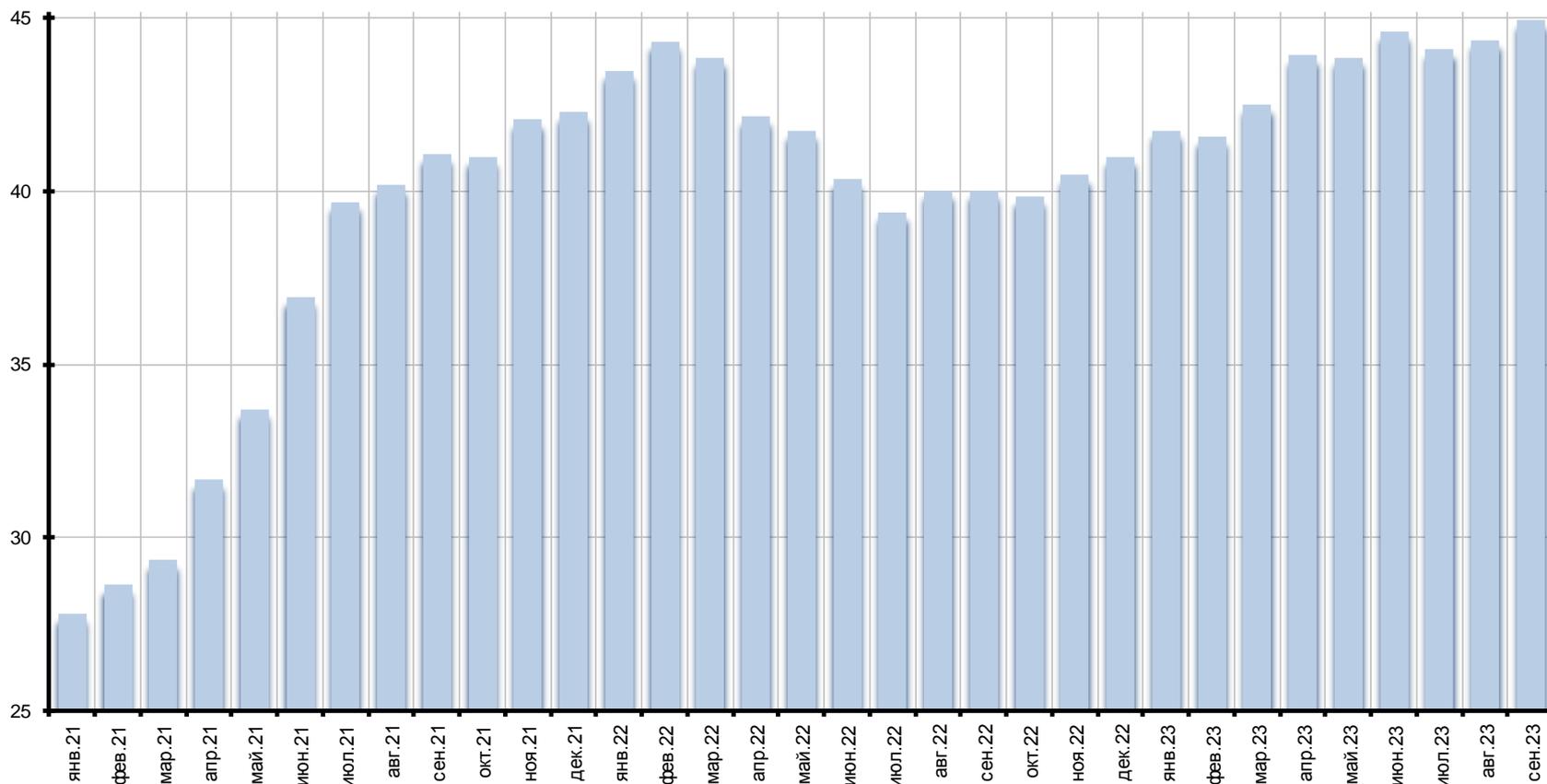


ЛКА произведенных в России, Китае и остальных странах



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 МКД<sup>1</sup> (жилая площадь в млн кв. м, скользящая сумма за год)

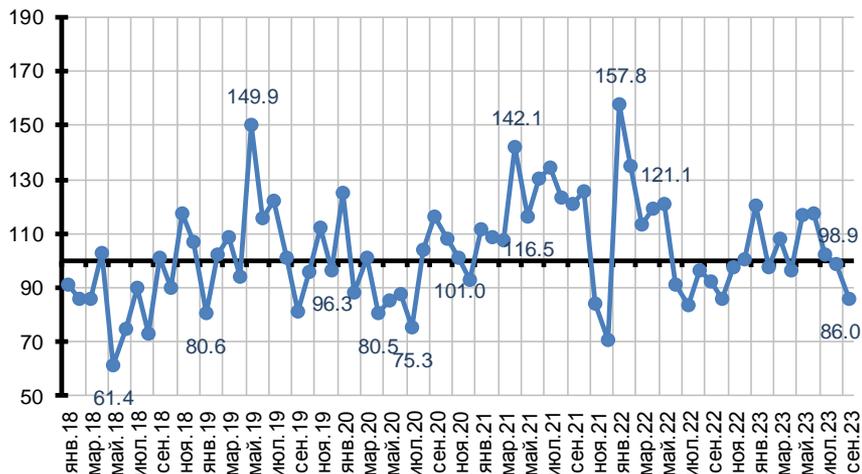


<sup>1</sup> Многоквартирные дома

Запуск строительных проектов по МКД чуточку возрос – но, в целом, остаётся стабильным, и на исторически максимальном уровне.

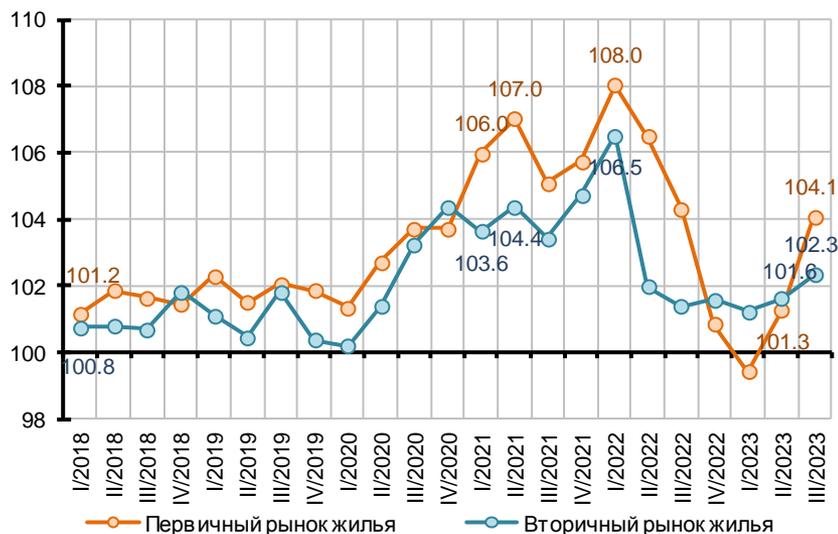
# Рынок жилой недвижимости

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



В сентябре ввод многоквартирных жилых домов сократился на 14% по отношению к соответствующему месяцу 2022 г. Объем введенного многоквартирного жилья за январь-сентябрь 2023 г. на 5% превосходит показатель прошлого года. Отметим, что спад ввода жилья идет на фоне активного запуска строительных проектов.

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

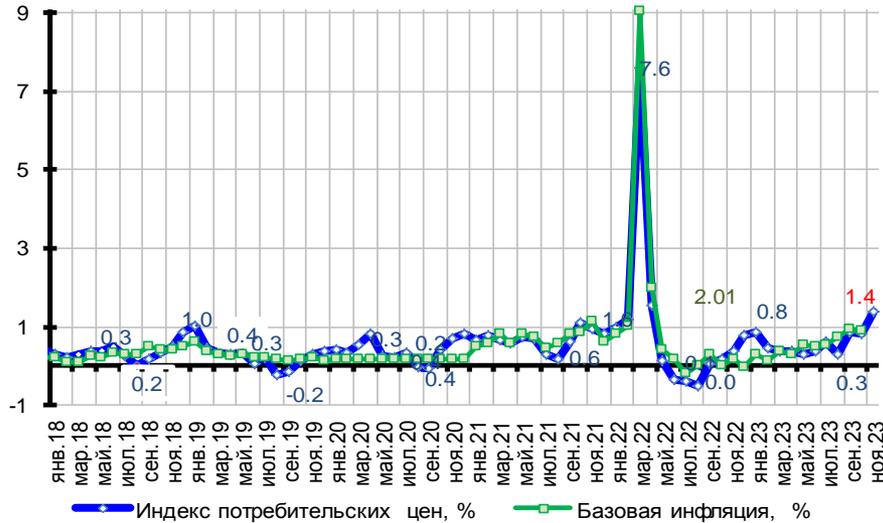


В III кв. продолжился рост цен на первичном рынке жилья (+4.1%), что стало реакцией рынка на увеличение спроса, прежде всего, за счет ипотеки. В III кв. количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) возросло на 44%, при этом количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ взлетело на 69%, их объем – на 71% по сравнению со II кв.; размер средневзвешенной ставки по ИЖК по ДДУ в этот период оставался стабильным за счет действующих льготных ипотечных программ, а также субсидированных ставок от застройщиков.

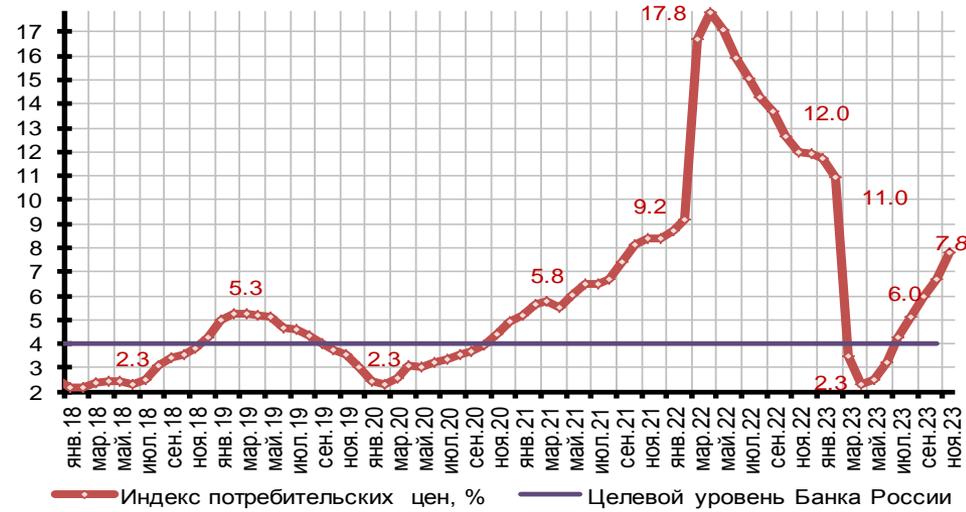
На вторичном рынке цены продолжали слабо расти (+2.3%). Количество и объем выданных ИЖК увеличились на 16% и 20%, соответственно, по сравнению со II кв. 2023 г. Рост цен на обоих рынках связан: 1) с увеличившимся инвестиционным спросом в условиях продолжающегося ослабления курса рубля, 2) с повышенным спросом со стороны покупателей, ожидающих как роста цен из-за инфляции, так и ужесточения условий ипотечного кредитования (рост ставки по ипотеке, увеличение размера минимального первоначального взноса).

# Инфляция на потребительском рынке

Инфляция на потребительском рынке  
(темпы прироста, %)

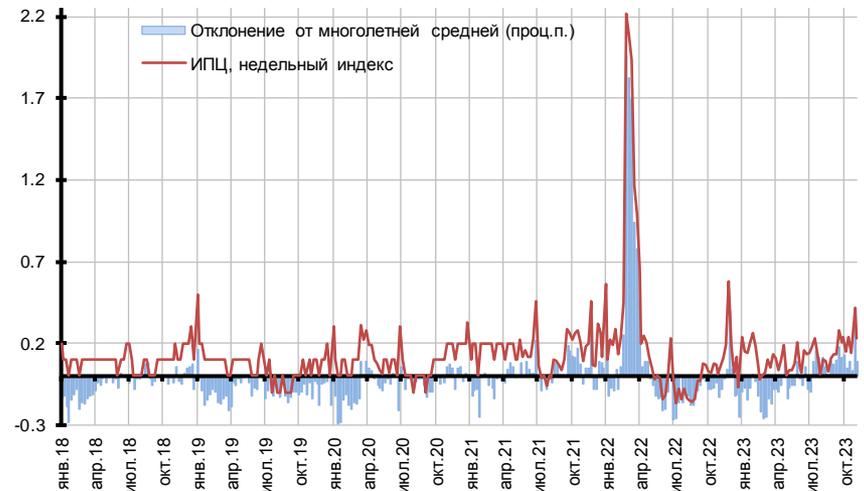


Индекс потребительских цен  
(к соотв. месяцу предшествующего года, %)



Уровень инфляции резко подскочил. В ноябре он вполне может составить 1.3-1.5%, что выводит годовую инфляцию на уровень порядка 7.7% к октябрю прошлого года. Отчасти - это «последствие» произошедшего ранее ослабления рубля, отчасти - следствие импорта инфляции с мировых рынков углеводородов и зерна (отметим, что рост цен на зерно напрямую влияет на удорожание продуктов птицеводства и косвенно, на другие рынки мяса). Эта ситуация провоцирует Банк России на все новые и новые повышения ключевой ставки, которые, однако, оказывают влияние на инфляцию лишь очень косвенно, с большим временным лагом – и сильно сдерживают рост инвестиций (и потребления непродовольственных товаров).

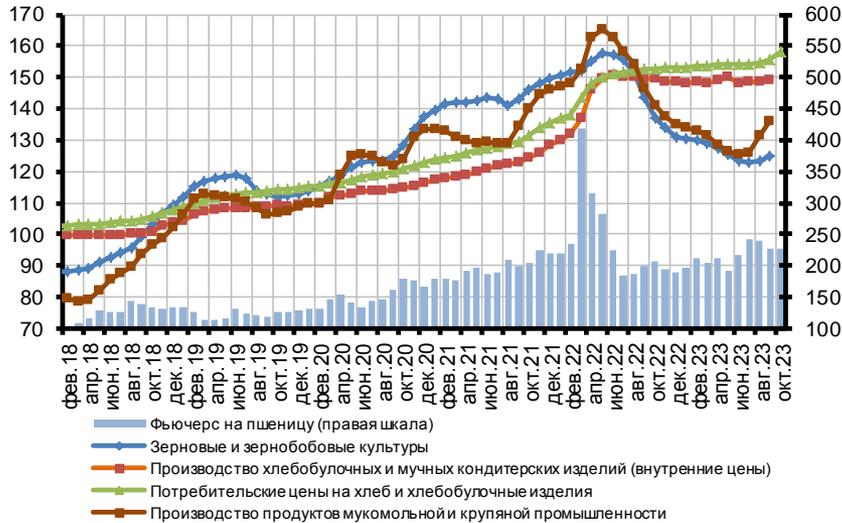
Недельный индекс потребительских цен и его превышение над среднеголетним уровнем (ИПЦ, темпы прироста, %)



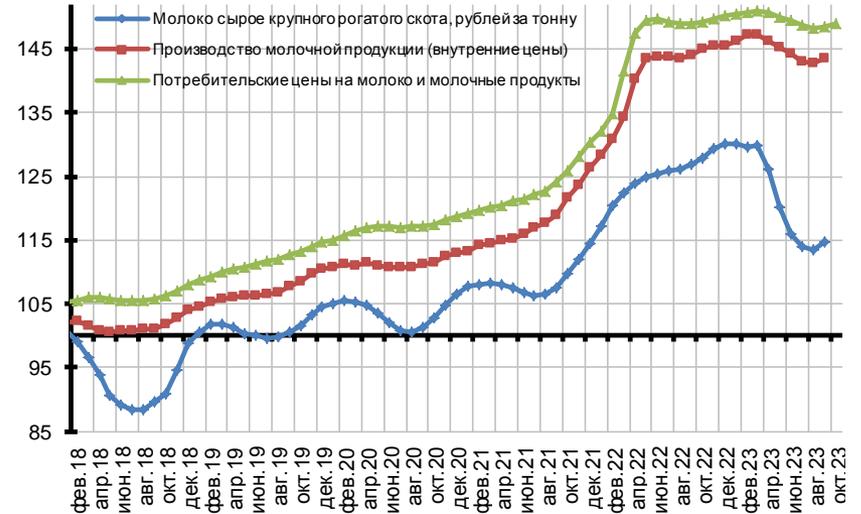
# Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

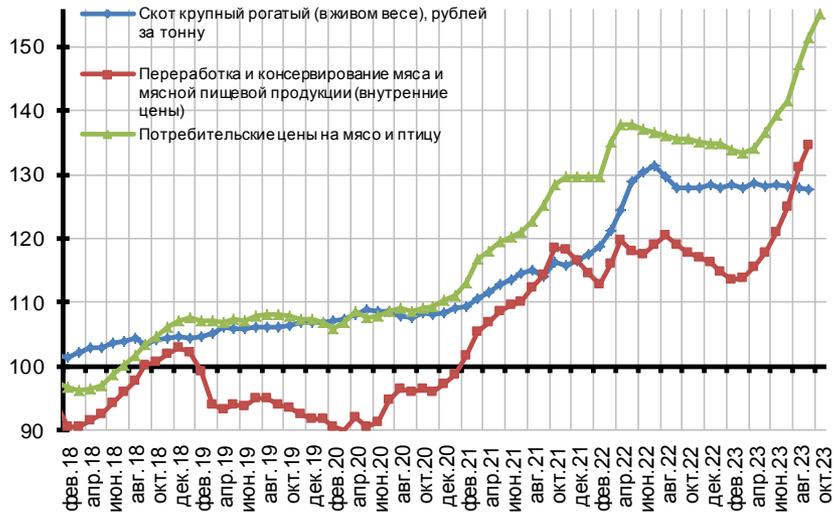
## Цены на хлеб



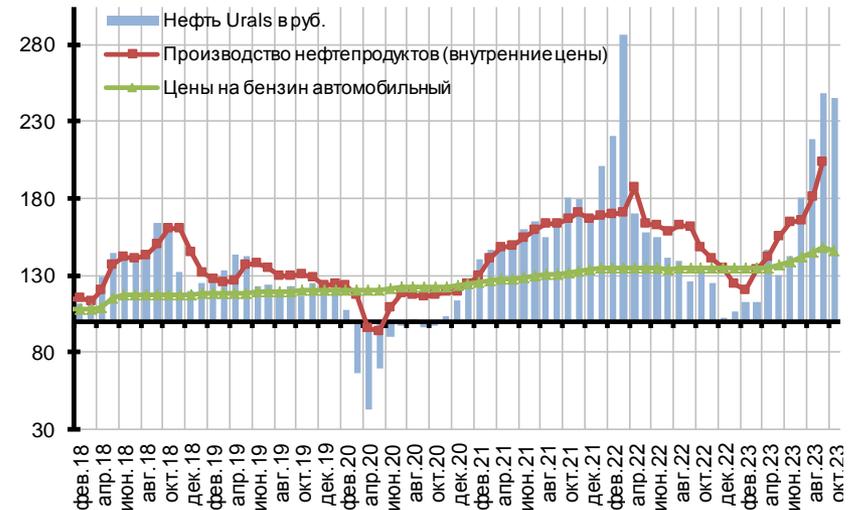
## Цены на молоко и молочную продукцию



## Цены на мясо

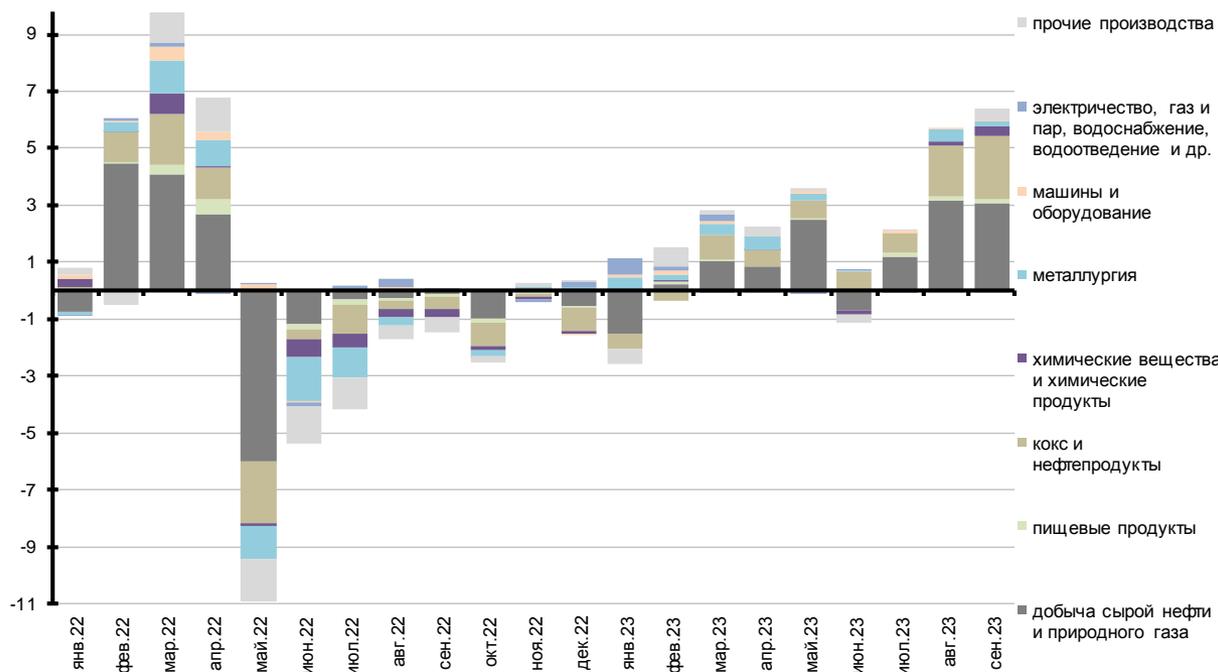


## Цены на топливо

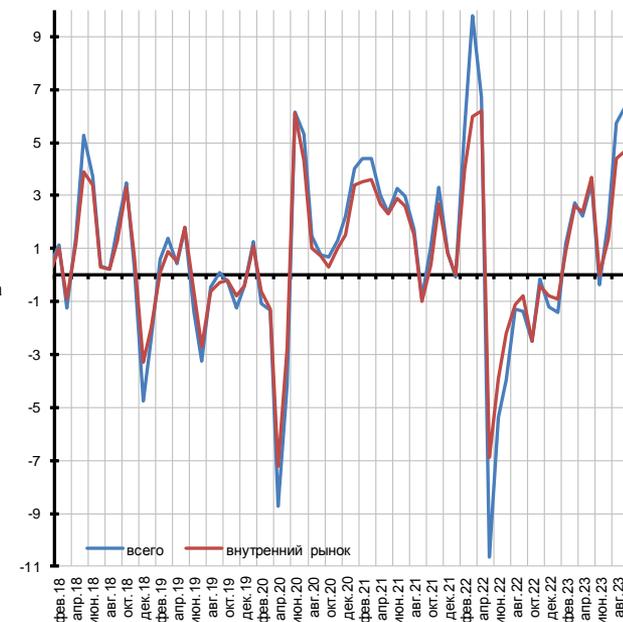


# Структура цен производителей в промышленности

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



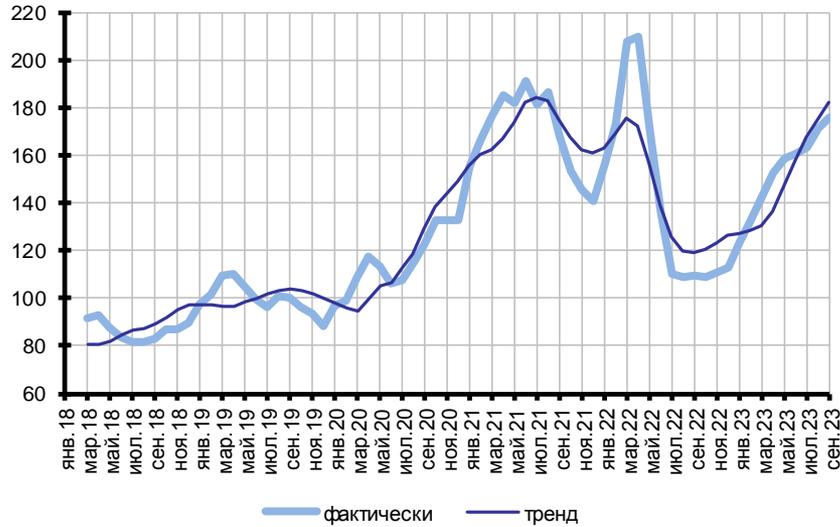
## Индекс цен производителей (%)



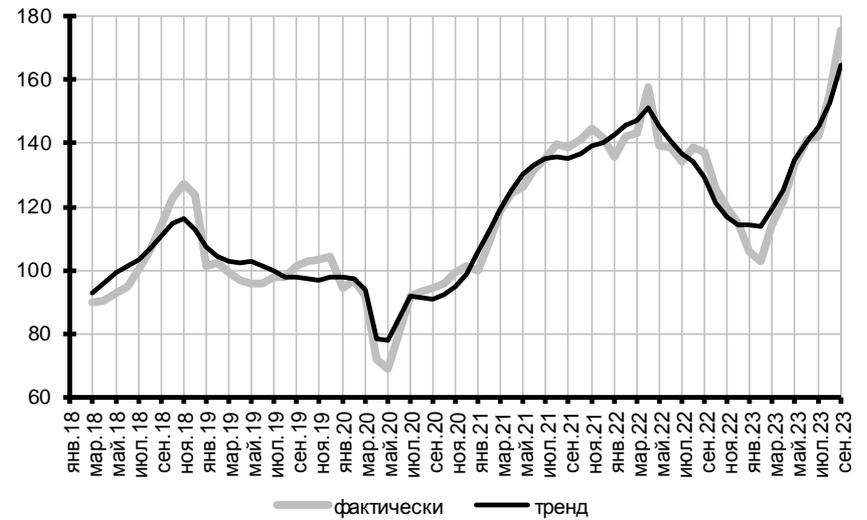
Инфляция на рынках промышленной продукции тоже усиливается. Это отчасти связано с удорожанием российского экспорта (с учетом курса и мировых цен), отчасти – с ситуацией на внутреннем рынке.

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

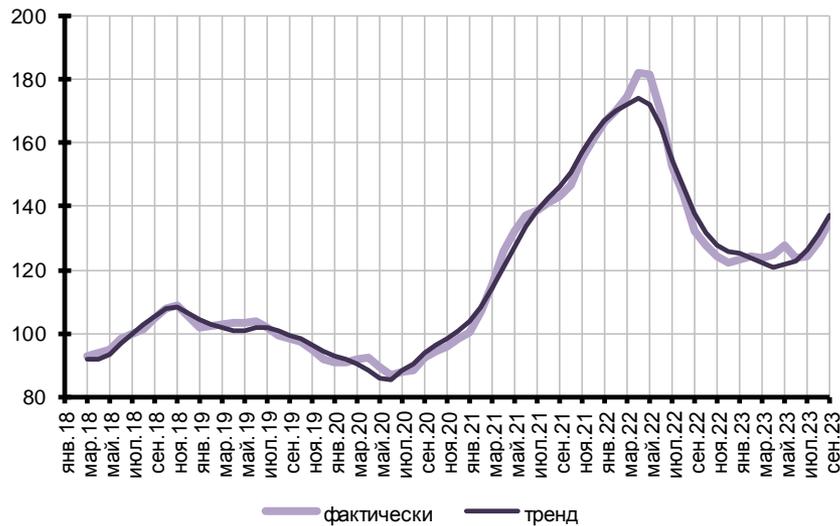
## Добыча металлических руд



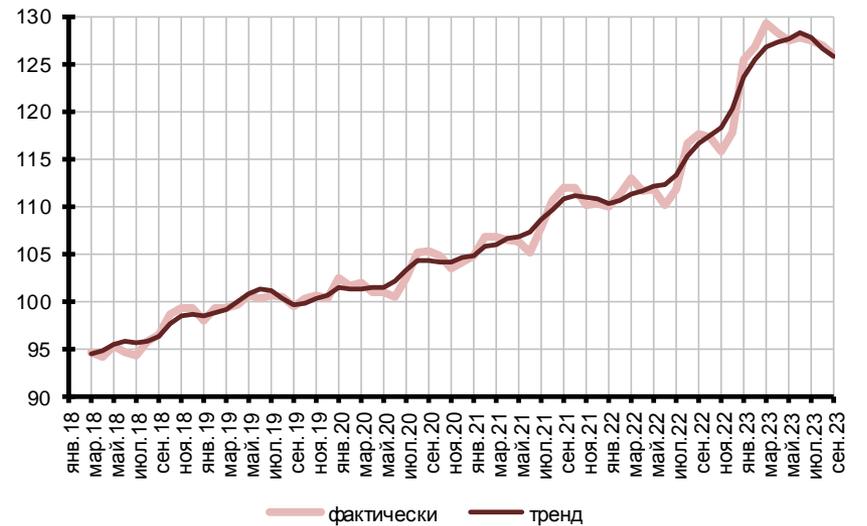
## Производство нефтепродуктов



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

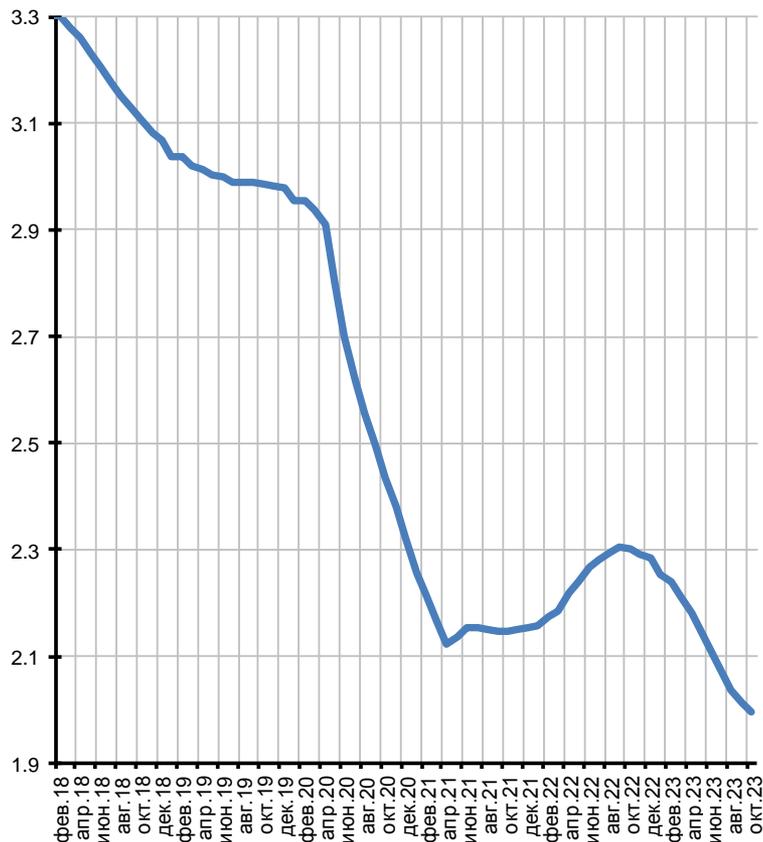


## Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха

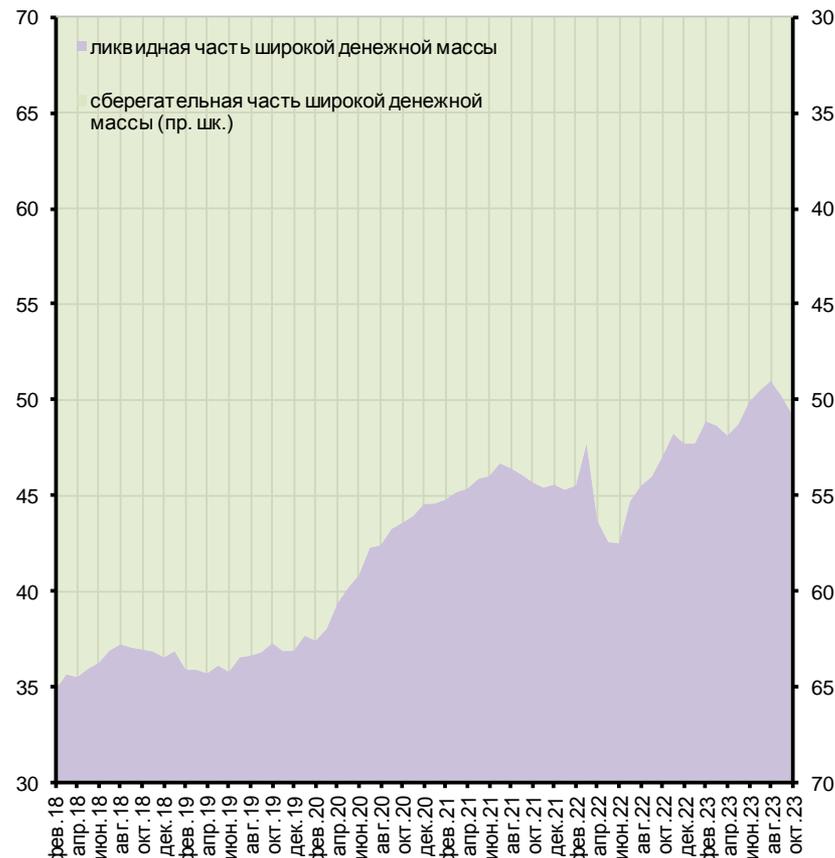


# Оборачиваемость денежных средств<sup>2</sup>

Скорость обращения ликвидных денежных средств населения за скользящий год<sup>1</sup> (раз в год)



Доля сберегательной и ликвидной части широкой денежной массы<sup>2</sup> (в %)

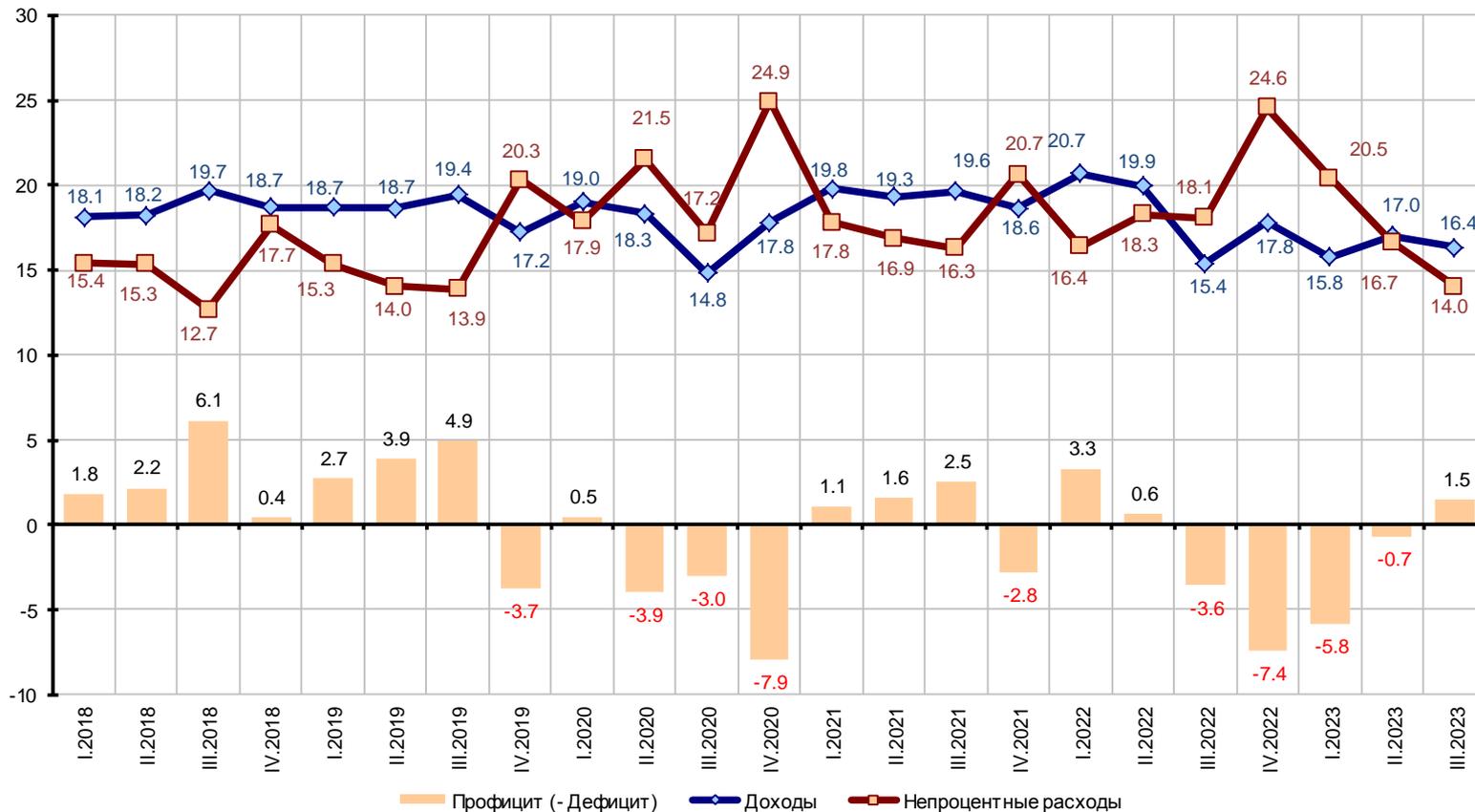


<sup>1</sup> Соотношение рублевых транзакционных денежных средств населения (наличные деньги и текущие счета) и потребления населения (сумма розничного товарооборота и платных услуг)

<sup>2</sup> Агрегат M2X. С учетом валютной переоценки.

Ситуация в части монетарного давления на инфляцию, как уже отмечалась в прошлом Обзоре, продолжает улучшаться, скорость обращения ликвидных денежных средств устойчиво снижается уже год подряд, доля ликвидной части в составе широкой денежной массы уменьшается из-за повышения склонности населения к накоплению во вкладах (ставка!).

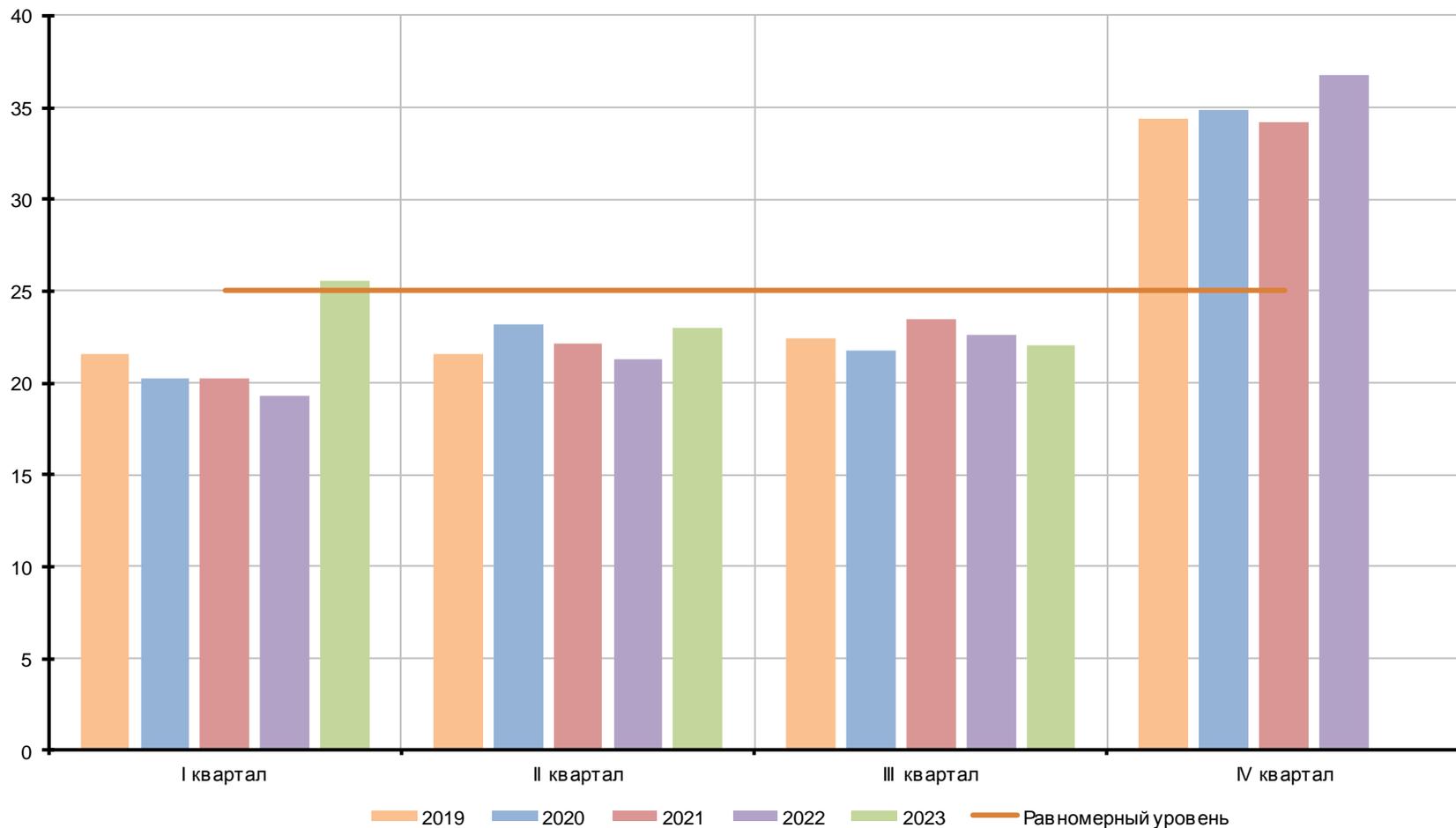
# Федеральный бюджет



По итогам сентября доходы *федерального бюджета* составили 19.7 трлн руб., расходы – 21.4 трлн руб., дефицит – 1.7 трлн руб. (16.4%, 17.8% и 1.4% ВВП\*, соответственно). По сравнению с январём-сентябрём 2022 г. доходы бюджета практически не изменились. При этом нефтегазовые доходы оказались исполнены на 62.4% от плановых значений, сократившись на 34.5% к прошлому году. В свою очередь нефтегазовые доходы были исполнены на 82.4% и выросли на 26.0%. Таким образом, более высокая динамика поступления ненефтегазовых доходов (в частности, НДС) продолжает оказывать ощутимую поддержку доходной части бюджета. Исполнение непроцентных расходов в III кв. (14.0% квартального ВВП) продолжило замедляться относительно высоких значений первого квартала, что при стабильном поступлении доходов обеспечило профицит бюджета в размере 1.5% квартального ВВП. В результате, накопленный за I кв. и II кв. дефицит снизился на 0.7 трлн руб. На данный момент запланированный на конец года дефицит бюджета значительно превышает текущий показатель и составляет 4.2 трлн руб., что позволяет ожидать расширение фискального стимула в последнем квартале.

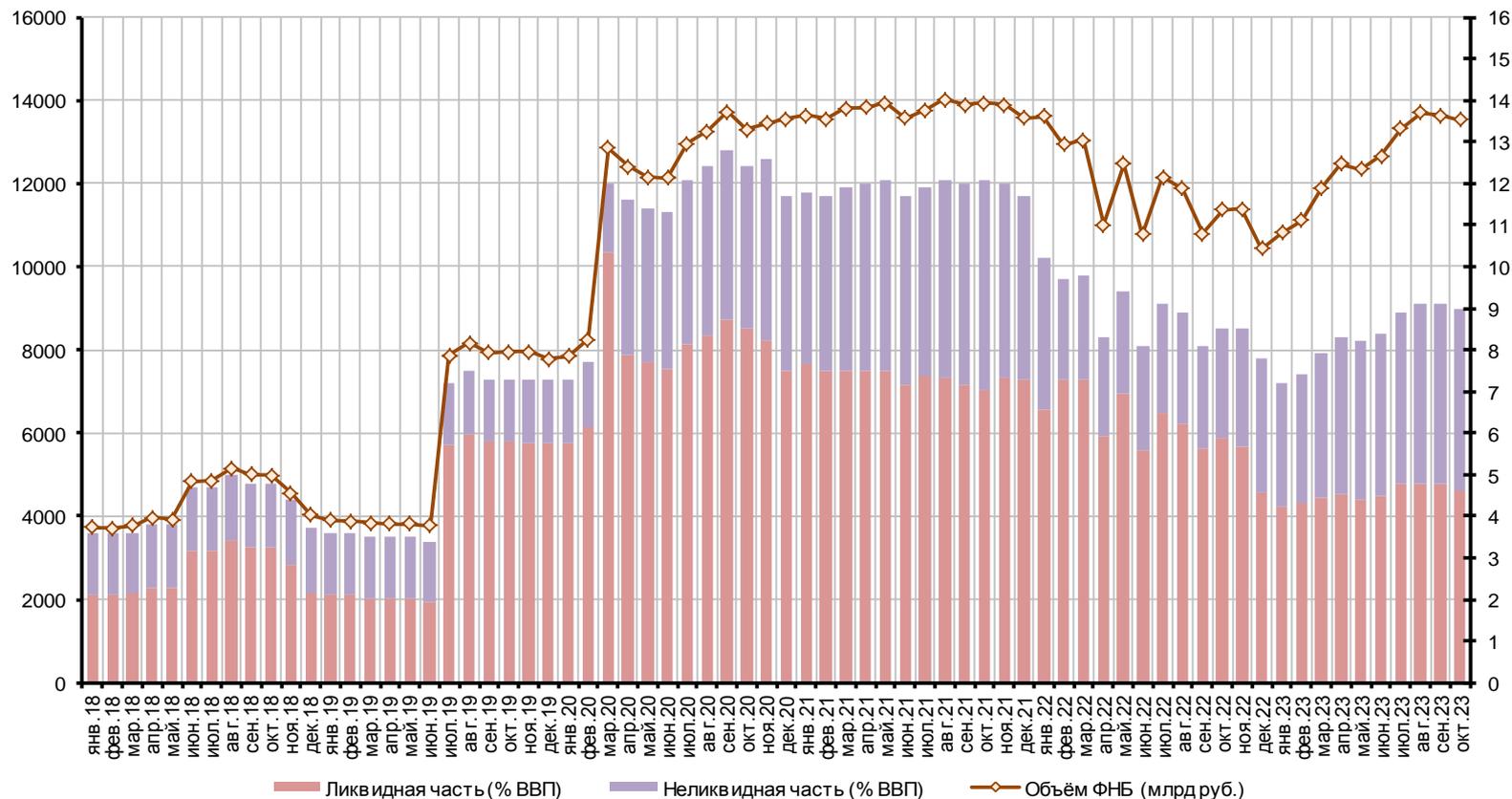
\* От номинального объёма ВВП за 9 мес. 2023 г.: расчёты ЦМАКП на основе оценки динамики ВВП в III квартале 2023 г.

# 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. (25.6%) 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. оказалось ниже равномерного уровня; отсюда, ожидается традиционно более динамичное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в последнем квартале 2023 г., объём которых может составить порядка 30% от утверждённых значений. Это (при прочих равных условиях, конечно) способно оказать дополнительное инфляционное давление на рынок в конце 2023 и начале 2024 гг.

# Фонд национального благосостояния



На начало ноября 2023 г. *объем ФНБ* составил 13.54 трлн руб., снизившись на 0.11 трлн руб. относительно объема на начало октября. Минфин оценивает объем ликвидной части ФНБ, размещенной на счетах в Банке России, в 6.94 трлн руб. или 4.6% ВВП. Ликвидная часть Фонда состоит из 3.7 млрд евро, 279.8 млрд юаней, 508 т золота и 0.3 млрд руб. Месячное сокращение объема ликвидных активов на 201.9 млрд руб. произошло, преимущественно, за счет укрепления рубля. Также в октябре 0.4 млрд евро были направлены на приобретение облигаций ППК «Фонд развития территорий» (21.1 млрд руб.), АО «ГТЛК» (0.9 млрд руб.), ООО «НЛК-Финанс» (18.7 млрд руб.) и частично были размещены на депозитах в ВЭБ.РФ (1.0 млрд руб.). Объем неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 6.6 трлн руб. или 4.4% ВВП, что на 94.8 млрд руб. больше относительно объема на начало октября. Увеличение объема неликвидной части ФНБ определяется приобретением новых корпоративных облигаций и ростом 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.**