



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

13.09.2024

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** в июне показывают, что экономическое оживление, как минимум приостановилось. И дело даже не в небольшой коррекции агрегата экономической активности. Практически весь ансамбль данных, причем как со стороны спроса (об инвестиционной активности), так и со стороны производства (в промышленности и на транспорте) указывает на признаки стагнации или как минимум, замедления роста – разве что потребление населения замедляется медленно, оставаясь главным драйвером экономики. Вдобавок – существенно ухудшились оценки ситуации бизнесом и населением, что может стать дополнительным фактором, закрепляющим стагнацию.

■ **В промышленности** в июле продолжилась «отрицательная коррекция» объемов выпуска после роста в I кв. и скачка выпуска в мае. О формировании полноценной тенденции сокращения производства (с учетом предшествующей позитивной динамики) говорить пока преждевременно, но закрепление стагнации – налицо. Наметился тренд на снижение объемов среднесуточного **грузооборота транспорта (без учета трубопроводного)**, являющегося косвенным индикатором экономической активности. Среднемесячный темп прироста к предыдущему месяцу в июне-июле составил -2.7% (сезонность устранена). В результате, интенсивность грузооборота достигла трехлетнего минимума.

■ **Инвестиционная активность** (высокочастотный индикатор, оценка по уровню предложения инвестиционных товаров в экономике), в целом, с точностью до незначительных колебаний, стагнирует. Текущий уровень предложения инвестиционных товаров в июне находился примерно на уровне среднемесячного значения 2021 г. (+1.1%). В *строительстве* сохраняется стагнация, отмеченная ещё в прошлом Обзоре (первый квартал: -0.7% в среднем за месяц, апрель: +1.2%, май: +2.2%, июнь: -2.3%, июль: 0.0%, сезонность устранена). С учетом ужесточения правил по ипотечному кредитованию и роста ставок, есть риск, что эта стагнация может смениться определенным спадом.

■ **Загрузка производственных мощностей** во II кв. практически не изменилась, оставшись на уровне около 80% (сезонность устранена; этот уровень держится с начала 2023 г.). В *добыче полезных ископаемых* загрузка чуть-чуть снизилась, оставаясь на высоком уровне (чуть ниже 80%, сезонность устранена). Снижение загрузки здесь имеет среднесрочный характер и связано с проблемой потенциала вывоза на внешний рынок. В *строительстве* загрузка, как ни странно подскочила, почти до 80%. В *логистических отраслях* загрузка, как и ожидалось, стала медленно снижаться (до 78%, сезонность устранена – то есть резерв по дозагрузке минимален, 1-3%), что естественно на фоне предпринимаемых усилий по «расшивке» узких мест в секторе. В *обрабатывающей промышленности* уровень загрузки постепенно растет, дойдя до 76%; впрочем, до ситуации «почти полной загрузки» есть определенный резерв, 3-5%. Отсюда, стимулирование инвестиций, создающих новые мощности, объективно становится сейчас в центр экономической политики.

■ Сезонно скорректированный **индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** заметно понизился, составив 53.6% - самый низкий уровень с начала года. Хотя оценки не вышли из диапазона «умеренного оптимизма», сама тенденция имеет выраженно негативный характер.

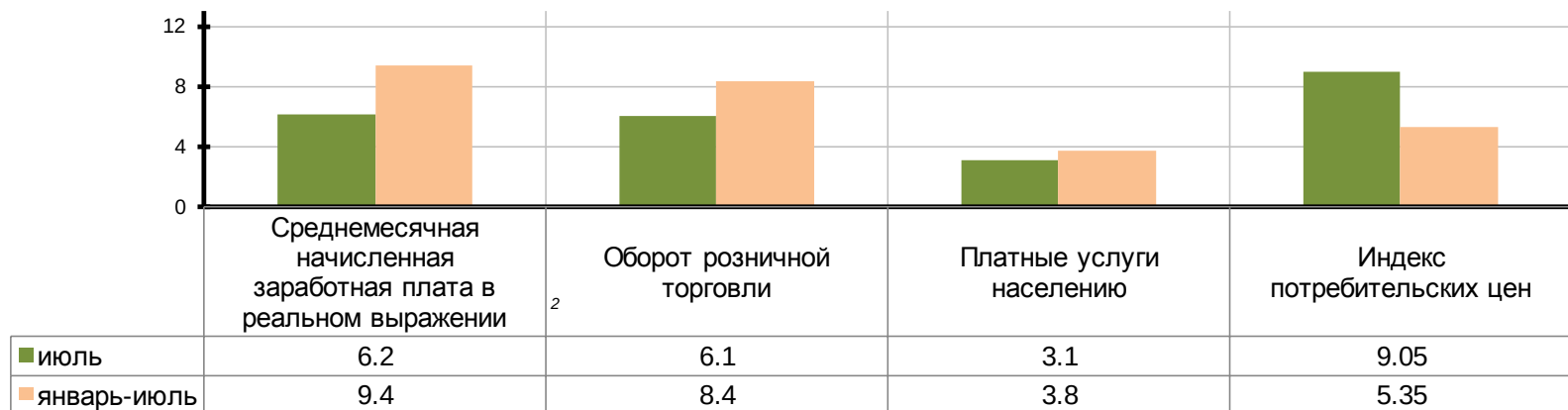
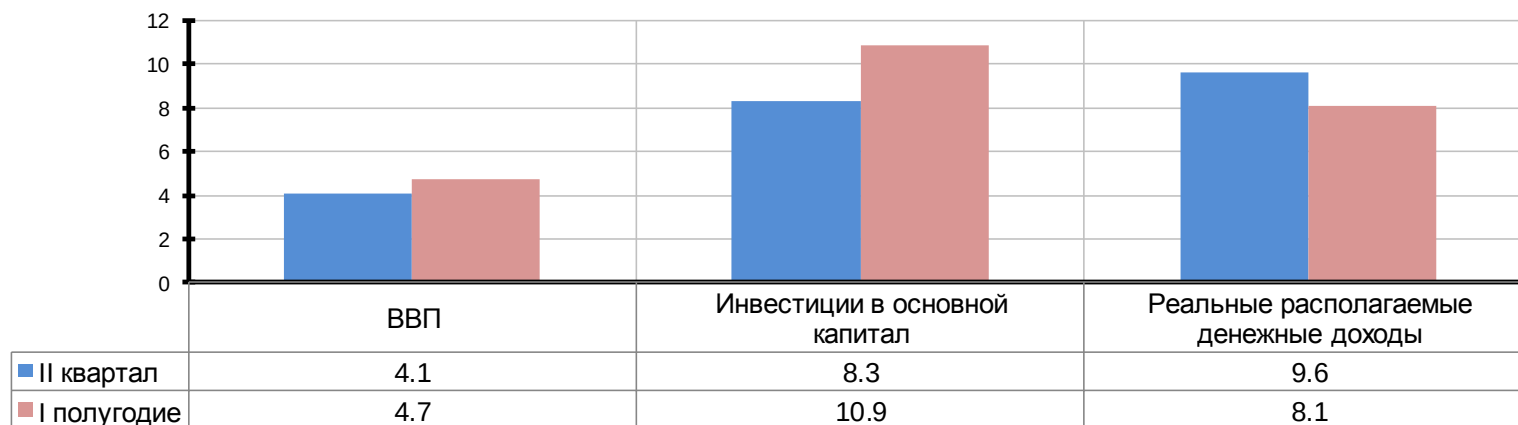
■ **Оценки населением макроэкономической ситуации** по состоянию на июль-август существенно ухудшились, причем это ухудшение имело место практически по всем параметрам – и без очевидных шоков в экономике (если не считать информационного давления со стороны Банка России об исчерпанности потенциала роста, сопровождавшего повышение ключевой ставки и обсуждение проблем с платежами в Китай).

■ В июне рост **реальной заработной платы**, в целом, приостановился: сейчас налицо, скорее, стабилизация (первый квартал: +0.9% в среднем за месяц, апрель: -0.9%, май: +0.9%, июнь: -0.4%, сезонность устранена). Возобновится ли рост зарплат в условиях напряженности на рынке труда, или их динамика остановится из-за усиления проблем в корпоративном секторе – пока не ясно. Динамика **основных реальных денежных доходов населения** следует за реальной заработной платой (первый квартал: +1.0% в среднем за месяц, апрель: -0.4%, май: +0.8%, июнь: -0.6%, сезонность устранена).

■ **Потребление населения**, в целом, продолжает расти - правда, его динамика замедлилась (что вполне естественно в условиях притормозившегося роста доходов). Если в апреле прирост потребительских расходов составлял +1.2%, а в мае +0.7%, то в июне всего +0.2%, в июле +0.4% (сезонность устранена). Как уже отмечалось, замедление имеет практически фронтальный характер. В меньшей степени оно коснулось неэластичных к доходам *продаж продовольствия* (апрель: +0.8%, май: +0.9%, июнь: +0.1%, июль: +0.6%, сезонность устранена). В наибольшей – высокочувствительных к динамике доходов непродовольственных товаров и платных услуг.

■ **Инфляция**, наконец, стабилизировалась (осенью есть вероятность формирования тенденции к снижению). Если на пике годовой уровень инфляции достигал 9.05%, то в сентябре оценивается в 8.5-8.55% и по итогам года, как уже отмечалось, может выйти на 7.5-8.0%. Это снижение имеет фундаментальный характер: уровень базовой инфляции в годовом выражении составляет 8.6-8.7%. Как уже отмечалось, сохраняется риск «импорта инфляции» с рынка нефтепродуктов и молочной продукции (вероятно, удорожание логистики).

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



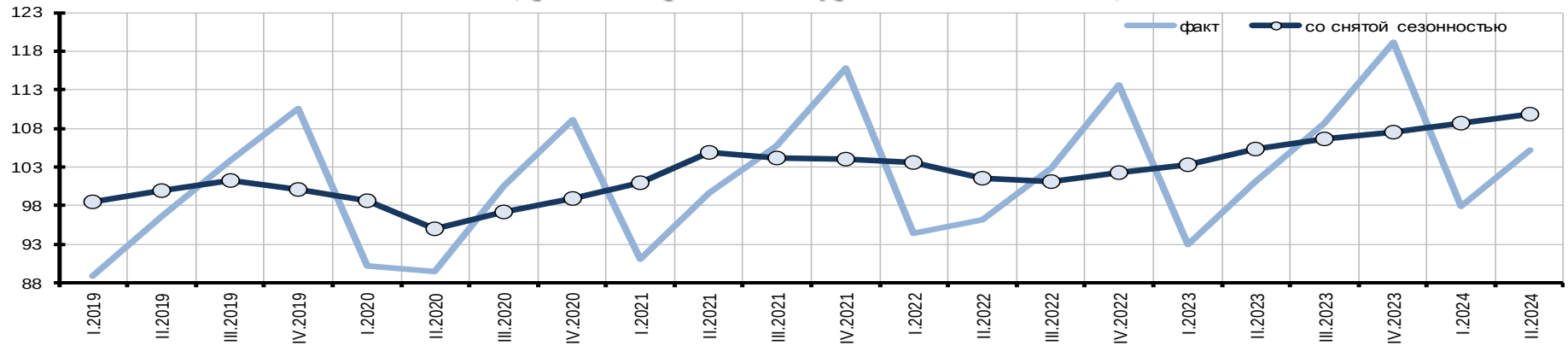
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно июнь 2024 г. к июню 2023 г. и январь-июнь 2024 г. к январю-июню 2023 г.

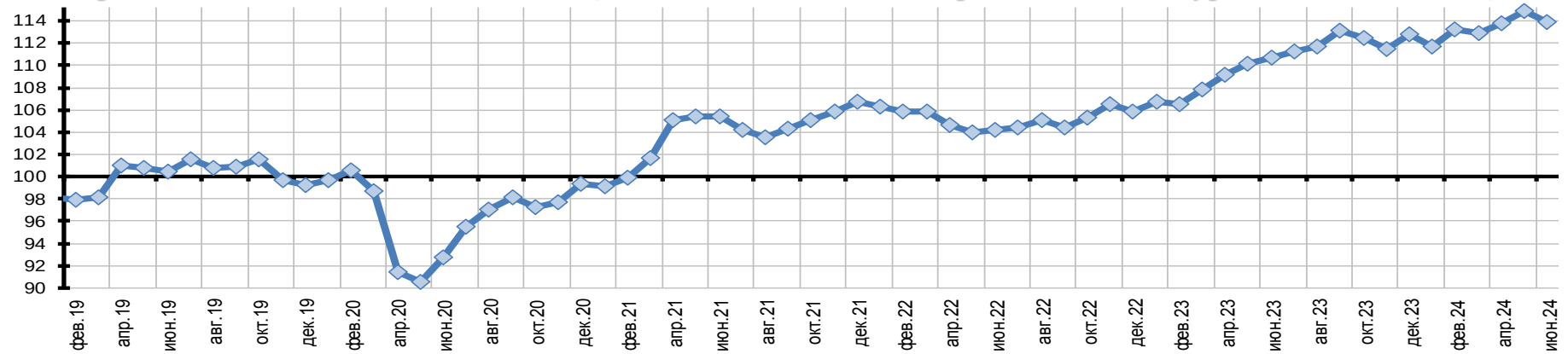
³ соответственно август 2024 г. к августу 2023 г. и за период с начала 2024 г. по 9 сентября

Динамика ВВП и агрегата экономической активности¹

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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

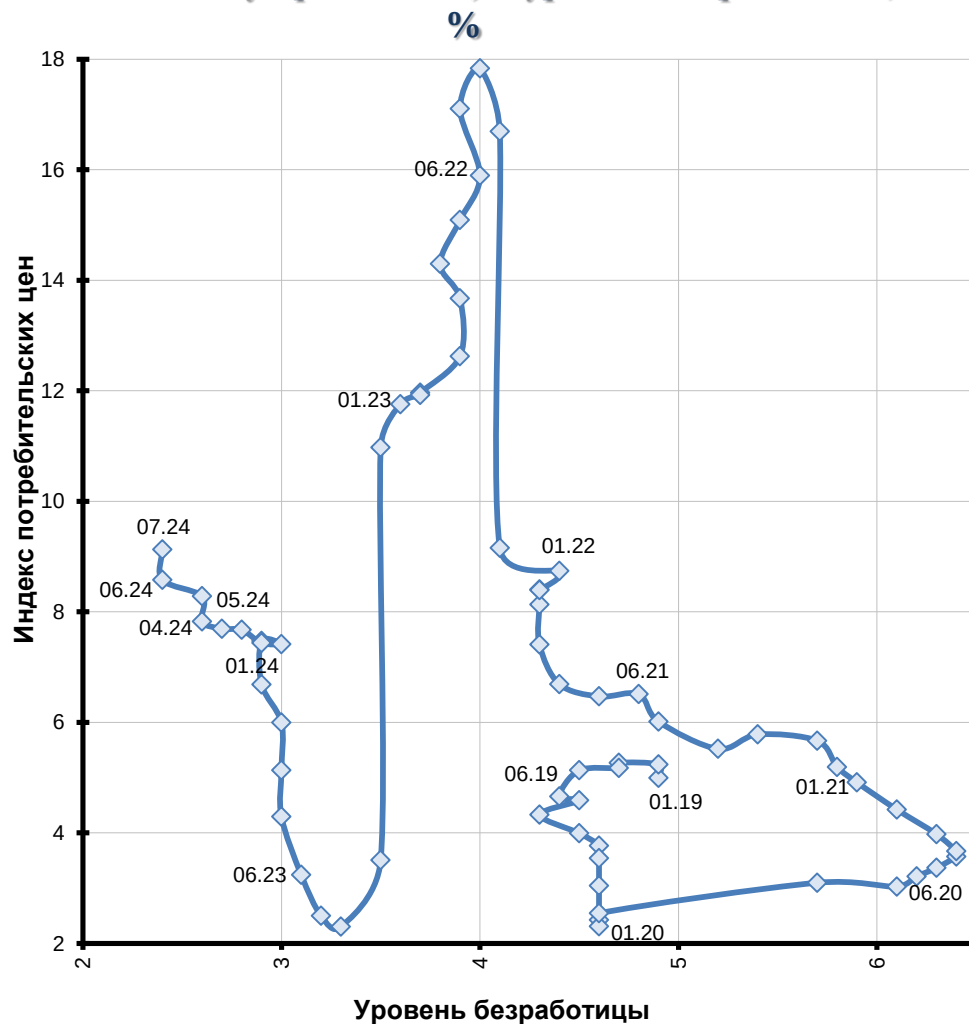


Высоочастотные данные об *экономической динамике* в июне показывают, что экономическое оживление, как минимум, приостановилось. И дело даже не в небольшой коррекции агрегата экономической активности. Практически весь ансамбль данных, причем как со стороны спроса (об инвестиционной активности), так и со стороны производства (в промышленности и на транспорте) указывает на признаки стагнации или как минимум, замедления роста – разве что потребление населения замедляется медленно, оставаясь главным драйвером экономики. Вдобавок существенно ухудшились оценки ситуации бизнесом и населением, что может стать дополнительным фактором, закрепляющим стагнацию.

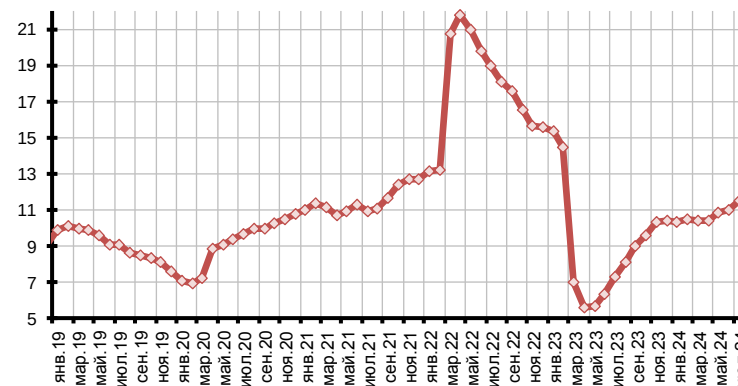
¹ Агрегат экономической активности – показатель динамики добавленной стоимости товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению

Характеристики устойчивости экономической ситуации

Кривая Филлипса: индекс потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года) и уровень безработицы,



Индекс несчастья Оукена¹



Данные о соотношении безработица / инфляция свидетельствует, что российская экономика в целом, находится в том же режиме функционирования (обратная связь между безработицей и инфляцией), на параметры которого вышла в начале года. При этом, происходит движение «влево-вверх по кривой Филлипса»: инфляция растёт, а безработица (исторически минимальная) в общем, почти не снижается.

Соответственно, уровень фундаментальной несбалансированности (индекс Оукена) вновь стал медленно, но неуклонно расти.

¹ Сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- увеличиваются (правда, с постепенным торможением) потребительские расходы;
- уровень безработицы снижается, занятость устойчиво растёт;
- рост инфляции (при)остановился, вероятно, формируется тенденция к её снижению;
- приток нефтегазовых доходов довольно устойчиво расширяется, вслед за налоговой базой.

Признаки улучшения:

- в целом завершена адаптация российской экономики к новым условиям работы: структура роста (потребительски-ориентированная) устойчива уже пять кварталов, «кривая Филлипса», связывающая инфляцию и безработицу, сформировалась, после длительного переходного процесса на новом уровне;
- запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности сохраняется на заметном уровне, намечилось его формирование на транспорте¹;
- продажи легковых автомобилей резко подскочили¹.

Плохо:

- в промышленности второй месяц, в целом, нет роста. Уже можно говорить о втягивании отрасли во стагнацию;
- прекратился рост в строительстве (влияние новаций в ипотеке и роста процентных ставок). Расширение инвестиционной активности частного бизнеса почти прекратилось;
- Банк России принял решение повысить ключевую ставку до 19% годовых, обсуждается возможность её повышения до 20%.

Признаки ухудшения:

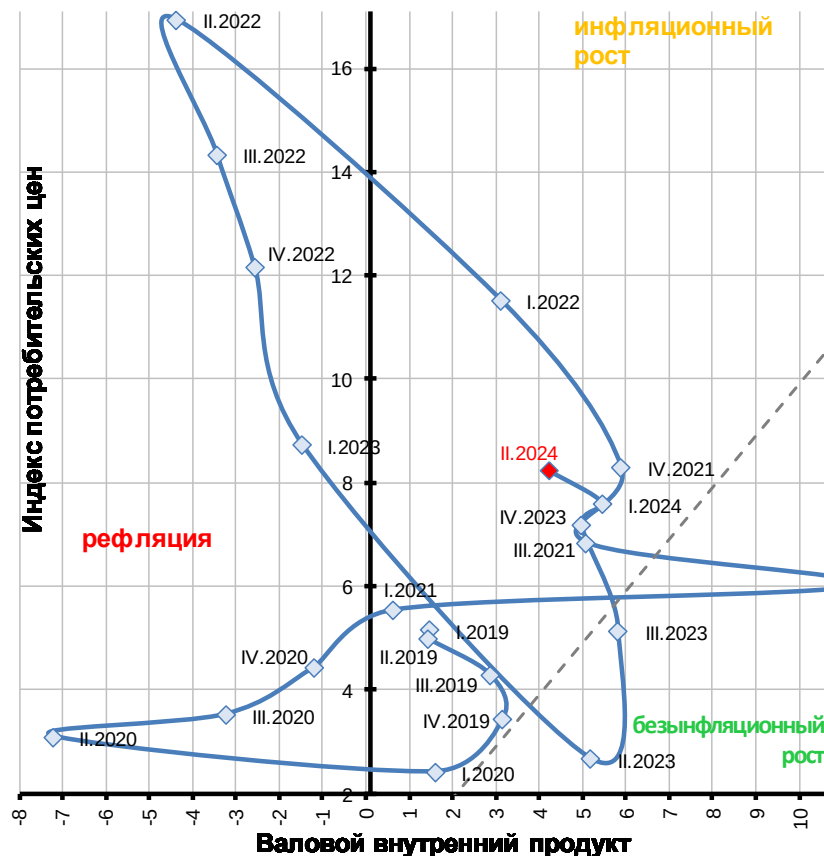
- снова ухудшились основные индикаторы рисков наступления мирового экономического кризиса – повысилось соотношение золото/медь и вновь ухудшилось соотношение между доходностями по краткосрочным и долгосрочным обязательствам Казначейства США;
- более или менее резко «просели» все индикаторы экономического «самочувствия» населения (оценки и ожидания по инфляции, производству, уровню жизни и, как ни странно это выглядит – безработице и общим перспективам экономики) и бизнеса (PMI);
- на рынке труда наблюдается перенапряжение, связанное с резким превышением спроса на труд над его предложением;
- уровень монетизации экономики не только перестал расти, но и понемногу снижается;
- наблюдается (при)остановка роста реальной заработной платы - на фоне дефицита труда. Если рост не возобновится, можно предполагать, что дальнейший ускоренный рост заработной платы становится уже непосильным для частных компаний;
- рентабельность в большинстве отраслей снижается, в ряде из них – она сравнялась или стала ниже «стоимости денег»¹, что дестимулирует частные инвестиции;
- продолжается рост скорости обращения ликвидной компоненты денежной массы, что, при прочих равных условиях, увеличивает инфляционное давление¹.

Непонятно / амбивалентно, но важно:

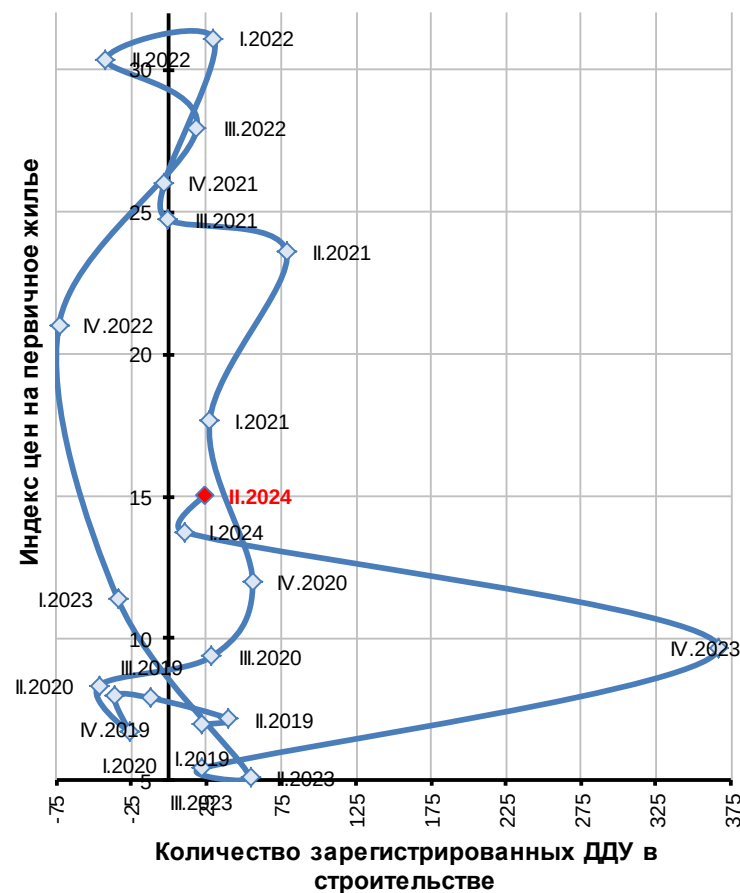
- среди отмечаемых компаниями ограничений роста в обрабатывающих отраслях во II кв. заметны все более сильные ограничения со стороны недостатка квалифицированного труда и со стороны высоких процентных ставок по кредитам¹.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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, %)



Во II кв. ситуация в российской экономике чуть ухудшилась, оставаясь, в целом, благоприятной: экономическая динамика несколько замедлилась (4.5% ко II кв. 2023 г. против 5.4% в I кв.), уровень инфляции, и так немаленький, еще повысился (II кв. 2024 г.: 8.23% ко II кв. 2023 г. против 7.61% в I кв. 2024 г. к I кв. 2023 г.). При этом, остаётся риск существенного замедления роста во втором полугодии. На рынке жилья во II кв. ситуация почти не изменилась, оставаясь «стабильно-негативной». Как уже отмечалось, комплекс мер по охлаждению рынка дал вполне негативный результат: число сделок остаётся вблизи исторически минимального уровня, а цены довольно заметно растут.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

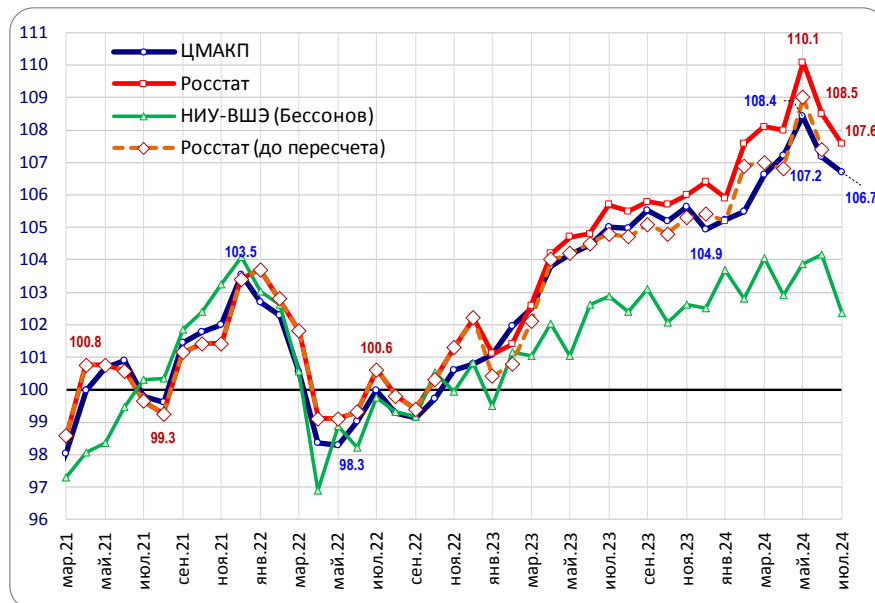
Динамика промышленного производства

темпы прироста, %

	I кв.	II кв.	май	июнь	июль
Промышленное производство					
<i>к соответствующему периоду 2019 года</i>					
данные Росстата	14.5	13.6	16.5	11.8	11.8
оценка ЦМАКП	9.8	19.5	23.4	18.9	15.4
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>					
данные Росстата	0.5	0.1	1.9	-1.5	-0.8
оценка ЦМАКП	0.5	0.2	1.1	-1.1	-0.4
Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	0.3	-0.5	0.8	-1.8	-0.2
Обрабатывающие производства	0.9	0.5	1.2	-1.0	-0.7
Производство пищевых продуктов	0.7	0.0	0.2	-0.9	-0.9
Сырьевые производства	0.3	0.3	1.0	0.0	-1.5
Производство нефтепродуктов	-0.6	0.1	1.8	-4.1	0.7
Товары инвестиционного спроса	0.6	0.5	-2.4	1.2	-0.9
Производство ТДП	6.0	1.1	-8.1	1.5	-4.9
Производство непрод.товаров повседневного спроса	1.8	2.4	4.9	2.8	-4.3
Электро-, тепло- и газоснабжение	-0.1	0.3	2.3	0.2	0.3

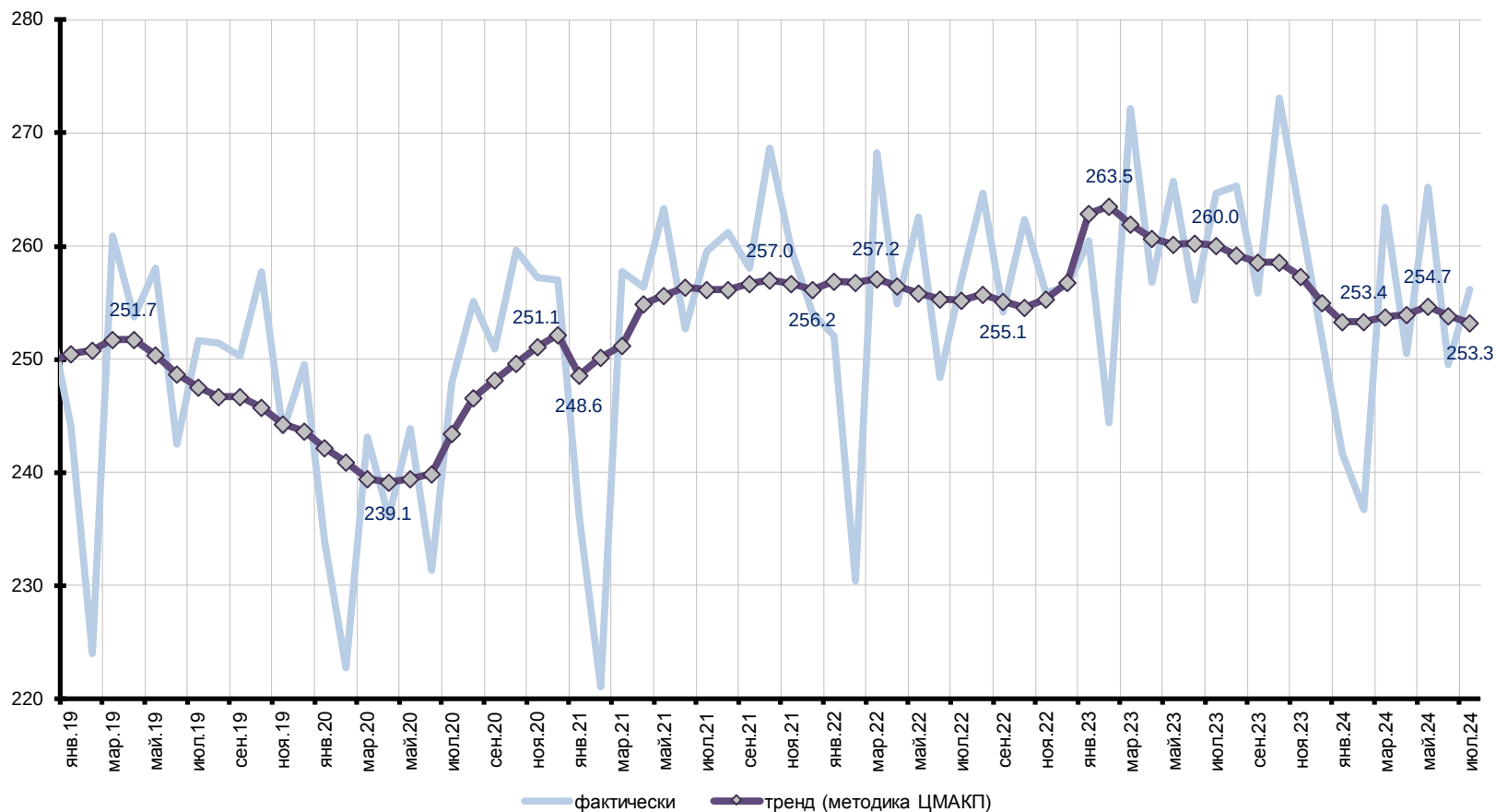
Согласно данным Росстата, в июле продолжилась «отрицательная коррекция» объемов промышленного производства после роста в I квартале и скачка выпуска в мае. В июле объем производства уменьшился по сравнению с предшествующим месяцем на 0,8% после сокращения в июне на 1,5% (сезонность устранена). В результате, выпуск вернулся примерно на уровень февраля. Относительно уровня годовой давности индекс производства в июле составил 103,3%.

среднемесячный уровень 2019 = 100,
с исключенной сезонностью



Оценки ЦМАКП фиксируют, в целом, аналогичную картину. О формировании полноценной тенденции сокращения производства (с учетом предшествующей позитивной динамики) говорить пока преждевременно, но закрепление стагнации – налицо.

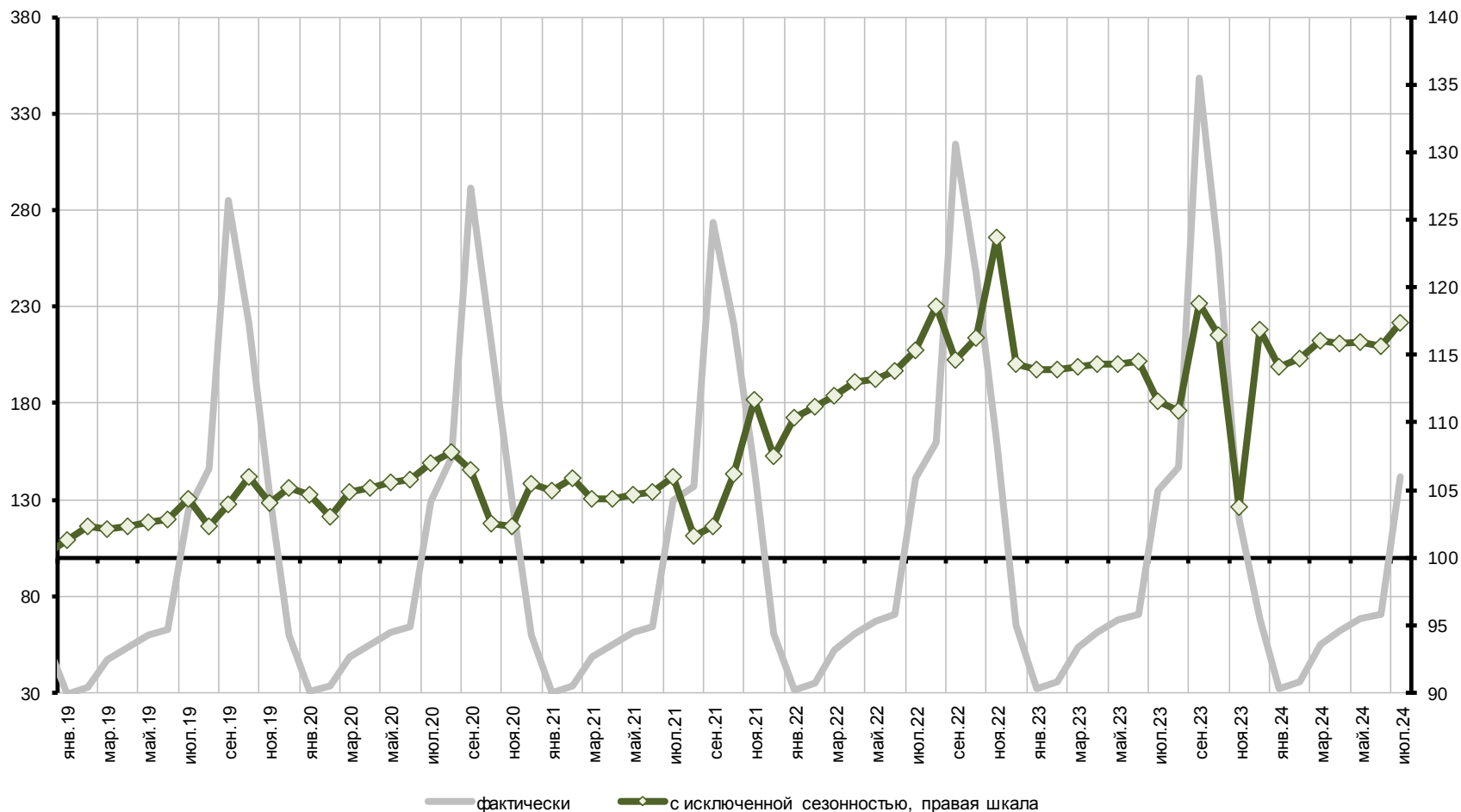
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)*



В последние два месяца (июнь-июль) наметился тренд на новое снижение объемов среднесуточного *грузооборота транспорта (без учета трубопроводного)*, являющегося косвенным индикатором экономической активности. Среднемесячный темп прироста к предыдущему месяцу в июне-июле составил -2.7% (сезонность устранена). В результате, интенсивность грузооборота достигла трехлетнего минимума (более низкие значения наблюдались в I квартале 2021 г.).

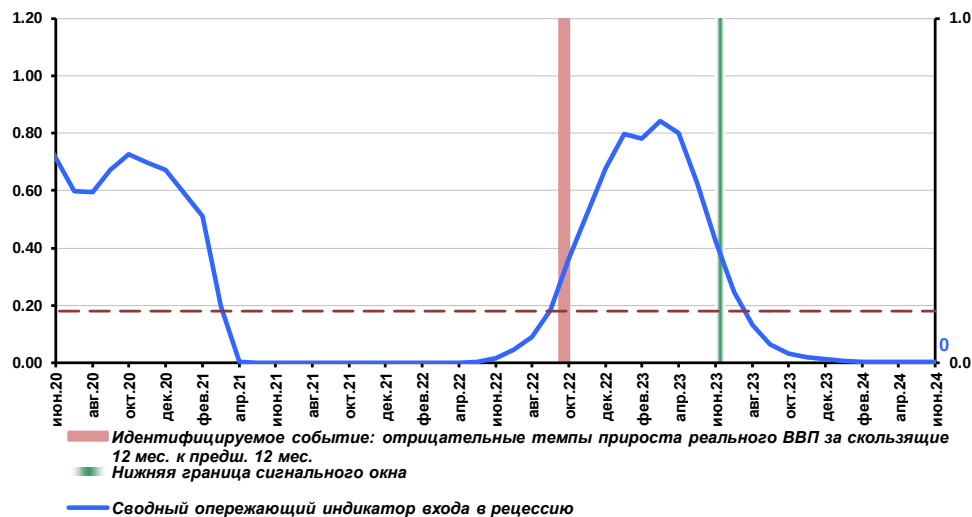
* Динамика грузооборота за 2023-2024 гг. уточнены по сравнению с предшествующим выпуском в связи с уточнением данных Росстатом.

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



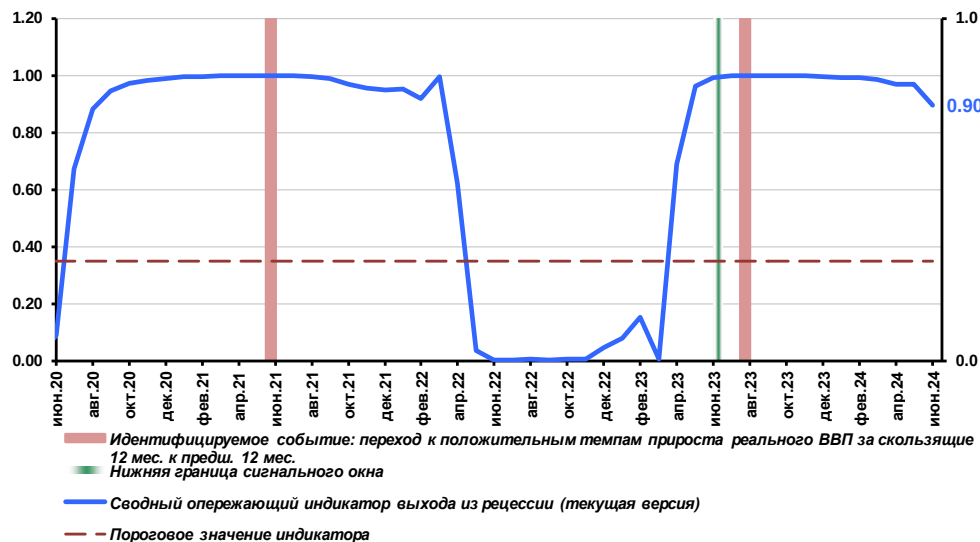
В сельском хозяйстве после длительной стагнации выпуск в июле существенно увеличился (сезонность устранена). С учётом структуры сельскохозяйственного цикла, в последующие месяцы высока вероятность продолжения роста.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

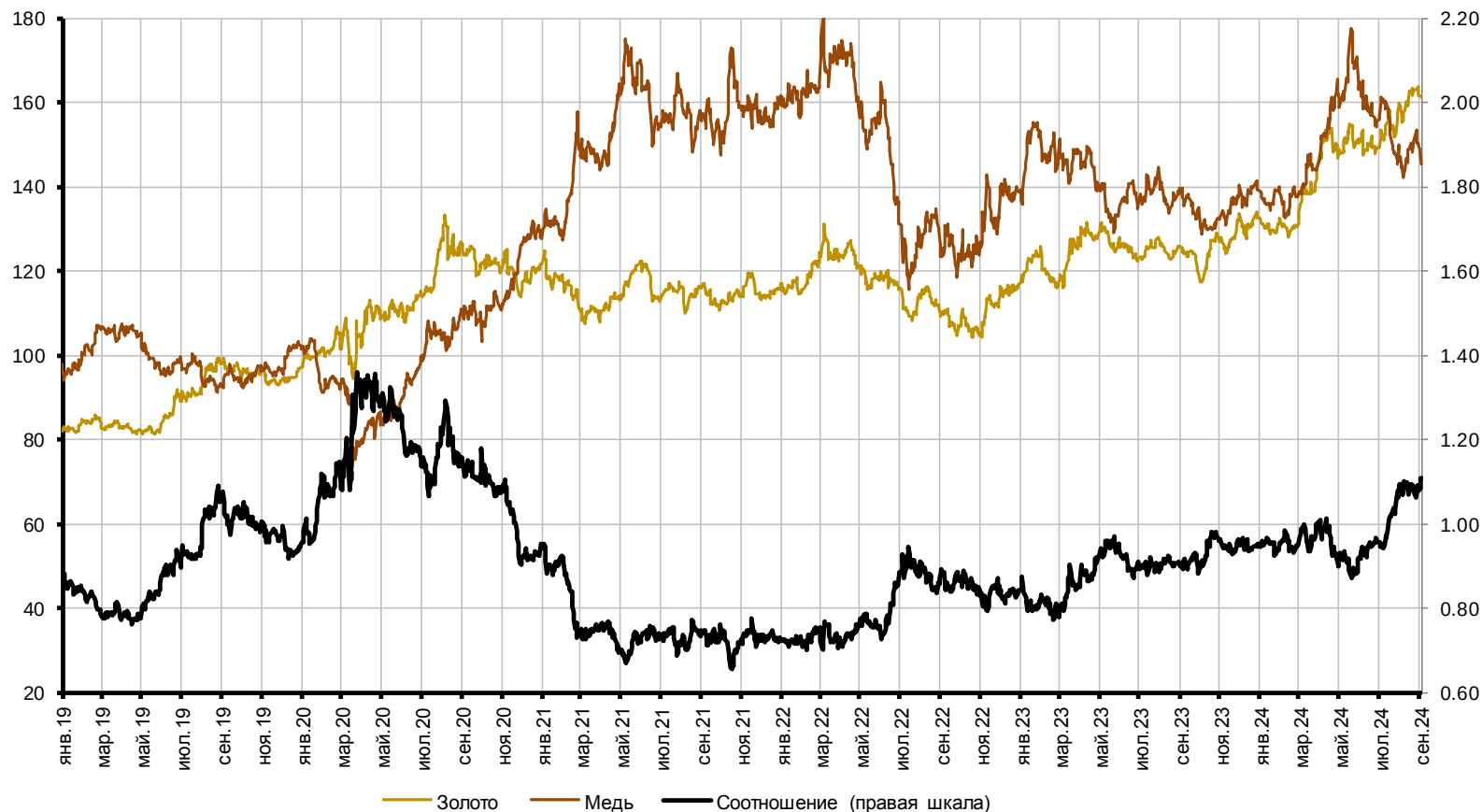


В июне значение *СОИ* входа российской экономики в рецессию сохранялось на нулевой отметке, находясь на существенном отдалении от своего порогового уровня (0.18). Это означает полное отсутствие каких-либо сигналов, указывающих на приближение новой рецессии на горизонте следующих двенадцати месяцев.

Увеличение сальдо счета текущих операций, повышение индикатора бизнес-уверенности (рассчитанного в методологии OECD) и инерционный фактор (существенный рост ВВП за предшествующий скользящий год) позволили значению *СОИ* в июне удержаться на минимальной отметке. Эти факторы скомпенсировали действие негативных факторов, способствовавших повышению вероятности реализации рецессии, таких как: рост скользящей средней ставки на денежном рынке, вызванный последовательным ужесточением денежно-кредитной политики, и увеличение вероятности реализации системного кризиса российского банковского сектора (рост значения *СОИ* банковского кризиса).

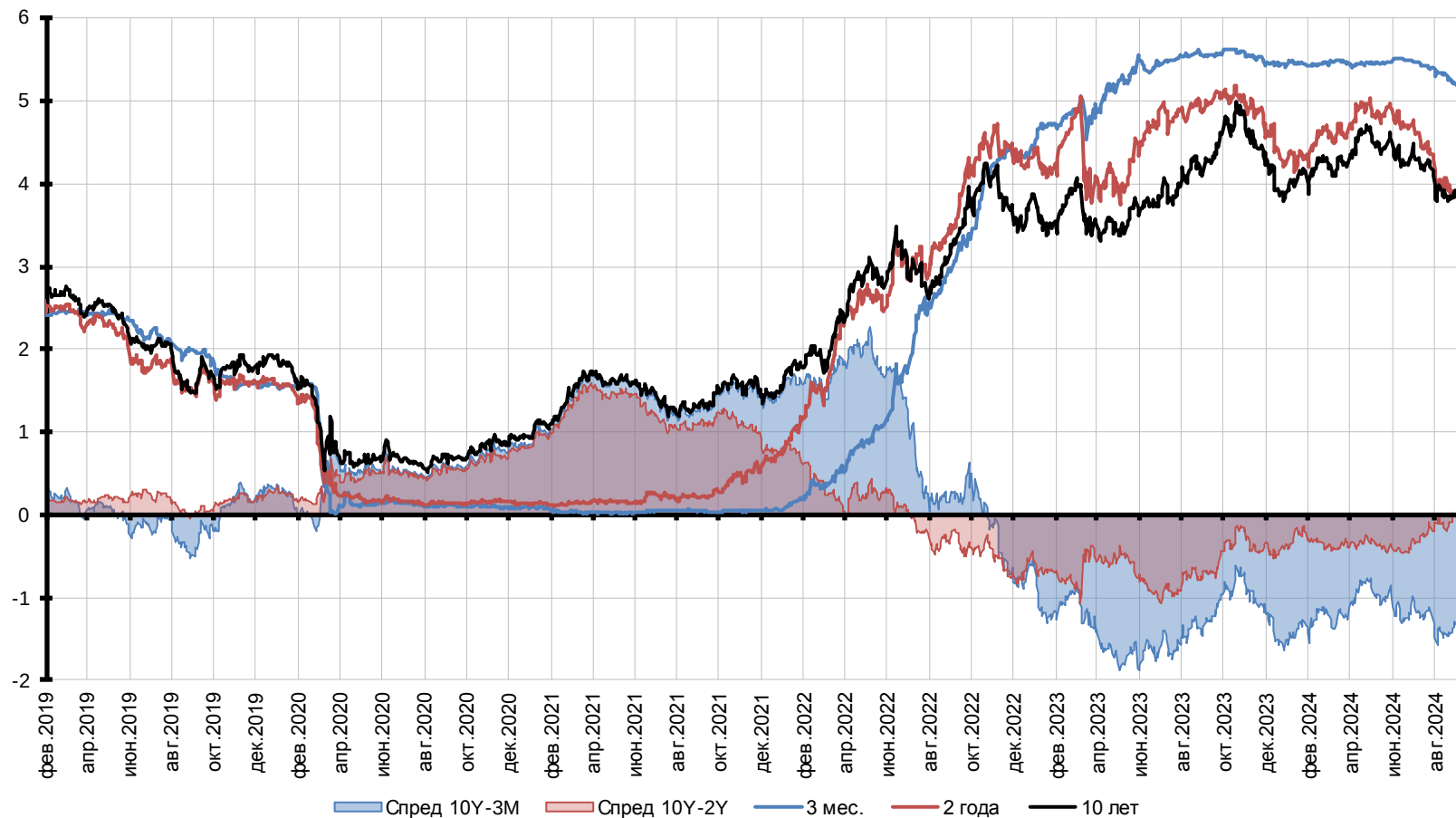


Индикатор мировой экономики: биржевые цены на золото и медь в долл. и их соотношение (январь 2020=100)



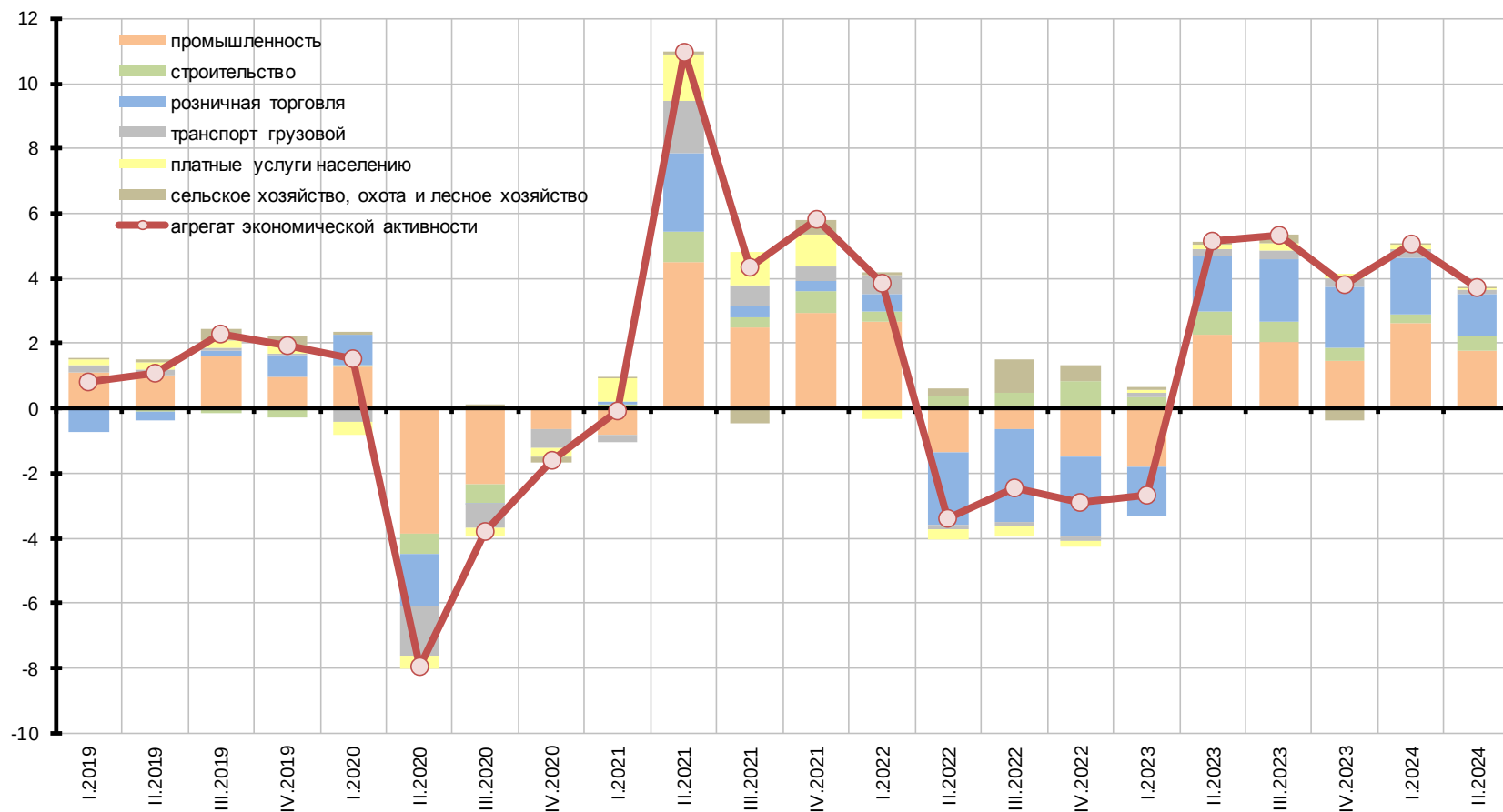
На мировых товарных биржах ситуация чуть-чуть ухудшилась. Цены на золото остаются вблизи исторических максимумов, а на медь – упали. В результате соотношение «золото/медь» (отражающее оценку рисков инвесторами) снова слегка подросло – до самого высокого уровня с «ковидной» кризисной осени 2020 г.

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



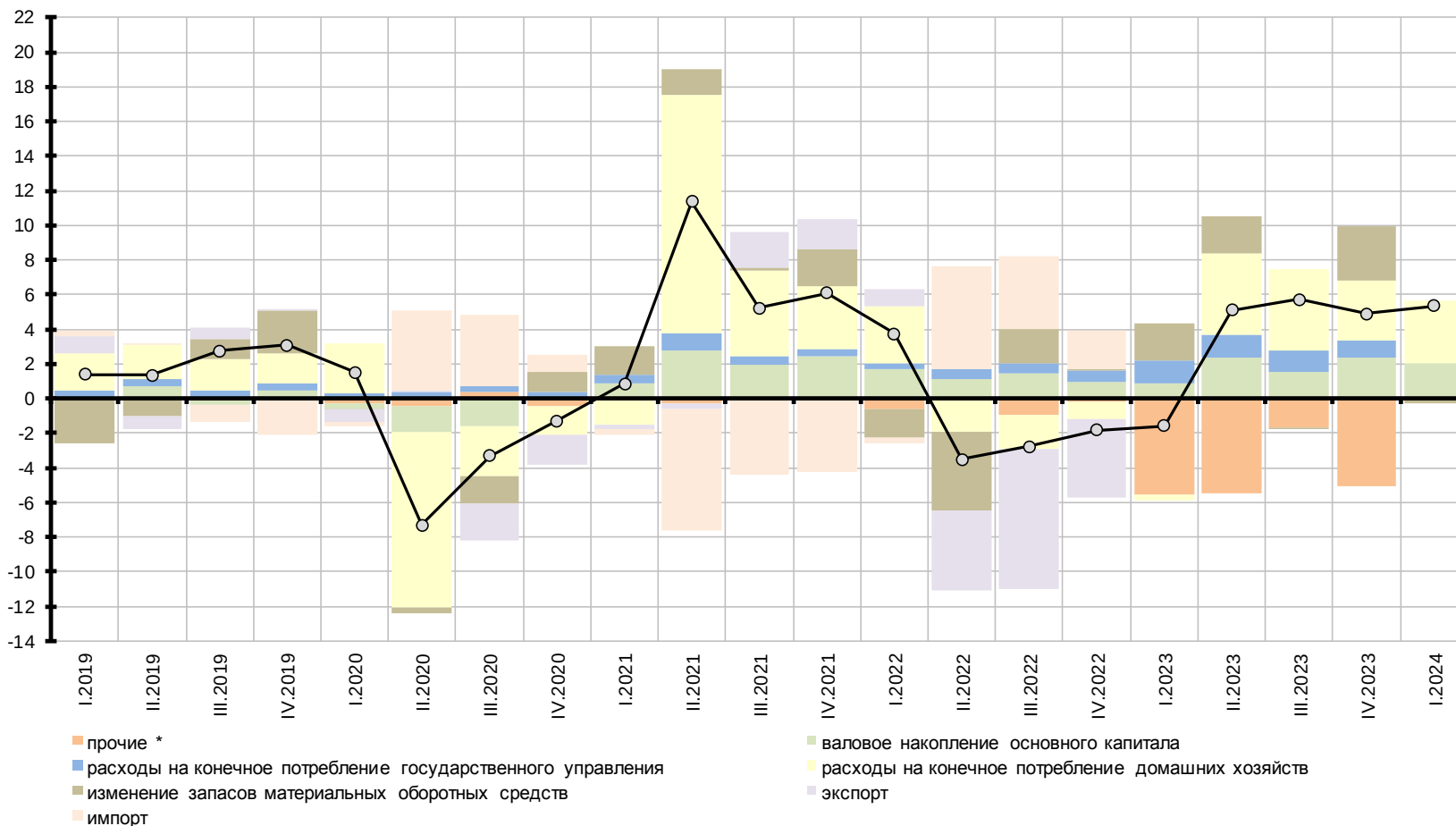
На фондовых рынках США к концу августа уровень спреда (реверсного) доходности между кратко- и долгосрочными гособязательствами снова возрос (что, как уже отмечалось, отражает странную ситуацию уже полтора года ожидаемого, но не реализующегося кризиса). При этом, ситуация скорее все-таки нормализуется – уровень долгосрочной доходности (оценка рисков) очень заметно упал, а краткосрочной – тоже упал, но куда слабее: то есть снижение рисков инвесторами все-таки воспринимается, но в очень необычном «режиме».

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



Структура факторов производства во II кв. 2024 г. (в годовом измерении - за скользящий год) сохраняется практически неизменной уже пять кварталов. Основной вклад в экономический рост дают промышленность, торговля и (в заметно меньшем масштабе) строительство.

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

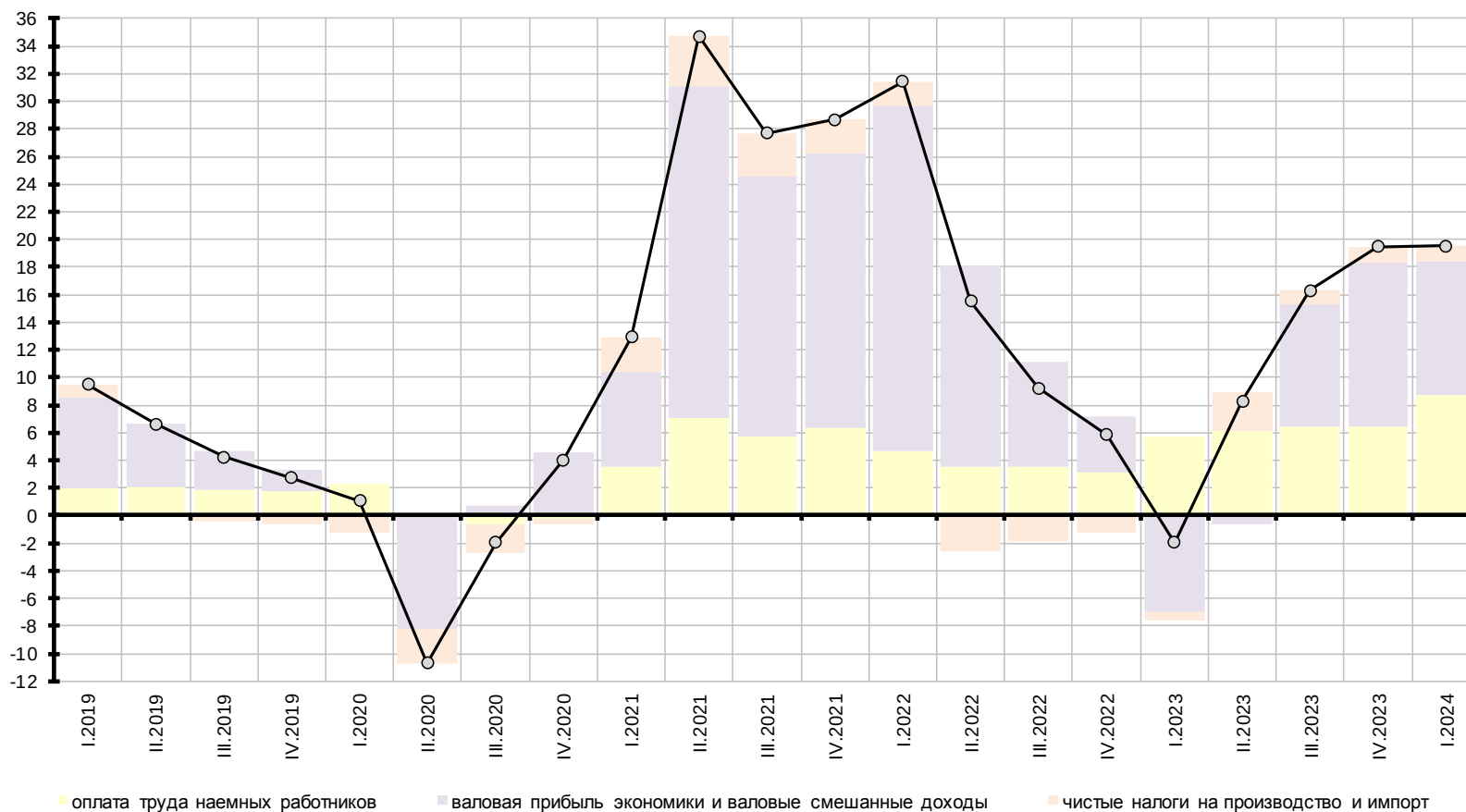


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Баланс *компонентов конечного спроса* в I кв. 2024 г. по сравнению с предшествующими тремя кварталами несколько упростился – хотя качественно, остался очень похожим на предшествующий период. В целом, рост как формировался, как и сейчас формируется двумя главными факторами: потреблением домохозяйств (основной фактор, как и в докризисном 2019 г., что вполне понятно на фоне роста доходов и потребления населения) и накоплением основного капитала. «Прочие факторы» (в основном, чистый экспорт), потребление госучреждений и прирост запасов существенного вклада в экономическую динамику не внесли. В последнем случае налицо очевидный результат повышения процентных ставок и, соответственно, роста стоимости формирования запасов для компаний.

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



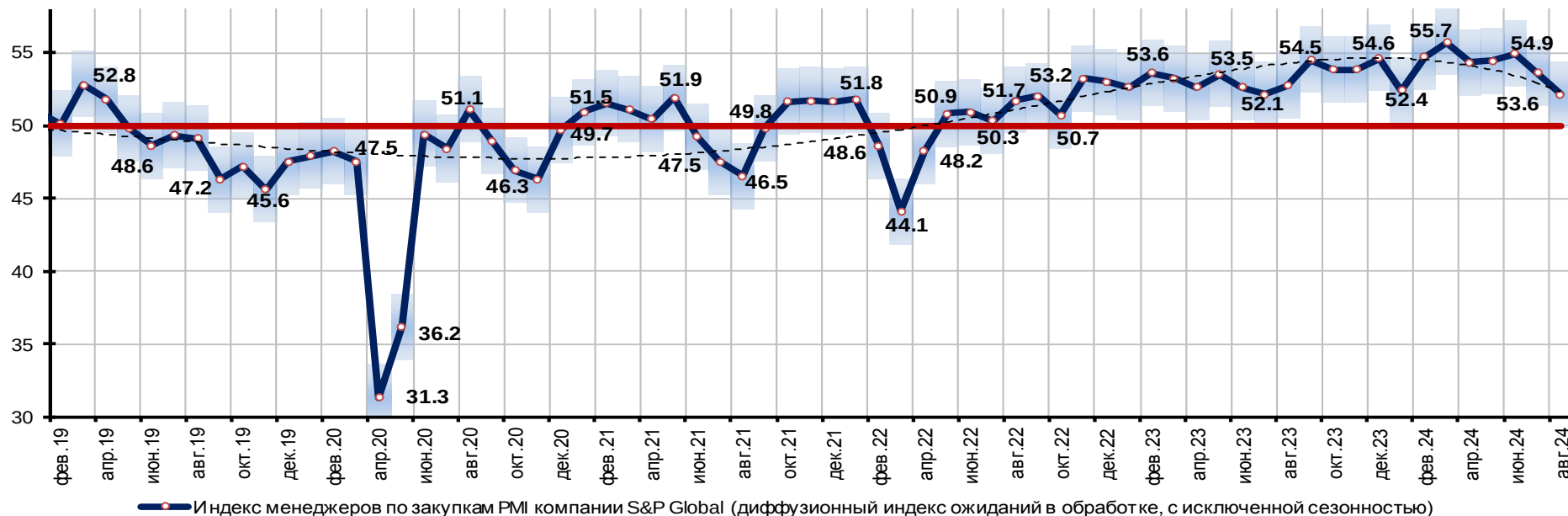
* В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

В I кв. структура *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении – с суммированием эффектов за весь «скользящий год») практически не изменилась по сравнению с предыдущим полугодом. До сих пор прирост добавленной стоимости достаточно интенсивен, чтобы быстрое повышение оплаты труда «не мешало» интенсивному расширению валовой прибыли – основного инвестиционного ресурса компаний.

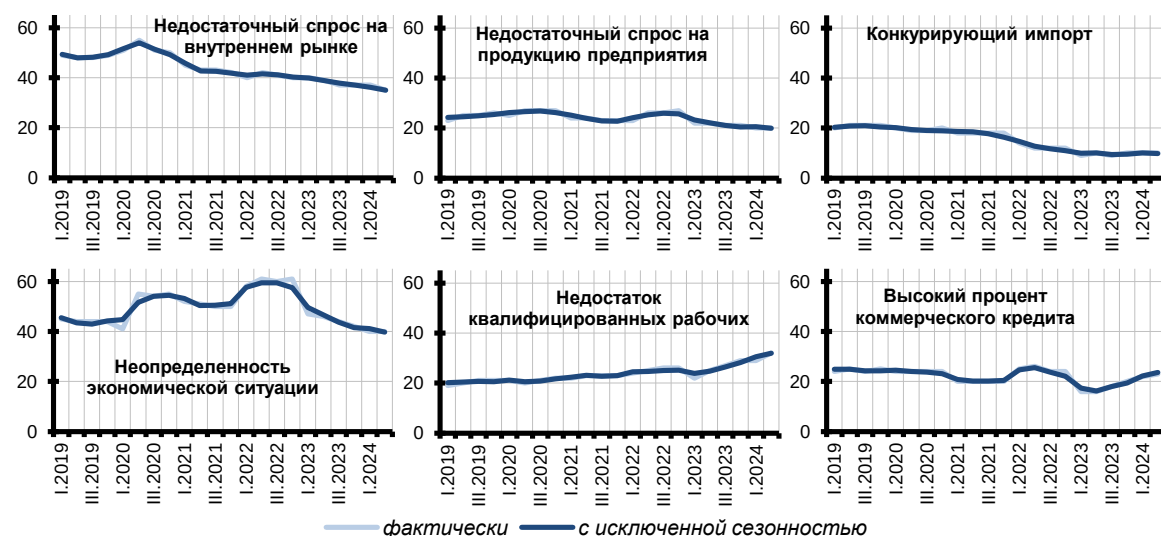
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценки ситуации и поведение компаний

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



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



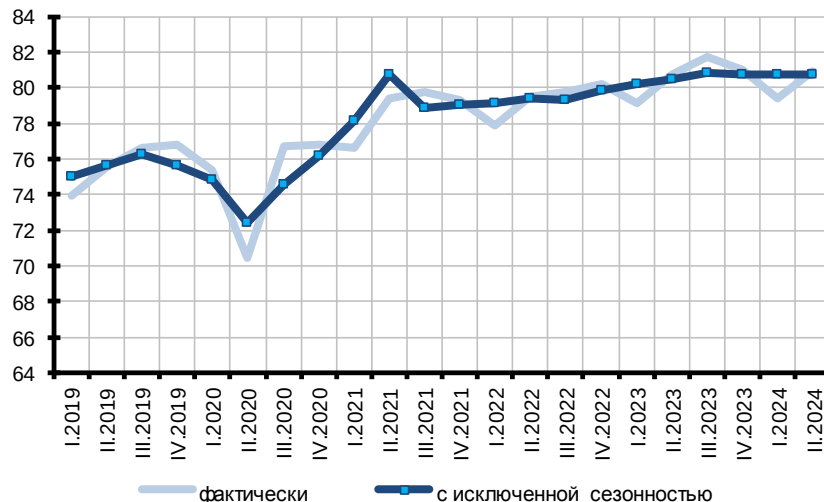
Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей заметно понизился, составив 53.6% - самый низкий уровень с начала года. Хотя оценки не вышли из диапазона «умеренного оптимизма», сама тенденция имеет выраженно негативный характер.

Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях во II кв. зафиксировалась старая картина: самые значимые (порядка 40% опрошенных) – неопределённость экономической ситуации и недостаточный спрос на внутреннем рынке – оценки однако снижаются. Растёт значимость недостатка квалифицированных рабочих (почти догнала значимость основных факторов, 40%) и высокого процента по коммерческим кредитам, превысившего по значимости недостаточный спрос на отечественную продукцию.

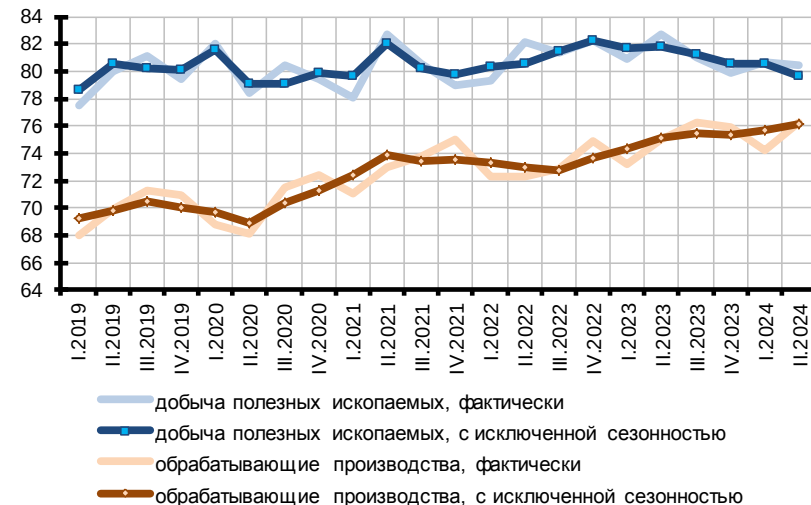
¹ Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата

Загрузка производственных мощностей по результатам опросов Банка России¹

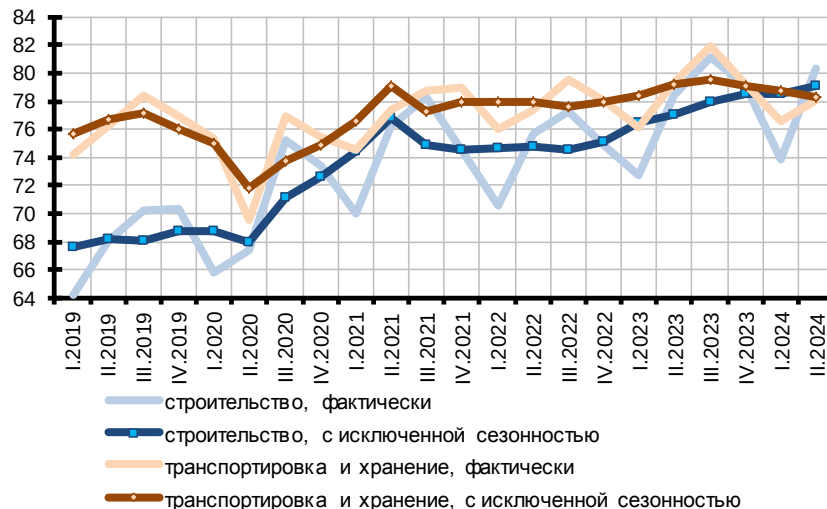
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, во II кв. практически не изменилась, оставшись на уровне около 80% (сезонность устранена; этот уровень держится с начала 2023 г.):

- в добыче полезных ископаемых загрузка чуть-чуть снизилась, оставшись на высоком уровне (чуть ниже 80%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, снижение загрузки здесь имеет среднесрочный характер и связано с проблемой потенциала вывоза на внешний рынок;
- в строительстве загрузка, как ни странно подскочила, почти до 80%;
- в логистических отраслях загрузка, как и ожидалось, стала медленно снижаться (до 78%, сезонность устранена, то есть резерв по дозагрузке минимален, 1-3%), что довольно естественно на фоне предпринимаемых усилий по «фасшивке» узких мест в логистике;
- в обрабатывающей промышленности уровень загрузки постепенно растет, дойдя до 76%; впрочем, до ситуации «почти полной загрузки» есть еще определенный резерв, 3-5%.

Отсюда, стимулирование инвестиций, создающих новые мощности, объективно ставится сейчас в центр экономической политики.

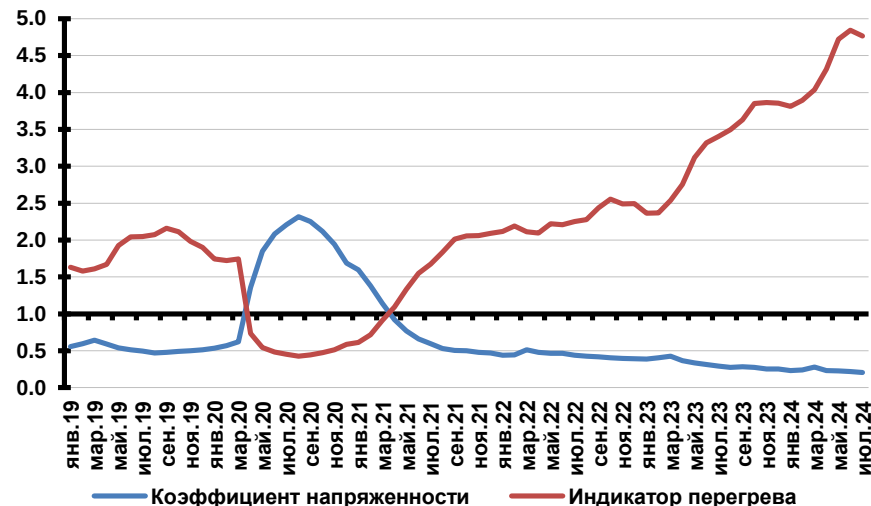
¹ Данные мониторинга предприятий по вопросу "Уровень использования производственных мощностей на предприятии", %

Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



Коэффициент напряженности по безработице и индикатор перегрева на рынке труда,¹ сезонность устранена



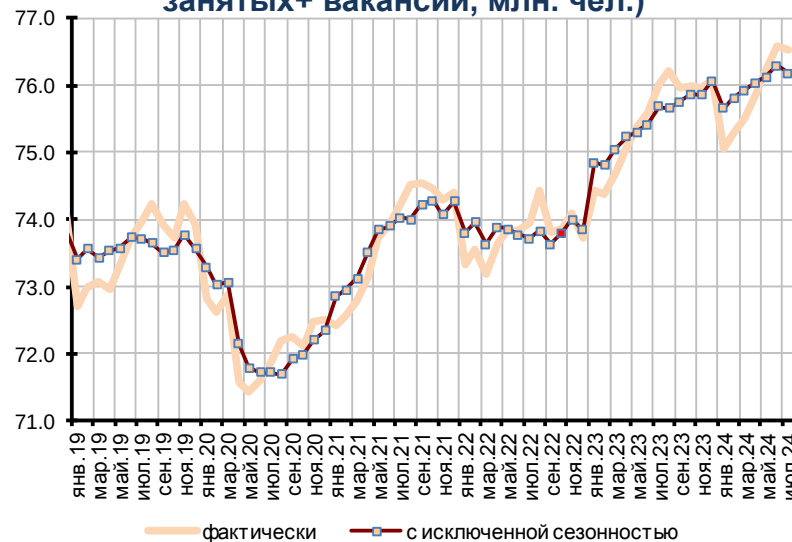
На рынке труда ситуация в июне-июле практически не изменилась: безработица по-прежнему быстро снижается, обновляя исторические минимумы (сезонность устранена).

Соответственно, уровень перегрева на рынке труда (количество вакансий на одного занятого) находится вблизи исторического максимума.

Спрос на труд (с устранением действия сезонного фактора) пока стабилизировался, но нет уверенности, что это не кратковременный «сбой тенденции».

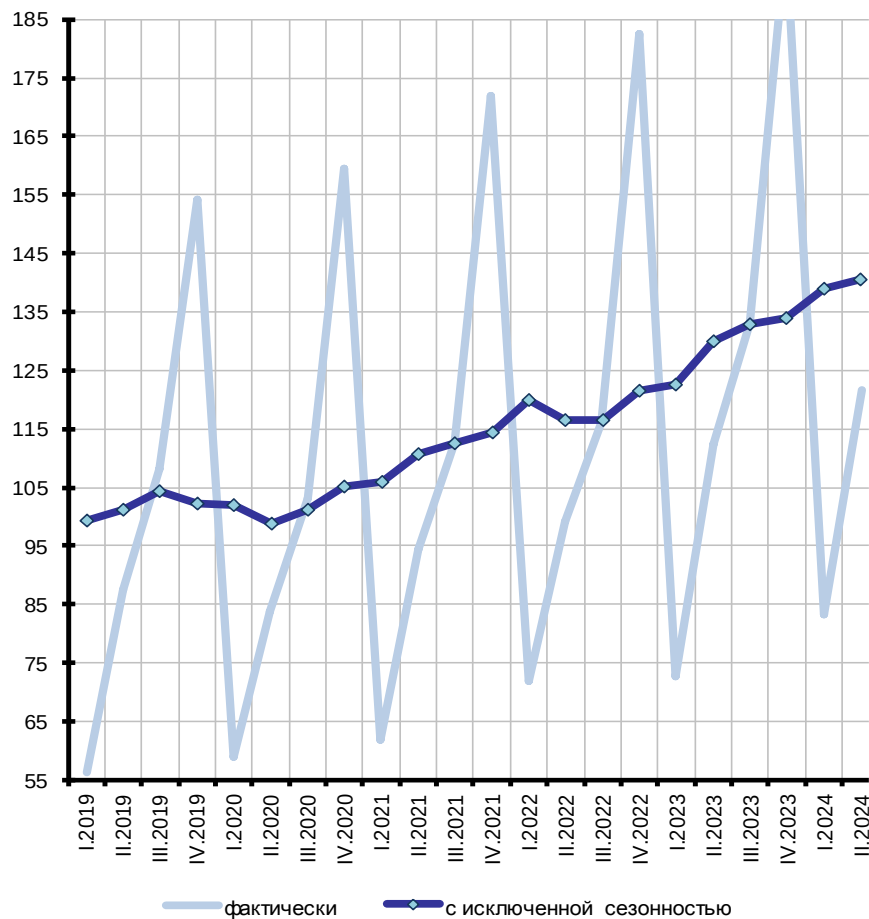
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда — численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчете на одну вакансию
Индикатор перегрева на рынке труда — количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах службы занятости

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

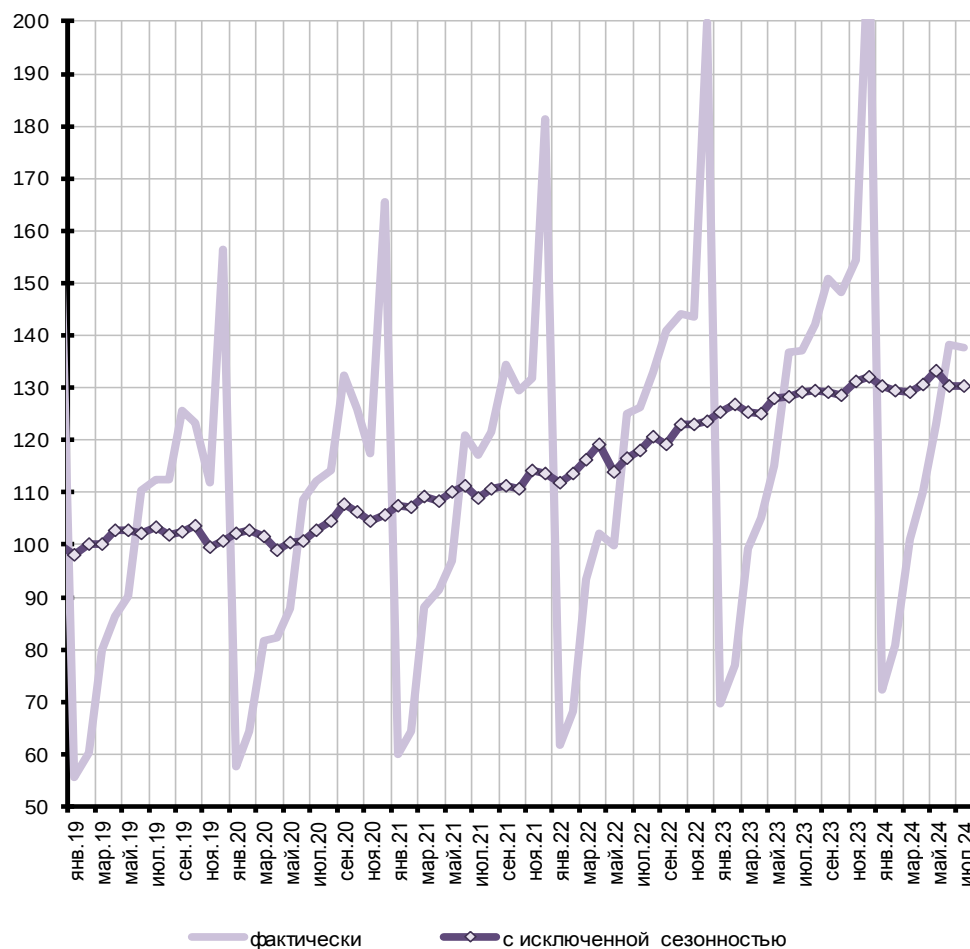


Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

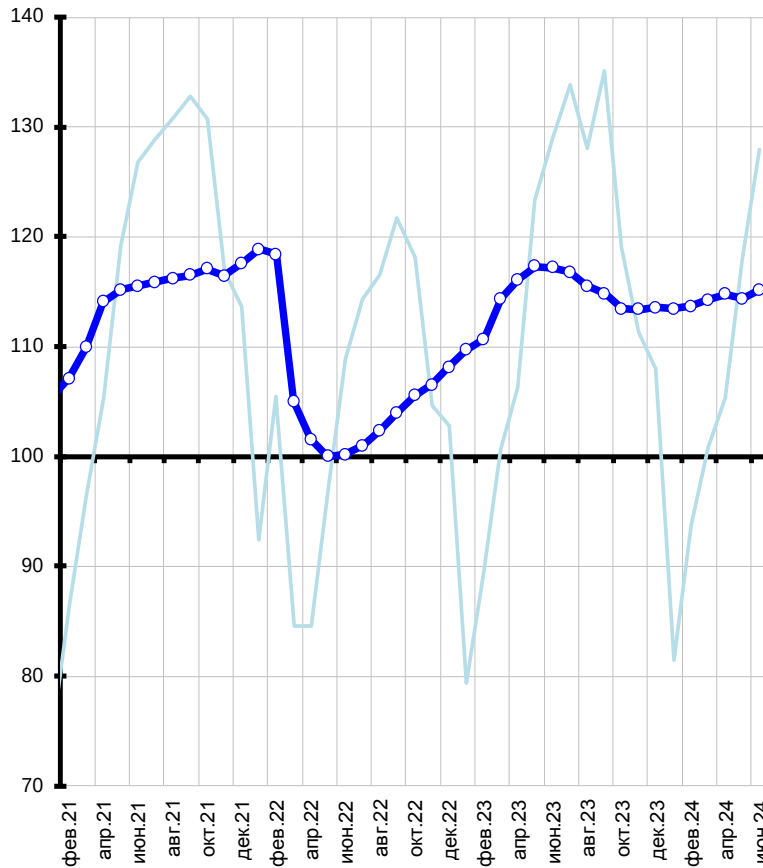


В II кв., формально, сохранился интенсивный *рост инвестиций* в основной капитал (первый квартал: +3.7%, второй квартал: + 1.3% к предш. кварталу, сезонность устранена). Как уже отмечалось, такая динамика находится в противоречии со стагнацией динамики предложения инвестиционных товаров и строительных работ. Вероятно, в значительной мере, столь высокая динамика инвестиций связана с производством военной продукции.

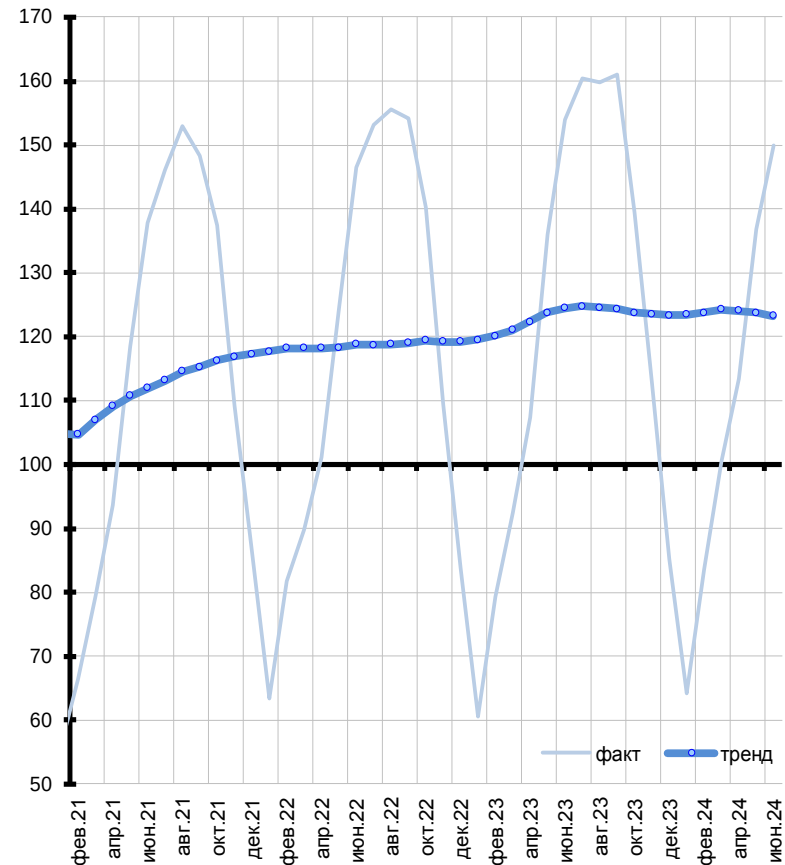
В *строительстве* сохраняется стагнация, отмеченная ещё в прошлом Обзоре (первый квартал: -0.7% в среднем за месяц, апрель: +1.2%, май: +2.2%, июнь: -2.3%, июль: 0.0%, сезонность устранена). С учетом ужесточения правил по ипотечному кредитованию и росту ставок, есть риск, что эта стагнация может смениться определенным спадом.

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

Индекс инвестиционной активности
(индекс предложения инвестиционных товаров)



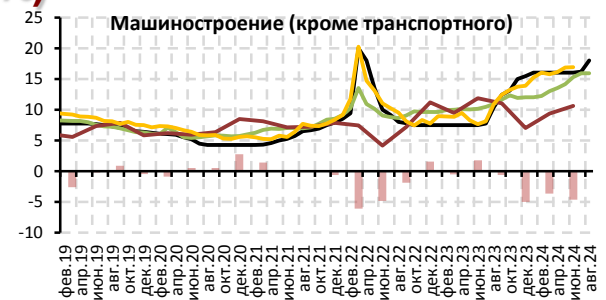
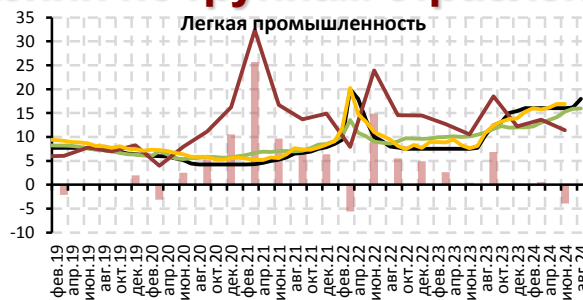
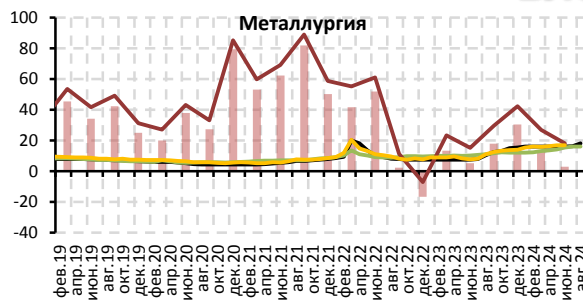
Предложение стройматериалов



Инвестиционная активность (высокочастотный индикатор, оценка по уровню предложения инвестиционных товаров в экономике), в целом, с точностью до незначительных колебаний, стагнирует. Текущий уровень предложения инвестиционных товаров в июне находится примерно на уровне среднемесячного значения 2021 г. (+1.1%).

В последние месяцы едва просматривается тенденция слабого снижения предложения *базовых строительных материалов*, при одновременном, аналогичном по интенсивности, увеличении предложения *машин и оборудования*.

Динамика рентабельности и стоимости альтернативных вложений по группам отраслей (%)¹



Отклонение рентабельности от безрисковой ставки (ОФЗ)

Ключевая ставка

Индикатор портфеля ОФЗ

Рентабельность оборотных активов

Кредитные ставки до года

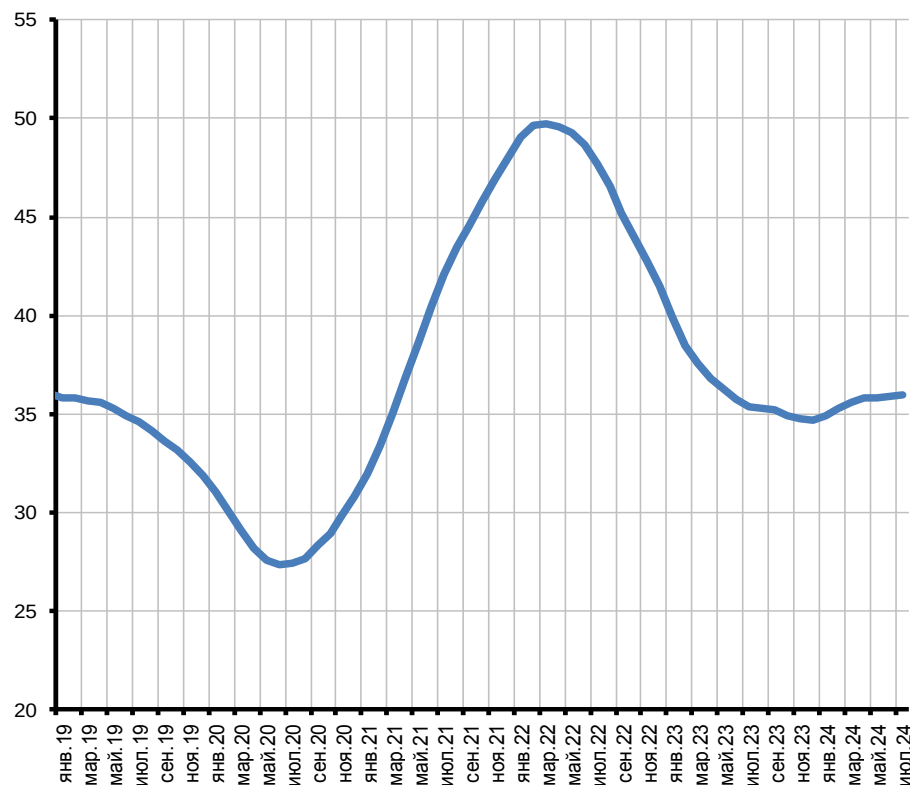
	2022												2023												2024					
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн
Рентабельность по группам отраслей																														
Металлургия		55.2			60.9			11.3		-7.2			23.3			15.2			29.5			42.3			26.7			18.1		
Пищевая промышленность		17.0			21.6			21.1		23.2			23.0			23.5			23.1			20.9			19.8			18.5		
Нефтегазовый сектор		41.8			14.6			20.0		39.4			34.0			51.3			42.0			28.8			33.2			32.9		
Легкая промышленность		7.9			23.9			14.6		14.5			12.7			10.5			18.5			12.2			13.6			11.4		
Деревообработка		35.4			28.6			-3.6		-10.6			-5.1			-16.4			4.4			6.2			5.6			1.3		
Пр-во изделий из бумаги		41.3			37.3			30.8		26.6			23.2			21.2			28.0			25.6			27.1			24.6		
Химический комплекс		58.2			61.2			36.1		22.3			23.9			8.8			31.5			32.2			30.9			30.5		
Производство стройматериалов		25.1			23.5			18.4		21.0			19.3			23.5			24.5			19.2			22.1			19.6		
Машиностроение (кроме транспортного)		7.4			4.2			7.2		11.2			9.5			11.9			11.0			7.0			9.3			10.6		
Транспортное машиностроение		2.0			-1.0			-2.3		-4.4			-0.4			1.6			2.5			-0.8			0.8			1.2		
Спред рентабельность-ОФЗ																														
Металлургия	46.0	44.9	41.6	50.0	50.8	51.9	2.5	2.6	2.2	-16.9	-16.8	-16.8	13.6	13.3	13.3	5.1	5.2	5.1	19.1	18.6	17.9	30.0	30.4	30.3	14.8	14.7	13.7	4.6	4.0	2.8
Пищевая промышленность	7.9	6.8	3.5	10.7	11.5	12.6	12.3	12.5	12.0	13.5	13.5	13.6	13.3	13.0	13.0	13.4	13.5	13.3	12.6	12.1	11.4	8.6	9.0	8.9	7.8	7.7	6.8	5.0	4.4	3.2
Нефтегазовый сектор	32.6	31.5	28.2	3.7	4.5	5.6	11.2	11.4	11.0	29.7	29.8	29.8	24.4	24.1	24.0	41.2	41.3	41.2	31.6	31.1	30.4	16.5	16.9	16.8	21.2	21.1	20.2	19.4	18.8	17.6
Легкая промышленность	-1.2	-2.3	-5.6	13.0	13.8	14.9	5.8	6.0	5.5	4.8	4.9	4.9	3.0	2.7	2.7	0.4	0.5	0.4	8.0	7.6	6.9	-0.1	0.3	0.2	1.6	1.5	0.6	-2.1	-2.8	-3.9
Деревообработка	26.3	25.2	21.9	17.7	18.5	19.6	-12.4	-12.3	-12.7	-20.4	-20.3	-20.3	-14.7	-15.0	-15.1	-26.5	-26.4	-26.5	-6.1	-6.5	-7.3	-6.1	-5.7	-5.8	-6.4	-6.5	-7.4	-12.3	-12.9	-14.0
Пр-во изделий из бумаги	32.2	31.1	27.8	26.4	27.2	28.3	22.0	22.2	21.8	16.9	17.0	17.0	13.6	13.3	13.2	11.1	11.2	11.1	17.5	17.1	16.3	13.2	13.6	13.5	15.2	15.1	14.1	11.0	10.4	9.3
Химический комплекс	49.1	48.0	44.7	50.3	51.1	52.2	27.3	27.5	27.1	12.5	12.6	12.6	14.3	14.0	13.9	-1.3	-1.2	-1.4	21.0	20.6	19.8	19.8	20.2	20.1	18.9	18.8	17.9	17.0	16.4	15.2
Производство стройматериалов	15.9	14.9	11.5	12.6	13.4	14.5	9.6	9.8	9.4	11.3	11.3	11.4	9.7	9.4	9.3	13.4	13.5	13.4	14.1	13.6	12.9	6.9	7.3	7.2	10.1	10.0	9.1	6.1	5.5	4.3
Машиностроение (кроме транспортного)	-1.7	-2.8	-6.1	-6.7	-6.0	-4.9	-1.6	-1.5	-1.9	1.5	1.5	1.6	-0.2	-0.4	-0.5	1.8	1.9	1.7	0.6	0.1	-0.6	-5.3	-4.9	-5.0	-2.6	-2.7	-3.7	-2.9	-3.5	-4.6
Транспортное машиностроение	-7.1	-8.2	-11.5	-11.9	-11.1	-10.0	-11.1	-10.9	-11.4	-14.1	-14.0	-14.0	-10.1	-10.4	-10.4	-8.5	-8.4	-8.5	-8.0	-8.5	-9.2	-13.1	-12.7	-12.8	-11.2	-11.3	-12.3	-12.3	-13.0	-14.1
Ключевая ставка																														
Ставка ОФЗ	9.1	10.2	13.5	10.9	10.1	9.0	8.8	8.6	9.0	9.7	9.6	9.6	9.6	9.9	10.0	10.1	10.0	10.1	10.5	10.9	11.7	12.3	11.9	12.0	12.0	12.1	13.0	13.5	14.1	15.3
Кредитные ставки "Добыча полезных ископаемых"	10.0	12.1	18.3	14.7	11.2	11.6	12.0	10.6	10.3	10.2	10.3	10.6	10.1	10.2	10.3	11.1	10.7	10.7	10.8	13.1	14.6	16.7	17.0	18.0	17.3	17.9	18.0	18.0	18.1	18.1
Кредитные ставки "Обрабатывающие производства"	9.2	11.7	20.3	14.7	13.1	11.0	10.3	9.5	8.1	7.4	8.3	7.7	8.9	8.9	8.8	9.5	8.2	7.6	8.1	10.9	12.4	13.2	13.7	13.9	15.3	16.1	15.8	16.1	16.9	16.9

Рентабельность, по состоянию на май, удерживается в большинстве отраслей (кроме транспортного машиностроения и деревообработки) - на высоком уровне. Однако, рост ключевой ставки ведёт к постепенному расширению спектра отраслей, где рентабельность бизнеса ниже стоимости безрискового «держания денег» (доходности по ОФЗ), что обесмысливает в них частные инвестиции. В этом отношении к машиностроению (особенно транспортному) и деревообработке добавилась лёгкая промышленность. В «зоне риска» – пищевая отрасль и металлургия.

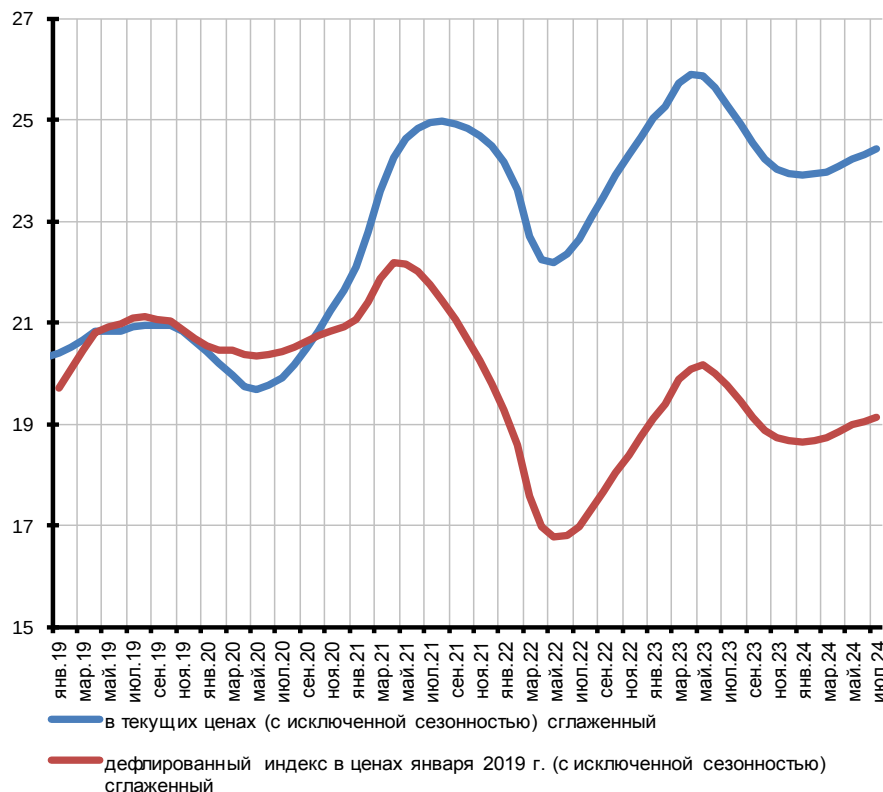
Кредитные ставки для нефтегазового сектора – ставки для «добычи полезных ископаемых» (В). Для прочих групп отраслей – ставки «обрабатывающих производств» (С).

Спрос: внешняя торговля в текущих ценах^{1, 3} (сезонность исключена, сглажено)

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров² (млрд. долл.)



Экспорт товаров в июне немного скорректировался. Наметившееся было легкое оживление не закрепилось (что довольно естественно в условиях ужесточения правоприменения санкций и усиления «самоограничения» в рамках ОПЕК+). Так что сейчас можно говорить лишь о тенденциях стабилизации – причём на довольно невысоком уровне, после длительного спада, начиная с середины 2022 г. Есть вероятность нового снижения, с учётом ограничений по вывозу нефтепродуктов и выполнения квот по ОПЕК+.

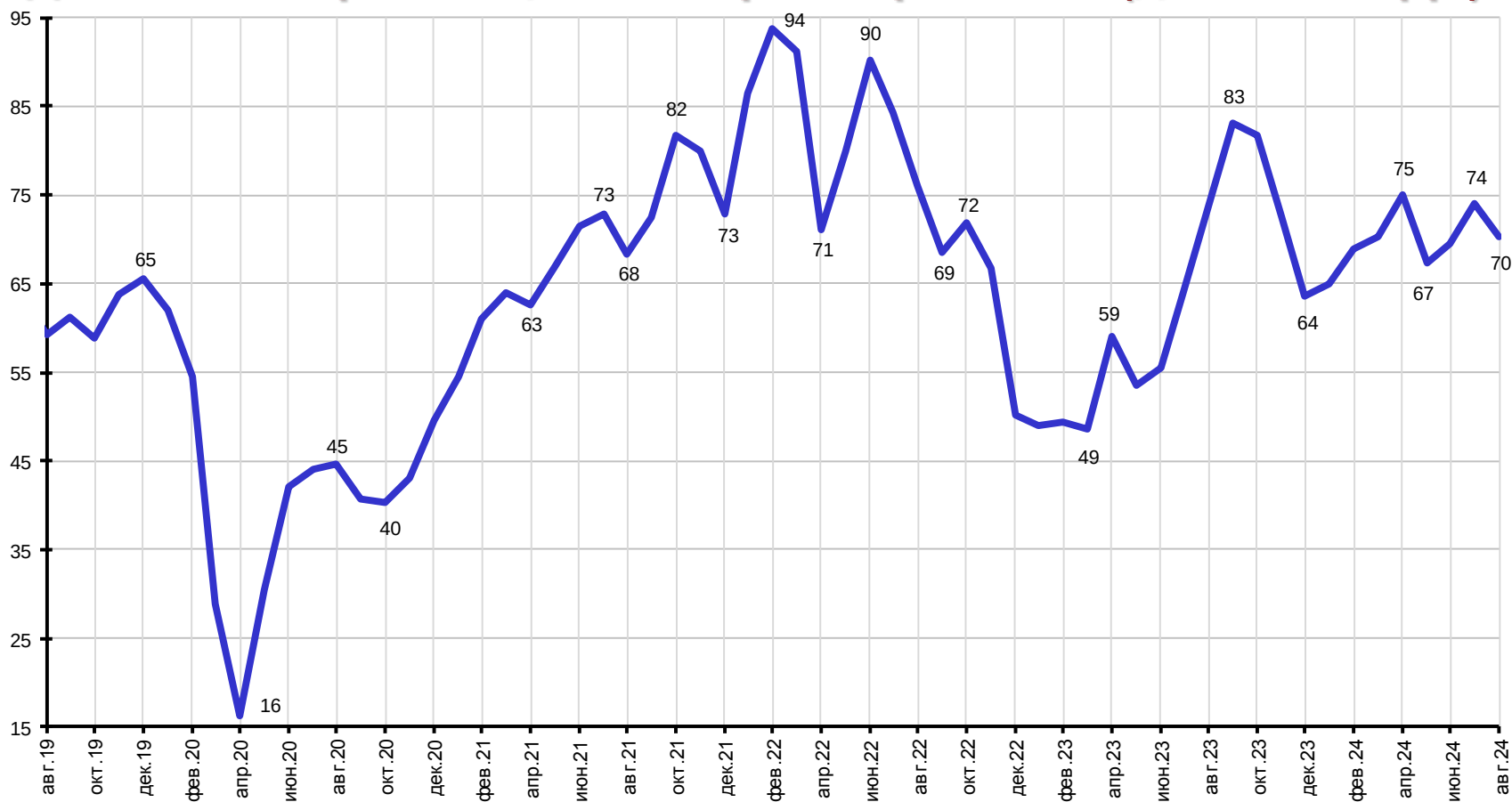
Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) тоже стабилизировался. Впрочем, рост потребительского (и, с известными оговорками, инвестиционного) импорта, вероятно, приведёт к возобновлению расширения импорта. Соответственно, и вклад чистого экспорта, как фактора экономического роста, пока стабилен; нельзя не отметить, что дефлированный объём импорта (ценами промпродукции США, что более-менее сопоставимо со структурой российского импорта товаров; с устраненной сезонностью) пока значительно, примерно на 10%, ниже максимума, достигнутого летом 2021 г.

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

² Дефлирование импорта выполнено на основе использования индекса цен производителей промышленных товаров в США (Producer Price Index, 1982=100; Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis)

³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

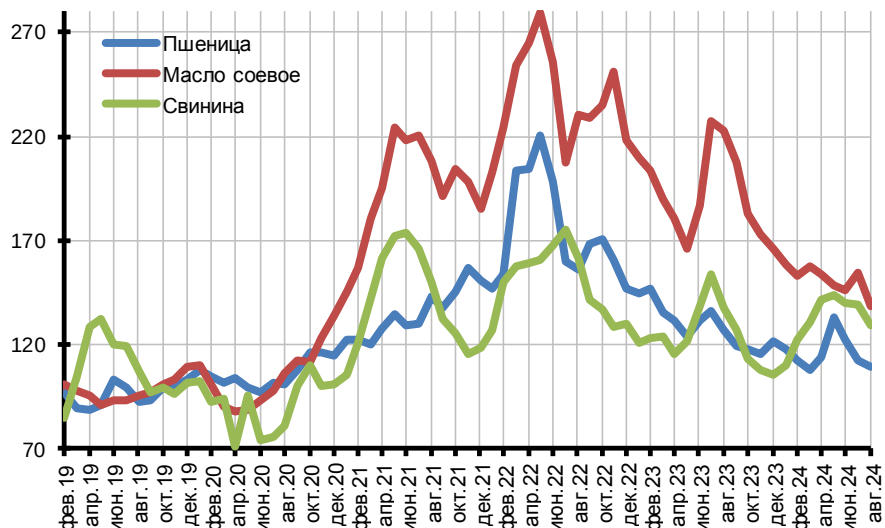


Средняя цена на нефть марки Urals в августе 2024 г. составила 70.3 долл./барр. после 74.0 долл./барр. в июле и 69.6 долл./барр. в июне 2024 г. В июле, не считая первой недели, цены на нефть преимущественно падали вплоть до окончания первой недели августа. Среди главных факторов такой динамики- опасения по поводу низкого спроса со стороны основных потребителей нефти (неутешительные прогнозы по экономическому росту в Китае, рост вероятности рецессии в США из-за ухудшения ситуации на рынке труда) и ожидания избытка предложения нефти (отказ ОПЕК+ от дополнительных добровольных сокращений и постепенное восстановление объема добычи начиная с октября). Во вторую неделю августа цены на нефть росли, т.к. ситуация на Ближнем Востоке остается напряженной, что грозит нарушением поставок. Также поддержку ценам оказали надежды на скорый разворот политики ФРС США, что поможет стране избежать рецессии. Однако затем негативные факторы спроса и прогресс в достижении перемирия на Ближнем Востоке вновь перевесили, что потянуло цены вниз. В конце месяца цены немного восстановились на фоне перебоев добычи в Ливии. Дисконт нефти марки Urals к марке Brent в августе снизился до 12 долл./барр.

Источник: данные Минэкономразвития России

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

Цены на продукцию сельского хозяйства*

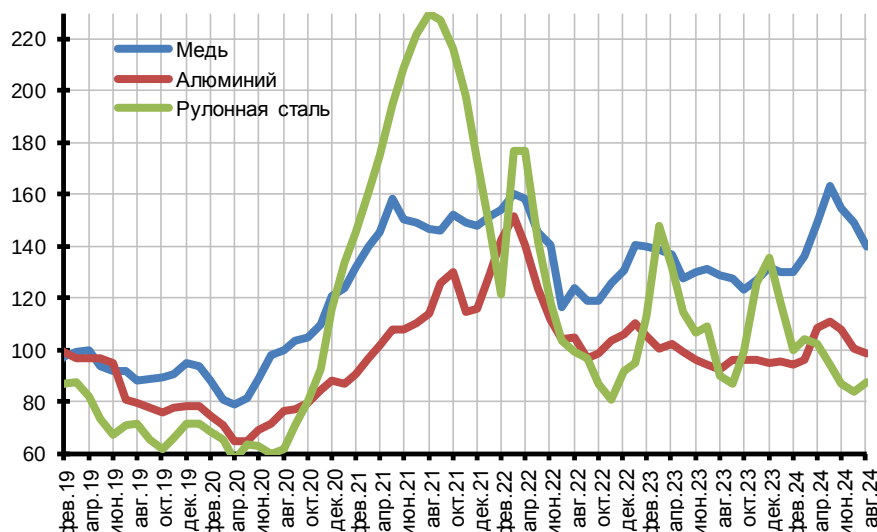


* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME

Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на металлы*

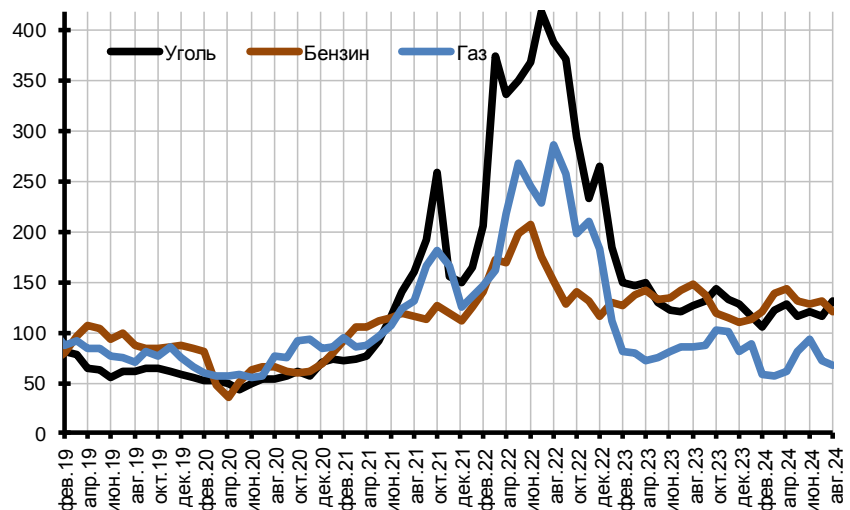


* Рулонная сталь – US Steel Coil Futures, CME

Алюминий – Aluminum Futures, CME

Медь – Copper Futures, CME

Цены на топливо*



* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE

Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE

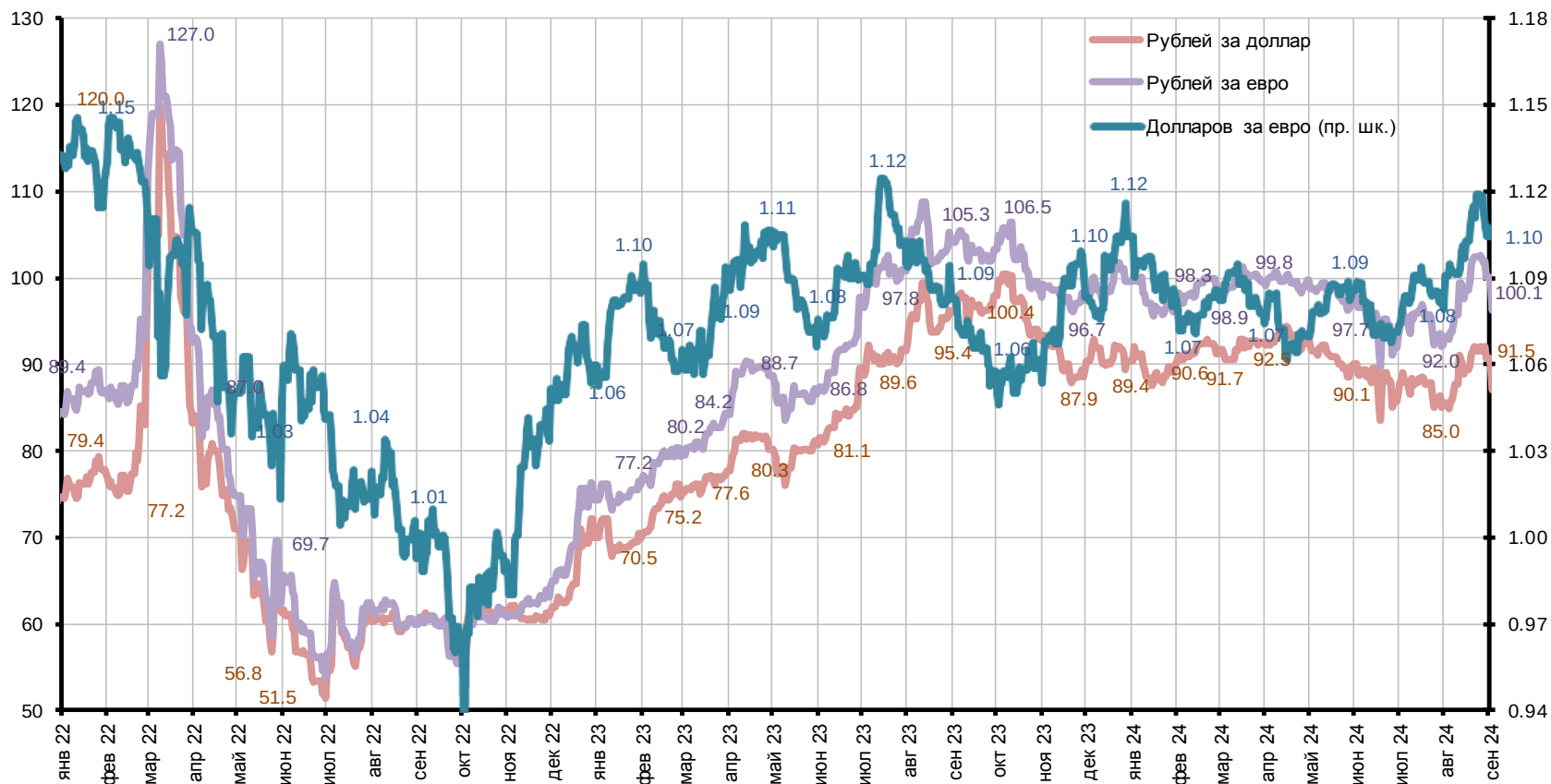
Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на мировых рынках продовольствия стали снижаться, вероятно, в силу наступления определённости с урожаем в Северном полушарии (и логистикой из России и Украины).

На рынках основных видов металлов цены в целом, тоже стали снижаться: на медь и алюминий уменьшаются довольно выражено, на сталь – чуть подросли, оставаясь близки исторических минимумов. Возможно, такая ценовая ситуация является предвестником (или отражением уже начинающегося кризиса).

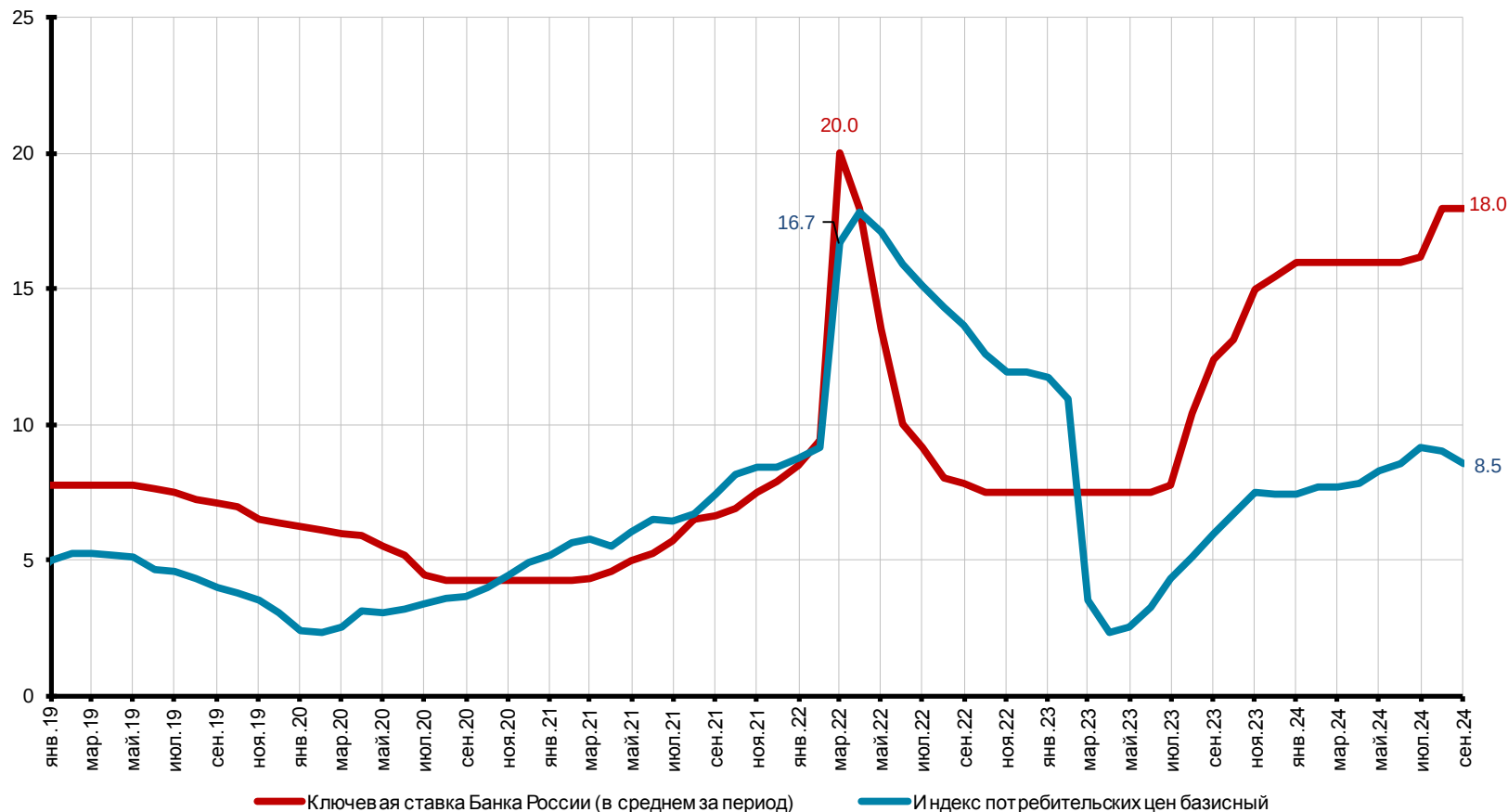
Цены на топливо, в целом, стабилизировались: на газ – с легкой тенденцией к снижению («маятник» после предшествующего недолгого подъёма).

Динамика валютных курсов



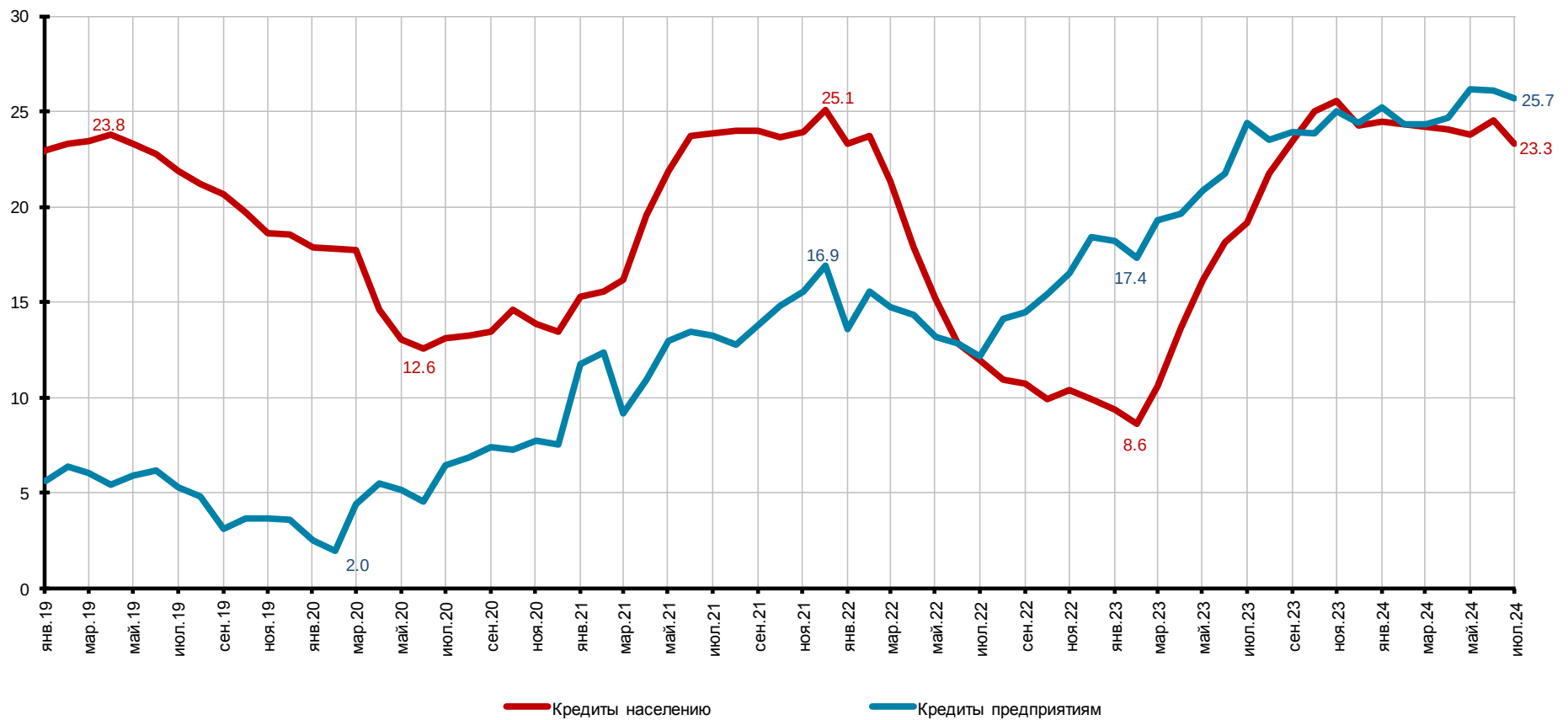
В июле-первой декаде августа курс *бивалютной корзины* (доллар США, евро) к рублю колебался в диапазоне 88.2-92.4 руб. Во второй и третьей декадах августа наблюдалось *ослабление рубля*, за этот период курс *бивалютной корзины* к рублю увеличился на 4.0% и составил 94.9 руб. за корзину на 01.09.2024. Волатильность рубля, наблюдавшаяся в июле-августе, была вызвана как остановкой торгов долларом и евро на Мосбирже, так и перебоями с проведением платежей по оплате импортных товаров. В августе дополнительным фактором дестабилизации рубля стало обострение геополитической ситуации.

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



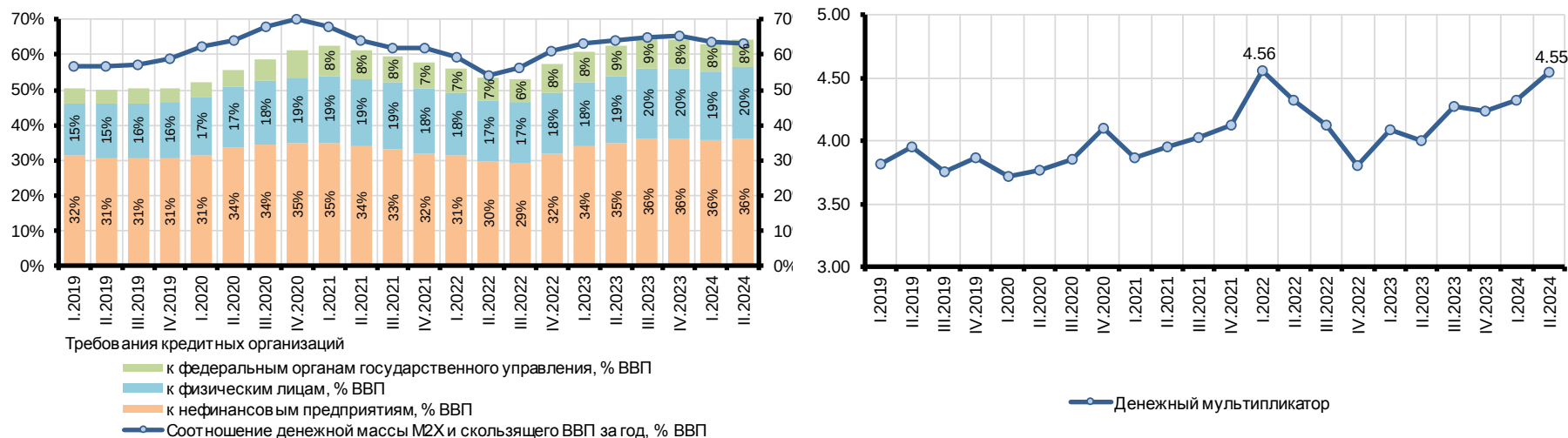
13 сентября Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить ключевую ставку на 100 б.п., до 19% годовых вследствие сохранения высокого инфляционного давления (связанного с опережением роста внутреннего спроса) и необходимости в более жестких денежно-кредитных условиях для возобновления процесса дезинфляции. Риторика регулятора, хотя и несколько смягчилась, остается жесткой: Банк России готов удерживать ставку в длительной перспективе и допускает возможность ее повышения на ближайшем заседании. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 25 октября 2024 г.

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



В июле темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 23.3%, что на 1.3 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Темп прироста потребительского кредитования в июле (+1.4%) несколько замедлился по сравнению с предыдущим месяцем (+2.0%). Это связано как со снижением спроса на потребительские кредиты из-за их удорожания, так и с сокращением банками объема предложения вследствие ужесточения макропруденциального регулирования с 1 июля. Прирост ипотечного кредитования в июле замедлился до +0.7% после ажиотажных +3.1% в июне – произошло закономерное охлаждение рынка ипотеки вследствие изменения условий льготных программ господдержки. Активность в сегменте *корпоративного кредитования* стабилизировалась. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в июле составил 25.7%, что всего на 0.4 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Большая часть кредитов была выдана компаниям из широкого круга отраслей на пополнение оборотных средств и финансирование инвестиционных проектов, в том числе на покупку нового оборудования для оптимизации производственных процессов.

Монетизация и денежный мультипликатор¹

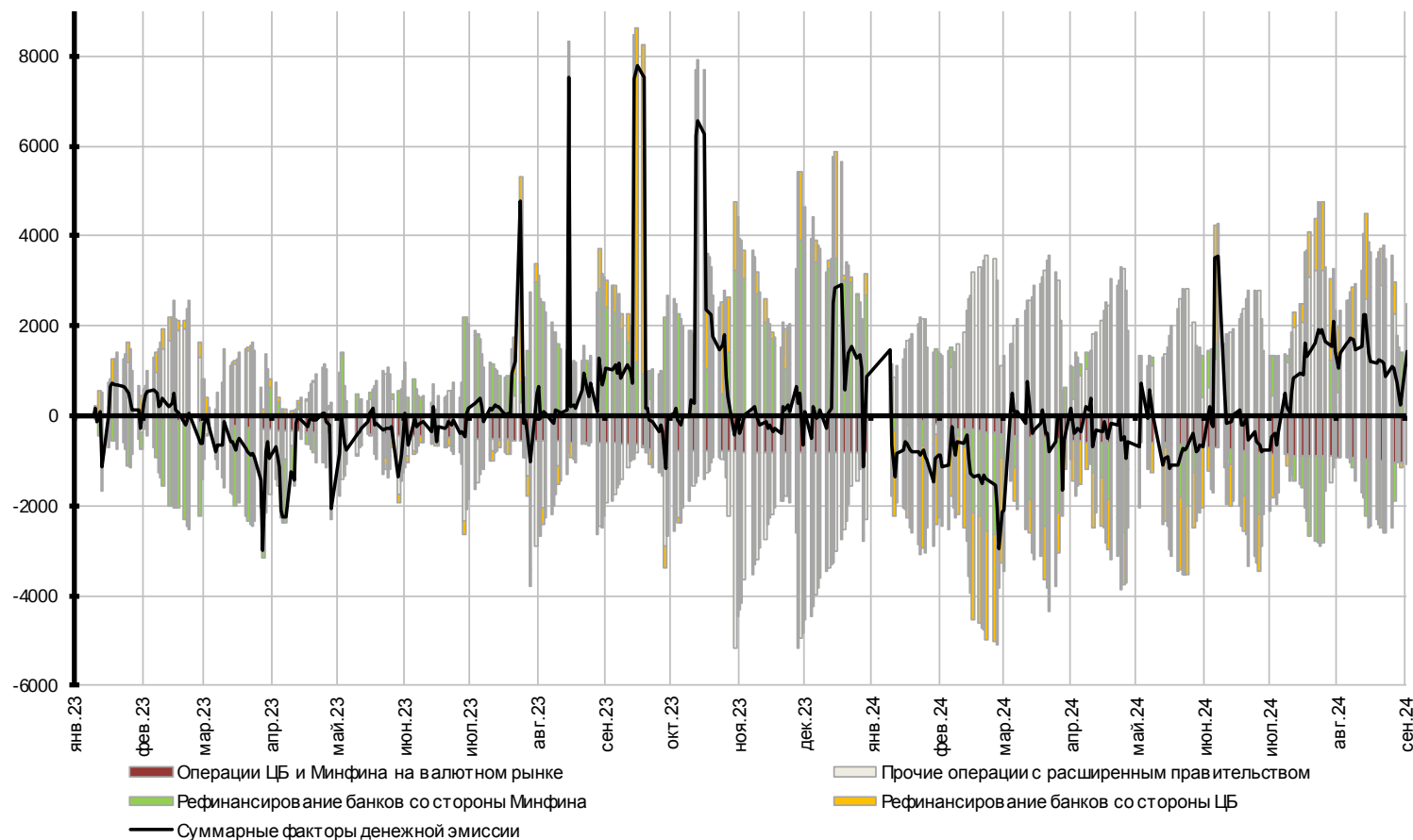


Во II кв., как и в I кв. 2024 г. *темпы расширения денежной массы* оказываются ниже темпов экономического роста (такое наблюдается впервые, начиная со II кв. 2022 г.). Хотя во II кв. темпы роста широкой денежной массы возросли по сравнению с I кв. – с 1.4 до 2.4%, однако, это оказалось недостаточным, чтобы обогнать лишь незначительно снизившиеся (4.1% до 3.1%) темпы прироста экономики за скользящие четыре квартала. Таким образом, уровень монетизации остается пока ниже значений конца 2020 - начала 2021 гг.

Увеличение спроса экономики на деньги (денежную массу) в последние два года было обеспечено, в первую очередь, интенсивным кредитованием предприятий и населения. В этих условиях новые деньги создавались не только и не столько денежной эмиссией со стороны Банка России (приростом денежной базы), сколько эффектом кредитного мультиплицирования денег. Это означало соответствующее повышение *денежного мультипликатора*, продолжившееся во II кв.. Впрочем, последовательный рост кредитных ставок может привести, в итоге, к прекращению этого процесса.

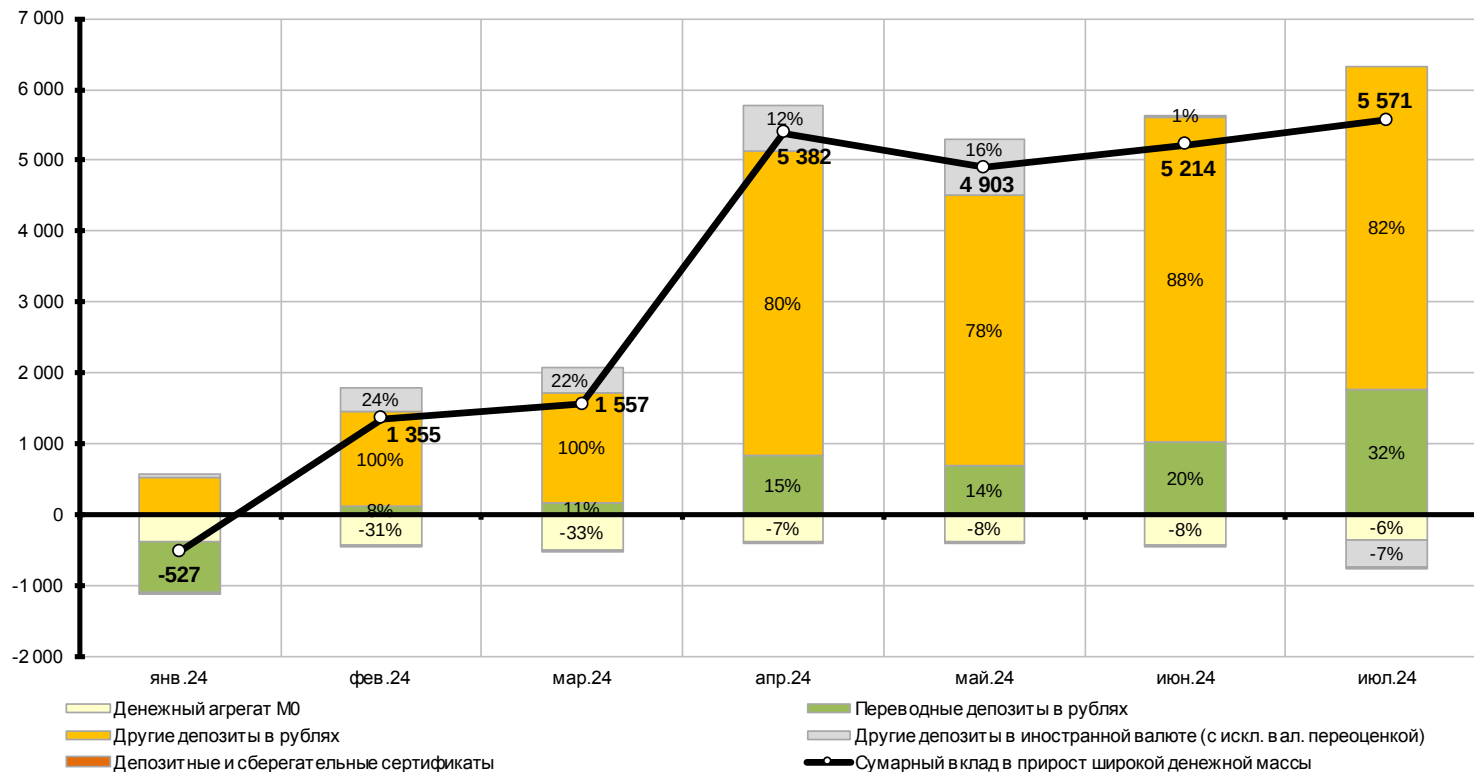
¹ Денежный мультипликатор – соотношение широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой и широкой денежной базы

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



В течение июля и до конца августа совокупный баланс факторов денежной эмиссии находился устойчиво в положительной зоне, чего не наблюдалось уже давно. Причина притока новой ликвидности в банковскую систему, и, соответственно, в экономику – активизация *кредитования банков* со стороны ЦБ РФ. Что касается операций со стороны Минфина, то их влияние на денежную эмиссию было близким к нейтральному: поступление ликвидности в экономику по каналу чистых расходов бюджета компенсировалось сокращением размещения свободных средств бюджета на депозитах в коммерческих банках.

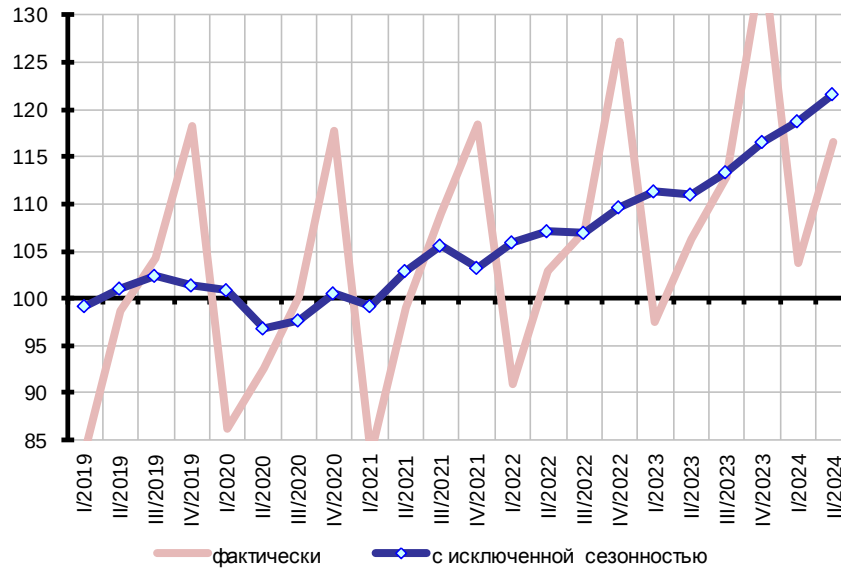
Факторы роста широкой денежной массы (млрд руб., накопленным итогом с начала 2024 года)



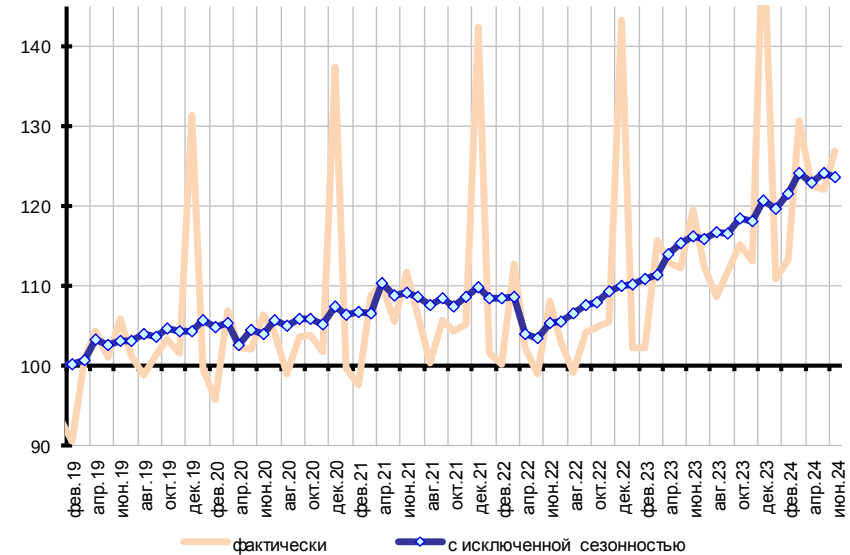
Широкая денежная масса (M2X) с исключенной валютной переоценкой после апрельского скачка на 3.4% к концу июля выросла, хотя и совсем немного – +0.2% в совокупности, начиная с мая. Такая слабая динамика после активного апрельского притока средств связана с разнонаправленным движением средств по счетам предприятий и населения: за май-июль по счетам и депозитам предприятий было зафиксировано существенное **снижение** объема средств (соответственно -0.6 трлн руб. и -1.6 трлн руб.), в то время как население за тот же период **увеличило** объем средств как на *текущих счетах* (+1.4 трлн руб.), так и на *срочных депозитных счетах* (+1.6 трлн руб.). Еще одним фактором, сдерживающим рост M2X, стало сильное снижение остатка средств на депозитах в иностранной валюте – примерно на 1 трлн руб. в совокупности за май-июль (с исключенной валютной переоценкой). В годовом выражении по итогам июля M2X с исключенной валютной переоценкой выросла на 15.3%. Однако это самое низкое значение с мая 2023 г. Таким образом, тенденция к снижению годовых темпов роста (которая сформировалась с начала 2024 г.) усиливается.

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

Реальные располагаемые доходы населения^{1, 3}



Реальная начисленная заработная плата

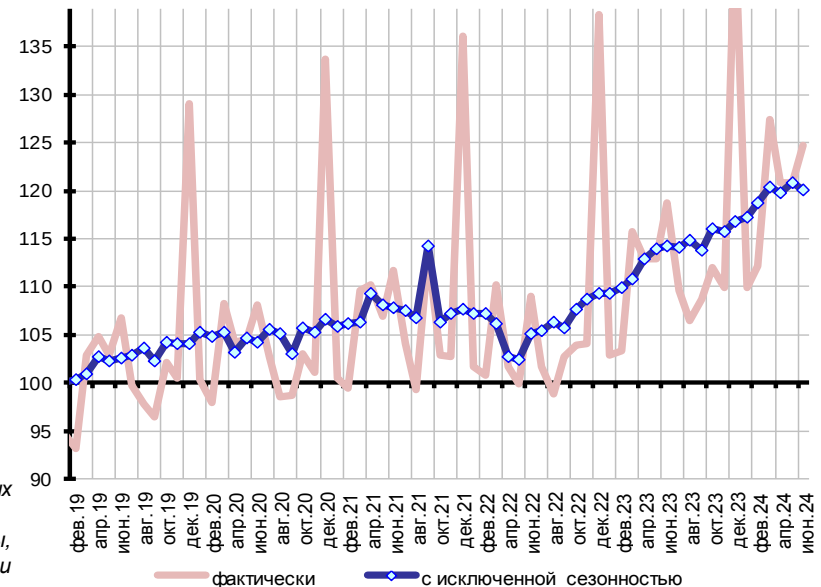


В июне рост *реальной заработной платы*, в целом, приостановился: сейчас налицо, скорее, стабилизация (первый квартал: +0.9% в среднем за месяц, апрель: -0.9%, май: +0.9%, июнь: -0.4%, сезонность устранена). Возобновится ли рост зарплат в условиях напряженности на рынке труда, или их динамика остановится из-за усиления проблем в корпоративном секторе — пока не ясно.

Динамика *основных реальных денежных доходов населения*², в целом, следует за реальной заработной платой (первый квартал: +1.0% в среднем за месяц, апрель: -0.4%, май: +0.8%, июнь: -0.6%, сезонность устранена).

С учётом уточнения Росстатом данных, в I и II кв. наблюдается весьма интенсивный рост *реальных располагаемых доходов населения* (I и II кв.: по +1.7%, к предыдущему кварталу, 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 обновления данных

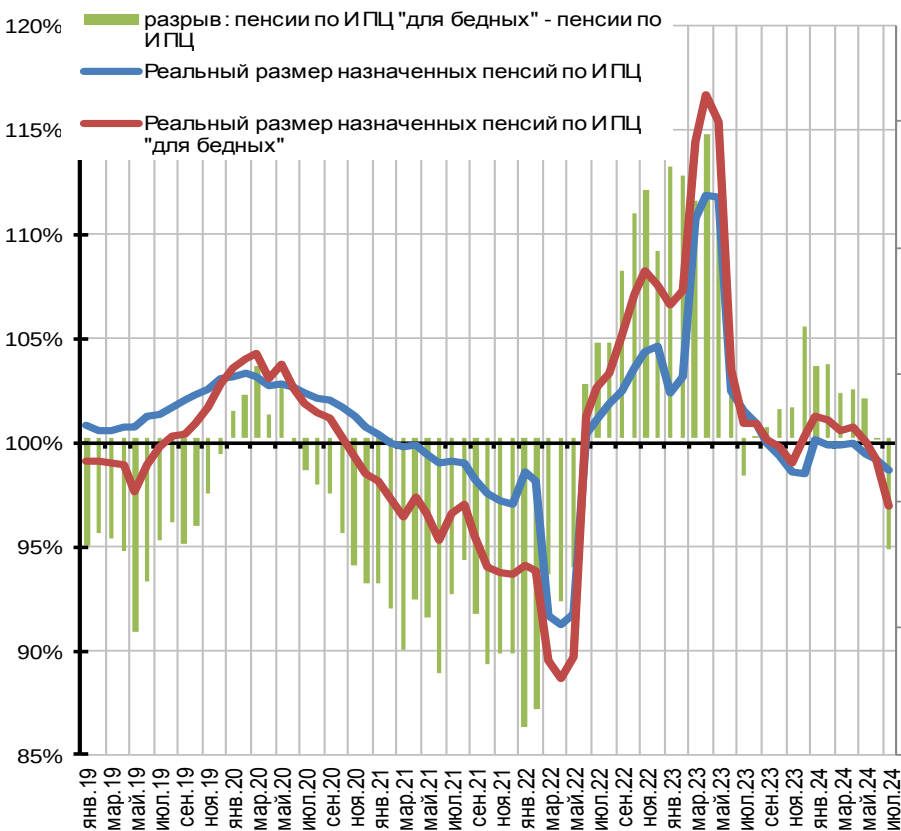
Реальная среднемесячная начисленная заработная плата (к соотв. месяцу прошлого года, июнь, %)



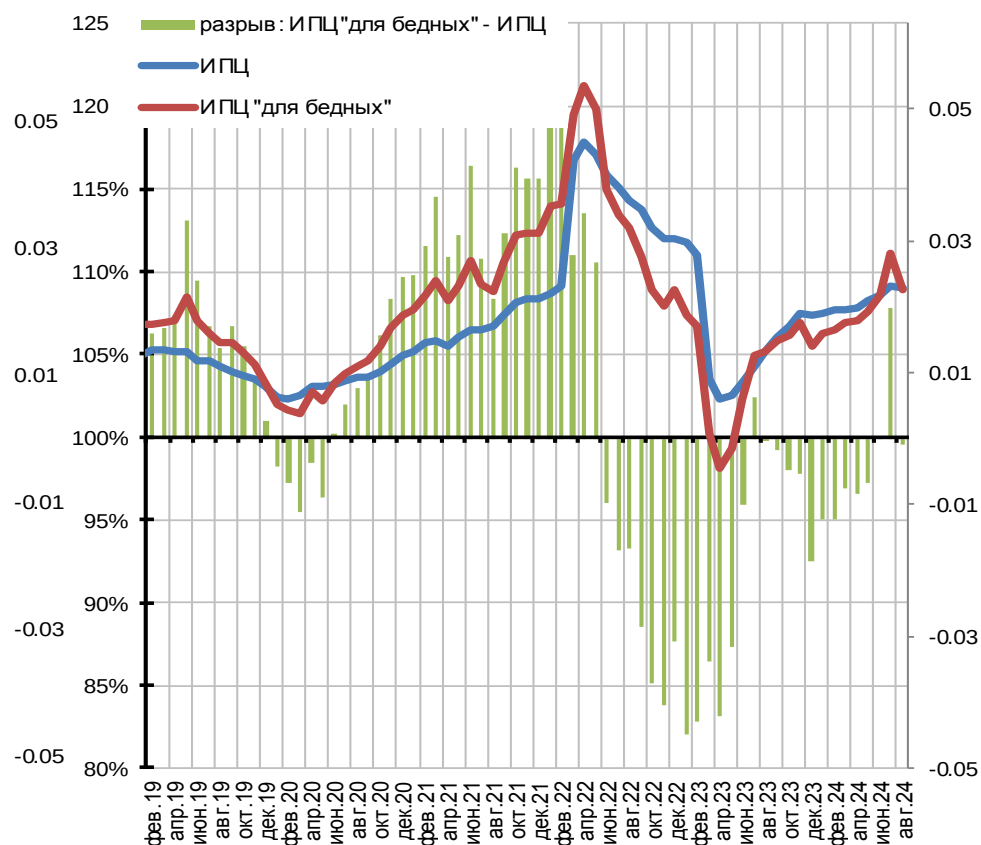
В июне 2024 г. в *отраслевой структуре роста реальной заработной платы* (в годовом выражении) происходили два процесса. С одной стороны, исчерпывался эффект майского скачка в административной деятельности, операциях с недвижимым имуществом и в строительстве, - прирост зарплат стал более равномерным. Во-вторых (и это, в целом, соответствует динамике зарплаты в реальном выражении) в июне по ряду отраслей прирост в годовом выражении оказался меньше, чем в мае (а раньше рост, в целом, ускорялся): похоже, что импульс роста оплаты труда действительно стал затихать. Впрочем, ближайшие месяцы покажут это более определенно.

Инфляция «для бедных»

Реальный размер назначенных пенсий^{1, 2}
(% к соотв. месяцу предшествующего года)



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



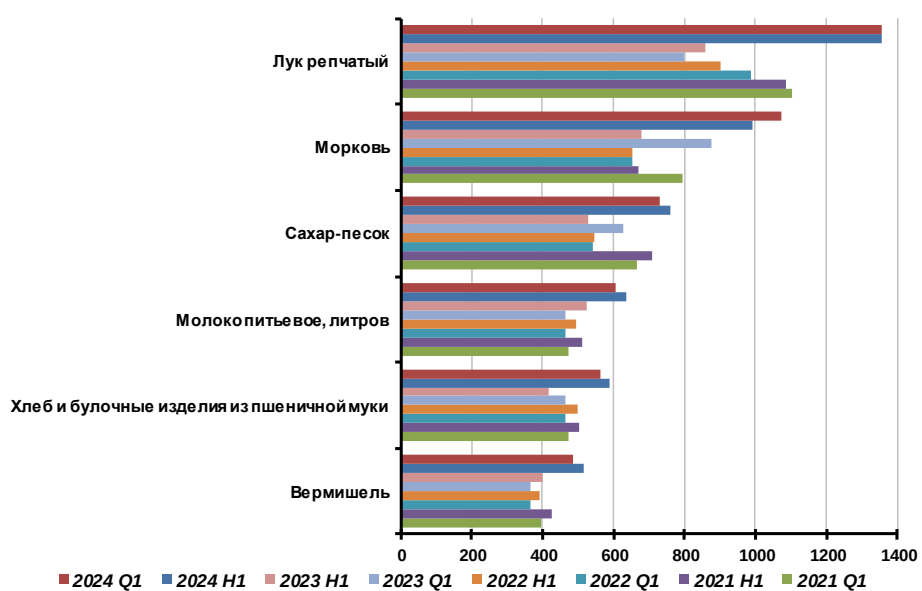
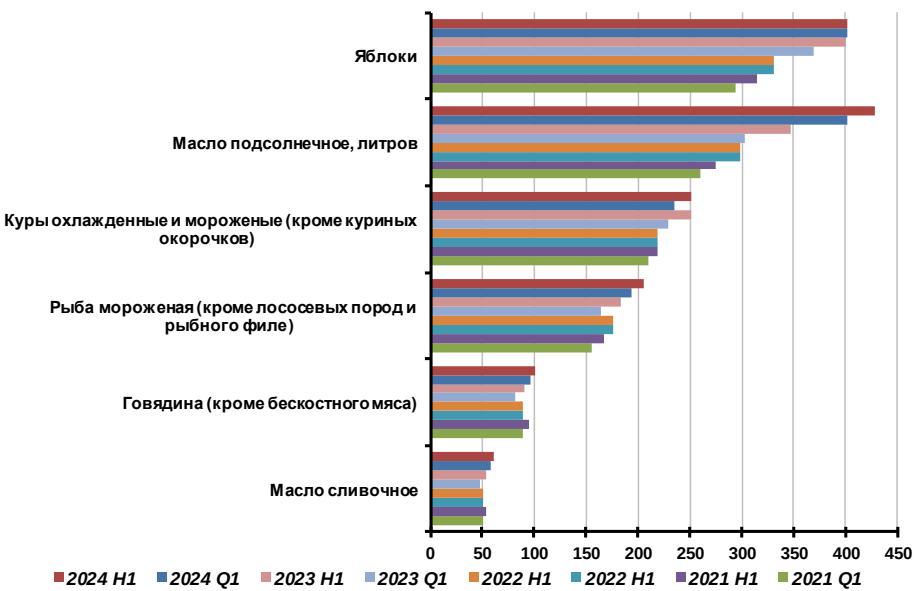
Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции («инфляции для бедных») по состоянию на август «вышел в ноль»: рост цен по «корзине потребления малообеспеченных» совпал с уровнем инфляции.

По состоянию на июль реальный размер пенсий (индикатор динамики благосостояния бедного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, находится в «отрицательной» зоне (пенсии в реальном выражении меньше чем год назад), как по официальному индексу инфляции, так и, особенно, с коррекцией по «корзине бедных».

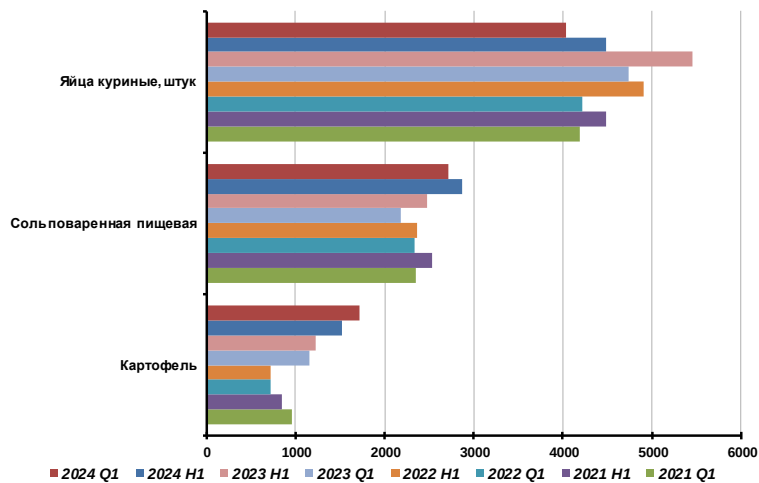
¹ Корзина для бедных - скорректированный индекс, включающий в себя: минимальный набор продуктов питания (без животного масла, алкогольных напитков, «прочих продовольственных товаров»), медикаменты, синтетические моющие средства, услуги ЖКХ (без услуг гостиниц) и транспорта

² Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным СФР

Покупательная способность среднестатистических денежных доходов населения по основным продуктам питания, I полугодие (кг в месяц)

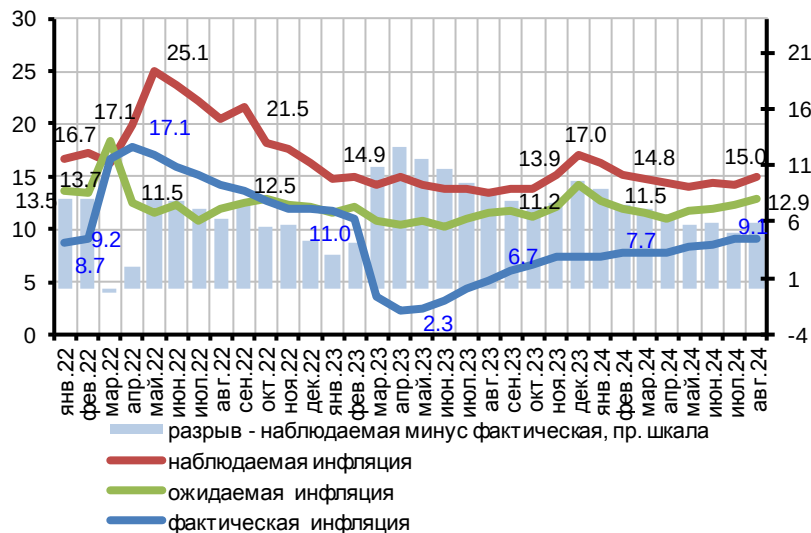


Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия сейчас, по состоянию на первое полугодие, остается, в целом, выше, чем в предшествующие годы. Исключением остаются яйца (эффект предшествующих подорожаний), снизившая, по сравнению с итогами первого квартала, ценовую доступность курятина, и яблоки, где рост цен продолжается до сих пор.

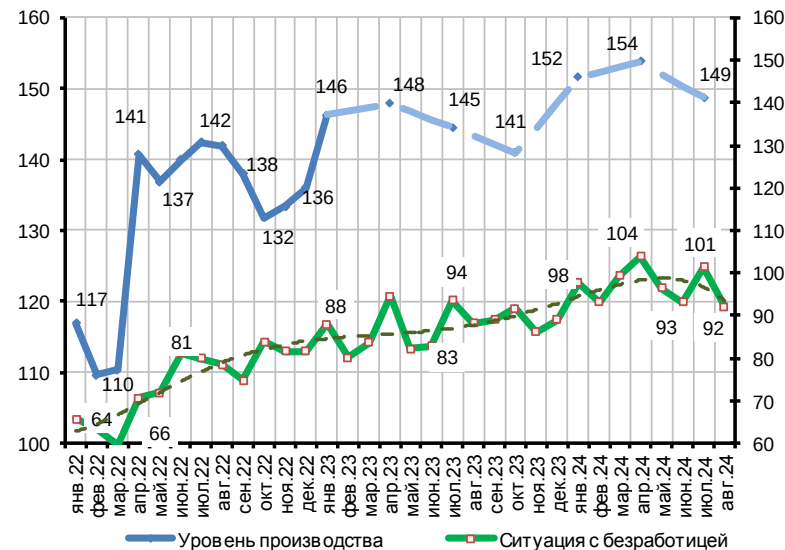


Оценки макроэкономических показателей населением¹

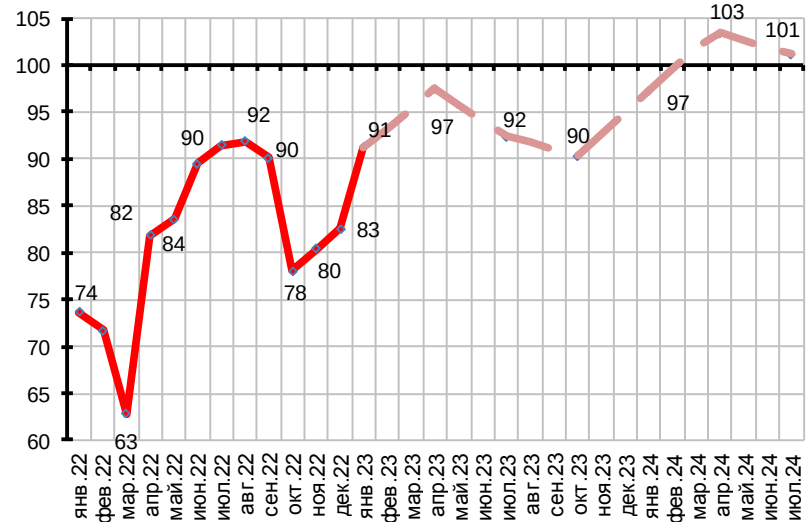
Инфляционные ожидания (годовых, в %)



Индексы уровня производства и безработицы (пункты)



Индекс уровня жизни (пункты)²



Оценки населением макроэкономической ситуации по состоянию на июль-август существенно ухудшились, причем ухудшение имело место практически по всем параметрам – и без очевидных шоков в экономике (если не считать информационного давления со стороны Банка России об исчерпанности потенциала роста, сопровождавшего повышение ключевой ставки и обсуждение проблем с платежами в Китай):

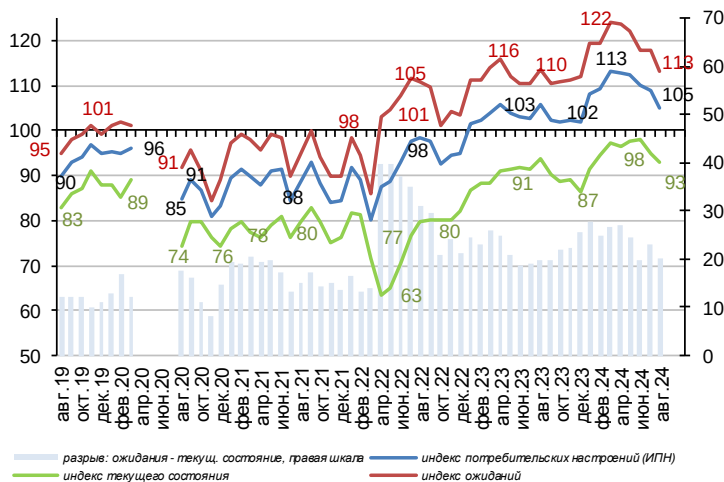
- оценки ожидаемой и наблюдаемой инфляции возобновили повышение, с разрывом примерно в 6 проц. пунктов от фактической инфляции;
- начали ухудшаться (на фоне в общем-то вполне устойчивой макроэкономической ситуации) оценки производства, безработицы (!) и уровня жизни (здесь, возможно, добавился фактор отмены льготной ипотеки).

Похоже, что предшествующий (не вполне обоснованный) «перелёт» оценок ситуации в прошлом сменился их столь же избыточной коррекцией.

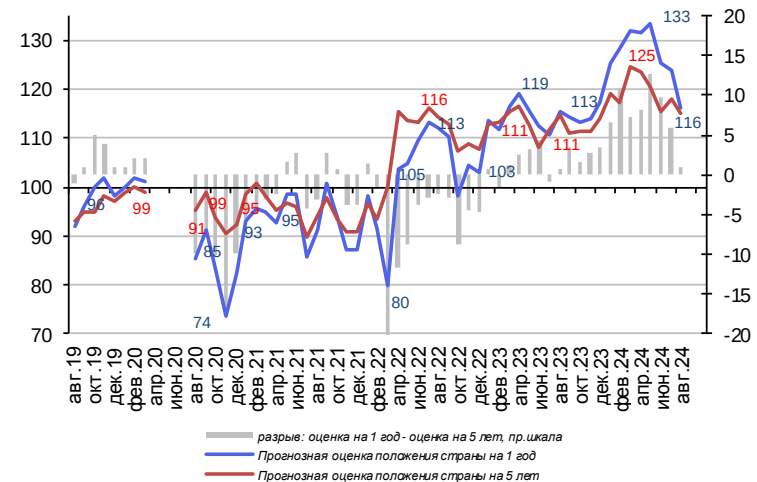
¹ Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Вопрос об уровне производства и уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

Потребительские настроения населения

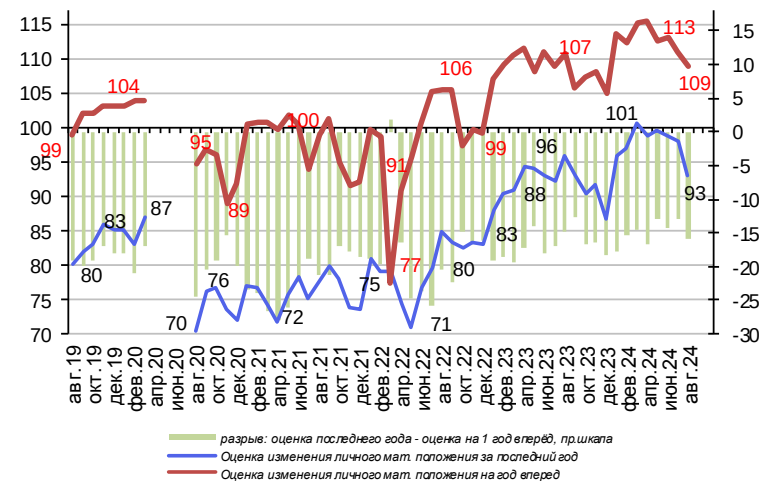
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

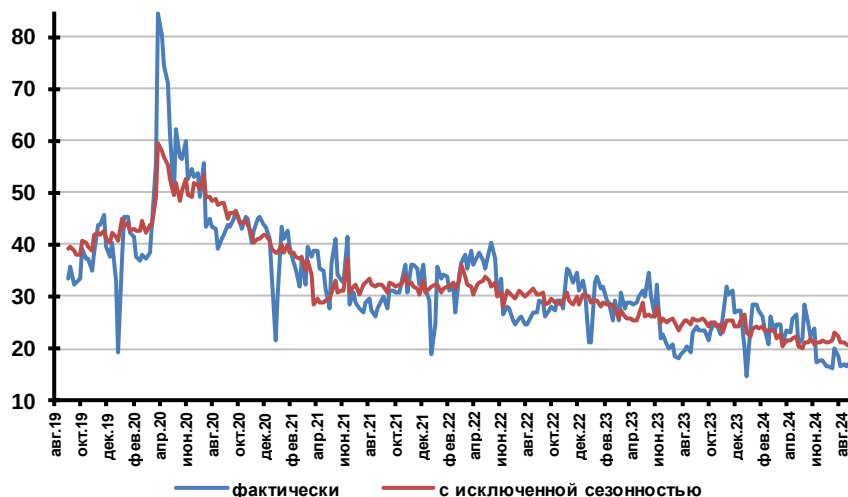


В части *потребительских настроений населения* в последние месяцы наблюдается почти тотальное ухудшение, причём как оценок текущего состояния, так и перспектив, причём и положения домохозяйств, и экономического положения страны в целом. Единственное «светлое пятно» на этом фоне – то обстоятельство, что оценка ожиданий, хотя и снизилась, остаётся в положительной области.

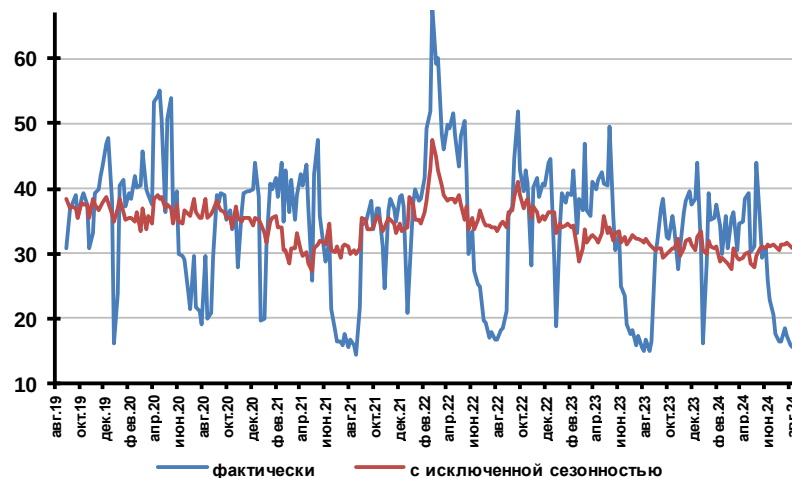
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «ИНФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

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* еще чуточку снизился – по данным с исключенной сезонностью, видимо, формируется новый тренд к снижению. Ситуация, когда косвенные социологические оценки являются более оптимистичными, чем прямые данные, говорит о том, что в прямых оценках населением ситуации на рынке труда доминирует эмоциональный «негативный перелёт».

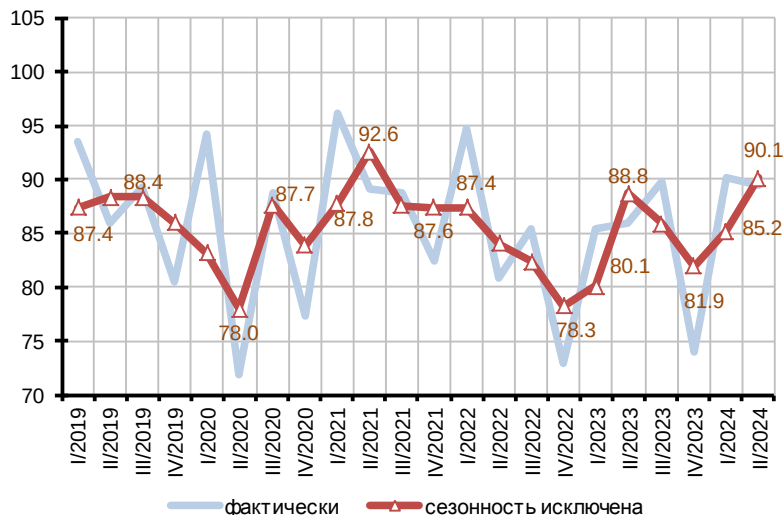
В части *общего беспокойства «индекс страхов»* ещё совсем немного подрос, в целом оставшись на уровне лета 2023 г. или рубежа 2023/2024 гг. Отсюда, изменение оценок ситуации населением связано, очевидно, не с «курским кризисом» и рисками безопасности, а с иными, не улавливаемыми подобными замерами, факторами.

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.

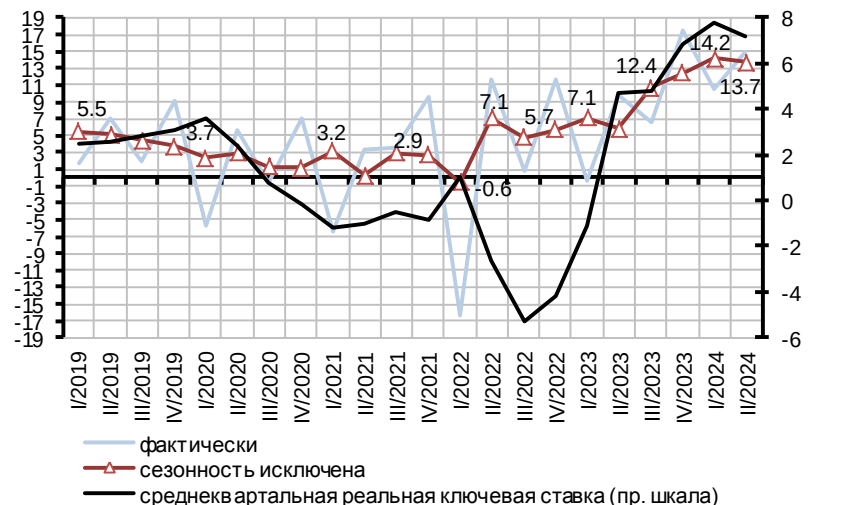
² Индекс страхов населения изменяется от 0 до 100, отражает запросы в Google, характеризующие основные опасения населения – рост цен, безработица, кризис, бедность, экология, преступность и проч., рассчитывается ЦМАКП.

Норма потребления и норма сбережений населения

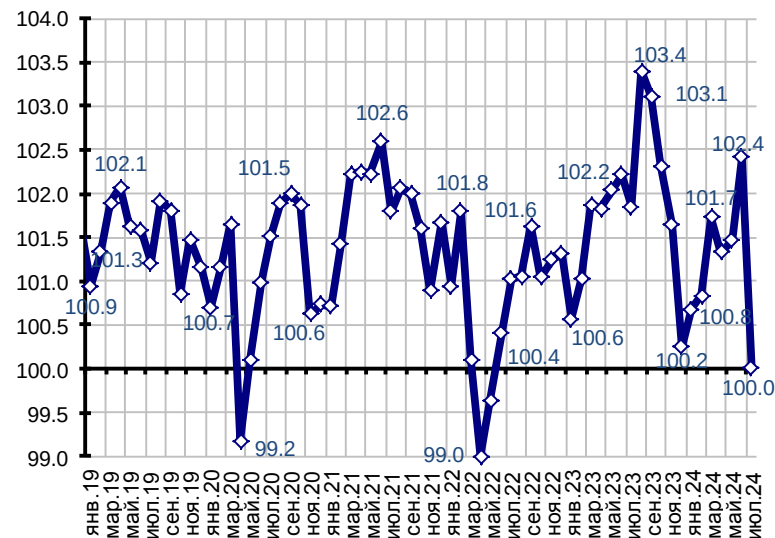
Норма потребления¹ (% к располагаемым доходам)



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



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



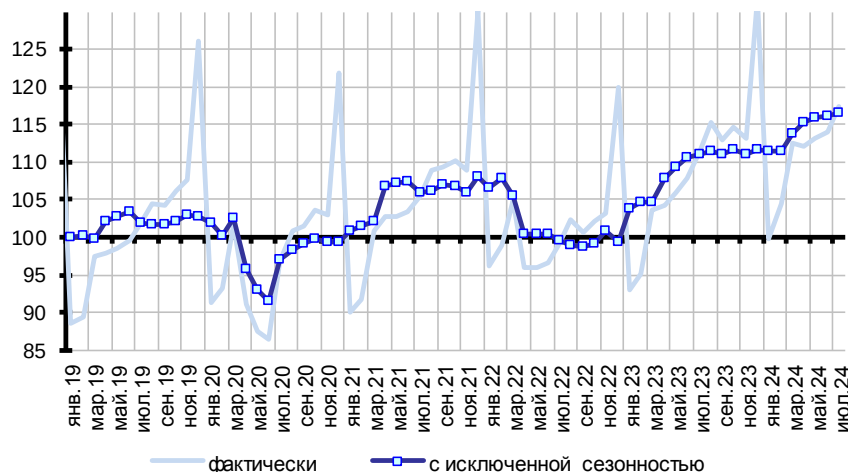
В сфере *потребительского поведения* населения во II кв. на фоне стабильно высоких реальных процентных ставок стабилизировалась норма сбережения населения во вкладах (сезонность устранена). На этом фоне закрепился рост *нормы потребления*. Возможно, налицо сочетание «кризисного потребления» (на фоне ожидания ухудшения условий потребкредитования с перетоком в потребление товаров и услуг части средств, ранее использовавшихся для покупки жилья в условиях «запретительных» условий по ипотеке). Прирост *кредитования населения*, на фоне повысившихся процентных ставок и изменения условий по ипотеке, сжался до нуля.

¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2014 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2024 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе

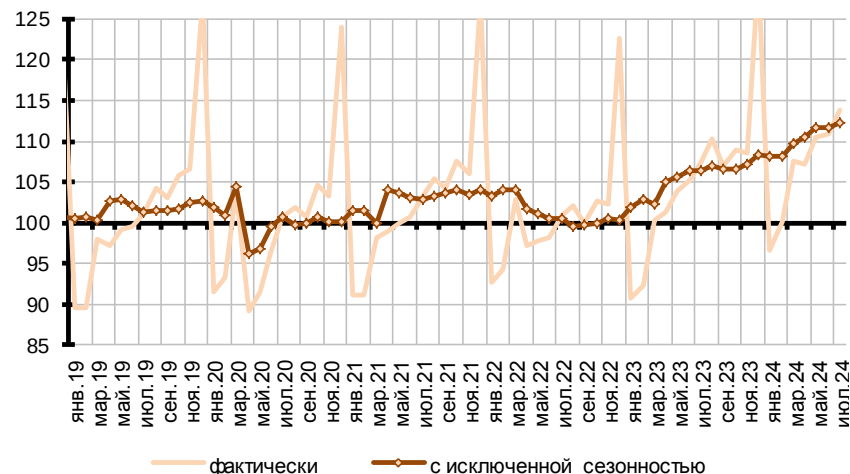
² Методология Росстата 2014 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов

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

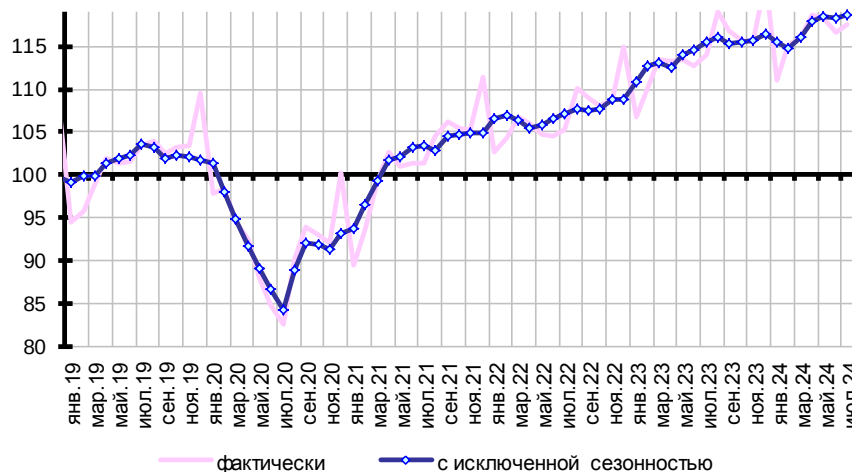
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



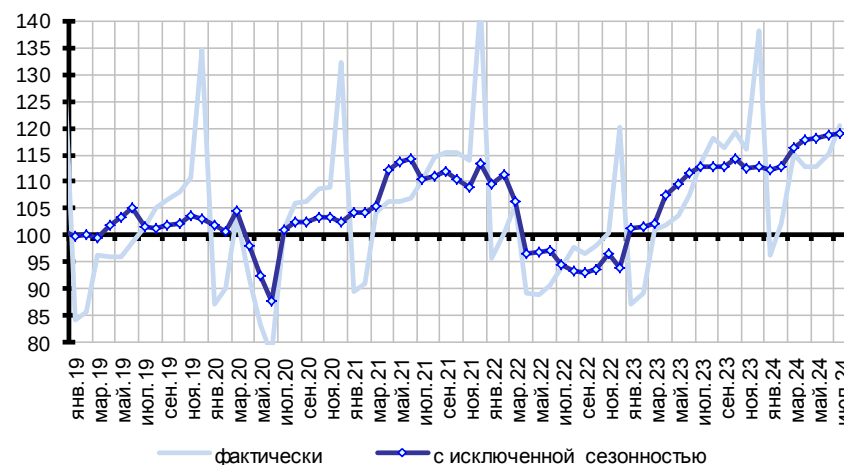
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



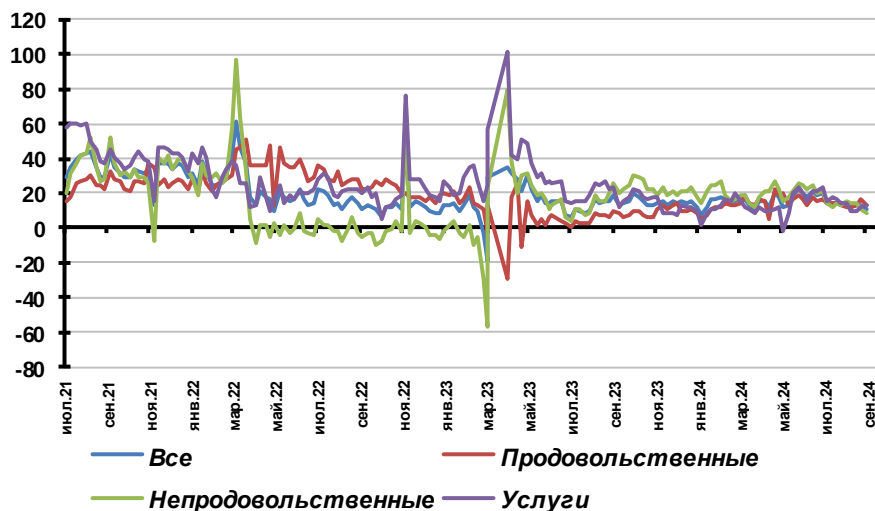
Оборот непродовольственными товарами



Потребление населения, в целом, продолжает расти - правда, его динамика замедлилась (что вполне естественно в условиях притормозившегося роста доходов). Если в апреле прирост потребительских расходов составлял +1.2%, а в мае +0.7%, то в июне всего +0.2%, в июле +0.4% (сезонность устранена). Как уже отмечалось, замедление имеет практически фронтальный характер. В меньшей степени оно коснулось неэластичных к доходам *продаж продовольствия* (апрель: +0.8%, май: +0.9%, июнь: +0.1%, июль: +0.6%, сезонность устранена). В наибольшей – высокочувствительных к динамике доходов потребления непродовольственных товаров и платных услуг.

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* наблюдается, в целом, явный тренд к медленному торможению динамики потребления.

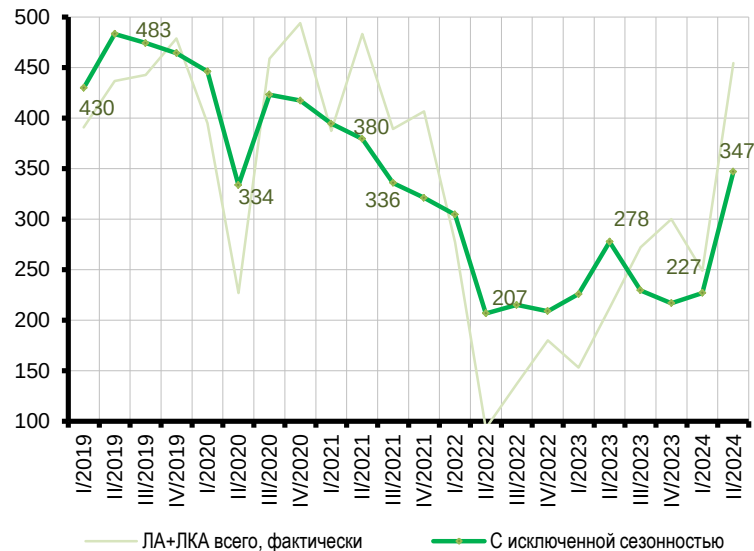
Структурно, по мере завершения сезона отпусков, наметилась «нормализация»: упали затраты на развлечения, турагентства и организации общественного питания; выросли – на автозапчасти (поддержка ранее поставленных импортных машин), салоны красоты (начало рабочего сезона), продуктовые магазины.

Противоречие с данными Росстата связано, скорее всего, с отсутствием снятия сезонности в случае данных Сбербанка (и неучётом наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли).

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

Продажи новых автомобилей (тыс. штук)

Легковых автомобилей (ЛА) и легких коммерческих автомобилей (ЛКА) всего¹



Легковых автомобилей (ЛА) и легких коммерческих автомобилей (ЛКА) по типам¹

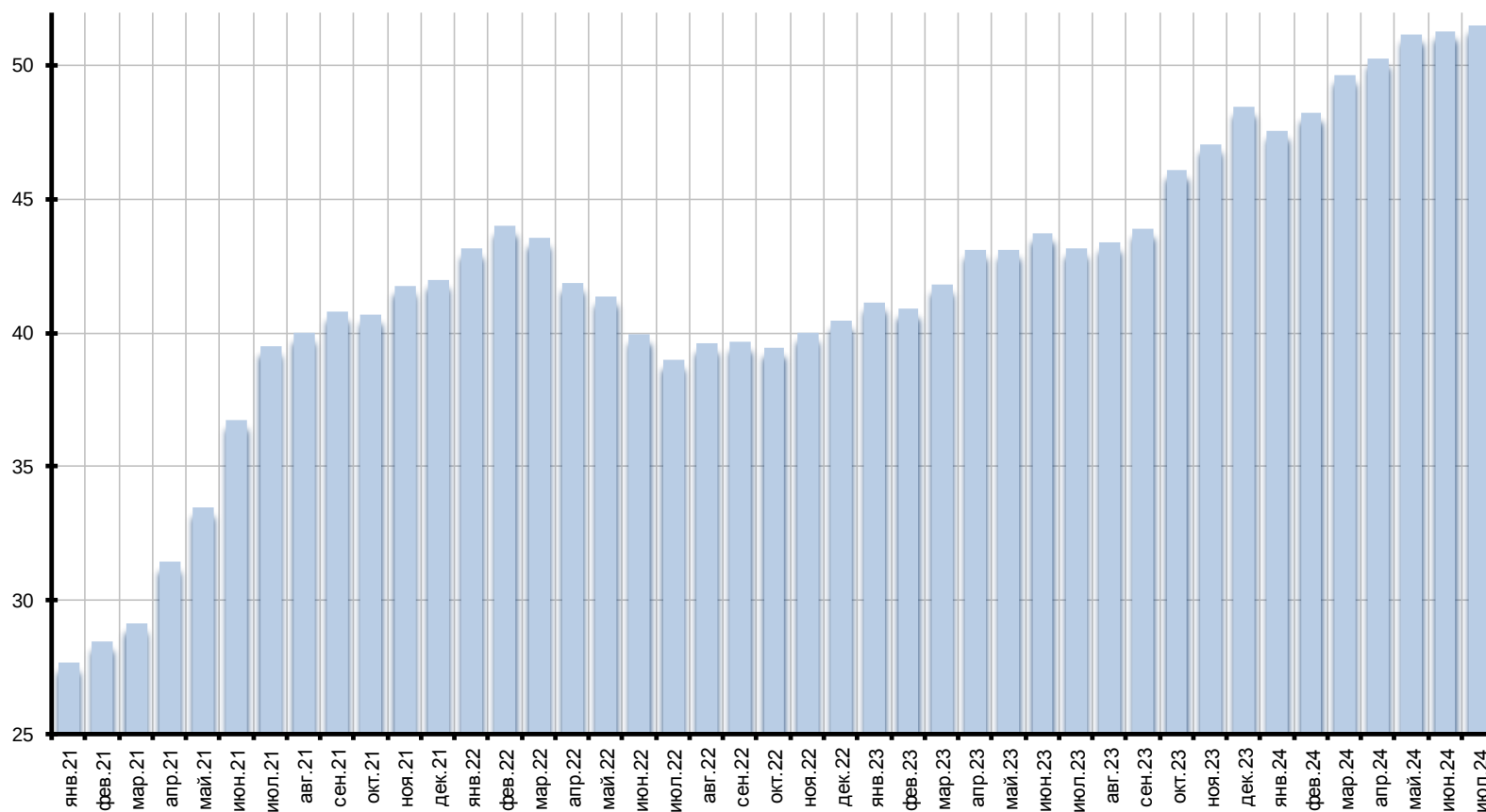


На рынках легковых автомобилей и ЛКА во II кв. наблюдается скачок продаж. Учитывая структуру рынка, наверняка этот рост – результат скачка продаж легковых автомобилей практически до уровня конца 2021 г. (сезонность устранена). Он, вероятнее всего, связан с «кризисным скачком» потребления на фоне ожиданий дальнейшего скачка процентной ставки («покупай сейчас – завтра будет дороже») – и, с высокой вероятностью, не продолжится.

Источник данных: <https://auto.vercity.ru>. Исходные ежемесячные и поквартальные данные опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса. 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-августе 2024 г. объем рынка оценен компанией в 1046 тыс. автомобилей, рост на 34% к 2023 г.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере поступления новых данных

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

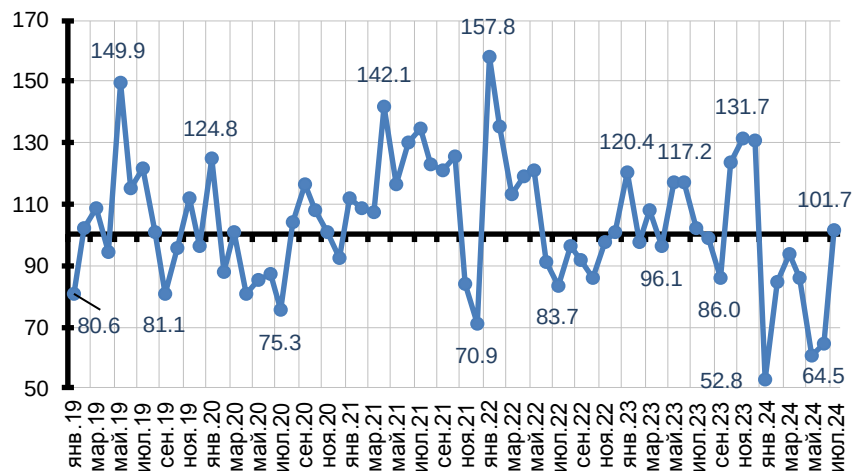


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в июле (в годовом выражении) стабилизировалось вблизи исторически максимального уровня.

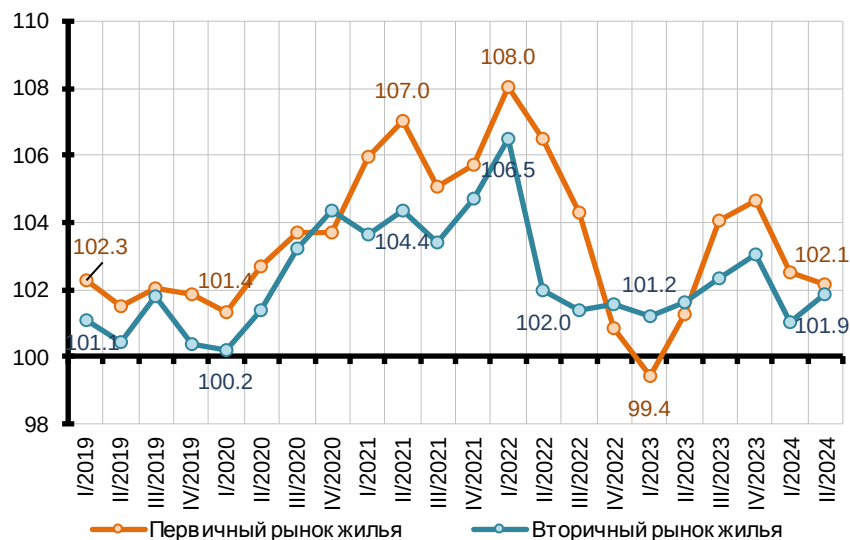
Рынок жилой недвижимости

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



В июле 2024 г. ввод многоквартирных жилых домов оказался на 1.7% выше по сравнению с показателем за аналогичный месяц прошлого года. За январь-июль 2024 г. объем введенного многоквартирного жилья сократился на 25.4% по отношению к соответствующему периоду прошлого года.

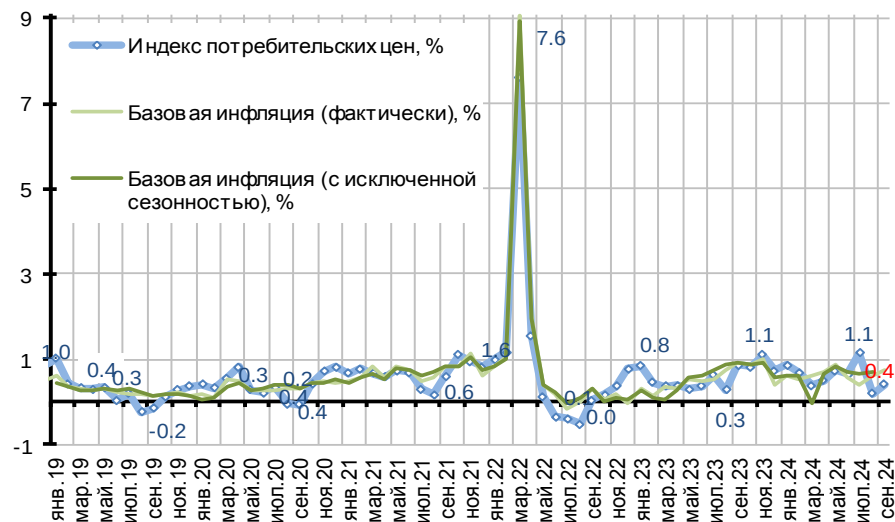
Индекс цен на рынке жилья,
(на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)



Во II кв. 2024 г. на первичном и вторичном рынке жилья продолжился небольшой рост цен (+2.1% и +1.9%, соответственно). Основная причина – повышенный спрос, вызванный ожиданием ухудшения условий кредитования. На первичном рынке жилья ажиотаж был вызван окончанием действия государственной программы субсидирования ипотеки под 8% с 1 июля. При этом, значительно возросший спрос привел к досрочному исчерпанию лимитов, из-за чего некоторые банки прекратили выдачу льготной ипотеки до официального завершения госпрограммы. Во II кв. 2024 г. на первичном рынке жилья количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) выросло на 44.7% по сравнению с I кв. 2024 г. При этом количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ увеличилось на 56.2%, их объем – на 20.6% по сравнению с I кв. 2024 г. На вторичном рынке жилья покупательскую активность поддерживало ожидание дальнейшего роста ключевой ставки. Во II кв. 2024 г. количество и объем выданных ИЖК возросли, в том числе из-за эффекта низкой базы, на 42.9% и 44.0%, соответственно, по сравнению с I кв. 2024 г.

Инфляция на потребительском рынке

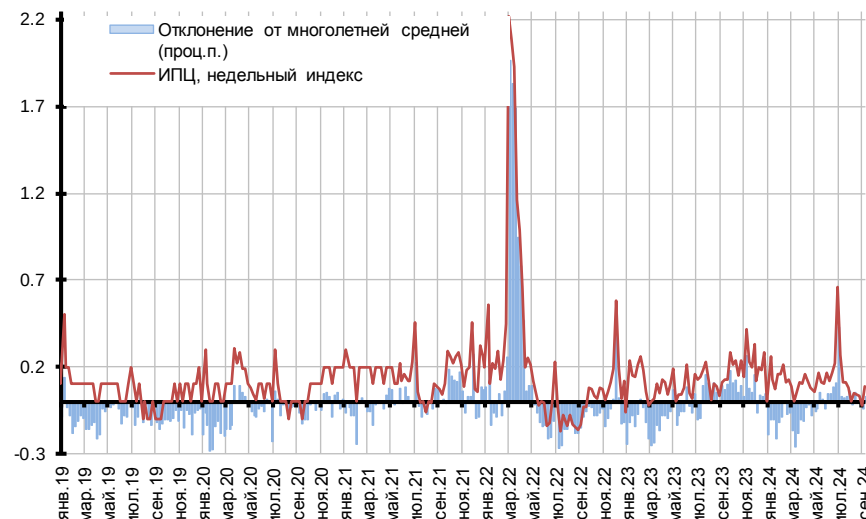
Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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



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

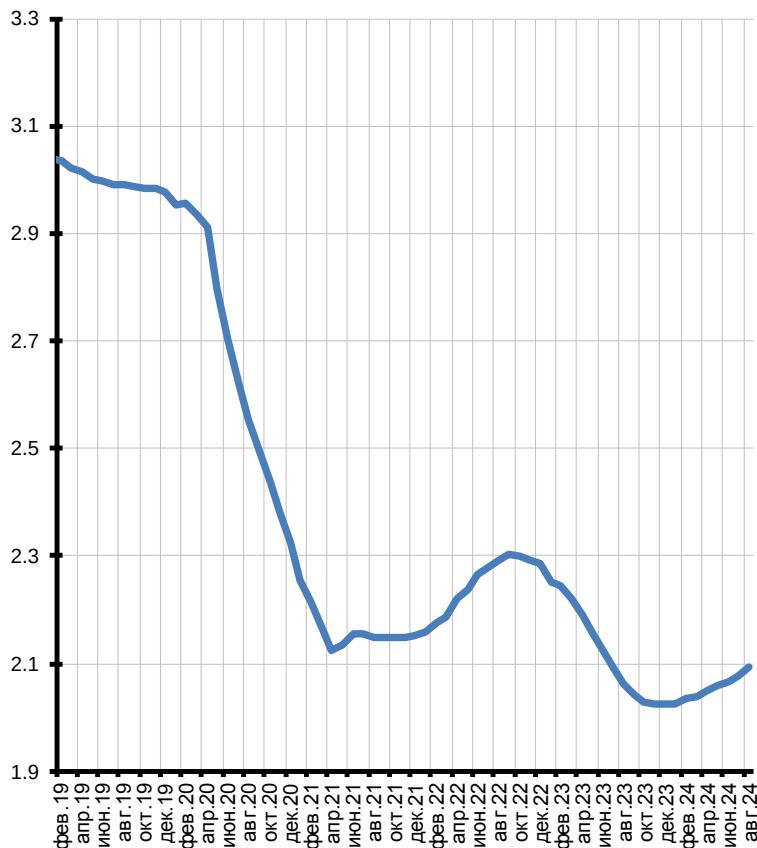


Инфляция, наконец, стабилизировалась (а осенью есть вероятность формирования тенденции к снижению). Если на пике годовой уровень инфляции достигал 9.05%, то в сентябре оценивается в 8.5-8.55% и по итогам года, как уже отмечалось, может выйти на 7.5-8.0%. Это снижение имеет фундаментальный характер: уровень базовой инфляции в годовом выражении составляет 8.6-8.7%.

Как уже отмечалось, сохраняется риск «импорта инфляции» с рынка нефтепродуктов и молочной продукции (вероятно, удорожание логистики).

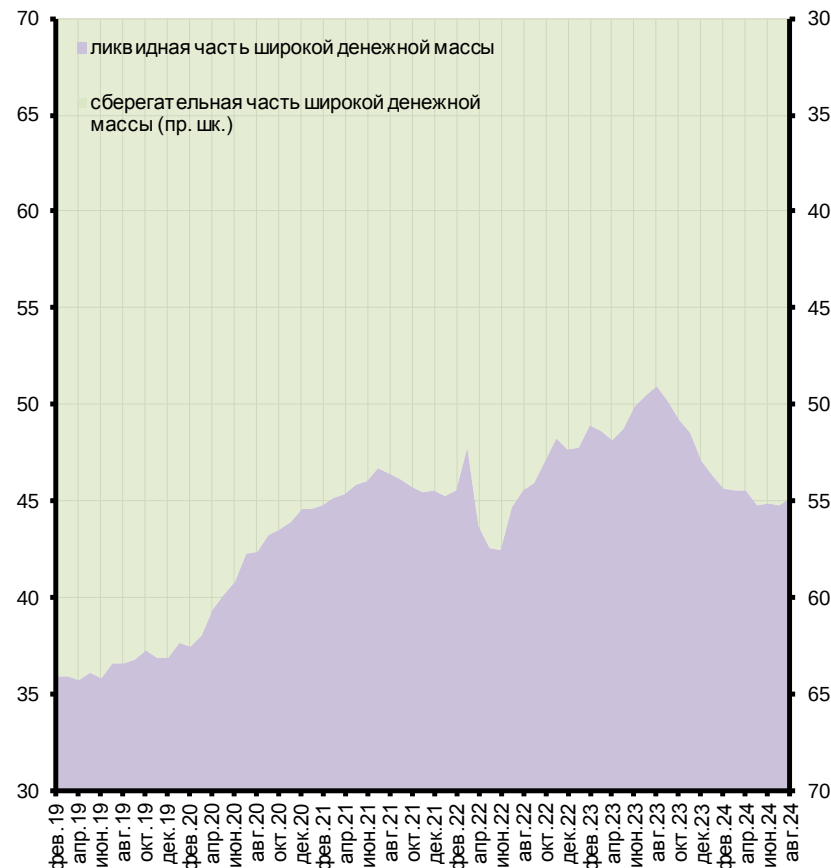
Оборачиваемость денежных средств

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



¹ Отношение величины потребления населения (сумма розничного товарооборота и платных услуг) и к величине рублевых транзакционных денежных средств населения (наличные деньги и текущие счета)

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



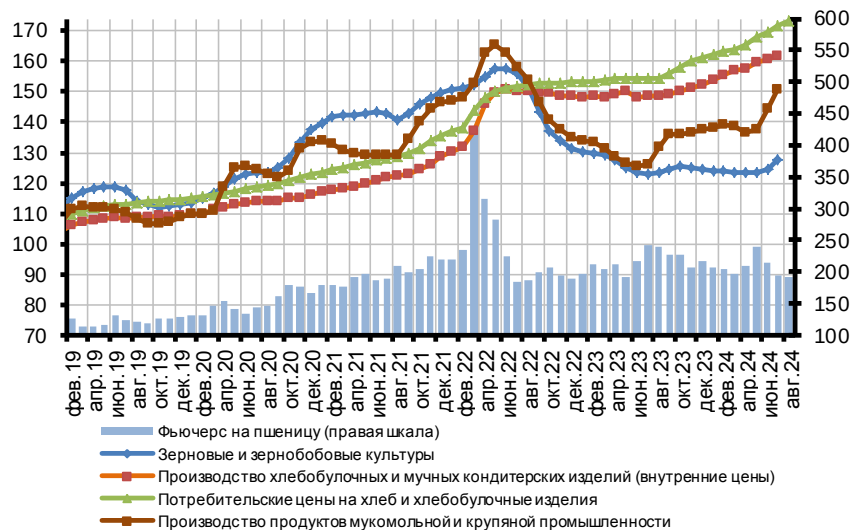
² Агрегат M2X. С учетом валютной переоценки.

Ситуация в части монетарного давления на инфляцию продолжает ухудшаться. Скорость оборота ликвидной части широкой денежной массы продолжает стабильно расти (что означает, автоматически, больший инфляционный эффект от расширения денежной массы). С другой стороны, доля ликвидной части широкой денежной массы пока не начала сколько-нибудь значительно уменьшаться, несмотря на повышение ставок.

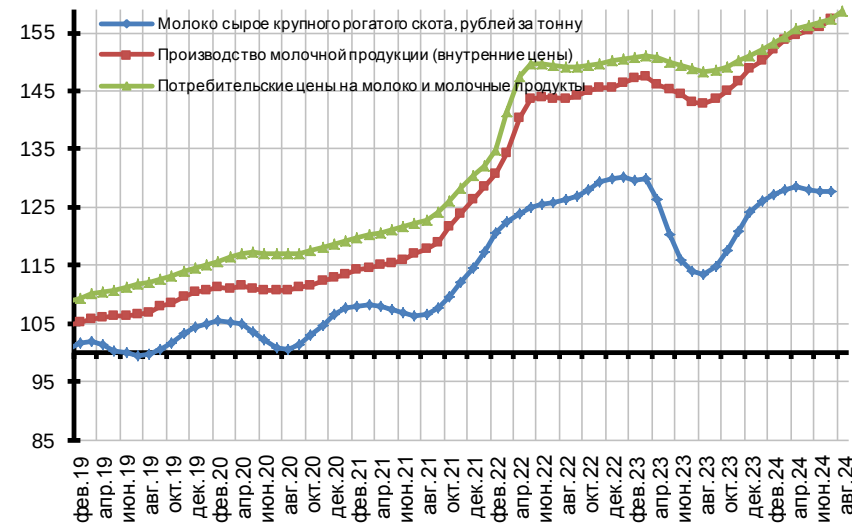
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

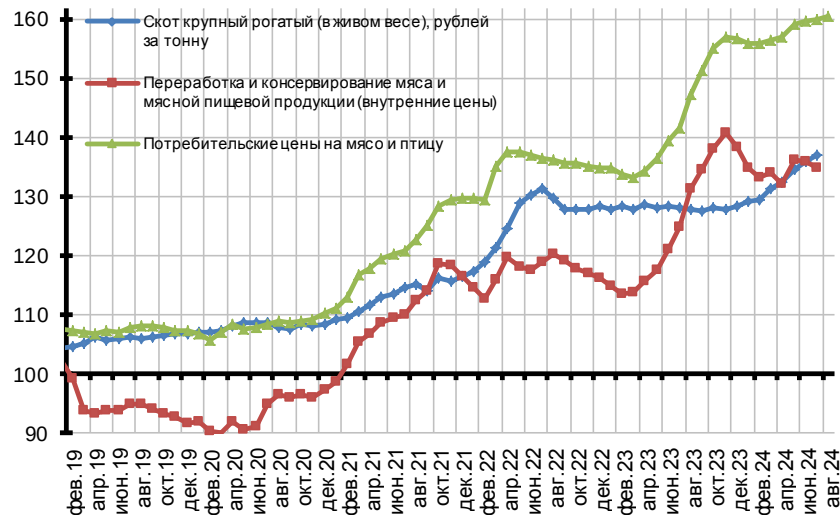
Цены на хлеб



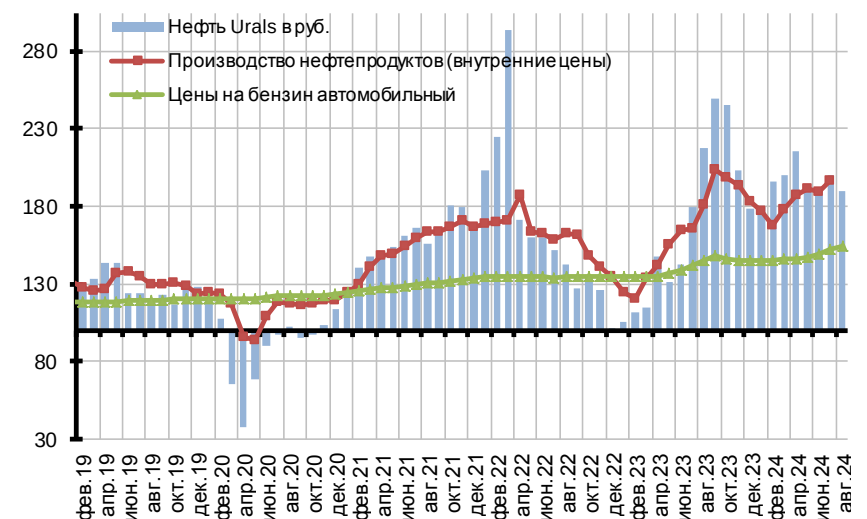
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

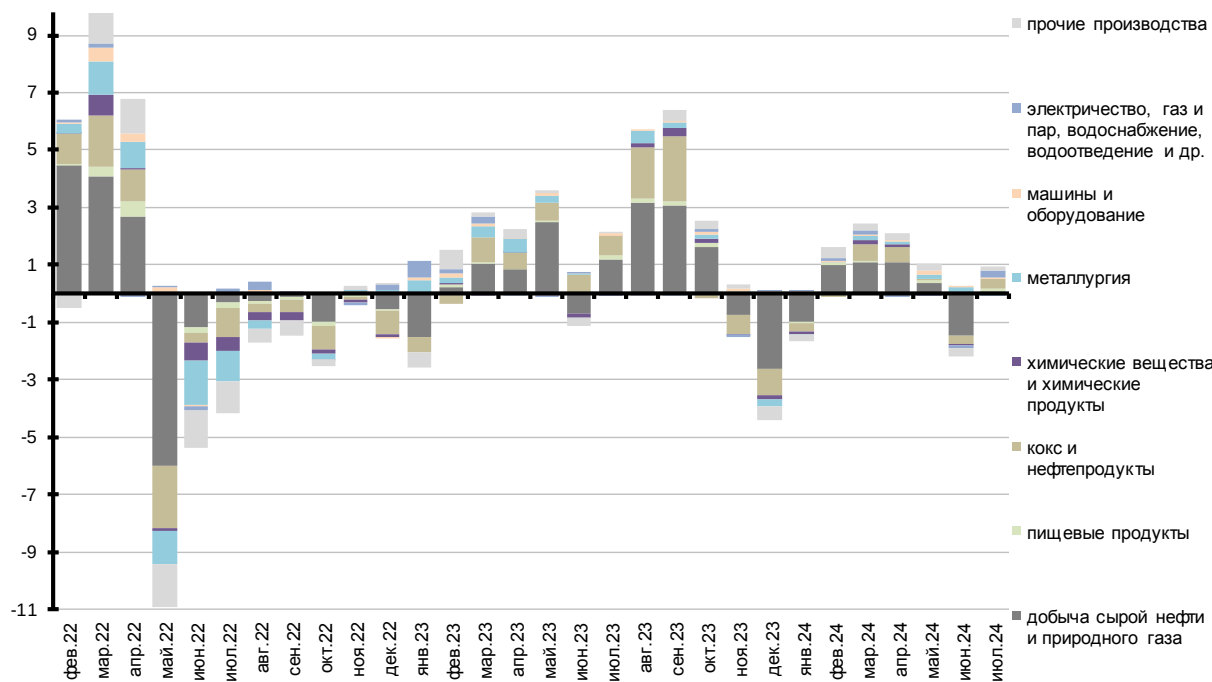


Цены на топливо

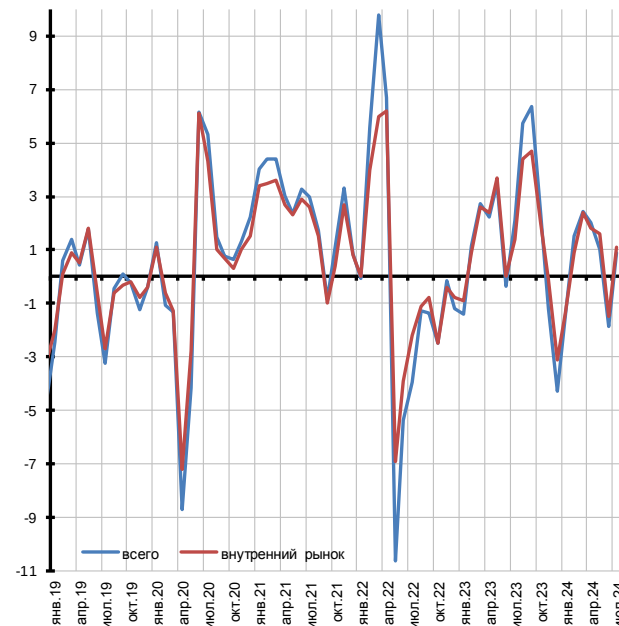


Структура цен производителей в промышленности

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



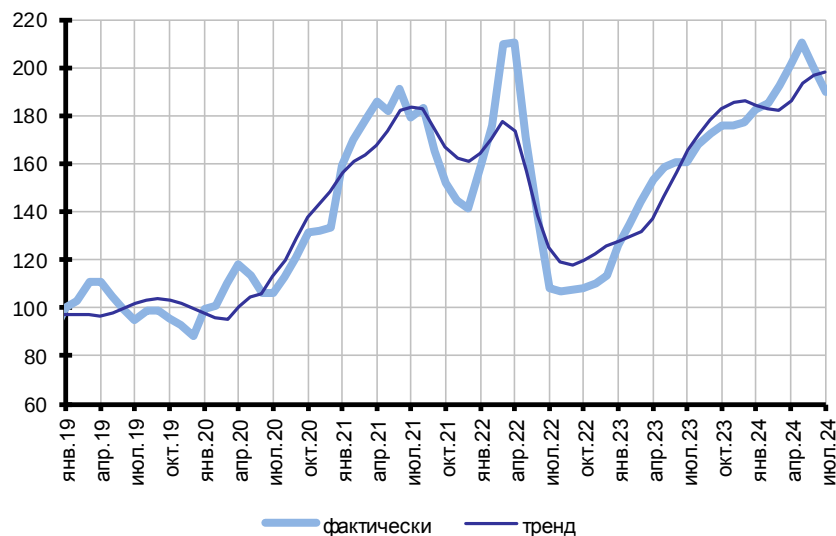
Индекс цен производителей (%)



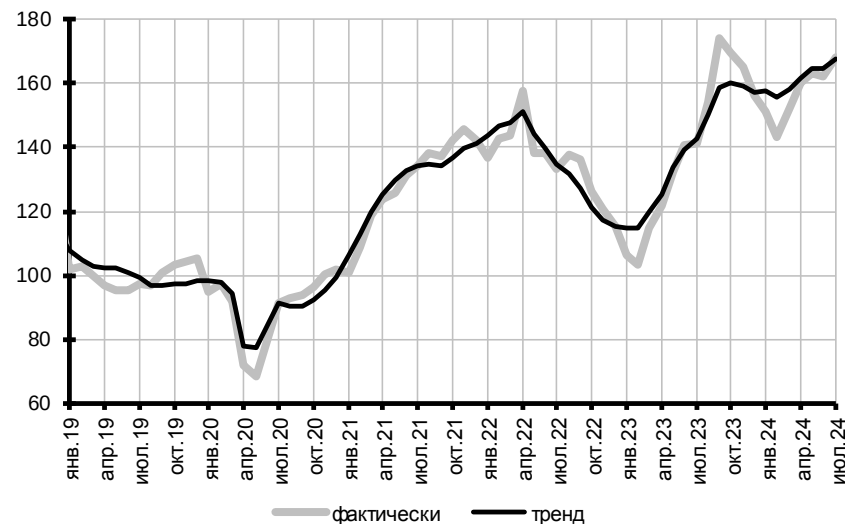
На рынках промышленной продукции, возобновился медленный, но почти фронтальный (без ярко выраженного лидера) рост цен.

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

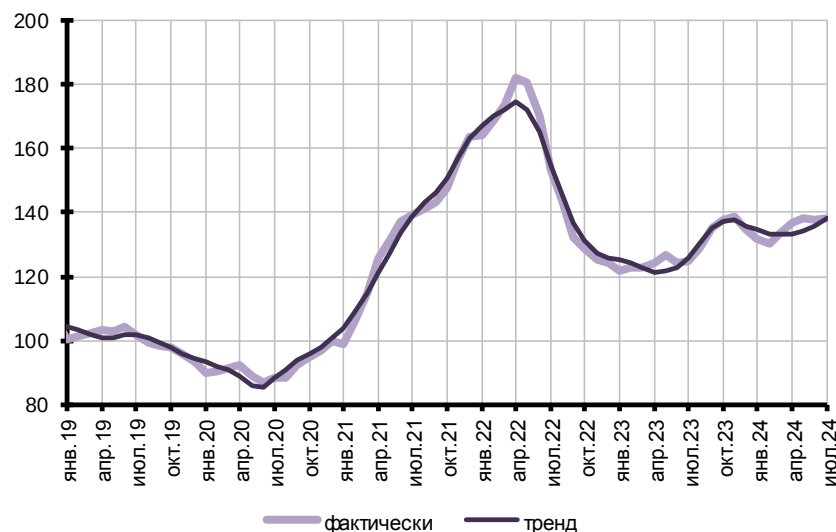
Добыча металлических руд



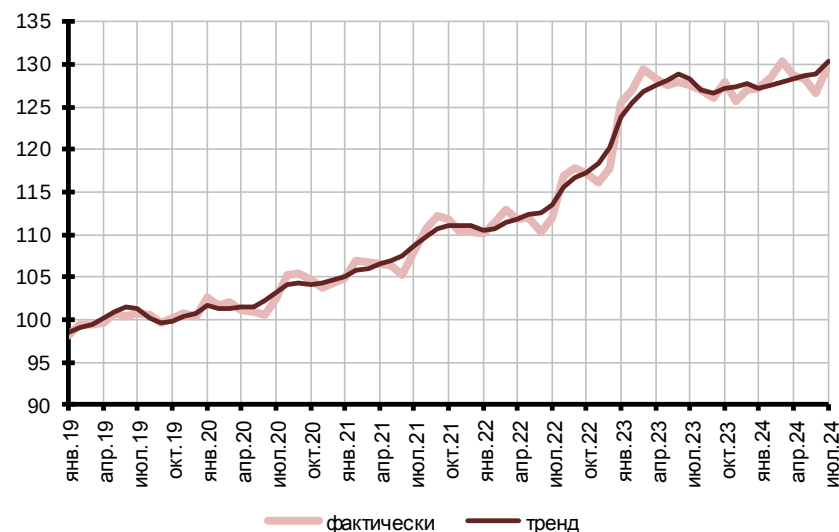
Производство нефтепродуктов



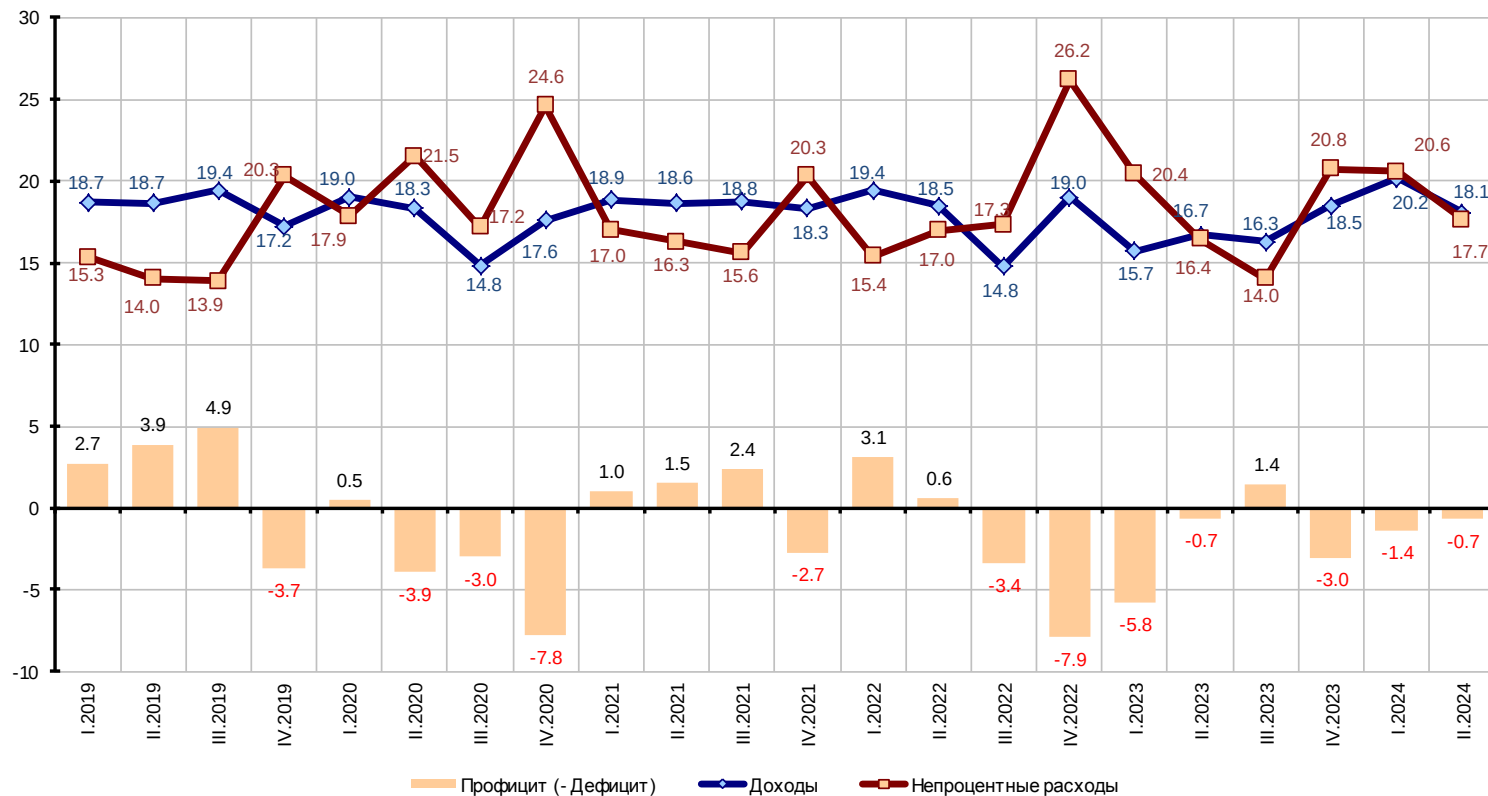
Производство основных химических веществ, удобрений и азотных соединений, пластмасс и синтетического каучука в



Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



Федеральный бюджет



По итогам I пол. 2024 г. *доходы федерального бюджета* составили 17.1 трлн руб., *расходы* – 18.0 трлн руб., *дефицит* – 0.9 трлн руб. (19.1%, 20.1% и -1.0% ВВП, соответственно). За этот период по сравнению с I пол. 2023 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 38.0%, при этом прирост нефтегазовых доходов составил 68.5%, а нефтегазовых - 26.6%. Положительная динамика доходов определяется более высокими нефтяными котировками Юралс, поступлениями крупных неналоговых доходов и НДС, а также влиянием эффекта низкой базы (относительно низкие поступления доходов год назад). В целом, динамика исполнения доходов соответствует планам: нефтегазовые и нефтегазовые доходы бюджета за I пол. исполнены на 49.5% и 48.4% от утверждённых значений на 2024 г. Во II кв. 2024 г. динамика непроцентных расходов федерального бюджета стала снижаться, оставаясь при этом выше II кв. 2023 г - 17.7% квартального ВВП. Непроцентные расходы во втором квартале были ниже доходов, что свидетельствует в пользу сохранения сбалансированности бюджета. Таким образом, по итогам января-июня федеральный бюджет представляется устойчивым, а его исполнение соответствует запланированной траектории.

Структура доходов бюджетной системы

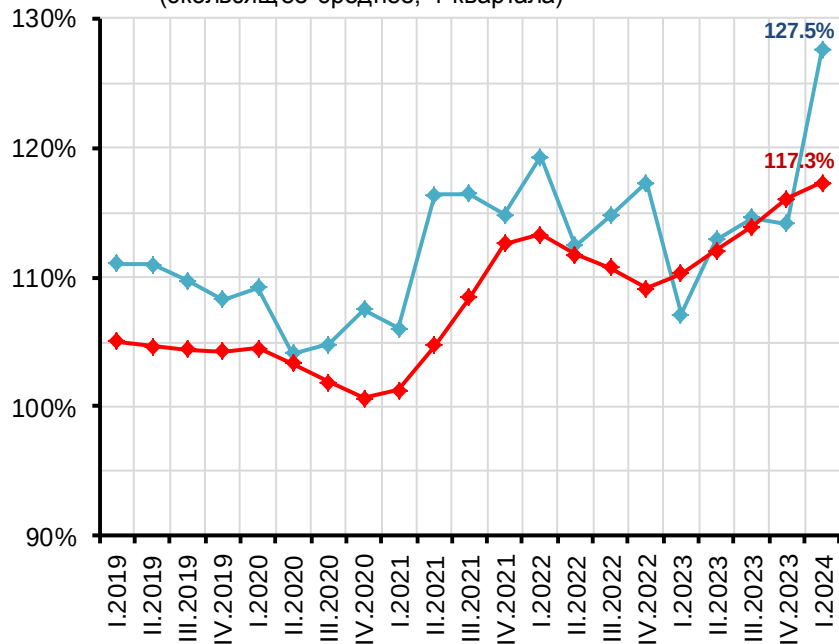
Млрд руб.	6 мес. 2024			6 мес. 2023			Среднее (6 мес. 2019-2024 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	32 783	29.1%	100.0%	25 384	-3.5%	100.0%	12.9%	100.0%
Нефтегазовые доходы в том числе	5 698	68.5%	17.4%	3 382	-47.0%	13.3%	19.4%	17.5%
Нефть и нефтепродукты	3 012	54.2%	9.2%	1 953	-45.6%	7.7%	7.3%	10.9%
Газ и газовый конденсат	1 398	36.2%	4.3%	1 026	-41.8%	4.0%	26.8%	4.3%
Налог на дополнительный доход	1 042	158.6%	3.2%	403	-60.6%	1.6%	143.5%	2.1%
Ненефтегазовые доходы в том числе	27 085	23.1%	82.6%	22 003	10.3%	86.7%	13.5%	82.5%
Налоги на доходы и прибыль	7 284	2.2%	22.2%	7 130	5.1%	28.1%	11.2%	24.6%
Налоги на потребление	7 082	5.4%	21.6%	6 721	14.4%	26.5%	11.8%	23.7%
Налоги на имущество	766	-1.3%	2.3%	776	15.8%	3.1%	5.6%	2.8%
Налоги на добычу	214	-9.8%	0.7%	237	10.2%	0.9%	24.7%	0.7%
Таможенные пошлины	884	45.7%	2.7%	607	33.2%	2.4%	23.8%	2.1%
Страховые взносы	6 745	35.7%	20.6%	4 972	10.5%	19.6%	13.2%	19.7%
Прочие доходы	4 111	163.4%	12.5%	1 561	8.1%	6.1%	45.7%	9.0%

По итогам января-июня 2024 г. доходы бюджетной системы в целом значительно превысили аналогичный показатель 2023 г. (+29.1%) за счет роста как нефтегазовых, так и ненефтегазовых поступлений. Рост нефтегазовых доходов был обеспечен ростом налоговой базы относительно прошлого года ввиду более высокого уровня цен на энергоносители при более слабом курсе рубля. Однако значимый прирост ненефтегазовых поступлений обеспечен, преимущественно, страховыми взносами, таможенными пошлинами (действие гибких экспортных пошлин), а также прочих неналоговых поступлений: повышение утилизационного сбора, продажа рыболовных квот, а также процентные доходы от размещения бюджетных средств. При этом прирост ключевых налогов (налоги на доходы, прибыль, имущество, НДС, акцизы) находится ниже уровня инфляции – влияние оказывает начавшееся замедление деловой активности и потребительского спроса.

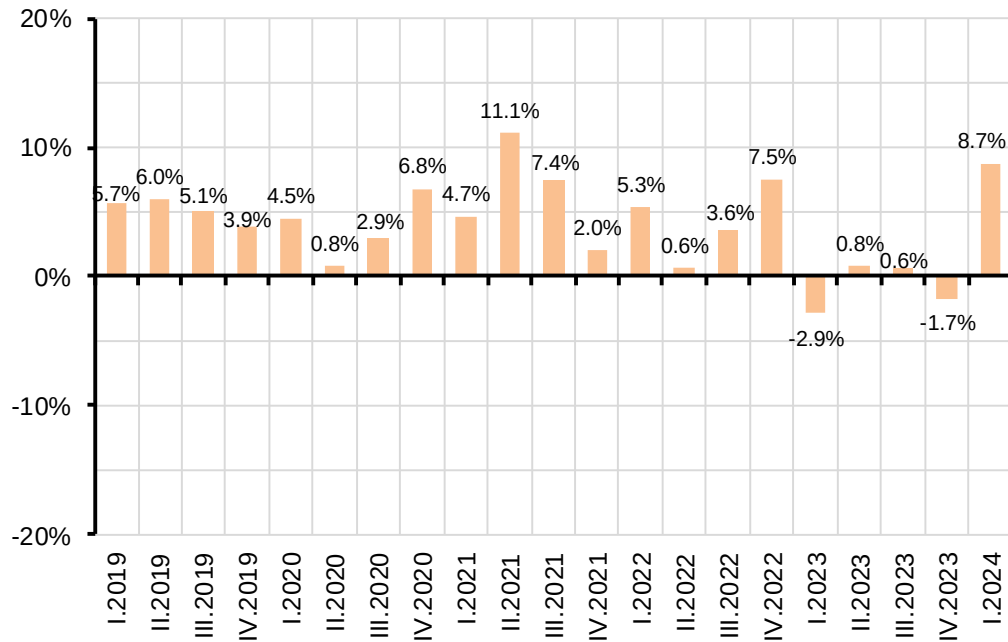
Налог на доходы физических лиц¹

— Темпы роста поступлений налога в бюджет по ФНС
(скользящее среднее, 4 квартала)

— Темпы роста оплаты труда и смешанных доходов
(скользящее среднее, 4 квартала)



Прирост собираемости (отношение темпов роста поступлений к темпам роста налоговой базы)



Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)» (данные Росстата). В I кв. 2024 г., темпы прироста поступлений НДФЛ превышают темпы прироста налоговой базы, что может объясняться поступлением налогов из новых регионов, а также повышением собираемости налога (в том числе, за счёт осуществления проверок и доначислений налогов на интернет-предпринимателей).

Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов

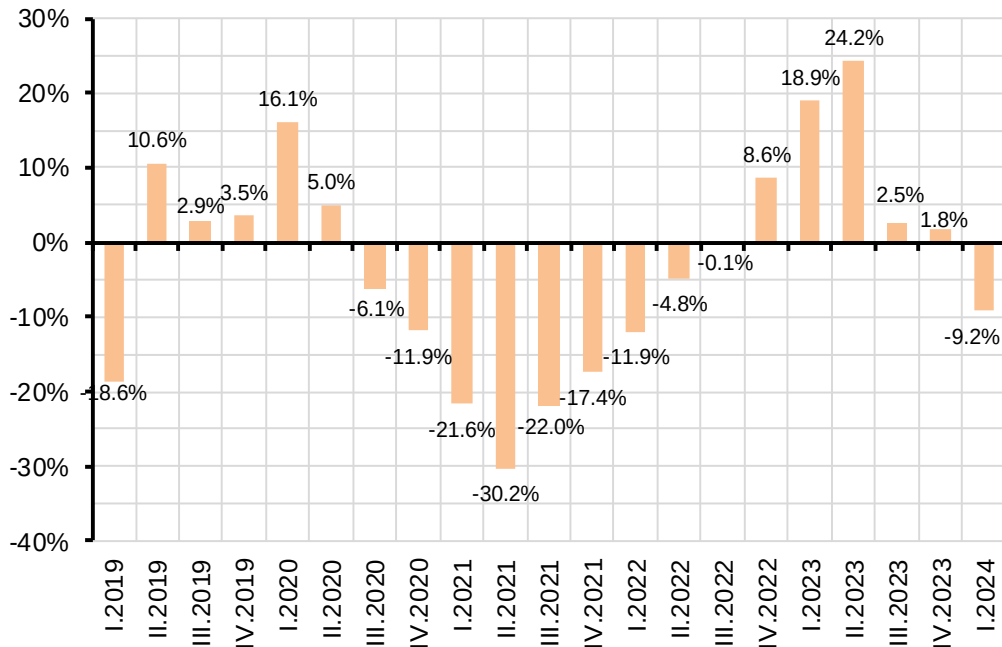
Источники данных: Росстат, ФНС

¹ Ввиду отсутствия открытых данных по налоговой базе за 2 кв. 2024 г., эти графики и аргументация будут обновлены после появления новых данных

Налог на прибыль¹



Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



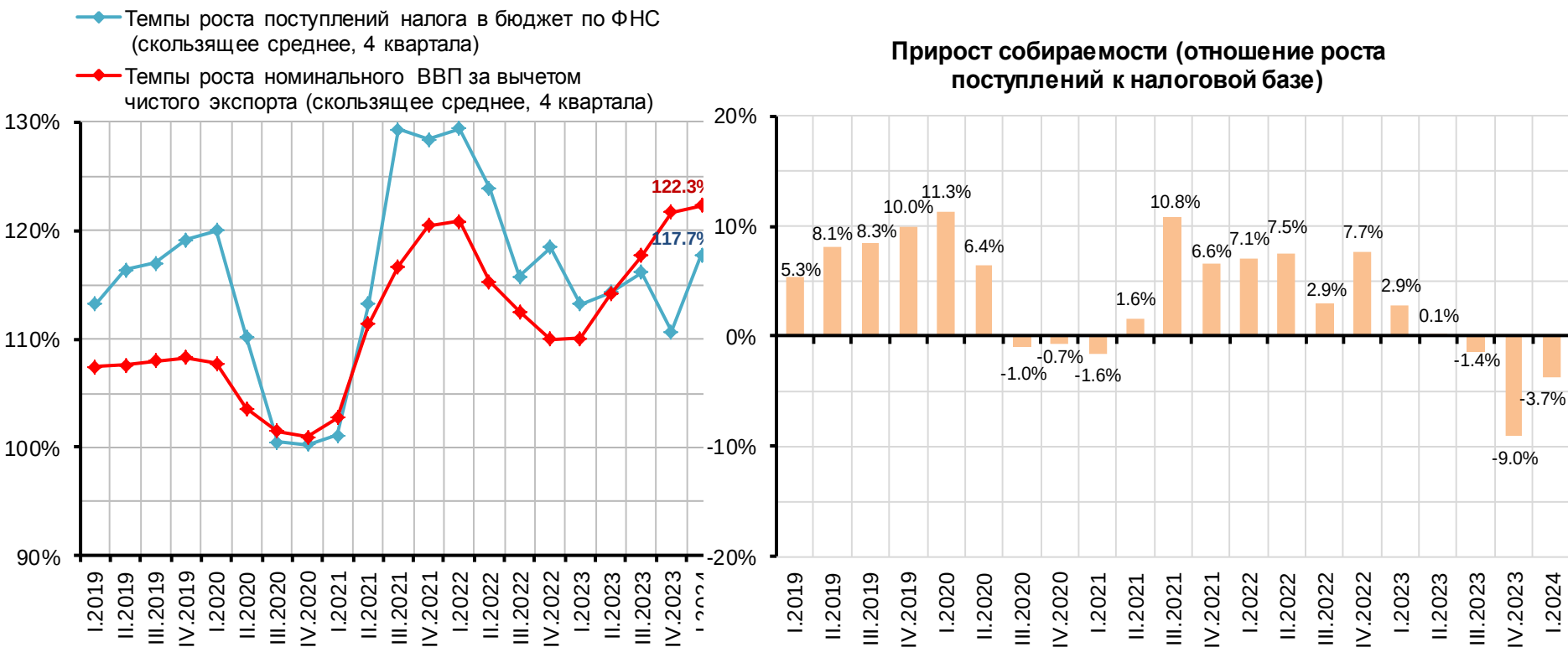
По итогам 1 кв. 2024 г. Росстатом фиксируется прирост прибыли прибыльных организаций и, как следствие, ожидается продолжение роста поступлений налога на прибыль во 2 кв. 2024 г.

Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов

Источники данных: Росстат, ФНС

¹ Ввиду отсутствия открытых данных по налоговой базе за 2 кв. 2024 г., эти графики и аргументация будут обновлены после появления новых данных

Налог на добавленную стоимость¹



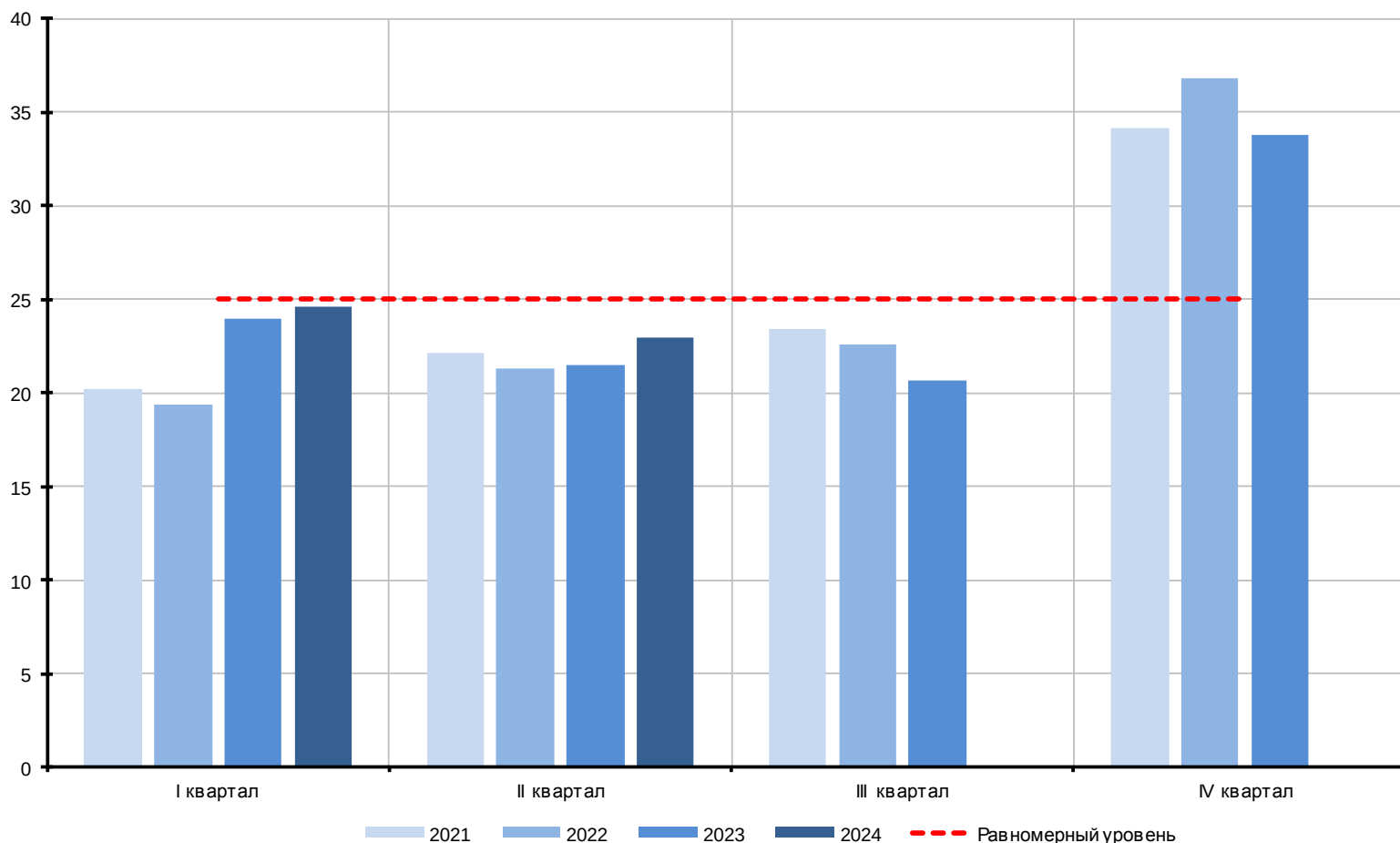
Динамика поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России, в целом повторяет динамику роста ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта. В конце 2023 г. – начале 2024 г. отмечаются более высокие темпы роста показателя налоговой базы относительно динамики поступления «внутреннего» НДС на фоне восстановления спроса и деловой активности. Наблюдаемый спад собираемости налога может быть вызван эффектом от действия ускоренного порядка возмещения НДС.

Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов

Источники данных: Росстат, ФНС

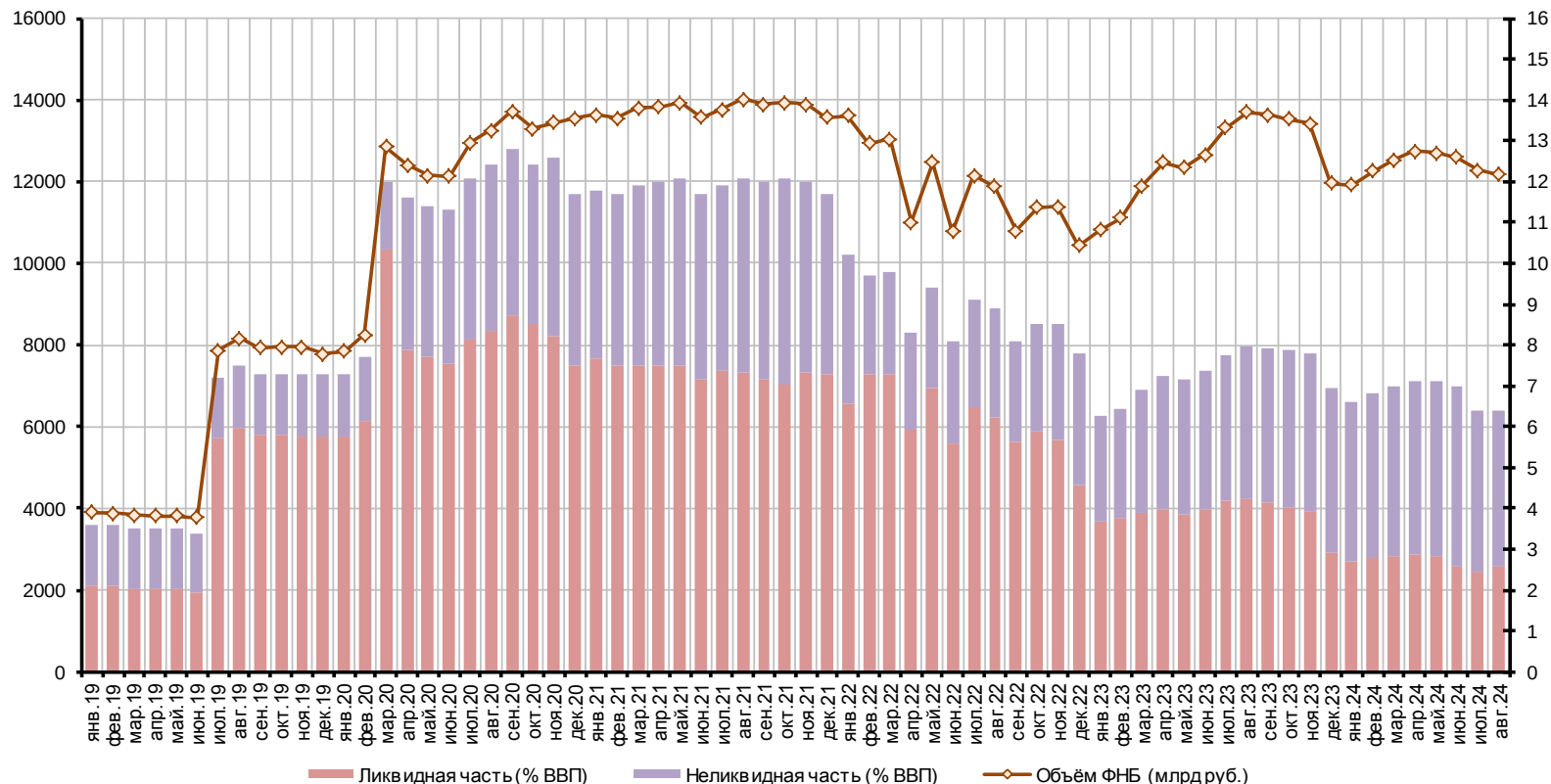
¹ Ввиду отсутствия открытых данных по налоговой базе за 2 кв. 2024 г., эти графики и аргументация будут обновлены после появления новых данных

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение расходов федерального бюджета в I кв. и II кв. 2024 г. составило, соответственно, 24.6% и 22.9% от утверждённых на 1 августа значений, что находится близко к равномерному уровню расходования и, тем самым, является заметным достижением политики расходов. Как и в прошлом году, высокие темпы исполнения определяются ускоренным заключением госконтрактов и опережающим авансированием расходов в январе-июне. При этом, хотя установленный в 2024 г. уровень расходов выше значений прошлого года на 17.2%, расходы в январе-июне 2024 г. превышают расходы за аналогичных период 2023 г. на 22.3%. Продолжение такой динамики может обеспечить более равномерное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в течение 2024 г.

Фонд национального благосостояния



На начало сентября 2024 г. *объём ФНБ* составил 12.17 трлн руб., снизившись на 0.11 трлн руб. относительно начала августа. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 4.85 трлн руб. или 2.6% ВВП. Ликвидная часть увеличилась на 189.4 млрд руб., преимущественно за счёт роста цен на золото, ослабления курса рубля, а также продажи 5.7 т золота и расходования 2.8 млрд юаней – вырученные средства были вложены в другие активы. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 223.8 млрд юаней, 293.2 т золота и 1.3 млрд руб. По итогам августа объём неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 7.31 трлн руб. или 3.8% ВВП, что на 301.1 млрд руб. меньше относительно объёма на начало месяца. Изменение неликвидной части определялось во-многом снижением стоимости акций ПАО Сбербанк (-298.2 млрд руб.), ПАО «Аэрофлот» (-15.3 млрд руб.), приобретением новых облигаций ГК «Российские автомобильные дороги» (19.5 млрд руб.), АО «ГТЛК» (5.9 млрд руб.), ППК «Фонд развития территорий» (1.1 млрд руб.), а также ценных бумаг иных российских эмитентов (12.5 млрд руб. и 2.8 млрд юаней).



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.