



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

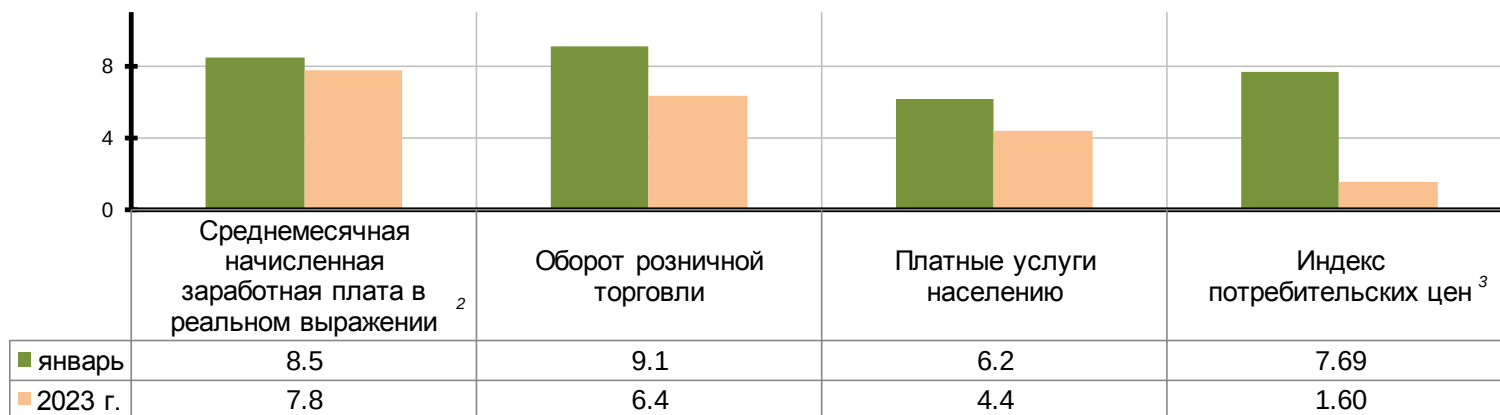
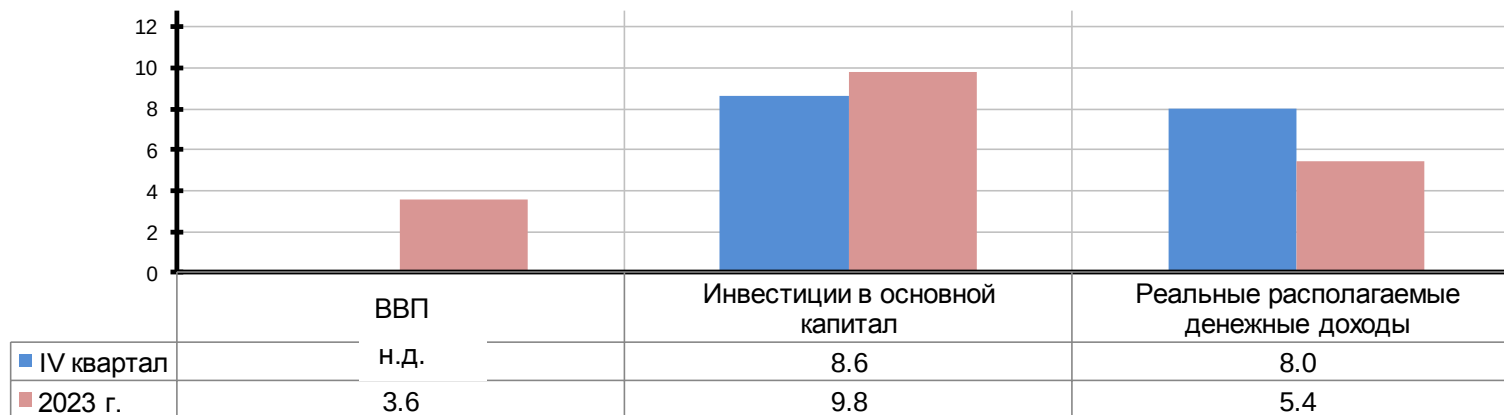
15.03.2024

В данной научной работе использованы результаты проекта ТЗ-52, выполненного в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2024 году.

Макроэкономика. Главное.

- Высокочастотные данные об **экономической динамике** показывают, что в начале года произошла локальная коррекция выпуска, скорректировавшая его декабрьский скачок. Разумеется, по разовому колебанию сильно агрегированного показателя делать далеко идущие выводы нельзя, но данные о развитии отдельных секторов внушают изрядное напряжение: остановился рост потребления населения и, по-видимому, инвестиций, а экспорт товаров падает. Со стороны производства остановился рост в промышленности (и, вероятно, в строительстве), на транспорте наблюдается снижение. Правда, реальная зарплата (и доходы населения) растут – так что можно ожидать и оживления потребления. Фиксируется слабое снижение выпуска в промышленности (-0.3% к декабрю, сезонность устранена). Говорить о тенденции снижения выпуска также пока преждевременно, но отсутствие какого-либо «позитива» в последние месяцы – налицо.
- **На рынке труда** ситуация начинает меняться. Хотя уровень безработицы и продолжает потихоньку снижаться (сезонность устранена), впервые за длительный промежуток времени, с весны 2022 г., очень заметно упал спрос на труд. Ситуационный сбой ли это в ранее сформировавшемся механизме, начало ли, наконец, тенденции оптимизации занятости – а «запас» неэффективных рабочих мест в строительстве, сельском хозяйстве, торговле, охраной деятельности и др. весьма велик – или признак рецессии, покажет время.
- Рост **инвестиций в основной капитал** приостановился (сезонность устранена). Отчасти это связано, видимо, с исчерпанием прежних «идей роста» (инфраструктура, импортозамещение, ОПК, жильё), отчасти – с ужесточением условий кредитования вообще, и ипотечного – особенно, отчасти – с наметившимся падением рентабельности в ряде отраслей промышленности. В январе **инвестиционная активность** в экономике продолжала стагнировать, после снижения в осенние месяцы. Предложение инвестиционных товаров в экономике в январе оказалось ниже максимума 2023 г. на 3.1%. За стагнацией общего предложения инвесттоваров стоят медленное снижение предложения базовых строительных материалов при наращивании предложения отечественных машин и оборудования. В **строительстве** в начале года произошла коррекция, нивелировавшая эффект скачка в конце года – и уже, возможно, стоит говорить о втягивании в стагнацию (сезонность устранена), правда на исторически максимальном уровне после «бума». Эти результаты, в общем, соответствуют данным о производстве стройматериалов.
- Из-за промышленной дефляции в сочетании с ростом оплаты труда **рентабельность** в большинстве отраслей заметно снизилась. Соответственно, уже в нескольких отраслях стал формироваться разрыв между рентабельностью и стоимостью безрискового «держания денег» (хороший показатель – индикатор пакета ОФЗ). Это, в свою очередь, существенно дестимулирует инвестиционную активность (а разрыв рентабельности и краткосрочных ставок – ещё и операционную деятельность).
- В сфере **экспорта товаров** ситуация вновь ухудшилась. И в постоянных ценах, и в текущих экспорт начал снижаться (действие сезонного фактора устранено). Вероятно, важная причина здесь – сочетание экспортных ограничений и собственные действия России по поддержанию цен в рамках соглашения ОПЕК+.
- Динамика **реальной заработной платы** ускорилась (сезонность устранена). К ускорению роста оплаты труда приводит выраженный дефицит труда на рынке; что будет происходить, если компании столкнутся с ухудшением финансового положения (из-за наметившейся промышленной дефляции, например) и начнут активно корректировать численность (малоэффективных) занятых – пока неясно. Ситуация с **основными реальными денежными доходами населения** как и ожидалось, «пошла» вслед за динамикой реальной зарплаты, - возобновился рост. Рост реальных доходов сегодня – основной фактор расширения потребительского спроса и экономического роста в целом.
- **Потребление населения** практически стабилизировалось (сезонность устранена). На рынках продовольствия продолжается незначительный рост, несмотря на инфляцию (сезонность устранена). Рынок непродовольственных товаров, продолжает сжиматься, в том числе в рамках адаптации населения к новым финансовым условиям, таким как удорожание кредита и рост депозитных ставок (сезонность устранена). Потребление платных услуг растёт, причем неожиданно быстро (сезонность устранена), обновляя исторические максимумы.
- **Инфляция**, судя по высокочастотным данным, продолжает понемногу замедляться; как уже отмечалось, уже с начала года она заметно ниже среднесрочного уровня. Правда, на общий итог это пока не очень повлияло: инфляция в годовом выражении уже пять месяцев «стоит» на одном уровне, порядка 7.4-7.7% в годовом выражении. Впрочем, дефляция в промышленности, если она, конечно, сохранится, может привести к торможению инфляции. С другой стороны, есть риск инфляции издержек со стороны рынка моторного топлива.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



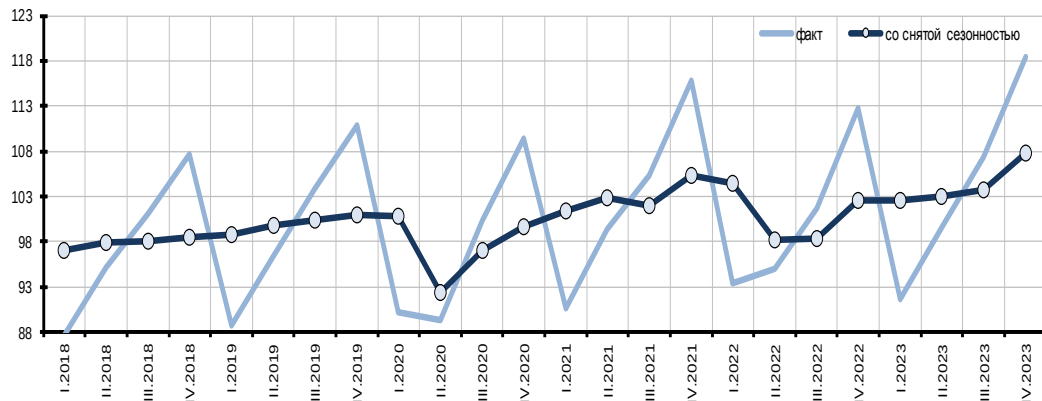
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно декабрь 2023 г. к декабрю 2022 г. и 2023 г. к 2022 г.

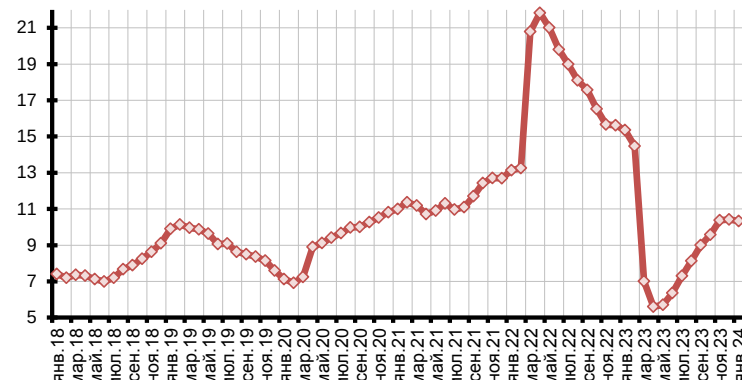
³ соответственно февраль 2024 г. к февралю 2023 г. и за период с начала 2024 г. по 11 марта

Динамика ВВП и агрегата экономической активности¹

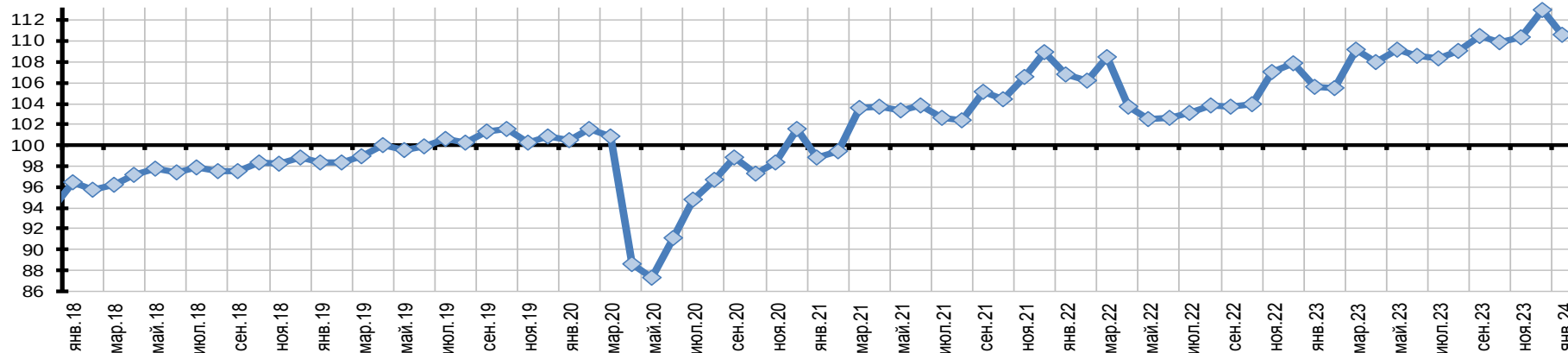
ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)²



Индекс несчастья Оукена³



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



Высокочастотные данные об экономической динамике показывают, что в начале года произошла локальная коррекция выпуска, скорректировавшая его декабрьский скачок. Разумеется, по разовому колебанию сильно агрегированного показателя делать далеко идущие выводы нельзя, но данные о развитии отдельных секторов внушают изрядное напряжение: остановился рост потребления населения и, по-видимому, инвестиций, а экспорт товаров падает. Со стороны производства остановился рост в промышленности (и, вероятно, в строительстве), на транспорте наблюдается снижение. Правда, реальная зарплата (и доходы населения) растут – так что можно ожидать и оживления потребления.

Уровень обобщенных рисков (индекс Оукена) определяется сейчас, в основном динамикой инфляции и, соответственно, стабилизировался на уровне конца «ковидного кризиса» (конец 2020 – середина 2021 гг.) с очень лёгкой тенденцией к снижению.

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

² Здесь и далее квартальные данные за 2021-2022 гг. и первые 3 квартала 2023 г. Ростом не пересматривались и не соответствуют годовым итогам. IV квартал 2023 г. получен на основе оценки Минэкономразвития России (рост на 5.1% к IV кварталу 2022 г.)

³ сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- возобновился довольно заметный рост реальной заработной платы и, главное, реальных доходов населения;
- расширяется импортозамещение;
- занятость и спрос на труд находятся на максимальных исторических уровнях;
- довольно бодро растут продажи платных услуг населению

Плохо:

- судя по оперативной информации, наметился переход к стагнации экономической активности. При этом, стагнация наблюдается в промышленности, строительстве, розничной торговле, а на транспорте (без трубопроводного) – снижение;
- вероятно усиливается снижение инвестиций в машины и оборудование;
- экспорт товаров снижается как в физическом, так и в стоимостном выражении;
- уровень инфляции стабилизировался, но на очень высоком уровне (7.4-7.6% в годовом выражении)

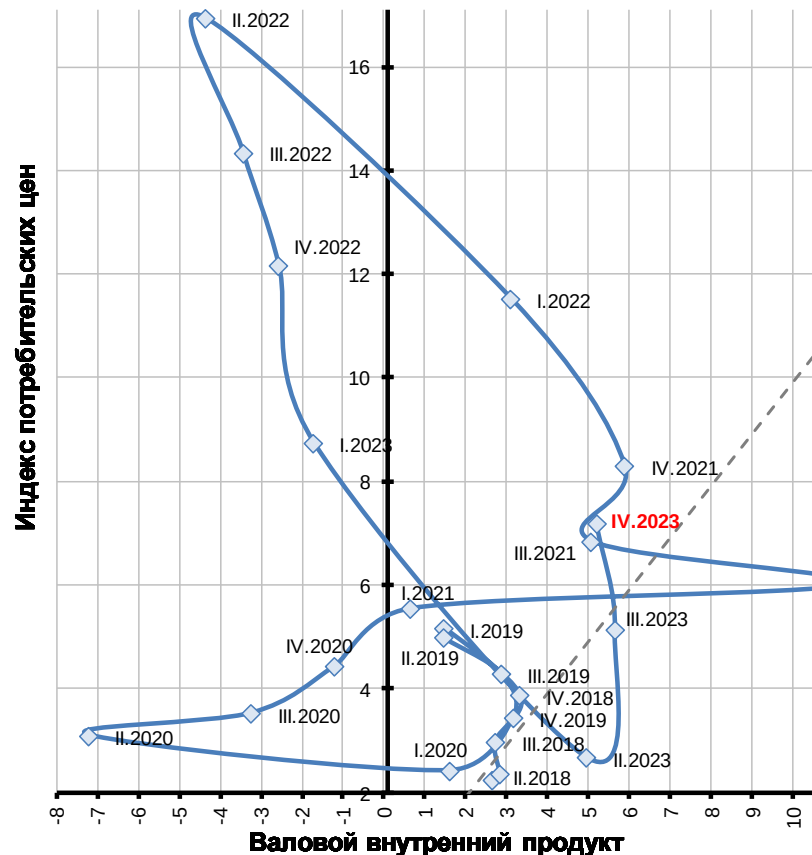
Признаки улучшения:

- ожидания населения и бизнеса – на очень высоких, близких к историческим максимумам, уровнях
- вероятно. усиливается процесс перераспределения занятых внутри экономики – безработица медленно, но снижается, а спрос на труд заметно скорректировался;
- сохраняется запас недоиспользуемых производственных мощностей;
- число начинаемых строительных проектов стабилизировалось вблизи исторического максимума;
- сохраняется насыщение российской экономики деньгами, в основном благодаря росту денежного мультипликатора;

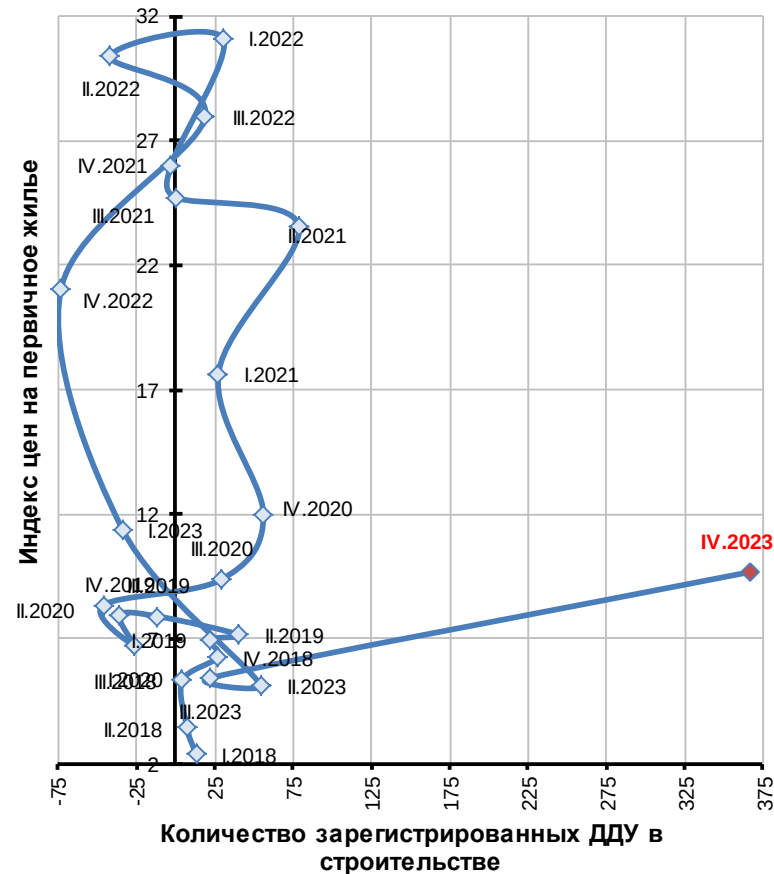
Признаки ухудшения:

- в промышленности наблюдается дефляция, которая может привести к провалу доходов основных отраслей, что сделает экономику крайне уязвимой к ситуации «дорогих денег» – особенно, в отношении инвестиций. Уже сейчас рентабельность в большинстве отраслей снижается, в ряде из них - сравнялась или стала ниже «стоимости денег»;
- похоже, что возник дефицит импорта ряда видов комплектующих, сырья, запасных частей, специфических расходных материалов и т.д.
- наблюдается провал в продажах автомобилей и ЛКА – по всей видимости, из-за роста процентных ставок по кредитам по всем производственным и логистическим цепочкам, а также из-за последствий ослабления рубля;
- сохраняется ускоренный рост цен по «потребительской корзине бедных». Уровень реальных пенсий с учетом повышенной инфляции «для бедных» уже пять месяцев ниже, чем год назад (статистически, пенсии выросли)

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 IV кв. в экономике, как уже отмечалось, на фоне довольно интенсивного экономического роста, произошел всплеск инфляции. В целом, можно констатировать, что прирост спроса в значительной степени стал «уходить в цены». Впрочем, возможности дальнейшей активизации роста ещё далеко не исчерпаны.

На рынке жилья в IV кв. ситуация, формально, резко улучшилась: количество сделок на рынке подскочило, в то время как цены выросли куда более умеренно. Однако же, «всякое излишество вредно»: указанный скачок реально имеет кризисный характер - на фоне озвученного (и осуществляемого уже) ужесточения условий кредитования по всей воспроизводственной цепочке в строительном комплексе – его субъекты, естественно, стараются ускорить заключение сделок по «старым», еще не ужесточившимся условиям.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика промышленного производства

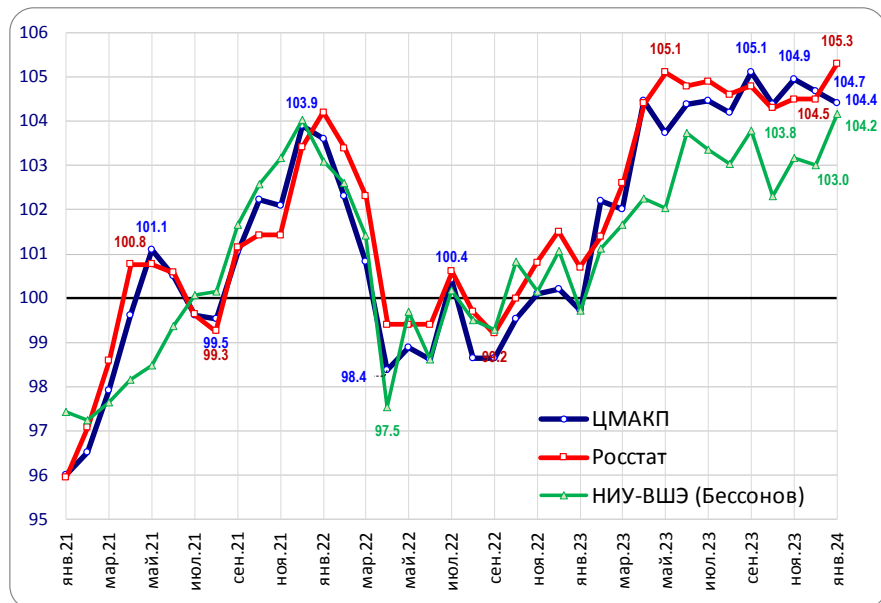
темпы прироста, %

	III кв.	IV кв.	декабрь	январь
Промышленное производство				
<i>к соответствующему периоду 2019 года</i>				
данные Росстата	7.7	9.8	12.0	8.8
оценка ЦМАКП	6.4	8.2	10.4	8.6
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>				
данные Росстата	0.0	-0.1	0.0	0.8
оценка ЦМАКП	0.2	-0.1	-0.2	-0.3
Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)				
Добыча полезных ископаемых	-0.2	-0.2	-0.4	-0.1
Обрабатывающие производства	0.6	-0.4	-0.7	-0.7
Производство пищевых продуктов	0.8	0.2	1.9	1.0
Сырьевые производства	0.1	-0.3	0.6	-2.7
Производство нефтепродуктов	0.0	0.2	0.8	-2.8
Товары инвестиционного спроса	-0.6	-0.3	-0.4	0.5
Производство ТДП	4.0	-2.1	-4.5	0.2
Производство непрод.товаров повседневного спроса	-0.5	-2.1	-3.9	1.1
Обеспечение электроэнергией, газом и паром	-0.5	1.6	2.5	2.0

Согласно данным Росстата, после полугодовой стагнации, объём промышленного производства в январе увеличился по сравнению с предшествующим месяцем на 0.8% (с устранением сезонного фактора). Впрочем, о возобновлении подъёма в промышленности говорить преждевременно сразу по двум причинам. Во-первых, о тенденции роста корректно говорить, лишь когда увеличение выпуска фиксируется хотя бы два (а лучше три) месяца подряд. Во-вторых, январская оценка увеличения производства Росстата не подтверждается нашими оценками.

По оценке ЦМАКП¹, в январе фиксируется слабое снижение выпуска (-0.3% к декабрю, сезонность устранена). Говорить о тенденции снижения выпуска также пока нет оснований, но отсутствие какого-либо «позитива» в последние месяцы – налицо.

среднемесячный уровень 2019 = 100,
с исключенной сезонностью



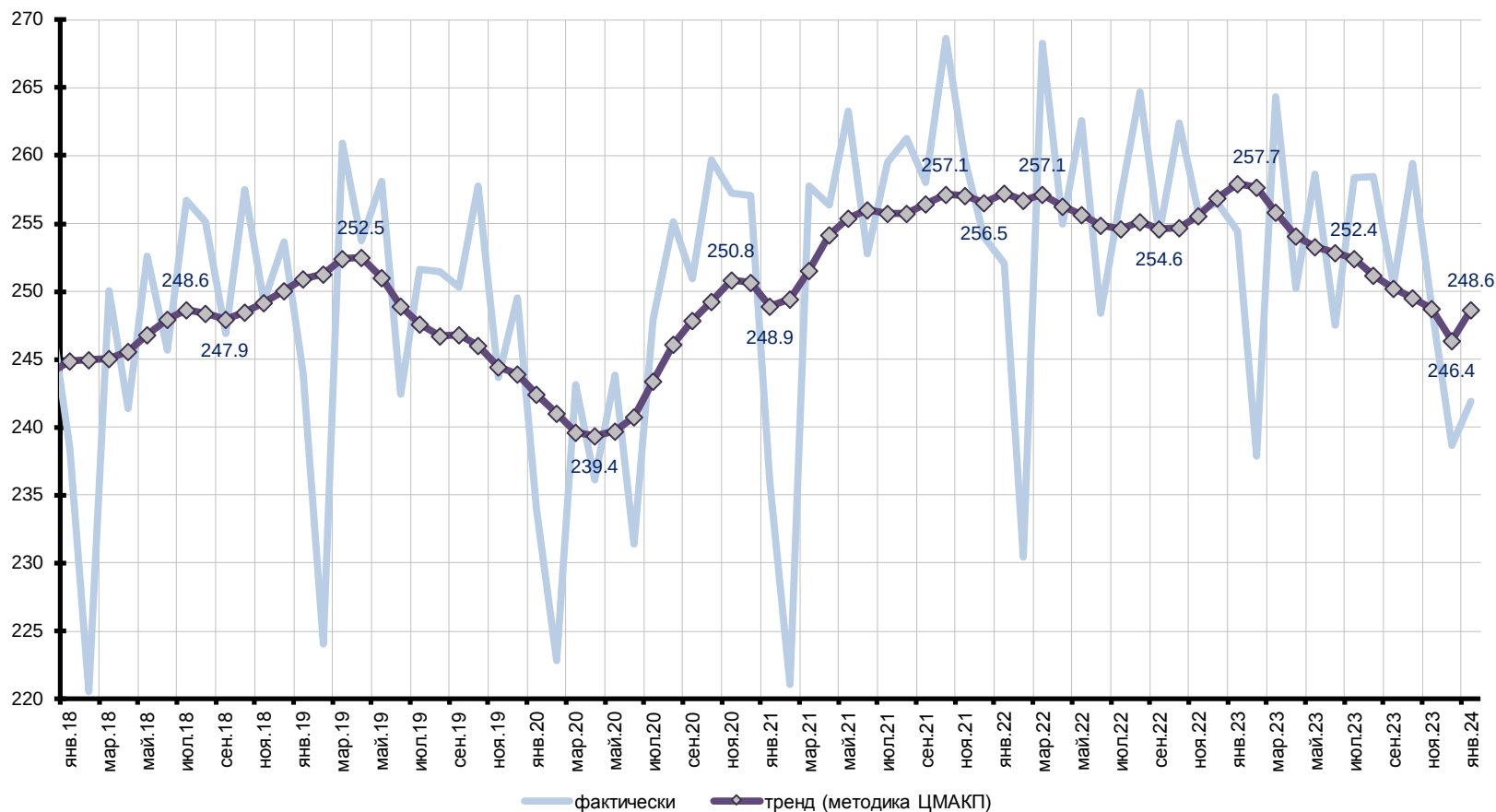
Сохранение стагнации, как мы отмечали и ранее, – закономерное следствие работы двух групп факторов.

С одной стороны, это постепенное усиление экспортных ограничений (включая добровольные, в рамках ОПЕК+) вкупе с ослаблением импульса спроса, обусловленного проведением СВО (сегменты промышленности, где доминирует производство ОПК, в последние пару месяцев даже несколько снизили объёмы выпуска). Ещё один фактор – последовательное ужесточение денежно-кредитной политики.

С другой стороны, пожалуй, единственный значимый поддерживающий фактор – сохранение быстрых темпов роста оплаты труда, что обеспечивает расширение потребительского рынка и рост выпуска соответствующих производств, в основном в части продуктов питания.

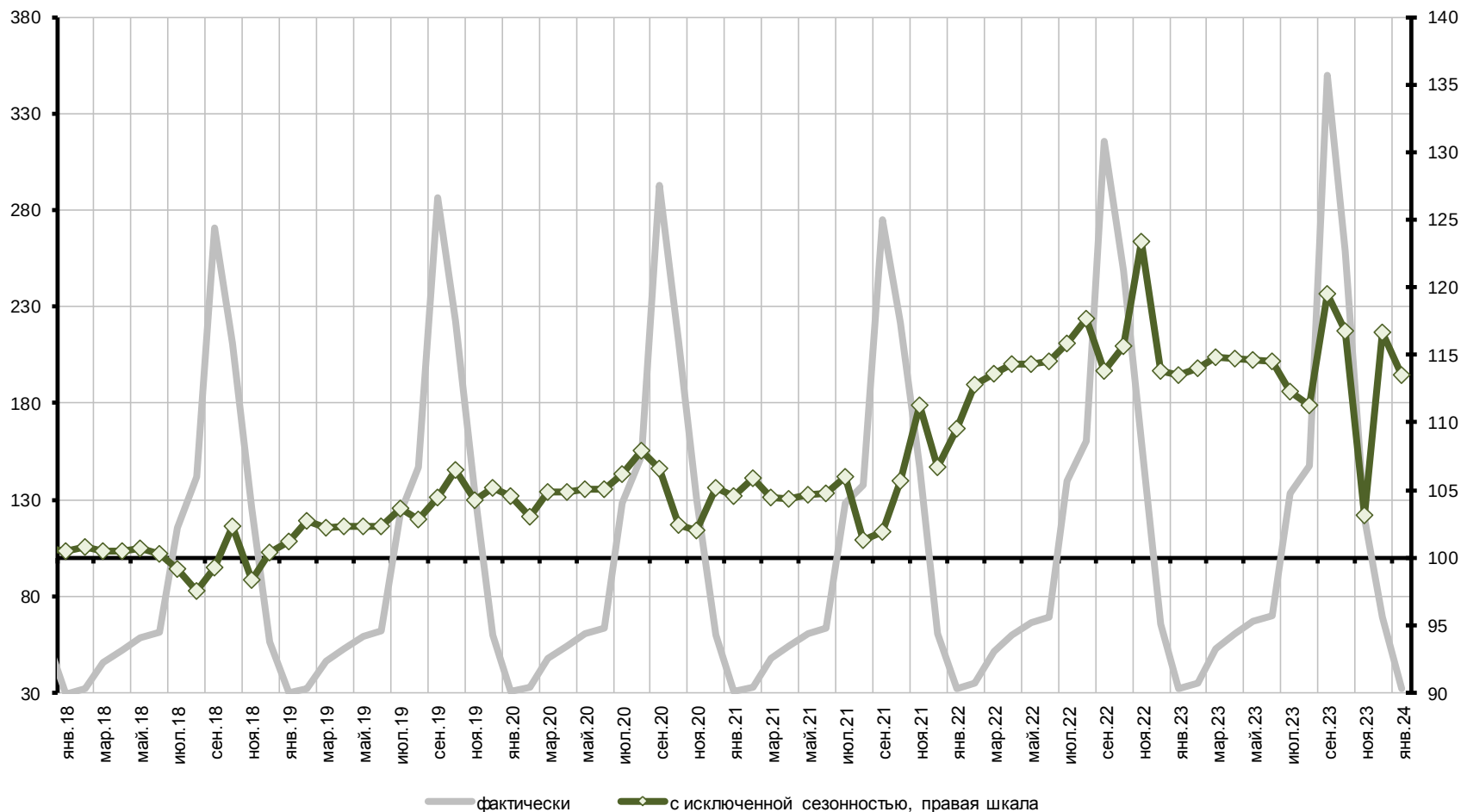
¹ Основное отличие от методики Росстата – использованием более узкой корзины товаров-представителей с наиболее надёжными данными (устранялись ряды с разнонаправленным для разных лет уточнением данных, превышающим по модулю 10% от годового уровня выпуска).

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



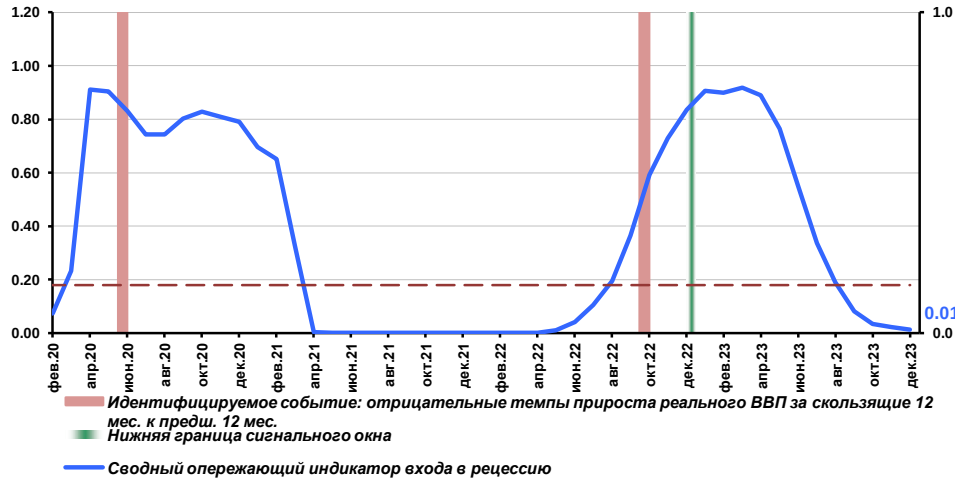
Объем грузооборота транспорта (без учета трубопроводного) – косвенный индикатор экономической активности – после резкого провала в декабре, в январе восстановился. В результате, можно говорить о стабилизации грузооборота, однако, на достаточно невысоком уровне (с учётом сезонности, примерно на 3.0% меньше среднемесячного значения 2021 г., но при этом следует учитывать, что плечо перевозок с тех пор несколько удлинилось).

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



В сельском хозяйстве уровень выпуска в начале года остаётся довольно неустойчивым. В целом, с учетом высокой волатильности, можно говорить о тенденции к медленному снижению выпуска в отрасли – что, с учетом производственного цикла, пока особого значения не имеет. Но и роста не наблюдается...

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

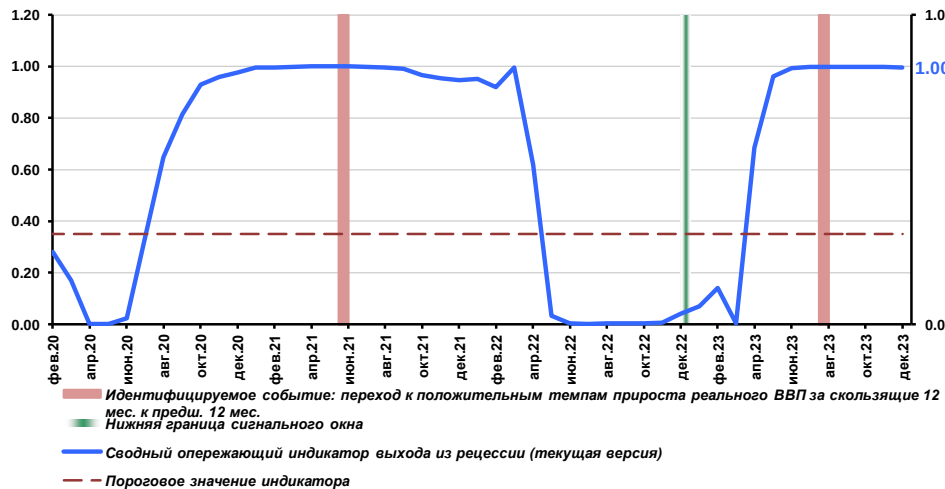


По состоянию на начало января 2024 г. значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* составило 0.01, сократившись за декабрь 2023 г. на 0.01. Так как текущее значение СОИ находится очень далеко от критической отметки (0.18), то это означает отсутствие каких-либо предвестников новой рецессии на горизонте последующих двенадцати месяцев.

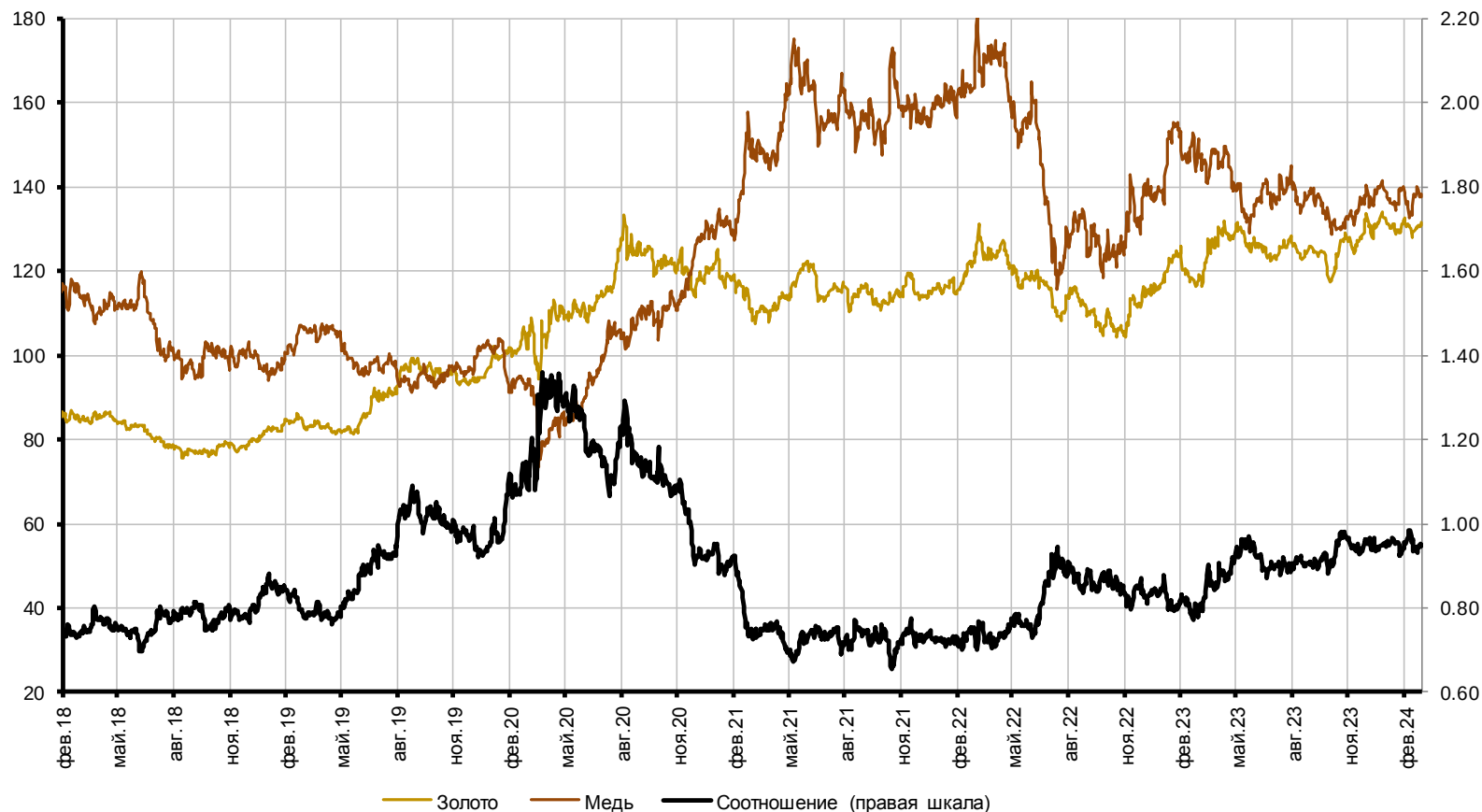
Значение СОИ снижалось в декабре вследствие действия следующих факторов:

- 1) фактора инерции (темпы прироста ВВП за предшествующий скользящий год);
- 2) повышения уверенности отечественного бизнеса (в методологии показателей OECD);
- 3) Снижения банковского рычага (отношения объема банковских кредитов к их депозитам).

Так как в октябре 2023 г. было зафиксировано событие выхода российской экономики из рецессии, то отслеживание динамики *сводного опережающего индикатора выхода экономики из рецессии* временно приостановлено.

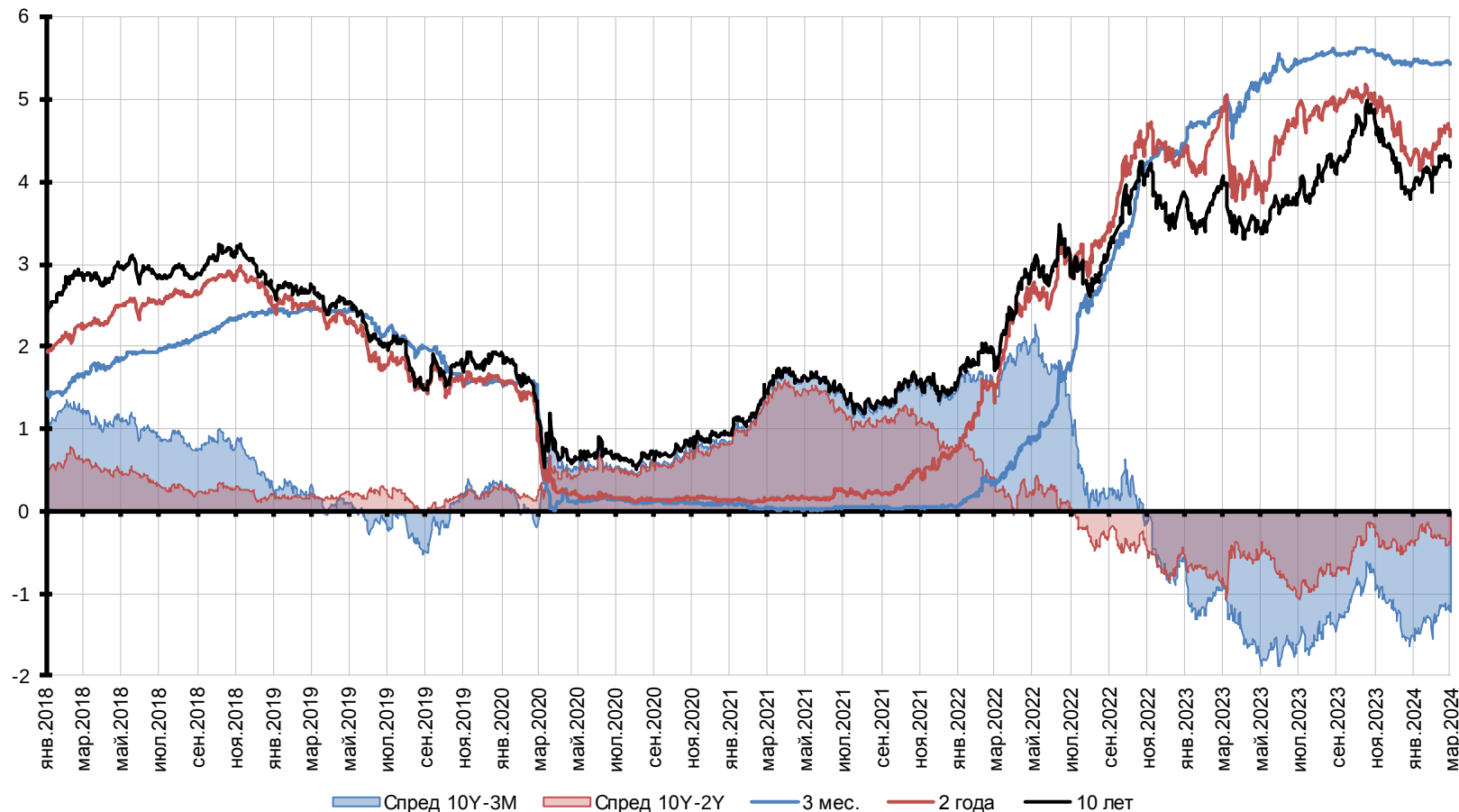


Индикатор мировой экономики: биржевые цены на золото и медь в долл. и их соотношение (январь 2020=100)



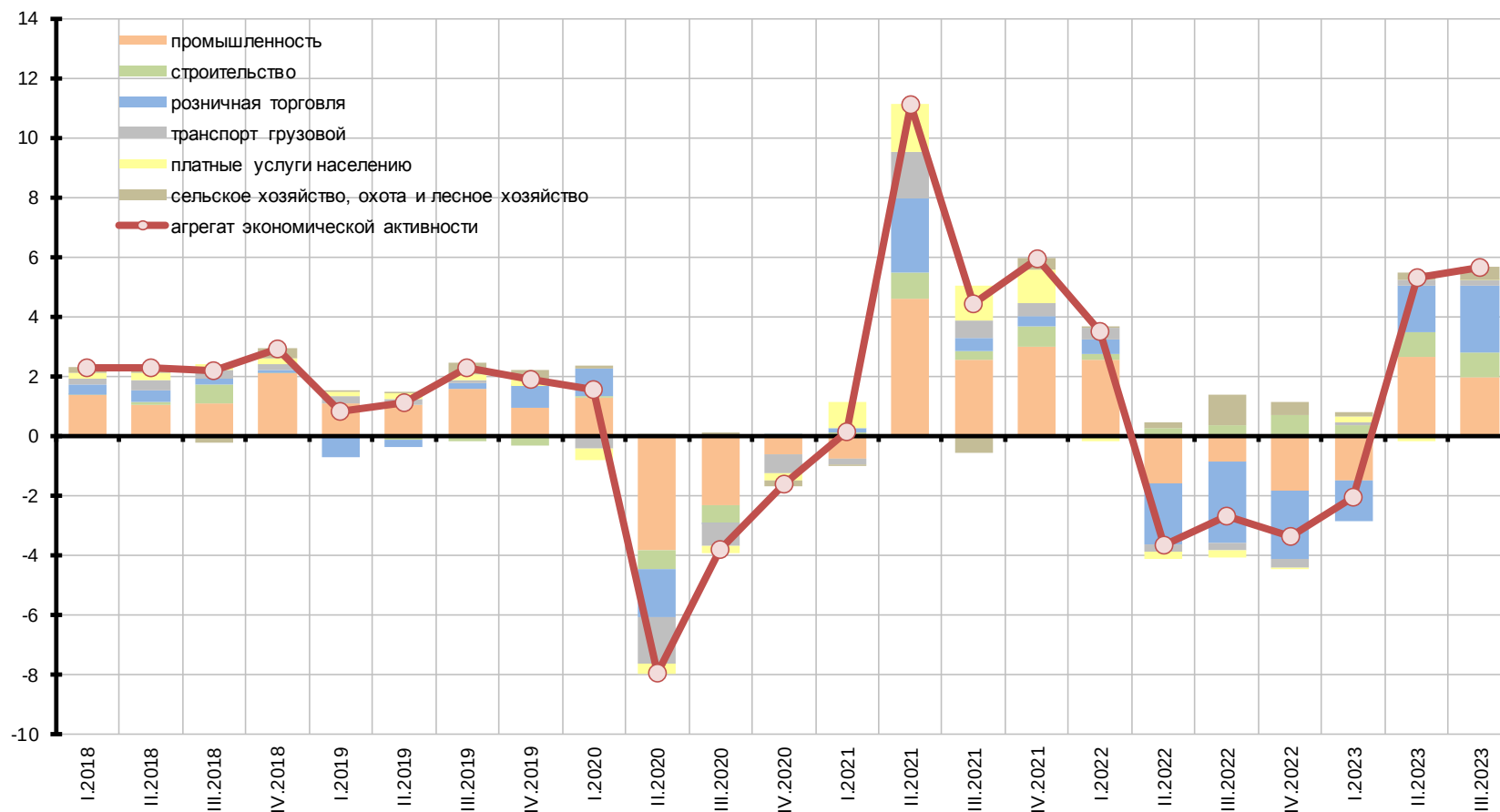
На мировых товарных биржах ситуация практически не изменилась. Соотношение цен на защитные активы (золото) и инвестиционные товары (медь) «в моменте» стабильно. На более длительном периоде можно говорить о тенденции к постепенному сдвигу к ускоренному удорожанию золота, что может свидетельствовать о медленном, не неуклонном росте воспринимаемых инвесторами рисков (сегодня соотношение цен золото/медь «доползло» до уровня февраля 2020 г. – осознания начала глобальной пандемии ковид или ноября 2020 г., перехода ее из острой в затяжную фазу).

Оценки рисков финансового кризиса в США (доходности ценных бумаг США, % годовых)¹



На фондовых рынках США уже с начала прошлого года сохраняется ситуация «инверсии доходностей»: доходность (соответственно, оценка рисков) по краткосрочным обязательствам Правительства США уже долгое время выше, чем по долгосрочным. Такая ситуация традиционно воспринимается как предвестник кризиса (скоро риски вырастут, но в долгосрочной перспективе снизятся) и связана, сейчас, вероятно, с затяжным бюджетным кризисом в США. Продолжается такая, предкризисная, ситуация необычно долго (причем, на фоне экономического роста), что может означать не вполне понятную сейчас трансформацию поведенческих моделей финансовых инвесторов в условиях значительных финансовых рисков.

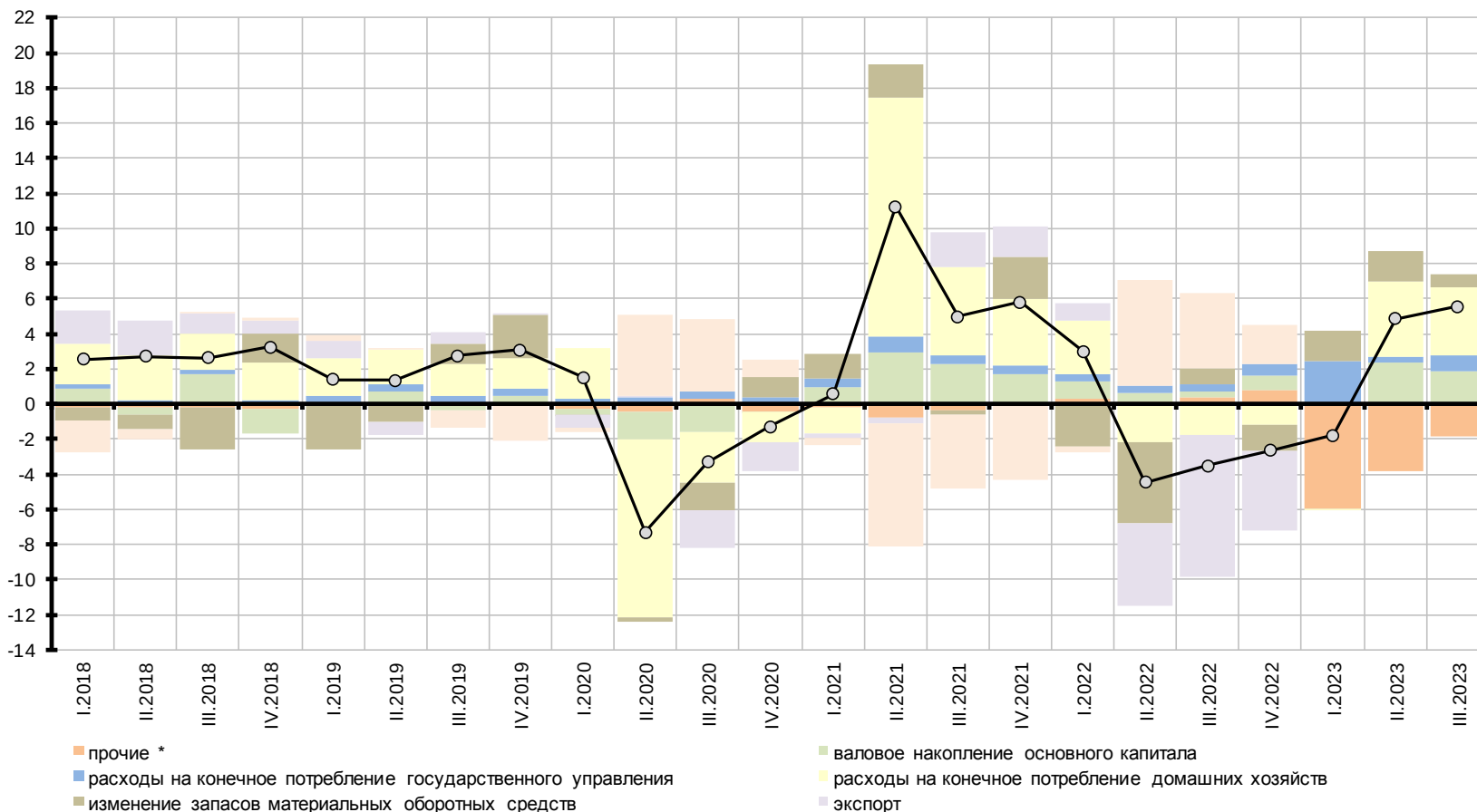
Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)¹



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 это ещё не скоро...

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

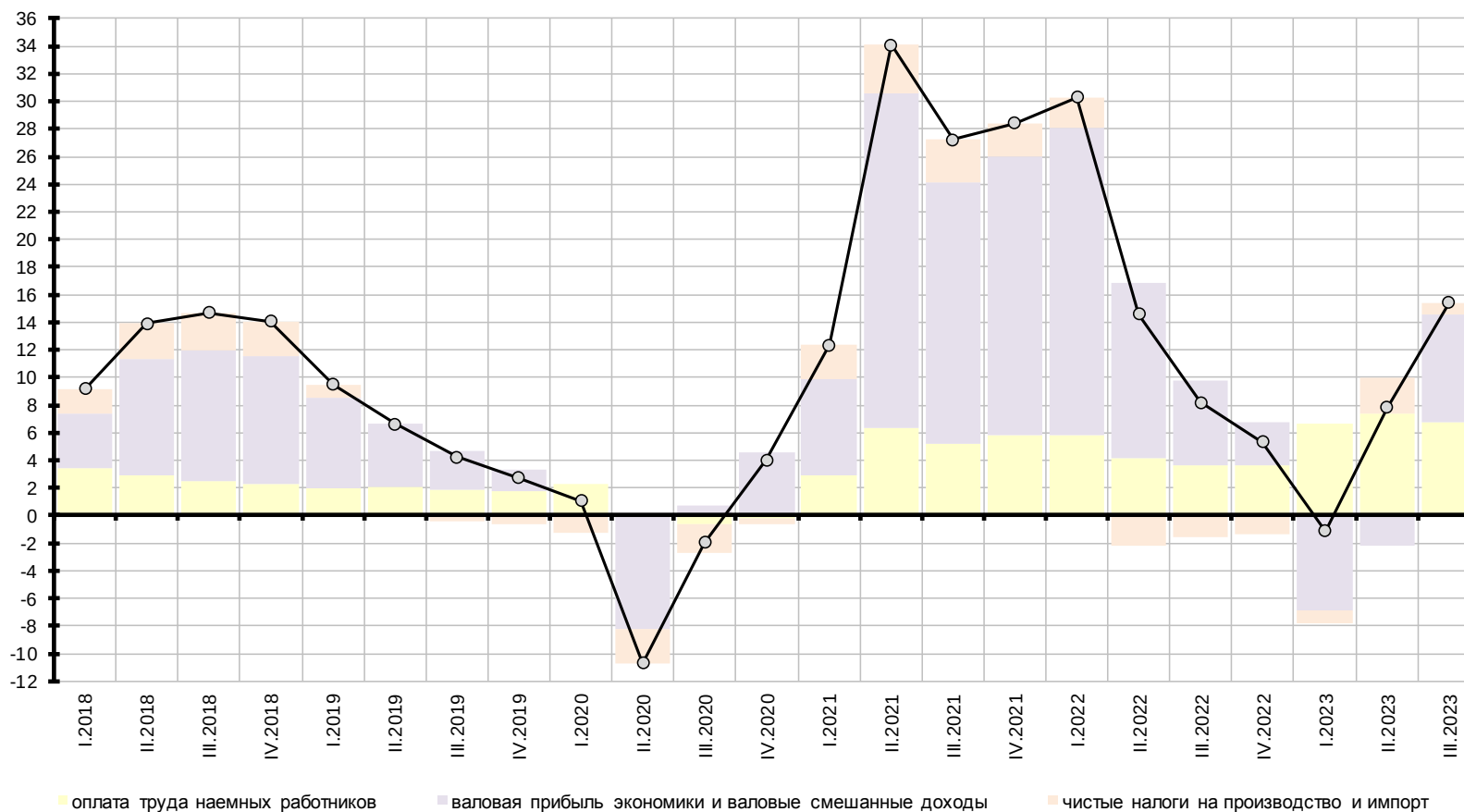


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Состав *компонентов конечного спроса* в III кв. в целом, остался как в предшествующем квартале, разве что все компоненты, за значимым исключением государственного спроса, снижались – причём почти в равной мере (разве что запасы, видимо из-за роста стоимости кредита, резко упали). Кроме того, обращает на себя внимание сокращение вычета из экономического роста отрицательного чистого экспорта: в последнее время импорт стал (судя по очень агрегированным данным, правда) быстро снижаться из-за прошедшего цикла ослабления рубля.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



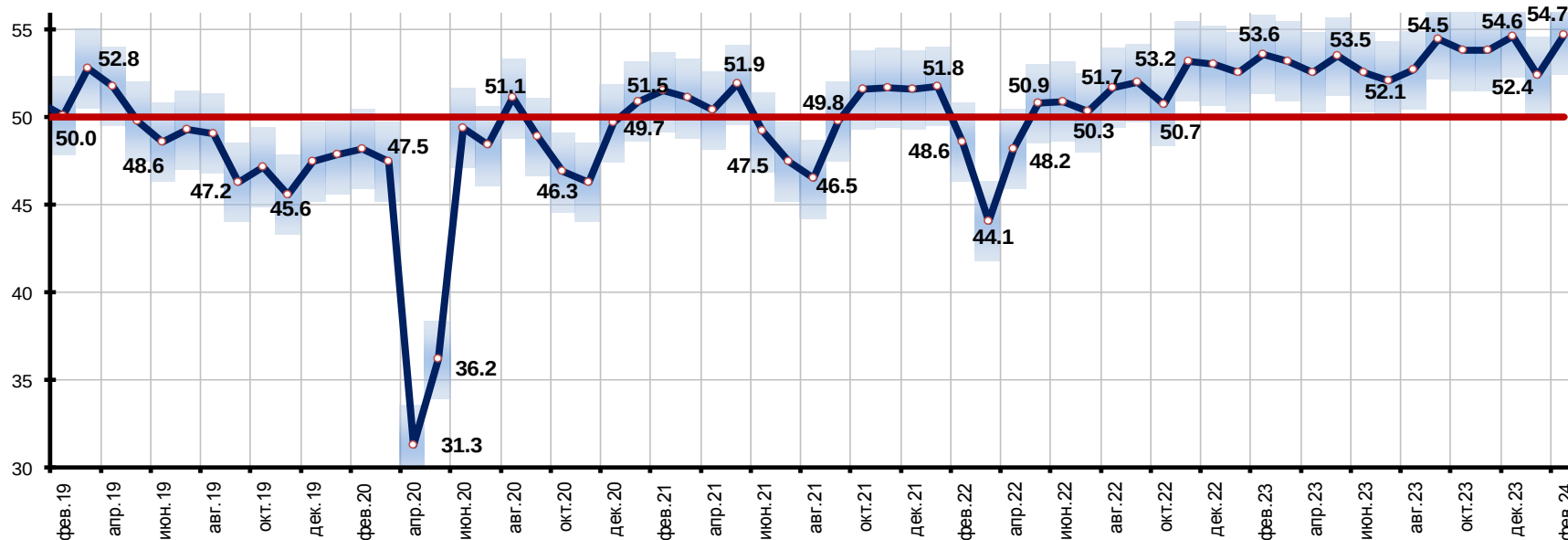
* В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

В III кв. состав *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении) заметно трансформировался. Из-за коррекции курса и наметившегося роста цен производителей резко выросла валовая прибыль (причем, при сохранении положительной динамики заработной платы). Этот фактор, в свою очередь, в значительной мере (пока?) обеспечил адаптацию российской экономики к повысившемуся, вслед за известными решениями Банка России, уровню процентных ставок за кредит.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

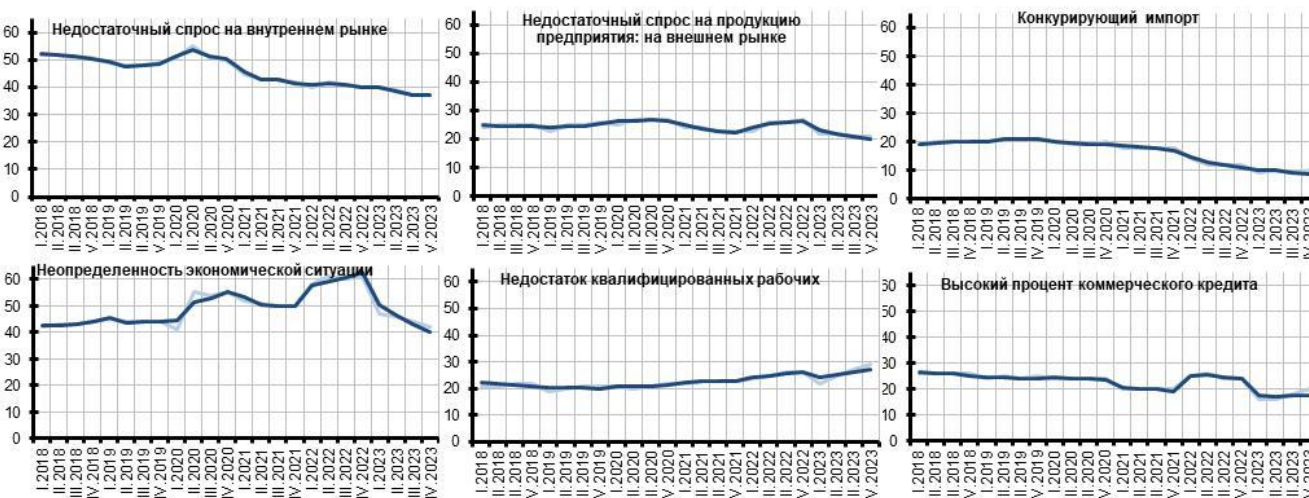
Оценки ситуации и поведение компаний

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)

Факторы, ограничивающие рост в обрабатывающих производствах (по данным на последний месяц квартала)¹



— фактически — с исключенной сезонностью

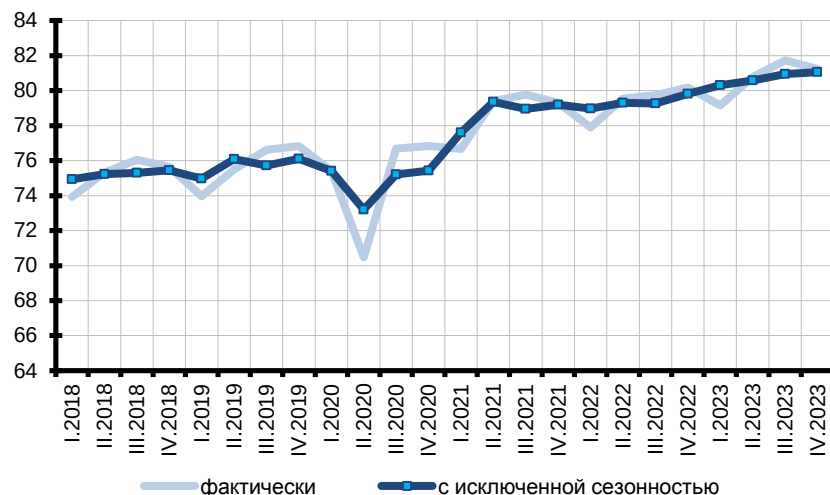
¹ Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания)

Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей опять подскочил – и сразу до беспрецедентных 54.7%. Представляется, что этот уровень заметно завышен и, видимо, несколько скорректируется.

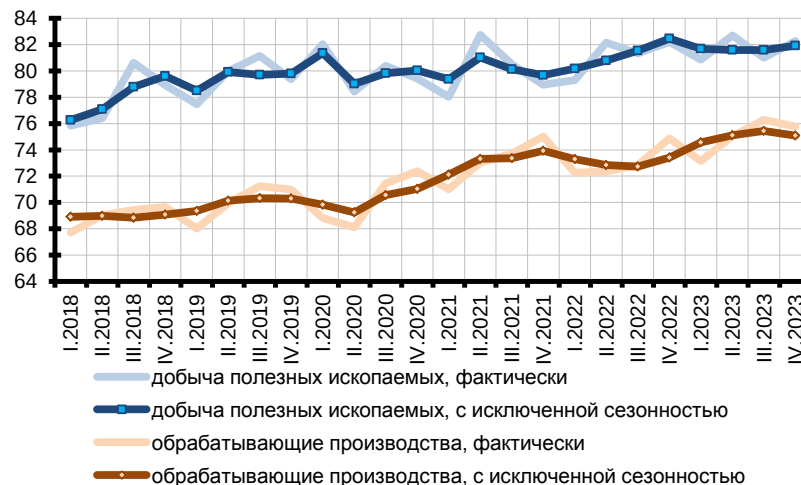
Система *отмечаемых ограничений* осталась примерно той же, что отмечалась в прошлом Обзоре. При этом, оценки жесткости ограничений со стороны общей неопределённости ситуации и недостаточного спроса довольно быстро снижается по мере адаптации экономики к новой ситуации. Жесткость ограничений со стороны квалифицированного труда нарастает, хотя пока и ниже двух отмеченных выше.

Загрузка производственных мощностей по результатам опросов Банка России^{1,2}

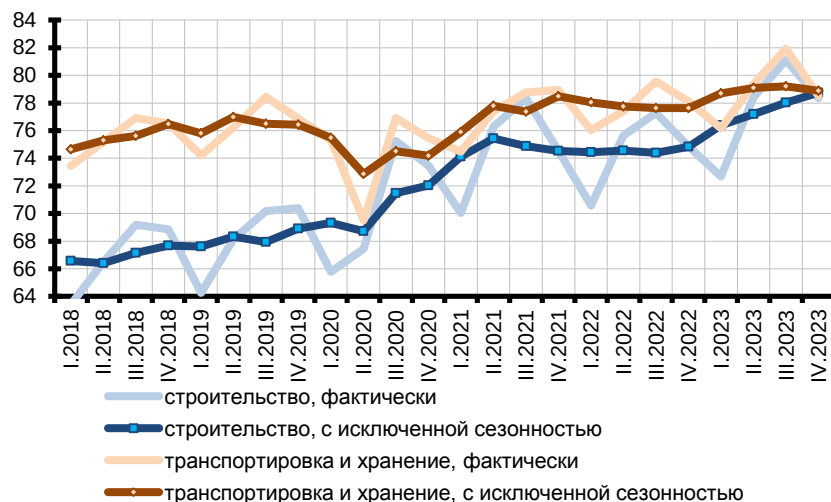
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



Уровень загрузки производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в IV кв. в среднем превысил 80% (что является наиболее частым аргументом для перехода от стимулирующей спрос к консервативной монетарной политике). Однако, за этими цифрами стоят очень разные процессы на уровне отдельных отраслей:

- в добыче полезных ископаемых уровень загрузки очень высокий (80-85%), но и особого потенциала роста нет, в условиях ограничений на экспорт (с точностью до движения на восток – ближе к потребителям – в добыче ресурсов, реабилитации месторождений Донбасса и т.д.);
- в логистических отраслях наблюдается довольно высокая загрузка мощностей (под 80%), что связано с новыми инфраструктурными реалиями для нашей экономики в условиях санкций. Сектор нуждается в инвестиционной расшивке «узких мест», а отнюдь не в дестимулировании капиталовложений;
- в обрабатывающей промышленности уровень загрузки составляет порядка 75%, и («в среднем по группе», конечно), есть возможность его умеренного повышения, на 5-8% в рамках поддержки потребительского и инвестиционного спроса.

¹ Данные мониторинга предприятий по вопросу "Уровень использования производственных мощностей на предприятии", %

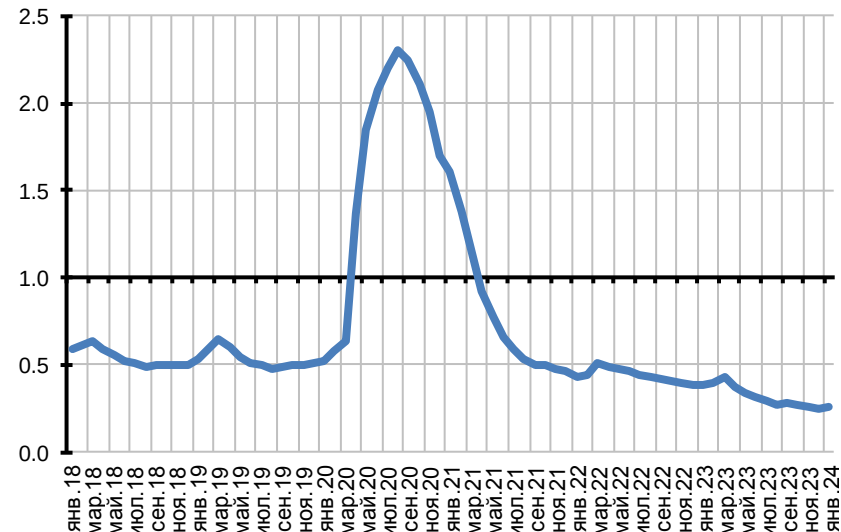
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Рынок труда

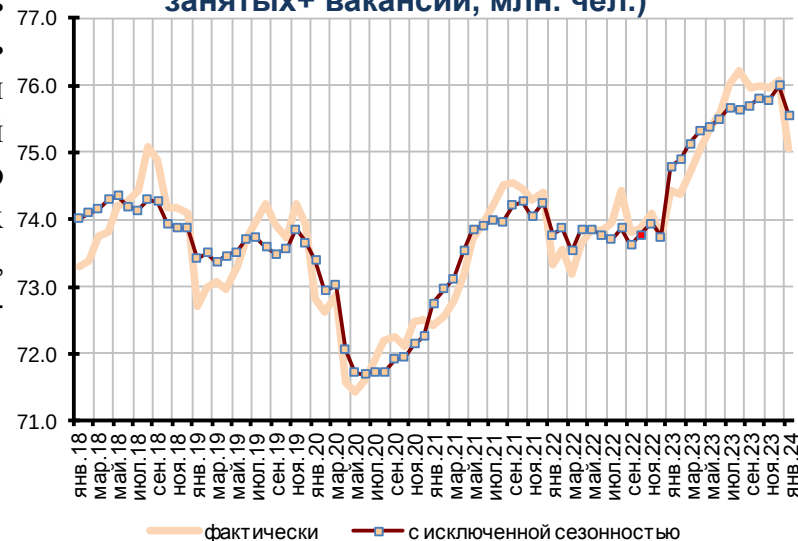
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



Коэффициент напряженности на рынке труда,¹ сезонность устранена



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

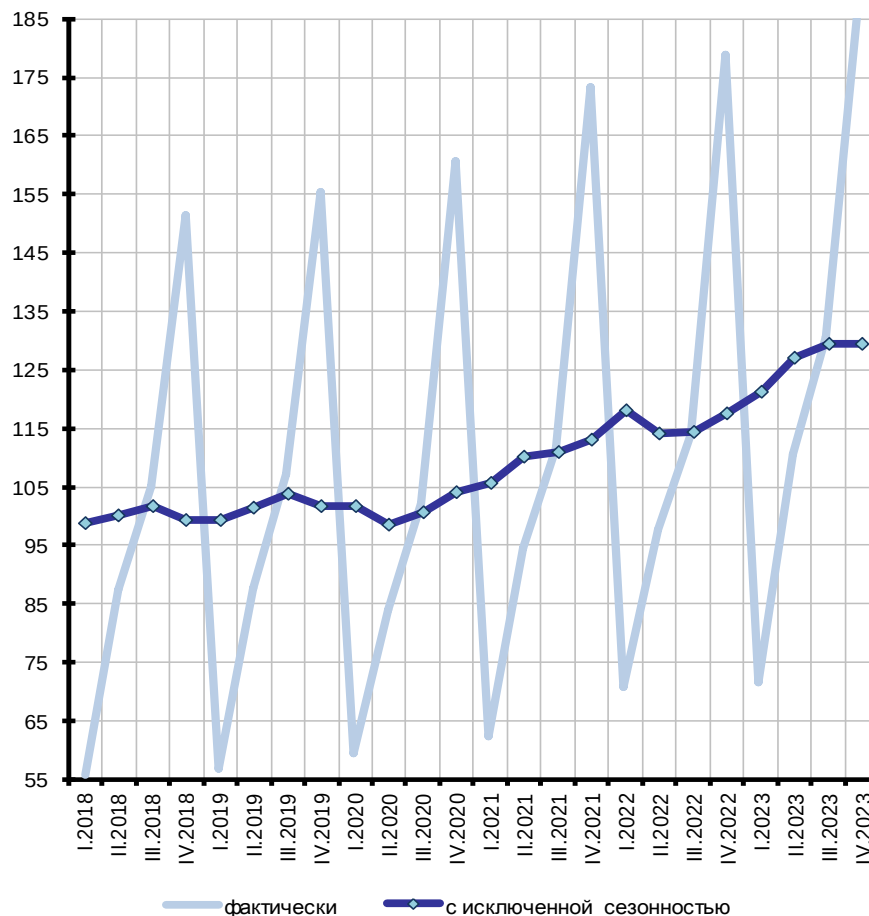


На рынке труда ситуация начинает изменяться. Хотя уровень безработицы и продолжает потихоньку снижаться (сезонность устранена), впервые за длительный промежуток времени, с весны 2022 г., очень заметно упал спрос на труд. Либо это ситуационный сбой в ранее сформировавшемся механизме, либо начало тенденции оптимизации занятости, а «запас» неэффективных рабочих мест в строительстве, сельском хозяйстве, торговле, охраной деятельности и др. весьма велик, либо признак рецессии - покажет время.

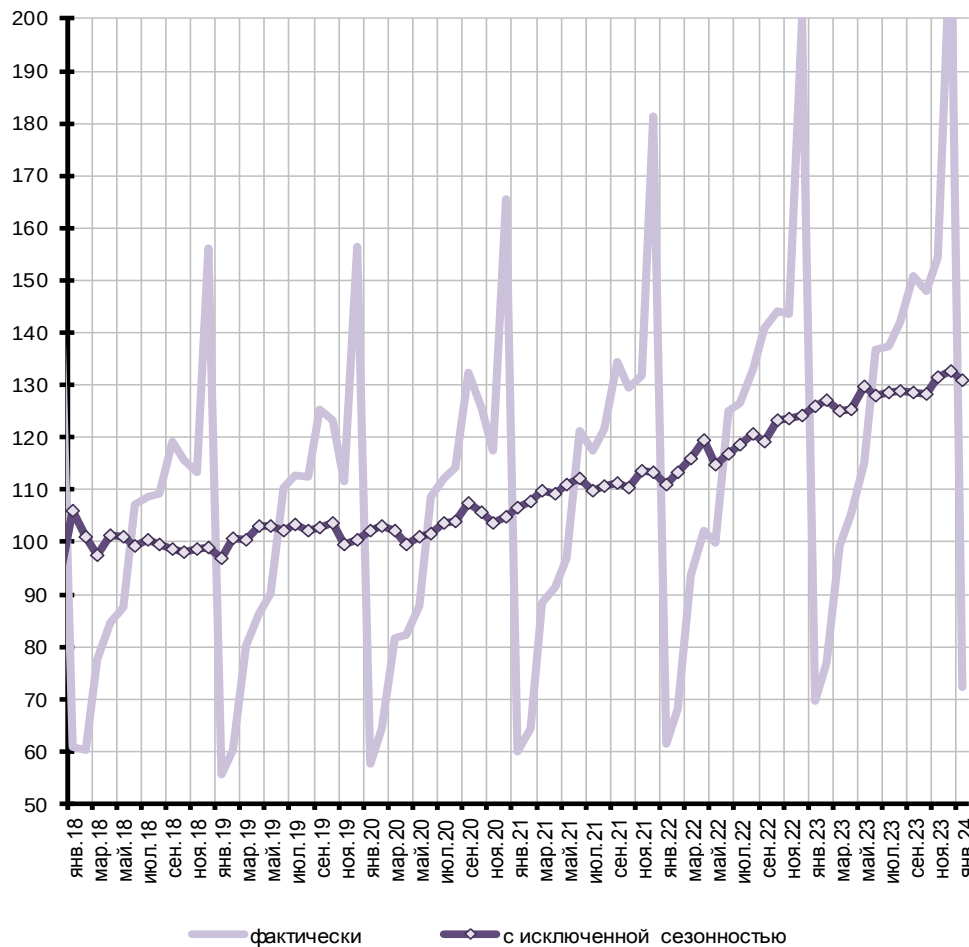
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

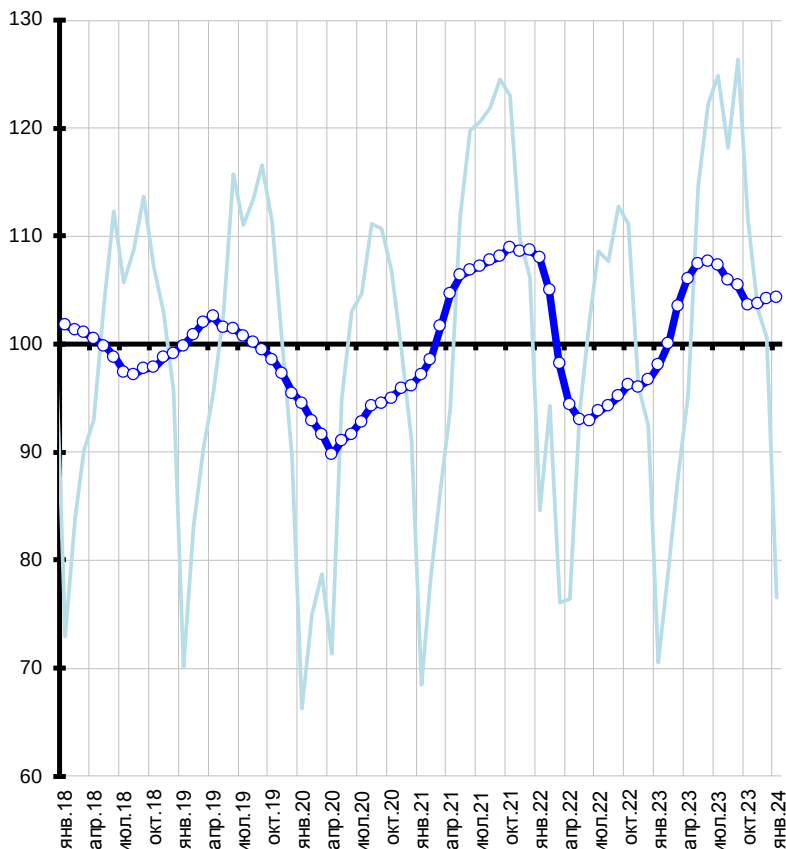


В IV кв. рост инвестиций в основной капитал приостановился (третий квартал: +1.8%, четвертый: -0.1%, сезонность устранена). Отчасти это связано, видимо, с исчерпанием прежних «идей роста» (инфраструктура, импортозамещение, ОПК, жильё), отчасти – с ужесточением условий кредитования вообще, и ипотечного – особенно, отчасти – с наметившимся падением рентабельности в ряде отраслей промышленности.

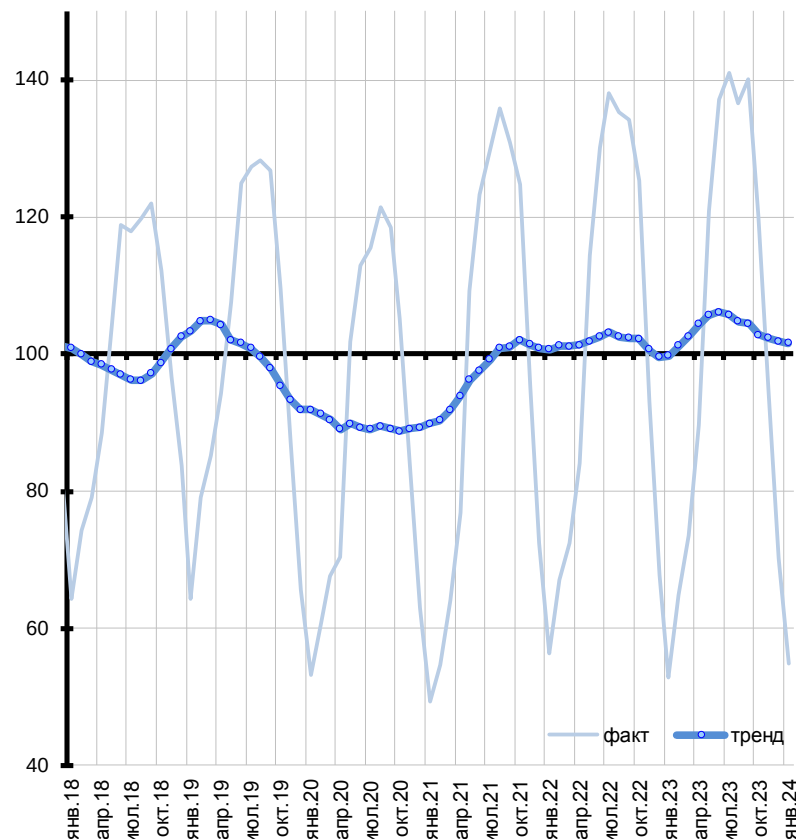
В строительстве в начале года произошла коррекция, нивелировавшая эффект скачка в конце года – и уже возможно стоит говорить о втягивании в стагнацию (третий квартал: +0.1% в среднем за месяц, четвертый: +1.1%, январь: - 1.3%, сезонность устранена), правда на исторически максимальном уровне. Эти результаты, в общем, соответствуют данным о производстве стройматериалов и, видимо, свидетельствуют о намечающейся остановке «строительного бума».

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



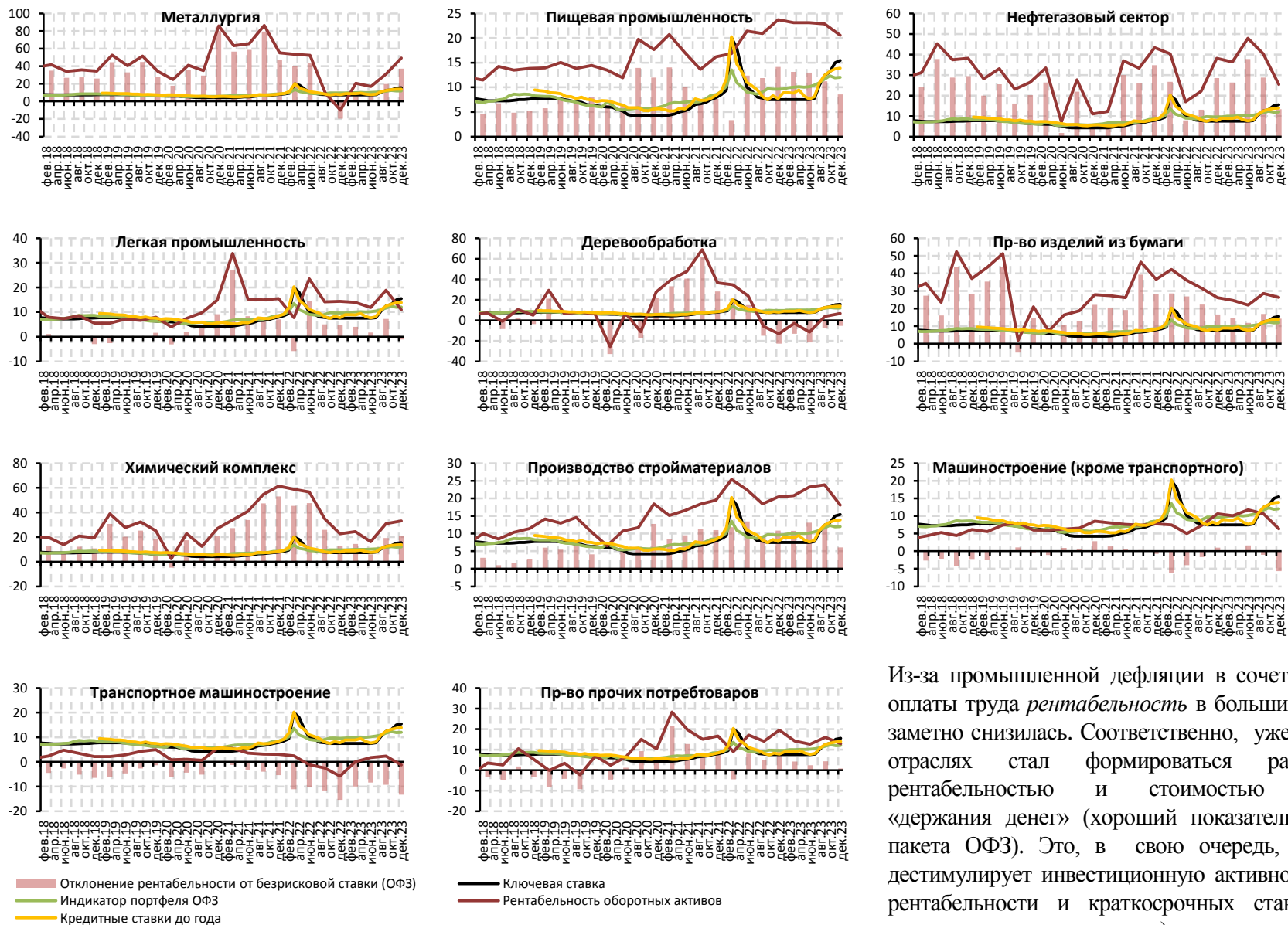
Предложение стройматериалов



В январе *инвестиционная активность* в экономике продолжала стагнировать, после снижения в осенние месяцы. *Предложение инвестиционных товаров* в январе относительно декабря значительно не изменилось (с учетом сезонного фактора). Наиболее высокая инвестактивность фиксировалась в середине прошлого года. Предложение инвестиционных товаров в экономике в январе оказалось ниже максимума 2023 г. на 3.1%. При этом текущий уровень инвестактивности несколько выше (на 4.4%) среднемесячного значения 2019 г.

За стагнацией общего предложения инвесттоваров стоят слабые разнонаправленные тенденции по отдельным компонентам: медленное снижение предложения *базовых строительных материалов* при наращивании предложения отечественных машин и оборудования.

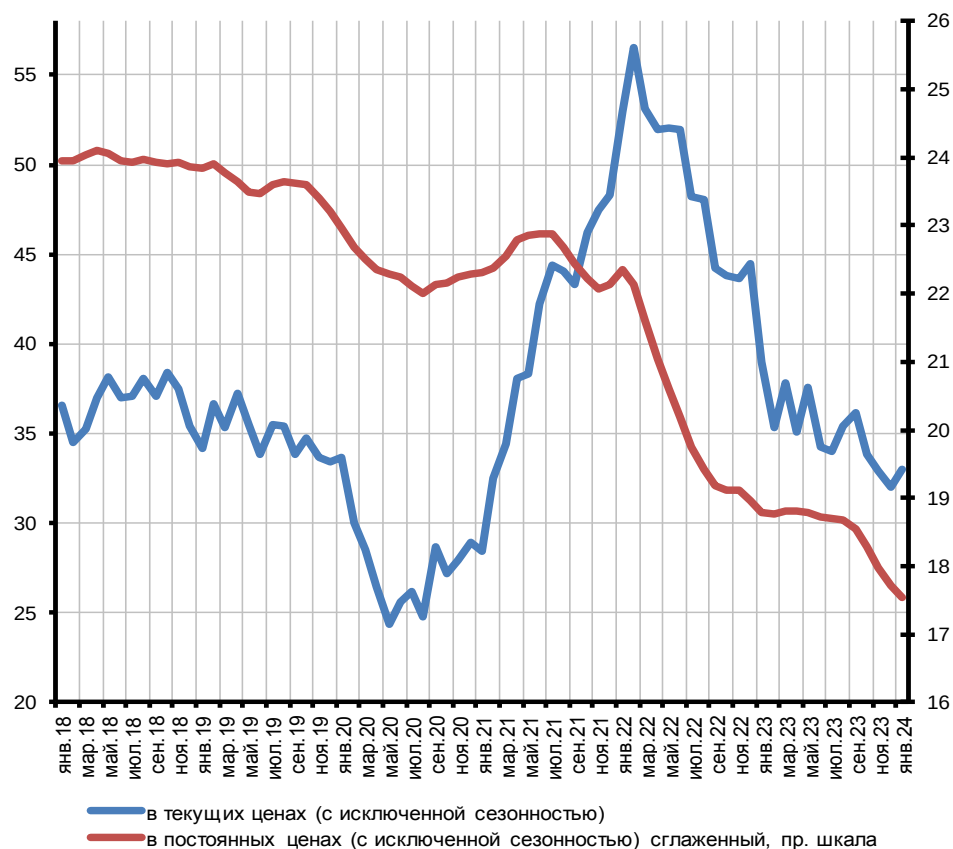
Динамика рентабельности и стоимости альтернативных вложений по группам отраслей (%)



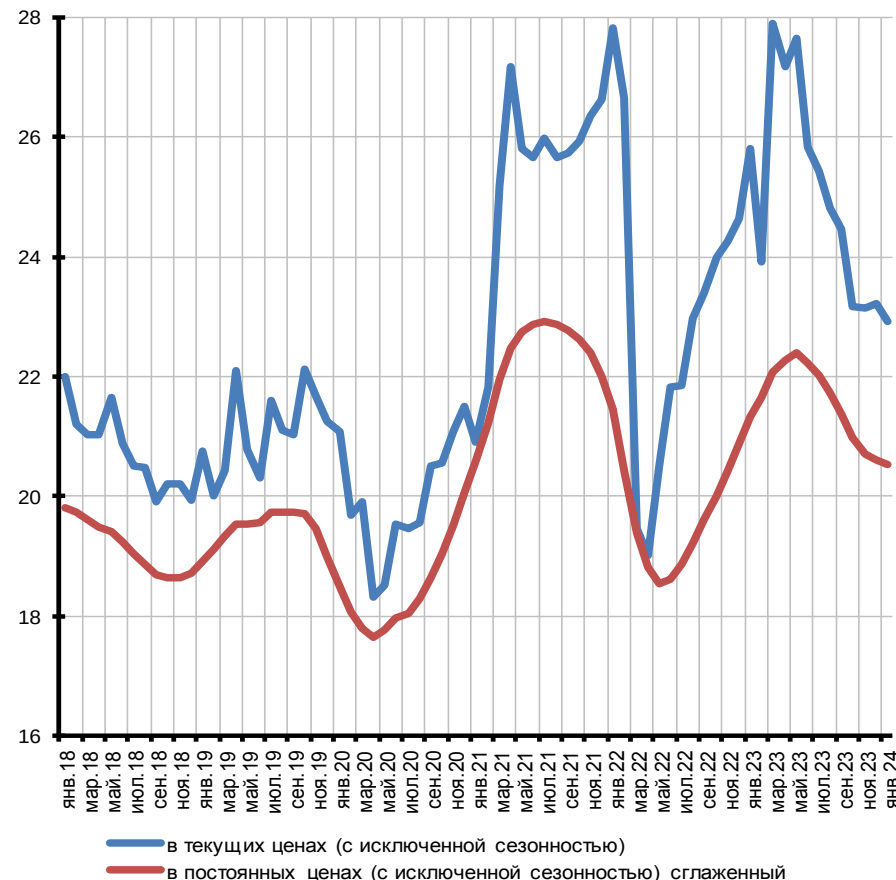
Из-за промышленной дефляции в сочетании с ростом оплаты труда *рентабельность* в большинстве отраслей заметно снизилась. Соответственно, уже в нескольких отраслях стал формироваться разрыв между рентабельностью и стоимостью безрискового «держания денег» (хороший показатель – индикатор пакета ОФЗ). Это, в свою очередь, существенно дестимулирует инвестиционную активность (а разрыв рентабельности и краткосрочных ставок – ещё и операционную деятельность).

Спрос: внешняя торговля¹

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров (млрд. долл.)

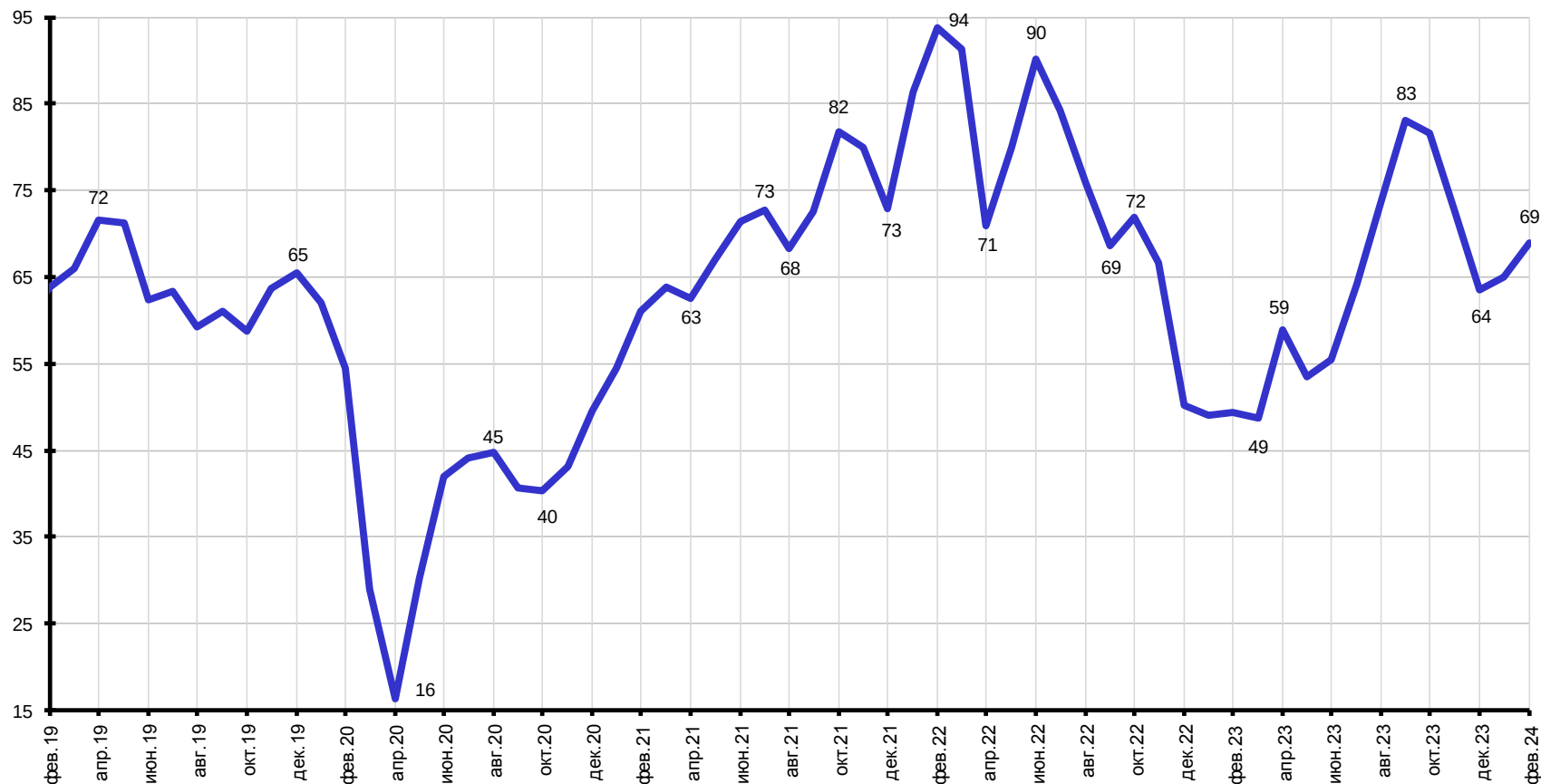


В сфере *экспорта товаров* ситуация продолжает ухудшаться (сезонность устранена). Как уже отмечалось, объём экспорта снижается и в физическом, и в стоимостном выражении – отчасти из-за санкций, отчасти из-за добровольно взятых ограничений по вывозу нефти в рамках ОПЕК+.

Импорт товаров тоже продолжает устойчиво сжиматься (сезонность устранена). Влияние этого процесса на российскую экономику неоднозначно: с одной стороны, возникает пространство для импортозамещения. С другой – недостаток импортных комплектующих для ранее поставленной техники, специфических видов сырья, некоторого оборудования существенно сдерживает развитие в отдельных отраслей и увеличивает технологические риски при замещении аналогами.

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

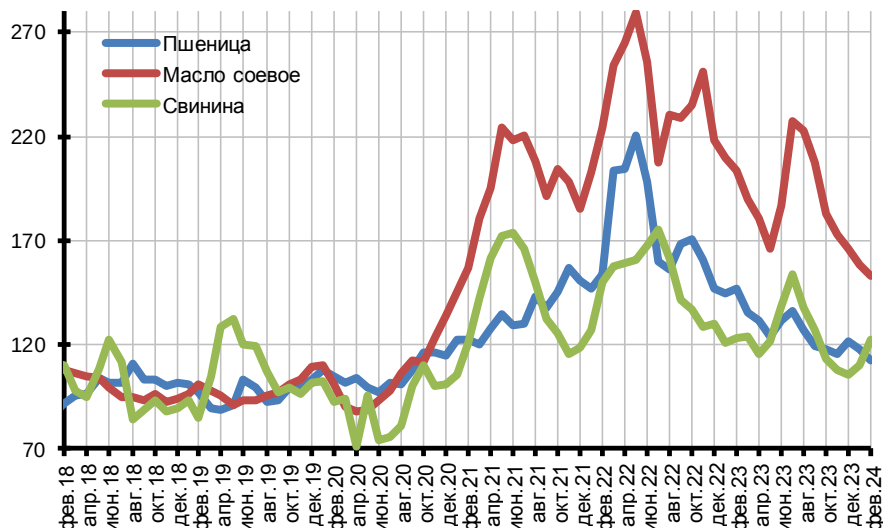
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в феврале 2024 г. составила 69.0 долл./барр. после 65.0 долл./барр. в январе. В начале февраля цены на нефть падали, так как очередной отчет о высокой занятости в США уменьшил вероятность начала снижения ключевой ставки на ближайшем заседании ФРС США. Это может усилить сокращение мирового спроса на нефть (США – крупный потребитель нефти и нефтепродуктов). Вторую и третью недели месяца цены преимущественно росли на фоне опасений перебоев с поставками из-за военных конфликтов на Ближнем Востоке: продолжаются нападения йеменских хуситов на торговые суда и танкеры в Красном море, а также операция Израиля против ХАМАС и слухов о подготовке удара США по Ирану. В конце февраля цены на нефть снижались на новостях о значительном увеличении запасов нефти в США. Однако это падение несколько нивелировала информация о планах стран ОПЕК+ продлить соглашение о дополнительном сокращении добычи нефти на II кв. текущего года. Дисконт нефти марки Urals к марке Brent в феврале составлял 14-15 долл./барр.

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

Цены на продукцию сельского хозяйства*

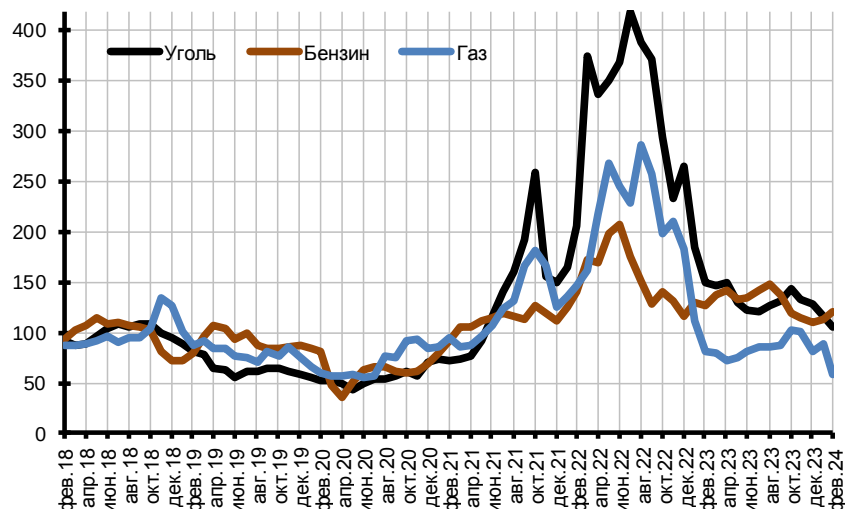


* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME

Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на топливо*

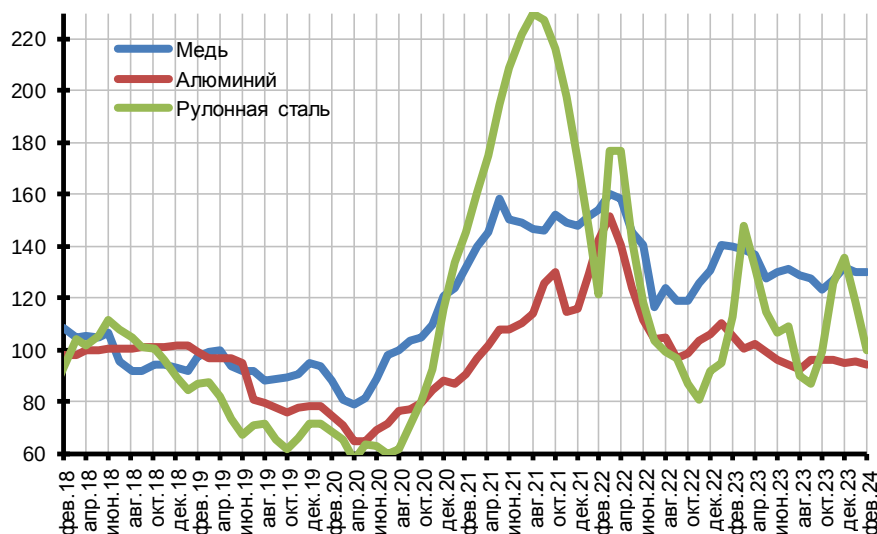


* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE

Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE

Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на металлы*



* Рулонная сталь – US Steel Coil Futures, CME

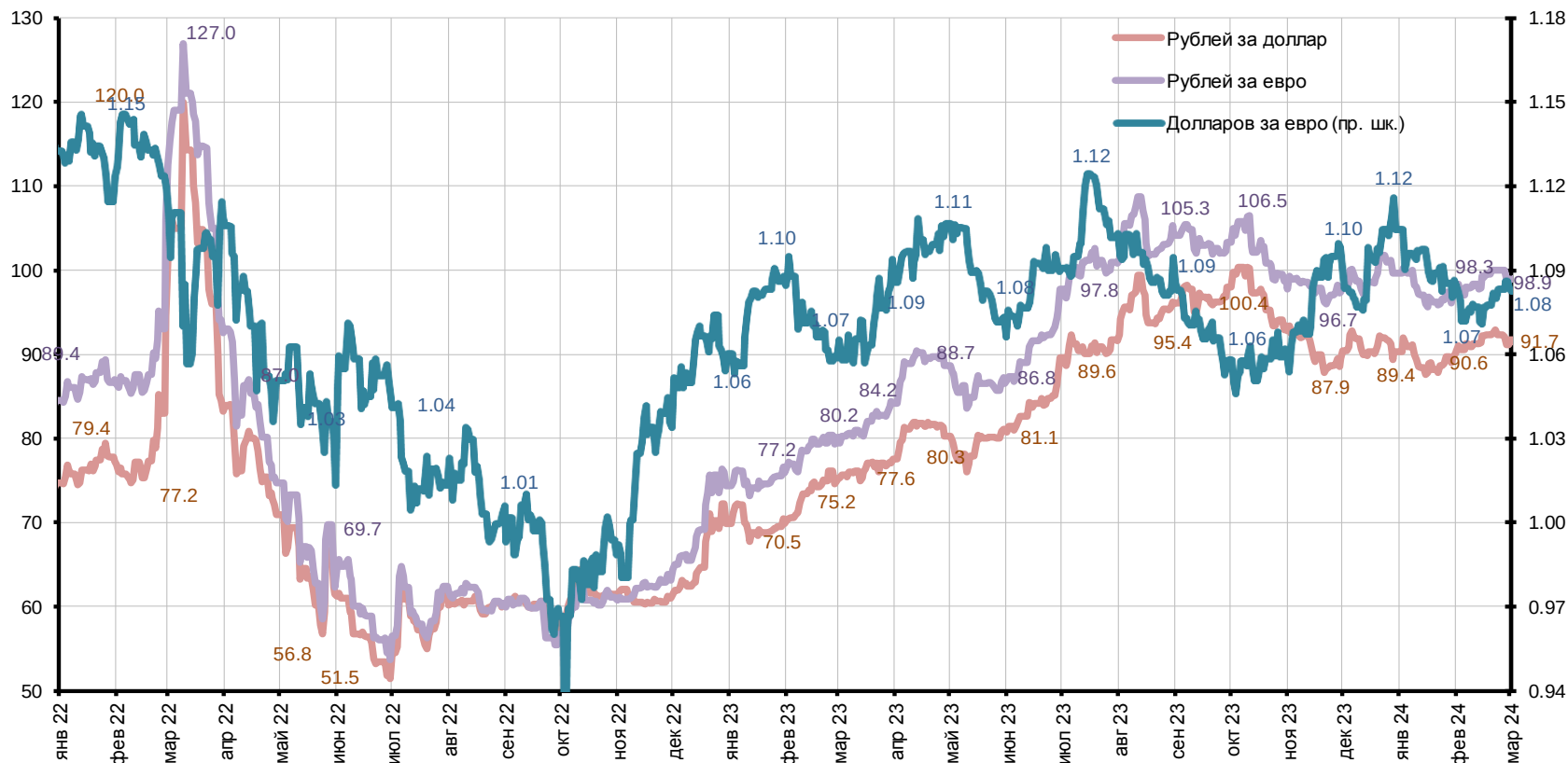
Алюминий – Aluminum Futures, CME

Медь – Copper Futures, CME

Цены на мировых рынках продовольствия движутся разнонаправленно: на пшеницу они продолжают понемногу снижаться, на мясо – стали расти (хотя пока неясно, новый тренд это, или просто текущая, чисто ситуативная коррекция). На рынках основных видов металлов ценовая ситуация, как уже говорилось, в целом стабилизировалась – правда, волатильность на рынке стала настолько велика, что о стабилизации можно говорить только «в среднем».

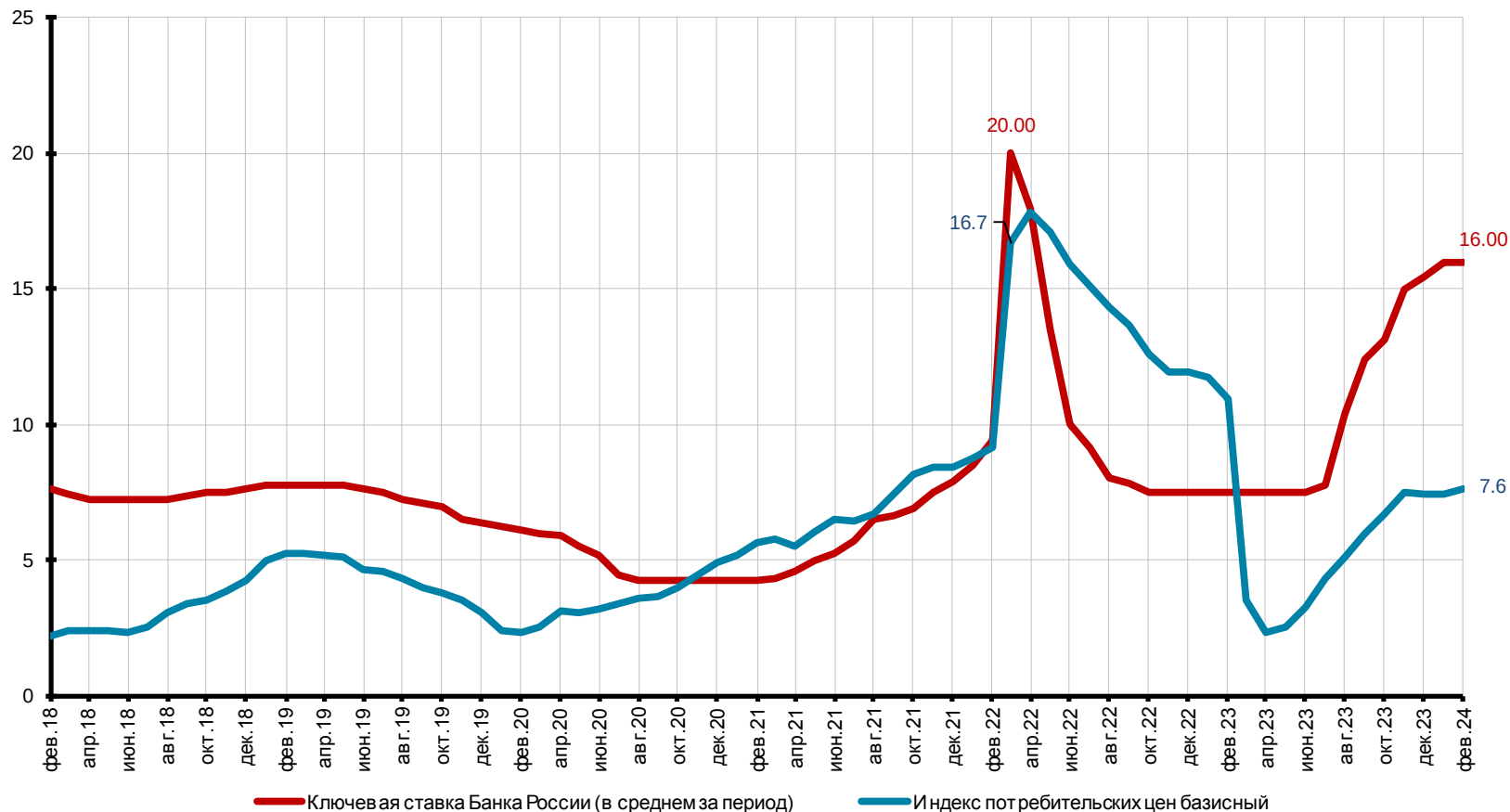
Цены на топливо, в основном⁹ продолжают снижаться. Исключением является цена на бензин, где наметились признаки разворота к росту из-за ситуации на рынке нефти.

Динамика валютных курсов



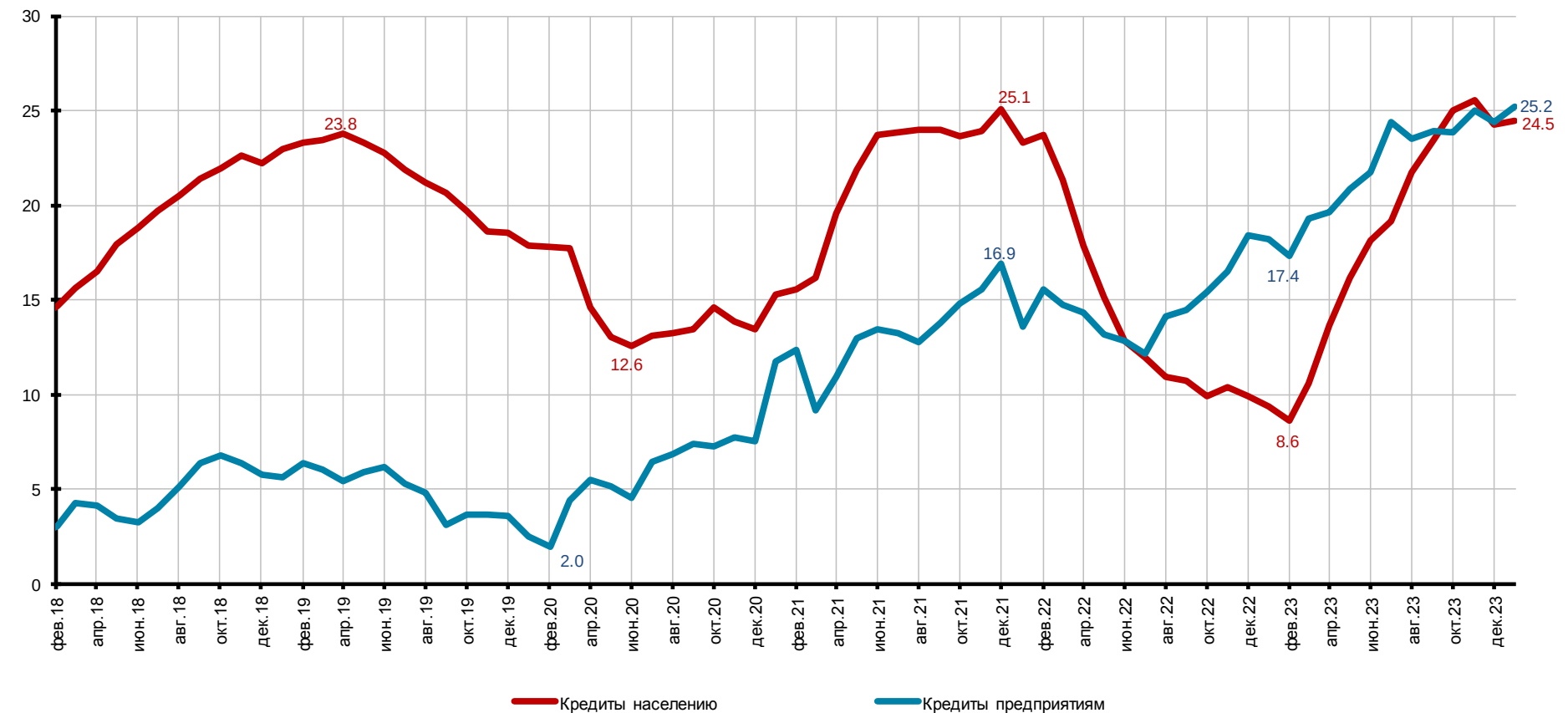
В феврале рубль вернулся к ослаблению, курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю вырос на 1.2% за месяц и по состоянию на 1 февраля 2024 г. составил 94.9 руб. за корзину. Ослаблению рубля в феврале способствовали риски введения дополнительных санкций, а также усиление правоприменения ранее введенных, а также возможное усиление регулирования в рамках ОПЕК+. При этом, рубль продолжали поддерживать продажи валюты экспортерами и операции Банка России, связанные с корректировкой объема операций в рамках бюджетного правила.

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



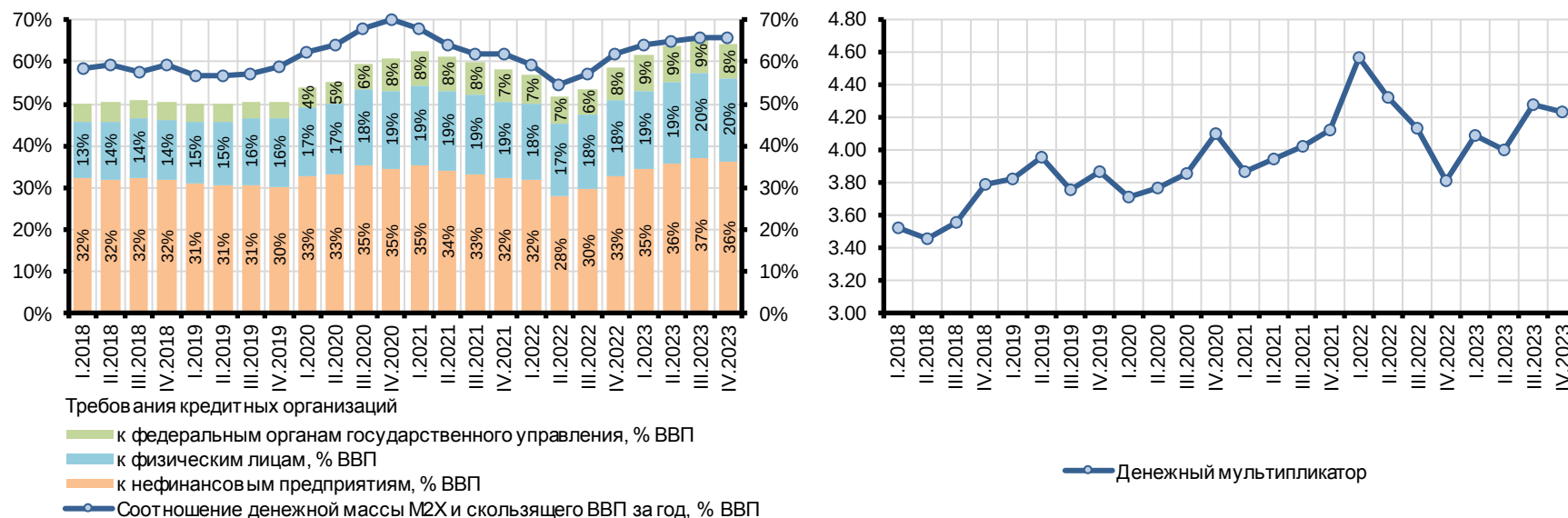
16 февраля Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение сохранить *ключевую ставку* на уровне 16% годовых вследствие сохранения высокого инфляционного давления, связанного с опережением внутреннего спроса. Кроме того, как отмечается в пресс-релизе Банка России, текущие дезинфляционные тенденции пока неустойчивы. Инфляционные ожидания населения продолжили снижаться и составили 11.9% после 12.7% в январе. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 22 марта 2024 г.

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



В январе темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 24.5%, что на 0.2 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Потребительское кредитование выросло на весьма умеренные 0.8% после сокращения на 0.1% в декабре. Прирост ипотеки, напротив, замедлился до умеренных 0.6% с 2.9% в декабре вследствие ужесточения условий по ипотеке с господдержкой. Активность в сегменте *корпоративного кредитования* снова возобновилась. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в январе составил 25.2%, что на 0.8 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Такая динамика корпоративных кредитов объясняется сезонностью в финансировании госрасходов: поскольку значительная часть контрактов оплачивается в конце года, в январе потребность компаний в оборотных кредитах увеличивается.

Монетизация и денежный мультипликатор^{1,2}



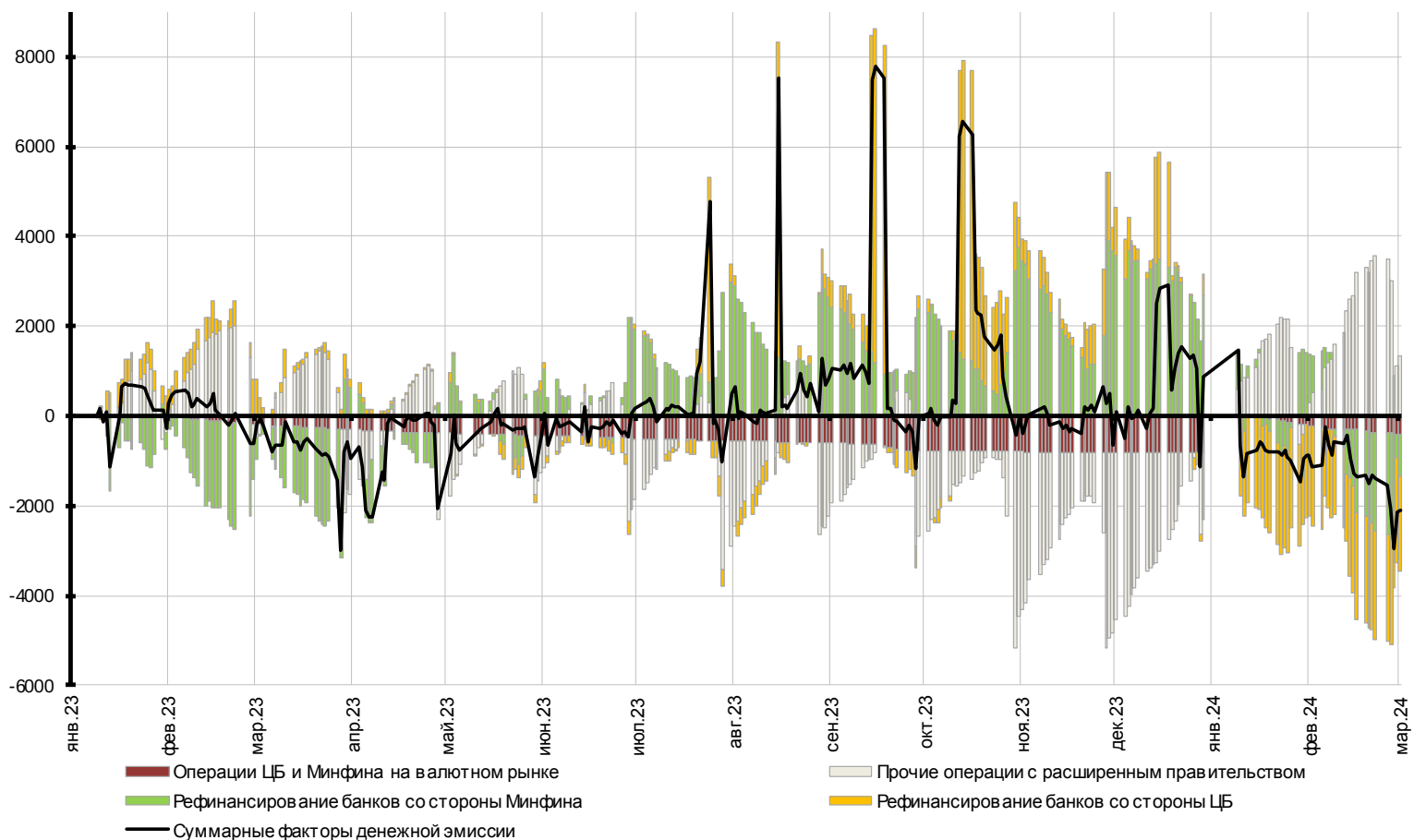
В целом, благодаря довольно активному кредитованию (что привело к соответствующей динамике денежного мультипликатора), *насыщение экономики деньгами* заметно растёт – хотя и не достигло ещё рекордных значений конца 2020 г. При этом, налицо тенденция ускоренного (по отношению к другим компонентам) роста задолженности домохозяйств перед кредитными организациями – и, по большому счёту, это сейчас единственный по-настоящему расширяющийся канал насыщения экономики кредитными ресурсами.

Рост *монетизации экономики* (обеспечиваемый ростом кредитной активности) при увеличении денежного мультипликатора является существенным фактором, стимулирующим как экономический рост, так и, к сожалению, инфляцию.

¹ соотношение широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой и широкой денежной базы

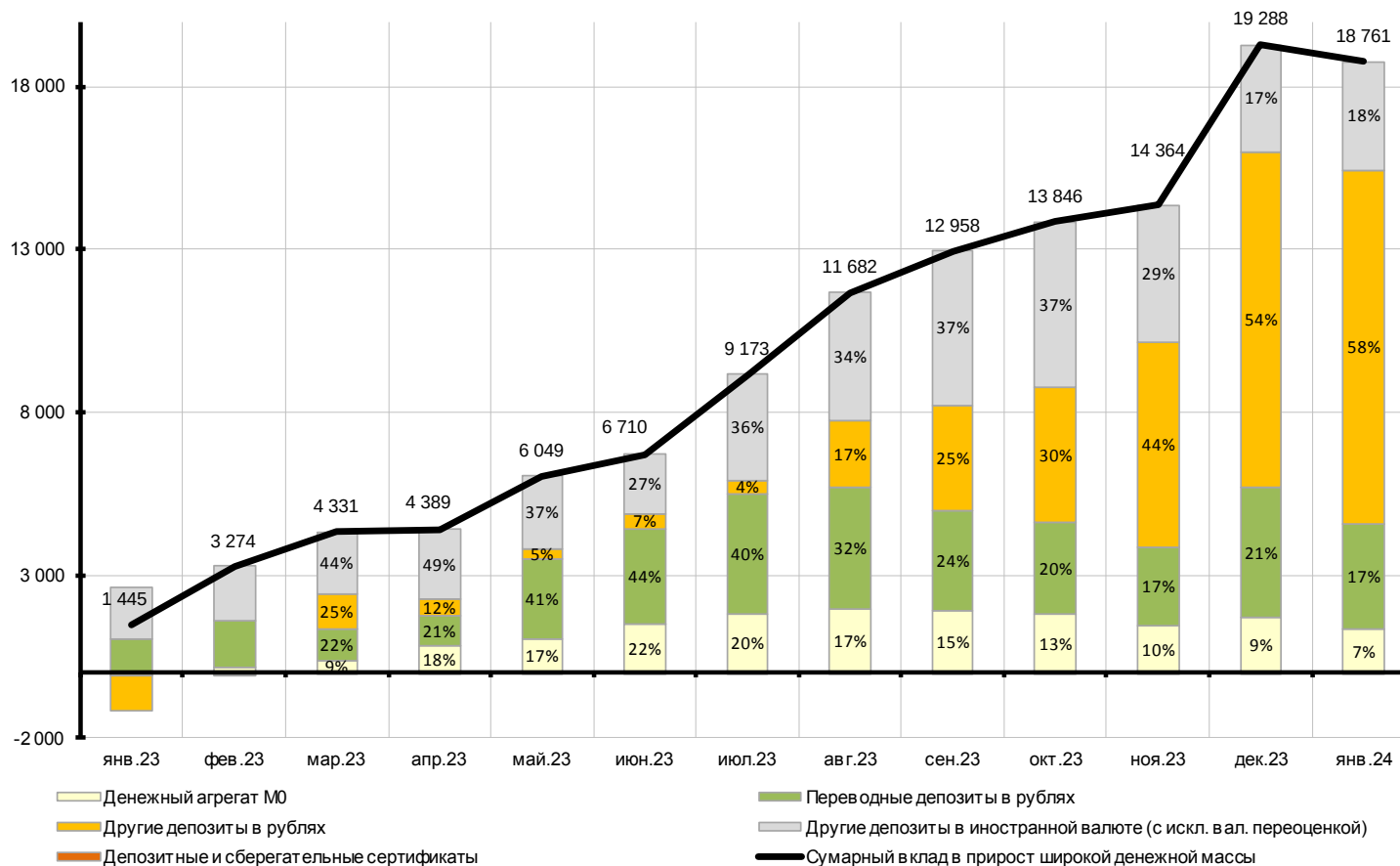
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



В 2024 г. стимулирующие бюджетные потоки формируют повышательное давление на денежную базу через бюджетные расходы. Компенсирующее это давление сужение кредитного канала со стороны Центрального банка (достаточно стабильное по уровню с начала года), начиная с середины февраля дополняется сужением кредитного канала со стороны Минфина. В результате, совокупный баланс факторов денежной эмиссии уходит еще дальше в отрицательную область и к началу марта составил порядка -2 трлн руб.

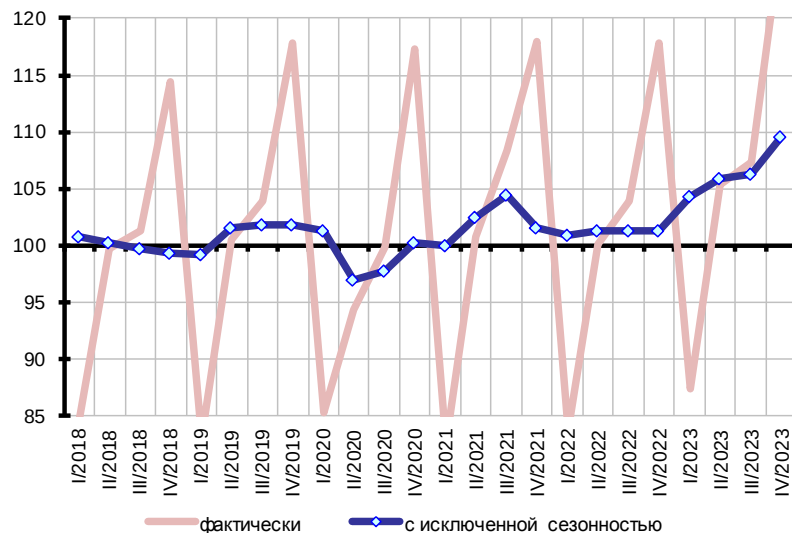
Факторы роста широкой денежной массы (млрд руб., накопленным итогом с начала года)



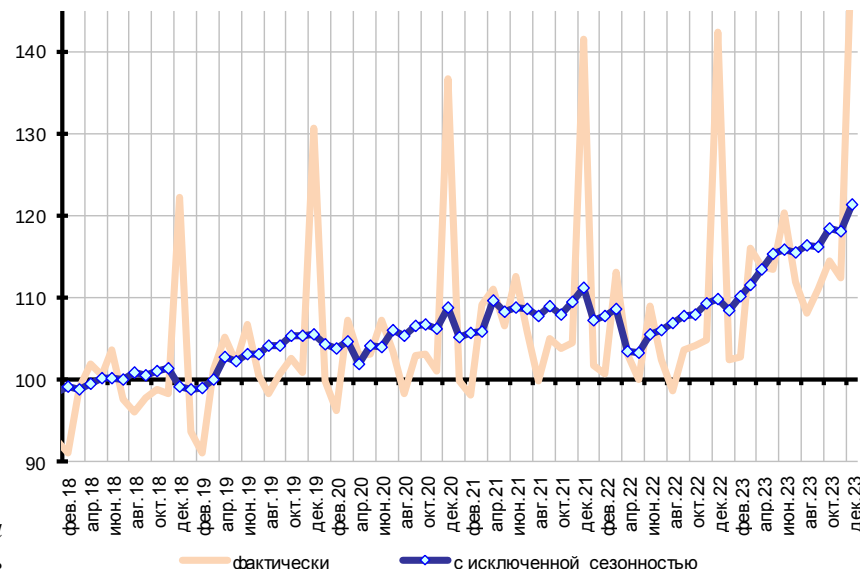
Широкая денежная масса (M2X) с исключенной валютной переоценкой сократилась в январе на 0.5% м/м. И хотя в январе несколько увеличились рублевые депозиты населения, отток с текущих счетов населения являлся определяющим фактором динамики широкой денежной массы. В годовом выражении, по итогам января M2X с исключенной валютной переоценкой выросла на 18.3% после 20.7% в декабре.

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

Реальные располагаемые доходы населения^{1, 3}



Реальная начисленная заработная плата

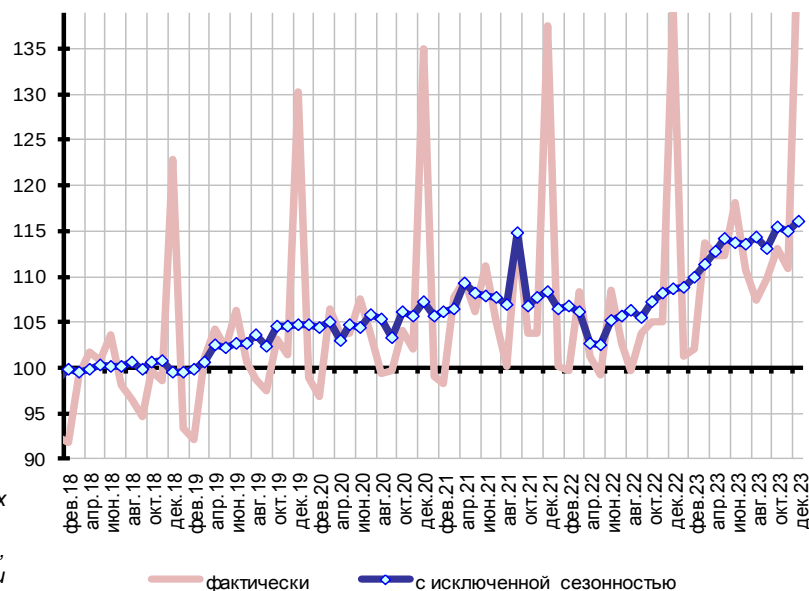


Как уже отмечалось, ускорилась динамика *реальной заработной платы* (третий квартал: 0.1% в среднем за месяц, четвертый квартал: 1.5% в месяц, сезонность устранена). К ускорению роста оплаты труда приводит выраженный дефицит труда на рынке; что будет происходить, если компании столкнутся с ухудшением финансового положения (из-за наметившейся промышленной дефляции, например) и начнут активно корректировать численность (малоэффективных) занятых — пока неясно.

Ситуация с *основными реальными денежными доходами населения*² как и ожидалось, «пошла» вслед за динамикой реальной зарплаты - возобновился рост (третий квартал: -0.2% в среднем за месяц, четвертый: +0.9% в месяц, сезонность устранена). Рост реальных доходов сегодня — основной фактор расширения потребительского спроса и экономического роста в целом.

...тем более, что по уже опубликованным итогам четвертого квартала наблюдается заметный рост *реальных располагаемых доходов населения* (третий квартал: +0.1% в среднем за месяц, четвертый: +1.0% в месяц, сезонность устранена).

Агрегат основных реальных денежных доходов²



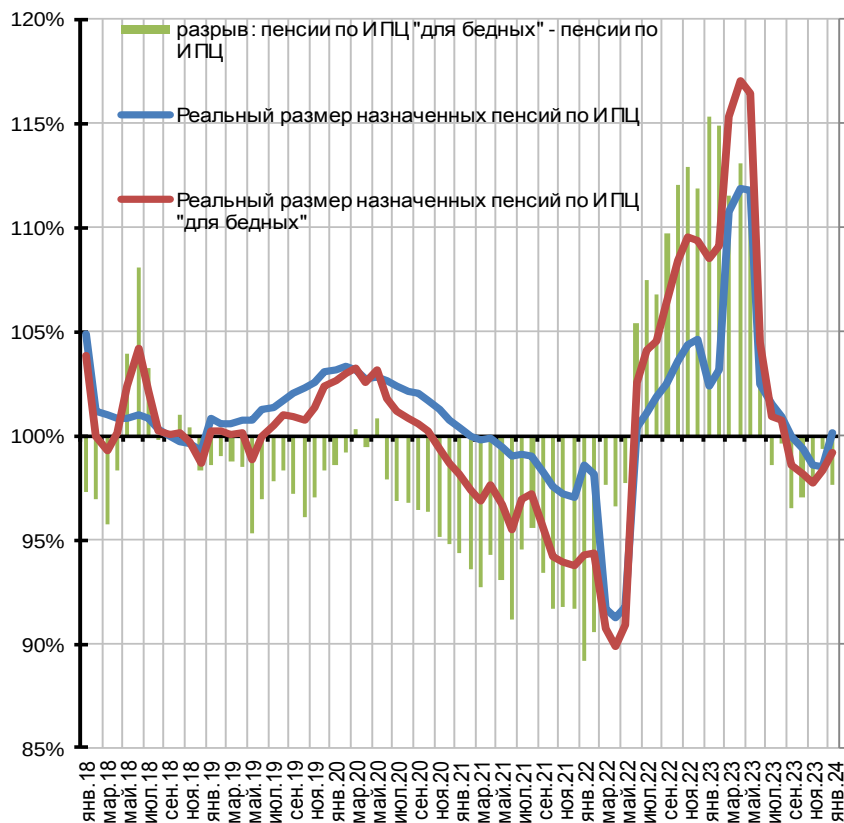
¹ Росстат изменил методологию расчета денежных доходов населения. Динамика реальных располагаемых доходов населения представлена согласно новой методологии 2014 г., начиная с 2013 г.

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

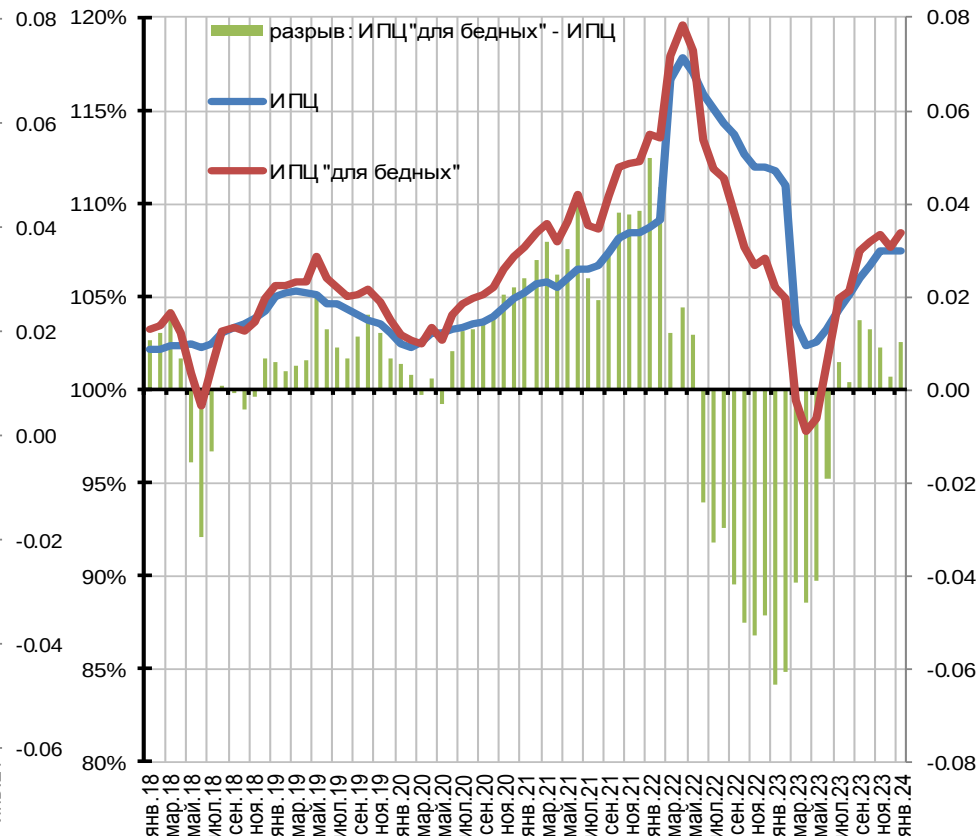
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция «для бедных»¹

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



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



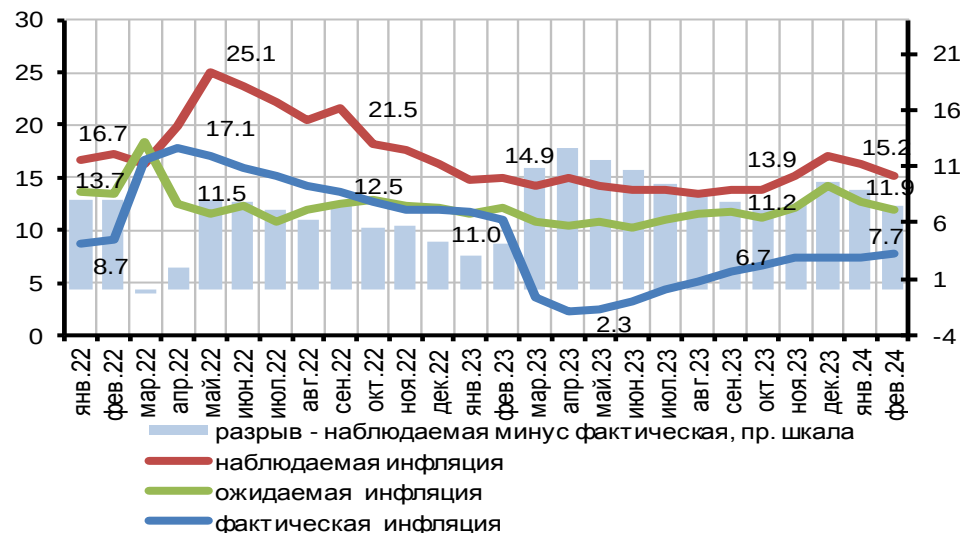
Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции («инфляции для бедных») уже более полугода остаётся негативным из-за ускоренного удорожания продовольствия (особенно, плодоовощной продукции) и жилищно-коммунальных услуг. Это привело к существенному негативному социальному эффекту: в то время, как формально *реальный размер назначенной пенсии*, измеренный по ИПЦ, несколько превысил прошлогодний уровень, реальные пенсии, пересчитанные по индексу «цен для бедных» (индикатор положения малообеспеченных) все еще, причём пятый месяц подряд, ниже прошлогоднего.

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

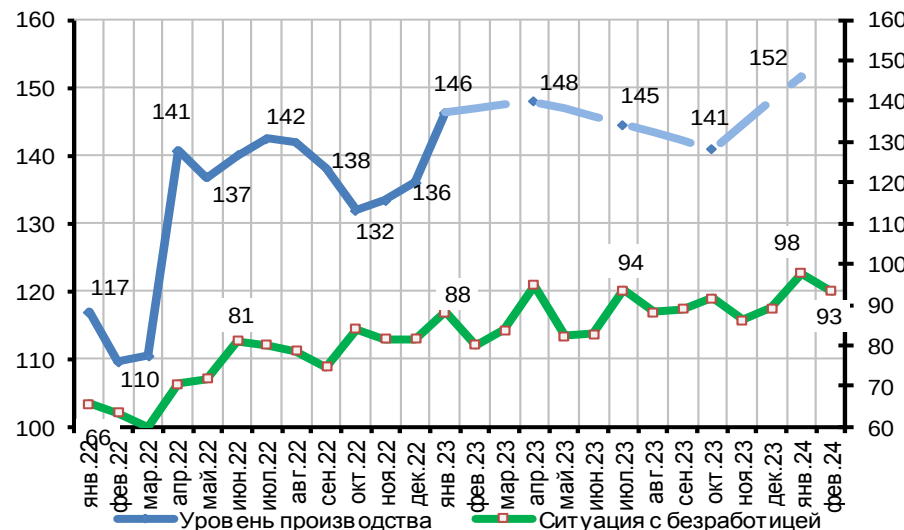
² Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным СФР

Оценки макроэкономических показателей населением¹

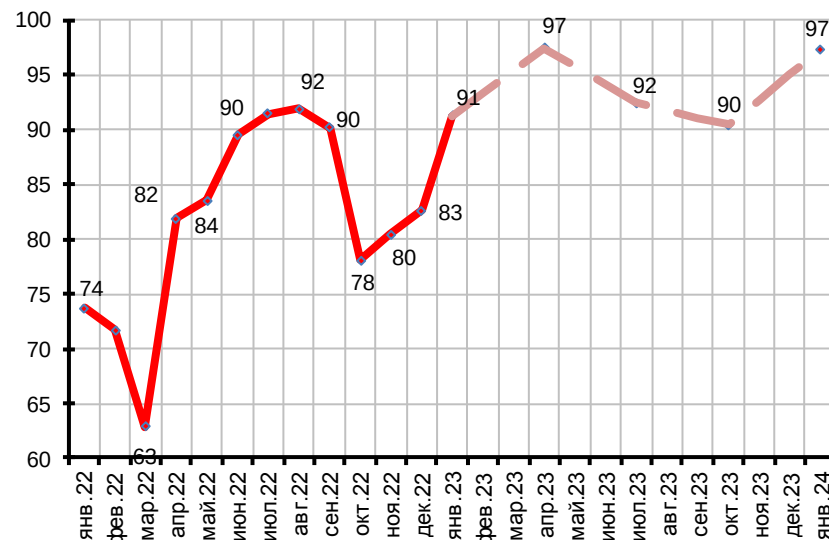
Инфляционные ожидания (годовых, в %)



Индексы уровня производства и безработицы (пункты)



Индекс уровня жизни (пункты)



В части оценок населением макроэкономической ситуации можно отметить следующее:

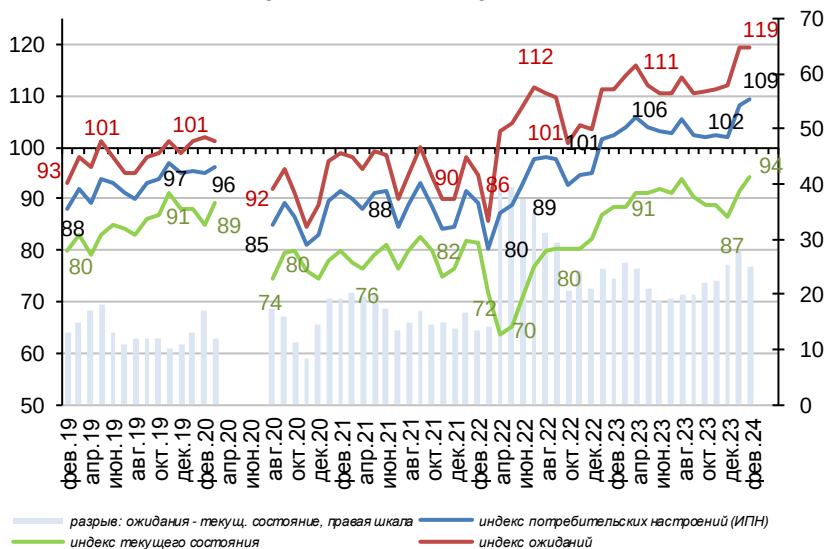
- разрыв между социологически оцениваемой инфляцией (15.3% в годовом выражении за февраль) и официально публикуемой снижается, причем, за счет падения именно оценок населения;
- оценки «объёмной макроэкономики»: индексы производства и уровня жизни – растут, хотя и не слишком устойчиво. При этом, для собственно сферы компетенций населения уже почти вышли на технически максимальные уровни (100 п. для оценки уровня жизни). Для оценок населением уровня производства еще, что называется, есть куда расти (технически возможный максимум – 200 п.);
- оценка ситуации с безработицей чуть подросла (в данном опросе рост означает улучшение) и приблизилась к техническому максимуму, 100 п.

¹ Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Вопрос об уровне производства и уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

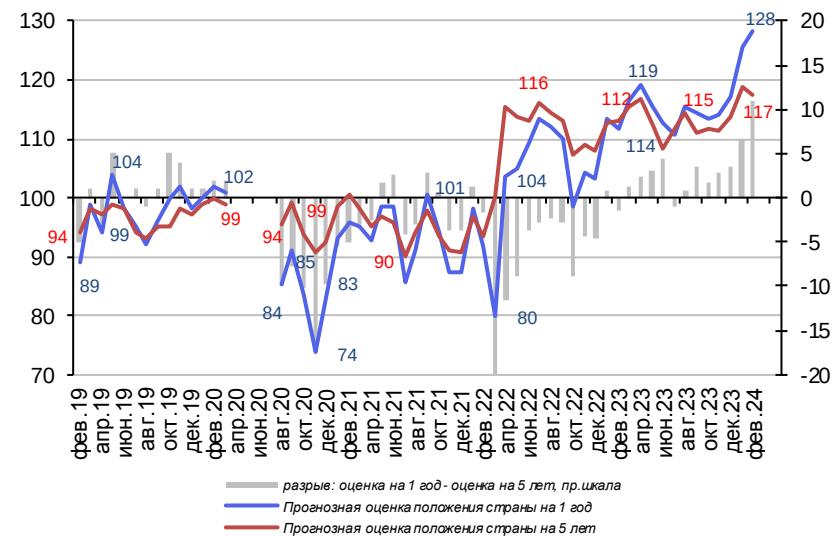
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Потребительские настроения населения

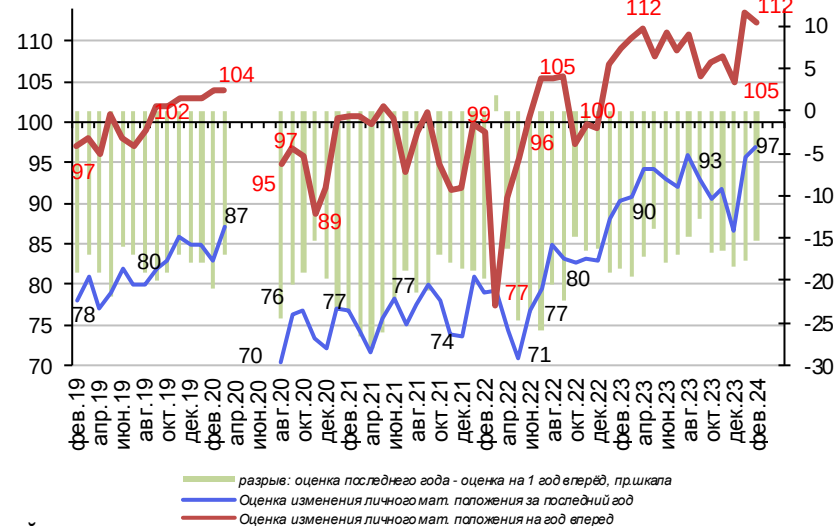
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

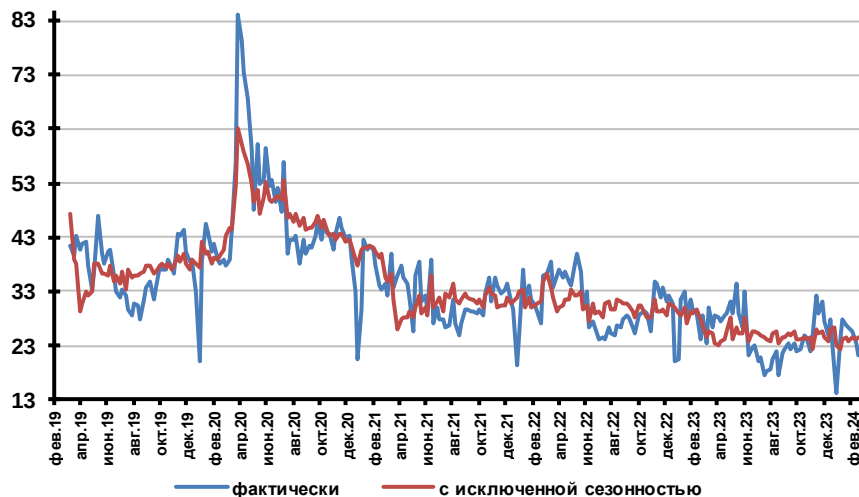


В части *потребительских настроений населения* обращает на себя внимание рост оценок текущего состояния, превысившего исторические максимумы с начала 2019 г. Отметим, что разрыв между ожиданиями и оценками фактической ситуации (индикатор риска кризиса), хоть и уменьшился, остаётся одним из самых высоких с лета 2022 г.

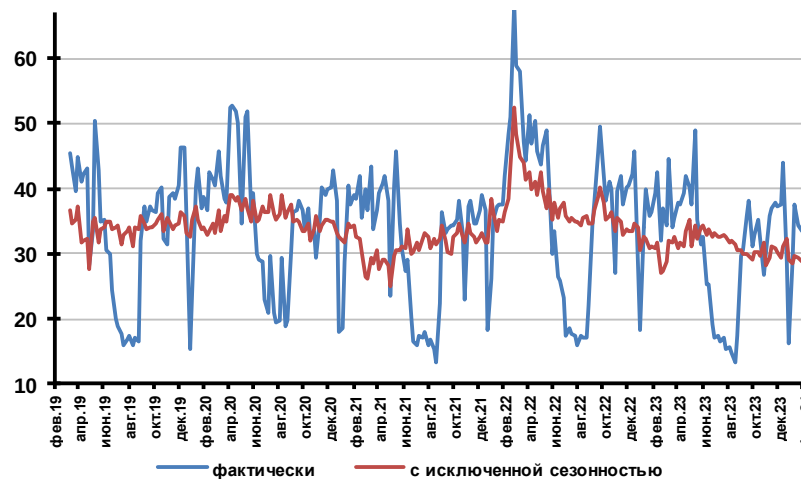
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Настроения населения: индикаторы поисковых запросов населения в Google

Индекс беспокойства на рынке труда (пункты)¹



Индекс страхов населения (пункты)²



Уровень беспокойства населения на рынке труда, в целом, стабилизировался на довольно низких значениях; отметим, что этот уровень (с исключенной сезонностью) — хоть и низок, но превышает исторический минимум и, при этом, удивительно стабилен с весны прошлого года.

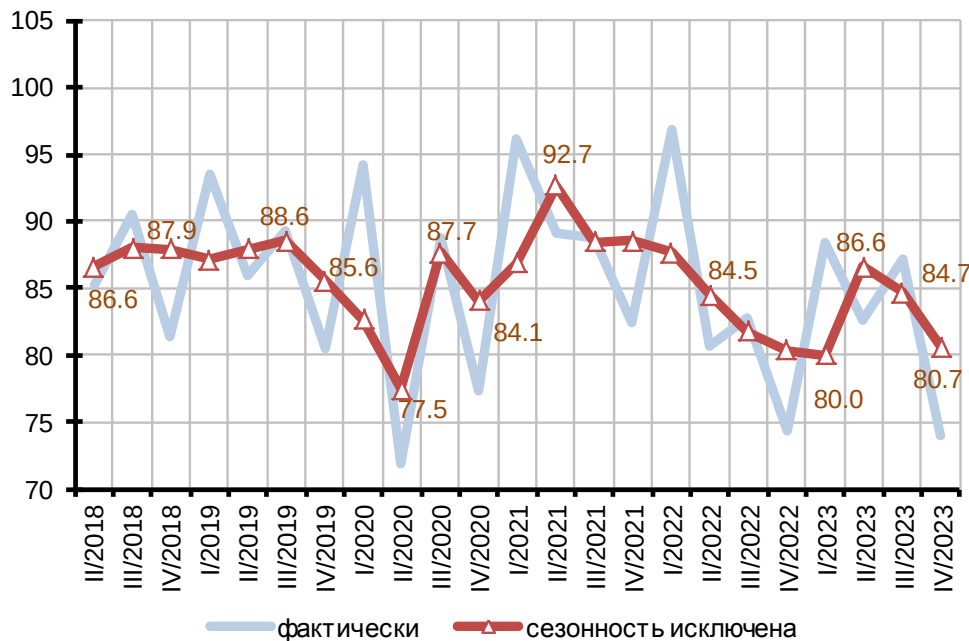
В части общего беспокойства «индекс страхов» продолжает колебаться вблизи исторического минимума (с исключением сезонного фактора) и, в целом, сохраняет выраженный тренд к понижению.

¹ Индекс беспокойства на рынке труда изменяется от 0 до 100, отражает запросы в Google относительно безработицы, пособий по безработице, биржи труда, удаленной работы, рассчитывается ЦМАКП.

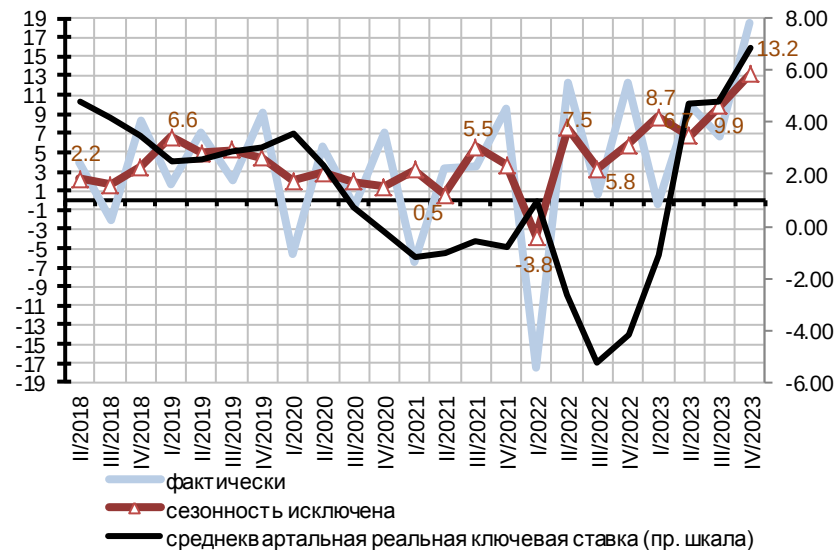
² Индекс страхов населения изменяется от 0 до 100, отражает запросы в Google, характеризующие основные опасения населения — рост цен, безработица, кризис, бедность, экология, преступность и проч., рассчитывается ЦМАКП.

Норма потребления и норма сбережений населения

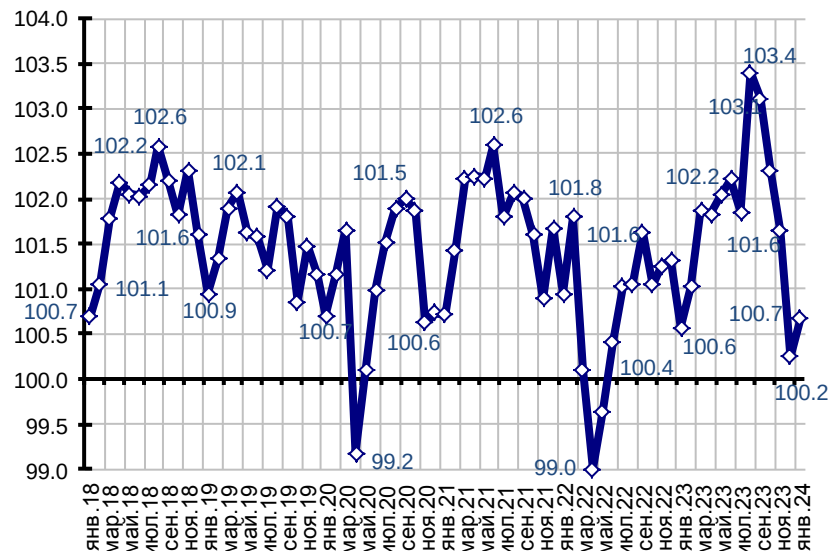
Норма потребления^{1,3} (% к располагаемым доходам)



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* населения в IV кв. ситуация развивалась вполне предсказуемым образом. Вслед за резким повышением реальной ставки возросла *норма сбережений во вкладах* и резко затормозилось (до ничтожных 0.2% в номинальном выражении; около этого уровня оно и колеблется в январе-феврале) *кредитование населения*.

Соответственно, *норма потребления* заметно упала, до одного из минимальных исторических уровней (80.7% с исключенной сезонностью – против 84.7% в третьем квартале). Это, при прочих равных, способно существенно охладить потребительский рынок и, в итоге, замедлить рост экономики в целом.

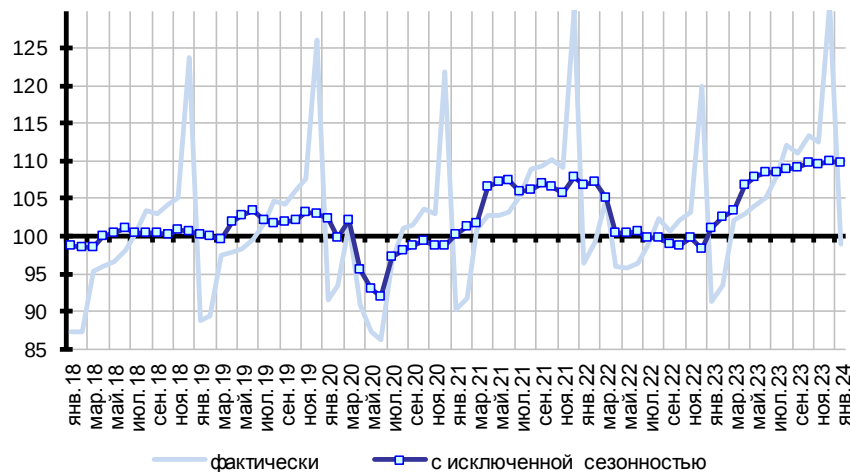
¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2014 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2022 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе

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

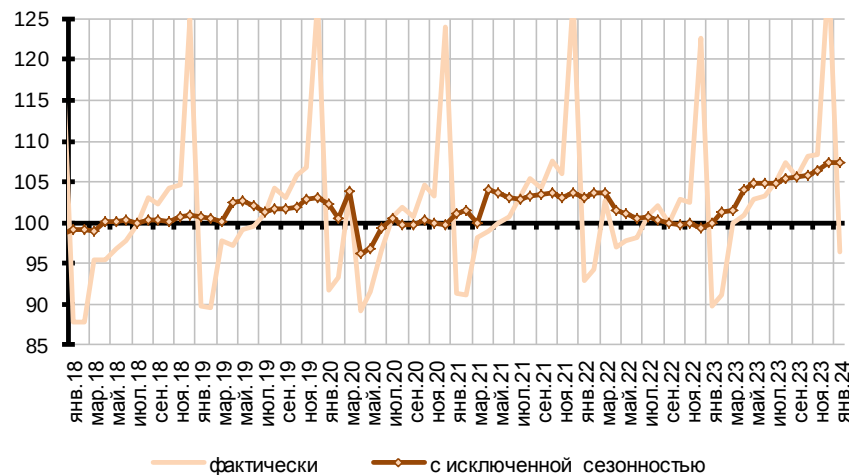
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

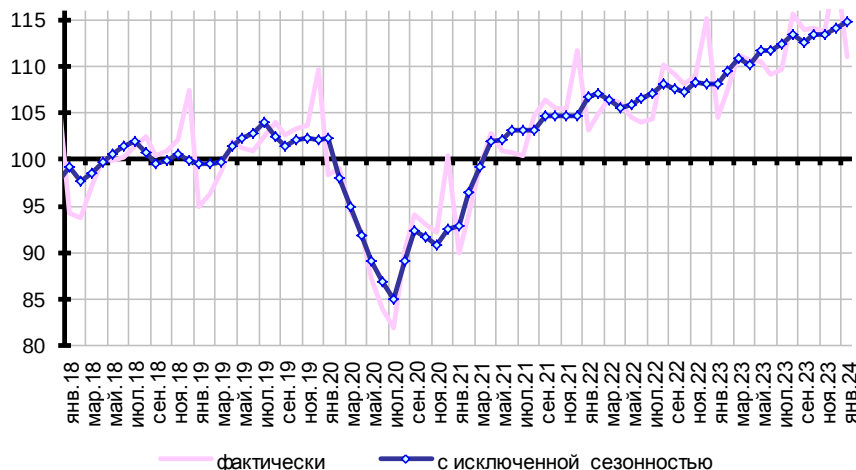
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



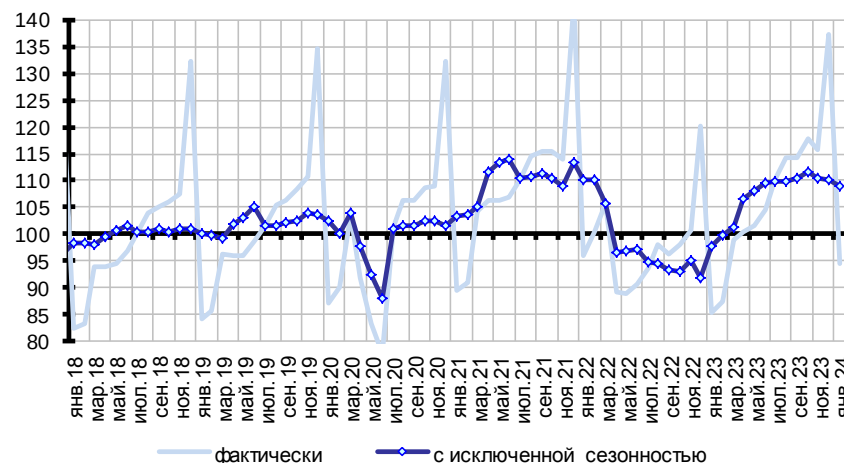
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



Оборот непродовольственными товарами



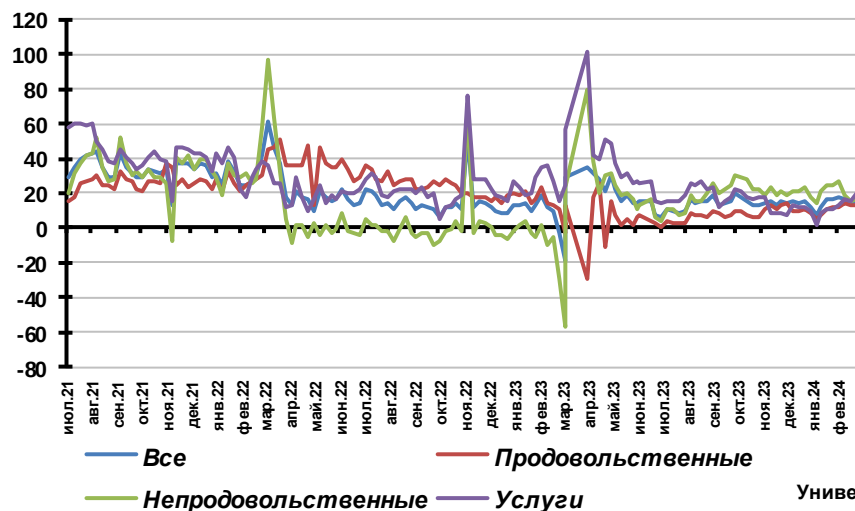
Потребление населения практически стабилизировалось (третий и четвертый кварталы: по +0.2% в среднем за месяц, январь: -0.2%, сезонность устранена).

На рынках *продовольствия* рост все еще заметен, несмотря на высокую инфляцию (третий квартал: +0.2% в среднем за месяц, четвертый: +0.5% в месяц, январь: +0.1%, сезонность устранена). Рынок непродовольственных товаров, продолжает сжиматься (третий квартал: +0.3% в среднем за месяц, четвертый: -0.1% в месяц, январь: -0.9%, сезонность устранена), в том числе в рамках адаптации населения к новым финансовым условиям, таким как удорожание кредита и рост депозитных ставок.

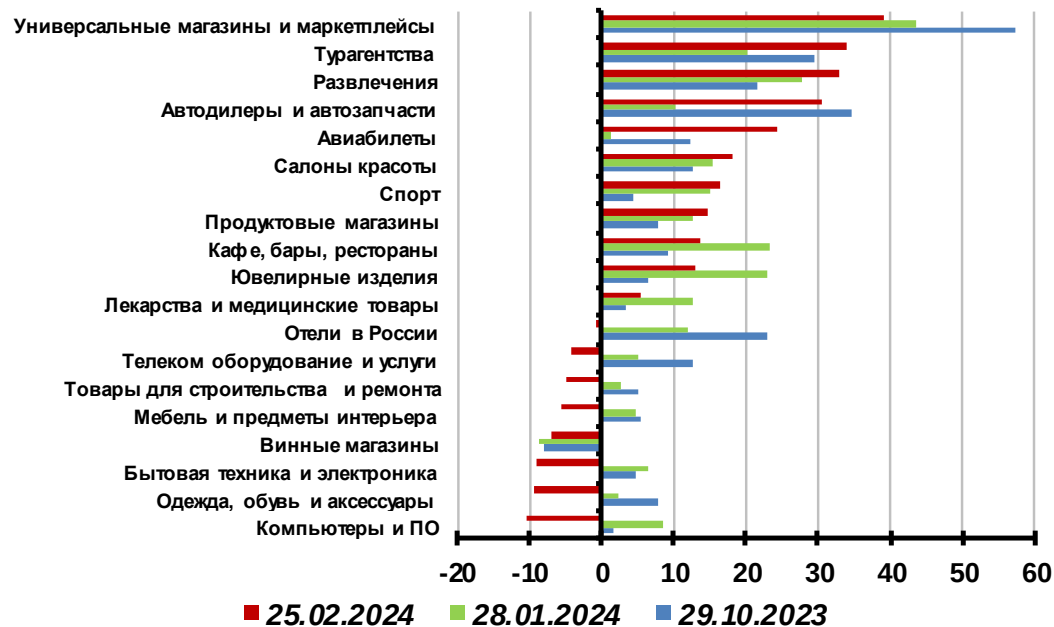
Потребление платных услуг растёт, причем неожиданно быстро (третий квартал в среднем за месяц: +0.3%, четвертый: +0.4%, январь: +0.7%, сезонность устранена), обновляя исторические максимумы.

Основные направления потребительских расходов¹

Изменение расходов физических лиц на товары и услуги (% к соотв. периоду прошлого) года



Изменение основных направлений расходов (% к соотв. периоду прошлого) года



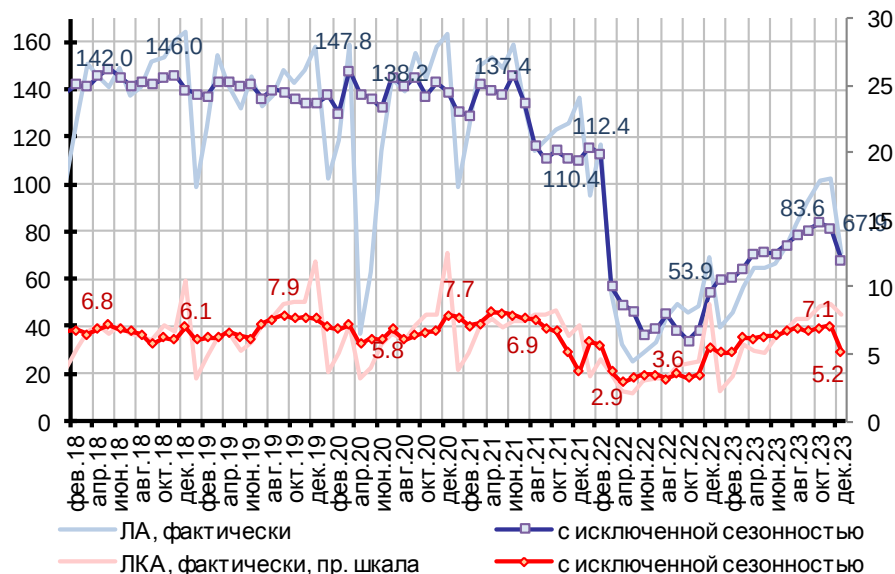
В части *потребительского поведения* обращают на себя внимание несколько тенденций:

- заметное замедление продаж в универсальных магазинах и на сайтах маркетплейсов (в основном имеющее сезонный характер);
- ускоренный рост в сегментах элитного / необязательного потребления услуг и отдельных товаров (турагентства, развлечения, автодилеры, салоны красоты, спорт, ювелирные изделия);
- снижение продаж «обычных ТДП», предметов гардероба и т.д. (товары для строительства и ремонта, телеком оборудование, компьютеры, бытовая техника, ПО, одежда и обувь и др.)

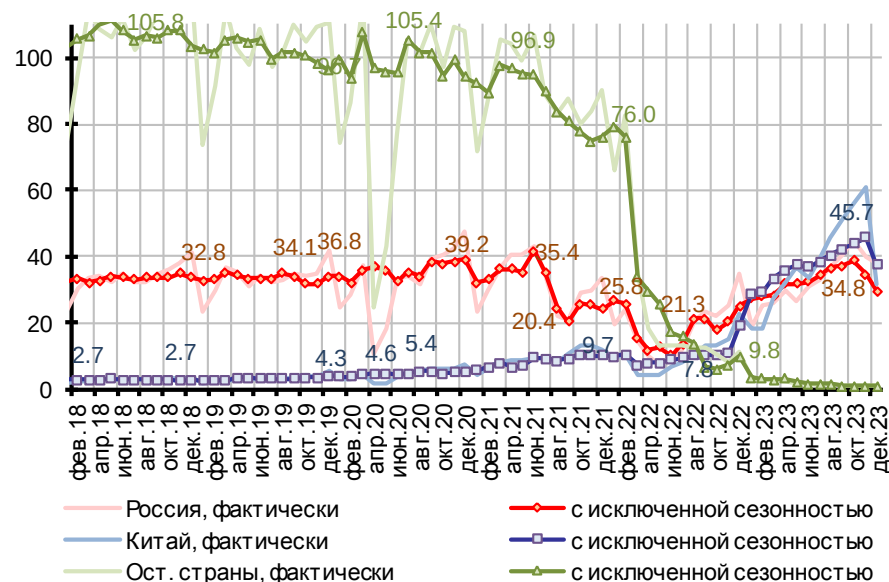
¹ По данным еженедельного исследования Сбербанка «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

Продажи новых автомобилей¹ (тыс. штук)

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



ЛА произведенных в России, Китае и остальных странах



ЛКА произведенных в России, Китае и остальных странах

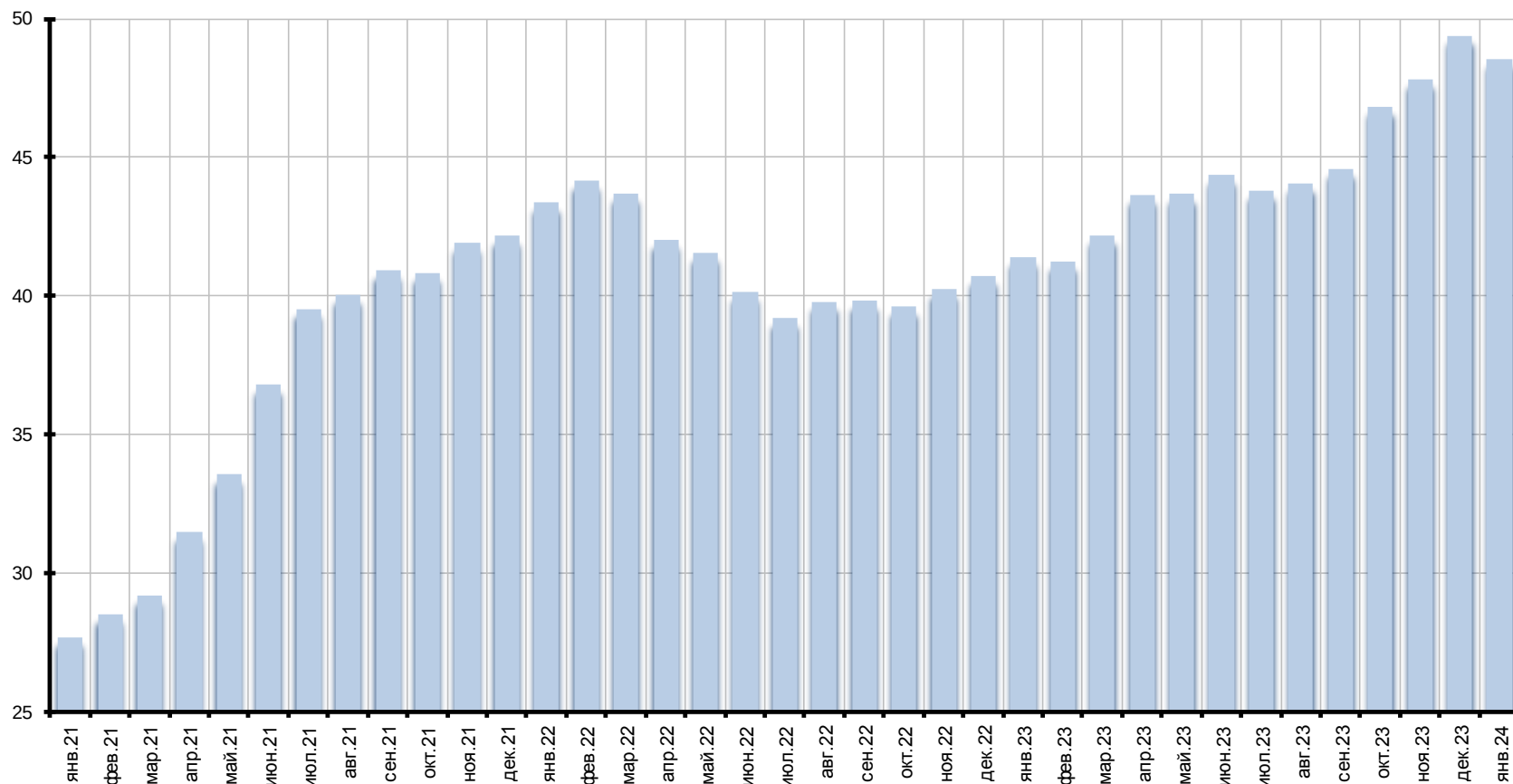


На рынках легковых автомобилей и ЛКА в декабре произошел почти обвал, разумеется, по размерам (с устранением действия сезонного фактора) несопоставимый с событиями весны 2022 г., но более масштабный, чем все последующие колебания. Учитывая, что спад затронул все значимые сегменты рынка (который, в части легковых машин, ещё далеко не восстановился по отношению к докризисному уровню первого полугодия 2021 г.), скорее всего, его причина имеет системный характер. Дело в сочетании последствий ослабления рубля (удорожание как импортных машин, так и комплектующих для их производства) и роста кредитных ставок по всей цепочке поставок, производства и продажи автомобилей.

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 2023 г. объем рынка оценен в 1127.9 тыс. автомобилей, рост на 57.8% к 2022 г.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлен по мере поступления новых данных

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

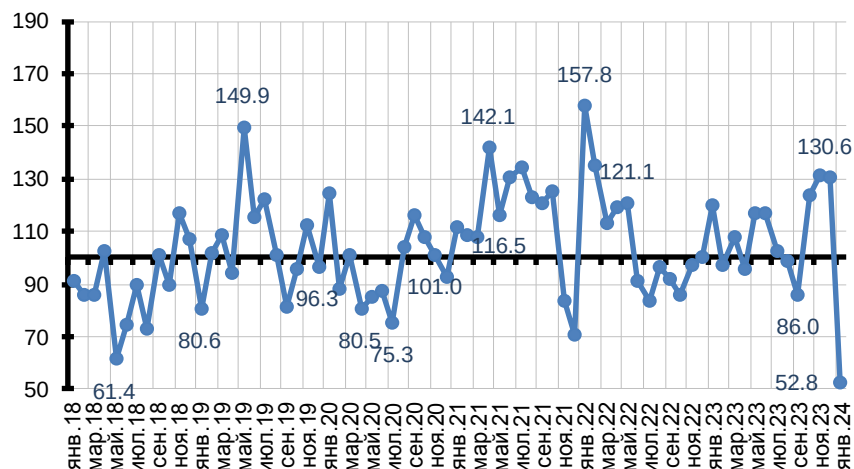


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в январе чуть снизилось – хотя в целом, запуски находятся на уровне, близком к максимальному за исторический период.

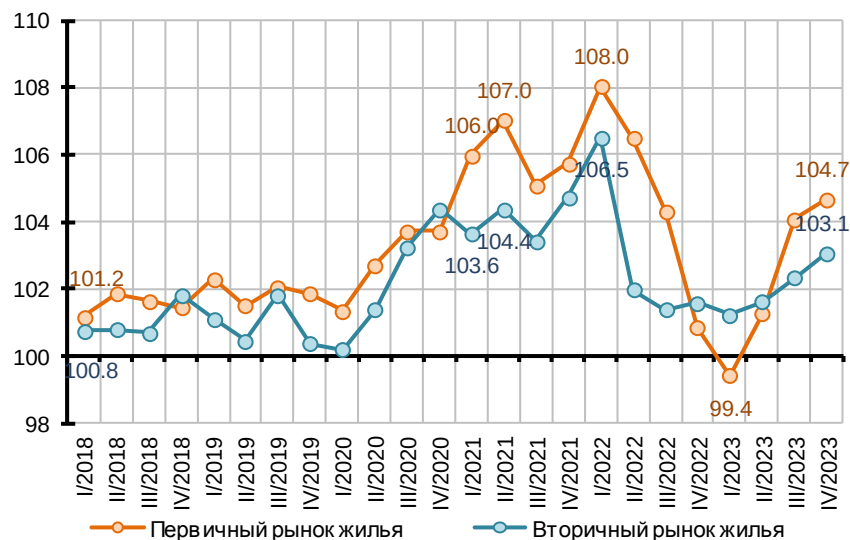
Рынок жилой недвижимости

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



В январе 2024 г. ввод многоквартирных жилых домов сократился почти вдвое (-47,2%) по сравнению с соответствующим месяцем прошлого года.

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

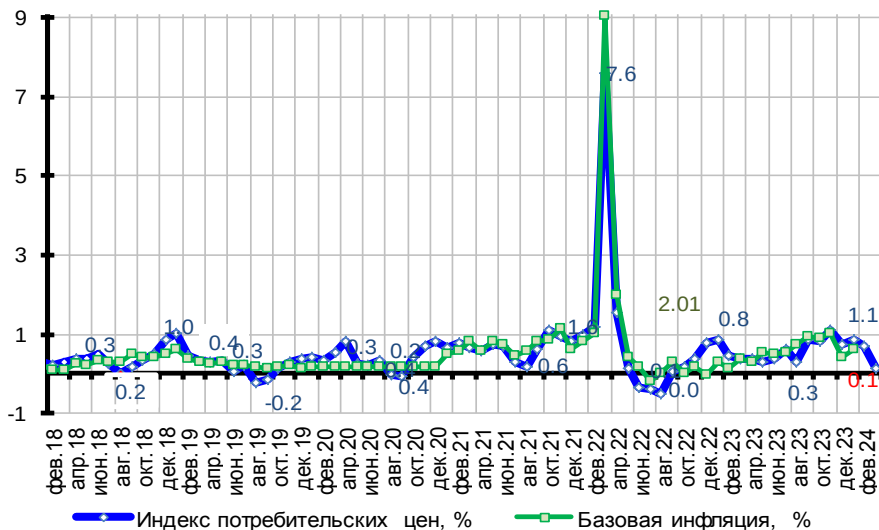


В IV кв. продолжился рост цен на *первичном* рынке жилья (+4.7%), поддерживаемый увеличившимся спросом на ипотеку со стороны покупателей, ожидающих ужесточения условий кредитования. В IV кв. количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) возросло на 10.3%, при этом количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ увеличилось на 7.4%, их объем – на 8.1% по сравнению с III кв. *На вторичном рынке* цены выросли на 3.1%: собственники жилья, несмотря на снижение спроса из-за удорожания ипотеки, не готовы продавать его дешевле. В IV кв. количество и объем выданных ИЖК снизились на 13.5% и 18.8%, соответственно, по сравнению с III кв. 2023 г.

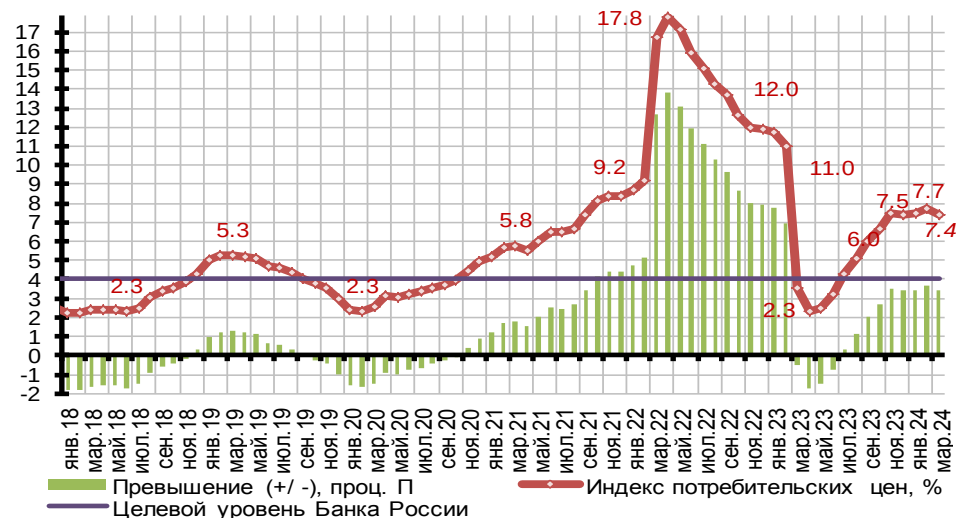
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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
среднегодовым уровнем (ИПЦ, темпы прироста, %)



Инфляция, судя по высокочастотным данным, продолжает понемногу замедляться; как отмечалось, уже с начала года она оказалась заметно ниже *среднегодового уровня*.

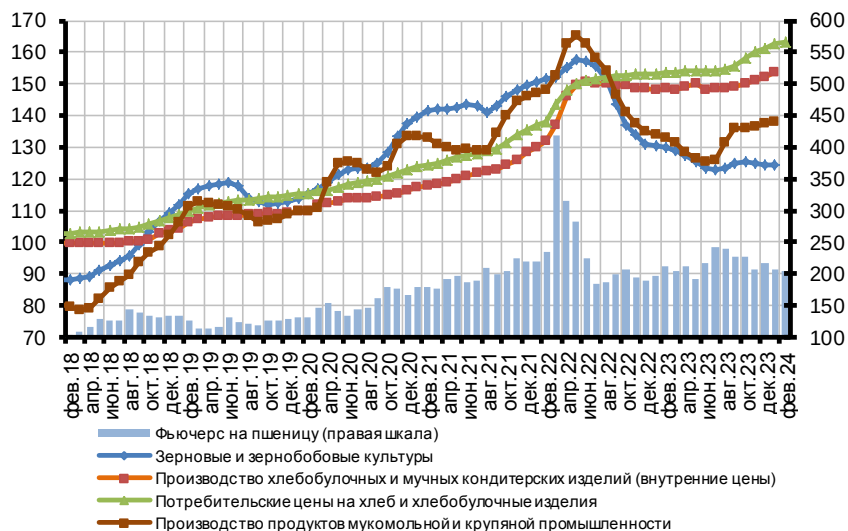
Правда, на общий итог это пока не очень повлияло: *инфляция в годовом выражении* уже пять месяцев «стоит» на одном уровне, порядка 7.4-7.7%. Впрочем, дефляция цен производителей промышленной продукции, если она сохранится, может привести к торможению инфляции.

С другой стороны, есть риск *инфляции издержек* со стороны рынка моторного топлива, из-за высоких цен на нефть на мировом рынке.

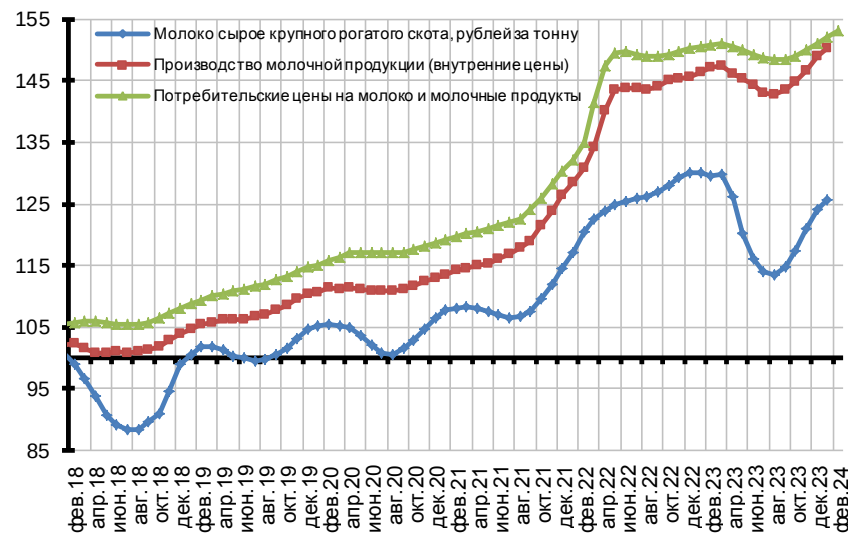
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

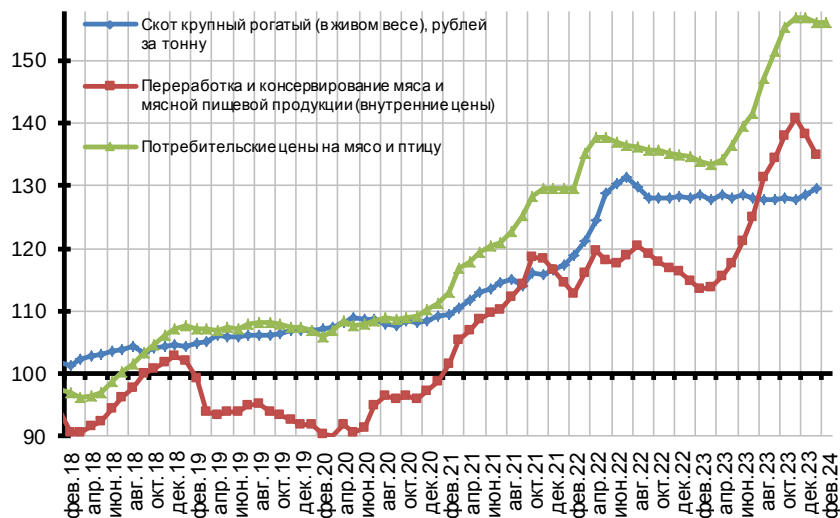
Цены на хлеб



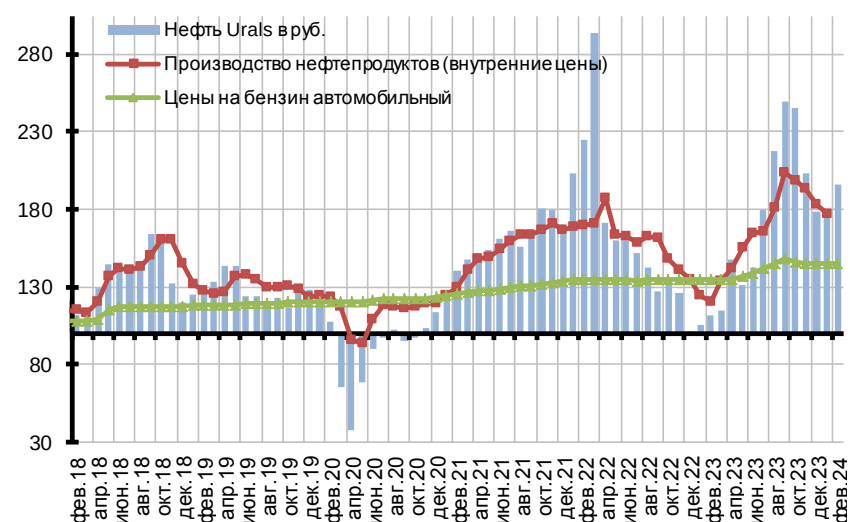
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

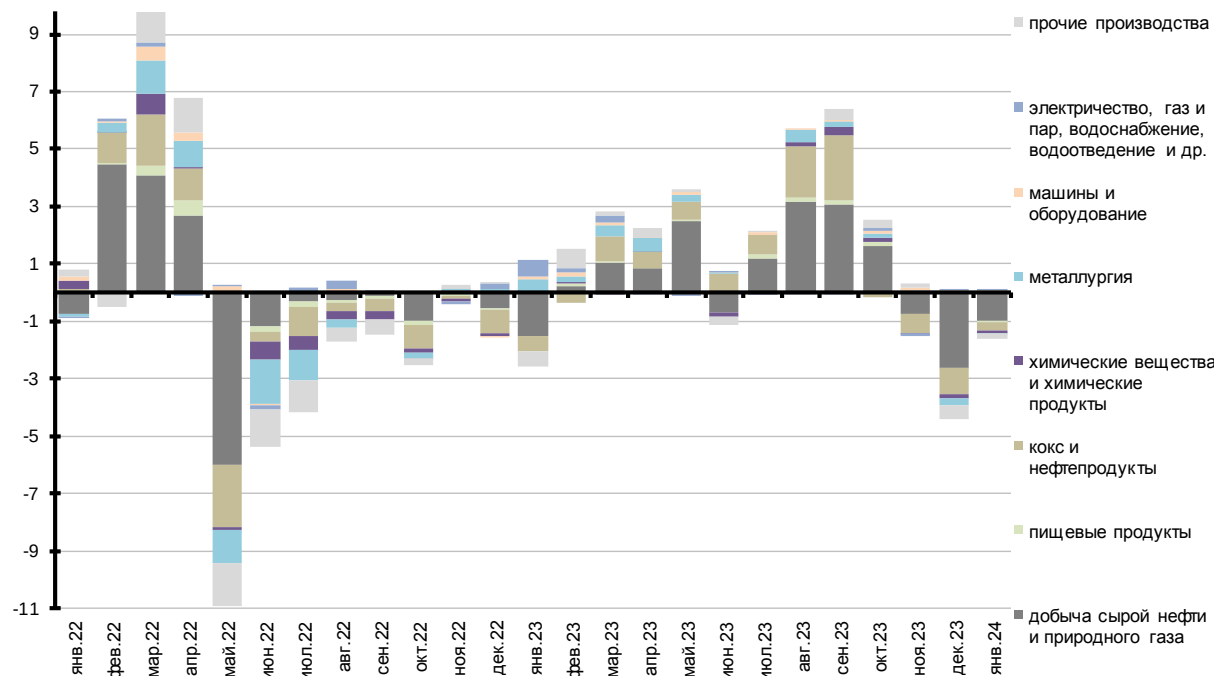


Цены на топливо

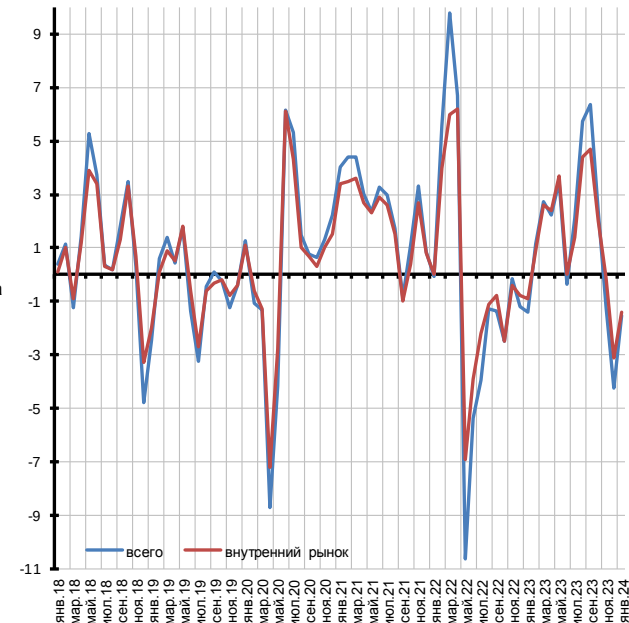


Структура цен производителей в промышленности

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



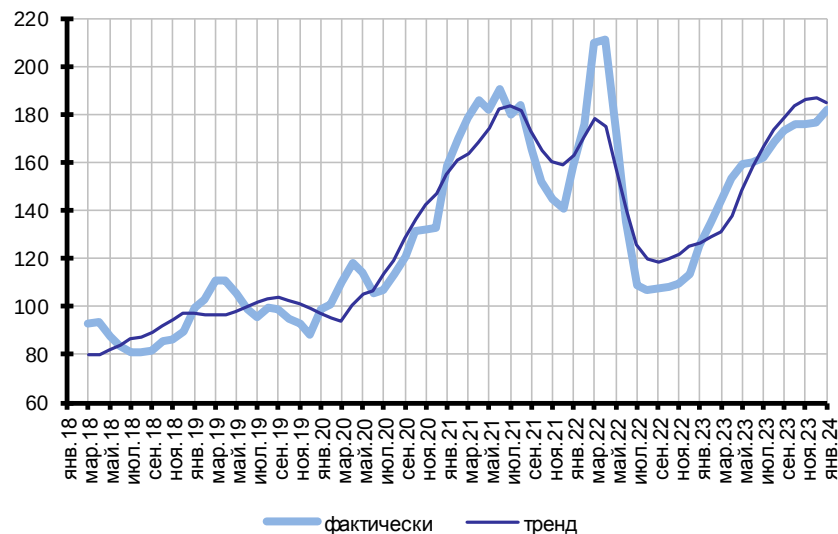
Индекс цен производителей (%)



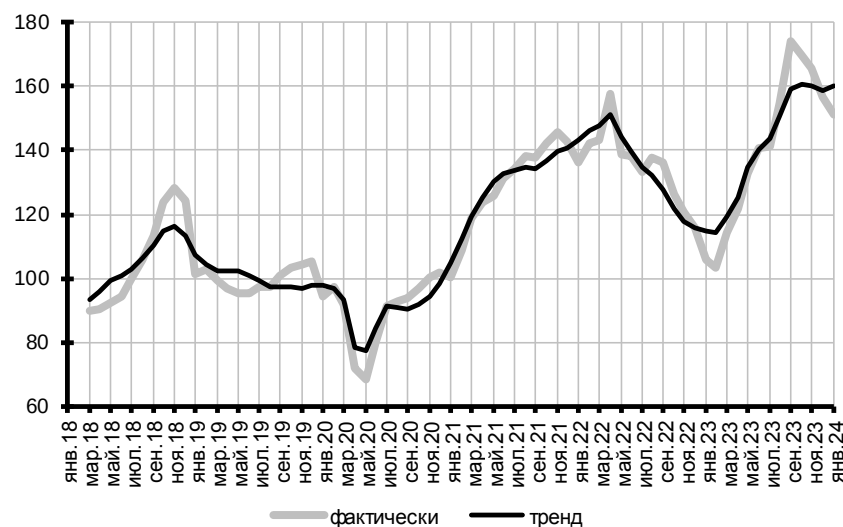
На рынках промышленной продукции вновь, как и на пике кризиса весны 2022 г., наблюдается дефляция. Причем это касается (в разной степени), с одной стороны, буквально всех отраслей промышленности, в другой - как поставок на экспорт (сочетание ситуации с санкциями и дисконтом с нестабильностью мировых цен), так и ситуации на внутреннем рынке. Очень похоже, что на нем начинает развиваться кризис (по крайней мере, инвестиционного) спроса. Если этот механизм действительно стал формироваться, то ужесточение кредитной политики может начать оказывать серьезное негативное влияние на динамику инвестиций в основной капитал и экономическую активность в экономике (ранее компенсирующим фактором был скачок рентабельности в ряде отраслей во втором полугодии прошлого года, создавший своеобразную «подушку безопасности»).

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

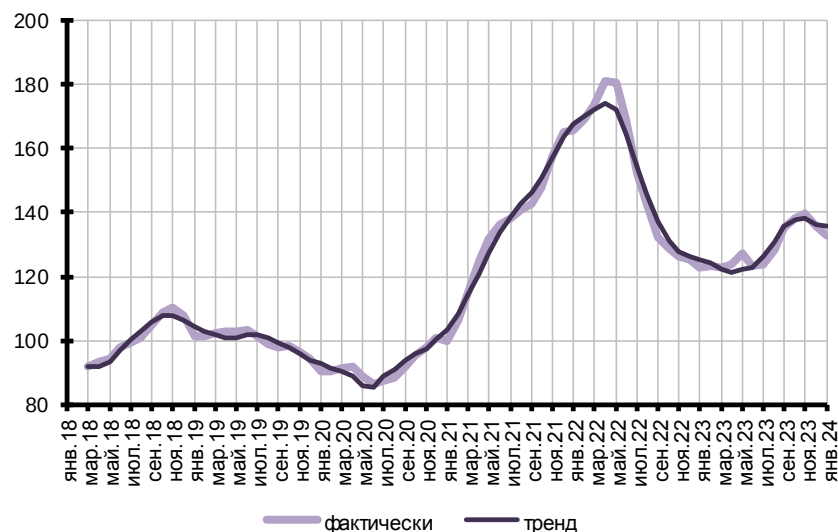
Добыча металлических руд



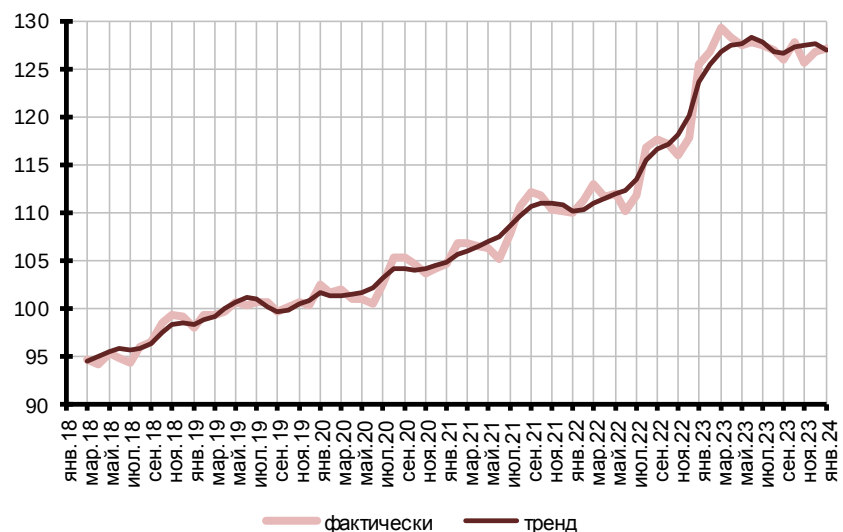
Производство нефтепродуктов



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

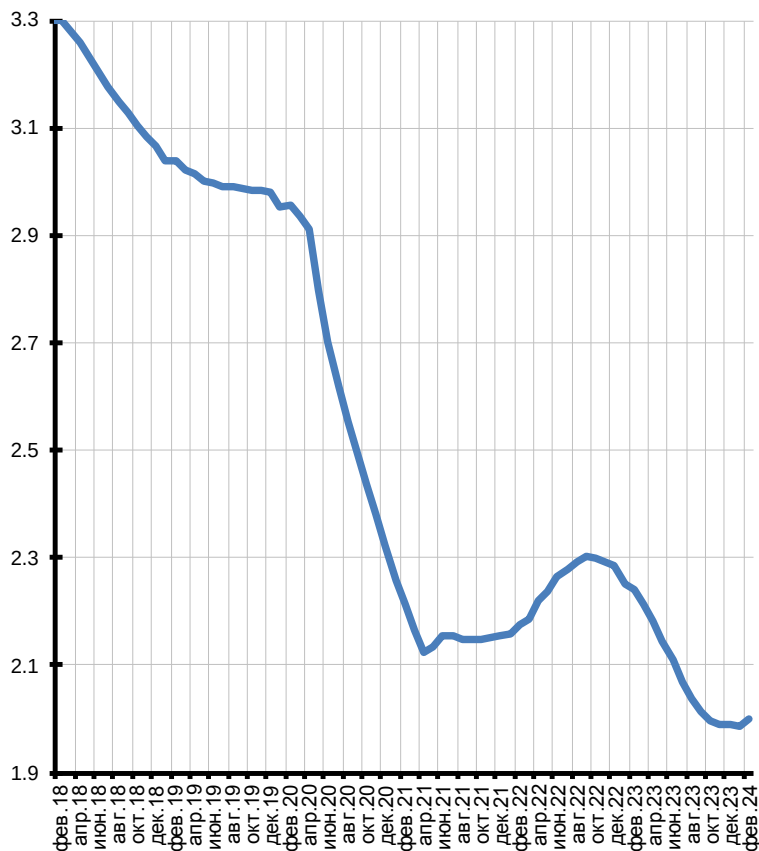


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



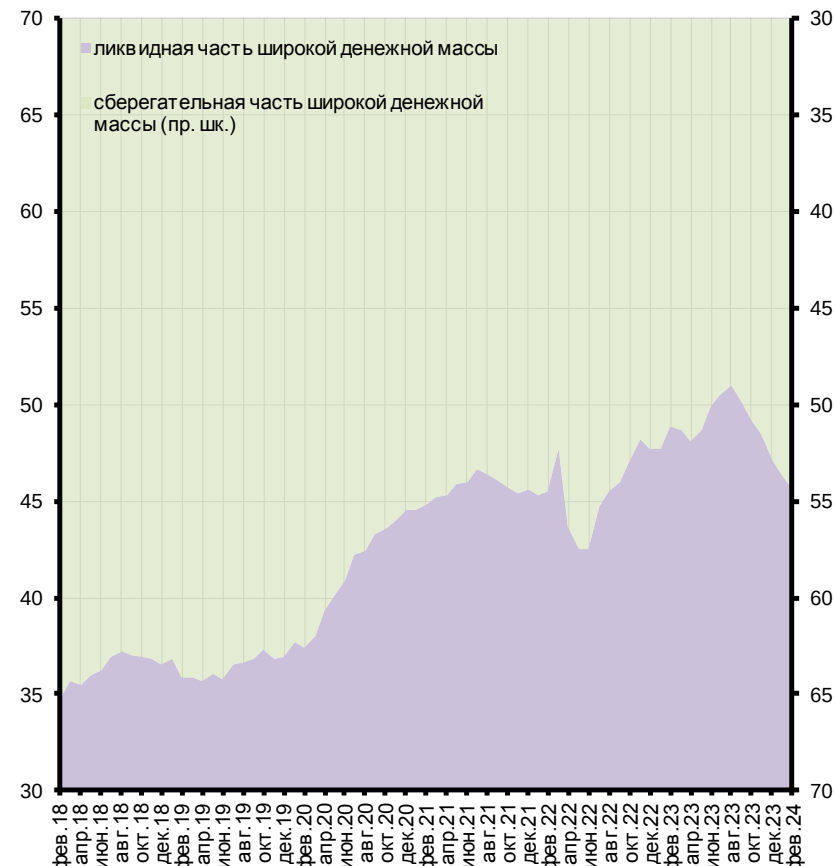
Оборачиваемость денежных средств

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



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

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

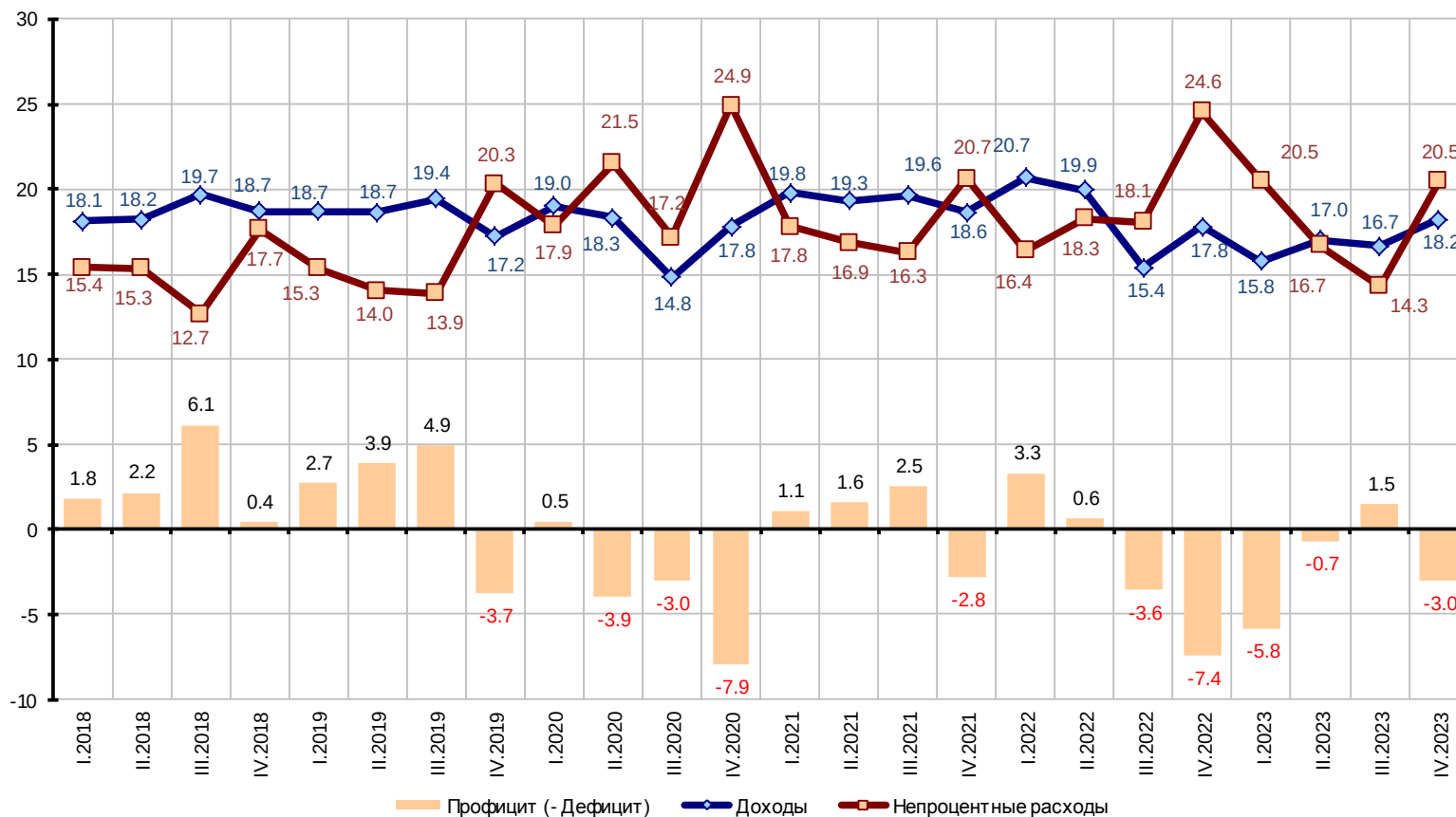


² Агрегат M2X. С учетом валютной переоценки.

Ситуация в части *монетарного давления на инфляцию* продолжает, в целом, улучшаться – хотя ситуация и не такая однозначно благоприятная, как раньше. Доля *ликвидной части широкой денежной массы* продолжает быстро снижаться, что естественно в условиях повышения ставок по депозитам.

Скорость обращения ликвидной части денежных средств немного повысилась. Пока она находится около минимального исторического уровня, но если тенденция «развернется», монетарное давление на инфляцию возрастет.

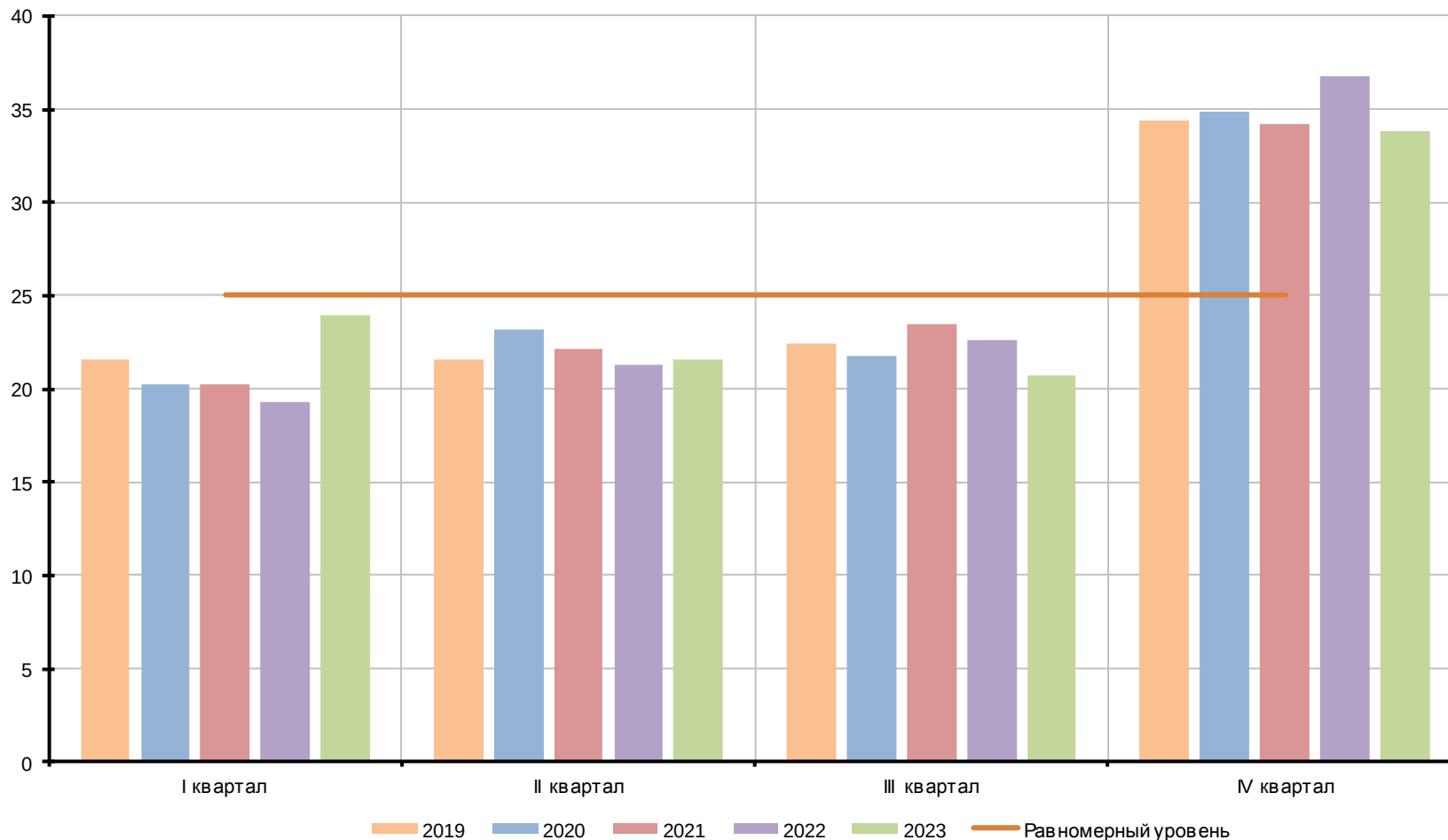
Федеральный бюджет¹



По итогам 2023 г. *доходы федерального бюджета* составили 29 трлн руб., расходы – 32 трлн руб., дефицит – 3.2 трлн руб. (17.0%, 18.9% и 1.9% ВВП, соответственно). Относительно 2022 г. доходы бюджета в номинальном выражении увеличились на 4.7%, а расходы – на 4.0%. К концу года нефтегазовые и ненефтегазовые доходы бюджета оказались исполнены на 98.7% и 118.1% от утверждённых Законом значений на 2023 г. Доходы федерального бюджета за IV кв. составили 18.2% квартального ВВП (32.2% от совокупных доходов за год), что значительно выше показателя за III кв. – 16.7% (соответственно, 25.25%). В IV кв. 2023 г. по традиции произошёл значительный рост непроцентных расходов федерального бюджета, объём которых составил 20.5% квартального ВВП, что все же меньше IV кв. 2022 г. (25% ВВП) и IV кв. 2020 г. (тоже 24.9% ВВП). Это свидетельствует, скорее, о стабилизации ситуации. Несмотря на положительную динамику доходов, более высокий уровень расходов в IV кв. предопределил дефицита бюджета – 3.0% квартального ВВП (1.5 трлн руб.). Все это, суммарно, говорит о сохранении стимулирующего характера бюджетной политики.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлен по мере поступления новых данных

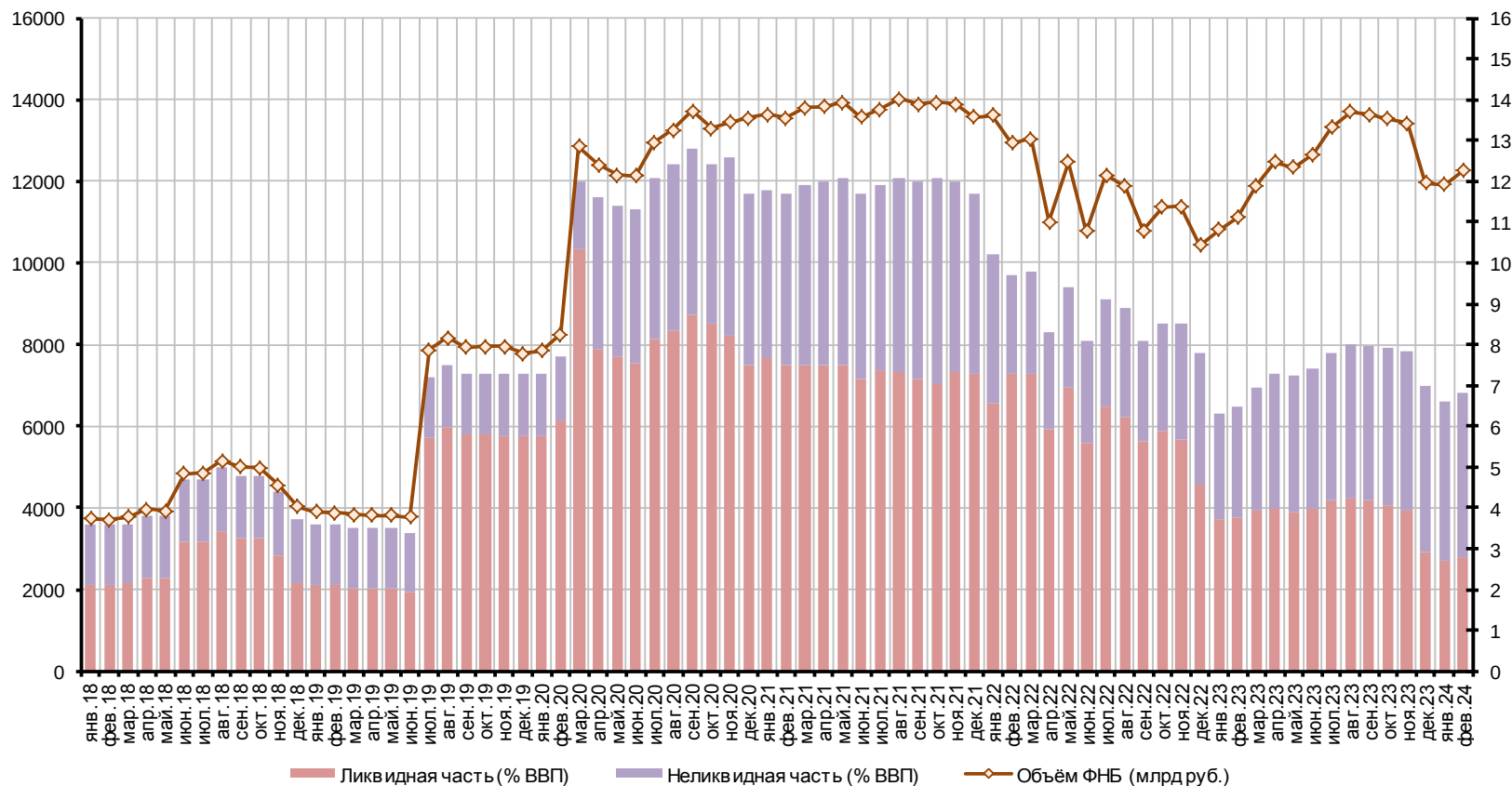
Исполнение расходов федерального бюджета¹



Исполнение расходов федерального бюджета за январь-декабрь 2023 г. составило 111% от утверждённых в ФЗ №466 значений на 2023 г. В IV кв. 2023 г. было потрачено 32% от суммы всех расходов за год. По сравнению с I кв. (24%), II кв. (21.5%) и III кв. 2023 г. (21%) темпы исполнения расходов в заключительном квартале представляются значительными. Хотя на декабрь пришлось более половины квартальных расходов или 17.5% от годового объёма, такая динамика исполнения соответствует средним показателям за 2018-2021 гг. и представляется скорее нормальной. Тем не менее, значительное наращивание расходов в конце года представляется одним из факторов, способствующим усилению инфляционного давления в конце 2023 и начале 2024 гг.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлен по мере поступления новых данных

Фонд национального благосостояния



На начало марта 2024 г. *объём ФНБ* составил 12.26 трлн руб., увеличившись на 0.34 трлн руб. относительно начала февраля. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 5.04 трлн руб. или 2.8% ВВП. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 227.5 млрд юаней, 358 т золота и 1.2 млрд руб. В феврале ликвидные активы выросли на 137.5 млрд руб. за счёт курсовой переоценки. По итогам февраля объём неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 7.21 трлн руб. или 4.0% ВВП, что на 198.8 млрд руб. больше относительно объёма на начало месяца. Прирост ликвидной части, преимущественно, определялся ростом акций Сбера и приобретением новых облигаций: в феврале за счёт продажи 1 тонны золота средства Фонда были вложены в облигации АО «ГТЛК» (4.45 млрд руб.) и ППК «Фонд развития территорий» (1.58 млрд руб.).



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.