



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

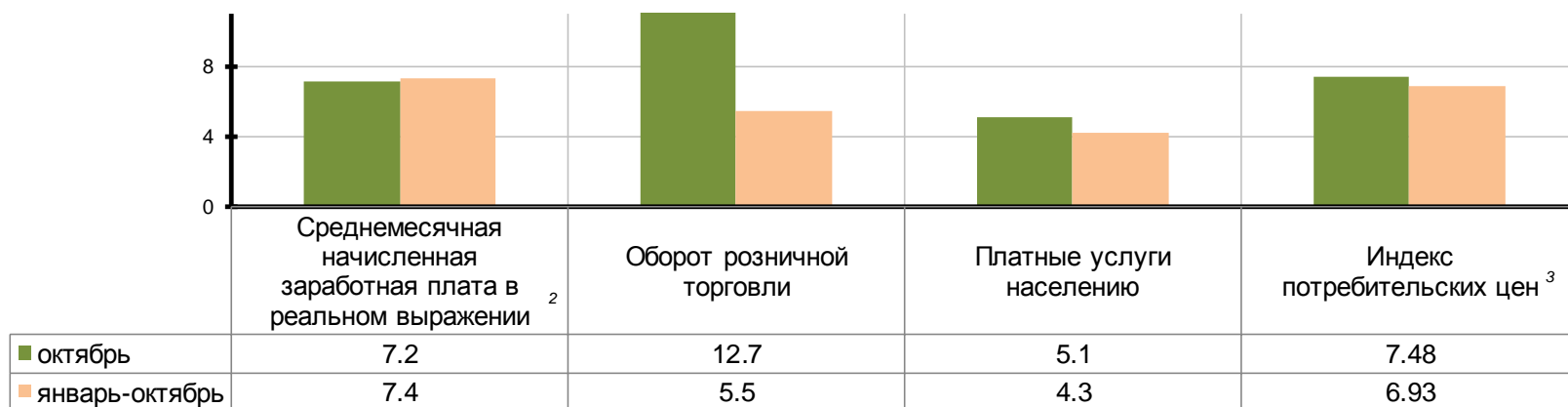
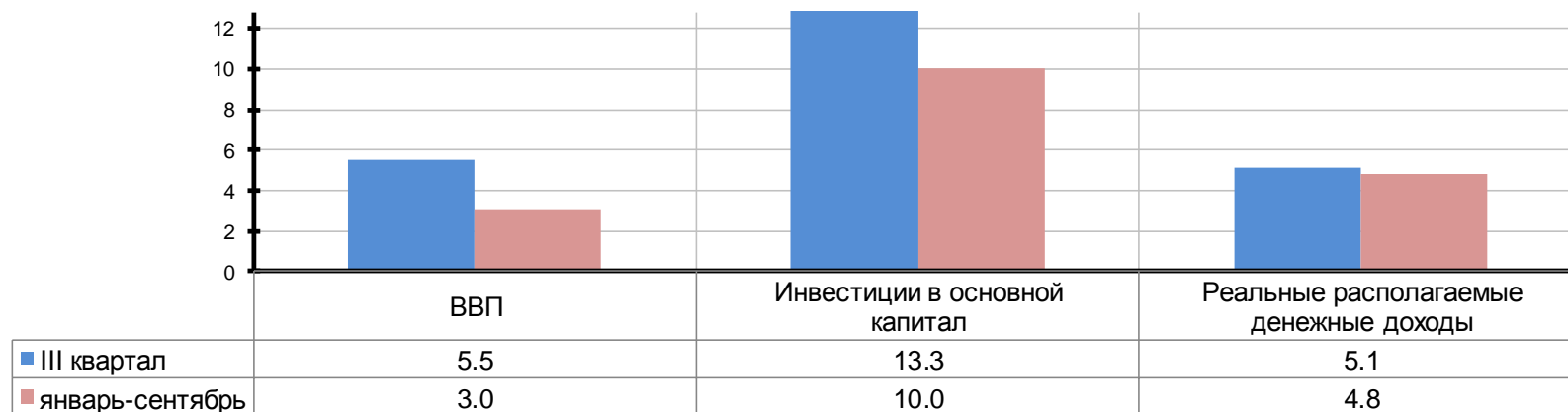
21.12.2023

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

Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** показывают, что она, как и ожидалось, снизилась. Говорить о рецессии, конечно, рано. Но определённый сбой в механизме воспроизводства, несомненно, уже налицо. Причем, судя по оперативной информации, основной удар пришелся по частным инвестициям в основной капитал – наиболее ценному элементу спроса. При этом, рост потребления населения основывается, в значительной мере, на наращивании продаж непродовольственных товаров, которое, по всей видимости, является реакцией на начавшийся, но не законченный, цикл повышения процентных ставок по потребительским кредитам. Ну и рост экспорта (при)остановился.
- В **промышленности** в октябре фиксируется прекращение тенденции роста; объем производства снизился относительно сентября на 0.2% (сезонность устранена). Торможение промышленного подъема во многом связано с усилением экспортных ограничений (особенно сильно повлиявшим на динамику выпуска нефтепродуктов), небольшой коррекцией производства пищевых продуктов (также, по-видимому, имеющей временный характер), а также приостановкой восстановительного роста в автомобилестроении. В целом, ситуацию можно интерпретировать как то, что промышленность находится «где-то между» ростом и стагнацией.
- В **строительстве** теперь уже можно вполне определённо говорить о том, что рост сменился стагнацией, если не лёгким сжатием (правда, на исторически максимальном уровне: сентябрь: -0.5%, октябрь: -0.7%, сезонность устранена). Российской экономике срочно нужен новый драйвер роста...
- **Индекс инвестиционной активности**, представляющий из себя оценку предложения в экономике товаров инвестиционного назначения, в октябре резко снизился, сразу на 5.8% к предыдущему месяцу (сезонность устранена). В результате, он вернулся к среднемесячному уровню 2019 г. Основной вклад в снижение индекса внесло уменьшение импорта машин и оборудования при том, что их выпуск остается достаточно устойчивым.
- Повысившаяся **рентабельность** в ряде отраслей (пока – без учёта новых циклов повышения ключевой ставки Банка России) отвела доходность бизнеса от ставок безрискового держания денег. По состоянию на октябрь на уровне или ниже уровня индикатора портфеля ОФЗ (доходность «безрискового» держания средств) оказалась рентабельность в машиностроении, (особенно в транспортном, и в деревообработке).
- В сфере **экспорта товаров** (в физическом выражении, сезонность устранена) ситуация стабилизировалась. Падение, начавшееся еще в середине 2021 г., завершено, но и рост, наметившийся летом, по меньшей мере, приостановился. При этом, стоимостной объём экспорта продолжает падать – в основном, из-за снижения мировых цен на нефть, уголь и зерно.
- **Импорт товаров** (в физическом выражении, сезонность устранена) снова стал сжиматься, довольно устойчиво с конца лета – скорее всего, из-за девальвации рубля. Кроме того, «импортозамещение работает».
- В октябре **укрепление рубля** продолжилось, однако его темп был заметно ниже, чем в сентябре. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю снизился за месяц на 1.3% и составил 93.8 руб. за корзину по состоянию на 1 декабря. В поддержку рубля выступил рост объемов продаж валютной выручки экспортерами, который стал следствием принятия Указа об обязательной продаже выручки экспортерами.
- Стабилизация **реальной заработной платы**, о которой мы говорили еще в прошлом Обзоре, сменилась лёгким падением (июль: -0.6%, август: +0.6%, сентябрь: -0.4%, сезонность устранена). Опять-таки, как уже отмечалось, инфляция слишком высока, а финансовое положение компаний – уже недостаточно надёжно, чтобы быстро повышать зарплату даже в условиях ярко выраженного дефицита труда. Ситуация с основными реальными денежными доходами населения еще хуже, чем с заработной платой: наблюдается выраженный спад (июль: -0.4%, август: +0.4%, сентябрь: -1.3%, сезонность устранена), - вероятно, из-за недоиндексации «по инфляции» пенсий и пособий.
- **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%), видимо, на продолжавшемся на начало осени кредитном «разогреве». **Продажи продовольствия** в целом, стагнируют, 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%).
- **Инфляция** остаётся на очень высоком уровне (трендовая оценка декабрь к декабрю 2022 г.) – 7.5-7.6%. При этом нарастание инфляции, по мере исчерпания девальвационного эффекта, прекратилось, и в ближайшие месяцы можно ожидать её снижения (отметим, что в декабре был, впервые с лета, отмечен «уход» *недельной инфляции* ниже среднесноголетнего уровня).

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



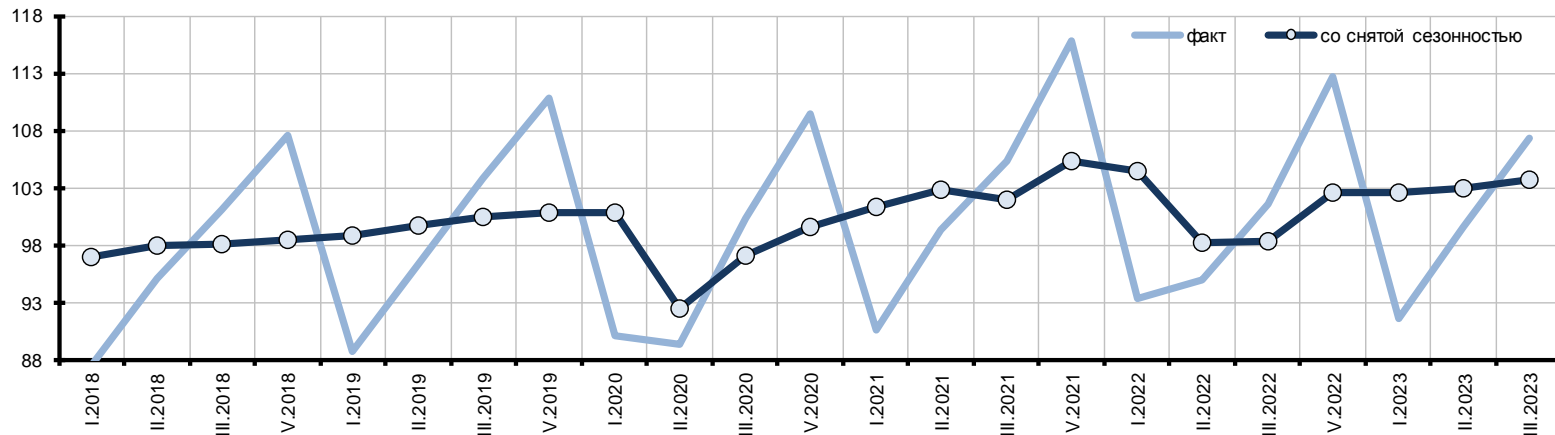
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно сентябрь 2023 г. к сентябрю 2022 г. и январь-сентябрь 2023 г. к январю-сентябрю 2022 г.

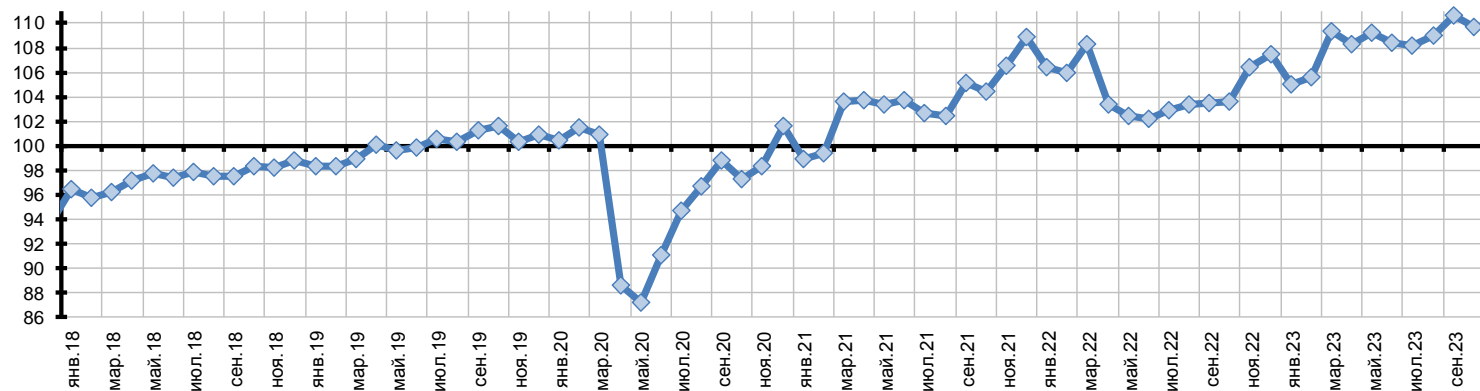
³ соответственно ноябрь 2023 г. к ноябрю 2022 г. и за период с начала 2023 г. по 11 декабря

Динамика ВВП и агрегата экономической активности¹

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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



Высокочастотные данные об *экономической динамике* показывают, что она, как и ожидалось, снизилась. Говорить о рецессии, конечно, рано. Но определённый сбой в механизме воспроизводства, несомненно, уже налицо. Причем, судя по оперативной информации, основной удар пришелся по частным инвестициям в основной капитал – наиболее ценному элементу спроса. При этом, рост потребления населения основывается, в значительной мере, на расширении продаж непродовольственных товаров, которое, по всей видимости, является реакцией на начавшийся, но не законченный, цикл повышения процентных ставок по потребительским кредитам. Ну и рост экспорта (при)остановился.

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:

- сохраняется довольно высокая потребительская активность, включая продажи непродовольственных товаров и услуг;
- закрепился успех в сельском хозяйстве, которое, несмотря на ограниченность доступа к импортным семенам, кормовым добавкам и т.д., смогло резко нарастить объём производства и, главное – закрепиться на новом уровне;
- продолжается сокращение импорта в реальном выражении, вероятно, сохраняется импортозамещение;
- занятость и спрос на труд находятся на максимальных исторических уровнях и имеют тенденцию к росту;
- рубль, в целом, стабилизировался, после волны «корректирующего укрепления» в октябре-ноябре.

Признаки улучшения:

- ожидания менеджеров компаний (PMI) устойчиво закрепились в положительной области, ожидания и оценки ситуации населением – довольно стабильны;
- возросла доходность в ряде отраслей, что (отчасти) компенсирует последствия повышения ставки
- в целом, сохраняется рост продаж легковых автомобилей и ввода жилых домов. Интерпретировать это довольно сложно (см. «признаки ухудшения»), но возможно, можно говорить о сохранении «готовности потребителей к росту»
- сохраняется устойчивое снижение монетарного давления на инфляцию – скорость обращения денег снижается, доля ликвидной части широкой денежной массы уменьшается (в силу, как уже отмечалось, повышения нормы сбережений во вкладах на фоне роста процентных ставок);
- инфляция, по крайней мере, перестала расти и есть признаки намечающегося снижения. На промышленных рынках уровень инфляции ощутимо снижается;
- основой устойчивости бюджетной системы продолжают оставаться нефтяные доходы, включая НДС, лишь умеренно зависящие от внешнеэкономической конъюнктуры

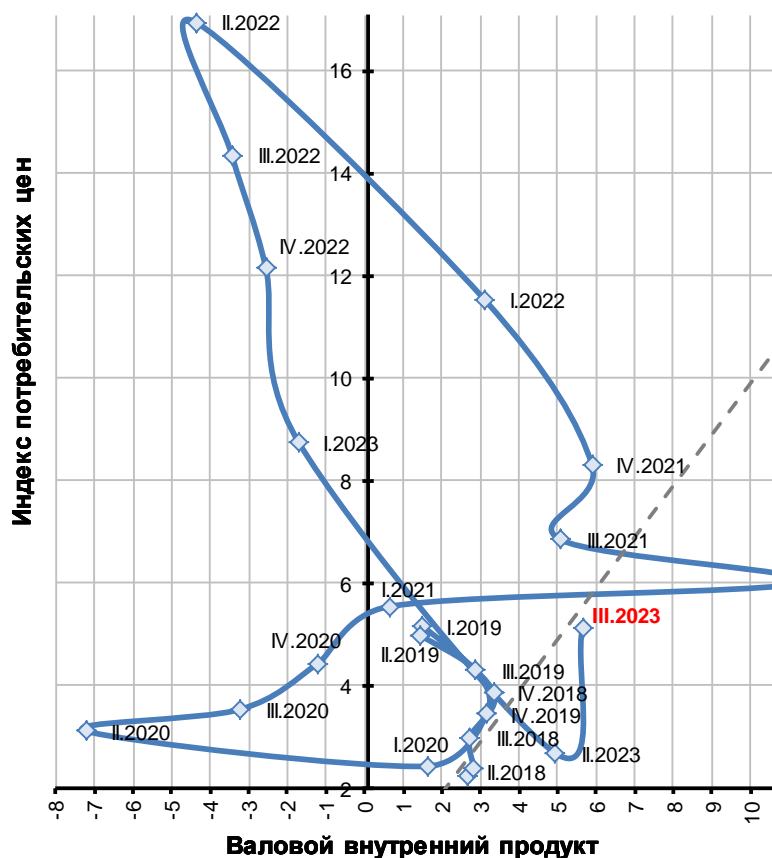
Плохо:

- усиление экономической активности (при)остановилась;
- в промышленности наблюдается небольшая коррекция;
- наблюдается медленное снижение интенсивности транспортных перевозок;
- судя по оперативной информации, инвестиционная активность, вслед за повышением ключевой ставки, стала снижаться (с точностью до оборонного производства);
- в строительном секторе наметился легкий спад;
- реальная оплата труда стала немного снижаться, несмотря на дефицит труда на рынке;
- приостановился рост экспорта в физическом выражении; снижается экспорт в текущих ценах;
- сохраняется довольно высокий уровень инфляции;
- продолжился цикл повышения ключевой ставки Банка России

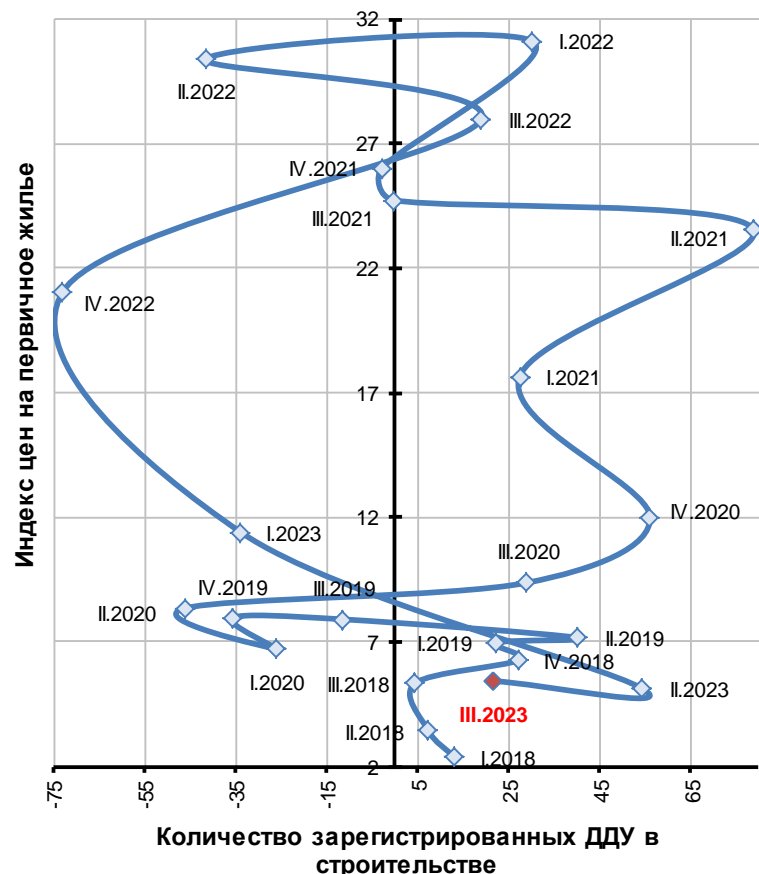
Признаки ухудшения:

- сохраняется ускоренный рост цен по «потребительской корзине бедных». Вероятно, реальные доходы бедного населения ниже, чем год назад (во всяком случае, это так в отношении реальных пенсий);
- прирост потребительского спроса сфокусирован на непродовольственных товарах. Возможно, речь идёт не более, чем о «кризисном потреблении» в ожидании повышения цен и, главное, ставок и условий по кредитам;
- уровень доходов в машиностроении – значительно ниже «стоимости денег». Это может привести к срыву модернизации машиностроительного ядра производственного комплекса страны;
- исполнение бюджета остаётся неритмичным. Есть риск «вброса» в экономику значительного объёма бюджетных средств в четвёртом квартале с соответствующими инфляционными процессами (ожидаемый уровень исполнения годового бюджета за один четвёртый квартал – 30% при «равномерном» уровне в 25%);
- на рынке хлеба есть риск инфляции издержек из-за роста цен в хлебопекарной промышленности.

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



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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика промышленного производства

темпы прироста, %

	I кв.	II кв.	III кв.	август	сентябрь
Промышленное производство					
<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
Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	-0.2	0.0	0.2	-0.3	1.0
Обрабатывающие производства	1.6	1.1	1.0	0.4	1.5
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
Обеспечение электроэнергией, газом и паром	-0.5	0.3	-0.3	-0.3	-0.9

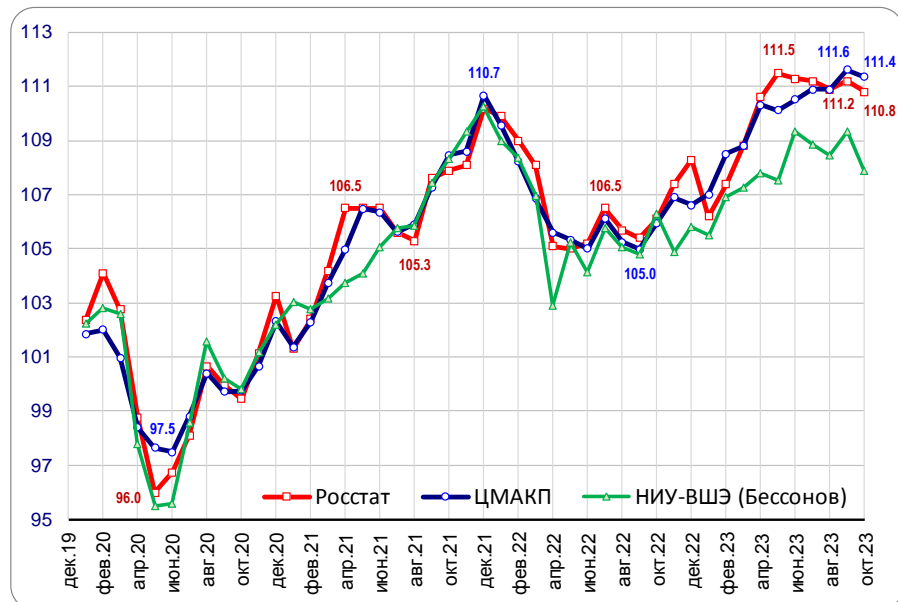
Согласно данным Росстата, в промышленности продолжается слабо выраженная рецессия. В октябре выпуск снизился относительно сентября на 0.4%, в целом за последние 5 месяцев – после «разворота» тенденции – сокращение оценивается в 0.6% (уровень октября относительно мая, сезонность устранена). При этом индекс к соответствующему периоду предшествующего года (СППГ) составил 105.3% в октябре после 105.6% в сентябре.

среднемесячный уровень 2019 = 100
(с исключенной сезонностью)

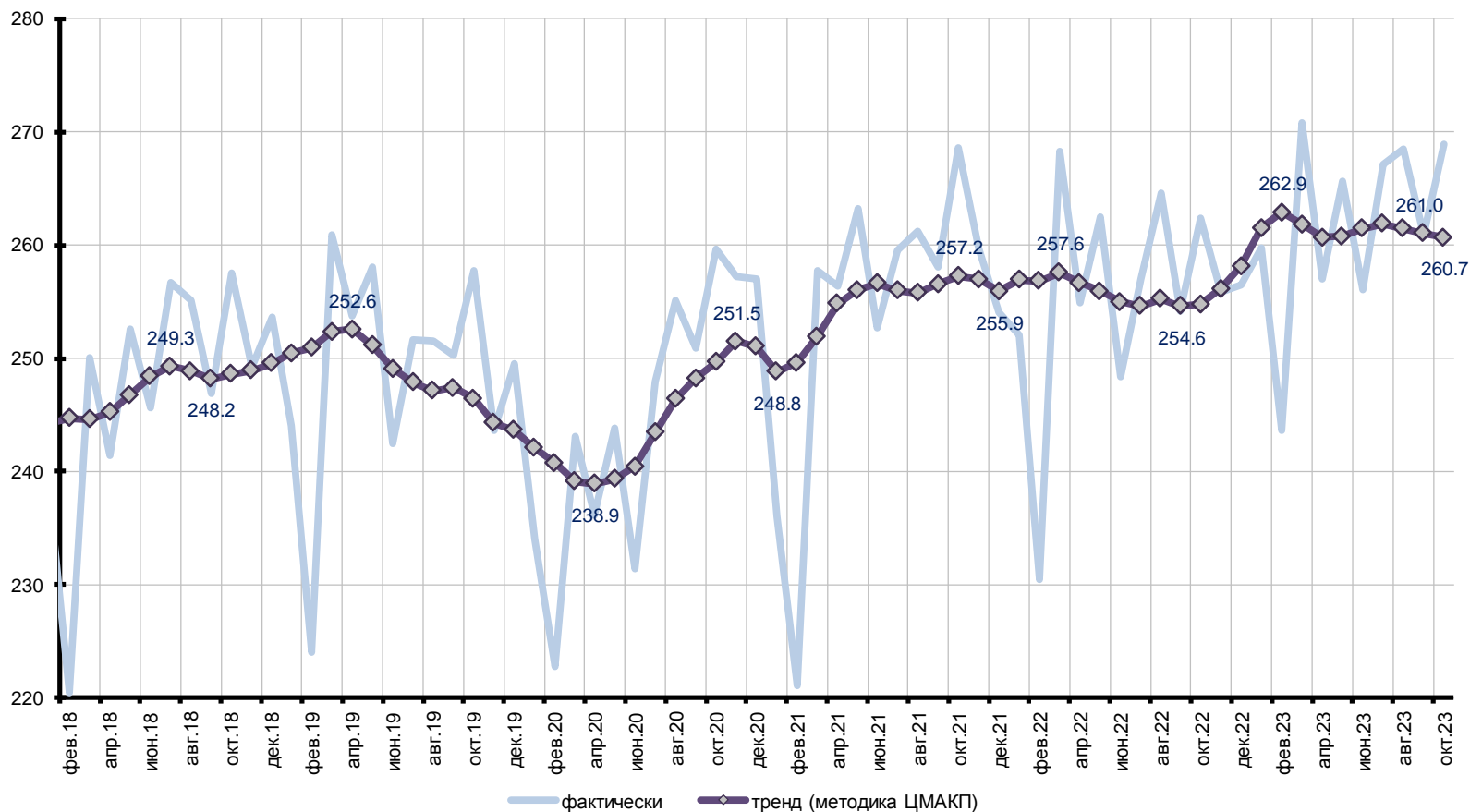
По оценке ЦМАКП*, прекращение тенденции роста фиксируется лишь в последнем месяце, объем производства в октябре снизился относительно сентября на 0,2% (сезонность устранена). Индекс СППГ оценивается нами в октябре в 106.2%, а с поправкой на календарный фактор – в 104.3%.

Торможение промышленного подъема во многом связано с некоторым усилением экспортных ограничений (особенно сильно повлиявшим на динамику выпуска нефтепродуктов), небольшой коррекцией производства пищевых продуктов (также, по-видимому, имеющей временный характер), а также приостановкой восстановительного роста в автомобилестроении.

* 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.

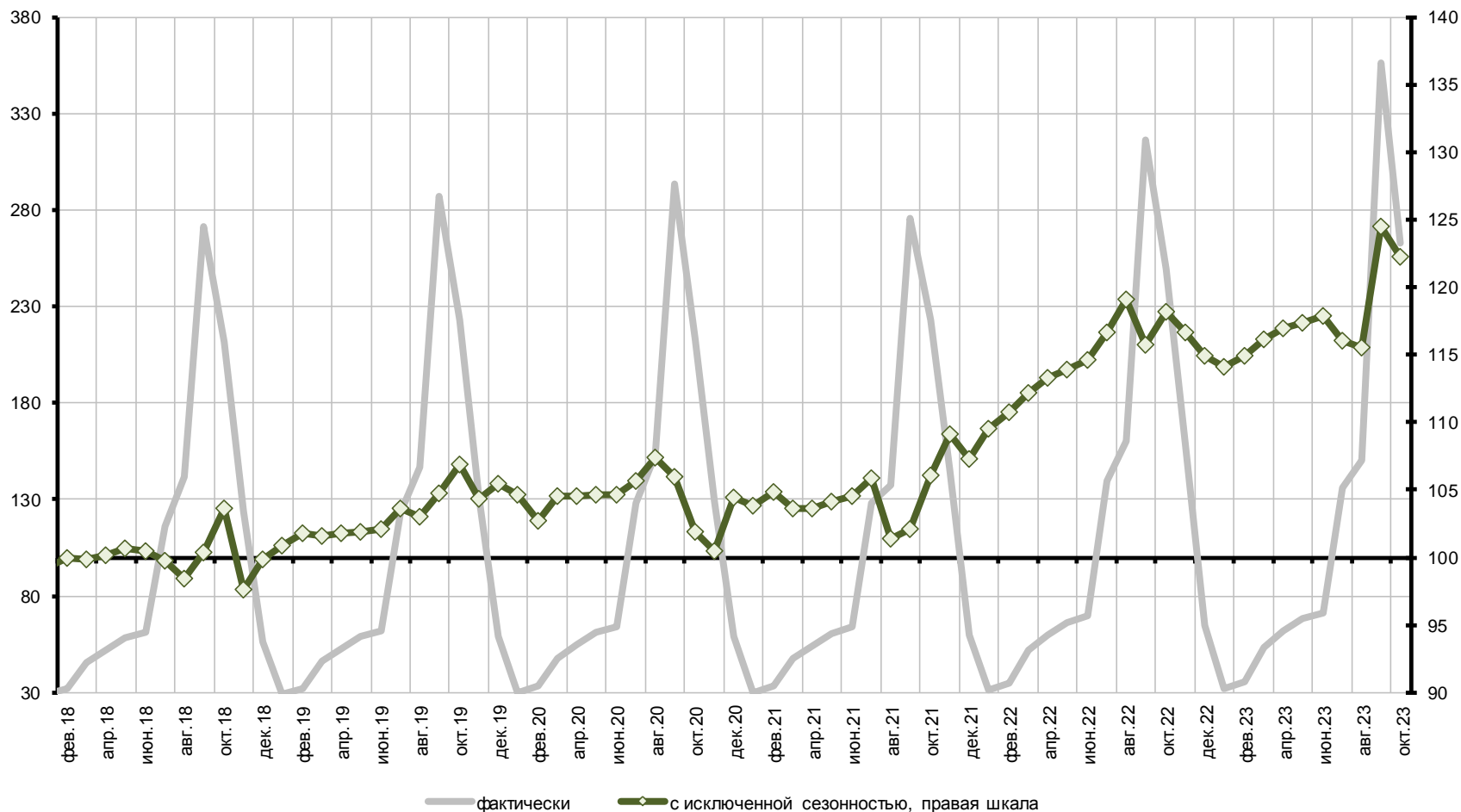


Грузооборот транспорта (млрд т-км, без учета трубопроводного транспорта)



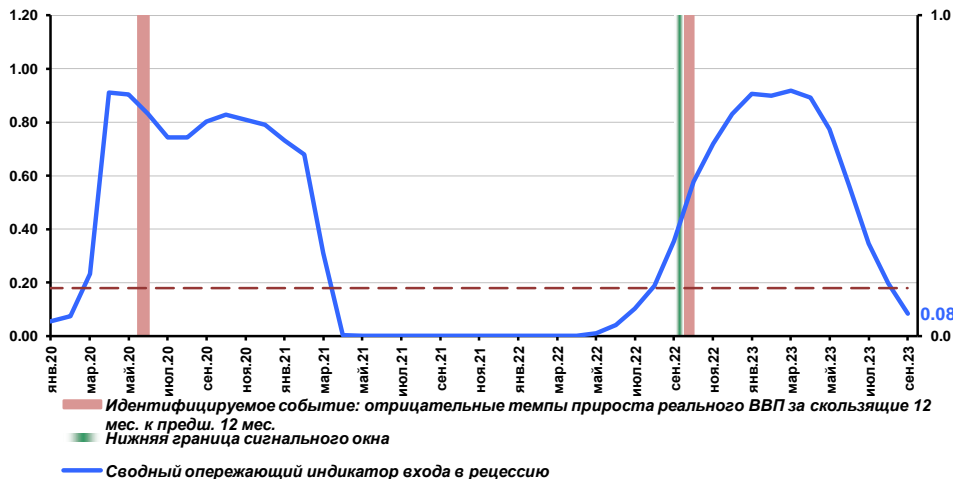
Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) – косвенный индикатор экономической активности – с августа, формально, снижается, однако, скорость этого снижения остается крайне небольшой: за три месяца его объем сократился лишь на 0.5% (сезонность устранена). При этом абсолютный объем перевозок остается на достаточно высоком уровне (на 1.8% больше среднемесячного уровня 2022 года).

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



В сельском хозяйстве уровень выпуска в октябре немного скорректировался, но в целом – закрепился на новом, более высоком уровне (действие сезонного фактора устранено). Тем самым в текущем году сохранилась сформировавшаяся ещё в прошлые годы тенденция «ступенчатого», качественного, повышения уровня аграрного производства с каждым сельскохозяйственным сезоном.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



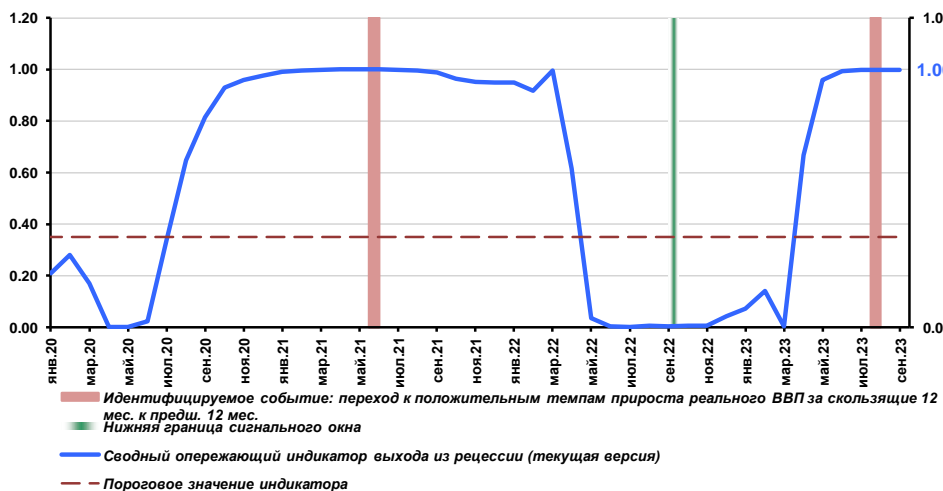
Темп прироста физического объема ВВП за скользящий год октябрь 2022 г. – сентябрь 2023 г. к аналогичному периоду предшествующего года составил +1.5% в соответствии с последними данными Росстата за II-III кв. 2023 г.

В начале октября значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* сократилось на 0.12 по сравнению с предшествующим месяцем и достигло отметки 0.08. Так как текущее значение находится ниже пороговой отметки (0.18), это означает полное отсутствие тревожных сигналов, которые могли бы указывать на возникновение новой рецессии на горизонте последующих двенадцати месяцев.

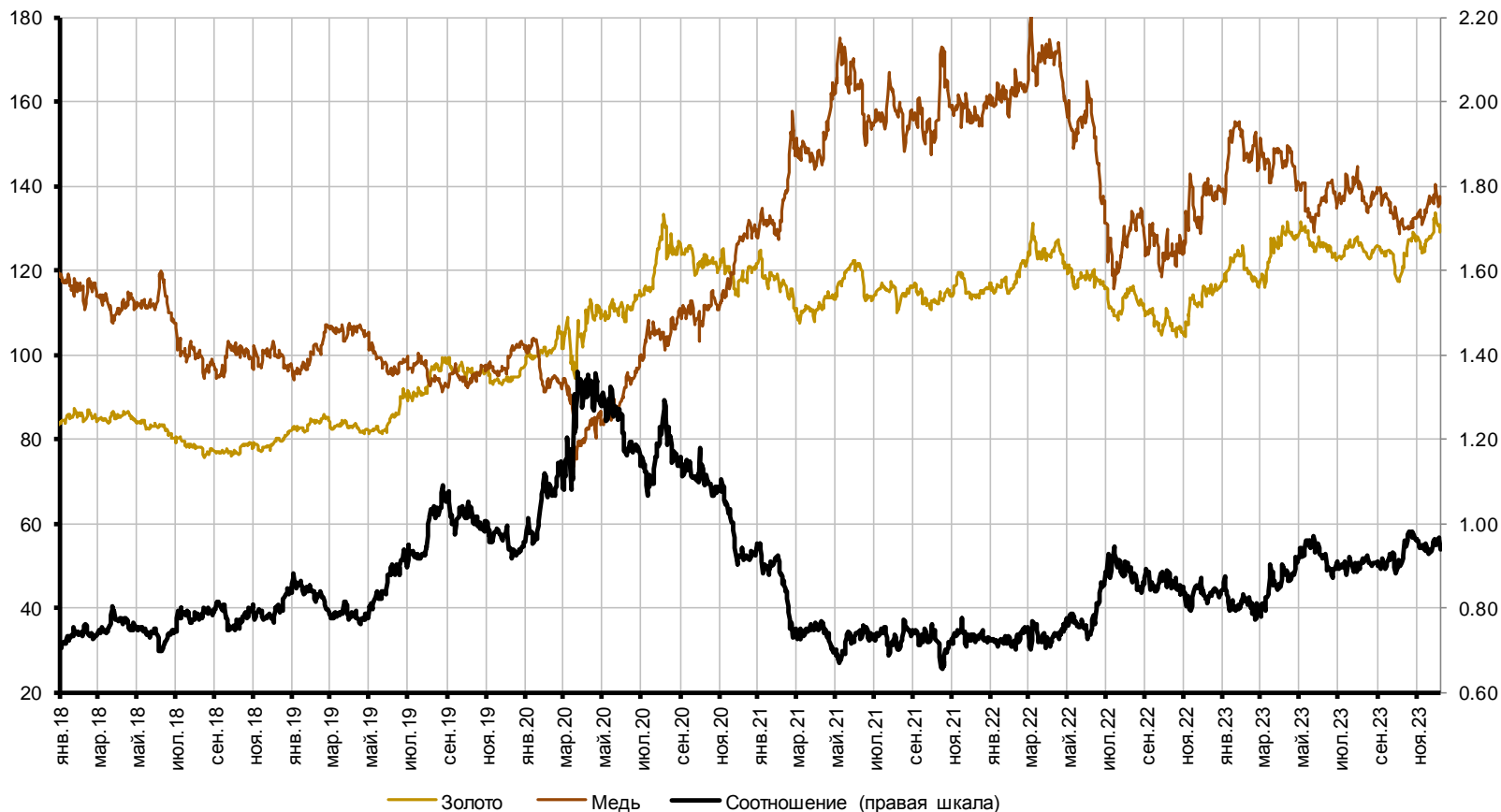
Значение СОИ снизилось в октябре под влиянием:

- 1) инерционного фактора (темпы прироста ВВП за предшествующий скользящий год),
- 2) роста значения опережающего индикатора экономической динамики США (в методологии OECD),
- 3) улучшения показателя бизнес-уверенности для России (в методологии OECD),
- 4) снижения значения СОИ возникновения системного кризиса российского банковского сектора.

В связи с тем, что в октябре мы зафиксировали событие выхода российской экономики из рецессии, то отслеживание динамики *сводного опережающего индикатора выхода экономики из рецессии* приостанавливается.

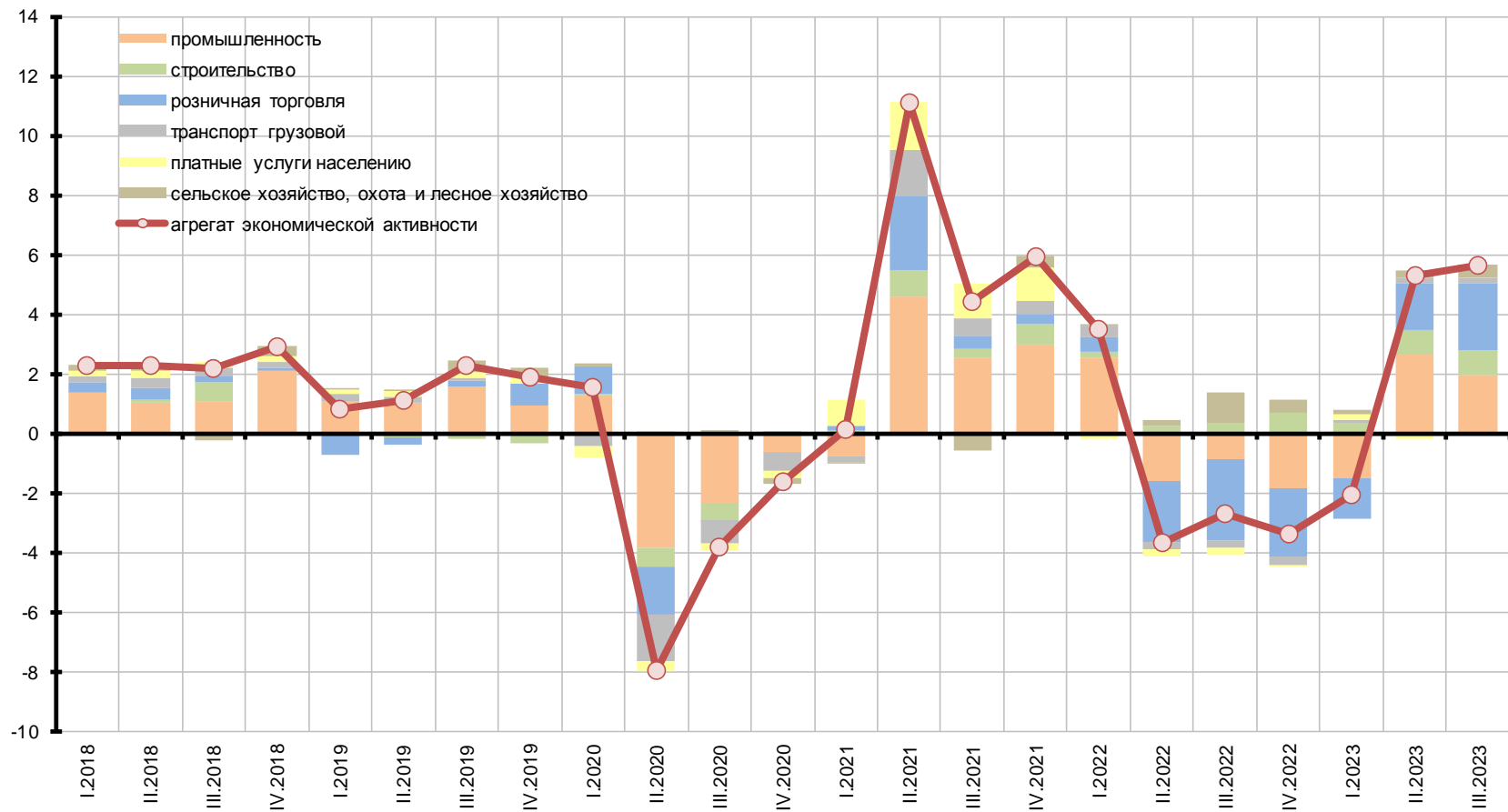


Индикатор мировой экономики: биржевые цены на золото и медь в долл. и их соотношение (январь 2020=100)



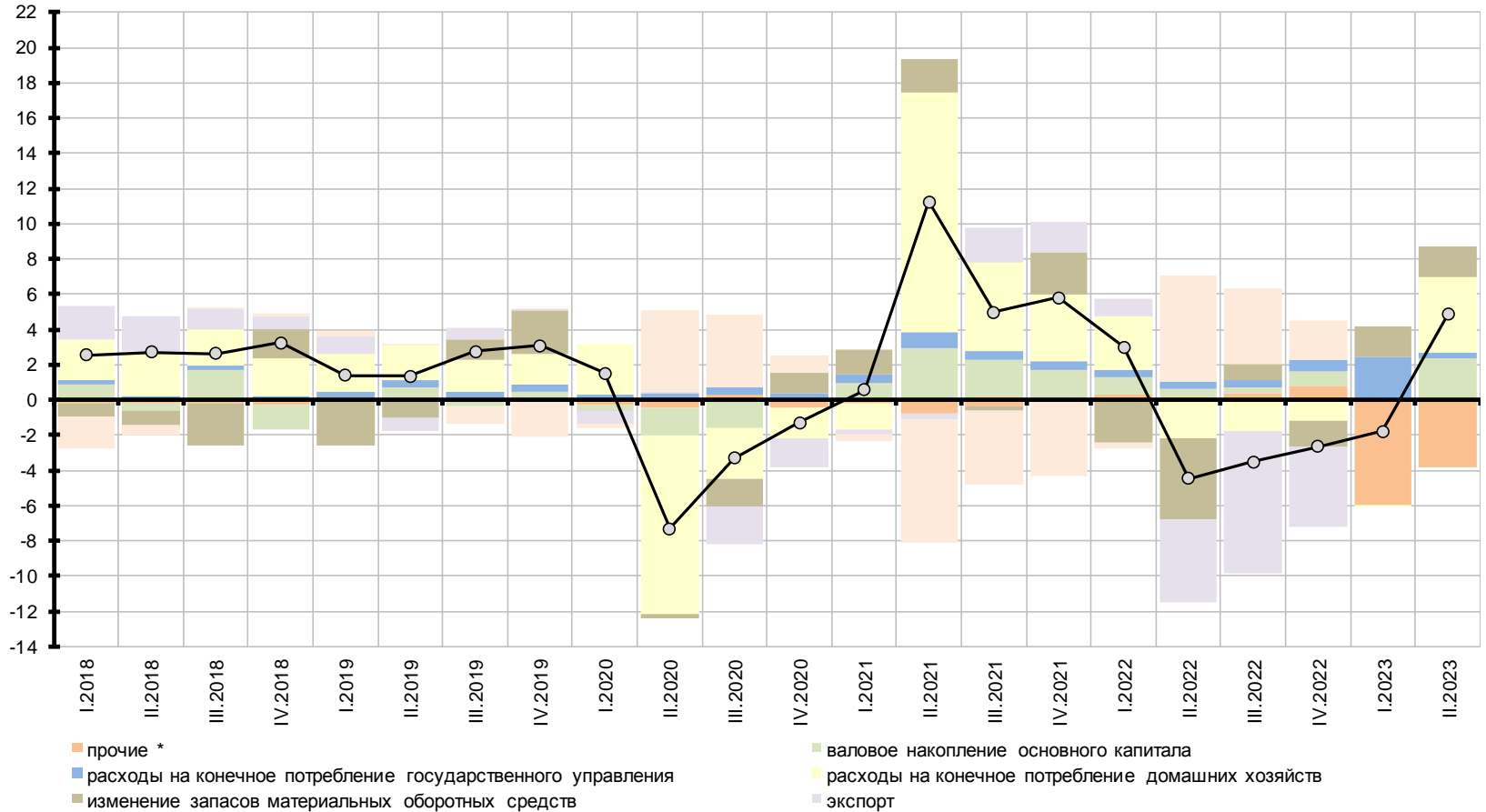
На мировых товарных биржах ситуация, скорее, стабилизировалась: соотношение «золото/медь», подскочившее было на фоне военных новостей с Ближнего Востока, спорах США и Китая, плохой статистики из ЕС и Китая – стабилизировалось. Причем стабилизировалось на фоне падения и цен на золото («защитный актив»), и цен на медь (инвестиционный товар).

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



Структура факторов производства в III кв. 2023 г. (в годовом измерении, аккумулирующая изменения, накопленные за «скользящий год») практически не изменились по сравнению со II кв. И как уже отмечалось, эта структура, опирающаяся на ускоренное расширение выпуска в промышленности, в торговле и на транспорте соответствует, скорее, «экономике роста». Другое дело, что наметившееся в последнее время, на фоне роста ключевой ставки, торможение в промышленности и на транспорте может существенно деформировать эту структуру. Но увидим мы это ещё не скоро...

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

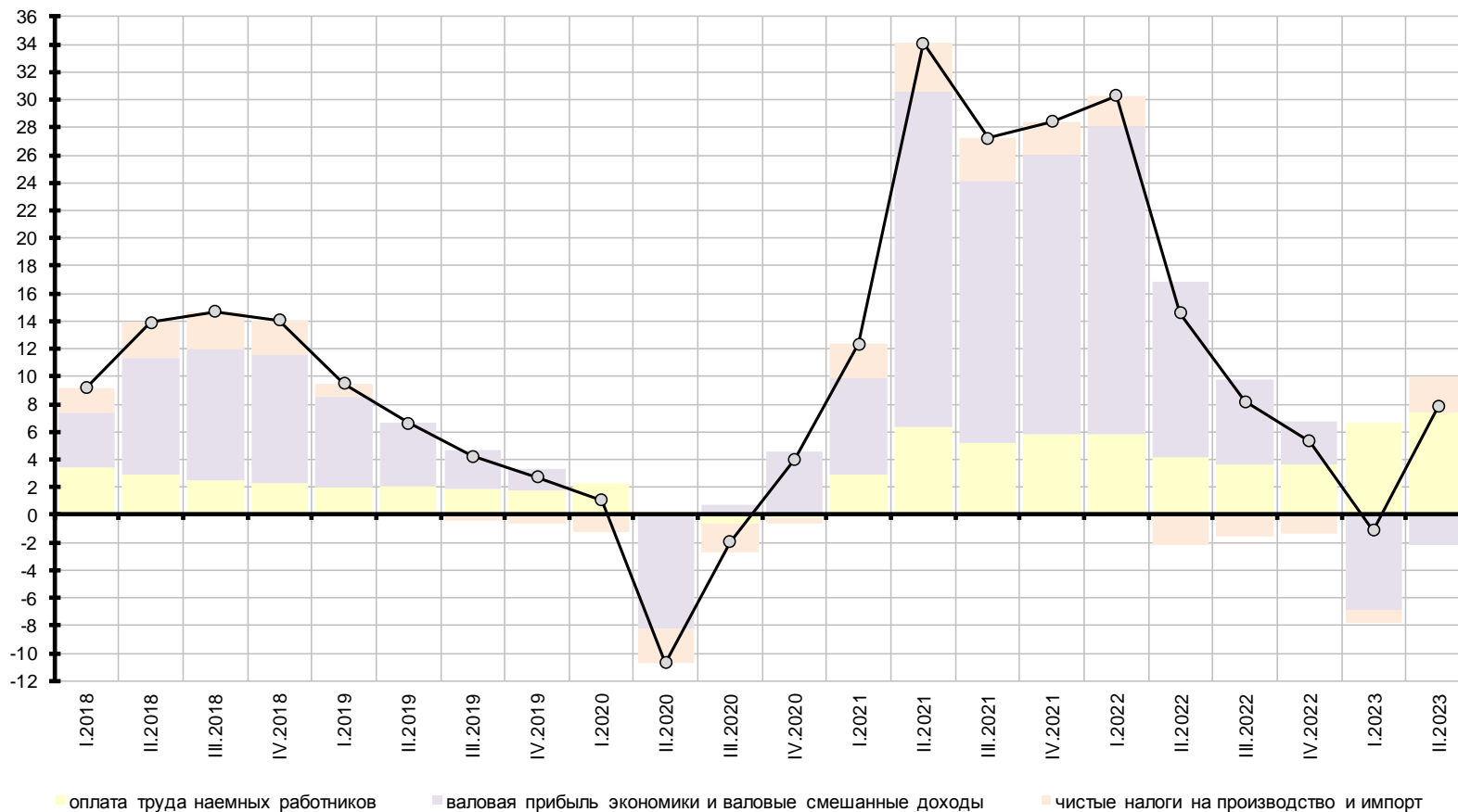


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Состав *компонентов конечного спроса* 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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



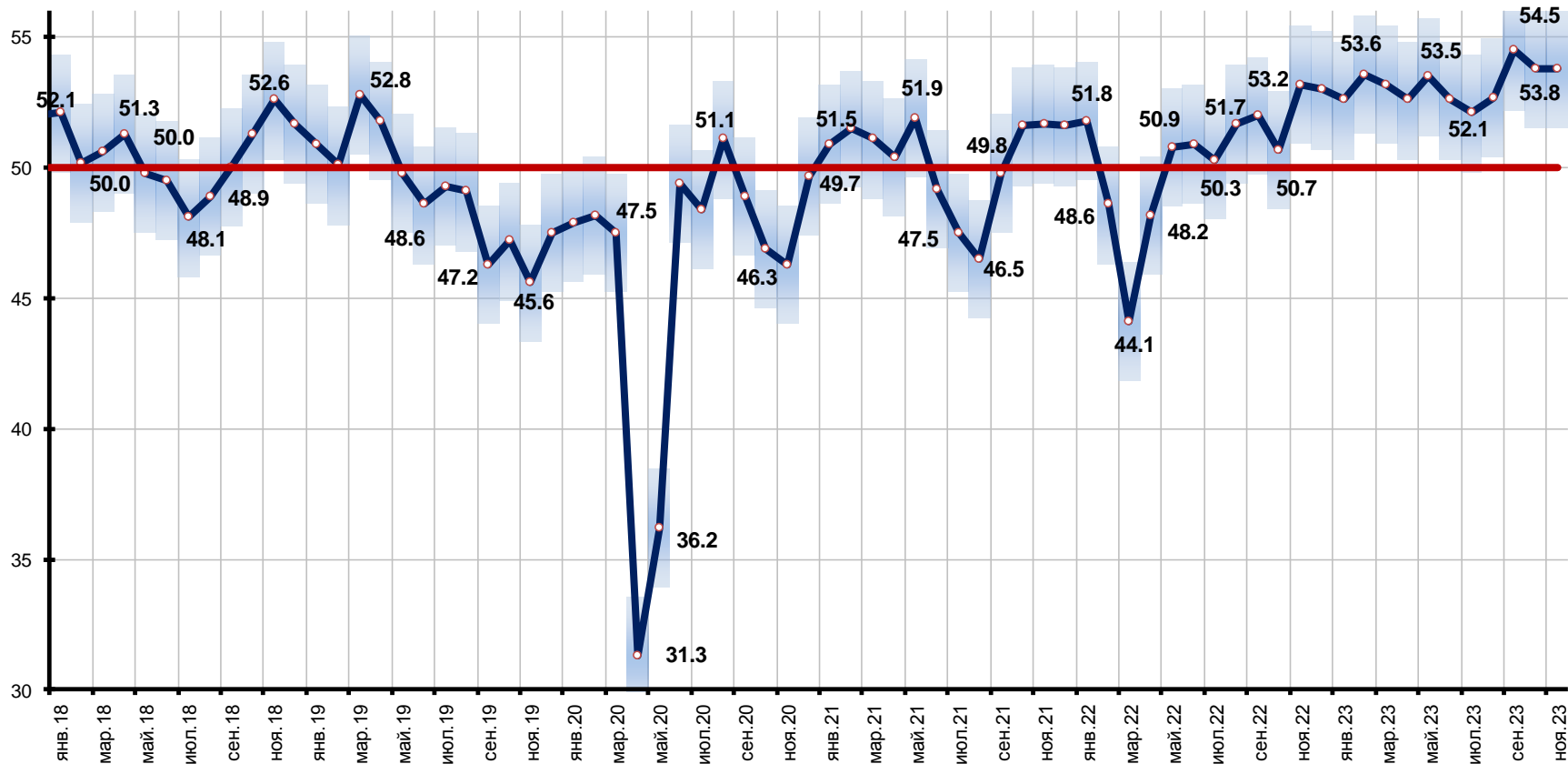
¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценки ситуации и поведение компаний

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

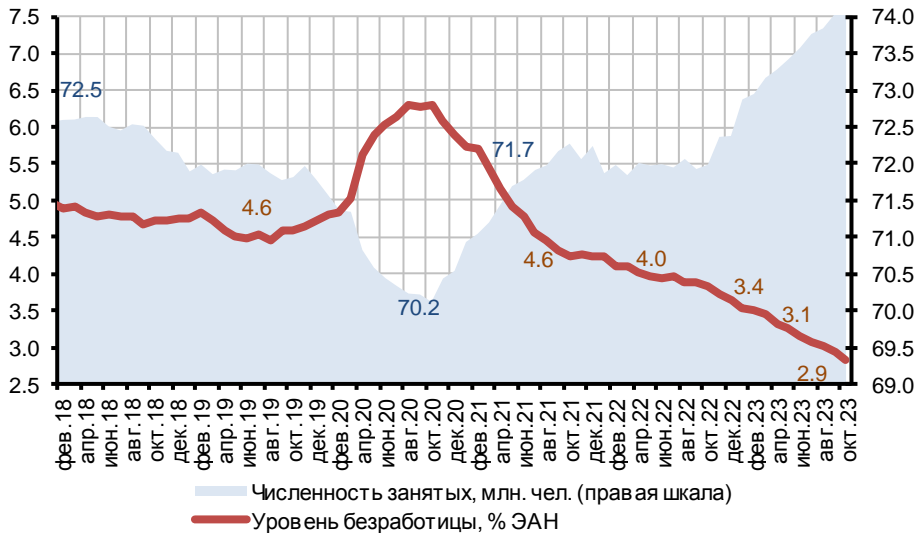


— Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (диффузионный индекс ожиданий в обработке, с исключенной сезонностью)

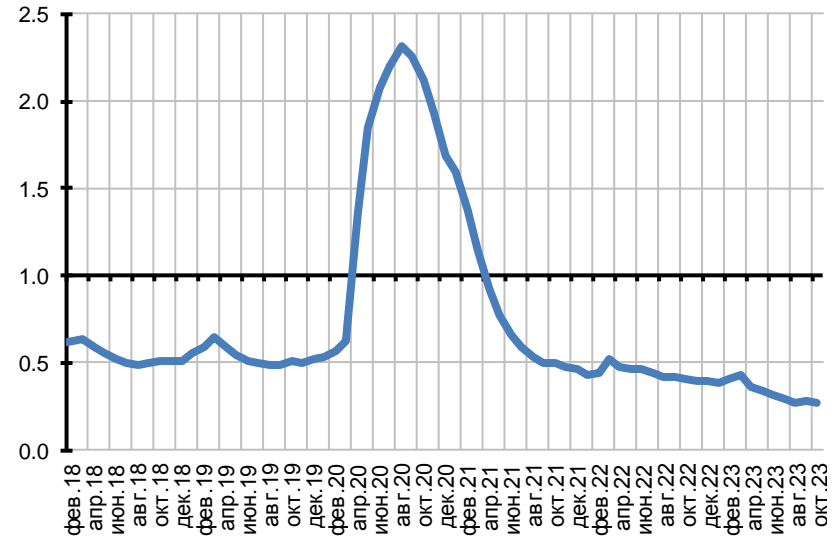
Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей закрепился на уровне прошлого месяца. Как уже отмечалось, «равновесным», соответствующим сложившейся обстановке, уровнем PMI сейчас является, видимо, «умеренно оптимистичный» уровень в 51-52%.

Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена

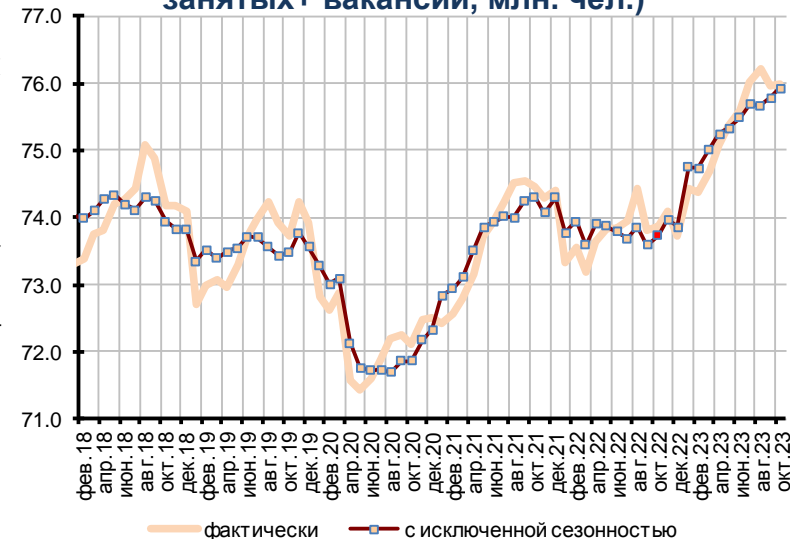


Коэффициент напряженности на рынке труда,¹ сезонность устранена



На рынке труда ситуация продолжает развиваться все в том же ключе, что и все предшествующие месяцы. Спрос на труд, в том числе, созданием новых производств, быстро растет. Безработица, соответственно, снижается (дополнительный фактор, снижающий давление на трудовые ресурсы – отток трудовых мигрантов в условиях существенного ослабления рубля). Если уже в ближайшее время итогом роста инвестиций не станет достаточно быстрое повышение производительности труда – дефицит труда станет ключевым фактором, ограничивающим экономическую динамику. Поэтому контур «инвестиции – инновации – производительность» сейчас становится важнейшим приоритетом для экономической политики.

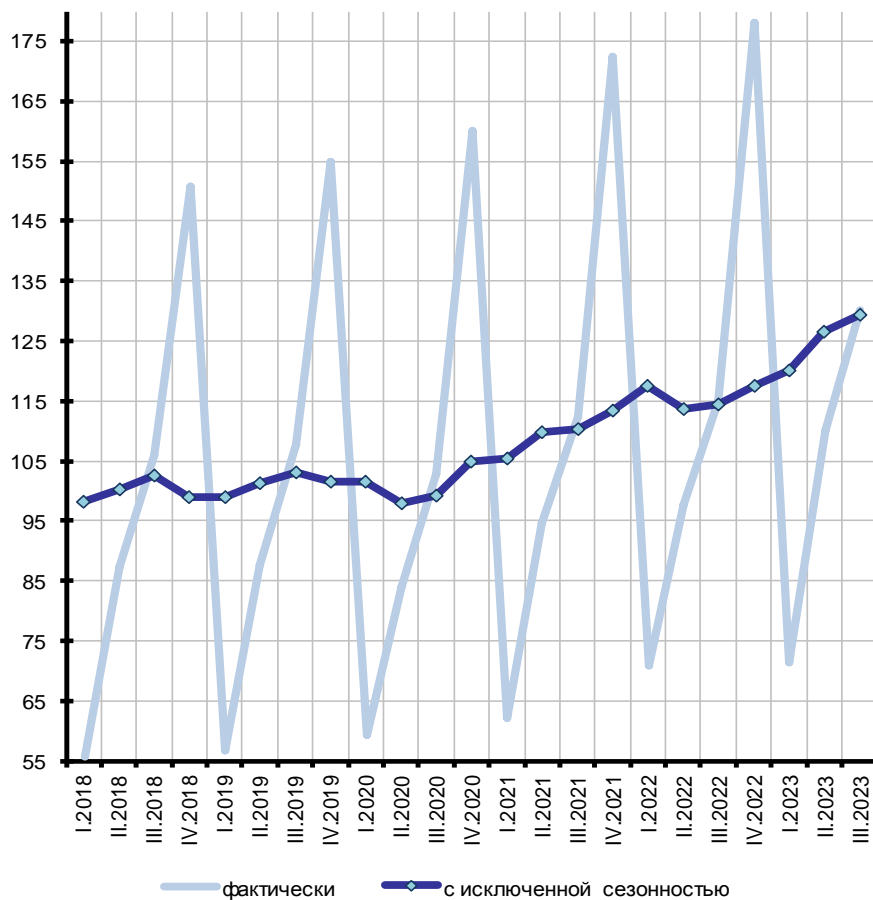
Совокупный спрос на рабочие места в российской экономике (численность занятых+ вакансии, млн. чел.)



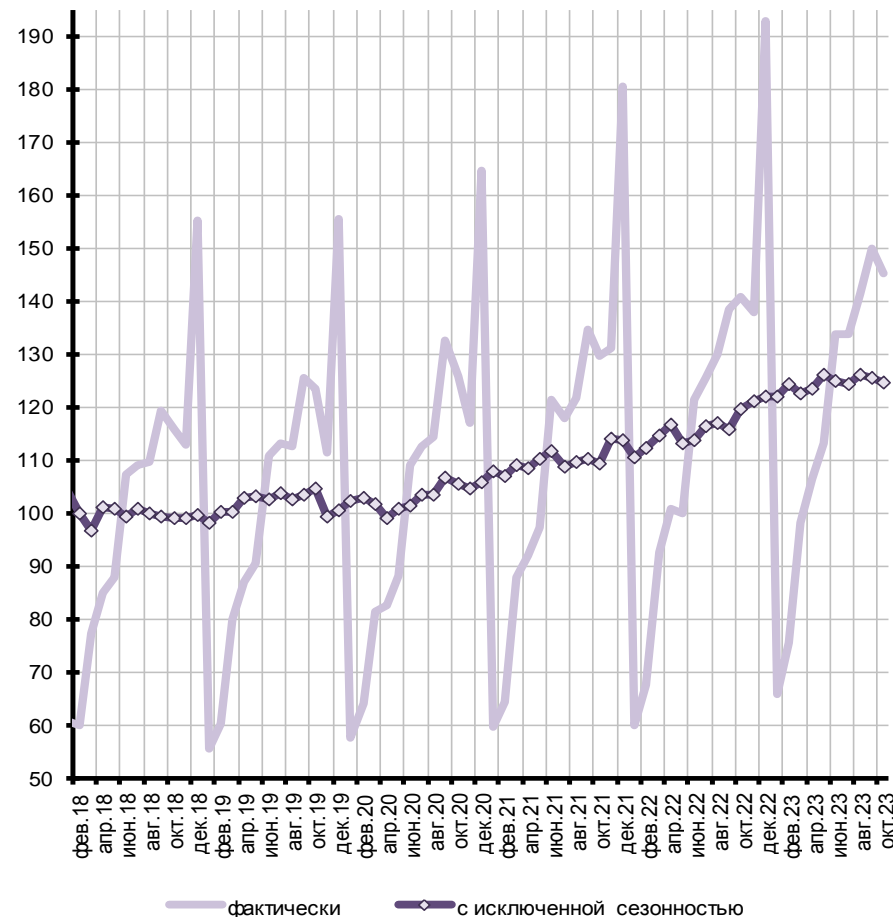
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство
(% к среднемесячному значению 2018 г.)

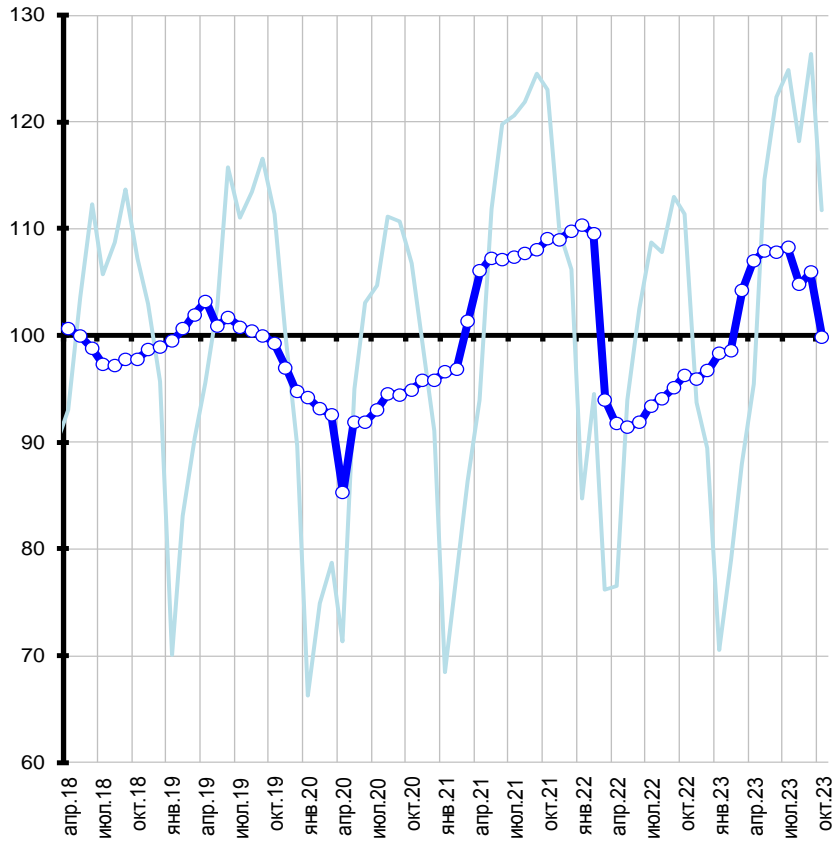


В III кв. рост *инвестиций в основной капитал* сохранился, лишь замедлившись (первый квартал: +2.2%, второй: +5.4%, третий квартал: +2.3%, сезонность устранена). Эта динамика находится в разительном противоречии со все более негативной динамикой предложения инвестиционных товаров и объясняется либо продолжением в третьем квартале «строительного бума» (в октябре сошел на нет), либо с таким специфическим компонентом инвестиций, как военная техника.

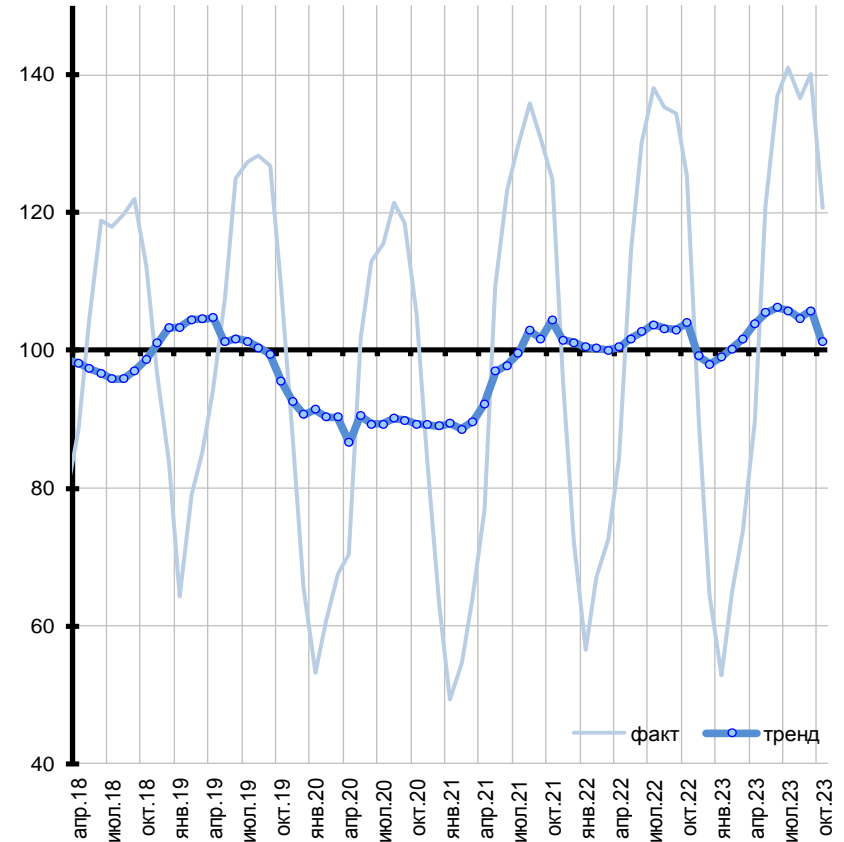
В *строительстве* теперь уже можно вполне определённо говорить о том, что рост сменился стагнацией, если не лёгким сжатием (правда, на исторически максимальном уровне: второй квартал: +0.6% в среднем за месяц, июль: -0.3%, август: +1.4%, сентябрь: -0.5%, октябрь: -0.7%, сезонность устранена). Российской экономике срочно нужен новый драйвер роста...

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



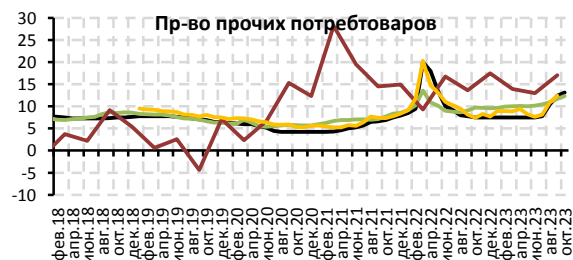
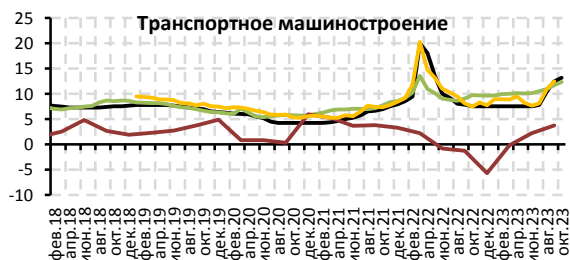
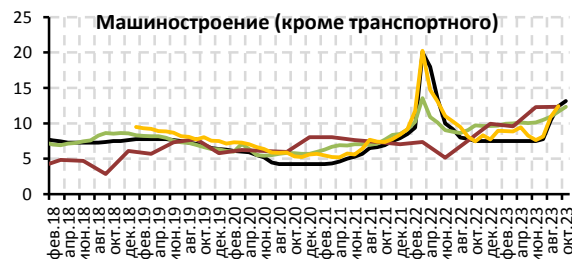
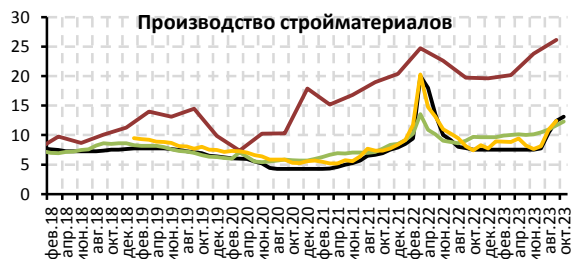
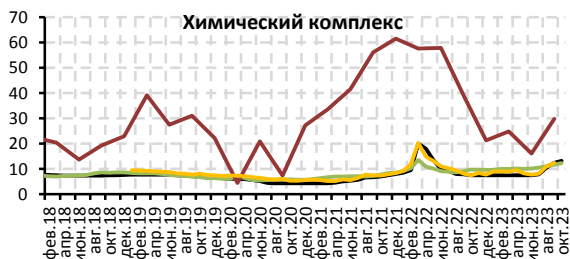
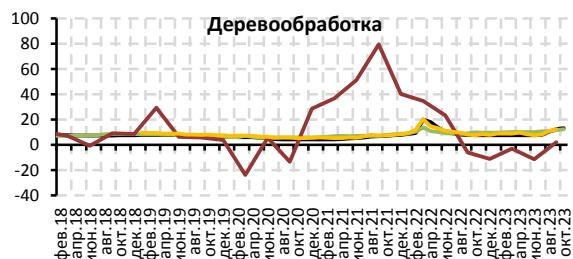
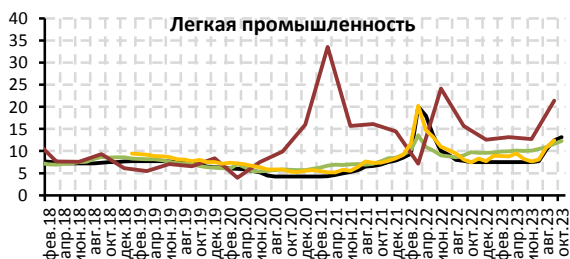
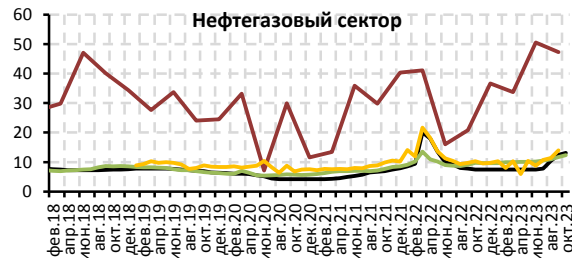
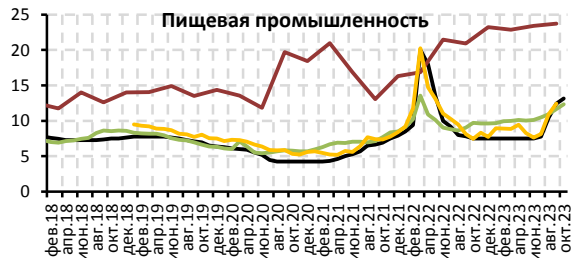
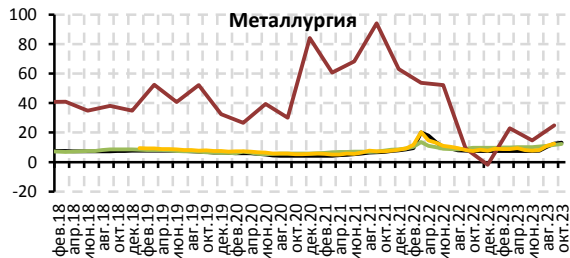
Предложение стройматериалов



Индекс инвестиционной активности, представляющий из себя оценку предложения в экономике товаров инвестиционного назначения, в октябре резко снизился, сразу на 5.8% к предыдущему месяцу (сезонность устранена). В результате, он вернулся к среднемесячному уровню 2019 г. Основной вклад в снижение индекса внесло уменьшение импорта машин и оборудования при том, что их выпуск остается достаточно устойчивым.

Предложение базовых стройматериалов также ощутимо снизилось (-4.3%), причем октябрьский уровень так же, как и предложение инвестиционных товаров в целом, примерно соответствует среднемесячному уровню 2019 г.

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



— Ключевая ставка — Индикатор портфеля ОФЗ — Рентабельность оборотных активов — Кредитные ставки до года

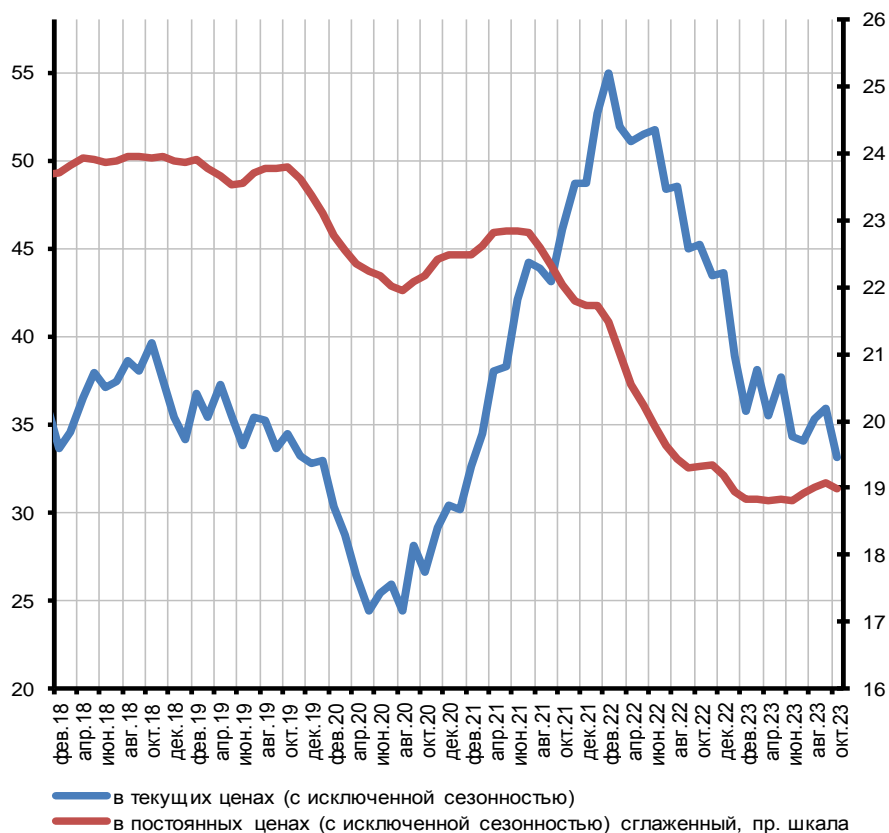
Кредитные ставки для нефтегазового сектора – ставки для «добычи полезных ископаемых» (В).

Для прочих групп отраслей – ставки «обрабатывающих производств» (С).

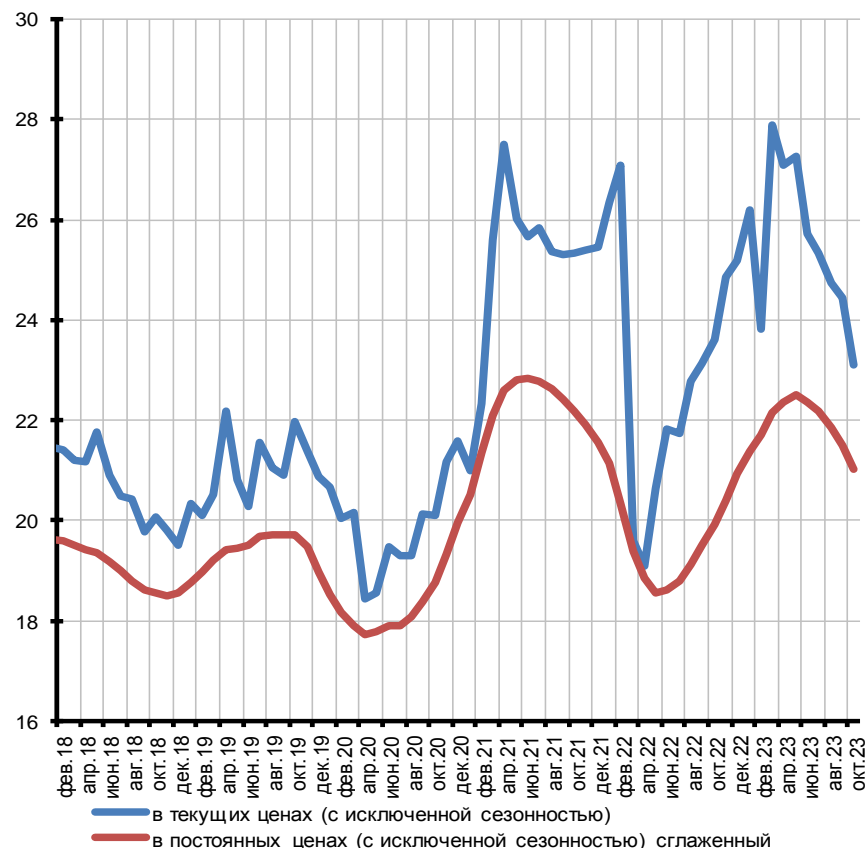
Возросшая рентабельность в ряде отраслей (пока – без учёта новых циклов повышения ключевой ставки Банка России) «отвела» доходность бизнеса от ставок безрискового держания денег. По состоянию на октябрь на уровне или ниже уровня индикатора портфеля ОФЗ (доходность «безрискового» держания средств) оказалась рентабельность в машиностроении, (особенно в транспортном, и в деревообработке.

Спрос: внешняя торговля¹

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров (млрд. долл.)

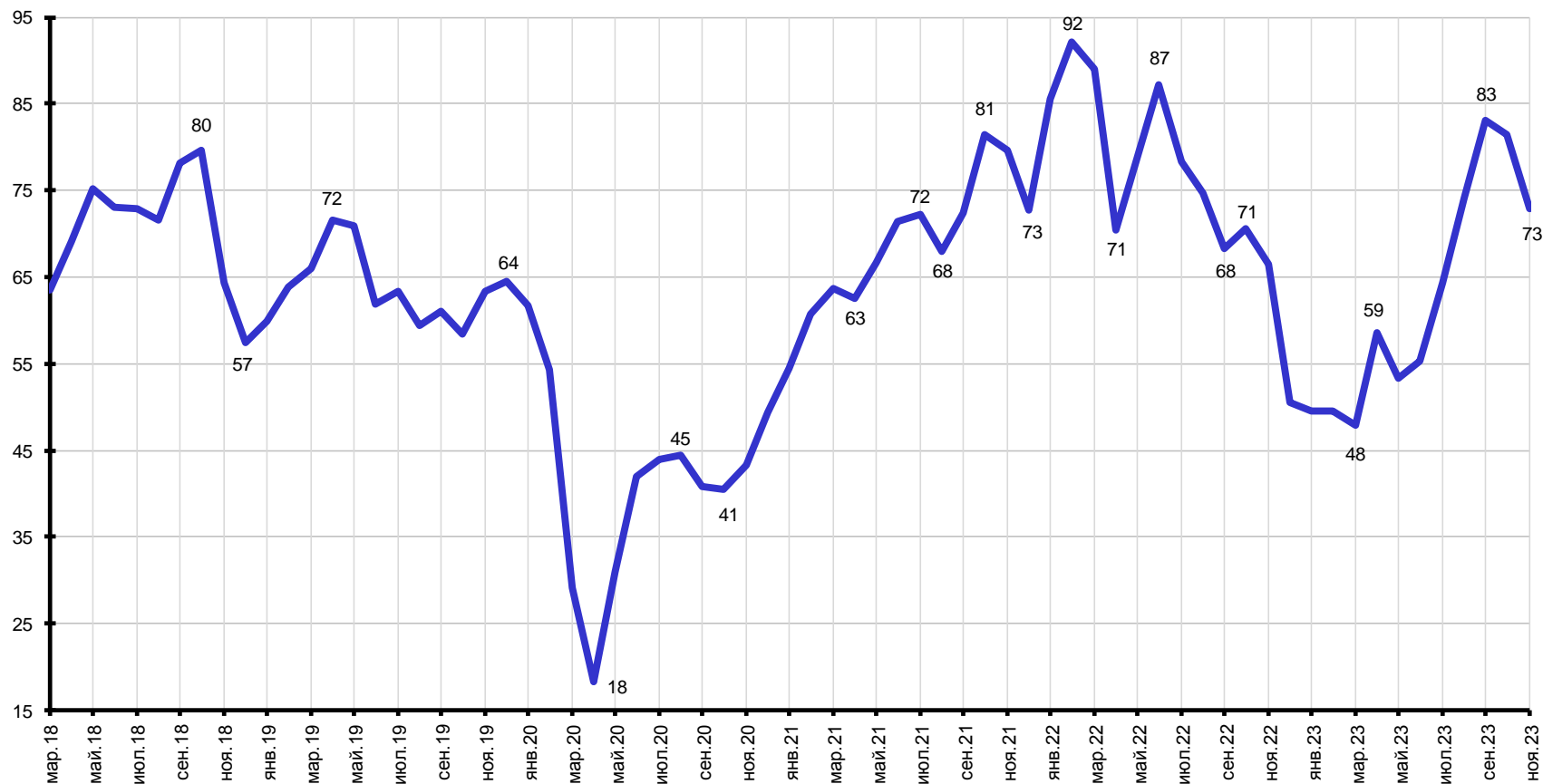


В сфере *экспорта товаров* (в физическом выражении, сезонность устранена) ситуация стабилизировалась. Падение, начавшееся еще в середине 2021 г., завершено, но и рост, наметившийся летом, по меньшей мере, приостановился. При этом, стоимостной объем экспорта продолжает падать – в основном из-за снижения мировых цен на нефть, уголь и зерно.

Импорт товаров (в физическом выражении, сезонность устранена) снова стал сжиматься, довольно устойчиво с конца лета – скорее всего из-за девальвации рубля. Кроме того, «импортозамещение работает».

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

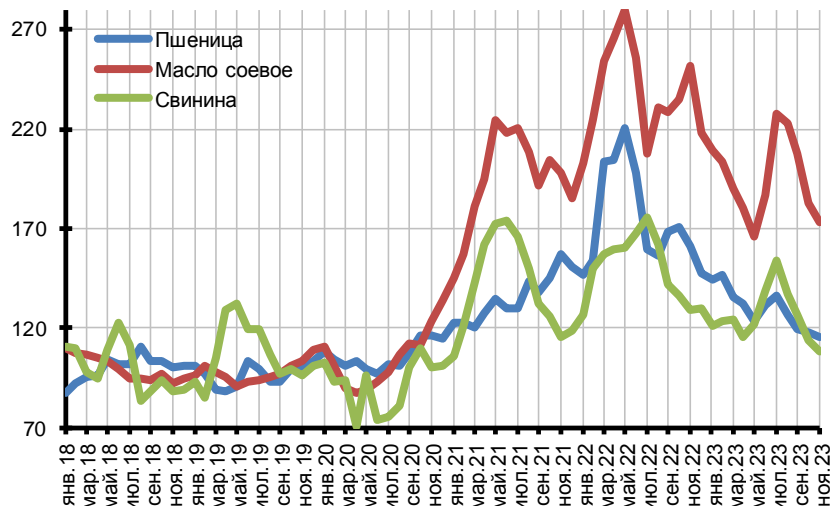
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в ноябре 2023 г. составила 72,8 долл./барр. после 81,5 долл./барр. в октябре. В ноябре цены на нефть преимущественно снижались на фоне увеличения предложения, в т.ч. США, и слабого прогноза относительно дальнейшего роста мирового спроса. Небольшую поддержку ценам в ноябре оказали заявление Ирака в середине месяца о присоединении к сокращению добычи нефти ОПЕК+ и краткосрочные перебои в поставках из России и Казахстана из-за сильного шторма в Черноморском регионе в конце ноября. Эффект на цены на нефть от продолжающегося палестино-израильского конфликта («в плюс») полностью перекрывался опасениями по поводу замедления роста мировой экономики («минус»). 30 ноября страны-члены ОПЕК+ пришли к соглашению о дополнительном сокращении добычи нефти в I кв. 2024 г. для удержания цен на высоком уровне. Дисконт нефти марки Urals к марке Brent в начале месяца составлял 14-15 долл./барр., к концу ноября увеличился до 18-19 долл./барр.

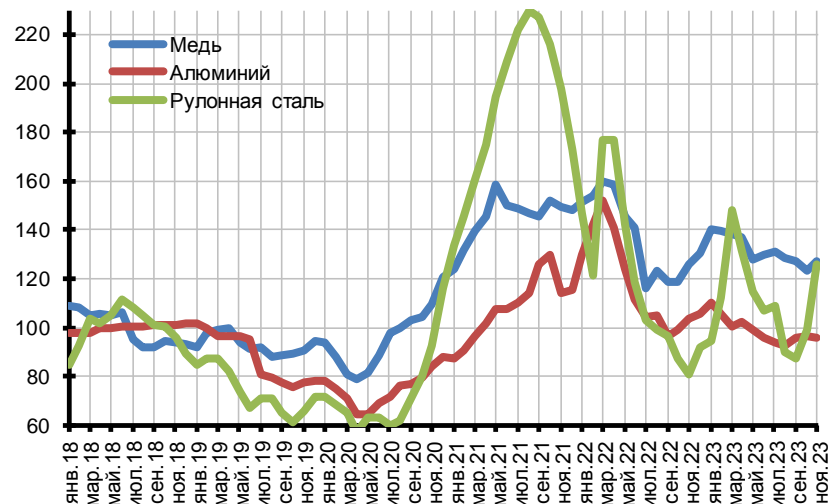
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



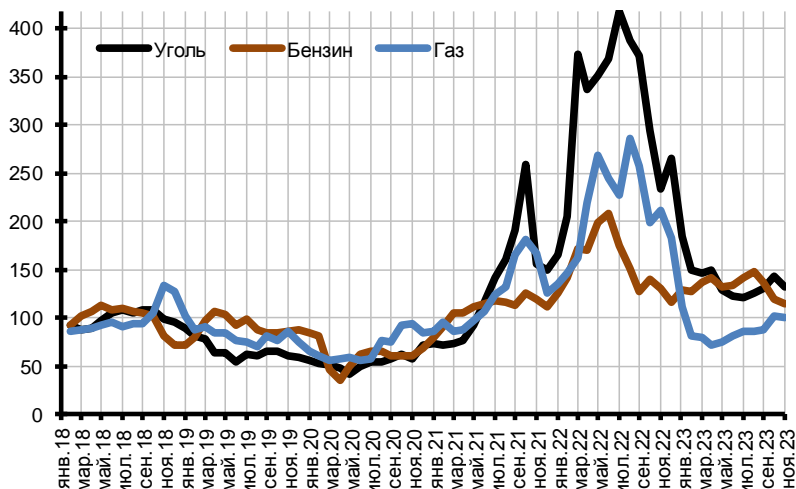
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*



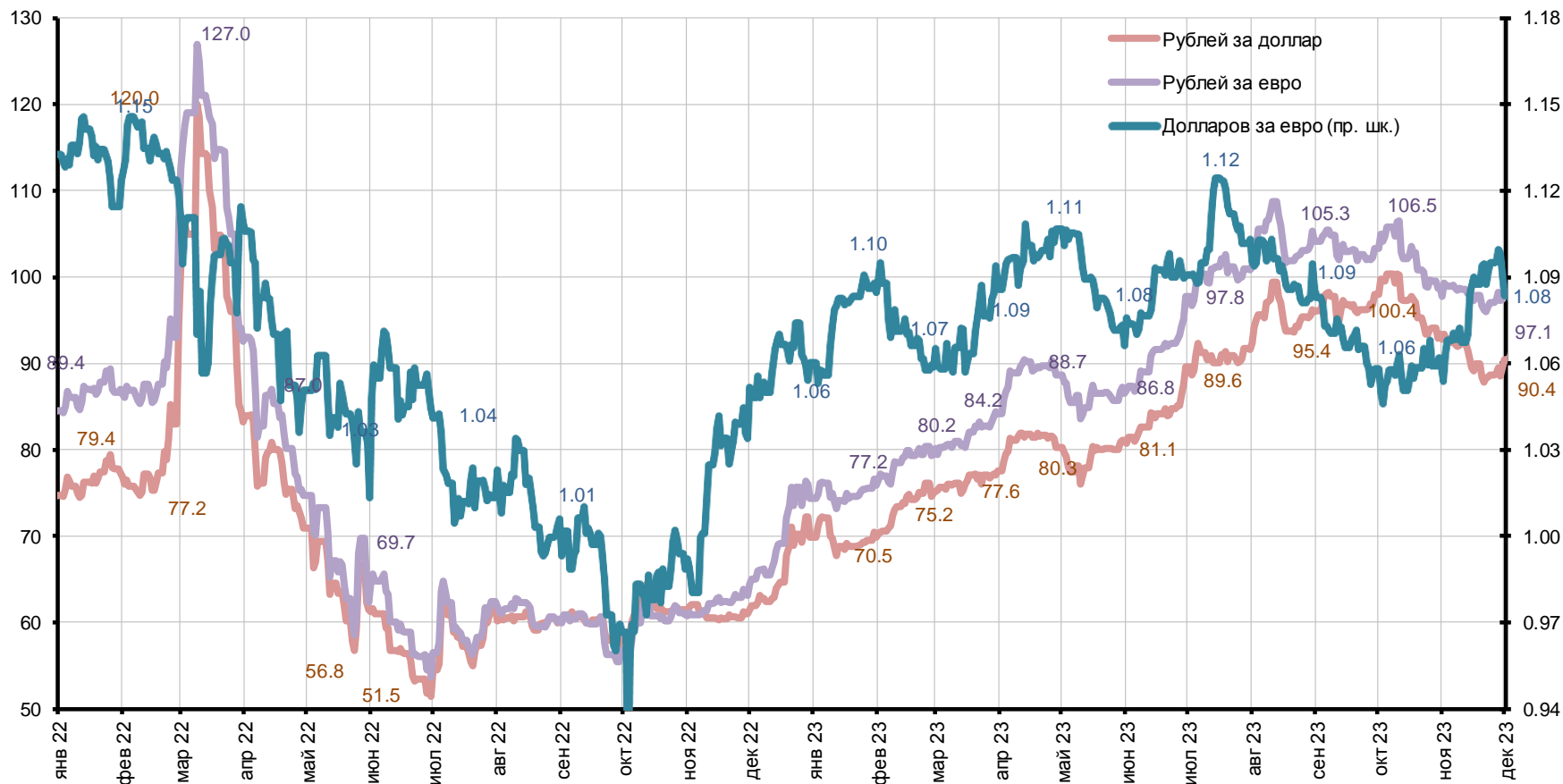
* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
 Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE
 Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на мировых рынках продовольствия, как и ранее, снижаются на фоне подведения итогов сбора урожая.

На рынках основных видов металлов ситуация крайне неоднородна. Цены на медь и алюминий в целом стабильны. В то же время цены на сталь буквально взлетели (что, «при прочих равных» – индикатор роста инвестиционной активности). С чем это связано – неясно; возможно, причина – в антикризисных усилиях Китая и, возможно – стран Евросоюза.

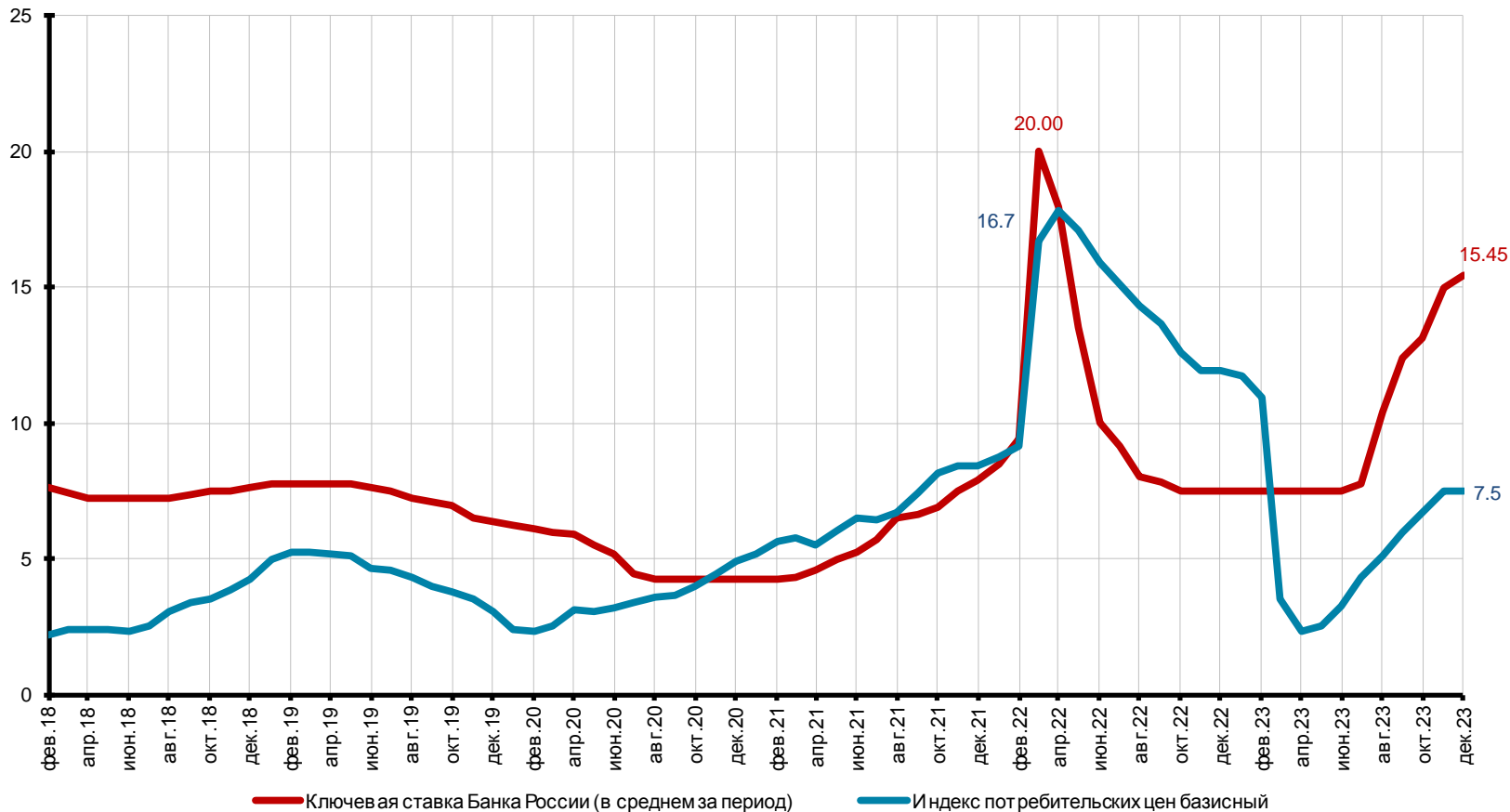
Цены на топливо, скорее, снижаются вслед за «главным индикатором» – ценами на нефть. При этом цены на нефтепродукты и уголь заметно упали, цены на газ – скорее, стабилизировались.

Динамика валютных курсов



В ноябре укрепление рубля продолжилось, однако его темп был заметно ниже чем, в октябре. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю снизился за месяц на 1.3% и составил 93.8 руб. за корзину по состоянию на 1 декабря. В поддержку рубля выступил рост объемов продаж валютной выручки экспортерами, который стал следствием принятия Указа об обязательной продаже выручки экспортерами.

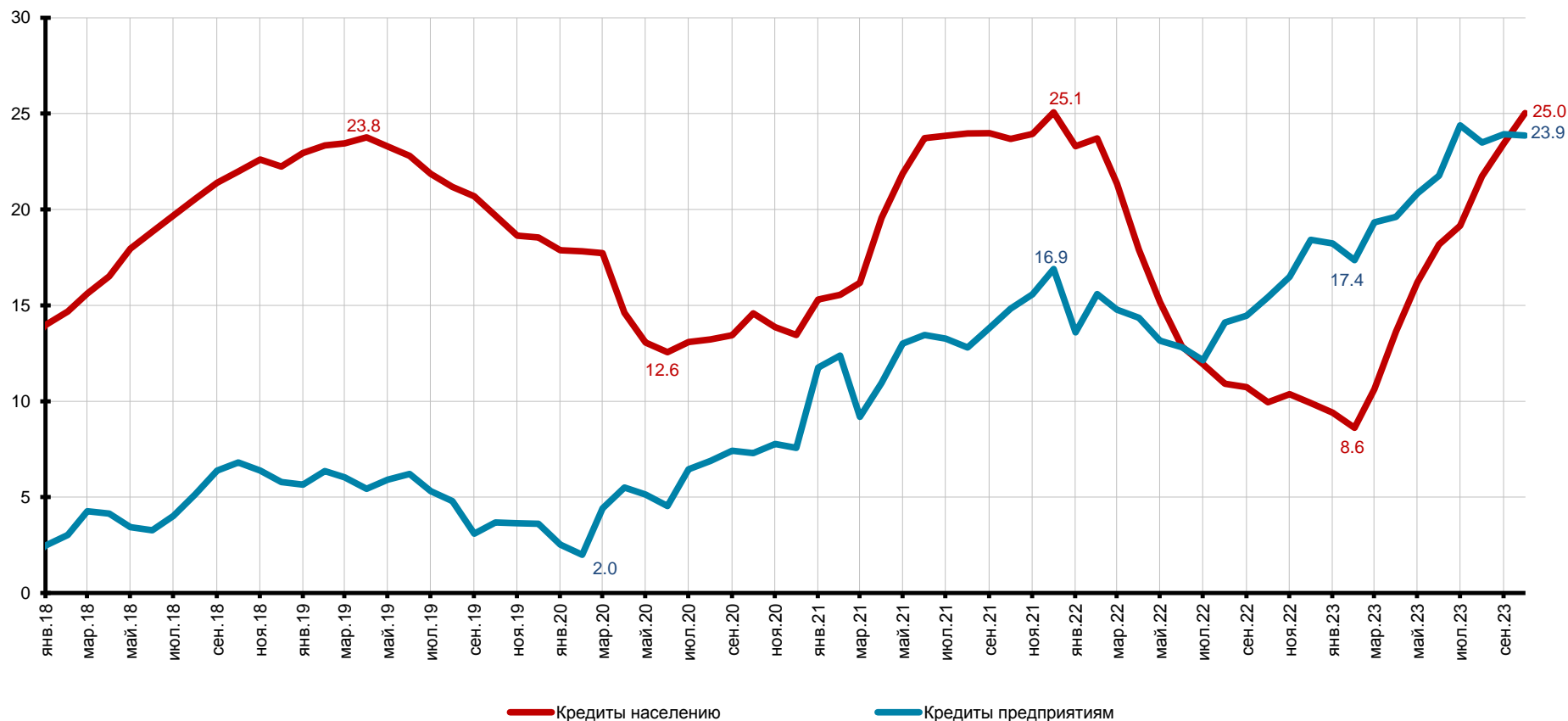
Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



15 декабря Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить *ключевую ставку* на 1.0 проц. п., до 16% годовых вследствие сохранения высокого инфляционного давления. Кроме того, как отмечается в пресс-релизе Банка России, отклонение российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста во втором полугодии 2023 года оказалось более значительным, чем Банк России оценивал в октябре.

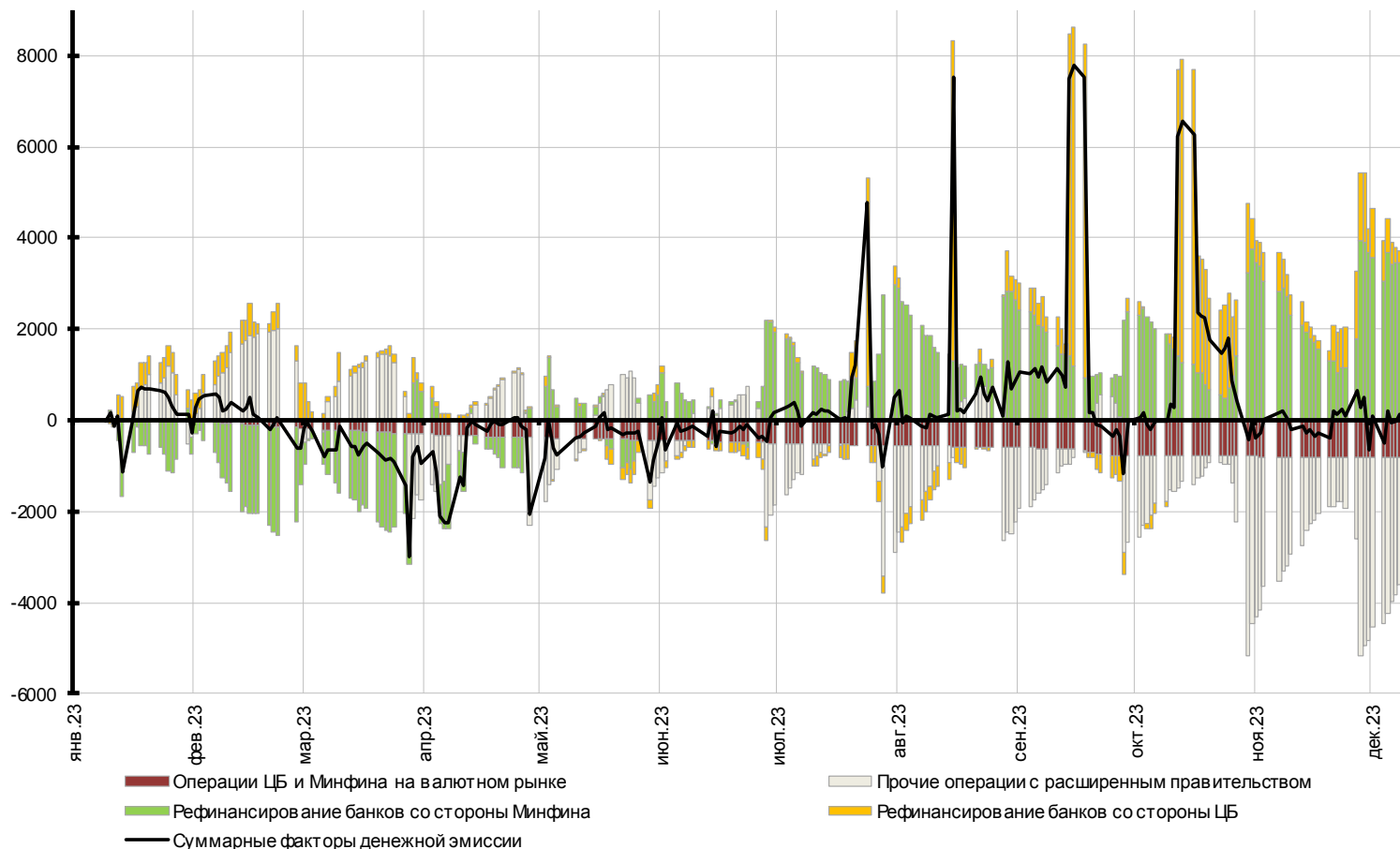
Согласно обновленному прогнозу Банка России годовая инфляция составит 7-7.5% в 2023 г. По итогам ноября инфляционные ожидания населения выросли с 11.2% до 12.2%. Согласно оперативной справке инфОМ, в декабре рост инфляционных ожиданий продолжился и составит 14.2%. Следующее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 16 февраля 2024 г.

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



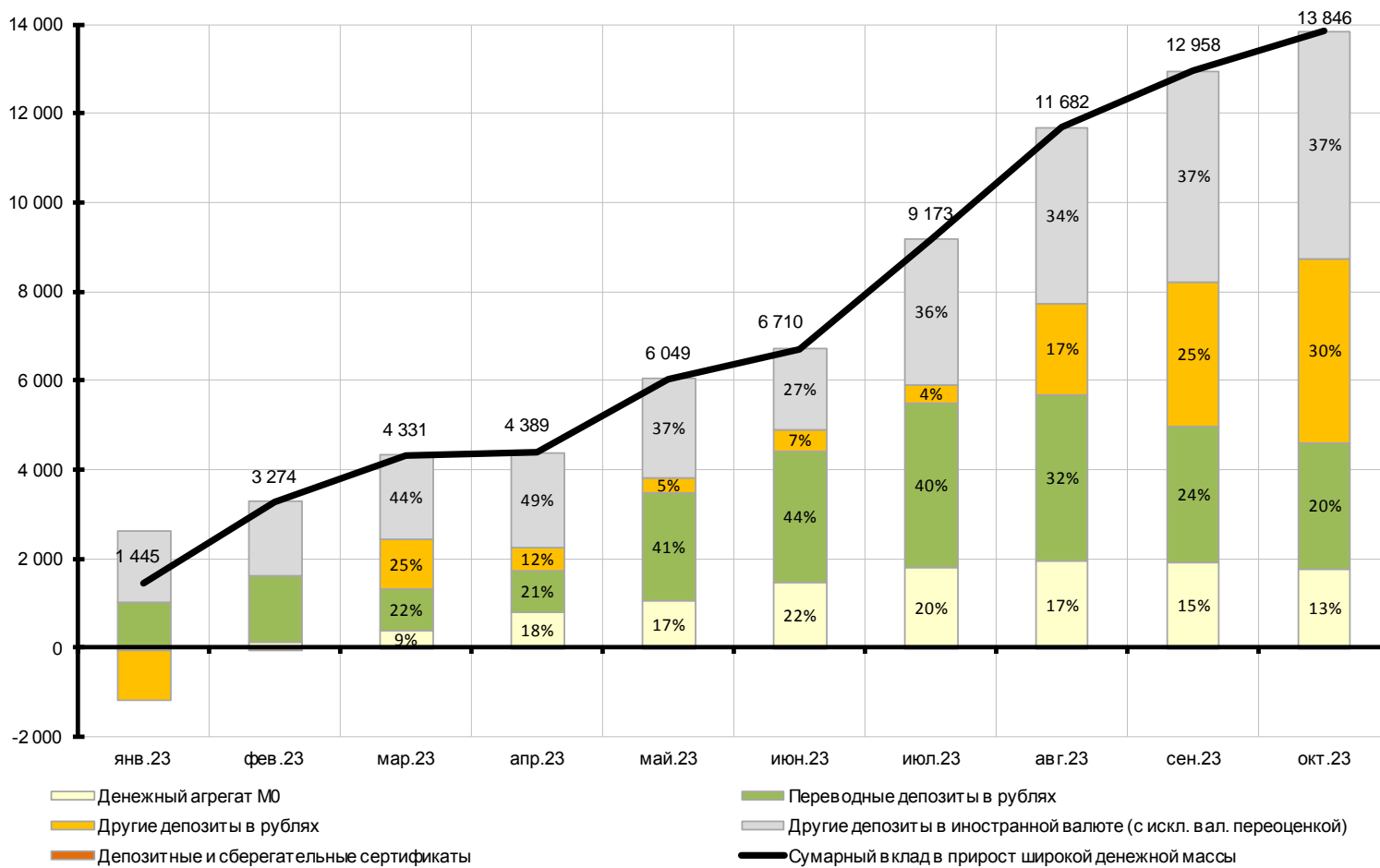
В октябре темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 25.0%, что на 1.5 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Темпы прироста в сегменте ипотечного кредитования замедлились (октябрь: +2.9%, сентябрь: +4.2%), что вызвано повышением первоначального взноса по льготным программам до 20% с 15%, а также с ростом процентных ставок по рыночной ипотеке. В сегменте необеспеченных потребительских кредитов продолжалось значительное замедление темпов прироста (октябрь: +1.1%, сентябрь: +1.5%), что объясняется заметным ростом процентных ставок по кредитам и ужесточением макроprudенциального регулирования. Активность в сегменте *корпоративного кредитования* продолжала оставаться стабильной. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в сентябре-октябре составлял около 24%. Значительный объем кредитов был равномерно распределен между транспортными, горно-металлургическими и химическими компаниями. Около 10% 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 ноября – первой половине декабря баланс факторов денежной эмиссии оставался в околонулевой зоне. При этом, в начале нового периода усреднения обязательных резервов (15.11), в отличие от предыдущих нескольких месяцев, банки не привлекали значимый объем средств от Банка России (то есть будущая стоимость денег по ожиданиям финансовых организаций не изменится).

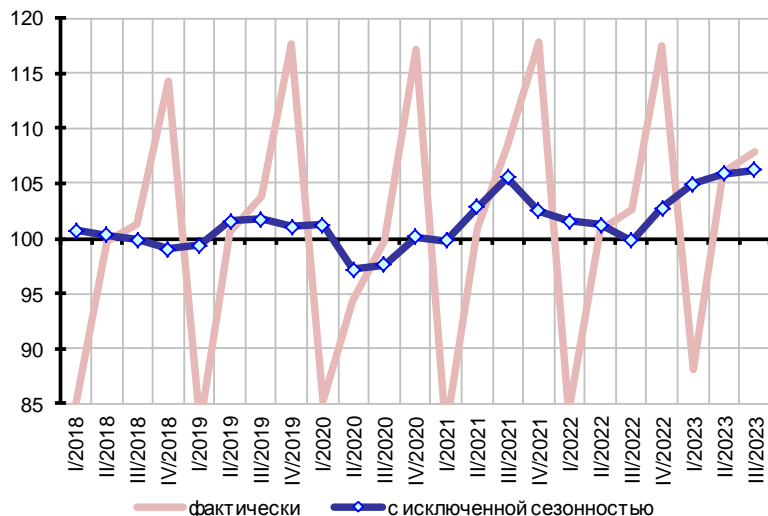
Факторы роста широкой денежной массы (млрд руб., накопленным итогом с начала года)



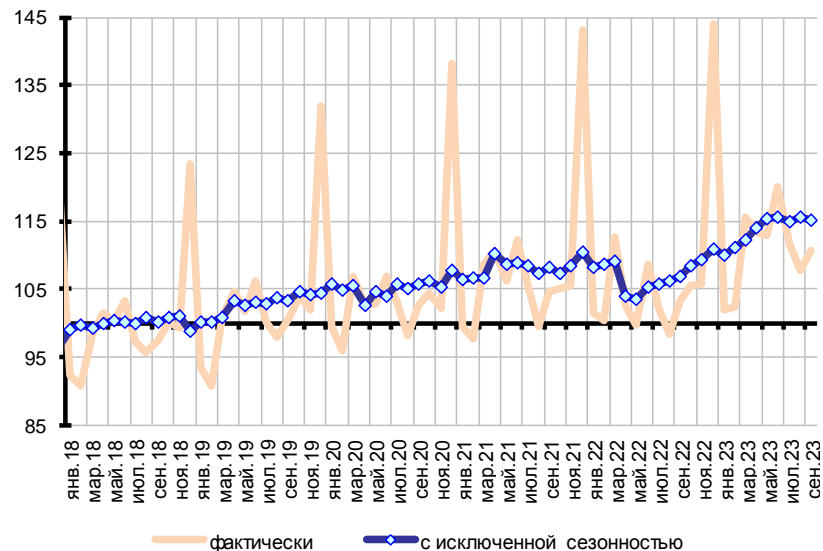
В октябре *широкая денежная масса* (M2X) с исключенной валютной переоценкой выросла на 0.8% м/м после 1.2% в сентябре. Основным источником ее роста, как и в предыдущем месяце, выступал фактор роста рублевых депозитов за счет существенного расширения срочных вкладов населения уже третий месяц подряд, при отсутствии роста депозитов предприятий. 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. Повышение ключевой ставки в конце октября должно отразиться на сохранении текущих тенденций (расширении доли срочных депозитов при сокращении переводных) структуры широкой денежной массы и по итогам ноября (пока еще нет данных). Годовые темпы увеличения M2X несколько замедлились и составили 22.3% после 23.2% в сентябре. При этом, годовые темпы увеличения M2X с исключенной валютной переоценкой заметно ускорились до 25.1% после 21.6% в сентябре вследствие эффекта низкой базы прошлого октября (связанного с переоценкой валютных вкладов на фоне ослабления курса рубля).

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

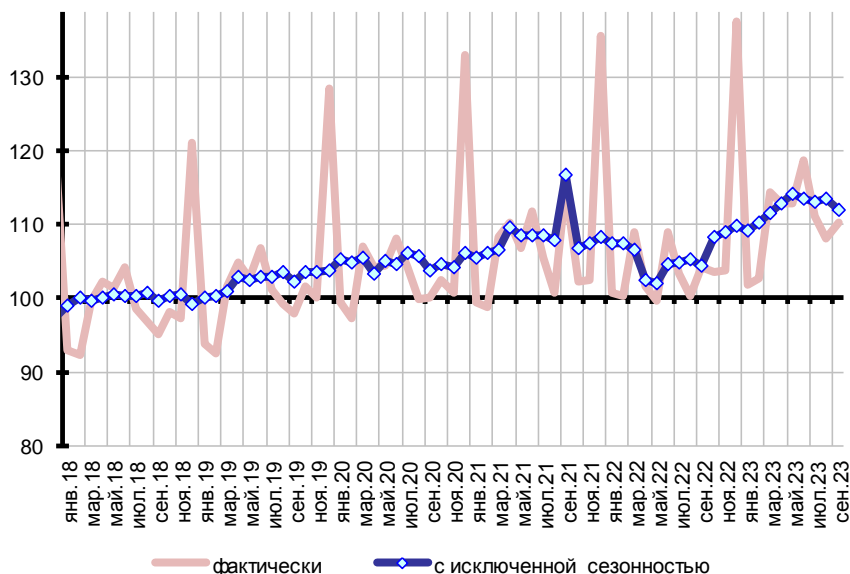
Реальные располагаемые доходы населения^{1, 3}



Реальная начисленная заработная плата



Агрегат основных реальных денежных доходов²



Стабилизация *реальной заработной платы*, о которой мы говорили еще в прошлом Обзоре, сменилась лёгким падением (июнь: +0.3%, июль: -0.6%, август: +0.6%, сентябрь: -0.4%, сезонность устранена). Опять-таки, как уже отмечалось, инфляция слишком высока, а финансовое положение компаний – уже недостаточно надёжно, чтобы быстро повышать зарплату даже в условиях ярко выраженного дефицита труда.

*Ситуация с основными реальными денежными доходами населения*² несколько хуже, чем с заработной платой: наблюдается выраженный спад, - вероятно, из-за недоиндексирования «по инфляции» пенсий и пособий (июнь: -0.4%, июль: -0.4%, август: +0.4%, сентябрь: -1.3%, сезонность устранена).

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

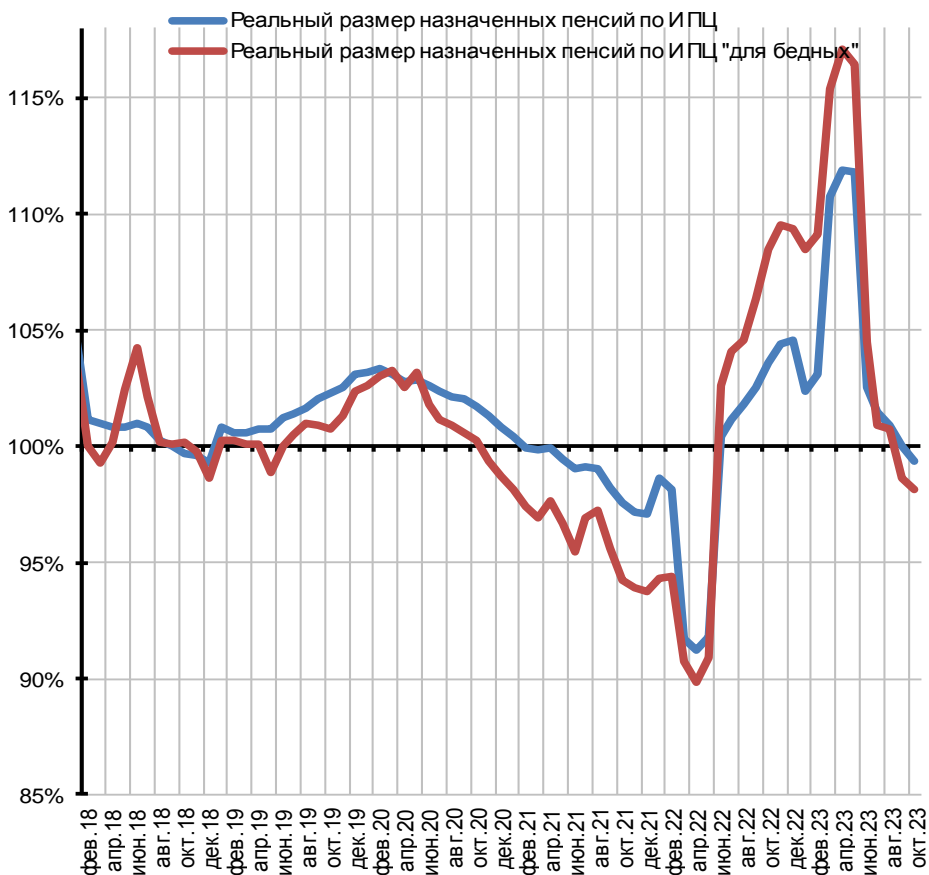
¹Росстат изменил методологию расчета денежных доходов населения. Динамика реальных располагаемых доходов населения представлена согласно новой методологии 2014 г., начиная с 2013 г.

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

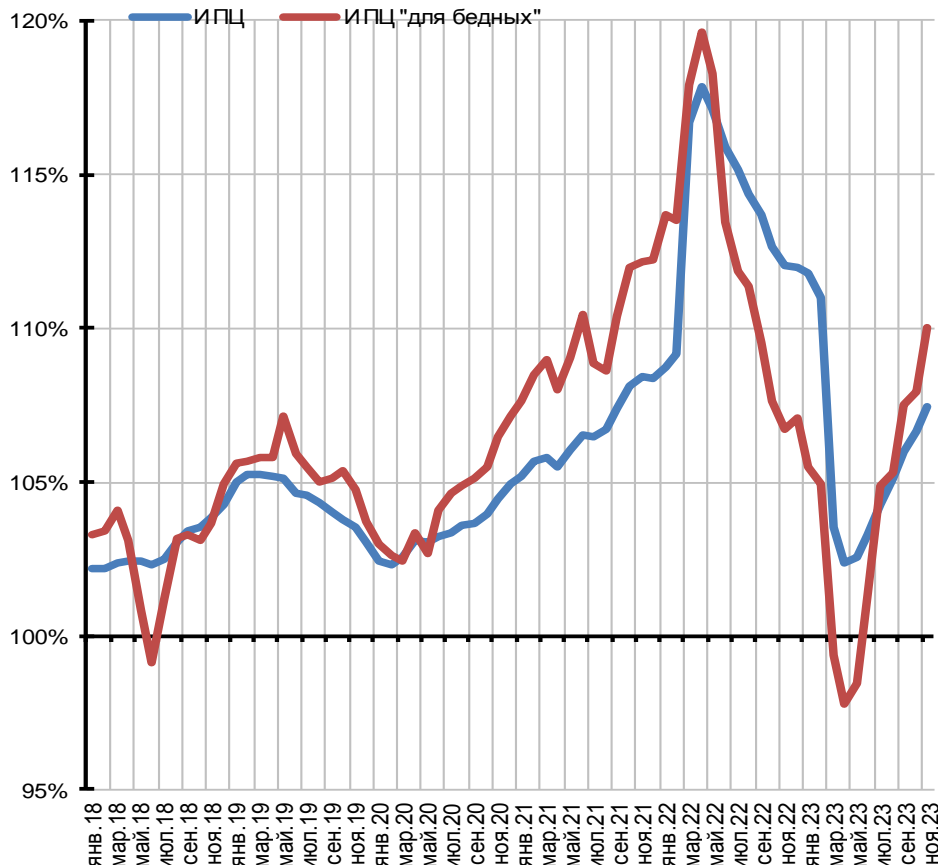
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция «для бедных»¹

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



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



Как уже отмечалось, *косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции* («инфляции для бедных») продолжает оставаться отрицательным. Рост цен на плодоовощную продукцию, яйца, курятину, хлеб, являющихся основой потребления бедного населения, идёт в основном ускоренно относительно среднего уровня.

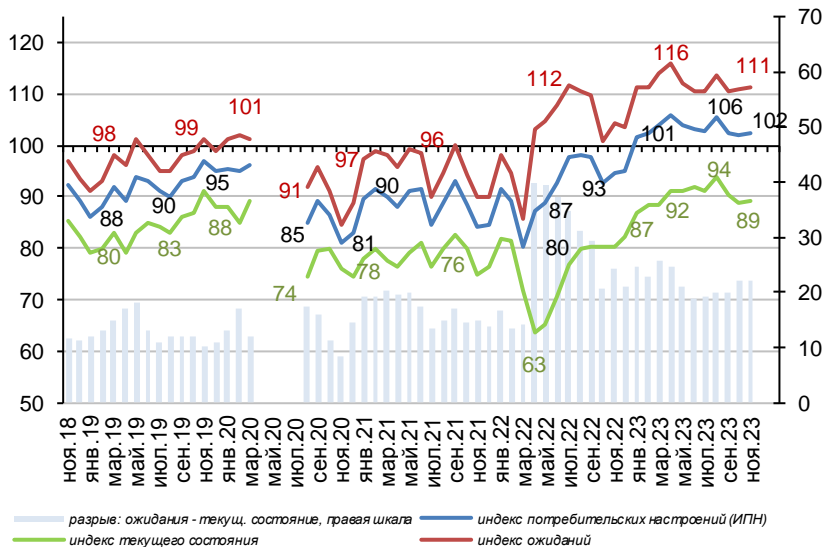
В результате реальный размер назначенных пенсий, переоцененный по ИПЦ, для бедных уже два месяца ниже прошлогоднего, и продолжает снижаться.

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

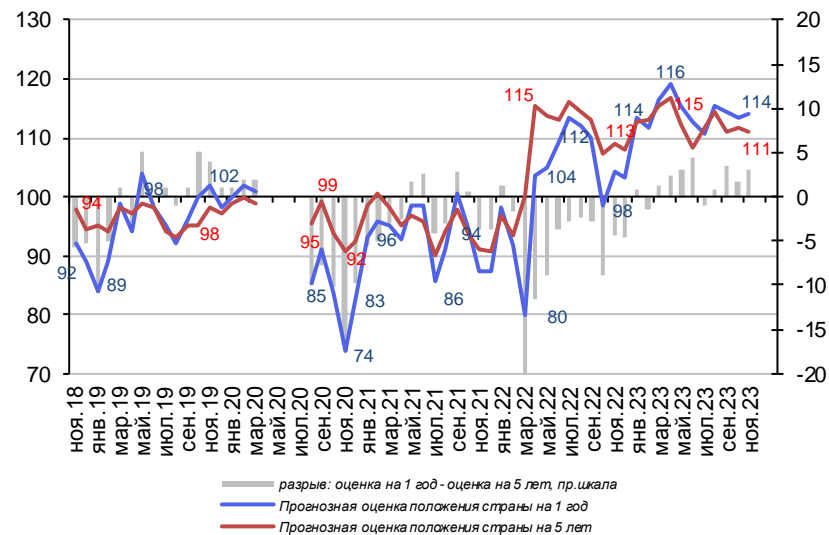
² Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным СФР

Потребительские настроения населения

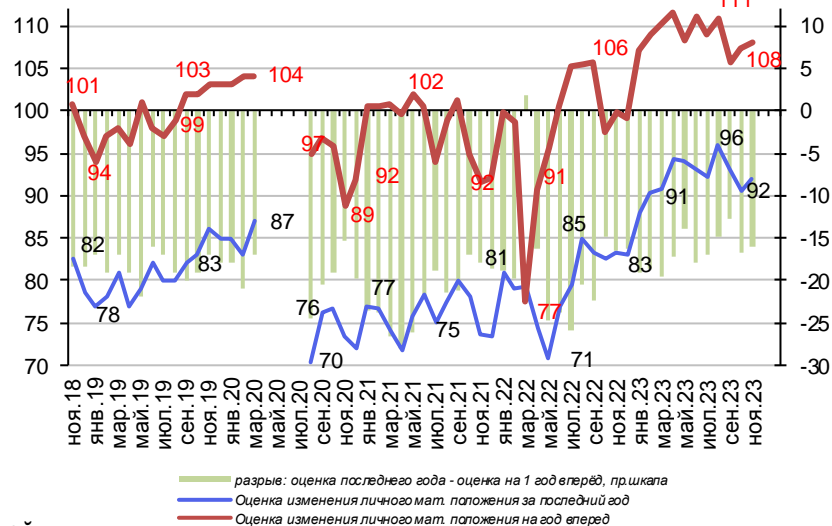
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

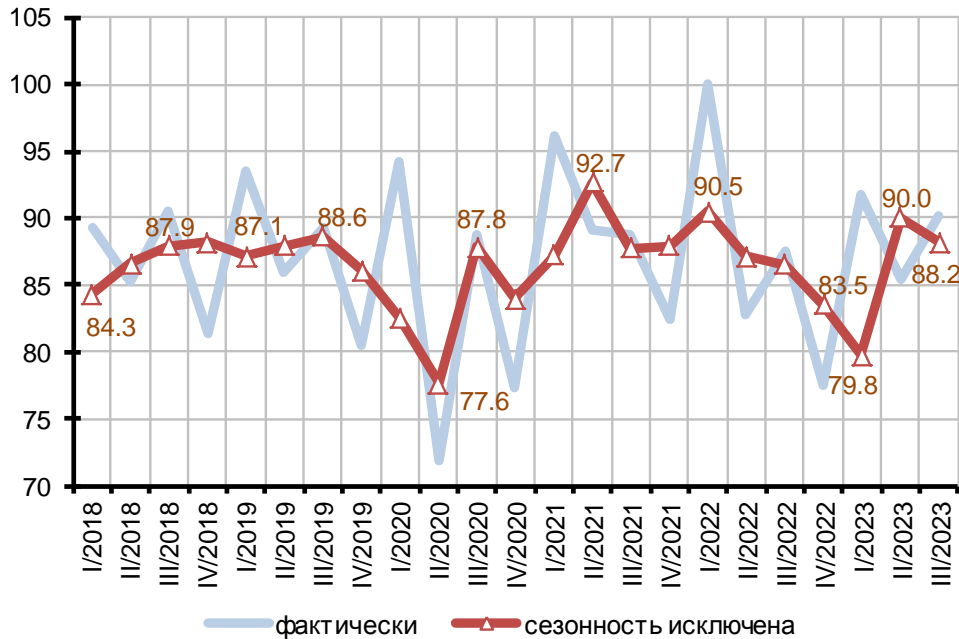


В части *потребительских настроений* населения ситуация почти не меняется. Весь набор оценок перестал ухудшаться, но после довольно заметного снижения по сравнению с пиковым уровнем в первом полугодии.

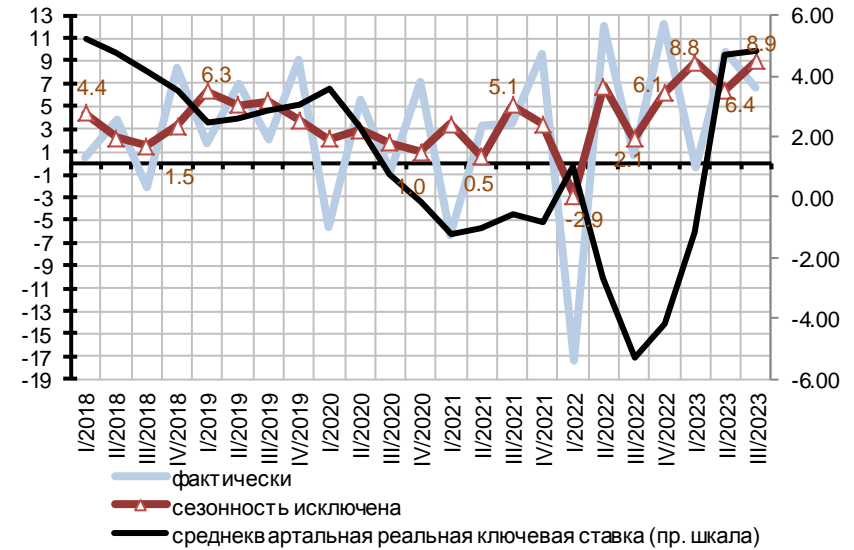
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Норма потребления и норма сбережений населения

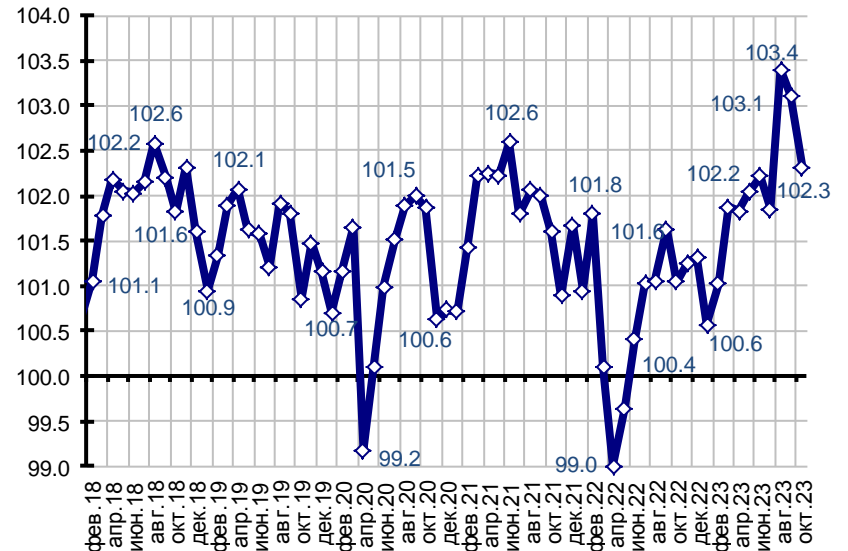
Норма потребления^{1,3} (% к располагаемым доходам)



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



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

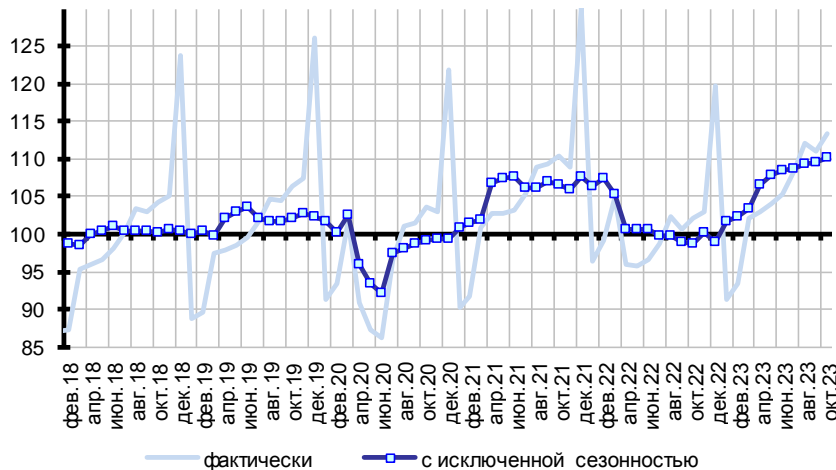


В сфере потребительского поведения в III кв. ситуация развивается довольно предсказуемым образом, с учетом повышения процентных ставок. *Норма сбережения во вкладах*, разумеется, возросла - правда, пока скорее «выйдя на среднесрочную стабилизацию», причём, на необычно высоком уровне. *Норма потребления*,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

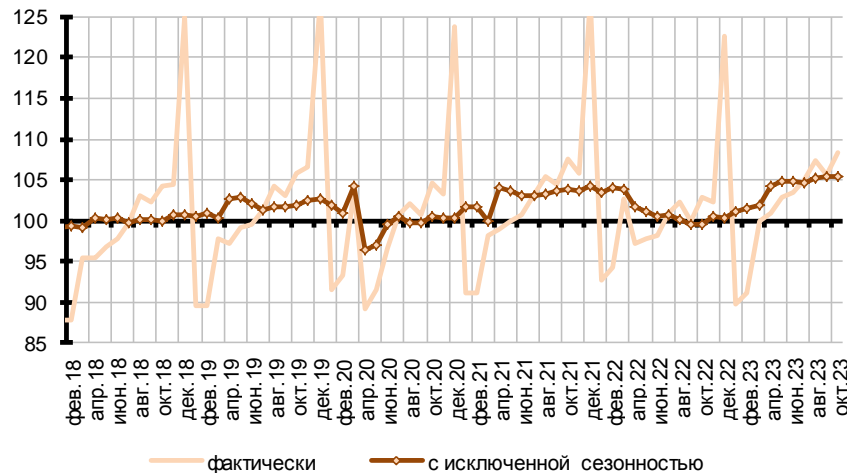
¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2014 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2022 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе
² Методология Росстата 2014 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

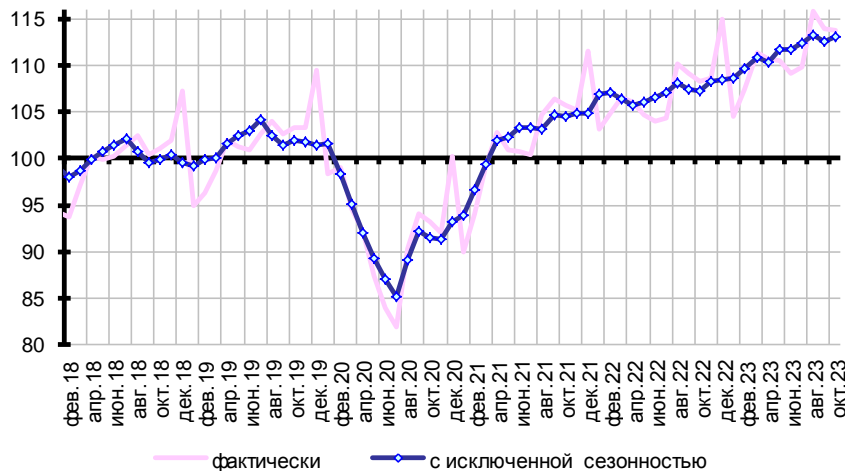
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



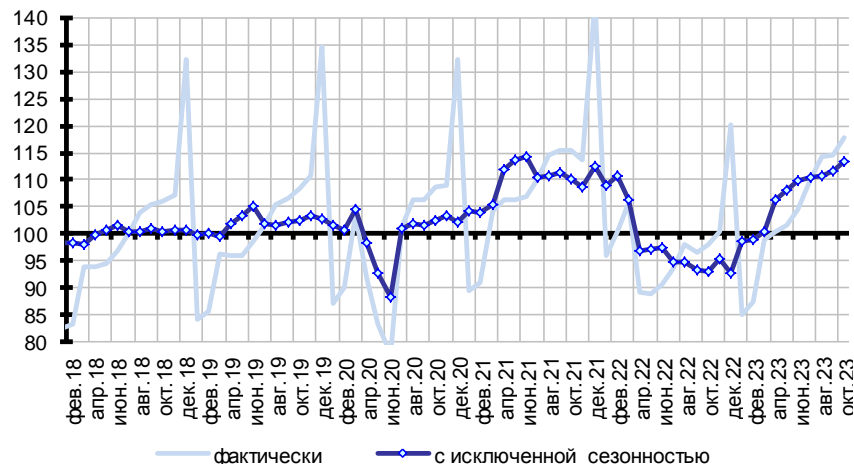
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



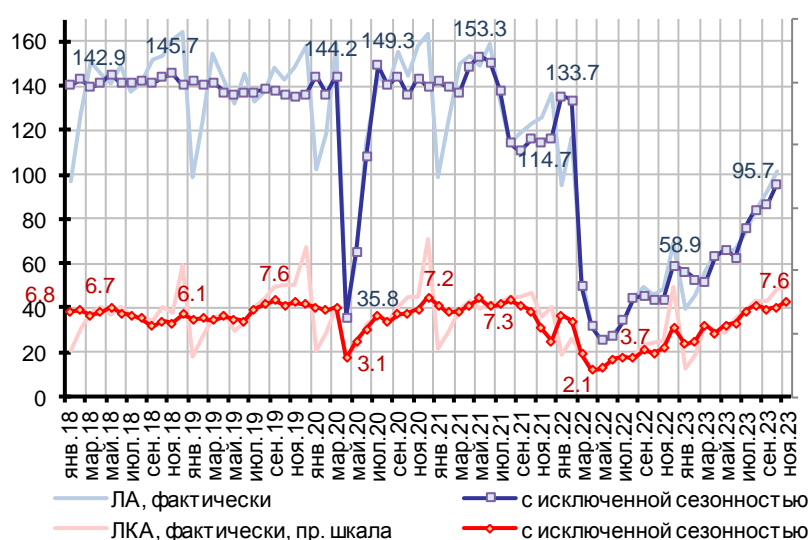
Оборот непродовольственными товарами



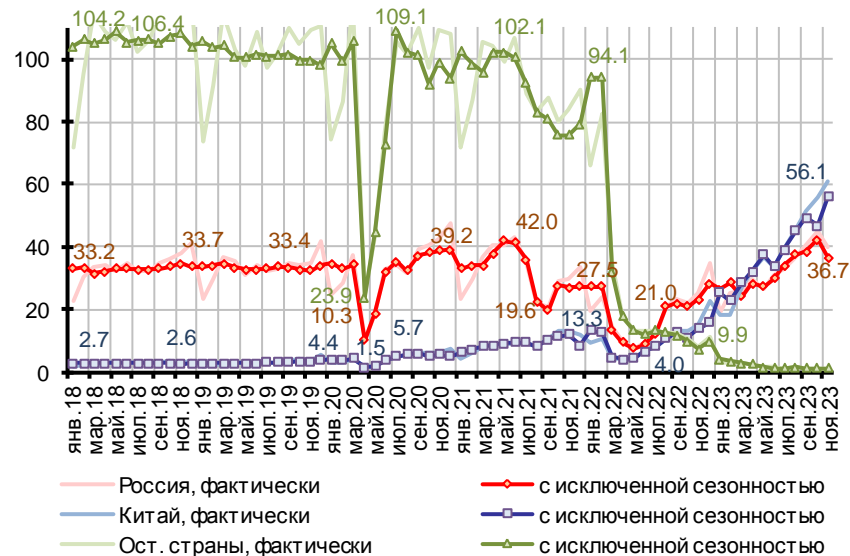
Потребление населения растёт (июль: +0.2%, август: +0.5%, сентябрь: +0.2%, октябрь: +0.7%, сезонность устранена), но почти исключительно (на фоне ожиданий дальнейшего повышения ставок по потребительским кредитам) за счёт расширения *продажи непродовольственных товаров* (июль: +0.6%, август: +0.5%, сентябрь: +0.7%, октябрь: +1.4%, сезонность устранена). *Продажи продовольствия*, как и ранее, стагнируют (июль: -0.2%, август: +0.5%, сентябрь: +0.2%, октябрь: 0.0%, сезонность устранена), скорее всего, из-за ускоренной «продовольственной» инфляции. *Потребление платных услуг*, после отмеченной ранее коррекции, в последние пару месяцев практически стагнирует (июль: +0.6%, август: +0.8%, сентябрь: -0.7%, октябрь: +0.5%, сезонность устранена).

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

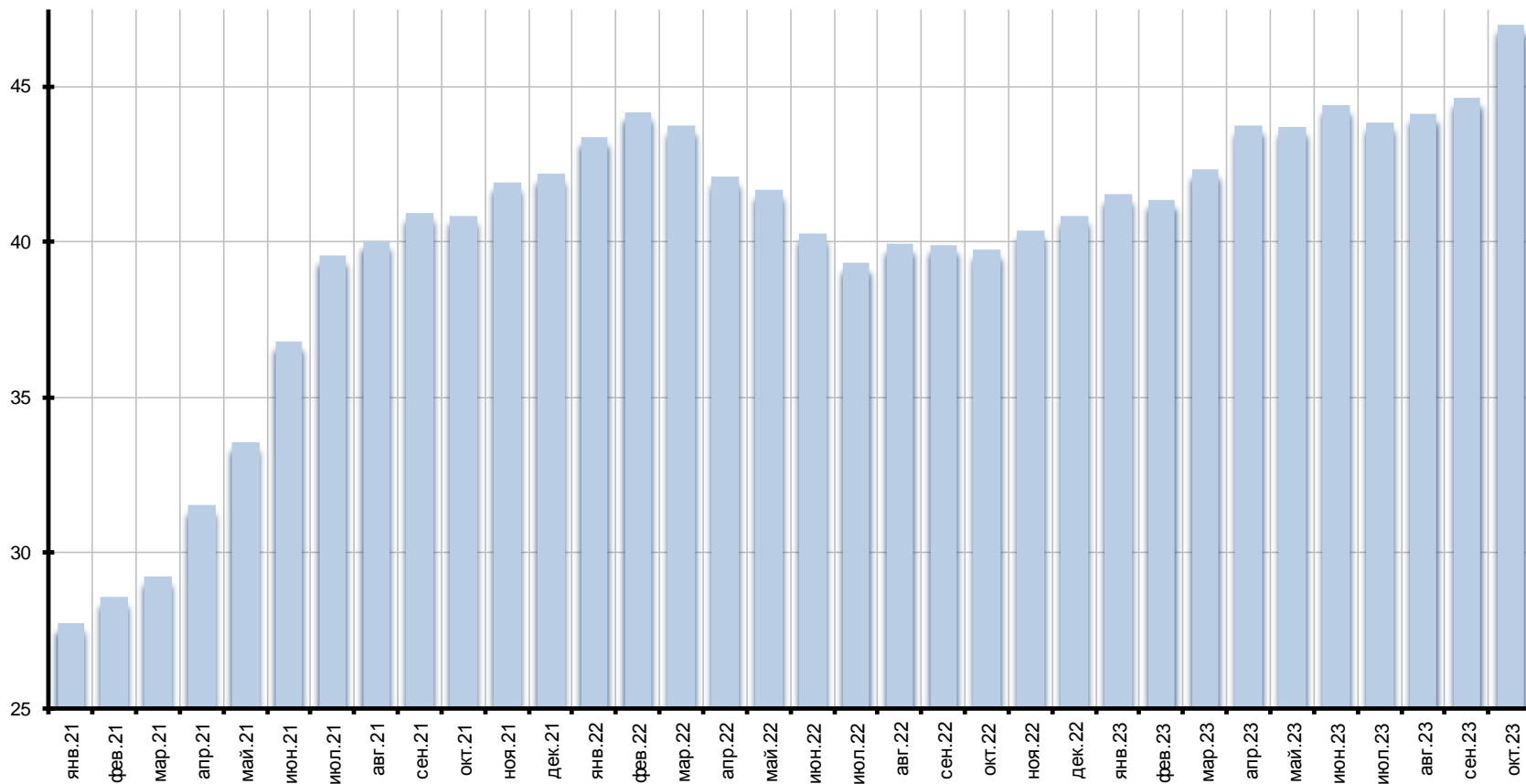


На рынках легковых автомобилей сохраняется рост (сезонность устранена). При этом, продажи китайских машин довольно устойчиво растут, а российских, с учётом коррекции в ноябре – скорее, стабильны. Не вполне ясно, как интерпретировать рост продаж автомобилей – то ли население остаётся «готово к росту», то ли мы имеем реакцию на повышение кредитных ставок «покупай сейчас, потом условия ухудшатся».

На рынке ЛКА ситуация чуть улучшилась, от стабилизации к осторожному росту. Вероятно, как уже отмечалось, это индикатор общего состояния для малого и среднего бизнеса.

Источник данных: <https://auto.vercity.ru>. Исходные ежемесячные данные опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса (АЕБ). Данные о продаже ЛА и ЛКА 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-ноябре 2023 г. объем рынка оценен в 939.3 тыс. автомобилей, рост на 64.9% к январю-ноябрю 2022 г.

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

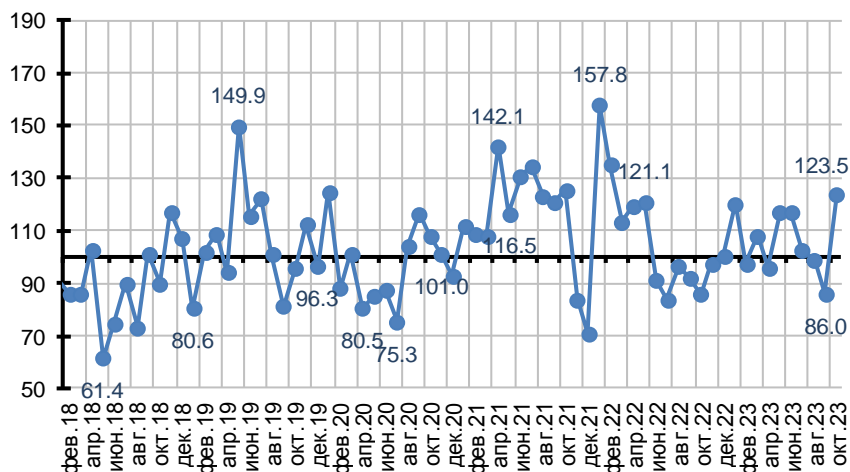


¹ Многоквартирные дома

Запуск строительных проектов по МКД снова подскочил – до исторически максимального уровня.

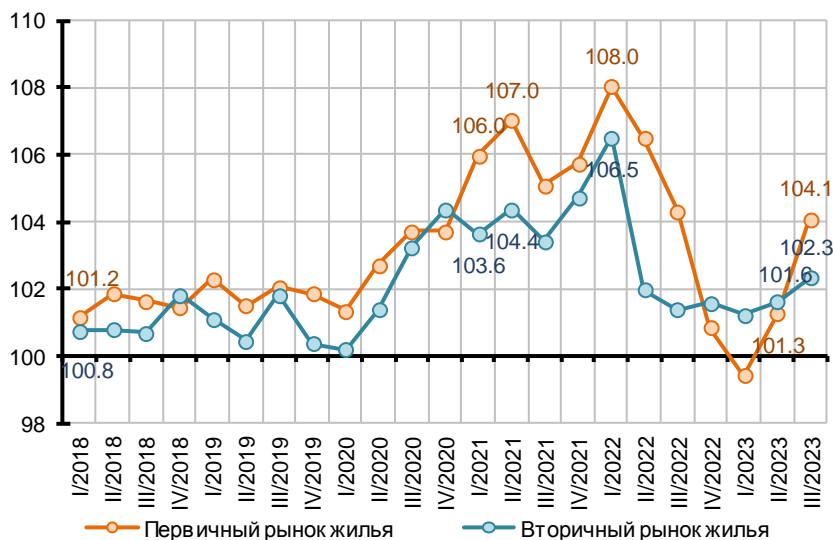
Рынок жилой недвижимости

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



В октябре ввод многоквартирных жилых домов возрос на 24% по отношению к соответствующему месяцу 2022 г. При этом за десять месяцев 2023 г. объем введенного многоквартирного жилья оказался на 7% выше показателя прошлого года.

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

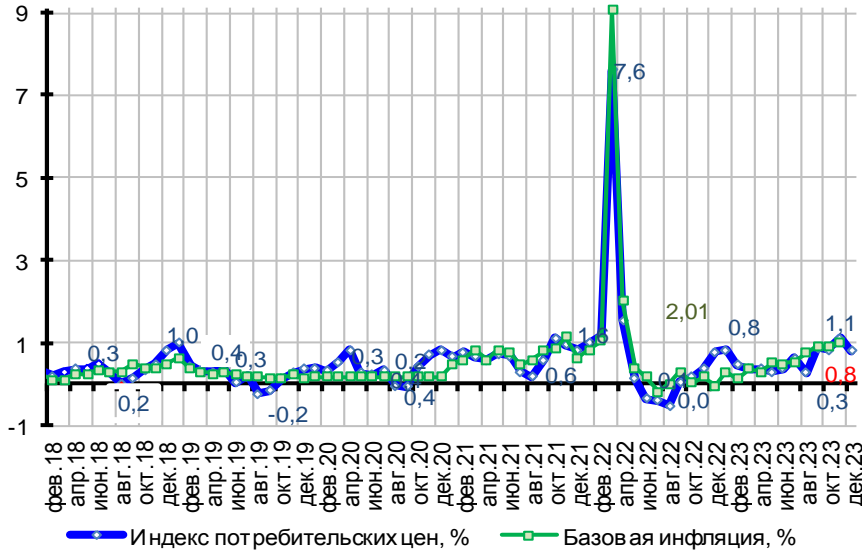


В III кв. продолжился рост цен на *первичном* рынке жилья (+4.1%), что стало реакцией рынка на увеличение спроса, прежде всего, за счет ипотеки. В III кв. количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) возросло на 44%, при этом количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ взлетело 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 с: 1) увеличившимся инвестиционным спросом в условиях продолжающегося ослабления курса рубля, 2) 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).

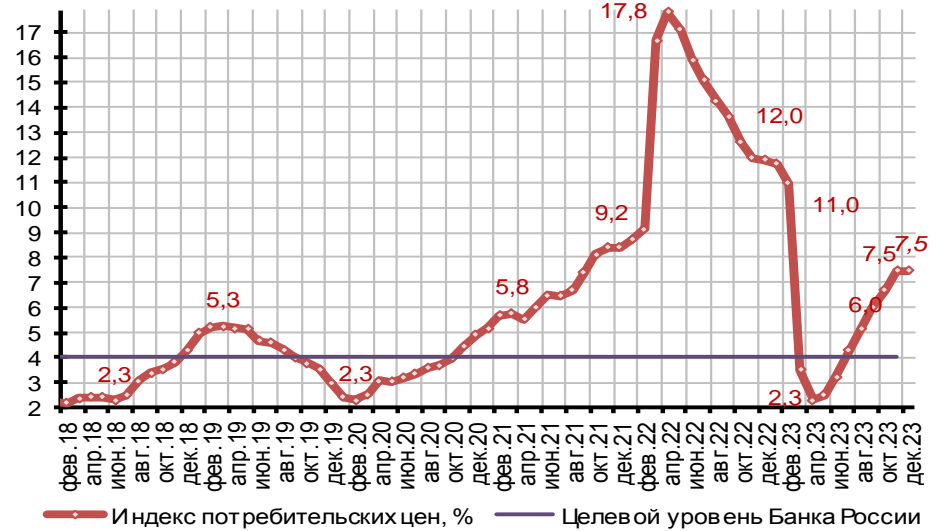
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления квартальных данных

Инфляция на потребительском рынке

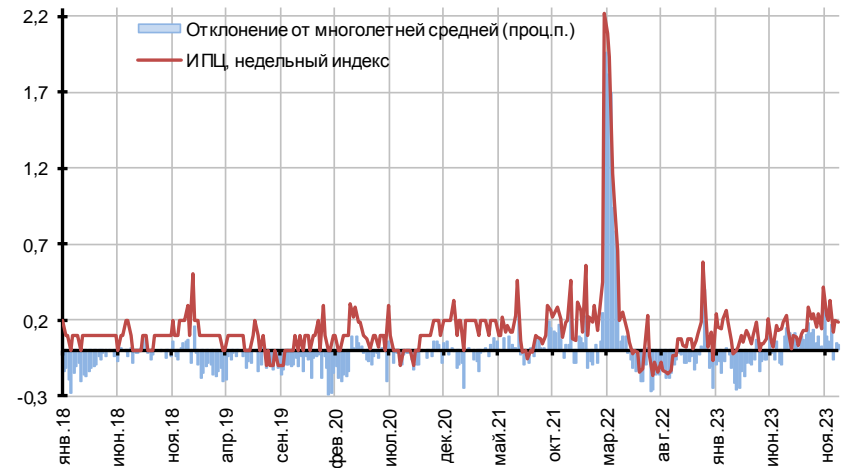
Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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



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

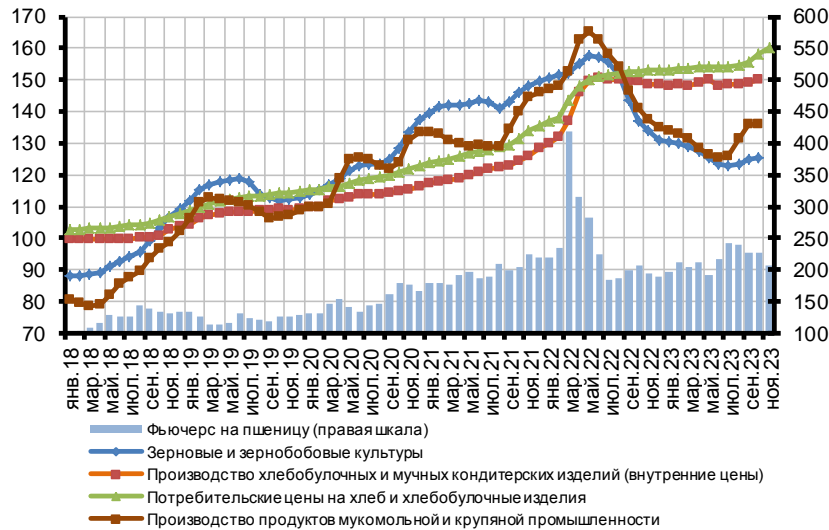


Инфляция остаётся на очень высоком уровне (трендовая оценка декабрь к декабрю 2022 г.) – 7.5-7.6%. При этом нарастание инфляции, по мере исчерпания девальвационного эффекта, прекратилось, и в ближайшие месяцы можно ожидать её снижения (отметим, что в декабре был, впервые с лета, отмечен «уход» недельной инфляции ниже среднелетнего уровня). Отметим, что на рынке хлеба есть определенный риск возникновения инфляции издержек из-за роста цен в хлебопекарной промышленности.

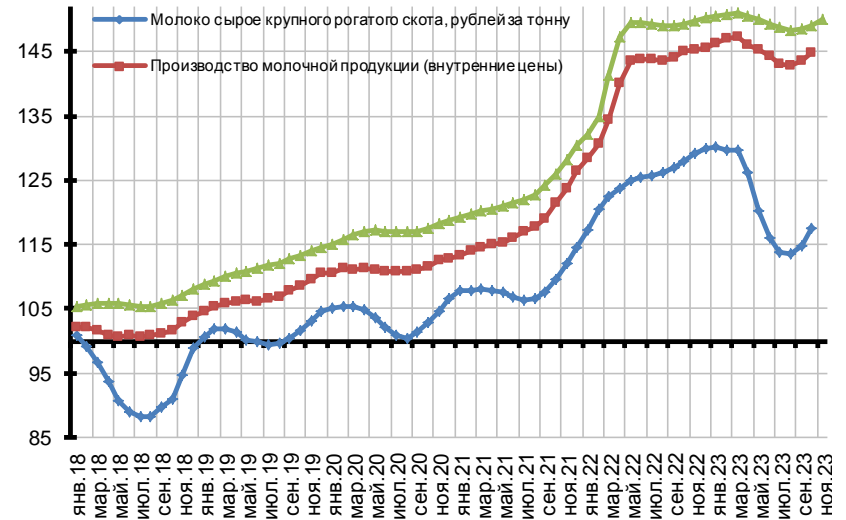
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

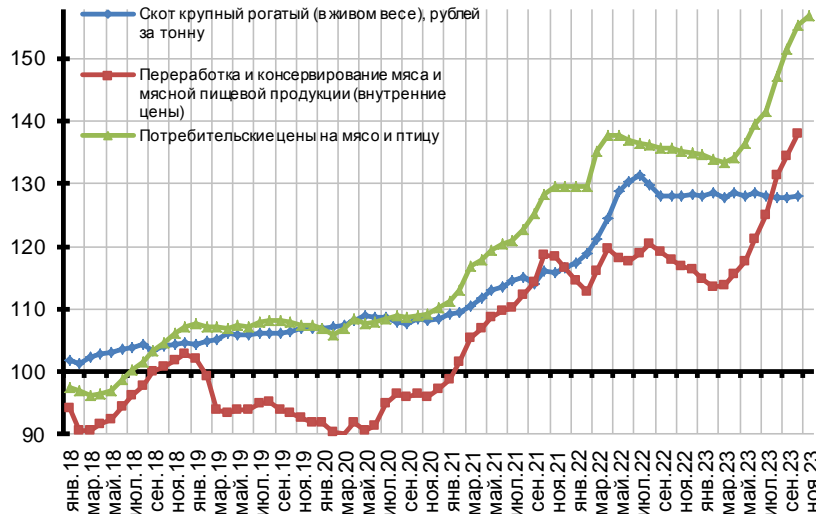
Цены на хлеб



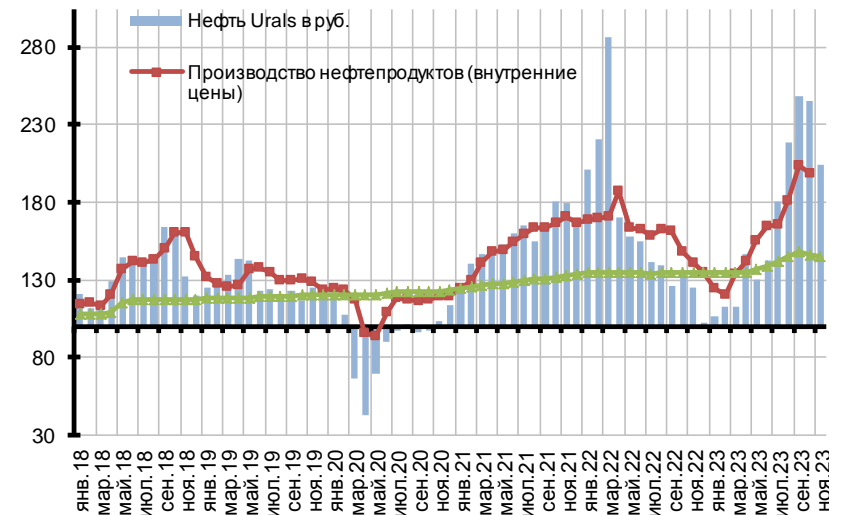
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

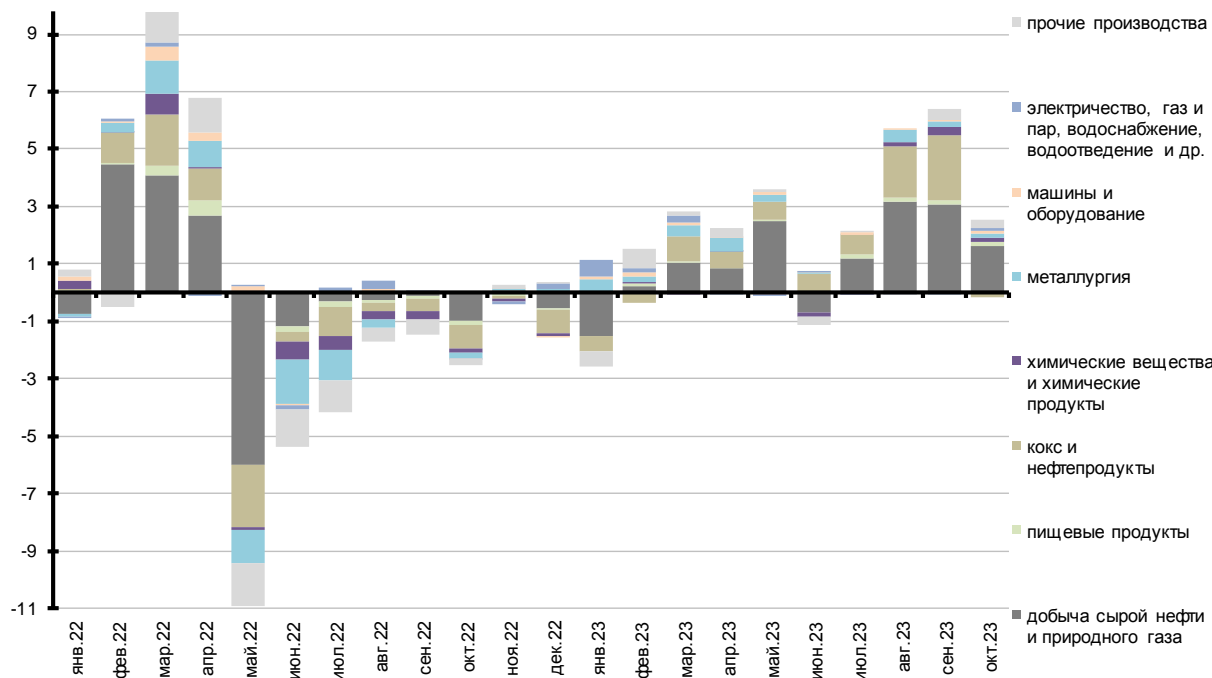


Цены на топливо

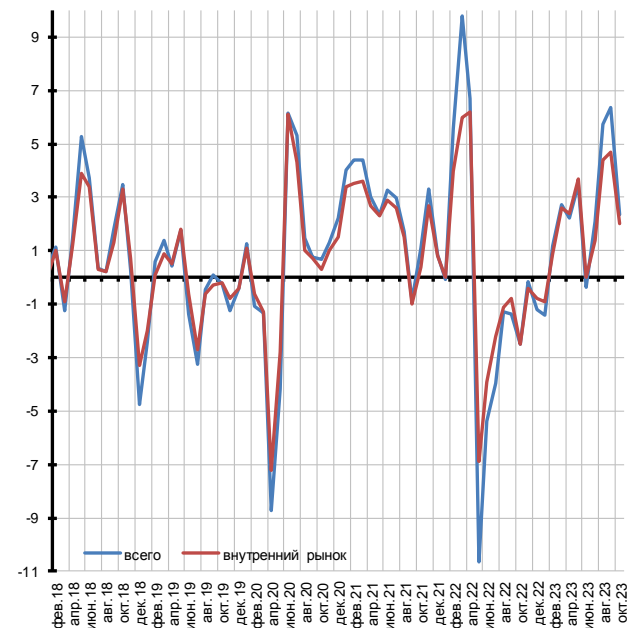


Структура цен производителей в промышленности

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



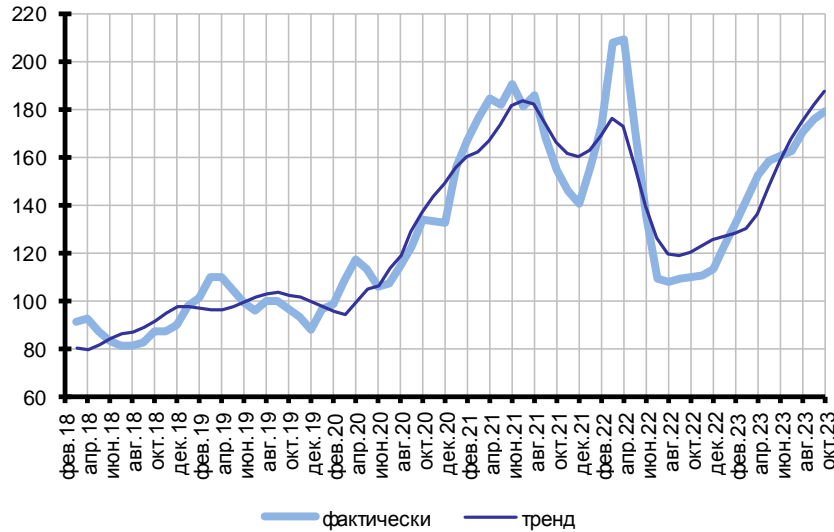
Индекс цен производителей (%)



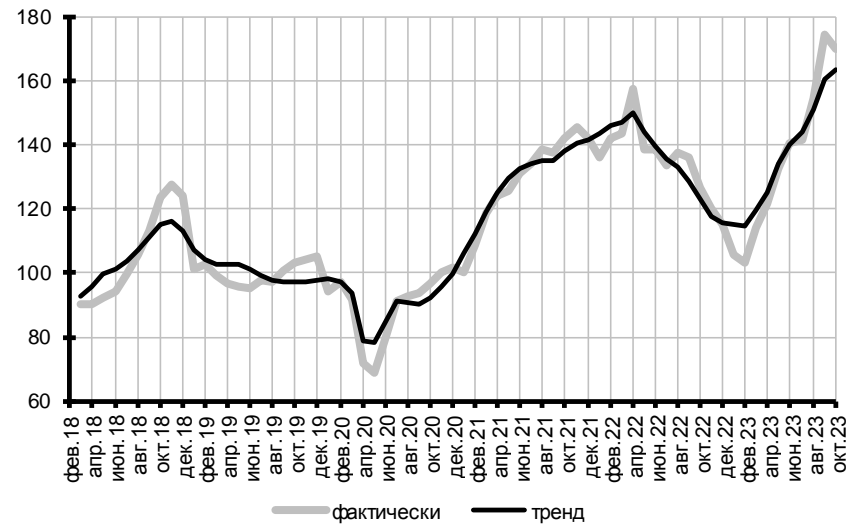
Инфляция на рынках промышленной продукции начала снижаться, что хорошо соответствует как мировым ценам на основные виды промышленного сырья (и с учетом начавшегося в октябре укрепления рубля), так и начавшимися нарастать проблемам с инвестиционным спросом внутри страны.

Индексы цен производителей по видам экономической деятельности к среднему уровню 2019 г. (сезонность устранена)

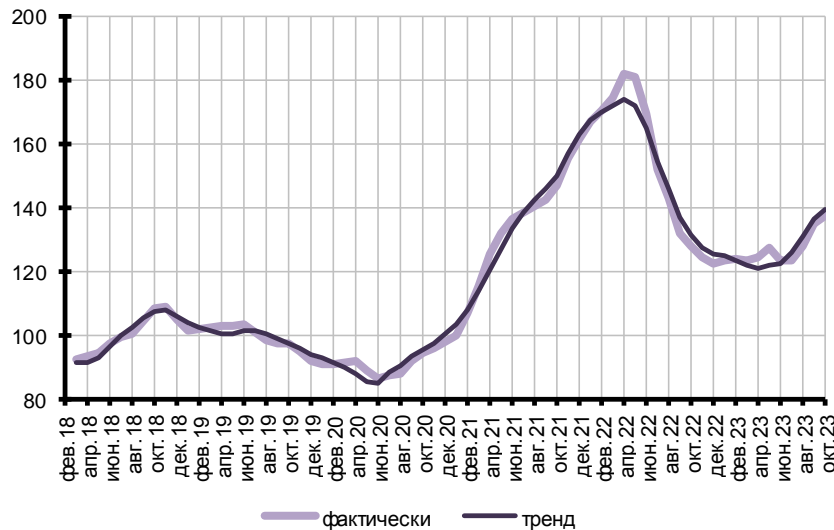
Добыча металлических руд



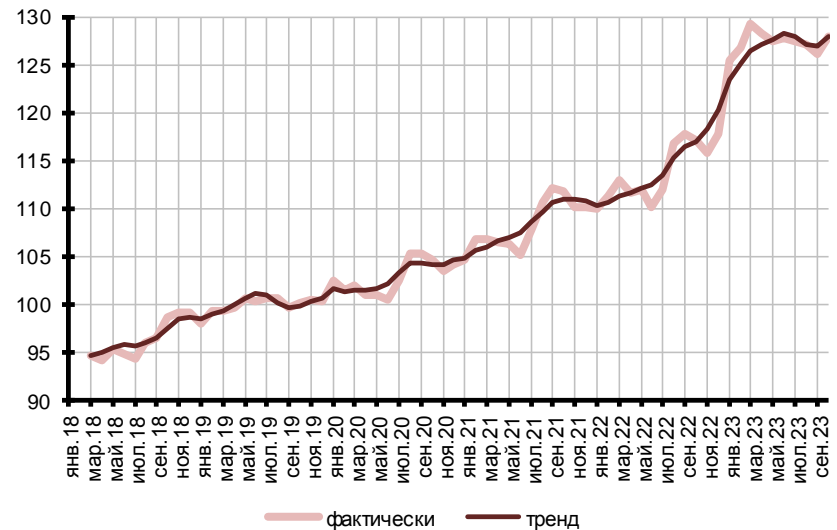
Производство нефтепродуктов



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

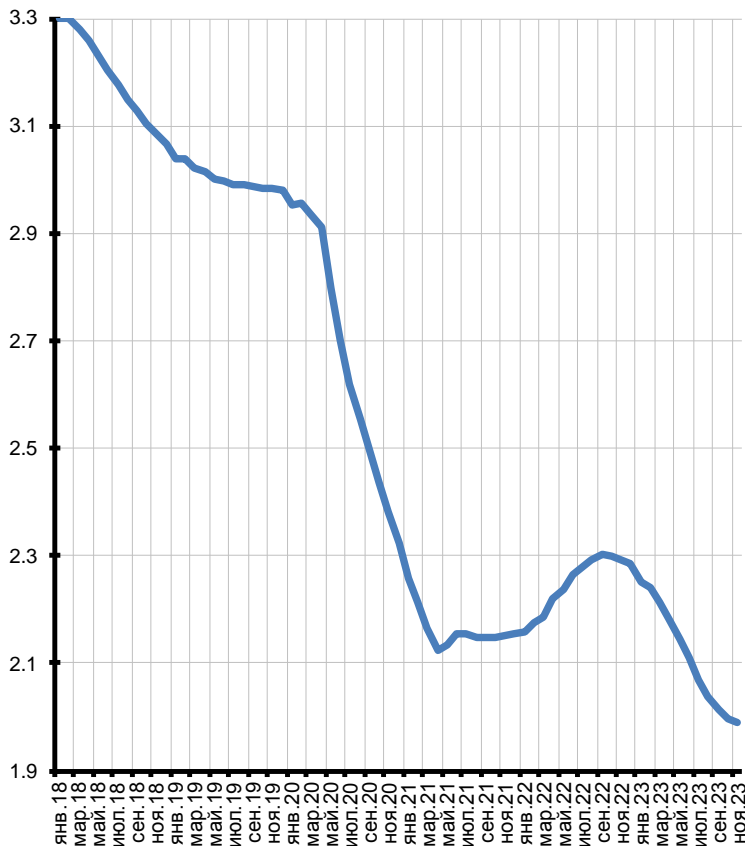


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха

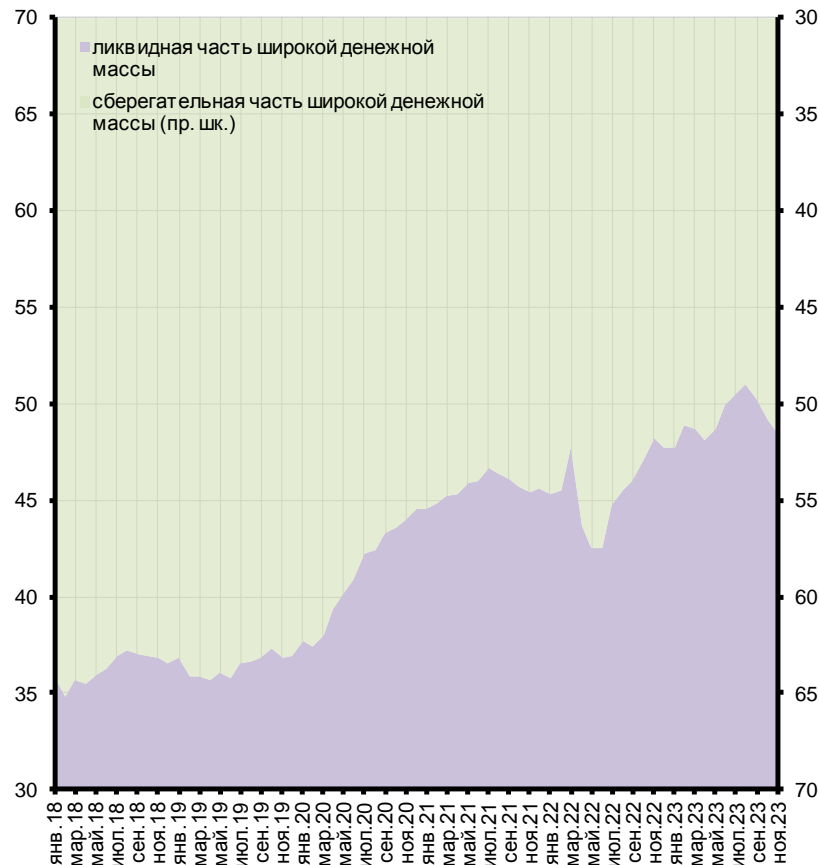


Оборачиваемость денежных средств²

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



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

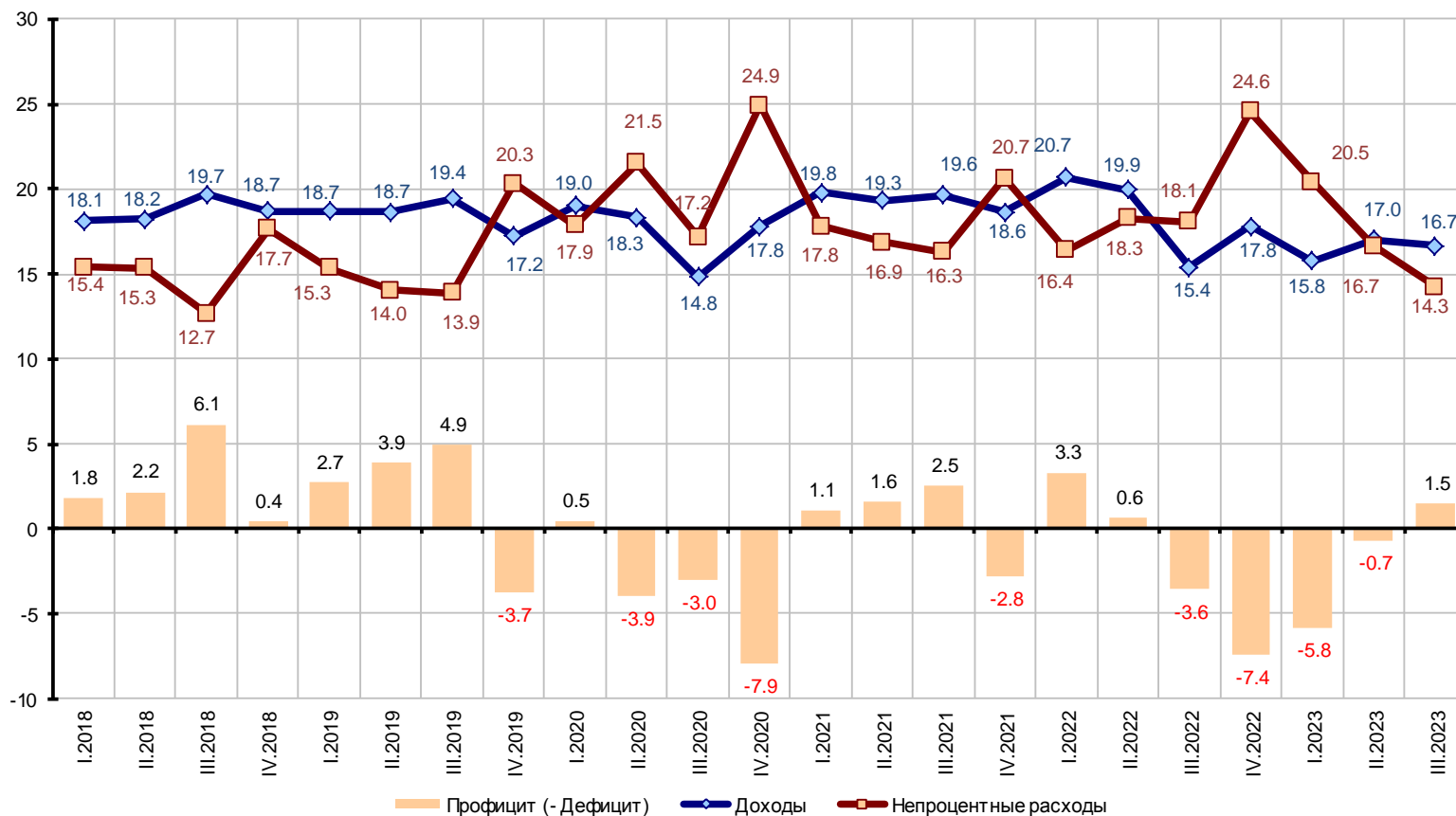


¹ Соотношение рублевых транзакционных денежных средств населения (наличные деньги и текущие счета) и потребления населения (сумма розничного товарооборота и платных услуг)

² Агрегат М2Х. С учетом валютной переоценки.

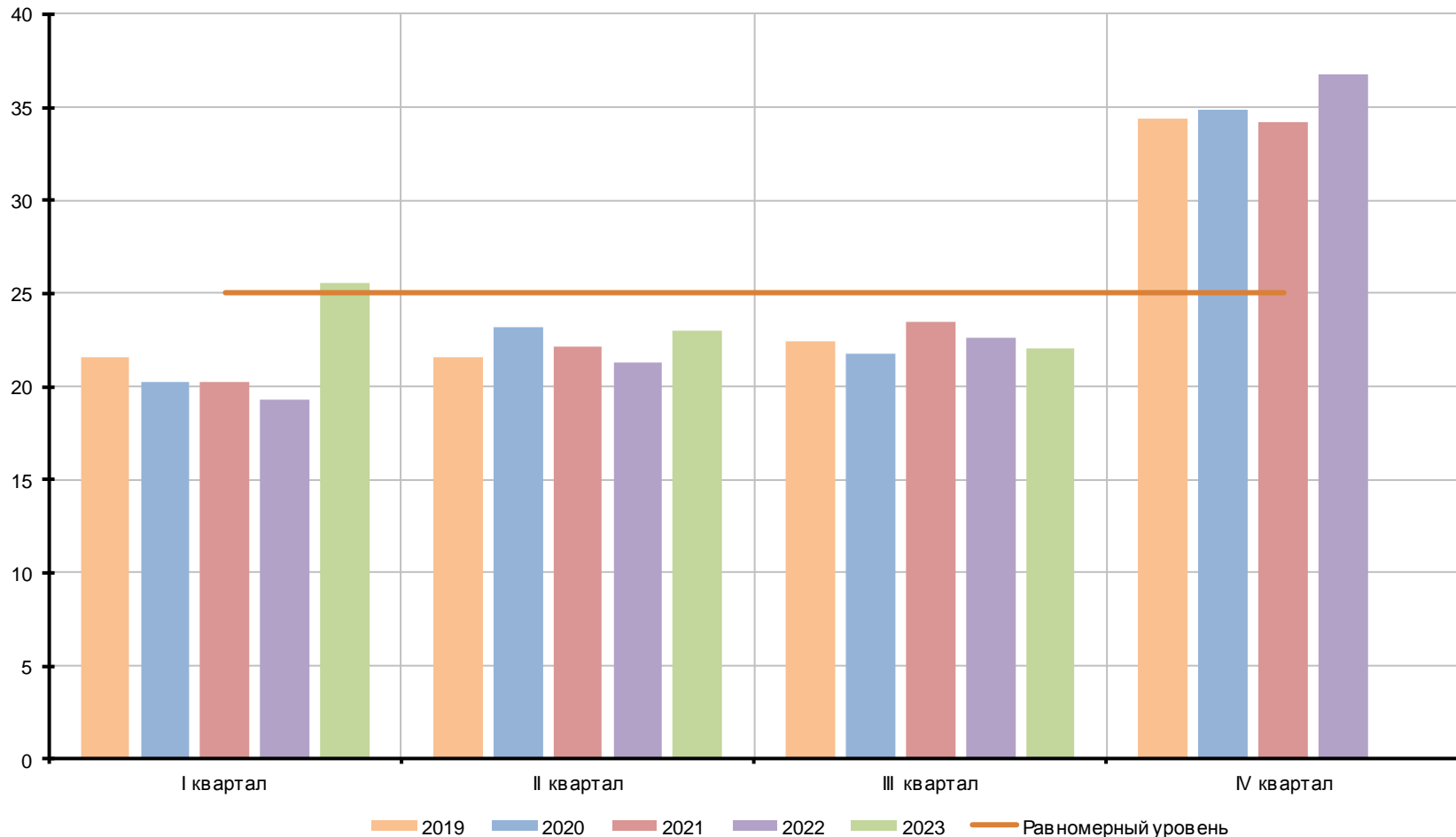
Ситуация в части монетарного давления на инфляцию, как уже отмечалось, отчётливо улучшается, что отчасти сдерживает инфляцию. Скорость обращения ликвидных денежных средств снижается с ноября прошлого года (в последнее время – намечается его стабилизация на исторически минимальном уровне). Доля ликвидной части в составе широкой денежной массы, как уже говорилось, уменьшается.

Федеральный бюджет



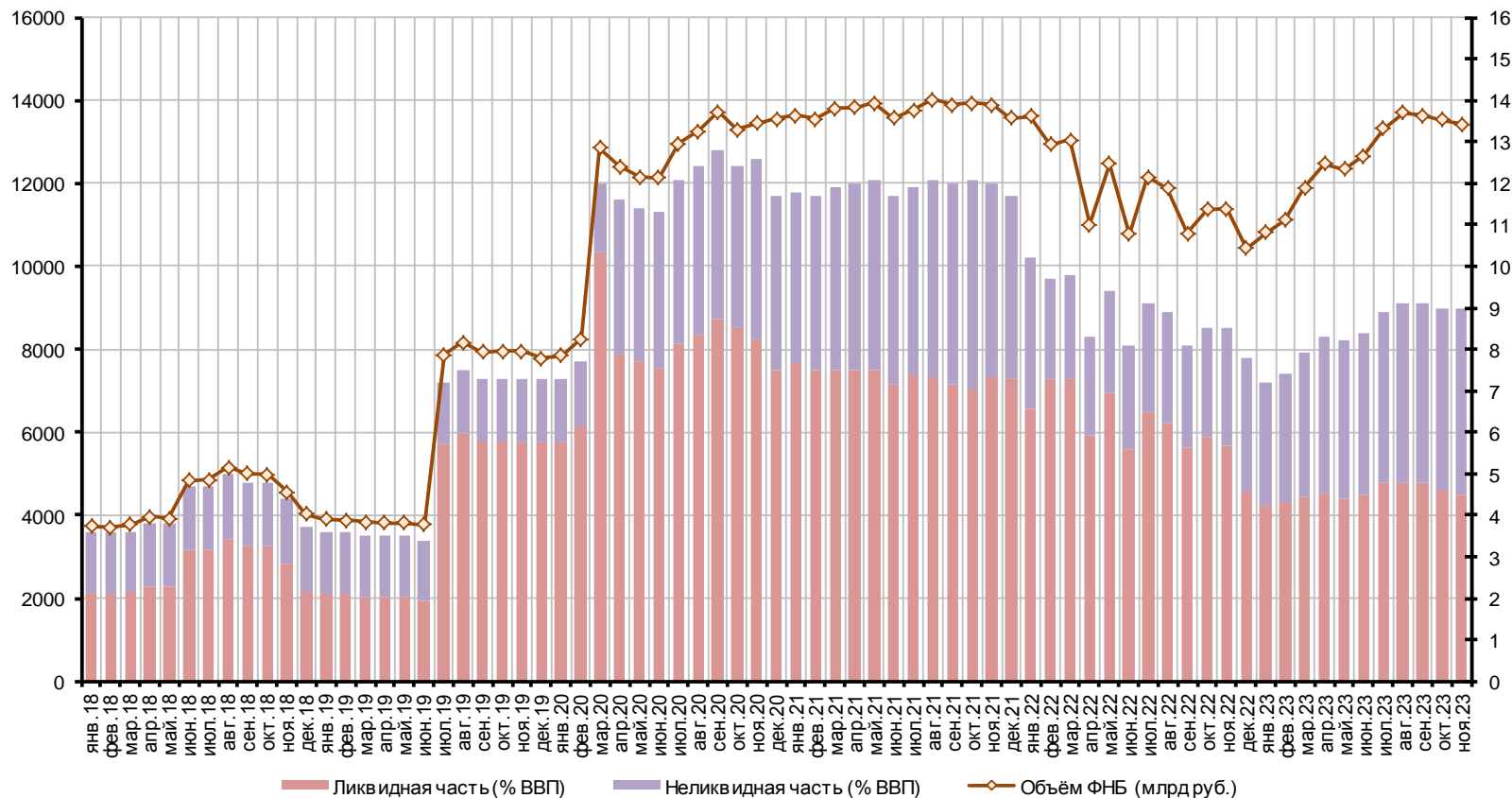
По итогам сентября доходы *федерального бюджета* составили 19.7 трлн руб., расходы – 21.4 трлн руб., дефицит – 1.7 трлн руб. (16.5%, 17.9% и 1.4% ВВП, соответственно). По сравнению с январём-сентябрём 2022 г. совокупные доходы бюджета практически не изменились (здесь и далее соответствующие оценки – в номинальном выражении, без учёта резко ускорившейся инфляции). При этом нефтегазовые доходы оказались исполнены на 62% от плановых значений, сократившись на 35% к прошлому году (!). В свою очередь ненафтегазовые доходы были исполнены на 82% и выросли на 26%. Таким образом, более высокая динамика поступления ненафтегазовых доходов (в частности, НДС) продолжает оказывать ощутимую поддержку доходной части бюджета. Исполнение непроцентных расходов в III кв. (14.3% квартального ВВП) продолжало замедляться относительно высоких значений первого квартала, что при стабильном поступлении доходов обеспечило профицит бюджета в размере 1.5% квартального ВВП. В результате, накопленный с начала года 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 создает определенный простор для дополнительных расходов и, тем самым, позволяет ожидать расширение фискального стимула в последнем квартале.

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение расходов федерального бюджета в III кв. 2023 г. составило 22% от утверждённых значений на 2023 г. в целом. По сравнению с I кв. (26%) и II кв. 2023 г. (23%) 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 для года в целом («равномерный уровень», разумеется – 25%). Это (при прочих равных условиях) способно оказать дополнительное инфляционное давление на рынок в конце 2023 и начале 2024 гг.

Фонд национального благосостояния



На начало декабря 2023 г. *объём ФНБ* составил 13.43 трлн руб., снизившись на 0.11 трлн руб. относительно объёма на начало ноября. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 6.75 трлн руб. или 4.5% ВВП. Ликвидная часть Фонда состоит из 3.3 млрд евро, 279.8 млрд юаней, 508 т золота и 1.2 млрд руб. Месячное сокращение объёма ликвидных активов на 191.8 млрд. руб. произошло за счёт укрепления рубля, а также в результате приобретения ряда активов. В ноябре 0.4 млрд евро были вложены в облигаций ГК «Российские автомобильные дороги» (13.8 млрд руб.), ППК «Фонд развития территорий» (6.6 млрд руб.), АО «ГТЛК» (24.4 млрд руб.), ООО «НЛК-Финанс» (5.4 млрд руб.) и частично были размещены на депозитах в ВЭБ.РФ (0.9 млрд руб.). Объём неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 6.7 трлн руб. или 4.5% ВВП, что на 83.5 млрд руб. больше относительно объёма на начало ноября. Увеличение объёма 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.