



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

18.12.2024

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

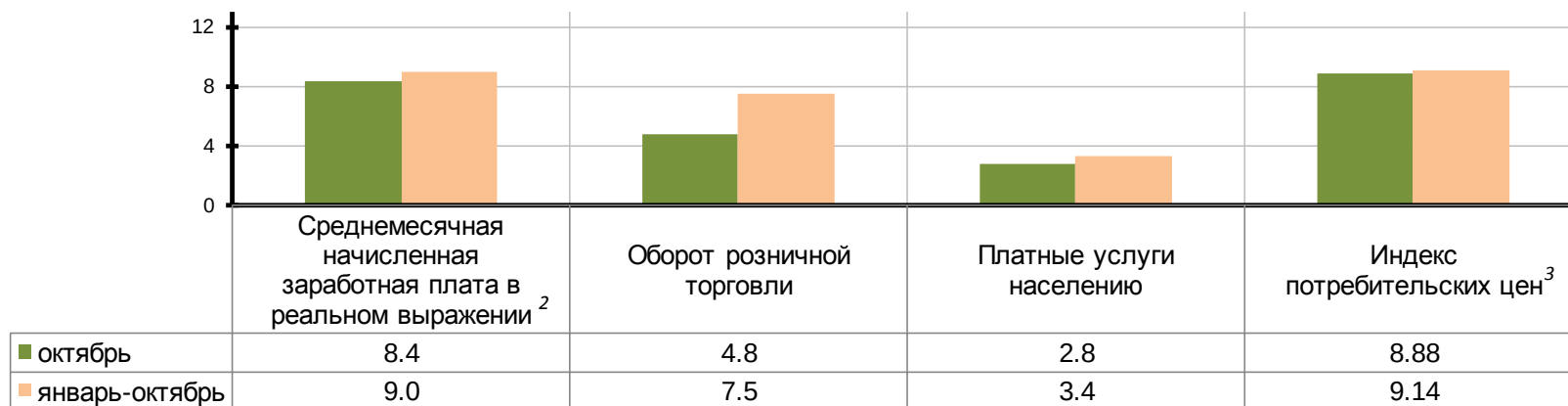
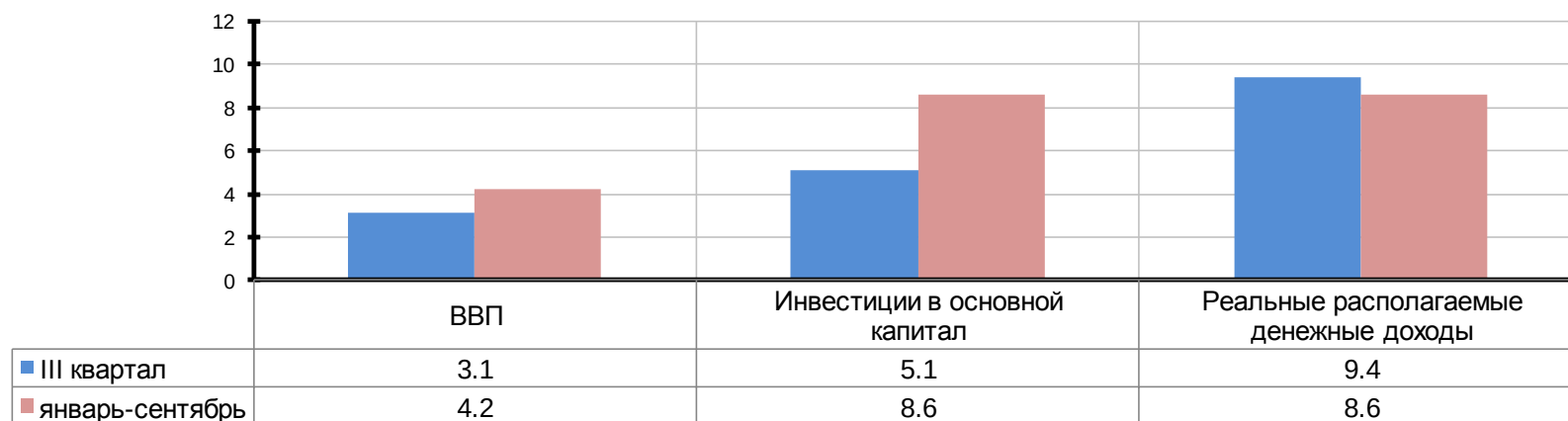
Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** в октябре показывают, что в российской экономике закрепляется стагнация. Небольшой подъём, имевший место в сентябре, как и ожидалось, не закрепился. Стагнация – или в лучшем случае, очень низкие темпы роста – в том или ином масштабе охватывают инвестиции, потребление населения (растёт только за счёт спроса на продовольствие), экспорт товаров. Как и ожидалось, радикальное ужесточение процентной политики очень слабо влияет на инфляцию (по ряду продуктовых групп – даже содействует ускоренному росту цен из-за «эффектов переноса») – но сильно и системно влияет на предложение товаров и услуг, настраивающееся под испытывающий системный шок спрос. При этом, можно ожидать дополнительного инфляционного импульса из-за начавшегося ослабления рубля – на которое, в сложившейся сейчас ситуации (уход спекулянтов, вынужденный переход ко внебиржевой торговле), процентная ставка практически не влияет.
- **На фондовых рынках США** к началу декабря ситуация «почти» нормализовалась. Уровень **спреда (реверсного) доходности между кратко- и долгосрочными гособязательствами** уменьшился почти до нуля - причём сами уровни доходности, хотя ещё и очень высокие, начинают уменьшаться (вероятно, на снижении ставки ФРС и ожиданиях «трамповских» мер по стимулированию бизнеса). Таким образом, беспрецедентно долгий «предкризисный» период превышения краткосрочных оценок рисков (соответственно, доходностей обязательств) над долгосрочными ещё и заканчивается беспрецедентно, - безо всякого кризиса.
- **Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** в ноябре практически «не отскочил, оставшись, впервые с 2022 г., на границе зон «оптимистичных» и «пессимистичных» оценок (51.3%, - существенно ниже уровня середины года, порядка 55%; граница – 50%). Факторами напряженности для бизнеса, по всей видимости, стало повышение процентных ставок (вслед за ключевой ставкой Банка России) и, одновременно, девальвация рубля.
- **На рынке труда** ситуация в октябре сохраняет те же основные черты, которые сформировались в прошлые два месяца. С одной стороны, уровень безработицы (с устранённой сезонностью) довольно быстро снижается, снова продемонстрировав исторические минимумы. С другой – спрос на рабочие места стабилен уже пять месяцев (сезонность устранена). В принципе, противоречивое сочетание высокой заработной платы (дефицит труда, «фактор СВО»); торможения экономического роста; растущей напряженностью финансов предприятий (едва ли способных далее к ускоренному росту затрат на труд) ведут к торможению спроса на рабочие места.
- **Рентабельность**, по состоянию на III кв., почти не изменилась, оставаясь в большинстве отраслей (кроме машиностроения, особенно транспортного и деревообработки) на высоком уровне. Как уже отмечалось, расширяется спектр отраслей, где рентабельность бизнеса ниже доходности безрискового «держания денег» (доходности по ОФЗ), что обесмысливает инвестиции. По данным на сентябрь, такой, нарастающий во времени, «реверс» сложился в ряде отраслей: машиностроении, особенно транспортном (разрыв в -13.2 проц. п, в целом по машиностроению -7.2 проц. п), деревообработке (-18.1 проц. п), лёгкой промышленности (-5.9 проц. п), химическом комплексе (-1.1 проц. п). Минимальное превышение отраслевой рентабельности над доходностью по ОФЗ наблюдается в бумажной промышленности (+5.0 проц. п), промышленности стройматериалов (+4.7 проц. пунктов), металлургии (+3.0 проц. п), пищевой промышленности (+2.3 проц. п).

Макроэкономика. Главное - 2.

- В III кв. рост **инвестиций в основной капитал** существенно замедлился (I кв.: +3.5%, II кв.: +0.8%, III кв.: +0.6% к предш. кварталу, сезонность устранена). С учётом особенностей статистики инвестиций (занижение дефляторов по импорту, учёт военной продукции с длительным сроком службы и др.) это, вероятно, «оценка сверху» - реальная ситуация, вероятно, заметно хуже. **Предложение инвестиционных товаров** в экономике несколько увеличилось. В сентябре резко подскочил импорт грузовиков (достигнув рекорда за всю историю наблюдений) перед октябрьским повышением утильсбора. Впрочем, с учётом существенного повышения базовой ставки Банком России, резко снизившим стимулы к инвестиционной активности, осеннее повышение индекса вряд ли следует рассматривать как устойчивое.
- **Экспорт товаров** в октябре остался стабильным – причём, уже с весны (по стоимости, сезонность устранена). Как уже отмечалось, стабилизация произошла на уровне порядка 35-36 млрд. долл. в месяц – как весной 2021 г.
- **Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена по динамике «где-то между» очень медленным ростом и стабилизацией. Учитывая стагнацию «конечных рынков» - инвестиционного и потребительского, а также (сезонное) ослабление рубля, прирост импорта в краткосрочной перспективе может приостановиться.
- Фундаментальным фактором ослабления рубля в последние месяцы являлся **сезонное разбалансирование валютного рынка** - рост потребности в валюте для покупки импорта, который традиционно в конце года выходит на максимальные значения, при замедлении экспортных поступлений. Помимо этого, заметное ослабление российской валюты было спровоцировано дополнительными факторами сжатия предложения иностранной валюты на российском рынке. Оно, в свою очередь, было вызвано новым пакетом санкций, которые коснулись российских банков (в числе которых оказался Газпромбанк), смягчением требований к репатриации валютной выручки экспортерами и погашением валютных кредитов экспортерами.
- В ноябре наблюдалось резкое **ослабление рубля**. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю за этот период увеличился на 7.3% и составил 109.3 руб. за корзину на 01.12.2024.
- В сентябре сохранился медленный поступательный рост **реальной заработной платы** (I кв.: +0.7% в среднем за месяц, II кв.: 0.0%, III кв.: +0.5% сезонность устранена). Речь идет о «равнодействующей» между: а) повышением зарплаты из-за дефицита (квалифицированного) труда; впрочем, спрос на труд стал стабилизироваться и б) ростом напряженности финансов предприятий, ограниченностью для них возможности дальнейшего ускорения роста зарплаты. В целом же динамика реальных располагаемых доходов населения, по состоянию на третий квартал довольно интенсивна (I кв.: +1.9% к предыдущему кварталу, II кв.: +2.4%, III кв.: +1.8%, сезонность устранена).
- **Потребление населения** по состоянию на октябрь вошло в стагнацию (I кв.: +0.5%, II кв.: +0.6%, III кв.: +0.3% в среднем за месяц, октябрь: -0.1%, сезонность устранена).
- **Инфляция** в декабре резко ускорилась. Индекс потребительских цен оценивается в 1.9%, или 10.1-10.2% к декабрю 2023 г. Действия Банка России по сдерживанию инфляции оказывают, скорее, обратный эффект. Отчасти он связан с эффектами «переноса процентной ставки» на рынках, имеющих монопольный характер, отчасти – с девальвацией рубля, отчасти, вероятно - с формированием рядом компаний денежных запасов под поглощение менее сильных в 2025 г.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



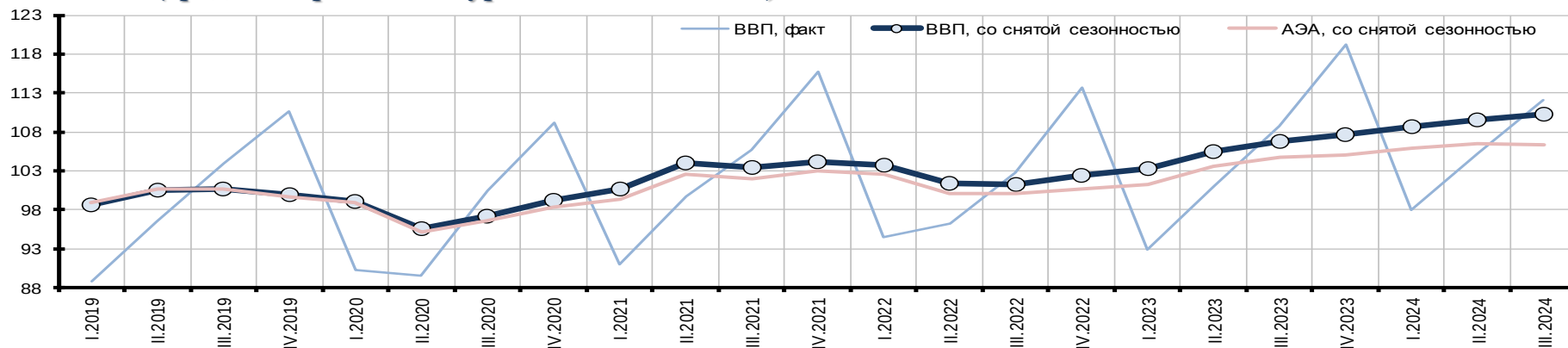
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно сентябрь 2024 г. к сентябрю 2023 г. и январь-сентябрь 2024 г. к январю-сентябрю 2023 г.

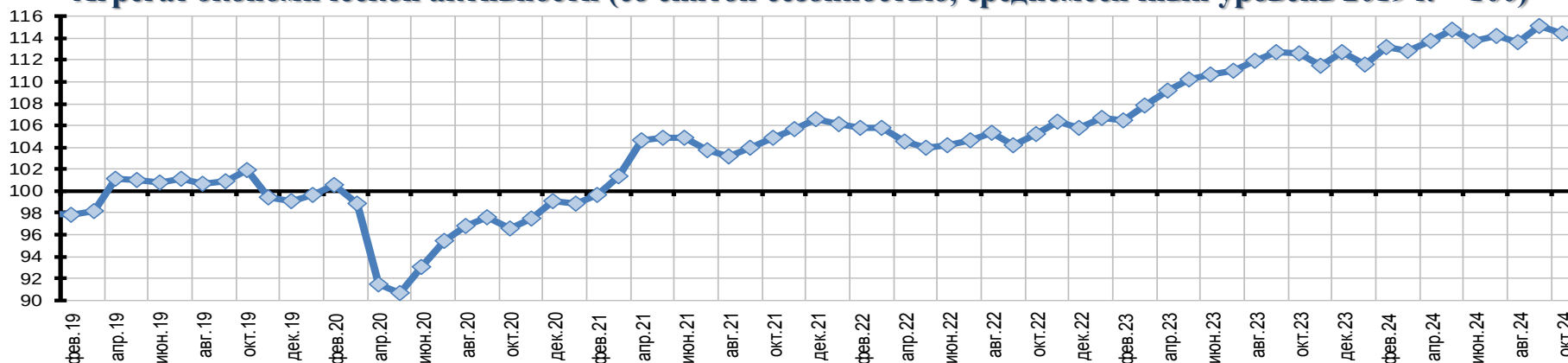
³ соответственно ноябрь 2024 г. к ноябрю 2023 г. и за период с начала 2024 г. по 16 декабря

Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)¹

ВВП² (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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



Высокочастотные данные об экономической динамике в октябре показывают, что в российской экономике закрепляется стагнация.

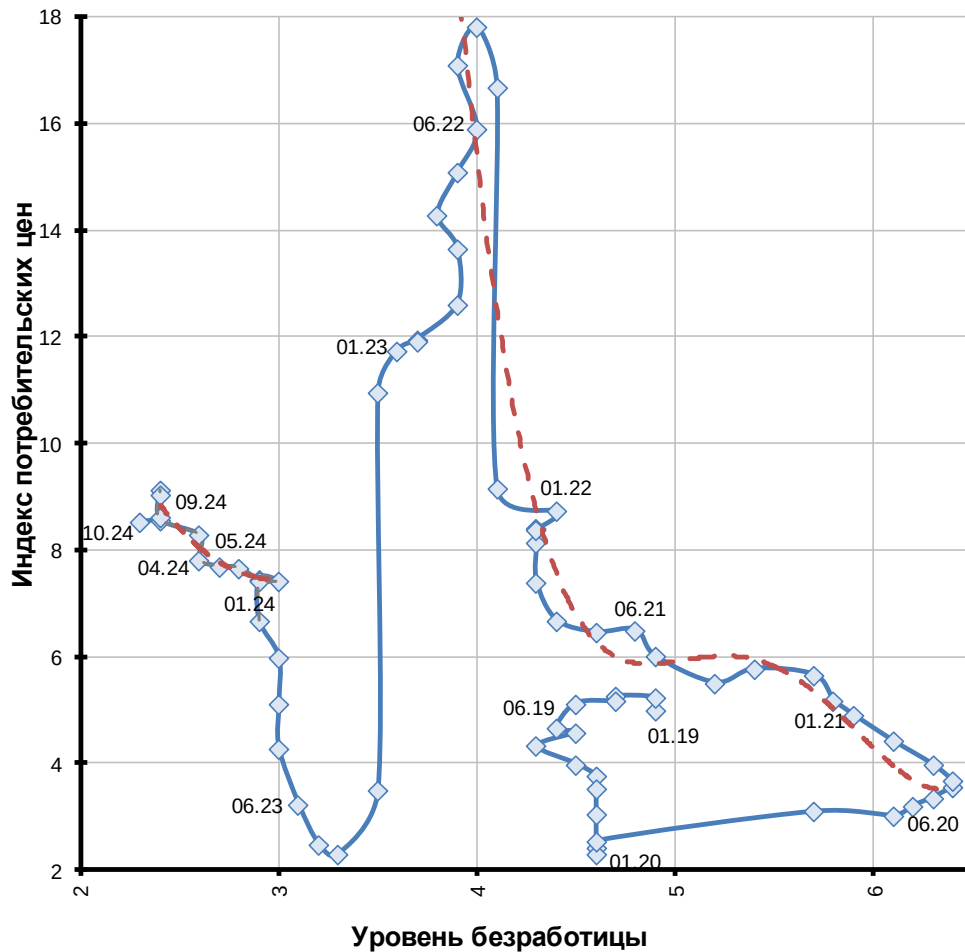
Небольшой подъём, имевший место в сентябре, как и ожидалось, не закрепился. Как и ожидалось, радикальное ужесточение процентной политики очень слабо влияет на инфляцию (по ряду продуктовых групп – даже содействует ускоренному росту цен из-за «эффектов переноса») – но сильно и системно влияет на предложение товаров и услуг, настраивающееся под испытывающий системный шок спрос. При этом, можно ожидать дополнительного инфляционного импульса из-за начавшегося ослабления рубля – на которое, в сложившейся сейчас ситуации (уход спекулянтов, вынужденный переход ко внебиржевой торговле), процентная ставка практически не влияет.

Обращает на себя внимание нарастающий разрыв между ВВП и АЭА (со снятой сезонностью). Он связан либо с оживлением в слабо непосредственно статистически наблюдаемых секторах (госуправление, прирост на 12.4% в III кв.), не попадающих в АЭА, либо с перераспределением добавленной стоимости от реального сектора в финансовый (фактор высоких ставок

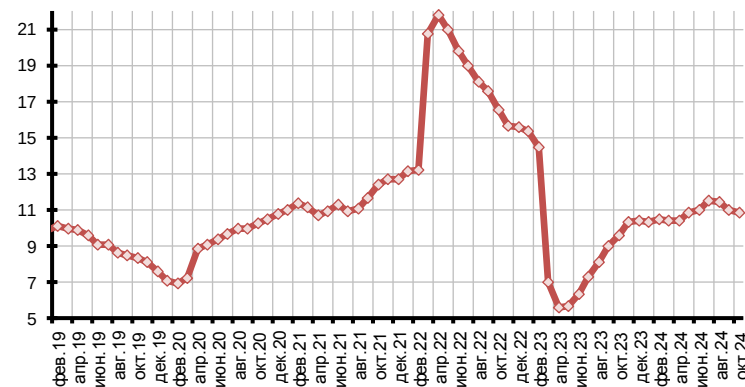
¹ Агрегат экономической активности – показатель динамики добавленной стоимости товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению

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 по состоянию на октябрь свидетельствует, что российская экономика, возможно, начинает сходиться с предшествующей «кривой Филлипса», сместившись с траектории «вбок» (ещё более низкая безработица при той же инфляции). Впрочем, в ноябре и декабре, по всей видимости, инфляция подскочила и структура «безработица/инфляция», видимо, восстановится. *Фундаментальная несбалансированность* (индекс Оукена) продолжил снижаться — вслед за падением безработицы. В ноябре и декабре ситуация, вероятно, изменится.

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

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- уровень безработицы снижается, обновляя исторические минимумы¹;
- сохраняется рост реальной оплаты труда и в целом реальных доходов населения (по крайней мере, в хорошо статистически наблюдаемой «высокочастотной» части);
- приток ненефтегазовых доходов довольно устойчиво расширяется¹.
- сохраняется профицит федерального бюджета

Плохо:

- на уровне экономики в целом (в части хорошо статистически наблюдаемых отраслей) и ее важнейших секторов – промышленности и строительства – наблюдается стагнация, с колебаниями относительно уже сформировавшегося уровня¹;
- инвестиционная активность частного бизнеса, судя по высокочастотным косвенным данным, сокращается¹;
- началось довольно активное ослабление рубля, отчасти имеющее сезонный характер, отчасти – связанное с введением США санкций против Газпромбанка
- уровень инфляции быстро растёт и к концу года вероятно превысит 10% - одним из факторов является «перенос» в цены локальных монополий процентных ставок и, в последние месяцы – ослабление рубля;
- Банк России принял решение повысить ключевую ставку до 21% годовых, обсуждается возможность её повышения до 23-25% и выше¹.

Признаки улучшения:

- в целом завершена адаптация российской экономики к новым условиям: структура роста (потребительски-ориентированная) устойчива¹;
- запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности сохраняется на заметном уровне, намечилось его формирование на транспорте и в логистике¹;
- уровень страхов населения, несмотря на рост инфляции, находится на исторически минимальном уровне;
- продажи легковых автомобилей и ЛКА резко подскочили¹.

Признаки ухудшения:

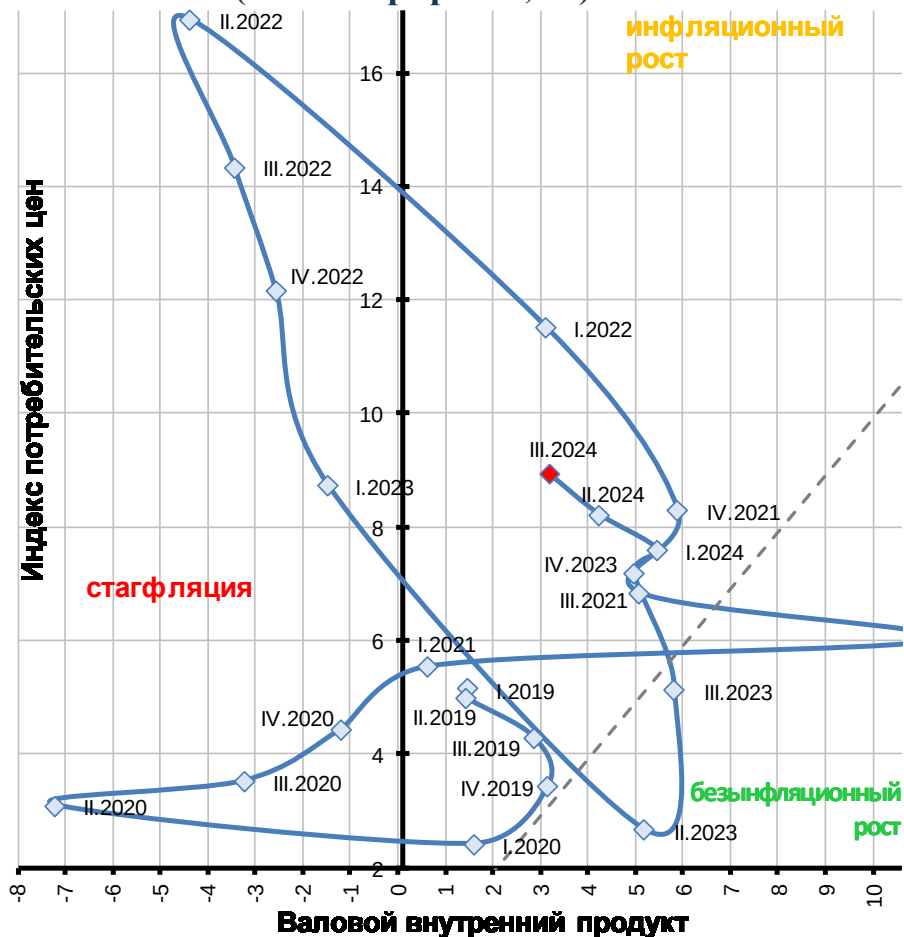
- в условиях роста процентных ставок и постепенного, но неуклонного снижения рентабельности возникает риск пересечения этих трендов на рубеже 2024/2025 гг. «Если всё будет идти, как идёт», к концу года уровень процентных ставок уже в целом по экономике будет выше средней рентабельности. Сейчас в ряде отраслей рентабельность сравнялась или стала ниже «стоимости денег», что дестимулирует частные инвестиции¹;
- в отдельных отраслях резко выросла долговая нагрузка. Уже в первом полугодии 2025 г. Россия может столкнуться с цепочкой банкротств компаний;
- компании, в достаточной степени обеспеченные денежными средствами, перенаправляют их из производственного оборота на срочные депозиты (стимул - высокие ставки), одновременно наращивая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками¹;
- на рынке труда наблюдается перенапряжение, связанное с резким превышением спроса на труд над его предложением¹;
- инфляция по корзине потребления бедного населения (в годовом выражении, с учётом «эффекта базы») заметно подскочила. Соответственно, размер реальной назначенной пенсии ,скорректированный по «инфляции для бедных», упал¹.

Непонятно / амбивалентно, но, видимо, важно:

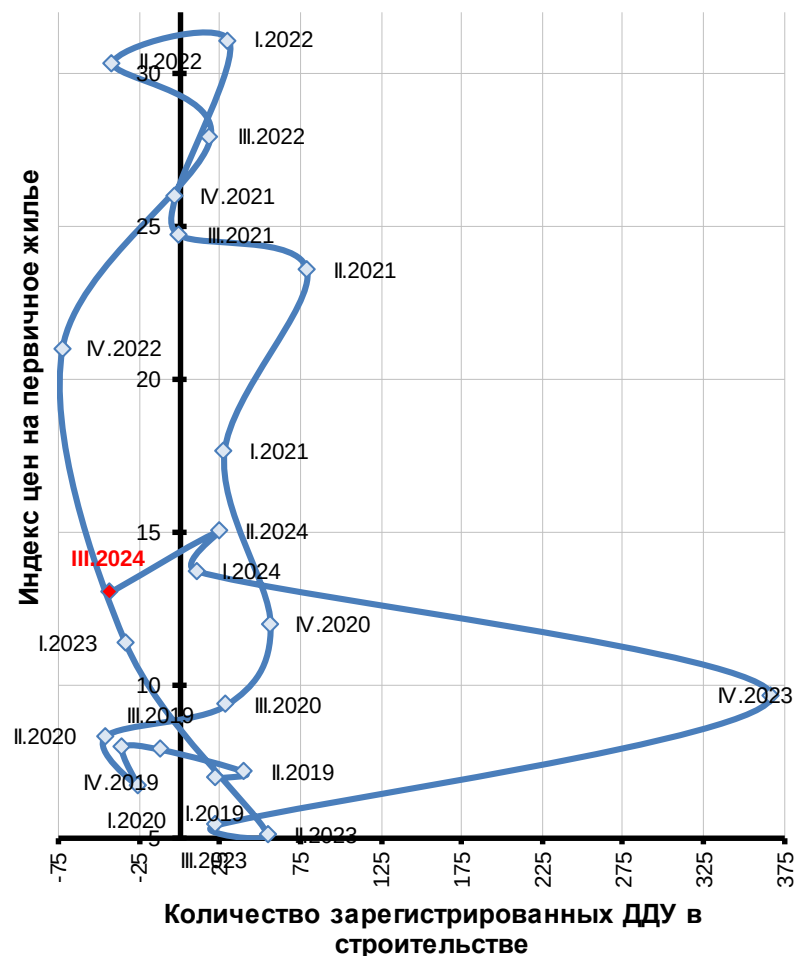
- «кривая Филлипса» в российской экономике, похоже начала смещаться – начинается структурный сдвиг масштаба начала –середины 2022 г.?
- среди отмечаемых компаниями ограничений роста в обрабатывающих отраслях во II кв. заметны все более сильные ограничения со стороны недостатка квалифицированного труда и (во всё большей степени) со стороны высоких процентных ставок по кредитам¹;
- спрос на труд стабилизировался (действие сезонного фактора устранено);
- в США нормализовалась система спредов по гособязательствам. Оценки рисков «возвращаются к норме» – причем, без финансового кризиса.

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, %)¹



В III кв. ситуация в российской экономике продолжила медленно ухудшаться. Инфляция усилилась (впрочем, пик, вероятно, пройден и в IV кв. она, по всей видимости, уменьшится), рост постепенно ослабевает, как из-за ограничений со стороны производственного потенциала, так и неадекватно жесткой денежно-кредитной политики Банка России.

На рынке жилья в III кв. ситуация существенно ухудшилась — количество заключенных договоров ДДУ снижается, впервые с начала 2020 г., а цены продолжают интенсивно расти (в годовом выражении, правда).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

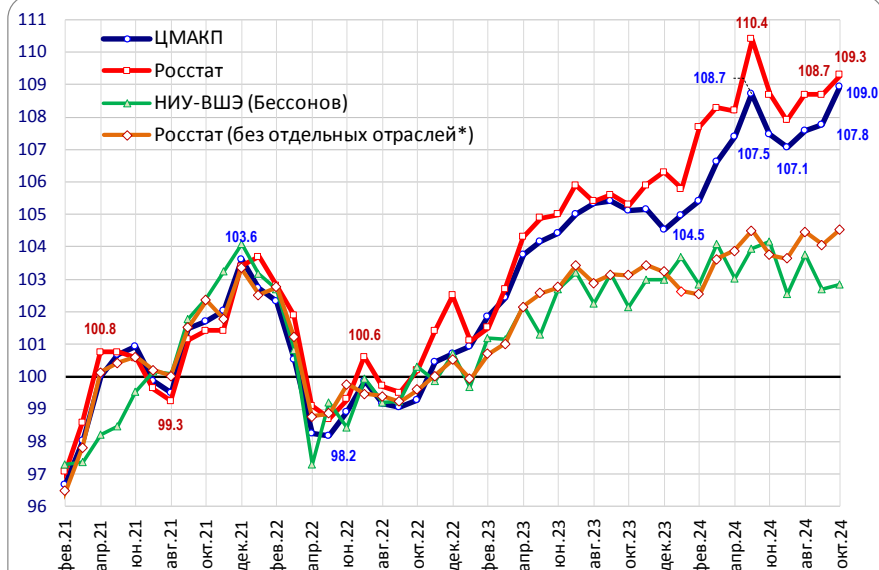
Динамика промышленного производства

темпы прироста, %

	I кв.	II кв.	III кв.	сентябрь	октябрь
Промышленное производство					
<i>к соответ. периоду 2019 года</i>					
данные Росстата	14.5	13.6	11.9	12.0	12.2
оценка ЦМАКП	9.8	19.4	13.8	13.7	15.7
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>					
данные Росстата	0.6	0.1	0.0	0.0	0.6
оценка ЦМАКП	0.7	0.3	0.1	0.2	1.1
Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	0.3	-0.5	-0.3	-1.1	0.3
Обрабатывающие производства	1.1	0.7	0.4	1.0	1.6
Производство пищевых продуктов	0.8	-0.1	0.1	-0.2	-0.3
Сырьевые производства	0.2	0.2	-1.3	-1.8	0.9
Производство нефтепродуктов	-0.7	0.1	0.5	-1.0	-1.3
Товары инвестиционного спроса	0.7	0.6	-0.2	1.7	2.8
Производство ТДП	6.3	1.3	-4.4	-1.5	9.5
Производство непрод. товаров повседневного спроса	1.8	2.3	-1.7	-0.9	-1.1
Электро-, тепло- и газоснабжение	-0.1	0.2	-0.4	-0.3	0.6

Согласно данным Росстата, в октябре объем *выпуска в промышленности* по сравнению с предшествующим месяцем возрос на 0,6% (сезонность устранена). Впрочем, говорить о формировании полноценной тенденции роста не приходится. Объем выпуска не превысил рекордных величин мая текущего года и пока, скорее, мы имеем дело с колебаниями вокруг уровня, достигнутого еще в весенние месяцы. Более того, если рассмотреть объем промышленного производства без учета секторов с ощутимым присутствием ОПК, следует констатировать, что с середины 2023 г. объем выпуска увеличился лишь на 1%

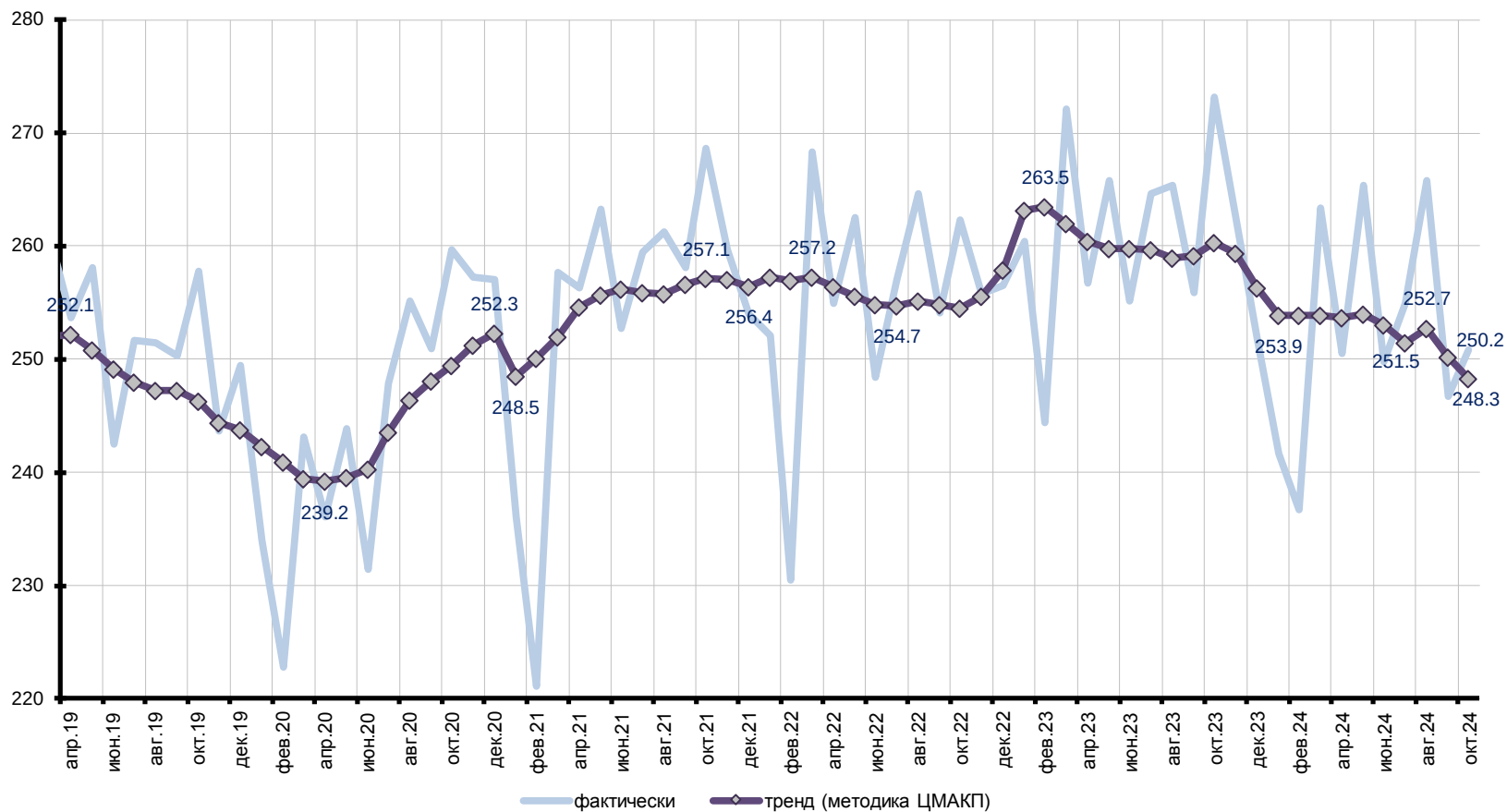
среднемесячный уровень 2019 = 100,
с исключенной сезонностью



Как уже неоднократно отмечалось, переход к стабилизации отражает исчерпание прежних *факторов роста*, в условиях отсутствия новых (ослабление импульса бюджетных расходов, исчерпание потенциала «легкого импортозамещения» (не связанного с необходимостью реализации новых проектов) и свободных мощностей, усиление проблемы обеспеченности кадрами). Если же действующие негативные факторы будут усиливаться (усиление санкционных ограничений, ужесточение денежно-кредитной политики), вполне вероятна и некоторая понижательная коррекция объёмов производства.

* промышленность за вычетом (оценка ЦМАКП): производства готовых металлоизделий, не включенных в другие группировки; компьютеров, электронных и оптических изделий; прочих транспортных средств, не включенных в другие группировки

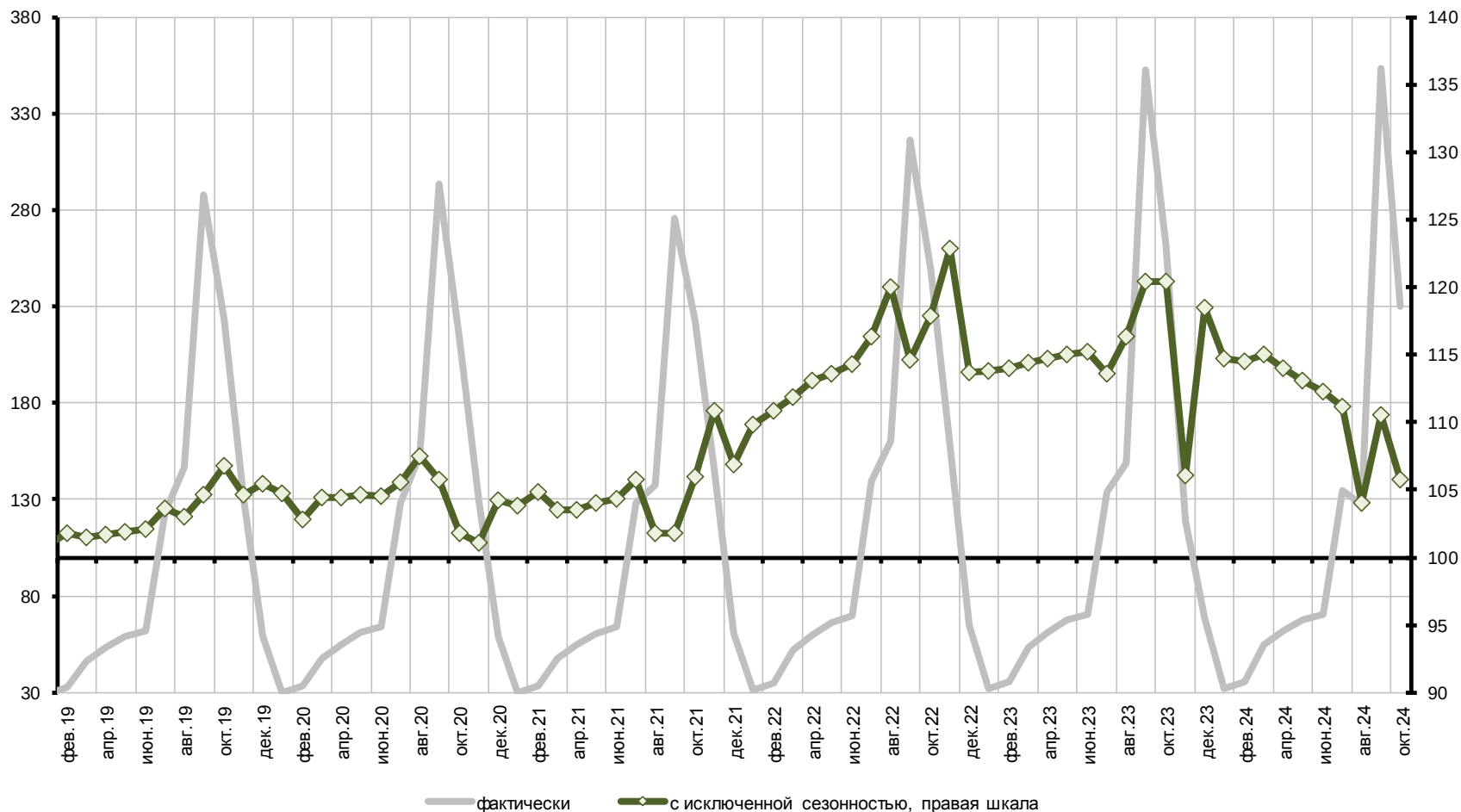
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)*



Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) продолжает снижаться. В октябре он уменьшился на 0,8% к предыдущему месяцу (сезонность устранена). В сентябре он уже был на невысоком уровне, так что в октябре поставлен антирекорд – более низкие объемы наблюдались лишь в ковидный период 2020 г.

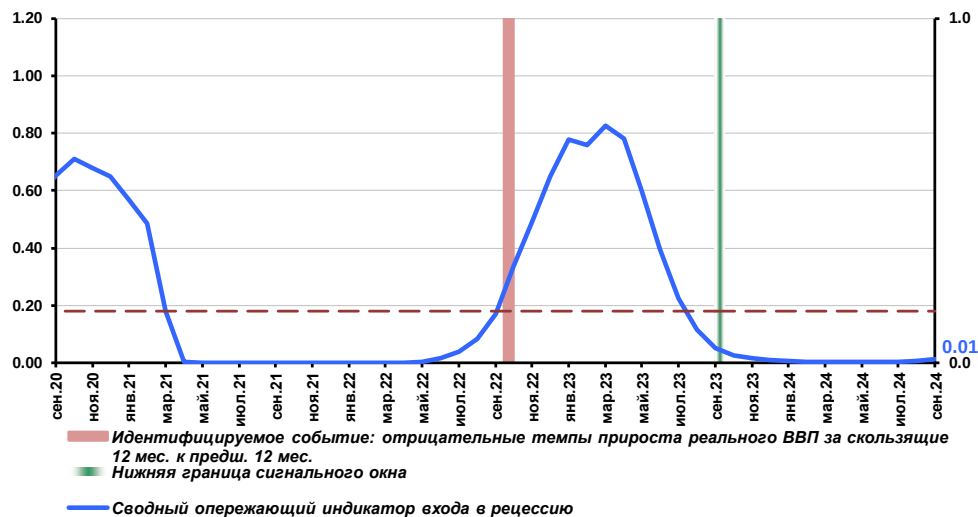
* является косвенным индикатором экономической активности

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



В сельском хозяйстве в уровне выпуска в октябре произошел спад (сезонность устранена). Хотя урожай зерновых в нынешнем году и высок, ряд других компонентов сельхозпроизводства снижаются (в том числе, из-за потерь в урожае из-за весенних заморозков).

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

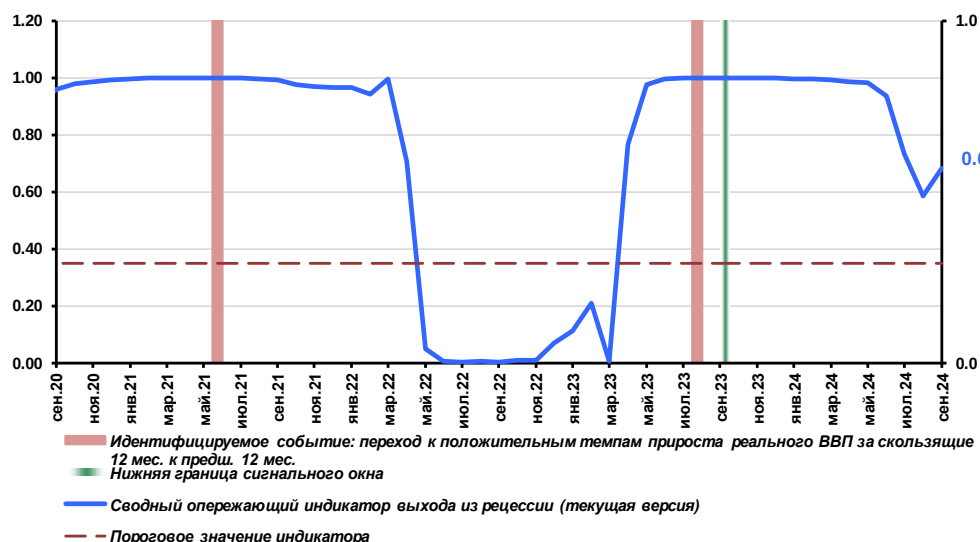


Значение *СОИ* входа российской экономики в рецессию в сентябре (после нахождения на нулевой отметке в течение восьми месяцев подряд), хоть и незначительно, увеличилось и составило 0.01, однако пока продолжало оставаться далеко от своего порогового уровня (0.18). Это свидетельствует об отсутствии в настоящее время сигналов, указывающих на приближение новой рецессии на горизонте следующих двенадцати месяцев.

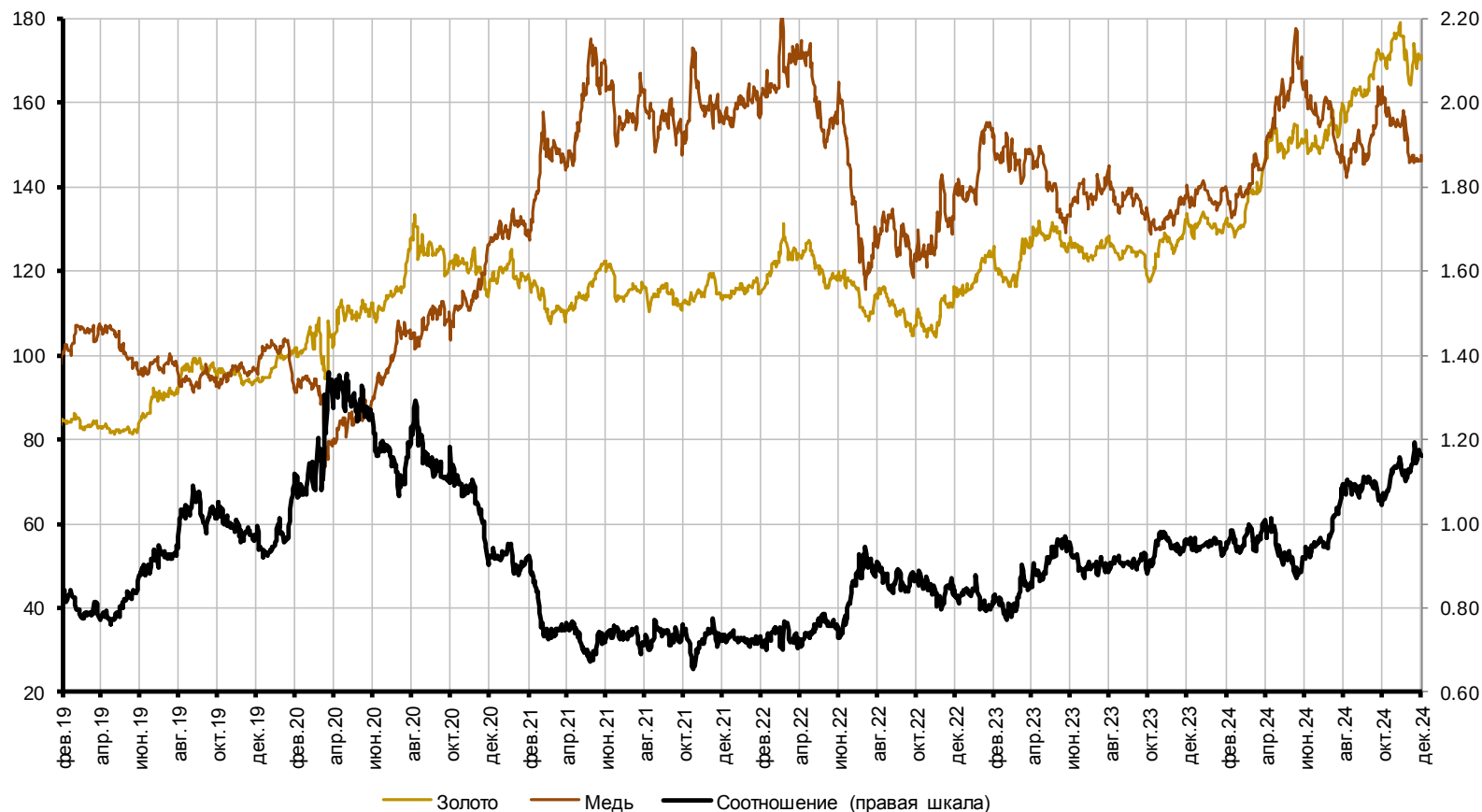
Единственный фактор, который все еще удерживал в сентябре значение *СОИ* вдалеке от достижения пороговой отметки, – это инерция (существенный рост ВВП за предшествующий скользящий год). При этом, сила негативных факторов начала набирать обороты. Среди этих факторов выделяются следующие:

- тенденция роста ставок денежного рынка, обусловленная последовательным ужесточением денежно-кредитной политики;
- ухудшение динамики сводного опережающего индикатора роста экономики США (рассчитываемого OECD) ;
- снижение сальдо текущих операций платежного баланса;
- ухудшение значения индикатора уверенности российского бизнеса (рассчитываемого в методологии OECD).

Соответственно, по мере ослабления действия позитивного эффекта инерционного фактора указанные негативные факторы будут способствовать повышению вероятности реализации рецессии.

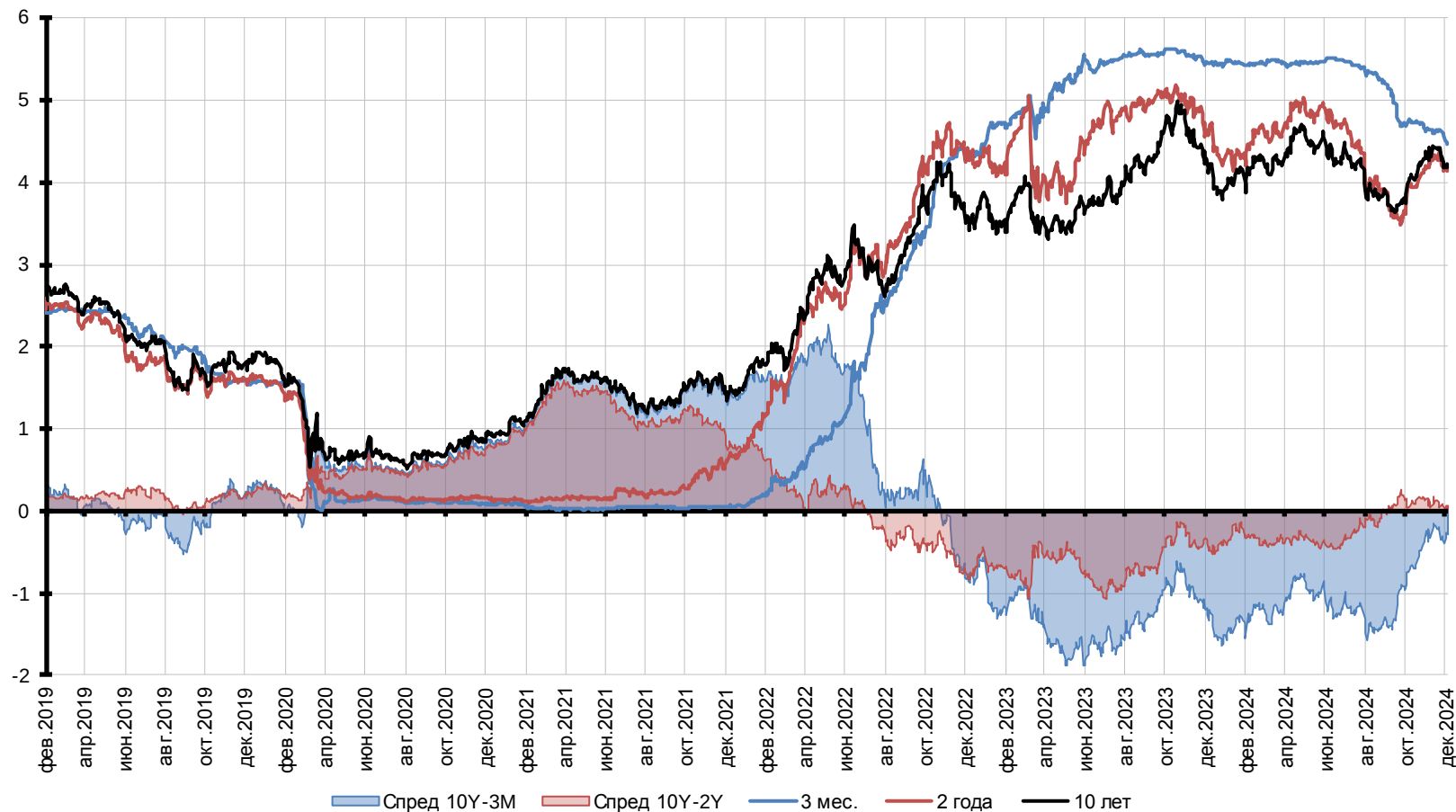


Индикатор мировой экономики: биржевые цены на золото и медь в долл. и их соотношение (январь 2020=100)



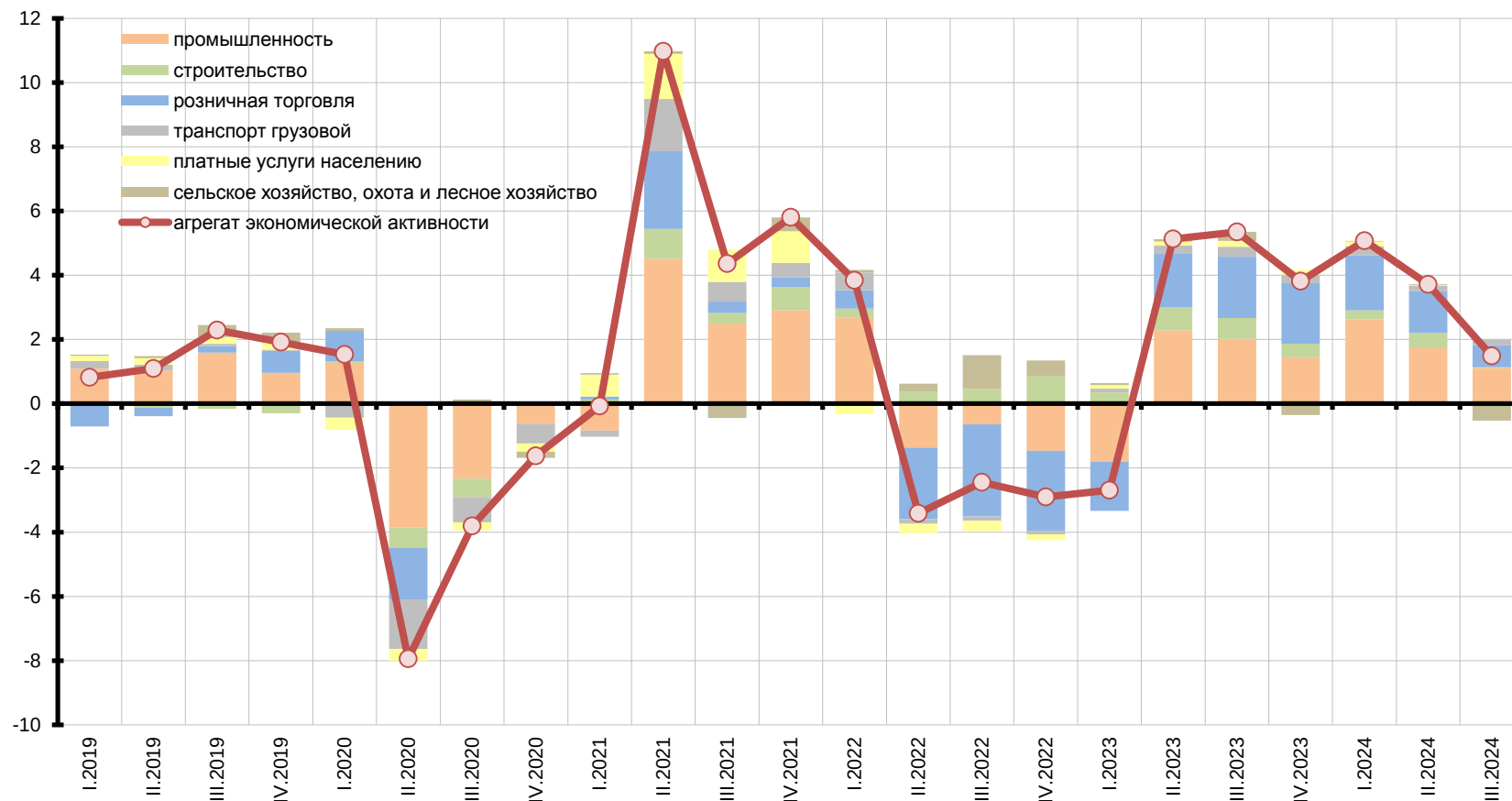
На мировых товарных биржах ситуация, в целом, стабилизируется – правда, на уникально высоком уровне, маркирующим, в свою очередь, очень значительный уровень оценок экономической напряженности: *индикатор «золото (резервный актив) / медь (инвестиционный товар)»*, хотя и перестал расти, стабилизировался на самом высоком уровне с 2020 г.

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



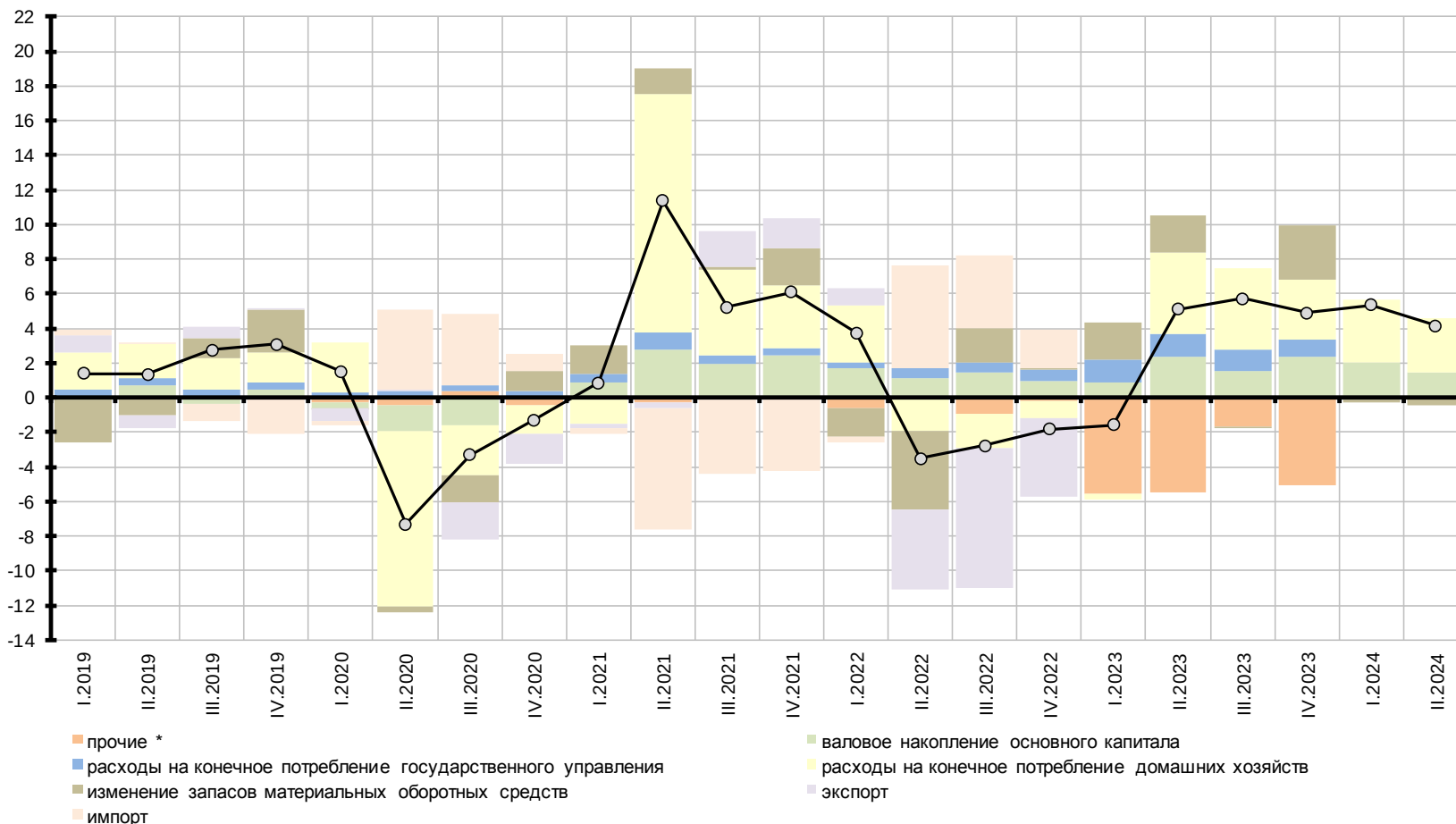
На фондовых рынках США к началу декабря ситуация «почти» нормализовалась. Уровень *спреда* (реверсного) *доходности между* кратко- и долгосрочными *гособязательствами* уменьшился почти до нуля - причём сами уровни доходности, хотя ещё и очень высокие, начинают снижаться (вероятно, на снижении ставки ФРС и ожиданиях «трамповских» мер по стимулированию бизнеса). Таким образом, беспрецедентно долгий «предкризисный» период превышения краткосрочных оценок рисков (соответственно, доходностей обязательств правительства США) над долгосрочными ещё и заканчивается беспрецедентно, - безо всякого кризиса.

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. 2024 г. (в годовом измерении - за скользящий год) несколько изменилась. Основной вклад в экономический рост по-прежнему вносили промышленность и торговля. В то же время, строительство, естественно (с учетом стагнации в секторе), перестало ускорять рост; кроме того, «в минус» ушел вклад сельского хозяйства (-0.5 проц. пунктов) – правда, отчасти из-за переноса сроков завершения уборки урожая на октябрь, а это уже четвертый квартал.

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

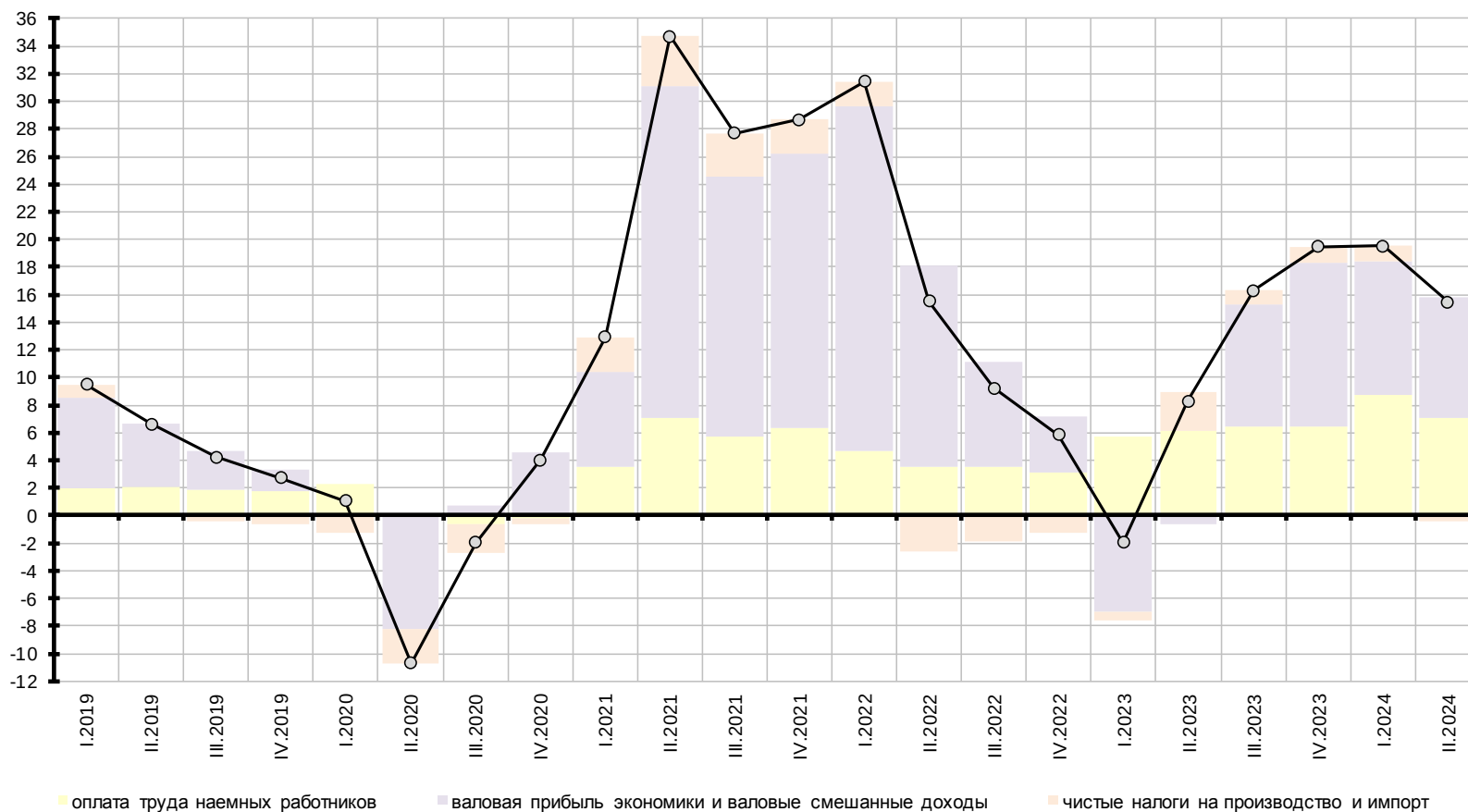


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Баланс *компонентов конечного спроса* во II кв. остался примерно таким же, как и в I кв: определяющую роль в экономическом росте играло расширение потребления домашних хозяйств и, в значительно меньшей степени – инвестиций в основной капитал. Разве что запасы стали немного сокращаться (негативный сигнал для экономического роста), что, вероятно, обусловлено ростом процентных ставок.

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



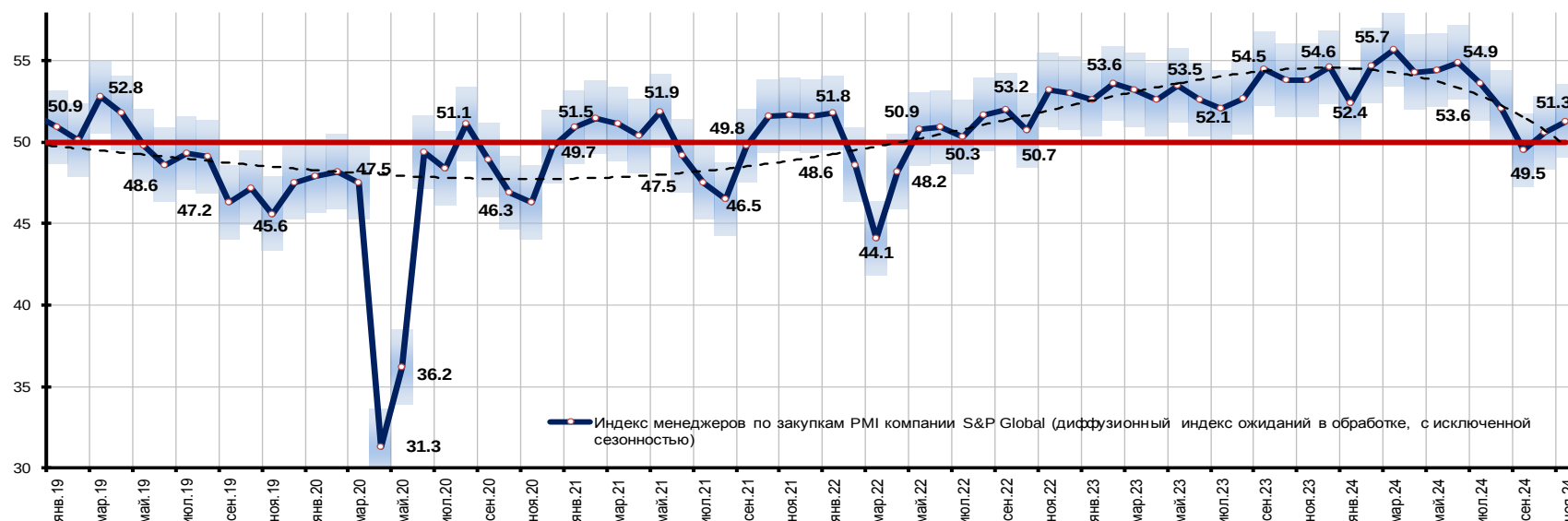
* В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

Во II кв. структура *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении – с суммированием эффектов за весь «скользящий год») практически не изменилась по сравнению с предшествующими тремя кварталами. Пока уровень доходов компаний достаточно велик, чтобы выдержать одновременное интенсивное повышение оплаты труда и иметь достаточно высокую динамику прибыли.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценки ситуации и поведение компаний

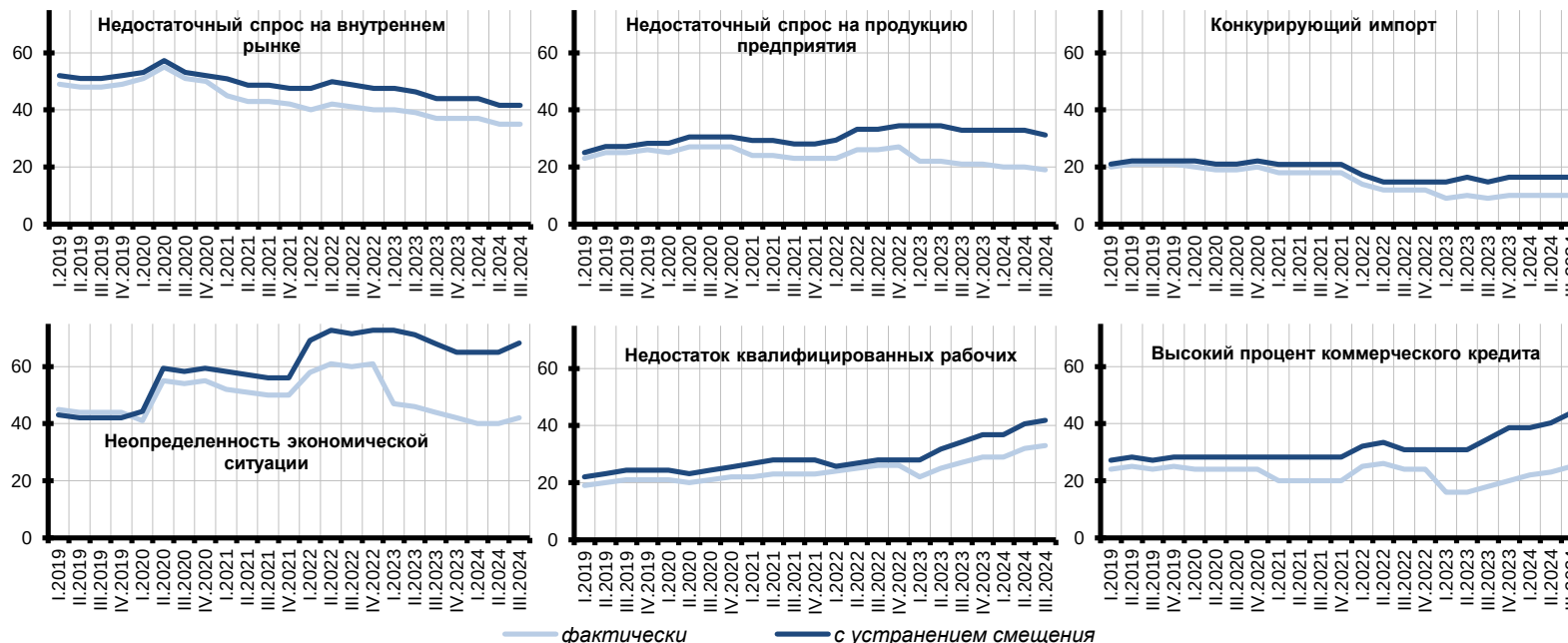
Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (%)



Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей в ноябре практически «не отскочил», оставшись на границе зон «оптимистичных» и «пессимистичных» оценок (51.3%, - существенно ниже уровня середины года, порядка 55%; граница – 50%). Факторами напряженности для бизнеса, по всей видимости, стало повышение процентных ставок (вслед за ключевой ставкой Банка России) и, одновременно, девальвация рубля.

Оценки ситуации и поведение компаний^{1, 3}

Факторы, ограничивающие рост в обрабатывающих производствах (по данным на последний месяц квартала)¹ фактически и с устранением смещения²



Из *отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях* в III кв. сохранились основные тенденции: высокая значимость фактора недостатка квалифицированных рабочих (порядка 35% опрошенных, значимость фактора растёт); неопределённость экономической ситуации и недостаточный спрос на внутреннем рынке (порядка 35-40% опрошенных, значимость медленно снижается). Растёт значимость ограничения со стороны высокого процента по коммерческим кредитам, превывсившего по значимости недостаточный спрос на отечественную продукцию и конкурирующий импорт.

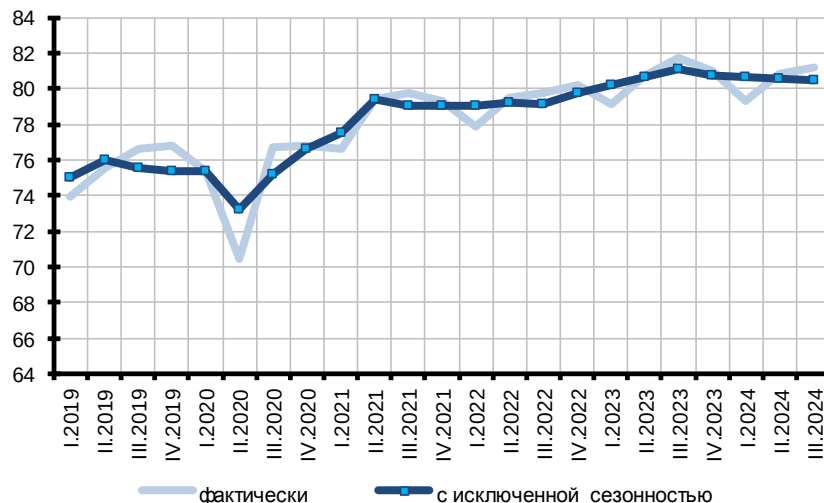
¹ Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата

² Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka_2024-10-24-1.pdf

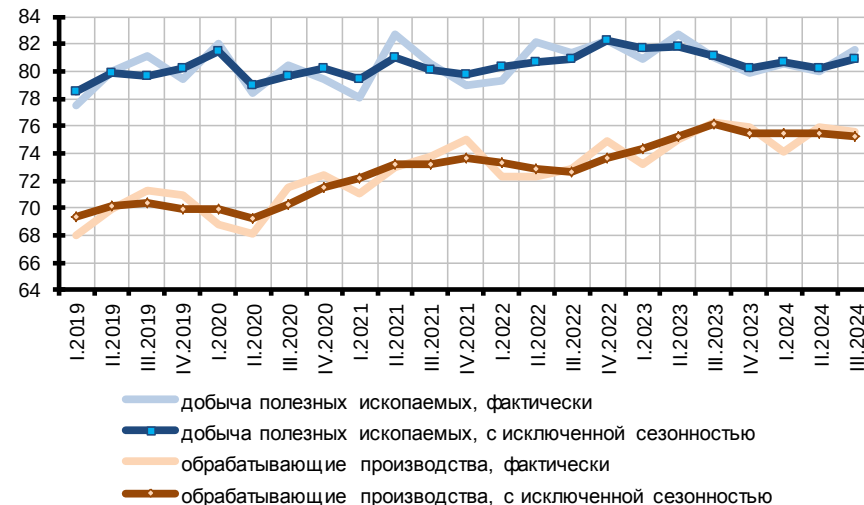
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

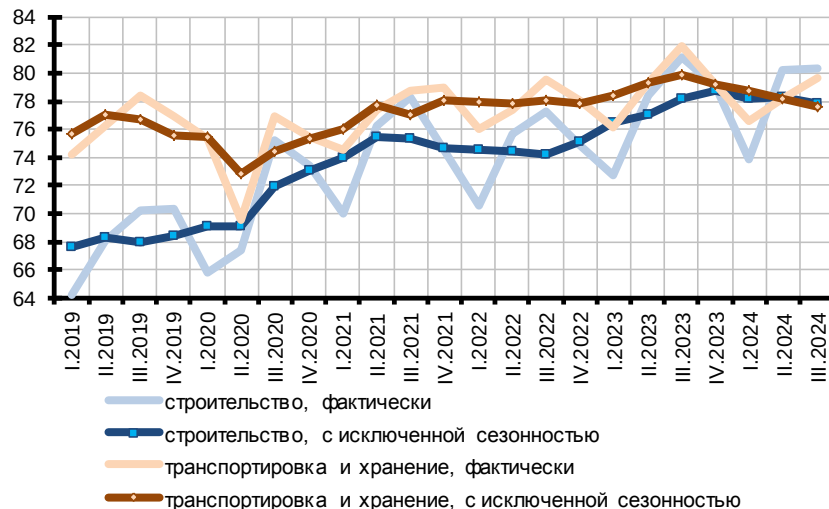
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в III кв. продолжила (очень медленно) снижаться, выйдя на отметку около 80% (сезонность устранена):

- в добыче полезных ископаемых загрузка несколько повысилась, до 81% (сезонность устранена). Уровень загрузки здесь (резерв, видимо, минимален, 1-1.5%) определяется, в основном, масштабами экспорта;
- в строительстве загрузка, ожидаемо на фоне ужесточения условий по ипотеке, стала постепенно снижаться, до 78% (сезонность устранена);
- в логистических отраслях загрузка, как и ожидалось, также снижается (до 78%, сезонность устранена, то есть резерв по дозагрузке очень невелик). Как уже отмечалось, это результат ранее предпринимавшихся целенаправленных усилий по стимулированию инвестиций в отрасли;
- в обрабатывающей промышленности уровень загрузки чуть-чуть снизился, примерно до 75%; это означает, что до «почти полной загрузки» (82-83%) есть еще заметный резерв.

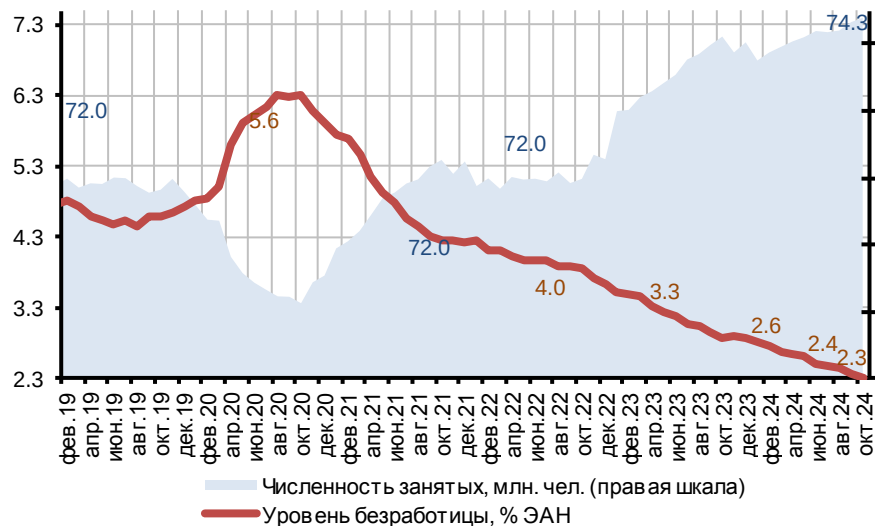
В любом случае, вопрос снятия мощностных ограничений – это прежде всего вопрос активизации инвестиций в производственный аппарат и инфраструктуру.

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

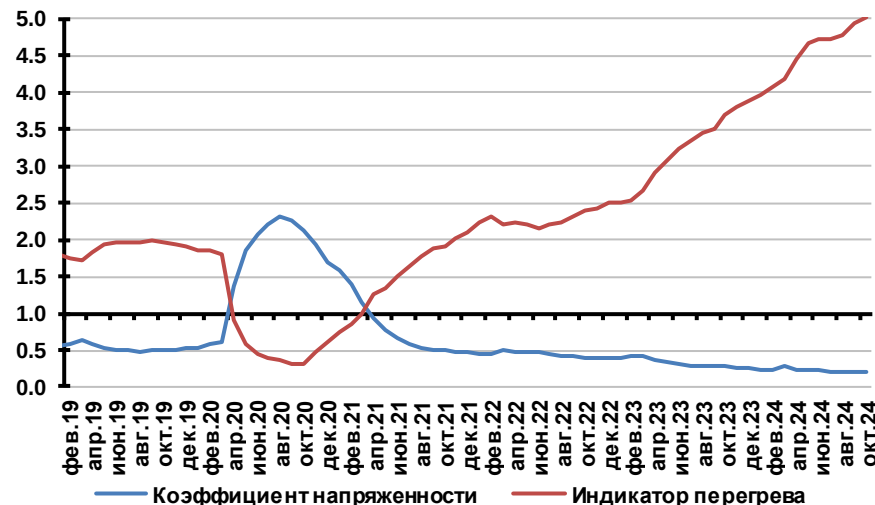
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Рынок труда

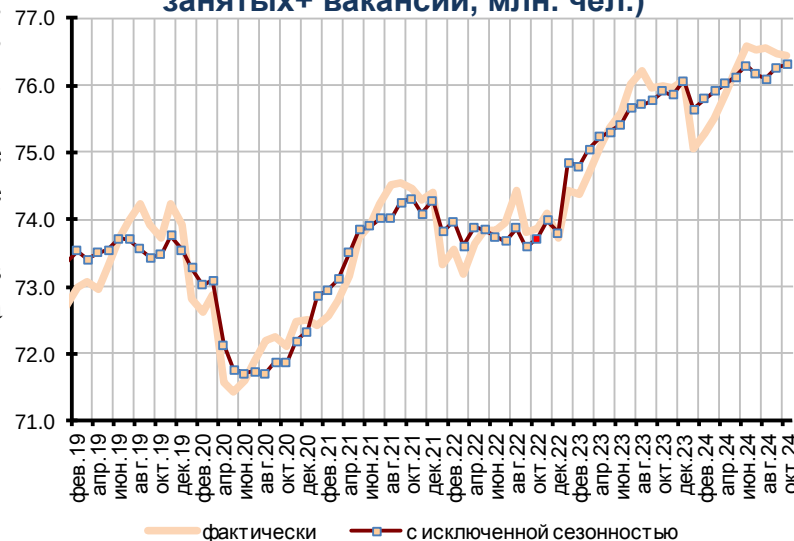
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



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



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



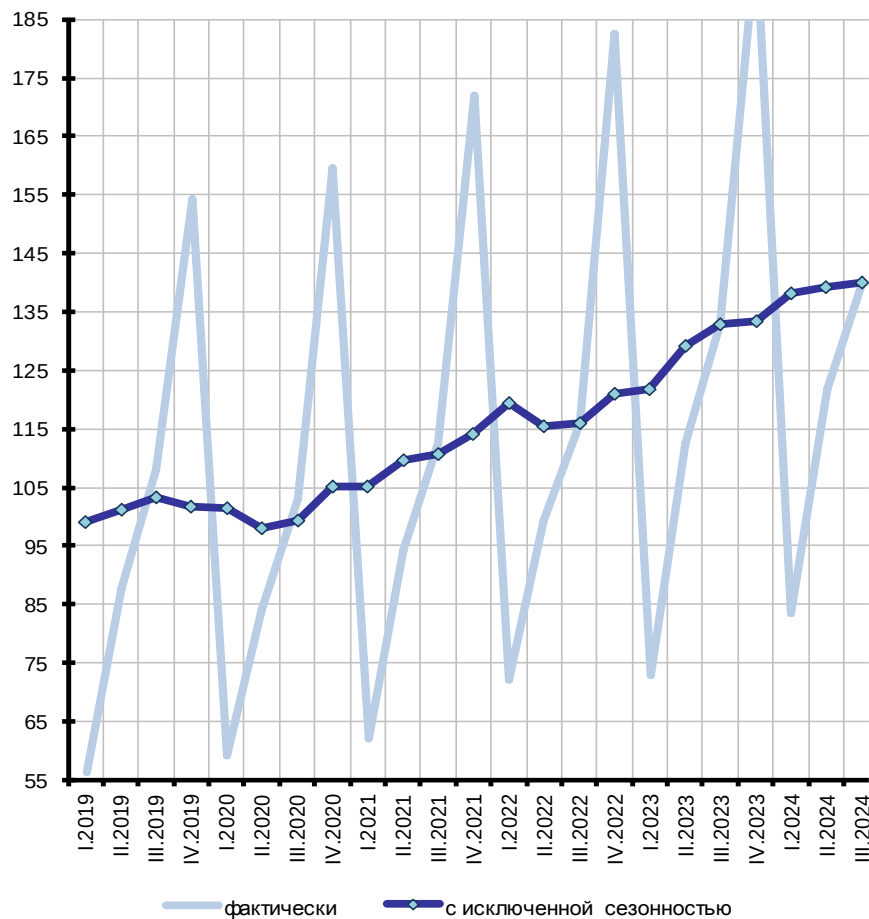
На рынке труда ситуация в октябре сохраняет те же основные черты, которые сформировались в прошлые два месяца. С одной стороны, *уровень безработицы* (с устранённой сезонностью) довольно быстро снижается, снова продемонстрировав исторические минимумы.

С другой — *спрос на рабочие места* стабилен уже пять месяцев (рост после небольшого провала, сезонность устранена). В принципе, противоречивое сочетание высокой заработной платы (дефицит труда, «фактор СВО»); торможения экономического роста; растущей напряженностью финансов предприятий (едва ли способных далее к ускоренному росту затрат на труд) ведут к торможению спроса на рабочие места.

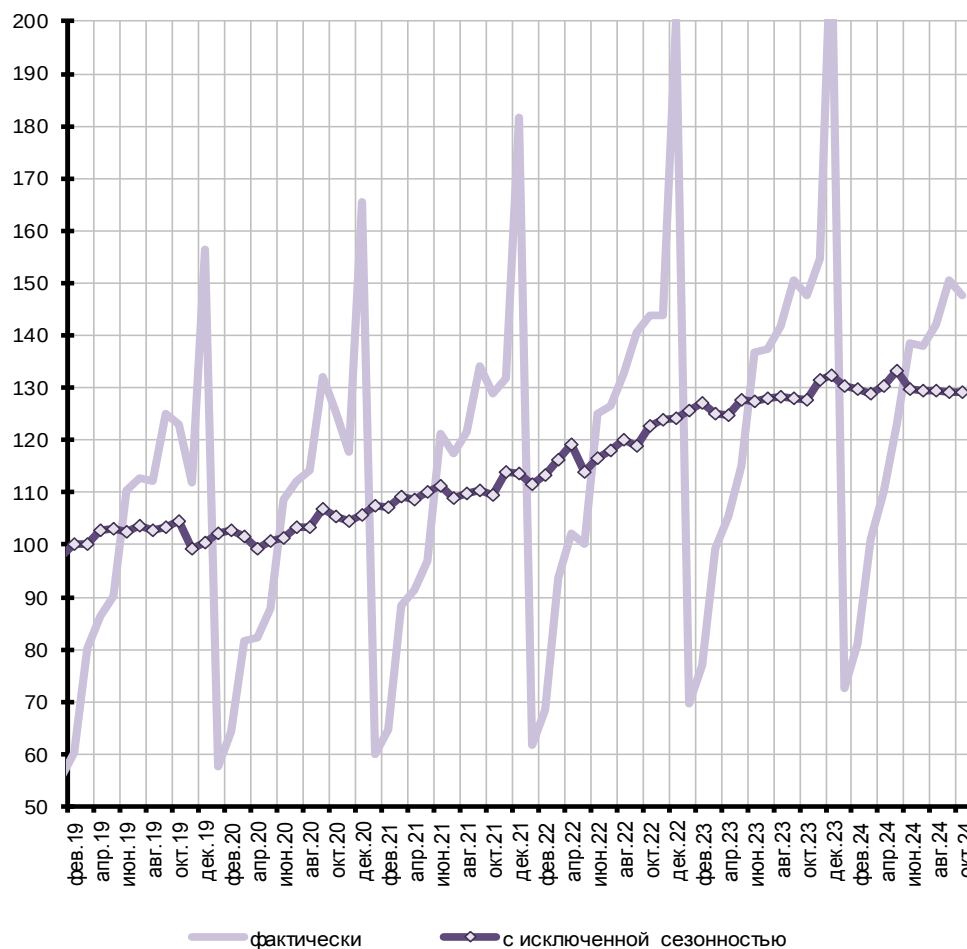
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда — численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию
Индикатор перегрева на рынке труда — количество вакансий в расчёте на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах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

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

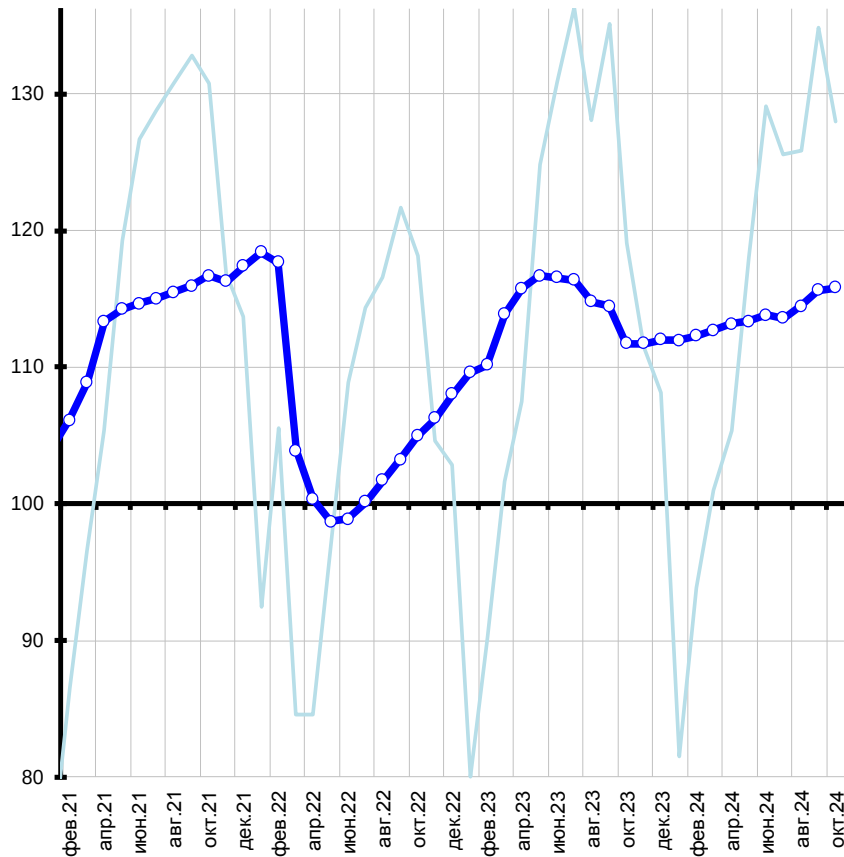


В III кв. *рост инвестиций* в основной капитал существенно замедлился (I кв.: +3.5%, II кв.: +0.8%, III кв.: +0.6% к предш. кварталу, сезонность устранена). С учётом особенностей статистики инвестиций (занижение дефляторов по импорту, учёт военной продукции с длительным сроком службы и др.) это, вероятно, «оценка сверху» - реальная ситуация, вероятно, заметно хуже.

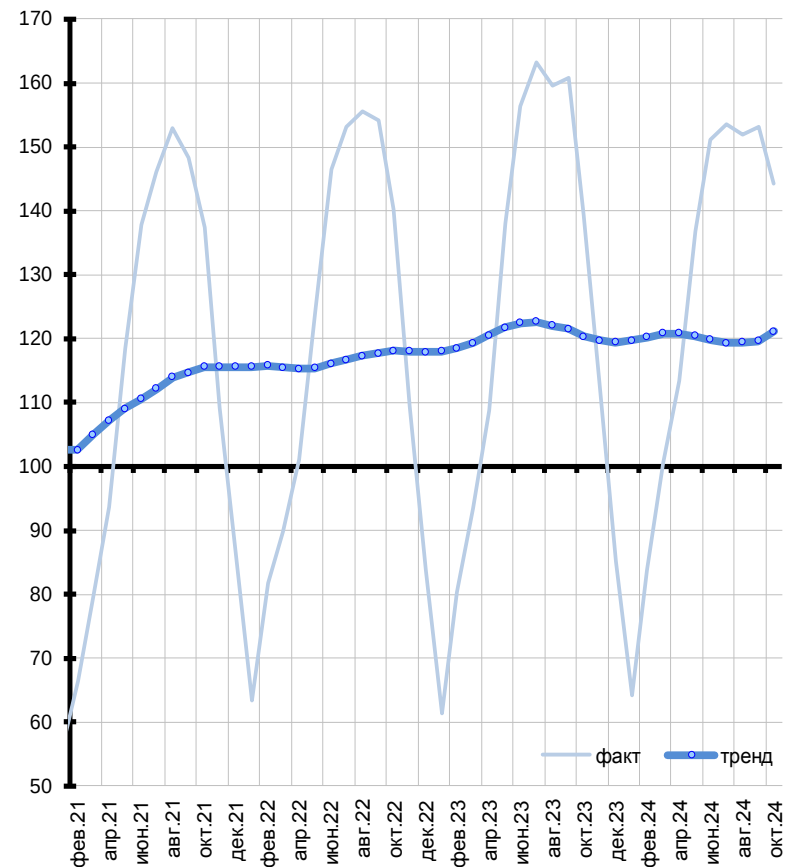
В строительстве по состоянию на октябрь сохраняется стагнация, с лёгкой тенденцией к спаду (I кв.: -0.9% в среднем за месяц, II кв.: +0.2%, июль-октябрь: по -0.1% в месяц, сезонность устранена).

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



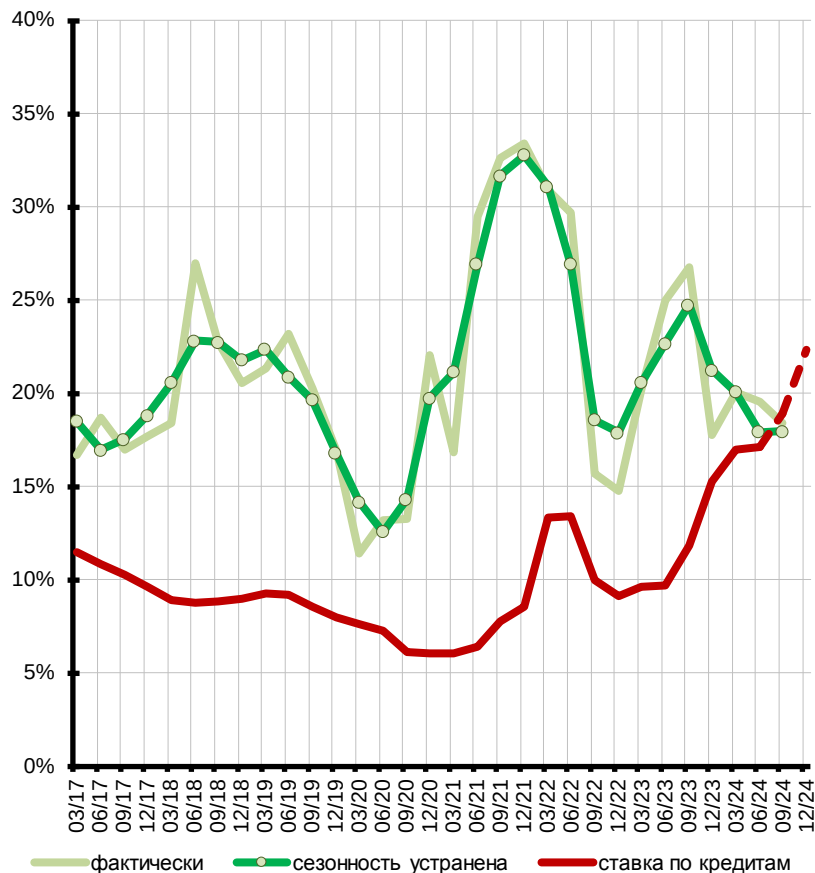
Предложение стройматериалов



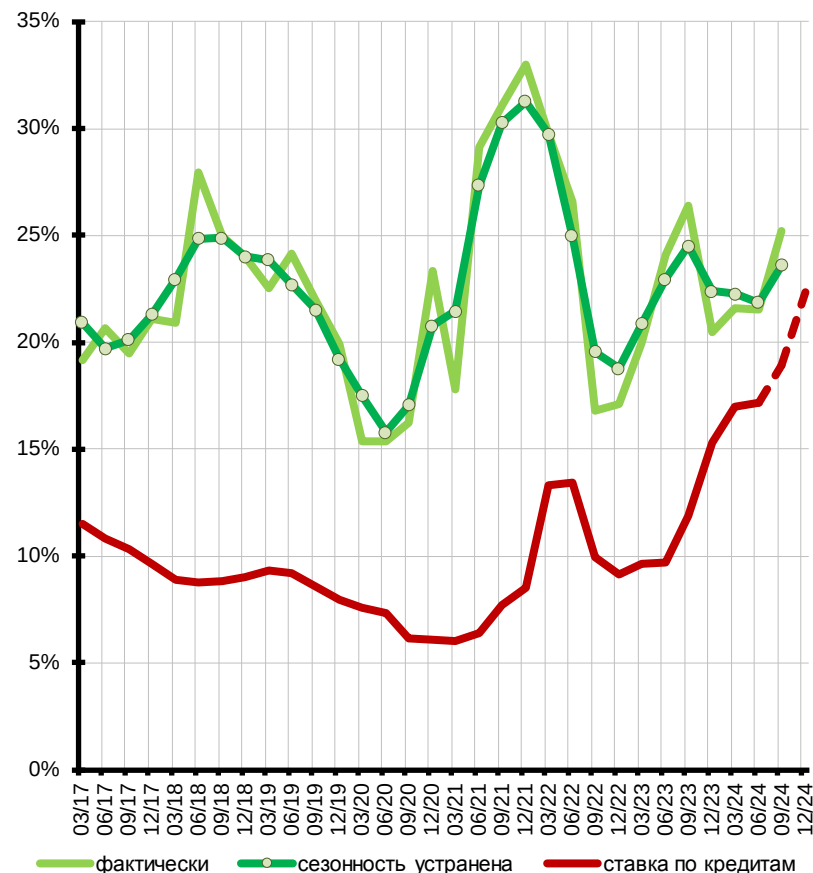
Предложение инвестиционных товаров в экономике несколько увеличилось. В сентябре резко подскочил импорт грузовиков (достигнув рекорда за всю историю наблюдений) перед октябрьским повышением утильсбора. В октябре неожиданно подросло предложение базовых строительных материалов. Впрочем, с учётом существенного повышения ключевой ставки Банком России, резко снизившим стимулы к инвестиционной активности, осеннее повышение индекса вряд ли следует рассматривать как устойчивое.

Ставка по кредитам и рентабельность промышленности (Рентабельность капитала в промышленности и ставка по кредитам)

Рентабельность оборотного капитала¹



Рентабельность собственного капитала²

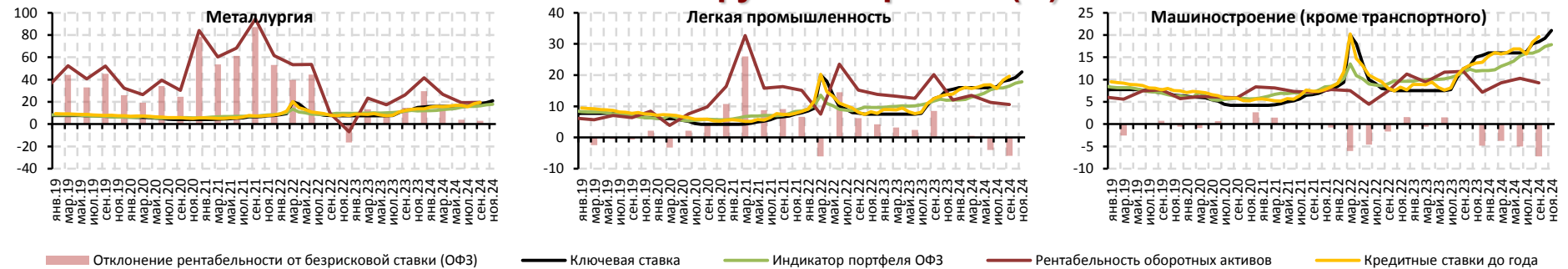


Уровень рентабельности, хотя и заметно снизился по сравнению с 2021 годом, все ещё находится на среднем по историческим меркам уровне. Но впервые в новейшей истории, с учётом динамики процентных ставок, есть риски формирования устойчиво более высокой, чем рентабельность, ставки по кредитам уже в конце текущего – начале следующего года.

¹ отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу

² отношение прибыли-убытка (за вычетом условно исчисленного налога на прибыль, 20% от СФР) и амортизации к собственному капиталу

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



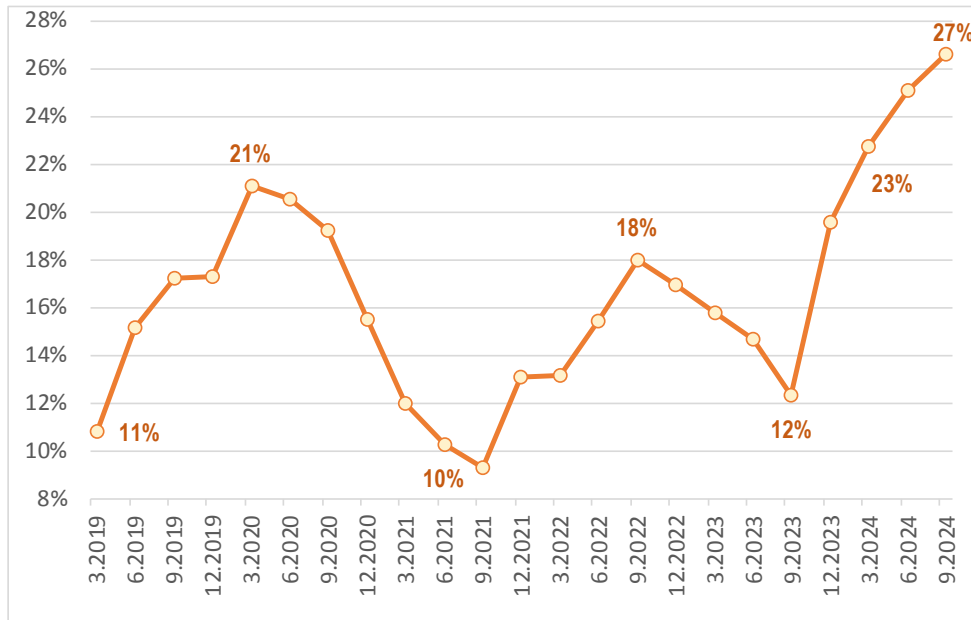
	2022												2023												2024													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен					
Рентабельность по группам отраслей																																						
Металлургия		53.3			53.6			9.6			-6.8		23.4			17.4		26.4		41.7		26.7		19.2		19.5												
Пищевая промышленность		16.9			21.5			20.9		23.2		22.9		23.5		23.5		20.9		19.8		18.7		18.7														
Нефтегазовый сектор		41.6			15.2			20.1		39.6		33.7		50.0		45.0		28.7		33.5		33.5		35.3														
Легкая промышленность		7.5			23.6			15.2		13.8		13.2		12.5		20.2		12.0		13.5		11.3		10.6														
Деревообработка		34.0			24.0			-6.1		-12.0		-3.7		-11.0		2.8		6.5		5.1		1.0		-1.6														
Пр-во изделий из бумаги		41.4			36.8			32.4		25.9		23.7		22.4		29.1		25.5		27.1		23.5		21.5														
Химический комплекс		57.4			58.6			37.9		21.0		25.1		13.3		32.3		33.6		29.4		26.5		15.4														
Производство стройматериалов		24.6			22.6			19.4		20.8		19.6		23.9		25.4		19.4		22.2		20.1		21.2														
Машиностроение (кроме транспортного)		7.5			4.5			7.4		11.2		9.4		11.7		11.8		7.2		9.3		10.3		9.3														
Транспортное машиностроение		2.1			-0.9			-1.7		-4.7		-0.3		2.0		3.0		-1.1		0.9		1.7		3.3														
Сред рентабельность-ОФЗ																																						
Металлургия	44.2	43.1	39.8	42.6	43.4	44.5	0.8	1.0	0.6	-16.5	-16.5	-16.4	13.8	13.5	13.4	7.3	7.4	7.3	15.9	15.4	14.7	29.3	29.7	29.6	14.7	14.4	13.7	5.7	5.1	4.0	3.6	3.6	3.0					
Пищевая промышленность	7.8	6.7	3.4	10.5	11.3	12.4	12.1	12.3	11.8	13.5	13.6	13.6	13.3	13.0	13.0	13.4	13.5	13.4	13.0	12.5	11.8	8.6	9.0	8.9	7.8	7.6	6.8	5.1	4.5	3.4	2.8	2.8	2.3					
Нефтегазовый сектор	32.5	31.4	28.1	4.3	5.0	6.2	11.2	11.4	11.0	29.9	30.0	30.0	24.0	23.7	23.7	39.8	39.9	39.8	34.5	34.0	33.3	16.4	16.8	16.7	21.5	21.3	20.5	20.0	19.4	18.2	19.4	19.4	18.8					
Легкая промышленность	-1.6	-2.7	-6.1	12.6	13.4	14.5	6.4	6.6	6.2	4.1	4.2	4.2	3.6	3.3	3.2	2.4	2.5	2.4	9.7	9.2	8.5	-0.3	0.1	0.0	1.5	1.3	0.5	-2.3	-2.9	-4.0	-5.3	-5.3	-5.9					
Деревообработка	24.9	23.8	20.5	13.1	13.9	15.0	-14.9	-14.7	-15.1	-21.7	-21.6	-21.6	-13.4	-13.7	-13.7	-21.1	-21.0	-21.1	-7.6	-8.1	-8.8	-5.8	-5.4	-5.5	-7.0	-7.2	-8.0	-12.6	-13.2	-14.3	-17.5	-17.6	-18.1					
Пр-во изделий из бумаги	32.3	31.2	27.8	25.9	26.6	27.8	23.6	23.8	23.4	16.2	16.3	16.3	14.1	13.8	13.7	12.3	12.4	12.3	18.6	18.2	17.4	13.2	13.6	13.5	15.1	14.9	14.1	10.0	9.4	8.2	5.6	5.5	5.0					
Химический комплекс	48.3	47.2	43.9	47.7	48.5	49.6	29.1	29.3	28.8	11.3	11.4	11.4	15.4	15.1	15.1	3.2	3.2	3.1	21.9	21.4	20.7	21.2	21.6	21.5	17.4	17.2	16.4	13.0	12.4	11.2	-0.5	-0.5	-1.1					
Производство стройматериалов	15.5	14.4	11.1	11.7	12.5	13.6	10.6	10.8	10.3	11.1	11.2	11.2	10.0	9.7	9.6	13.8	13.9	13.8	14.9	14.5	13.8	7.1	7.4	7.4	10.2	9.9	9.2	6.6	6.0	4.8	5.3	5.2	4.7					
Машиностроение (кроме транспортного)	-1.6	-2.7	-6.0	-6.5	-5.7	-4.6	-1.4	-1.2	-1.6	1.5	1.6	1.6	-0.2	-0.5	-0.6	1.5	1.6	1.5	1.4	0.9	0.2	-5.2	-4.8	-4.9	-2.8	-3.0	-3.8	-3.2	-3.9	-5.0	-6.6	-6.6	-7.2					
Транспортное машиностроение	-7.0	-8.1	-11.4	-11.8	-11.0	-9.9	-10.5	-10.3	-10.7	-14.4	-14.3	-14.3	-9.9	-10.2	-10.3	-8.1	-8.0	-8.1	-7.5	-7.9	-8.7	-13.5	-13.1	-13.2	-11.1	-11.3	-12.1	-11.9	-12.5	-13.6	-12.6	-12.6	-13.2					
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	12.2	13.0	13.5	14.1	15.3	15.9	15.9	16.5					
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	19.8	20.0	21.0					
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	15.7	18.4	19.7					

Рентабельность, по состоянию на III кв., почти не изменилась, оставаясь в большинстве отраслей (кроме машиностроения, особенно транспортного и деревообработки) на высоком уровне. Однако, как уже отмечалось, расширяется спектр отраслей, где *рентабельность бизнеса* ниже *доходности безрискового «держания денег»* (доходности по ОФЗ), что обесмысливает частные инвестиции. По данным на сентябрь, такой, нарастающий во времени, «реверс» сложился в ряде отраслей: в машиностроении, особенно транспортном (разрыв в -13.2 проц. п, в целом по машиностроению -7.2 проц. п), в деревообработке (-18.1 проц. п), в легкой промышленности (-5.9 проц. п), химический комплекс (-1.1 проц. п). Минимальное превышение отраслевой рентабельности над доходностью по ОФЗ наблюдается в бумажной промышленности (+5.0 проц. п), промышленности стройматериалов (+4.7 проц. пунктов), металлургии (+3.0 проц. п), пищевой промышленности (+2.3 проц. п).

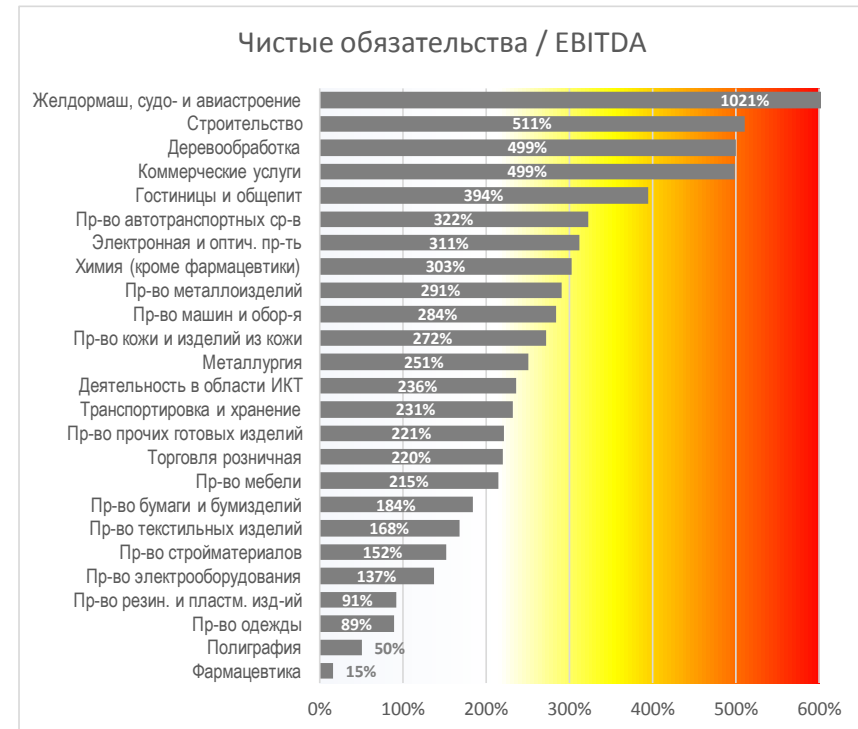
¹Кредитные ставки для нефтегазового сектора – ставки для «добычи полезных ископаемых» (В). Для прочих групп отраслей – ставки «обрабатывающих производств» (С).

Долговое давление на компании²

Соотношение процентных платежей к показателю «прибыль до выплаты налогов и процентов минус убыток» (%)¹



Обязательства компаний по отношению к EBITDA (%)



Нагрузка процентными платежами на доходы компаний быстро увеличивается и в сентябре (то есть до последних циклов повышения ключевой ставки) вышла на исторический максимум за последние пять лет. При этом ставка продолжает расти, а рентабельность вполне может начать снижаться...

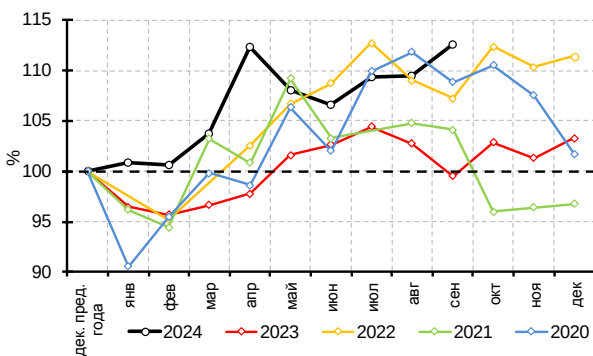
На данный момент, благодаря в целом высокой рентабельности бизнеса, проблема *долговой нагрузки на прибыль* имеет скорее структурный характер и очень остро стоит для части отраслей – транспортного машиностроения (чистый долг в 10 раз превышает EBITDA!), в несколько меньшей степени – для строительства (5.1 раза), коммерческих услуг, деревообработки (5 раз), секторе общепита (4 раза). С учётом роста процентных ставок есть риск, что в «красную зону» попадать все больше отраслей – с соответствующими рисками возникновения цепочек корпоративных банкротств.

¹ EBITDA – валовая (включая амортизацию) прибыль компаний до выплаты налогов и процентов по кредитам. Оценка 2024 г. по данным за январь-сентябрь (без учета повышения ставки в октябре)

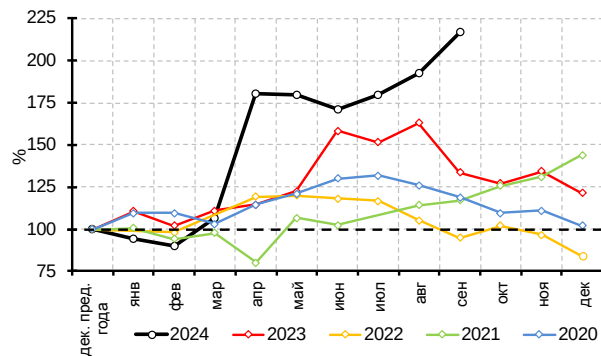
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Ликвидность хозяйственного оборота

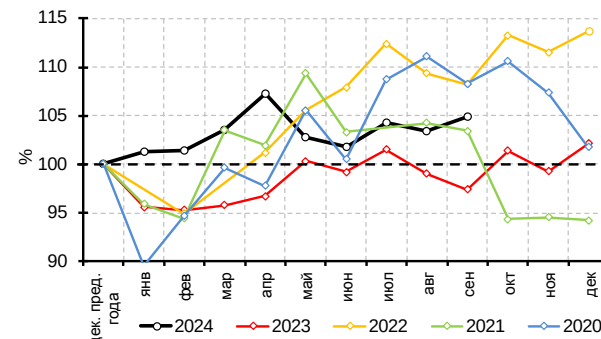
Динамика просроченной кредиторской задолженности, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



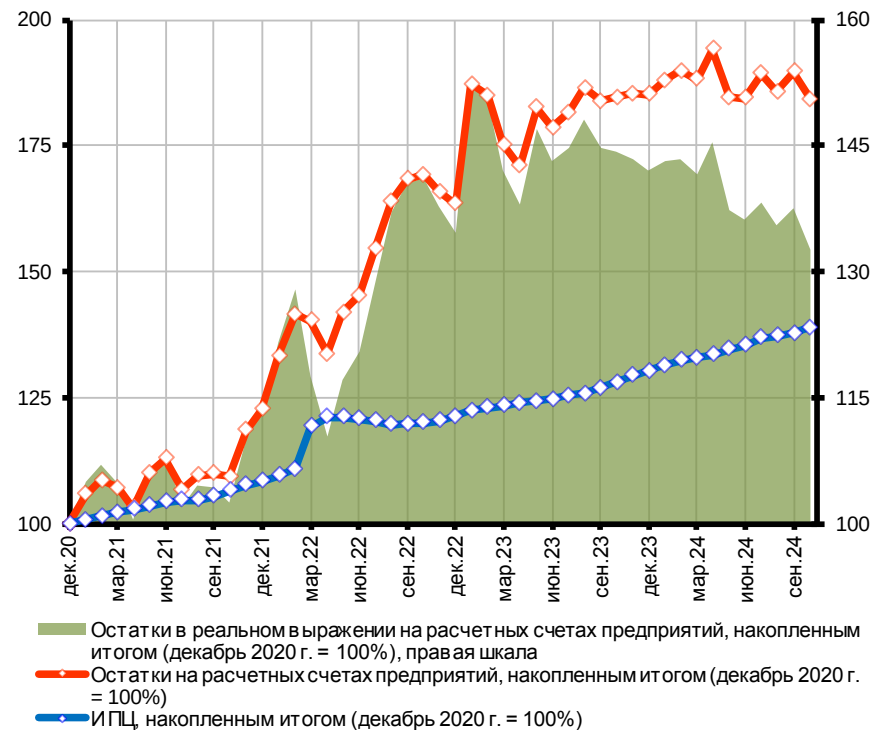
Добыча полезных ископаемых



Всего по экономике в целом за искл.
добычи полезных ископаемых

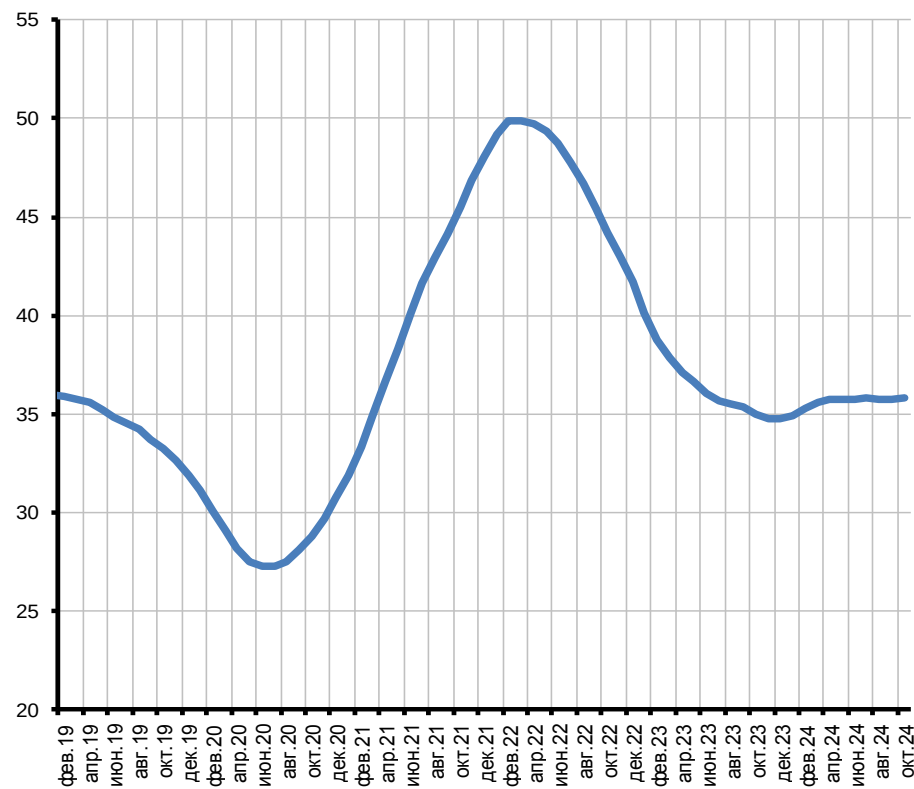
В целом по экономике с марта 2024 г. наблюдается постепенное увеличение темпов роста *просроченной кредиторской задолженности*. При этом основной вклад обеспечивают отрасли добывающего сектора экономики. Правда, за исключением этого сектора динамика просроченной задолженности по сентябрь 24 г. (последние доступные данные) пока не вызывает серьезных опасений (хотя она остается выше динамики предыдущего года). Также доля просрочки в общем объеме задолженности пока находится устойчиво вблизи 4%, начиная с III кв. 2023 г.

К возможному дальнейшему ухудшению ситуации с платежами может привести падение *ликвидности хозяйственного оборота* вследствие снижения доступности кредита и резкого замедления динамики средств на рублевых расчетных счетах предприятий (по факту, в октябре 24 г. фиксируется даже снижение в абсолютном выражении на 0.2% к аналогичному периоду прошлого года). По всей видимости, компании, в достаточной степени обеспеченные денежными средствами, перенаправляют их из производственного оборота на срочные депозиты (стимул – высокие ставки), одновременно наращивая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками.

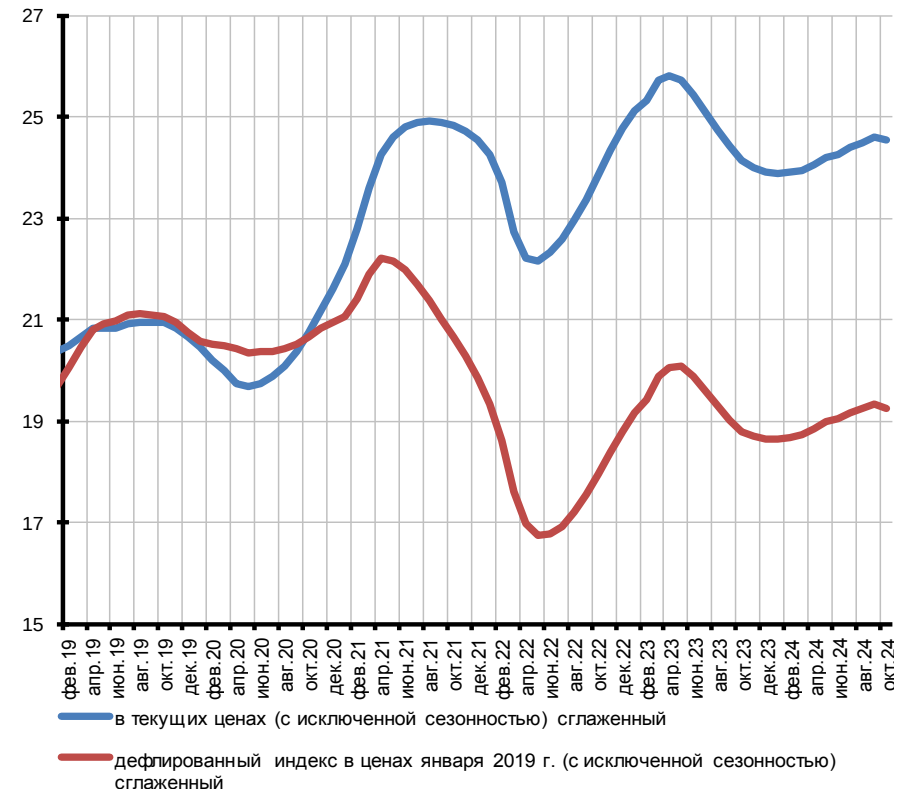


Спрос: внешняя торговля в текущих ценах¹ (сезонность исключена, сглажено)

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров² (млрд. долл.)



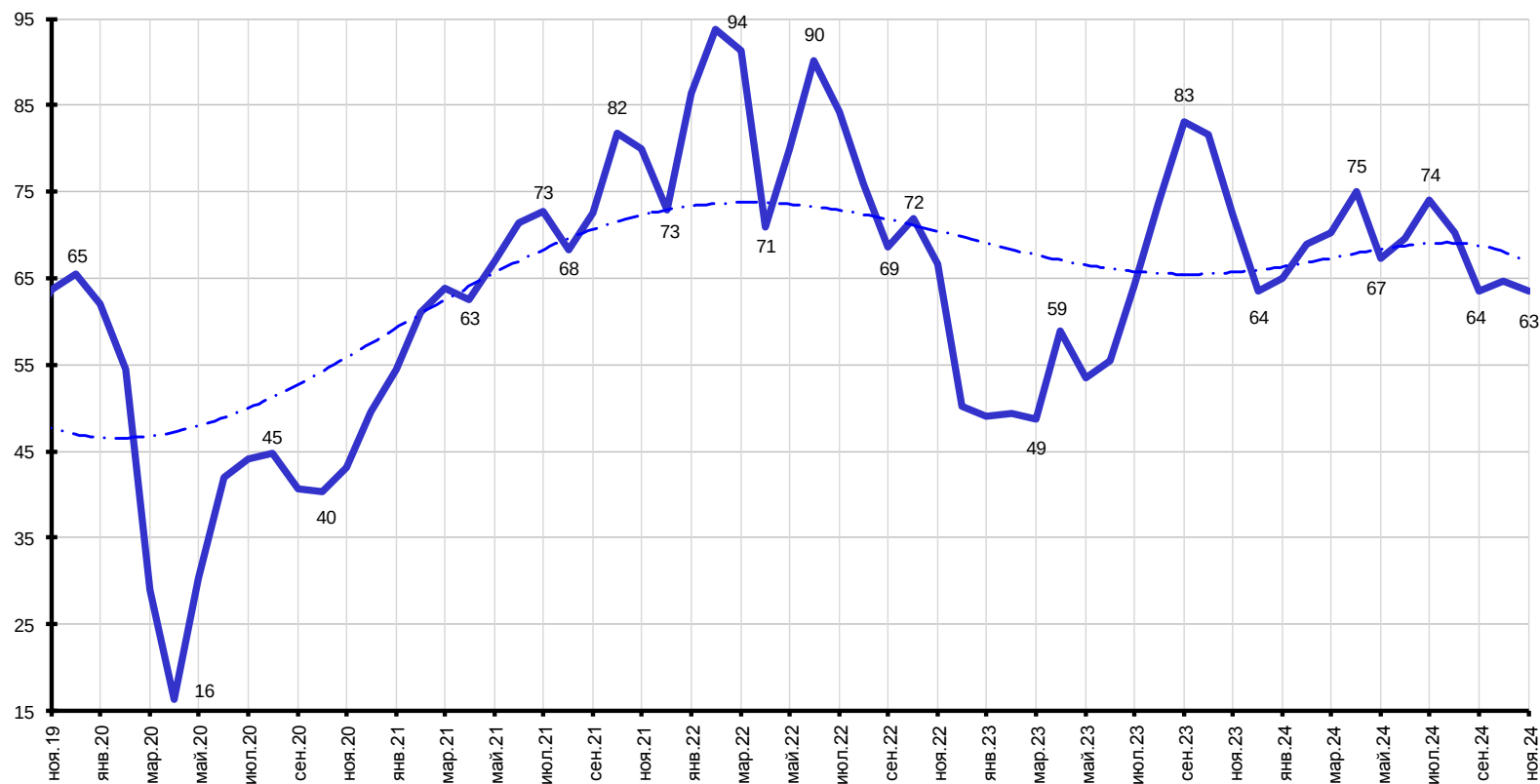
Экспорт товаров в октябре остался стабильным – причём, уже с весны (по стоимости, сезонность устранена). Как уже отмечалось, стабилизация произошла на уровне порядка 35-36 млрд. долл. в месяц – как весной 2021 г.

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) по динамике «где-то между» очень медленным ростом и стабилизацией. Учитывая стагнацию «конечных рынков» - инвестиционного и потребительского, а также (сезонное) ослабление рубля, прирост импорта в краткосрочной перспективе может приостановиться.

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)

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



Средняя цена на нефть марки Urals в ноябре 2024 г. составила 63.5 долл./барр. после 64.7 долл./барр. в октябре. В начале ноября страны ОПЕК+ объявили о переносе сроков повышения добычи на месяц – с декабря на январь следующего года. Цены на нефть росли до 5 ноября, в преддверии президентских выборов в США. Укрепление доллара на фоне победы Дональда Трампа, рост запасов сырой нефти в США и сокращение импорта нефти в Китае привели к недельному снижению цен. Во второй декаде ноября цены на нефть перешли в рост на фоне обострения геополитических рисков (западные страны разрешили Украине наносить удары вглубь России) и перебоев в добыче (норвежской компанией Equinor на крупнейшем в Западной Европе месторождении Johan Sverdrup из-за отключения электроэнергии и американской компанией Chevron на казахстанском месторождении Тенгиз из-за ремонтных работ). Последнюю декаду ноября цены на нефть преимущественно снижались. Израиль и Ливан с Хезболлой согласились на предложение США о прекращении огня. Ожидается, что президентство Трампа может оказать неоднозначное влияние на рынок нефти. С одной стороны, новый президент поддерживает развитие отрасли добычи нефти в США, что может увеличить предложение. С другой – предполагаемое ужесточение санкций в отношении Ирана снизит предложение иранской нефти. С третьей – усиление торговой войны с Китаем отразится на обеих экономиках, что может сократить мировой спрос на нефть.

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

Цены на продукцию сельского хозяйства*

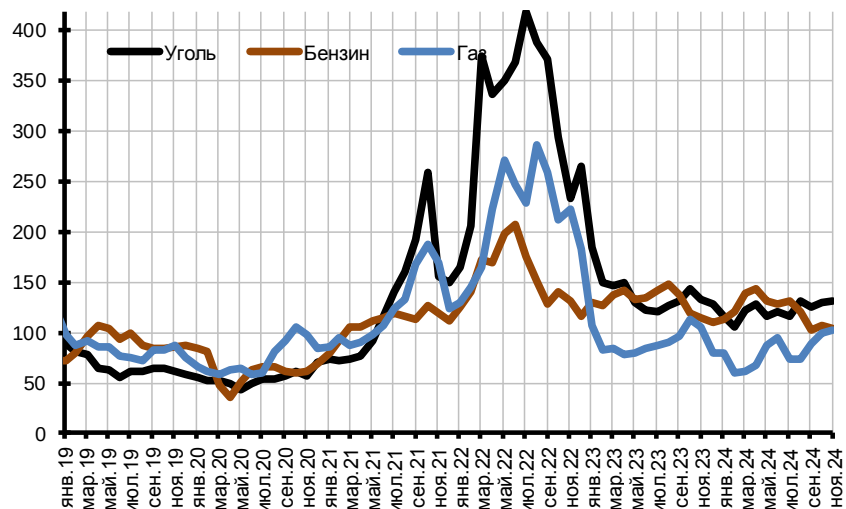


* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME

Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на топливо*

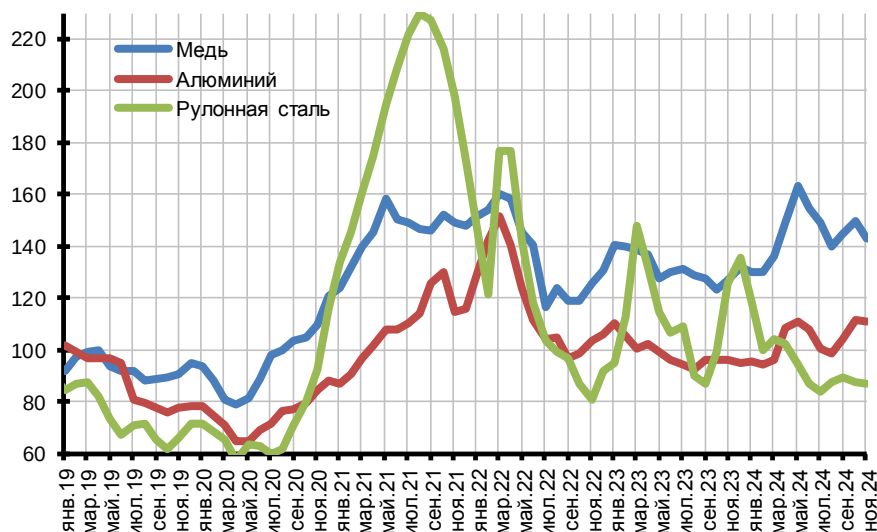


* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE

Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE

Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на металлы*



* Рулонная сталь – US Steel Coil Futures, CME

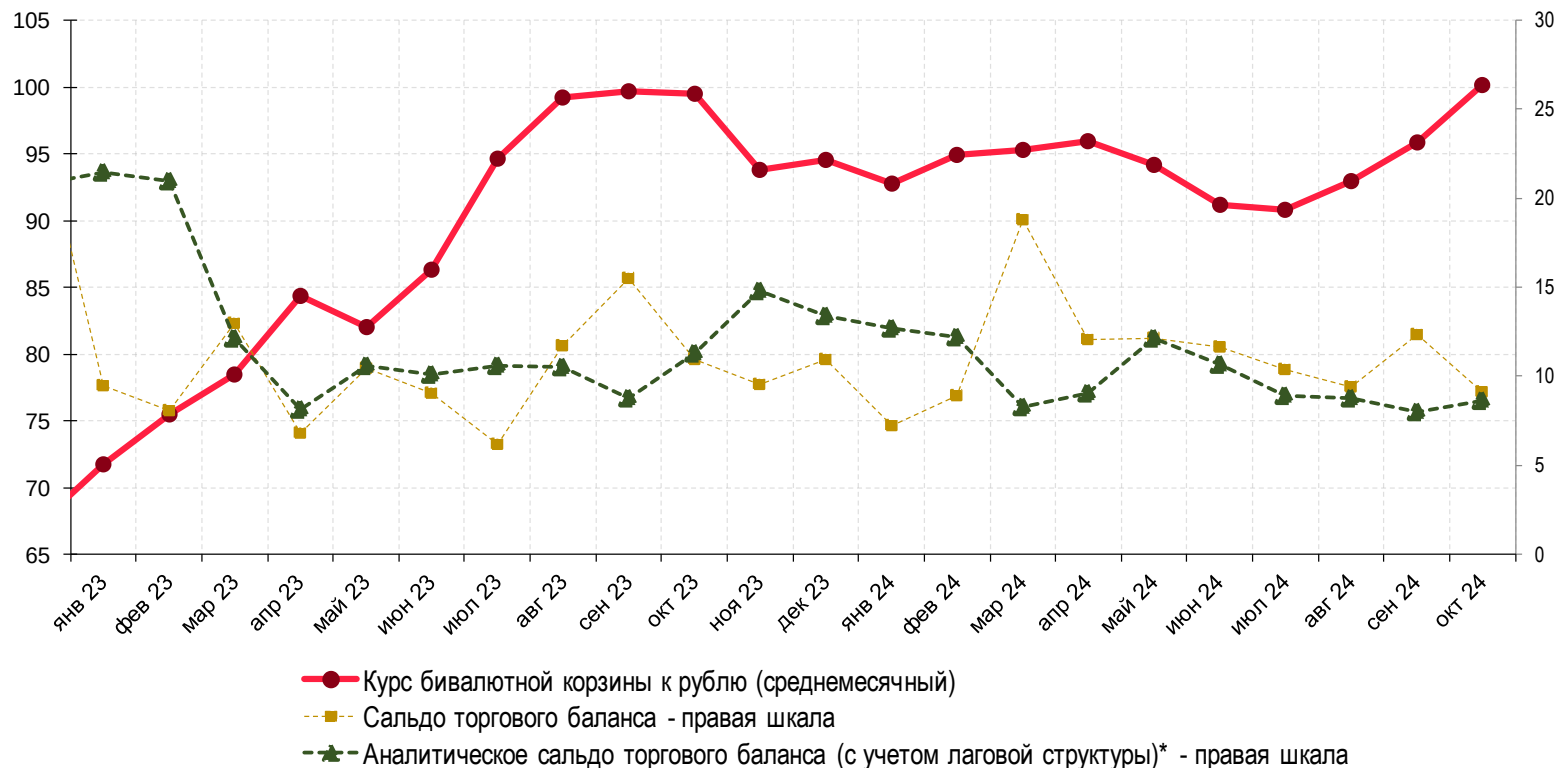
Алюминий – Aluminum Futures, CME

Медь – Copper Futures, CME

Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на ноябрь, как и ожидалось, в целом стабилизировались (для пшеницы и соевого масла – со среднесрочной тенденцией к снижению, видимо). На рынках основных видов металлов цены, как уже отмечалось тоже, скорее стабильны – хотя и с очень высокой волатильностью, требующей осторожности в суждениях. Так, по среднесрочному тренду цены на медь и алюминий скорее растут, на сталь – скорее снижаются.

Цены на топливо тоже как уже отмечалось, в целом, стабилизировались – и довольно давно. В среднесрочном плане цены на уголь слегка растут (хотя и на очень низком общем уровне), на газ – растут довольно заметно, но неустойчиво, на бензин – медленно снижаются. Все эти тенденции отражают сейчас, скорее сезонную тенденцию (рост спроса на отопление, снижение подвижности), чем фундаментальные факторы.

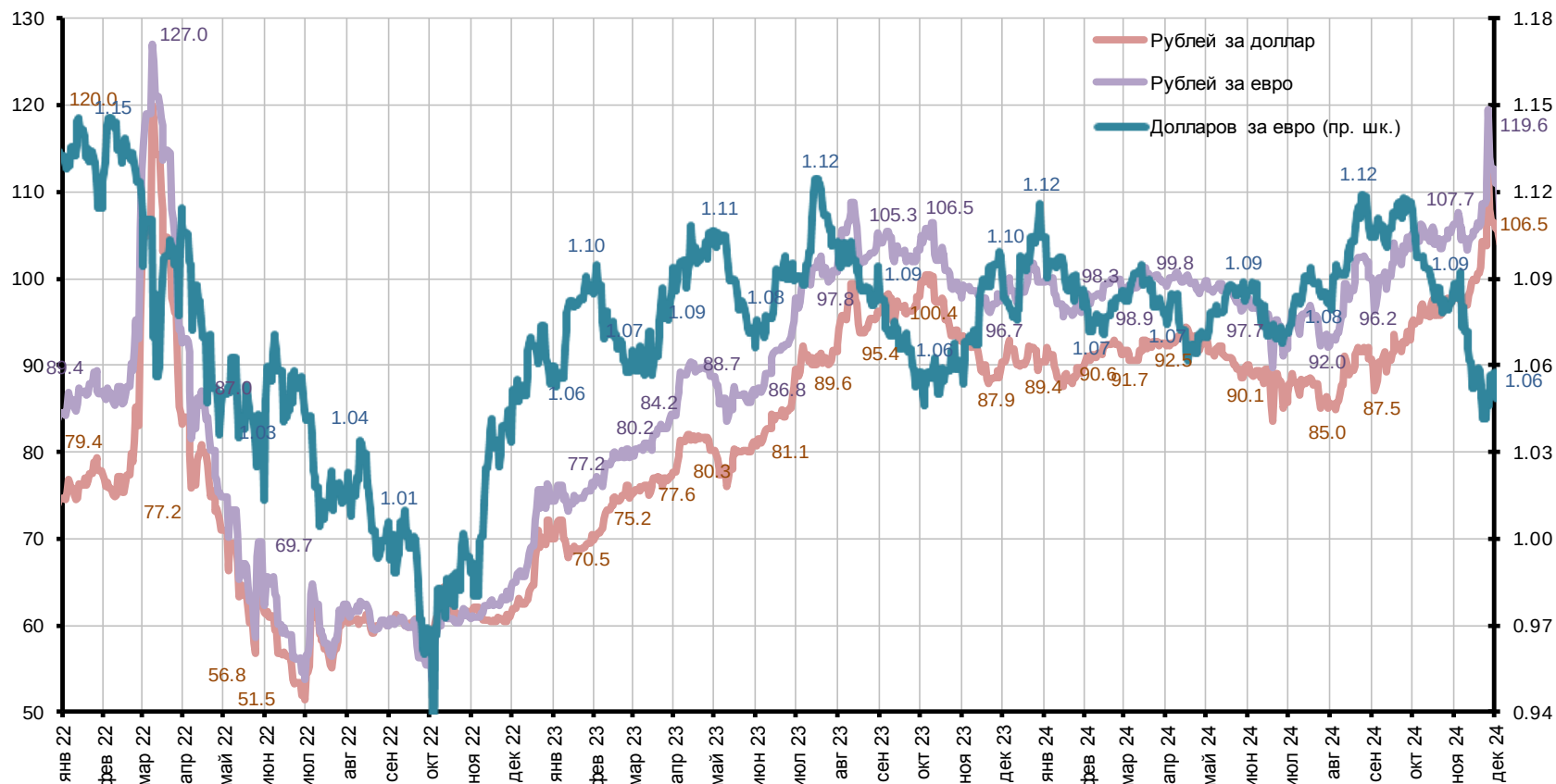
Сальдо торгового баланса и валютный курс¹



Фундаментальным фактором ослабления рубля в последние месяцы являлся *сезонное разбалансирование валютного рынка* - рост потребности в валюте для покупки импорта, который традиционно в конце года выходит на максимальные значения, при замедлении экспортных поступлений. Помимо этого, заметное ослабление российской валюты было спровоцировано дополнительными факторами сжатия предложения иностранной валюты на российском рынке. Оно, в свою очередь, было вызвано новым пакетом санкций, которые коснулись российских банков (в числе которых оказался Газпромбанк), смягчением требований к репатриации валютной выручки экспортерами и погашением валютных кредитов экспортерами.

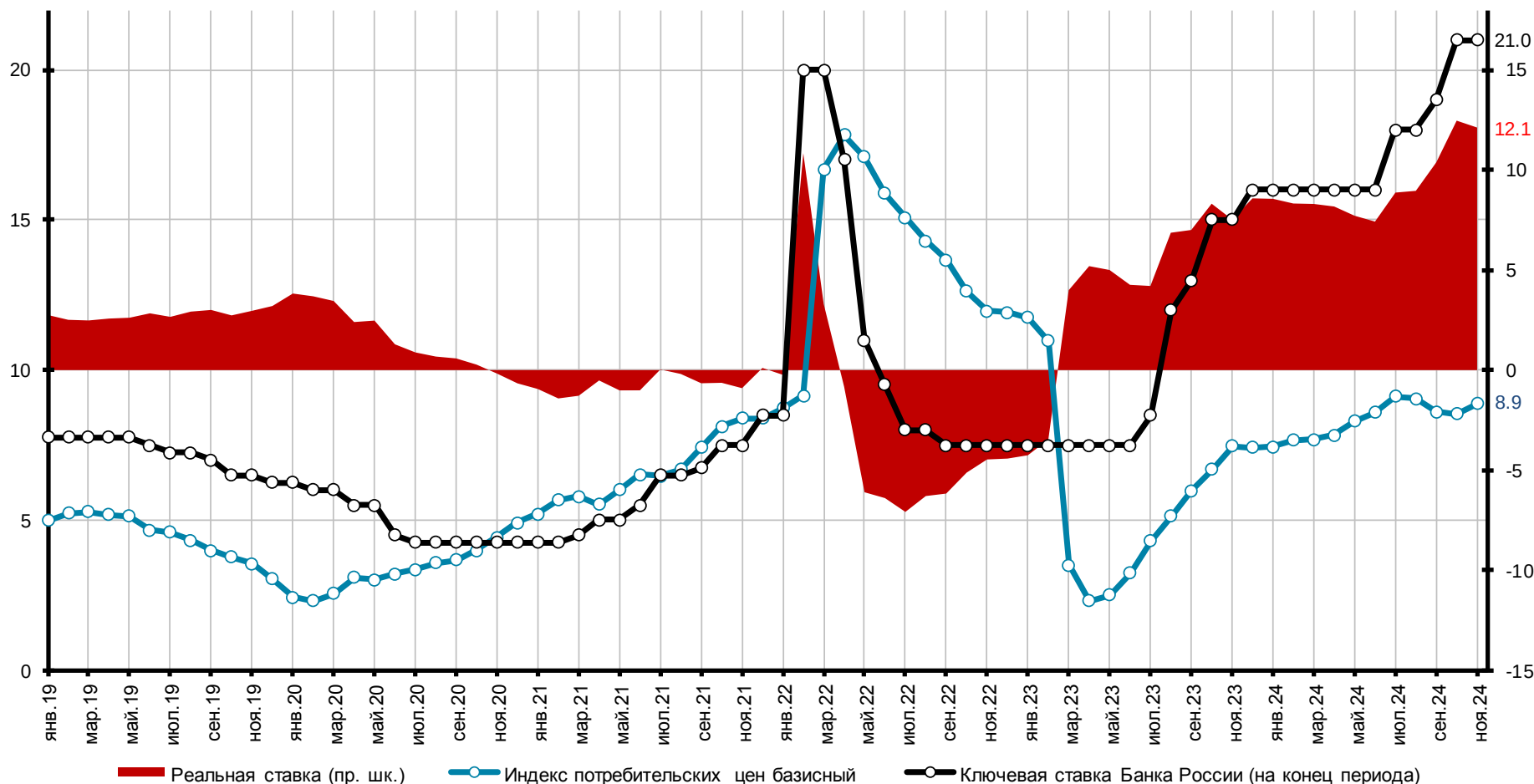
¹ Для анализа ситуации на валютном рынке важно рассматривать не просто текущее сальдо торгового баланса, а учитывать временные лаги между экспортом и поступлениями экспортной выручки на валютный рынок, импортом и покупкой валюты для его оплаты. С этой целью мы строим аналитическое сальдо торгового баланса, которое представляет собой разницу между объемом экспорта, рассчитанного при помощи взвешивания его значений, взятых с лагами 1, 2 и 3 месяца от текущего значения с весами 0.25, 0.5 и 0.25 соответственно, и объемом импорта, рассчитанного при помощи взвешивания его значений, взятых с опережением 1, 2 и 3 месяца от текущего значения с весами 0.25, 0.5 и 0.25 соответственно.

Динамика валютных курсов



В ноябре наблюдалось *резкое ослабление рубля*. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю за этот период увеличился на 7.3% и составил 109.3 руб. за корзину на 01.12.2024.

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



25 октября Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить *ключевую ставку* на 200 б.п., до 21% годовых вследствие продолжительного повышения инфляционных ожиданий на фоне сохранения высокого инфляционного давления (связанного с опережением роста внутреннего спроса). Отмечаются проинфляционные эффекты дополнительных бюджетных расходов. Риторика регулятора остается жесткой: Банк России допускает возможность повышения ключевой ставки на ближайшем заседании. Уровень реальной ставки несколько снизился (до 12.1%) в результате небольшого ускорения инфляции в ноябре, тем не менее остается вблизи максимальных исторических значений. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 20 декабря 2024 г.

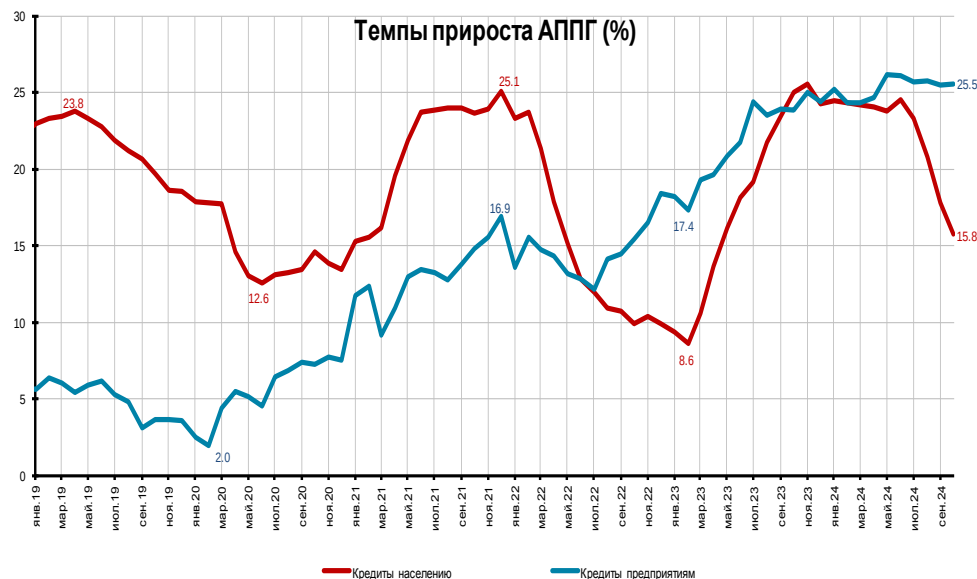
¹ Реальная ставка - разница между ключевой и инфляцией

Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Россия	21	8.9	12.1
Китай	3.1	0.2	2.9
Великобритания	4.75	2.3	2.45
США	4.75	2.7	2.05
Австралия	4.35	2.8	1.55
Канада	3.25	2	1.25
Индия	6.5	5.48	1.02
ЕС	3.15	2.3	0.85
Швейцария	0.5	0.7	-0.2
Япония	0.25	2.3	-2.05

После повышения Советом директоров Банка России на очередном заседании 25 октября ключевой ставки до 21% годовых, уровень *реальной процентной ставки* (за вычетом потребительской инфляции) в России поднимался до максимального значения в 12.5% годовых, а по итогам ноября составляет 12.1%. Это рекордная величина среди крупнейших экономик мира, которая в разы превышает аналогичные показатели в Китае и странах Запада. За последний месяц уровень реальных процентных ставок сократился в большинстве рассматриваемых стран (в частности, в Великобритании, США, Канаде, ЕС, Швейцарии, Австралии). Это произошло вследствие сокращения регуляторами этих стран уровня номинальных процентных ставок в экономике.

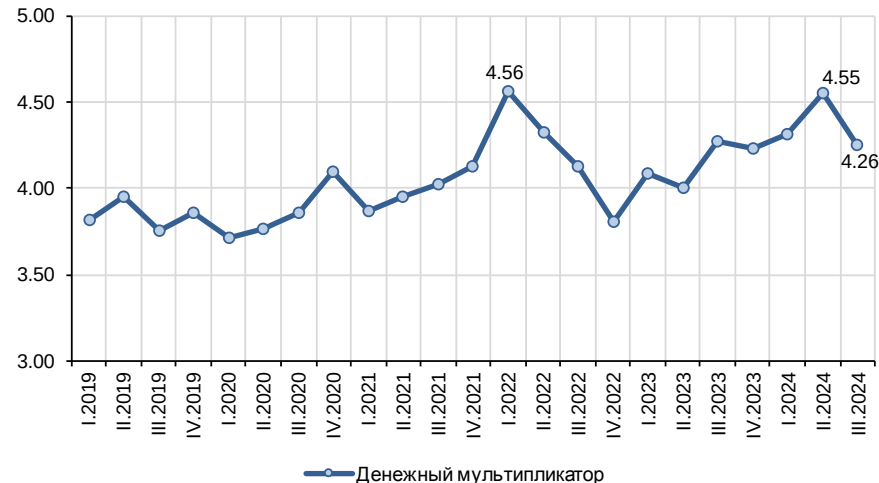
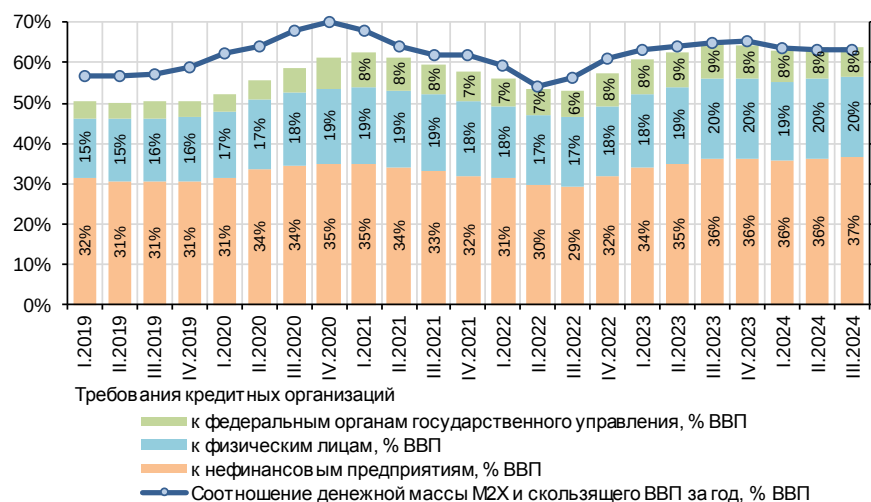
Динамика кредитования населения и предприятий



В октябре темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 15.8%, что на 2 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Темп прироста потребительского кредитования в октябре (-0.3%) впервые за долгое время опустился в область отрицательных значений в условиях продолжающегося роста процентных ставок и очередного раунда ужесточения макропруденциальной политики. Прирост ипотечного кредитования в октябре замедлился (+0.7%) по сравнению с августом и сентябрем (+0.9%).

Активность в сегменте *корпоративного кредитования* продолжает оставаться стабильно высокой. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в октябре составил 25.5%, что аналогично значению, достигнутому месяцем ранее. В целом, более трети прироста, как и в предыдущие месяцы, обеспечили кредиты на финансирование инвестиционных проектов (в первую очередь, в нефтехимической отрасли). Такие проекты часто выгоднее продолжать финансировать даже по высоким процентным ставкам, нежели замораживать. Активный рост в сегменте корпоративного портфеля продолжается, даже несмотря на то, что в октябре индекс изменения условий кредитования предприятий (согласно результатам опросов) ухудшился до минимальных исторических отметок (график справа). Это объясняется тем, что значительная часть корпоративных ссуд предоставляется компаниям из сферы недвижимости (в частности, проектного финансирования жилищного строительства): процентные ставки по таким ссудам менее чувствительны к ужесточению денежно-кредитной политики и в большей степени зависят от скорости наполнения счетов эскроу.

Монетизация и денежный мультипликатор^{1,2}



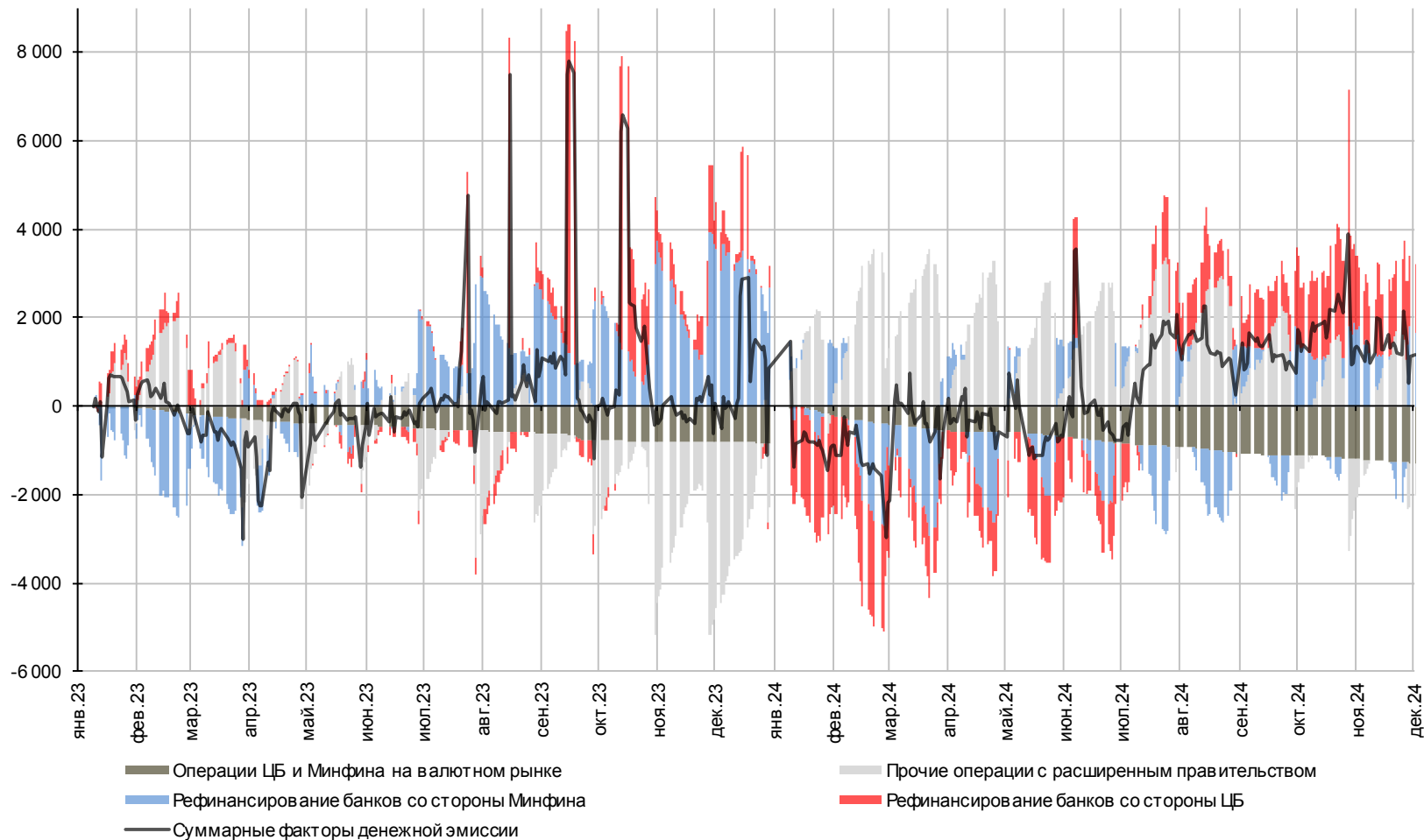
В III кв. темпы расширения *денежной массы* хотя и незначительно, но превысили темпы экономического роста (в I и II кв. денежная масса росла гораздо медленнее темпов роста экономики). В III кв. темпы роста широкой денежной массы заметно выросли по сравнению со II кв. – с 2.4 до 4.2%. В то же время темпы прироста экономики за скользящие четыре квартала лишь немного возросли – 3.5% во II кв. до 3.8% в III кв. Тем не менее, 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*, которое наблюдалось вплоть до середины 2024 г. Однако последовательный рост кредитных ставок, судя по динамике мультипликатора в III кв., видимо, начал сильно тормозить этот процесс.

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

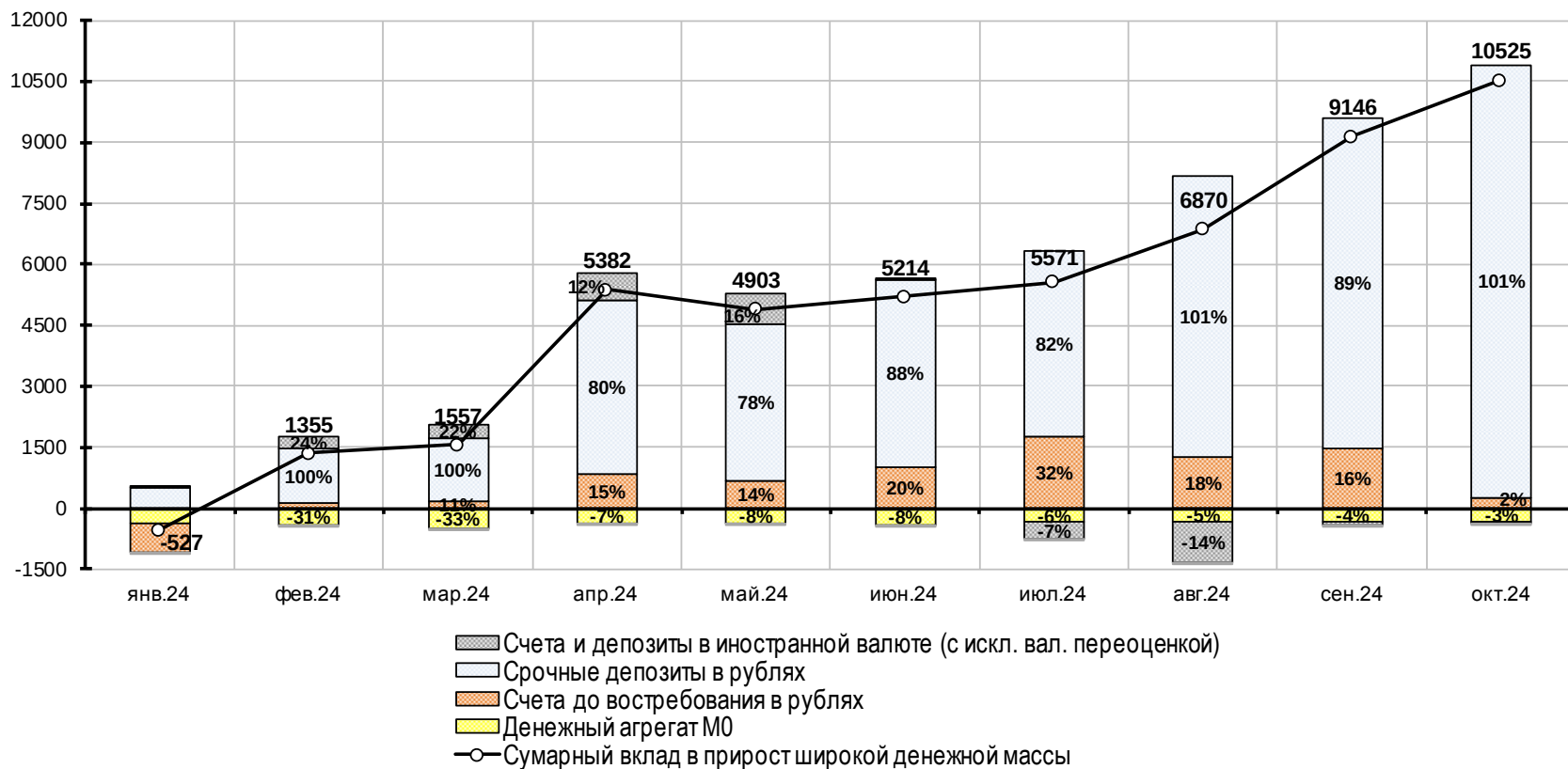
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



В ноябре совокупный баланс факторов денежной эмиссии находился устойчиво в положительной зоне (в целом уже пять месяцев подряд, начиная с июля). Пока приток ликвидности в банковскую систему обеспечивают активные операции ЦБ РФ по кредитованию банков. В свою очередь влияние операций со стороны Минфина на денежную эмиссию, начиная с 2024 г., в целом остается близким к нейтральному: поступление ликвидности в экономику по каналу чистых расходов бюджета компенсируется сокращением размещения свободных средств бюджета на депозитах в коммерческих банках.

Факторы роста широкой денежной массы¹ (млрд руб., накопленным итогом с начала 2024 года)

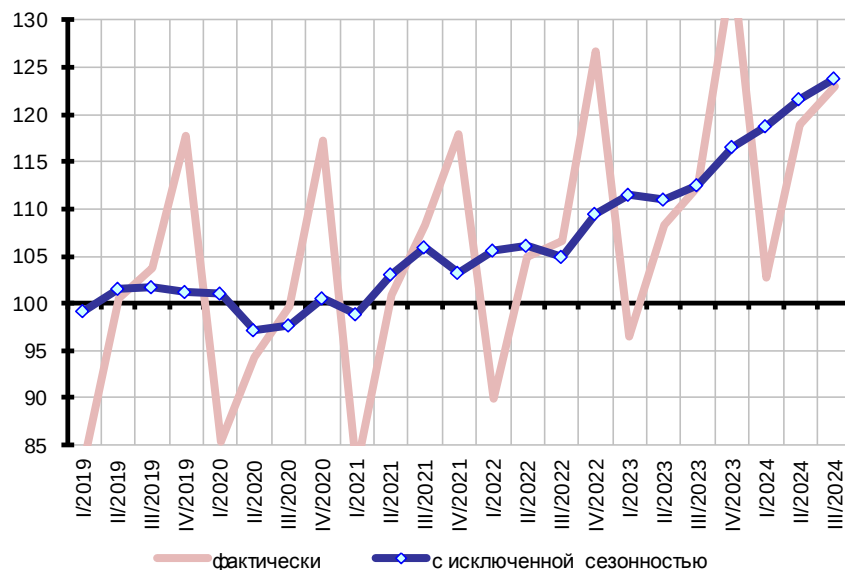


*Широкая денежная масса (M2X) с исключенной валютной переоценкой в октябре, также как и месяцем ранее, заметно возросла – +1.1% к сентябрю (+3.1% к августу). Драйвером роста выступил **массированный приток средств на срочные депозитные счета** как населения (+1.6 трлн руб.), так и предприятий (+0.7 трлн руб.). Частично он был обеспечен оттоком средств с **текущих счетов населения и расчетных счетов предприятий** – -0.7 трлн руб. и -0.5 трлн руб. соответственно. Объем средств на депозитах в иностранной валюте (с исключенной валютной переоценкой) в октябре почти не изменился (после заметного роста месяцем ранее на +0.9 трлн руб.). В годовом выражении по итогам октября M2X с исключенной валютной переоценкой выросла на 14.9% – пока это немного выше локального минимума (с мая 2023 г.), зафиксированного двумя месяцами ранее (+13.8%).*

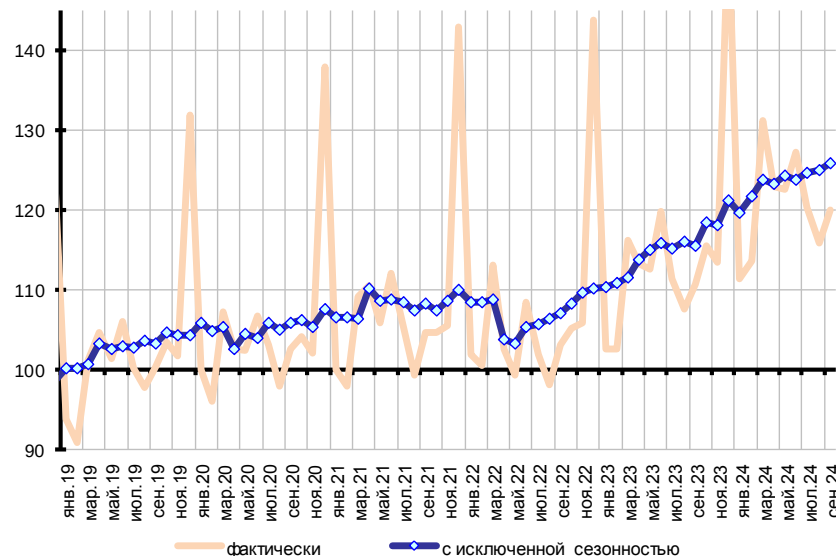
¹ Объем средств по депозитным и сберегательным сертификатам крайне незначителен поэтому на графике среди факторов он не представлен

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

Реальные располагаемые доходы населения^{1, 3}



Реальная начисленная заработная плата

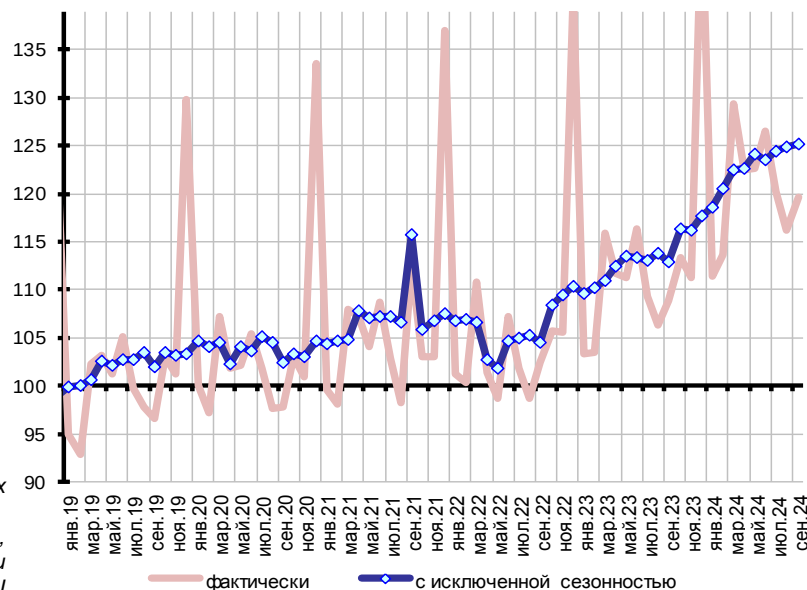


В сентябре сохранился медленный поступательный рост *реальной заработной платы* (I кв.: +0.7% в среднем за месяц, II кв.: 0.0%, III кв.: +0.5%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, речь идет о «равнодействующей» между: а) повышением зарплаты из-за дефицита (квалифицированного) труда; впрочем, спрос на труд стал стабилизироваться и б) ростом напряженности финансов предприятий, ограниченностью для них возможности дальнейшего ускорения роста зарплаты.

Динамика *основных реальных денежных доходов населения*² в целом, следует за реальной заработной платой (I кв.: +1.3% в среднем за месяц, II кв.: +0.3%, III кв.: +0.4% в среднем за месяц, сезонность устранена).

В целом же динамика *реальных располагаемых доходов населения*, по состоянию на III кв. оказалась довольно интенсивной (I кв.: +1.9% к предыдущему кварталу, II кв.: +2.4%, III кв.: +1.8%, сезонность устранена).

Агрегат основных реальных денежных доходов²

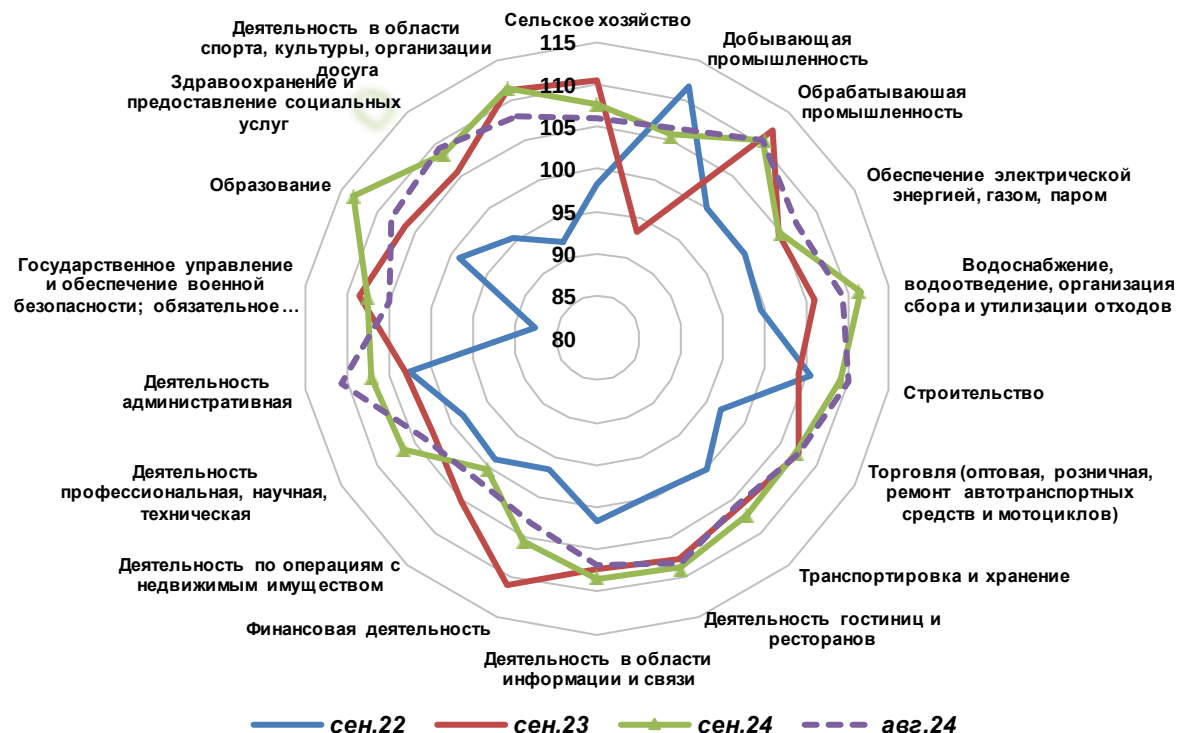


¹Ростат изменил методологию расчета денежных доходов населения. Динамика реальных располагаемых доходов населения представлена согласно новой методологии 2014 г., начиная с 2013 г.

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

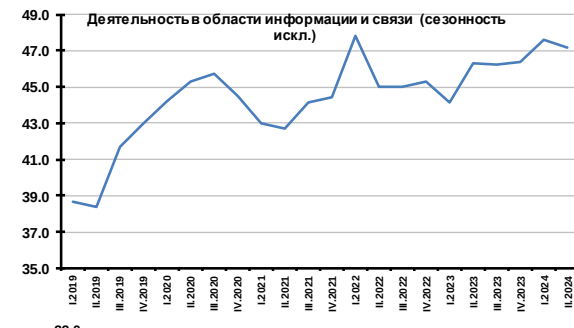
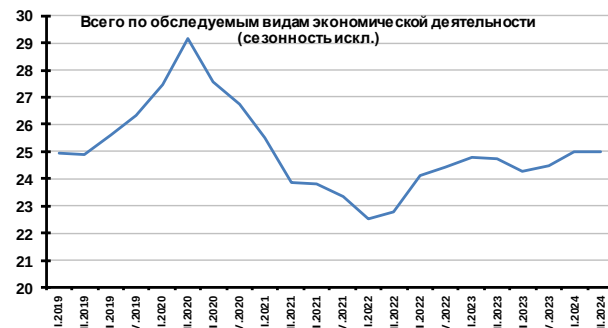
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



По состоянию на сентябрь *отраслевая структура роста реальной заработной платы* снова слегка деформировалась. В числе лидеров – образование, коммунальный сектор, сельское хозяйство (после сбора и реализации урожая).

Соотношение фонда оплаты труда и валовой добавленной стоимости (%)¹



	I.2019	II.2019	III.2019	IV.2019	I.2020	II.2020	III.2020	IV.2020	I.2021	II.2021	III.2021	IV.2021	I.2022	II.2022	III.2022	IV.2022	I.2023	II.2023	III.2023	IV.2023	I.2024	II.2024
Всего по обследуемым видам экономической деятельности	26.4	26.6	23.5	25.1	28.8	31.1	25.3	25.7	27.0	25.7	21.8	22.4	23.8	24.5	22.2	23.4	26.3	26.1	22.0	23.3	26.9	26.6
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	23.2	19.8	9.4	13.6	23.8	18.5	8.5	12.4	21.1	16.4	7.6	10.2	20.8	16.9	7.6	11.3	23.6	19.4	9.1	13.0	24.6	20.6
Добыча полезных ископаемых	7.6	8.4	8.6	9.7	9.8	18.1	12.2	12.3	8.9	8.4	7.5	7.0	5.7	7.4	9.3	9.7	9.9	9.7	7.8	8.3	8.9	8.7
Обрабатывающие производства	28.3	25.5	24.5	23.1	29.2	29.1	25.0	22.1	28.6	25.6	23.1	21.3	24.3	24.8	25.0	24.2	30.9	29.1	26.5	24.3	32.0	30.6
Строительство	38.1	26.6	22.4	15.5	38.8	28.1	24.3	15.3	41.3	29.6	25.9	16.7	41.2	28.8	25.1	16.2	41.0	29.0	25.9	18.2	45.3	31.4
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	22.9	22.2	20.6	19.8	26.9	28.2	22.7	21.3	24.0	21.1	19.1	18.0	21.5	19.8	20.0	19.0	23.7	20.5	19.2	18.4	23.5	20.0
Транспортировка и хранение	30.0	30.8	28.3	29.4	33.2	37.4	31.0	31.2	31.9	30.9	28.6	28.6	29.2	29.1	27.8	27.9	27.0	29.4	27.1	27.0	26.4	29.7
Деятельность в области информации и связи	48.7	42.1	37.3	33.1	56.3	47.5	41.5	33.5	57.0	44.0	39.3	31.9	64.8	45.4	40.9	32.9	59.6	47.4	41.5	33.1	64.4	48.3

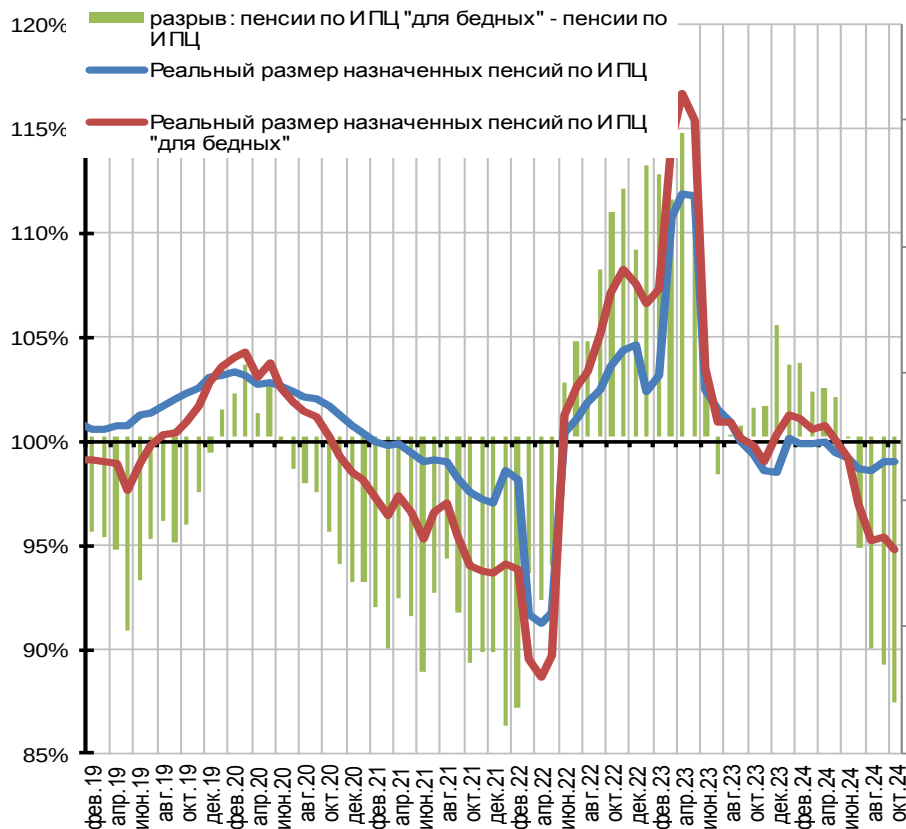


Давление оплаты труда на добавленную стоимость по состоянию на второй квартал медленно, но уверенно растёт. Среди лидеров – обрабатывающие производства (результат острой конкуренции за квалифицированный труд), сектор ИКТ (традиционный лидер в «зарплатоёмкости», плюс эффект от скачка спроса на импортозамещение) и строительство. В последней доля ФОТ в ВДС отрасли стабилизировалась, но на беспрецедентно высоком уровне. С учетом того, что «жирные годы» для отрасли, видимо, позади – здесь впереди более или менее болезненная «нормализация» (снижение занятости через заморозкустроек? банкротства?).

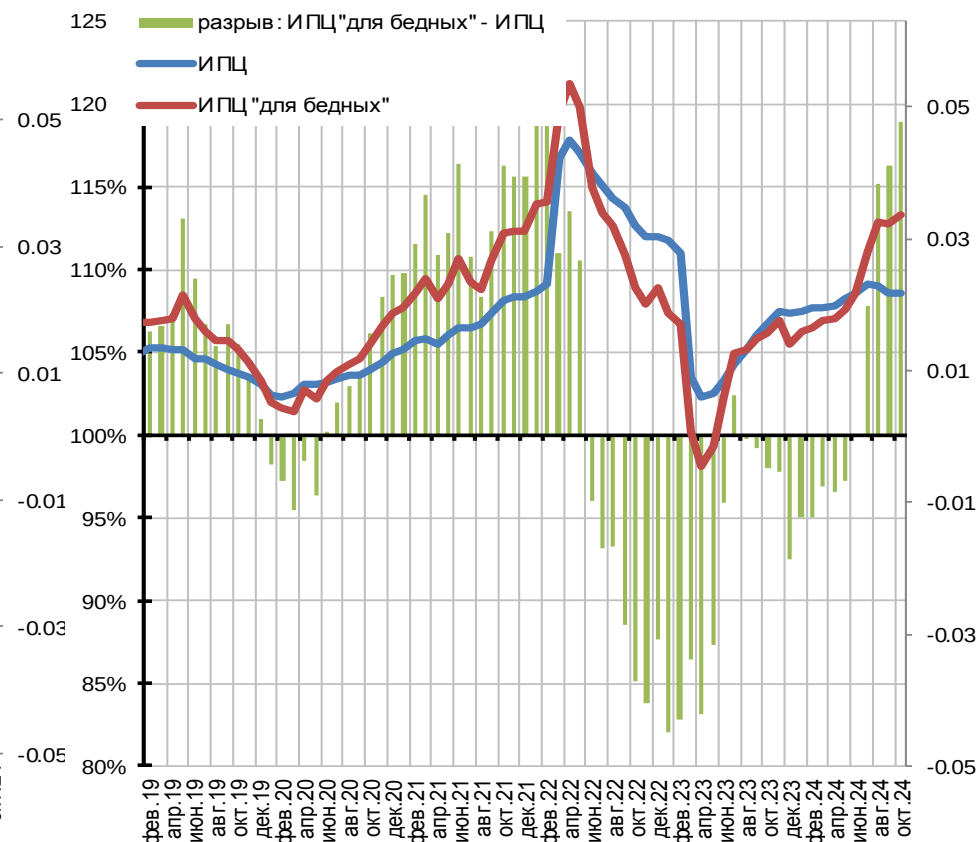
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция «для бедных»¹

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



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



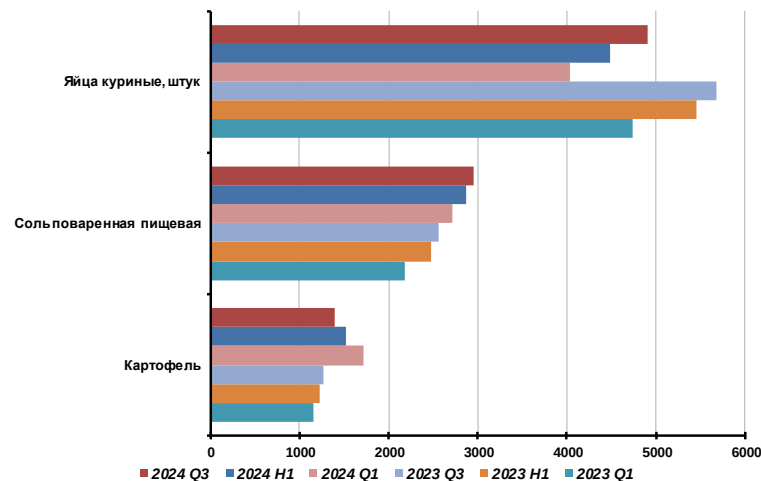
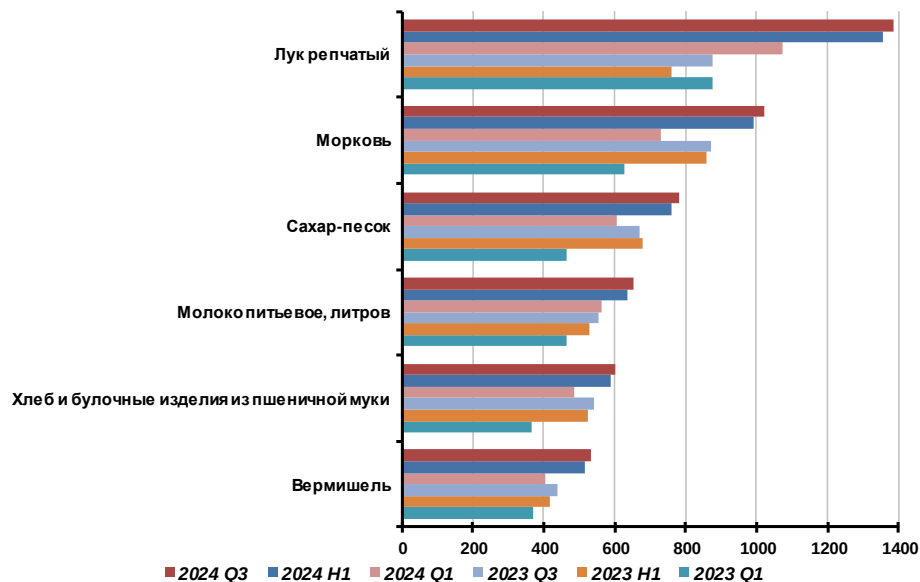
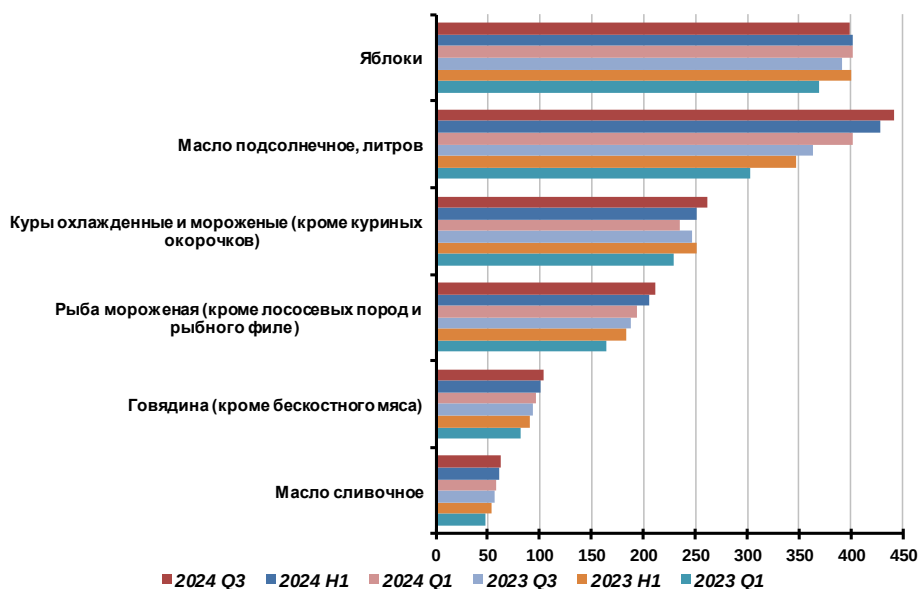
Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции («инфляции для бедных») по состоянию на октябрь остаётся резко отрицательным – рост цен «для бедных» оказался существенно выше общего уровня инфляции.

Соответственно, в октябре реальный размер пенсий (индикатор динамики благосостояния бедного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, продолжает «проваливаться»: из-за ускоренного роста цен на продовольствие уровень жизни бедного населения существенно снижается – при том, что на данных «по средней инфляции» соответствующая просадка минимальна.

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, янв-сент. (кг в месяц)¹

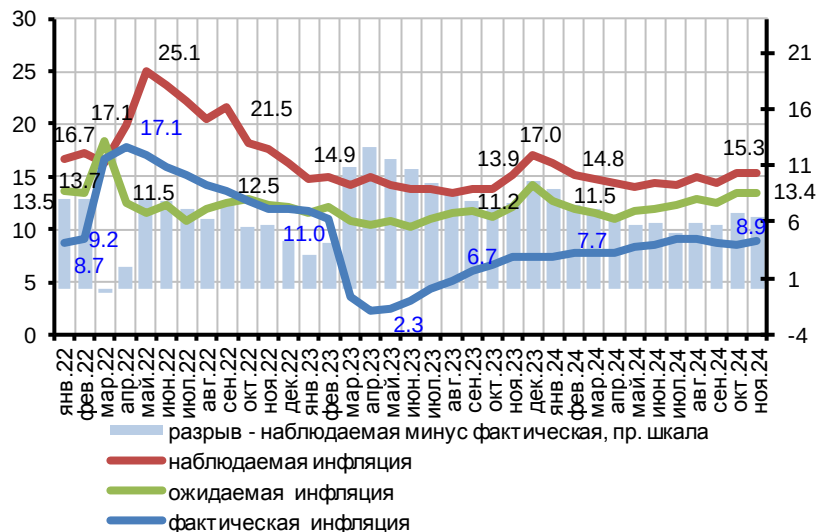


Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия сейчас, по состоянию на третий квартал, остается, в целом, чуть выше, чем в предшествующие годы. Исключением стали: яйца (эффект предшествующих подорожаний), картофель, где рост цен продолжается до сих пор, и яблоки.

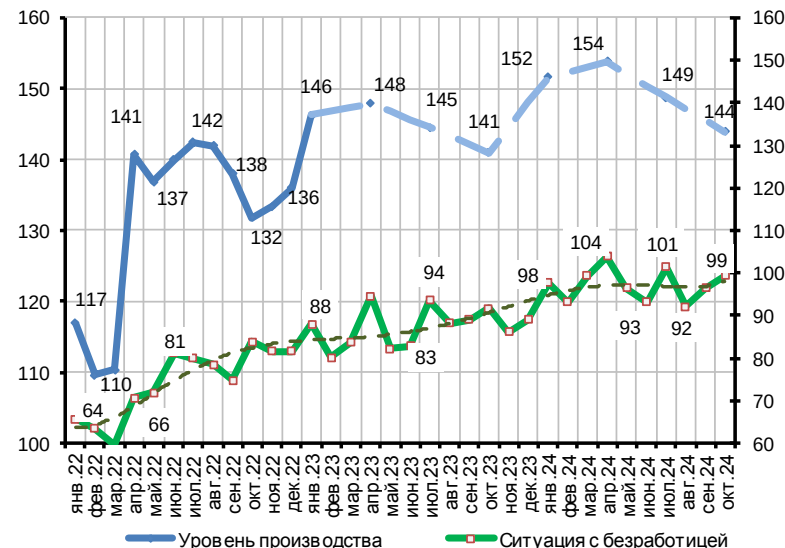
¹ Соответствующий комментарий будет обновлен по мере обновления данных

Оценки макроэкономических показателей населением

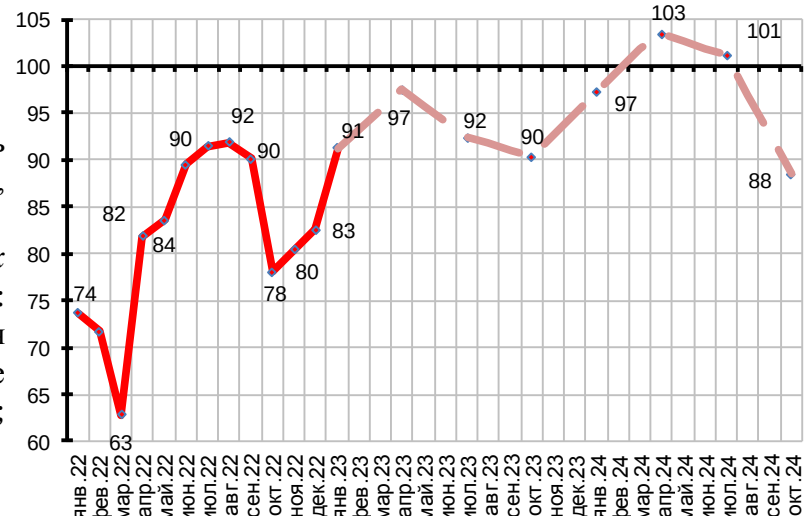
Инфляционные ожидания (годовых, в %)¹



Индексы уровня производства и безработицы (пункты)²



Индекс уровня жизни (пункты)²



Оценки населением макроэкономической ситуации остаётся негативной:

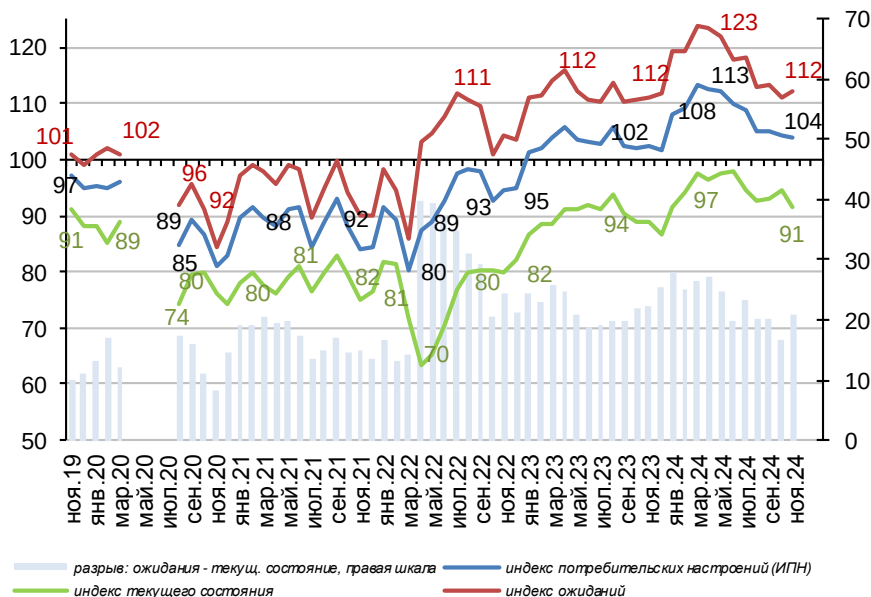
- оценки ожидаемой и наблюдаемой инфляции по данным на ноябрь остаются высокими (13-15% в годовом выражении и медленно растут), причём разрыв с фиксируемой инфляцией стал полутора кратным;
- по состоянию на октябрь сохраняется негативный тренд в оценках производства и уровня жизни - вероятно, связанное с «суммой сигналов»: отмена льготной ипотеки (июль), скачок инфляции, цикл повышения процентной ставки, инициированная Банком России дискуссия о перегреве экономики. «Провал» оценок по безработице оказался сугубо разовым; оценки вернулись на восходящий тренд (хотя на максимум ещё не вышли).

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.

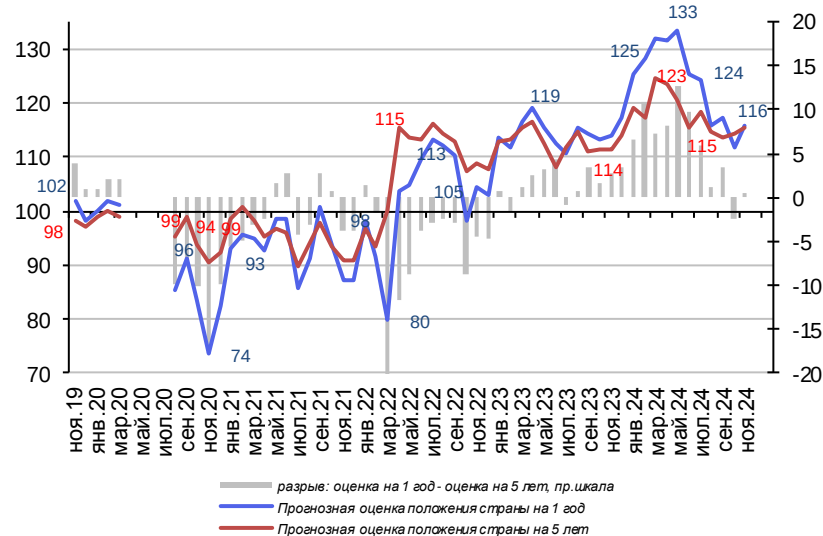
² Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

Потребительские настроения населения

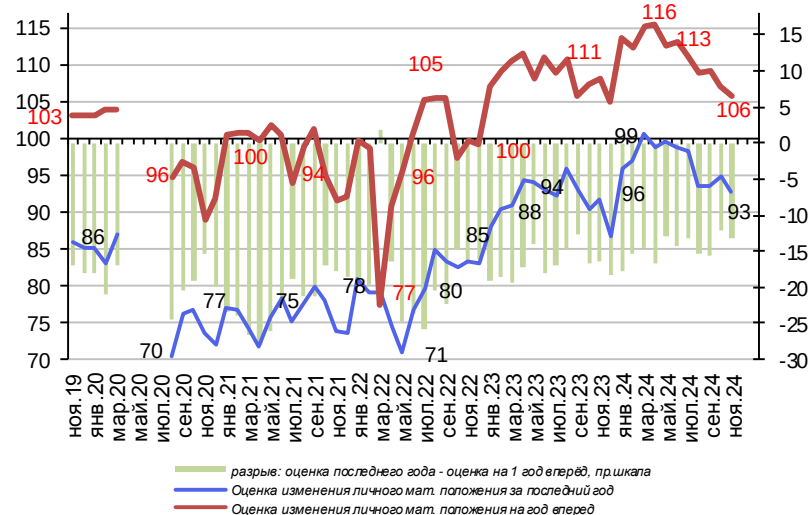
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)



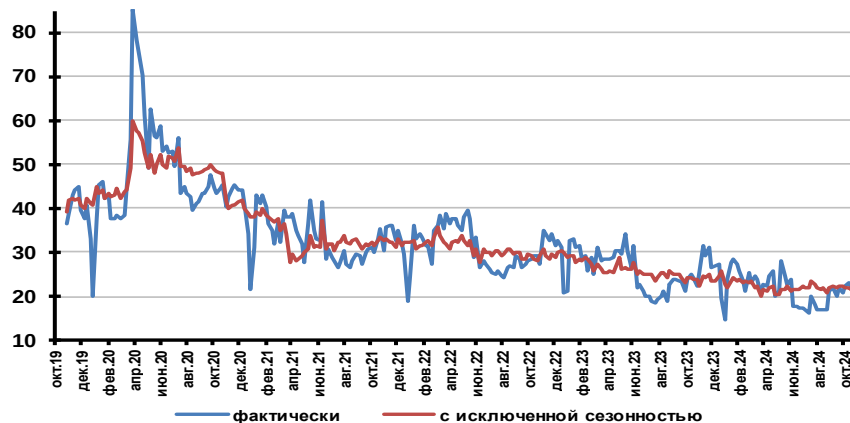
В части *потребительских настроений населения* в ноябре ситуация, практически, не улучшилась. Сохраняется тренд на ухудшение оценок текущего состояния и индекса ожидания (последний чуть подрос, но тенденции это не изменило).

С другой стороны, чуть-чуть улучшились (правда, на фоне среднесрочного тренда к ухудшению) оценки *кратко- и среднесрочных перспектив экономики страны* и, что более важно, сжался «в ноль» возникший было кризисный реверс оценок кратко- и среднесрочных рисков.

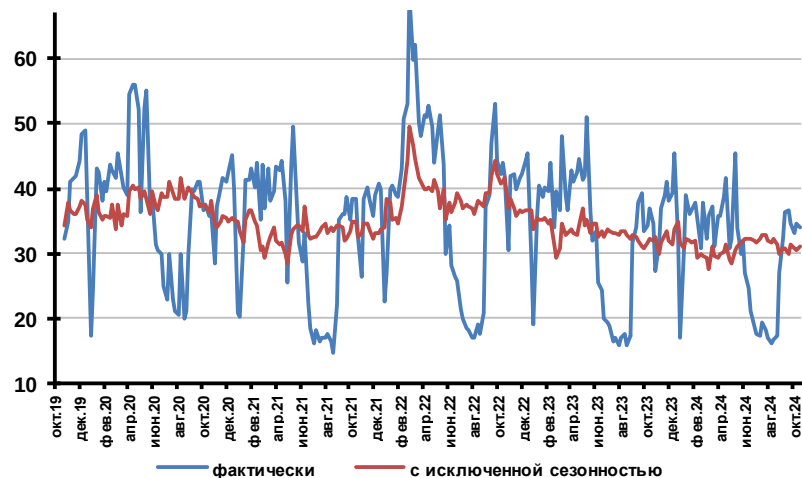
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «ИНФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Настроения населения: индикаторы поисковых запросов населения в Google

Индекс беспокойства на рынке труда (пункты)^{1, 3}



Индекс страхов населения (пункты)^{2, 3}



Уровень *беспокойства населения на рынке труда* (с исключённой сезонностью) по состоянию на октябрь стал очень медленно повышаться, при этом постепенно уходя от исторических минимумов.

В части *общего беспокойства «индекс страхов»* (с исключенной сезонностью) стабилизировался вблизи исторического минимума – возможно с очень лёгкой, почти на грани различимости, тенденцией к повышению.

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

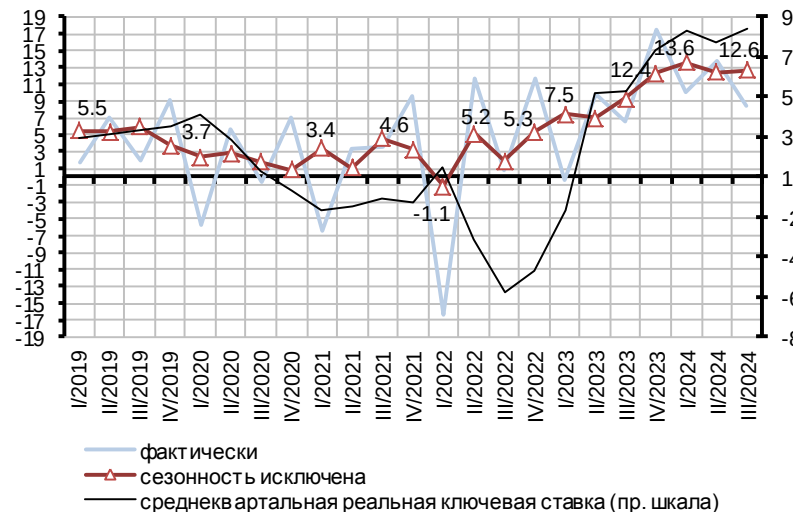
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных.

Норма потребления и норма сбережений населения

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



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



В сфере *потребительского поведения* населения в III кв. реализовалась вроде бы парадоксальная, но неоднократно уже имевшая место ситуация: на фоне роста процентных ставок сохранилось повышение нормы потребления (с устранением действия сезонного фактора; в логике «покупай в кредит сейчас, завтра условия будут хуже») – при том, что норма сбережения ещё не выросла («...завтра условия будут хуже»). Почти наверняка уже в IV кв. норма потребления снизится, а сбережения – возрастёт.

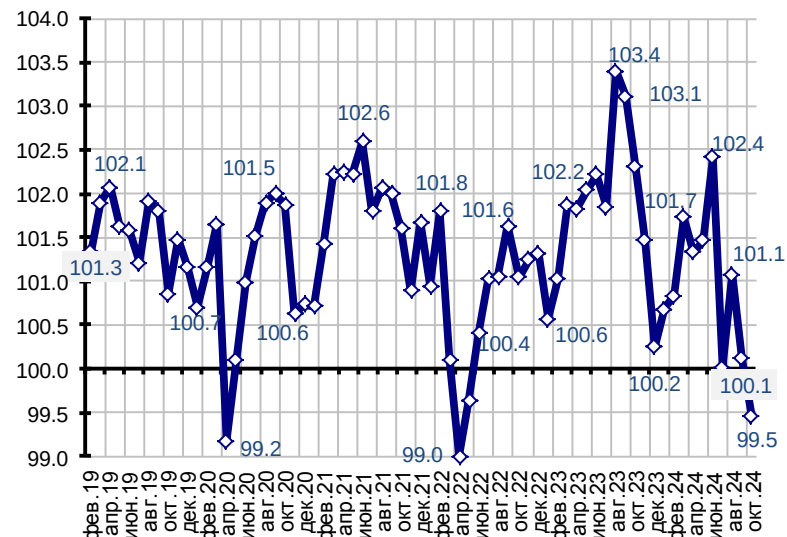
Кредитование населения, по данным на октябрь, сжалось в номинальном выражении, что стало естественным результатом шокового скачка ставок и (плюс осложнения условий по ипотеке и начавшегося ужесточения условий потребкредитования).

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

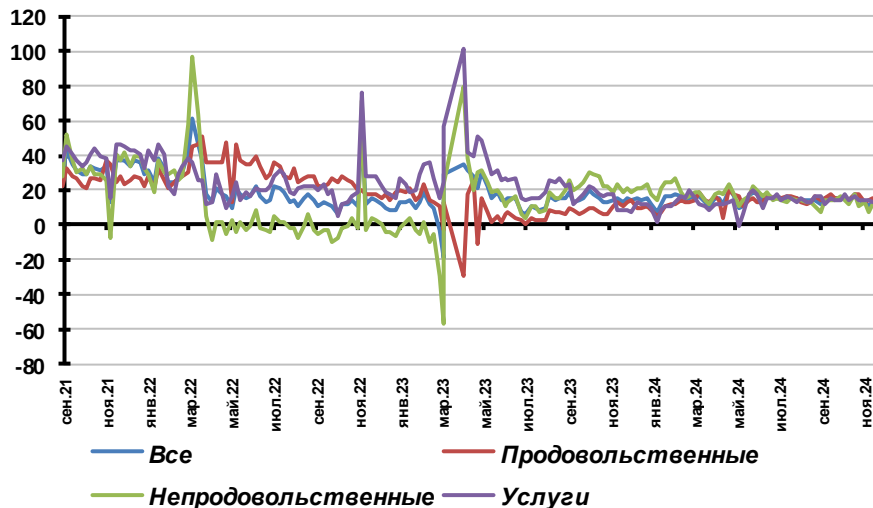
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

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

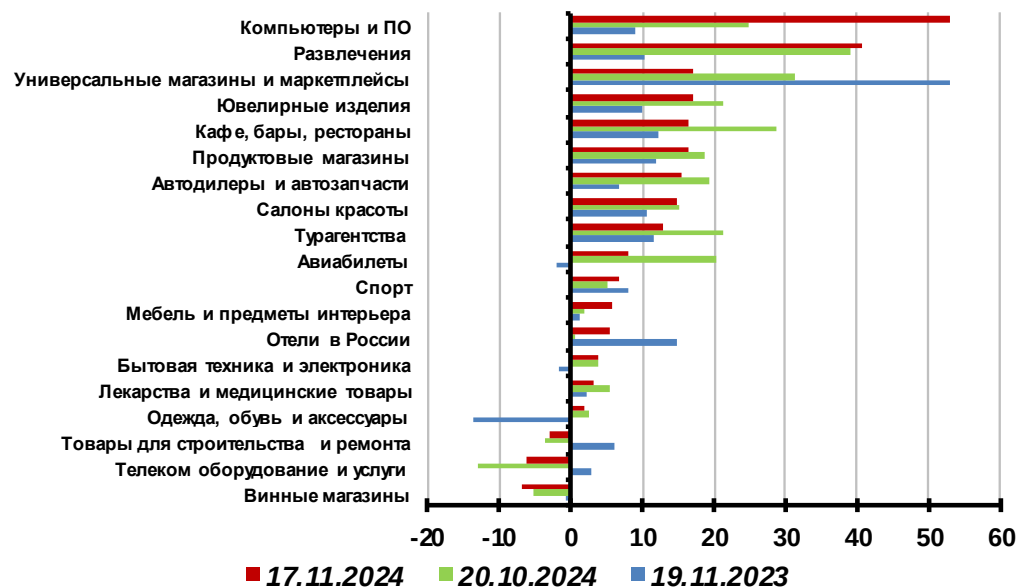


Основные направления потребительских расходов¹

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



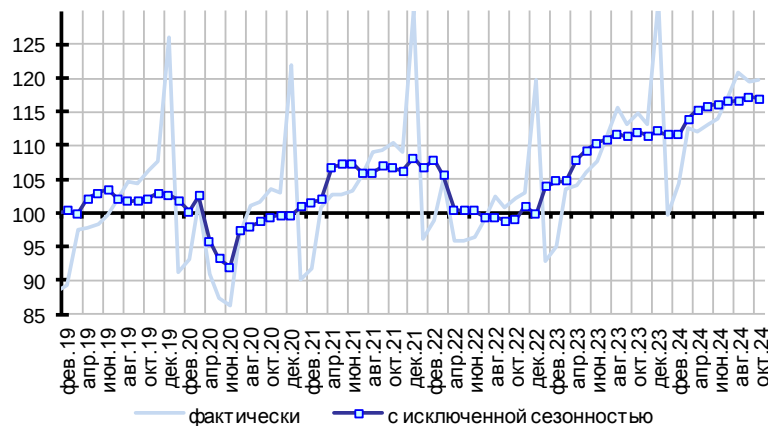
Изменение основных направлений расходов (% к соотв. периоду прошлого года)



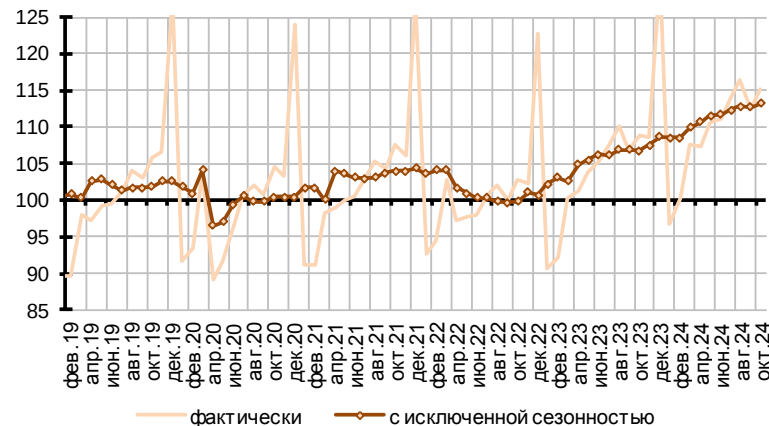
В части *потребительского поведения* по состоянию на ноябрь сохраняется отмеченная ранее стабилизация. В *структуре потребительских расходов* резко подскочили продажи компьютеров и программного обеспечения — скорее всего из-за опасения последующего роста цен вследствие ослабления рубля. *Противоречие 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»).

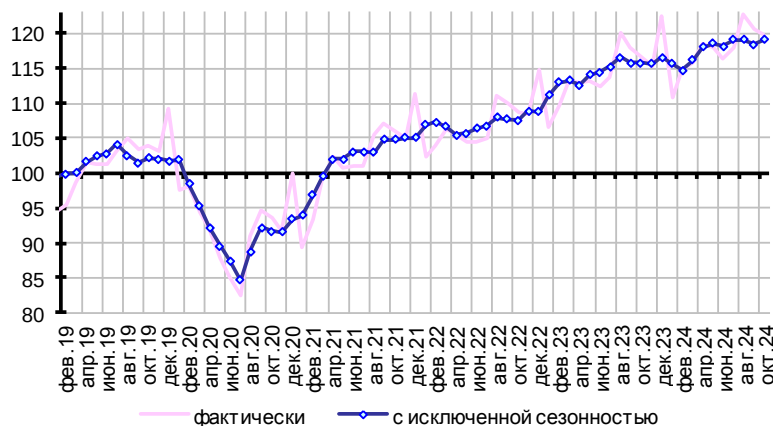
Потребительские расходы населения
(объемы покупок товаров и оплаты услуг)



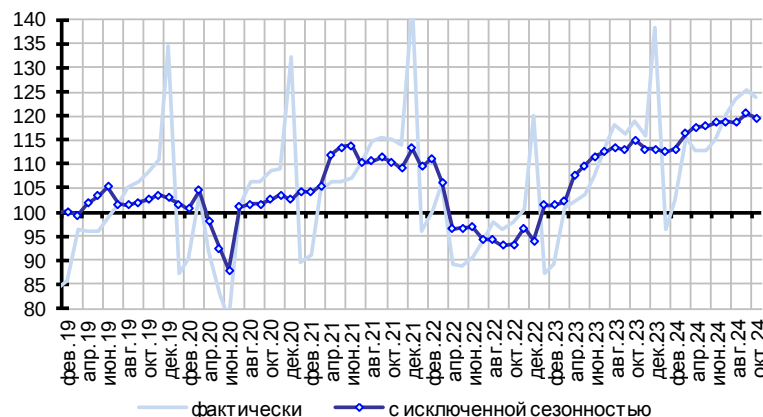
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



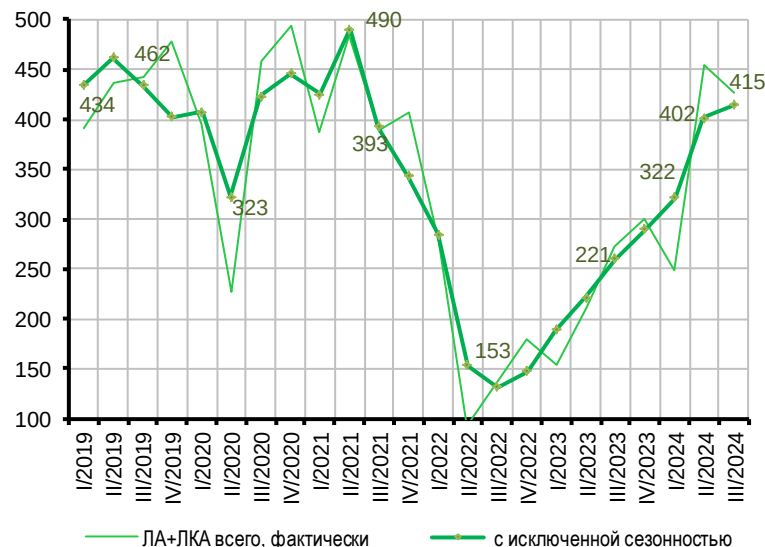
Оборот непродовольственными товарами



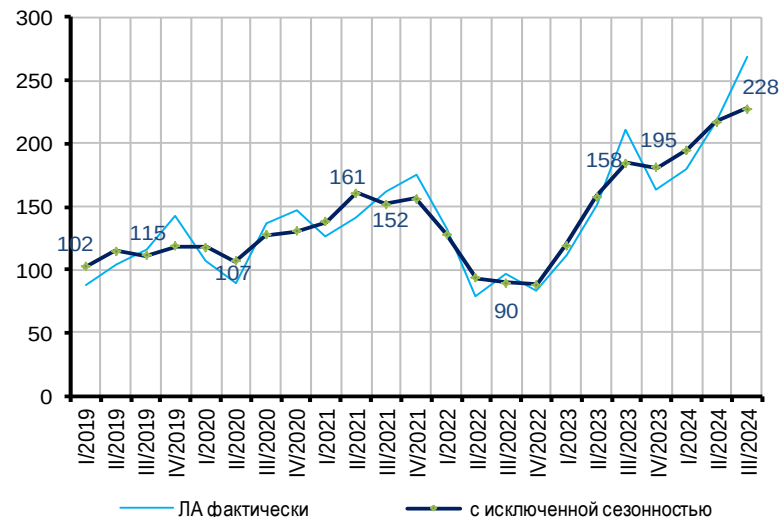
Потребление населения формально продолжает медленно расти (I кв.: +0.5%, II кв.: +0.6%, III кв.: +0.3% в среднем за месяц, сезонность устранена). «Формально», потому что наиболее сильно подскочивший компонент – *продажи непродовольственных товаров* (III кв.: +0.6% в среднем за месяц, за счет сентября: +1.7%, сезонность устранена), где, похоже, сыграли два ситуационных фактора: реакция на ожидаемое ухудшение условий кредитования и скачок продаж автомобилей перед повышением утилизационного сбора (закономерно, в октябре -0.8%, сезонность устранена).

Продажи новых автомобилей¹

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



Продажи легковых автомобилей населению всего в постоянных ценах (2018 г. =100%)

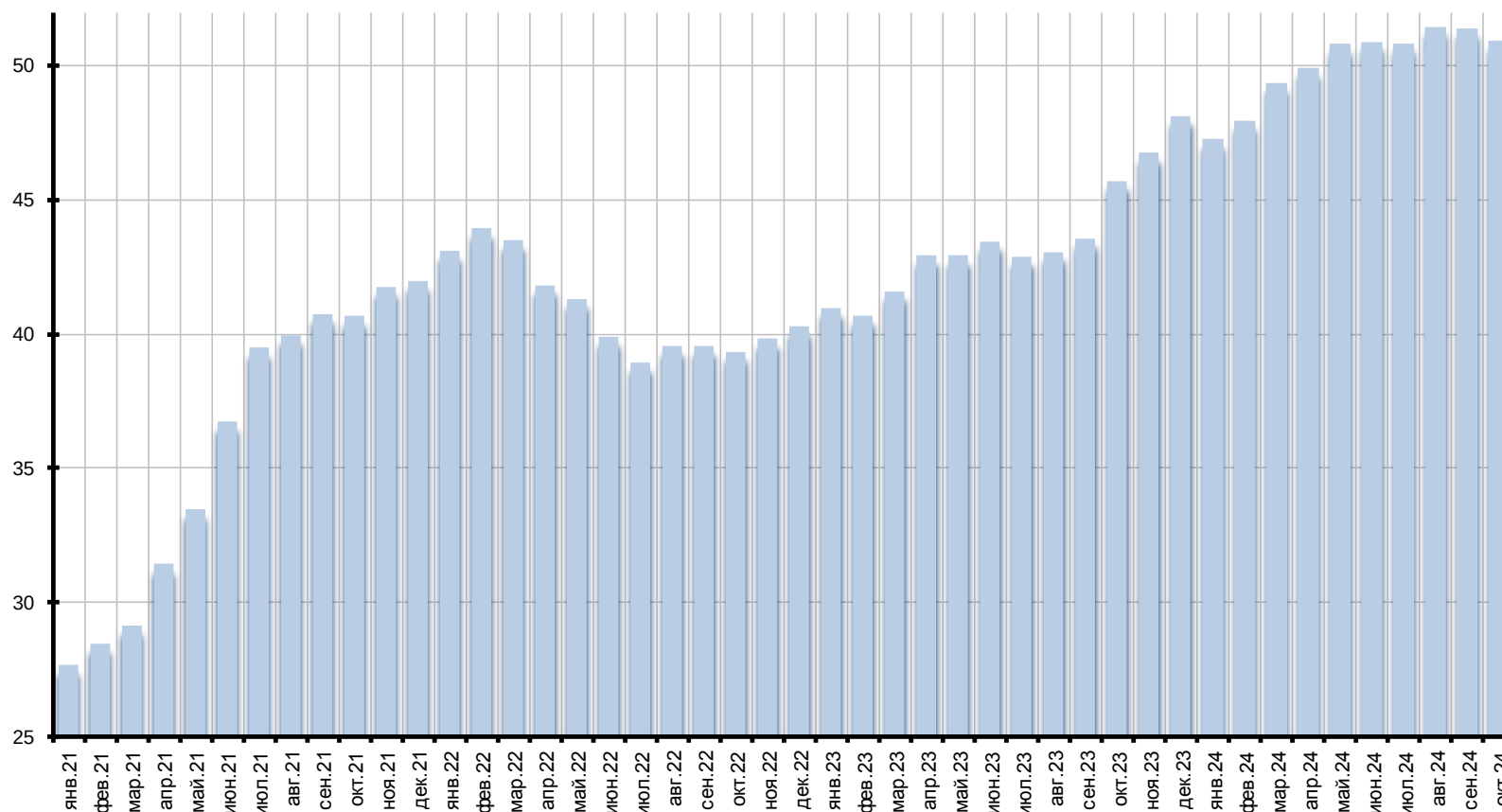


На рынках легковых автомобилей и ЛКА в III кв. наблюдался скачок продаж (сезонность устранена). Это, как уже отмечалось, во многом явилось результатом ожидания повышения цен из-за «нового» утилизационного сбора плюс ослабления рубля (в части импорта).

Источник данных : исходные помесечные и поквартальные данные о продаже ЛА и ЛКА опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса. Продажи ЛА в постоянных ценах – Росстат, продажи вне официальных дилерских сетей (т.н. «серый импорт») вместе с данными от автодилеров основаны на методологии АО «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В январе-ноябре 2024 г. объем рынка оценен компанией более 1.5 млн. автомобилей, рост на 52% к 2023 г.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

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

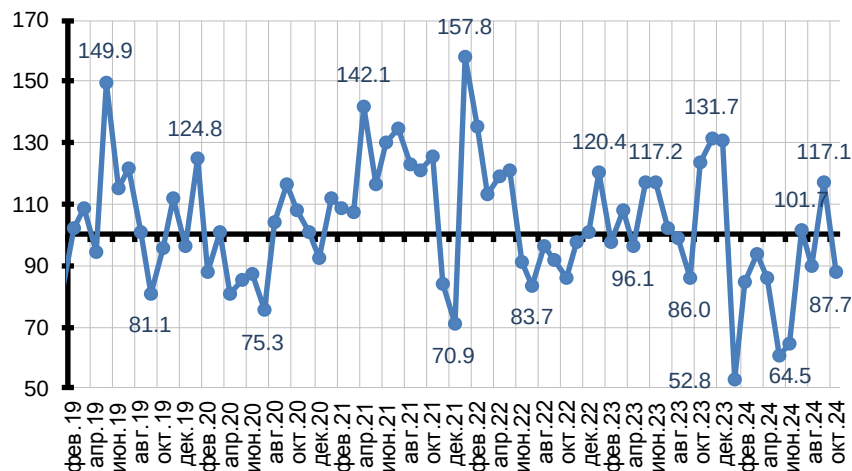


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в октябре (в годовом выражении) чуть снизилась, но все ещё остаётся вблизи исторического максимума.

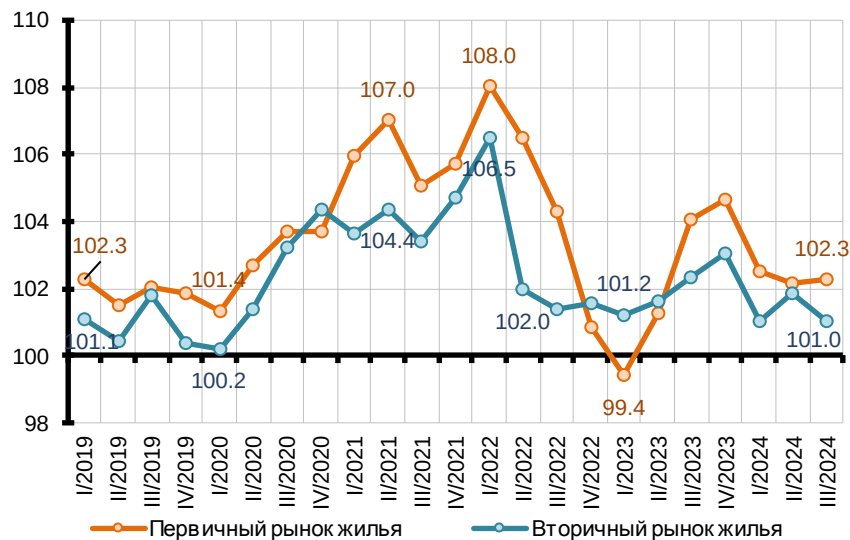
Рынок жилой недвижимости

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



В октябре 2024 г. ввод многоквартирных жилых домов снизился на 12.3% по сравнению с аналогичным месяцем прошлого года. За январь-октябрь 2024 г. объем введенного многоквартирного жилья оказался на 18.2% ниже показателя за соответствующий период прошлого года.

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

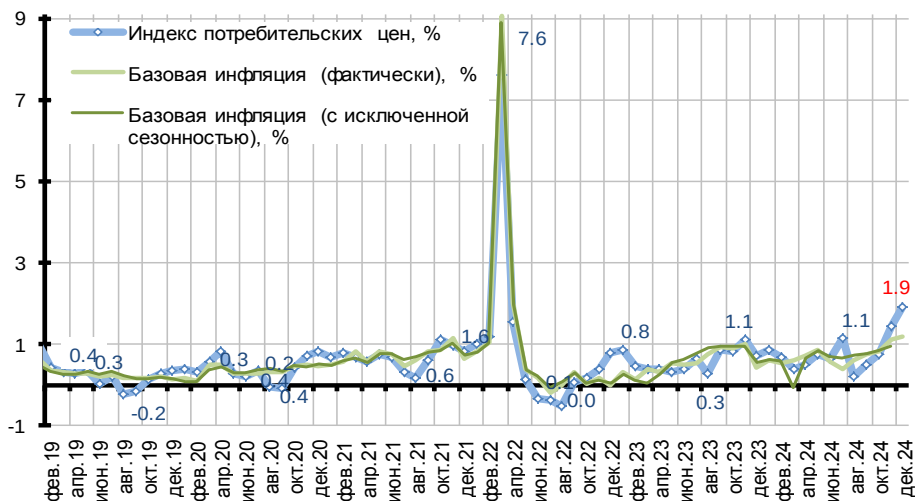


В III кв. 2024 г. на *первичном и вторичном рынке жилья*, несмотря на существенное сокращение покупательского спроса, финансируемого за счет ипотечных кредитов, продолжился небольшой рост цен (+2.3% и +1.0%, соответственно), который, по-видимому, носит инерционный характер. В III кв. 2024 г. на первичном рынке жилья количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) сократилось на 33.9% по сравнению со II кв. 2024 г. При этом количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ снизилось на 58.4%, их объем – на 53.9% по сравнению со II кв. 2024 г. На вторичном рынке жилья в III кв. 2024 г. количество и объем выданных ИЖК снизились на 20.2% и 20.0%, соответственно, по сравнению со II кв. 2024 г.

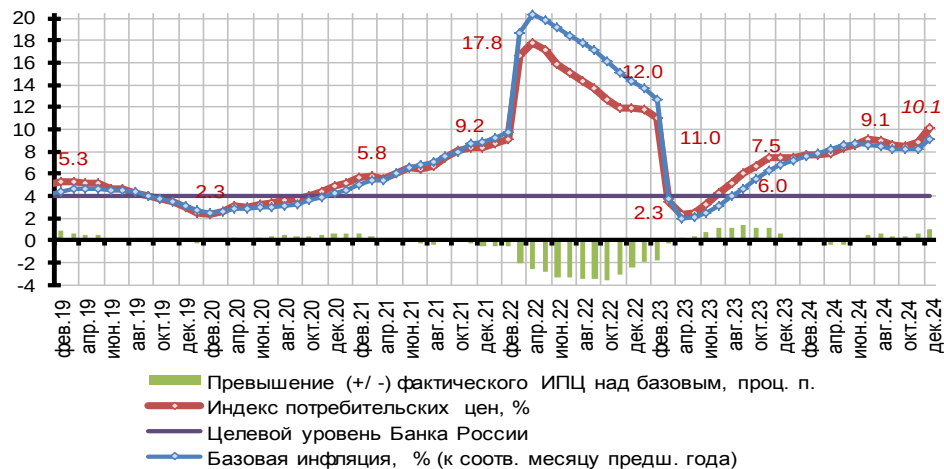
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция на потребительском рынке

Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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

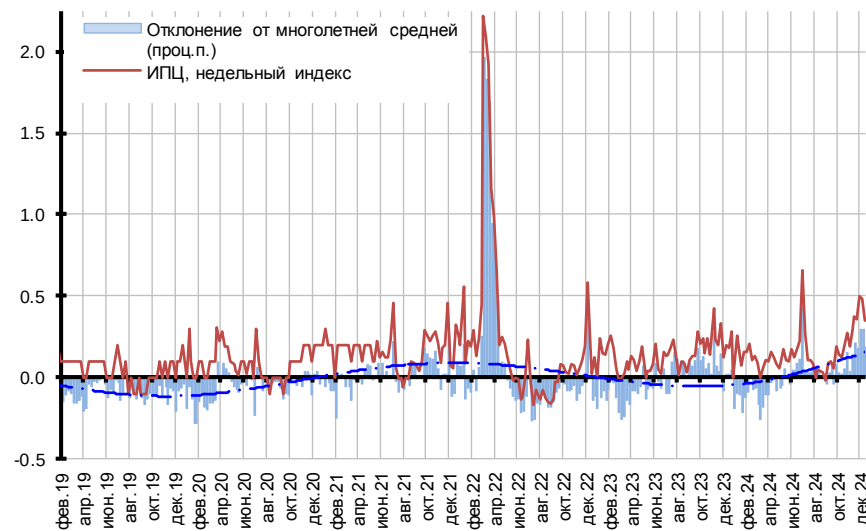


Инфляция в последнее время резко ускорилась. Индекс потребительских цен, с учетом информации на 16.12, в декабре оценивается в 1.9% (самый высокий уровень с 2015 г.), или 10.1-10.2% к декабрю 2023 г. Как уже отмечалось, действия Банка России по сдерживанию инфляции оказывают, скорее, обратный эффект. Отчасти он связан с эффектами «переноса процентной ставки» на рынках, имеющих монопольный характер, отчасти – с девальвацией рубля, отчасти, вероятно с формированием рядом компаний, имеющих рыночную власть, «денежных запасов» под поглощение менее сильных компаний в 2025 г.

В части *еженедельной инфляции*, соответственно, начался почти беспрецедентный скачок, резко превышающий среднелетний уровень.

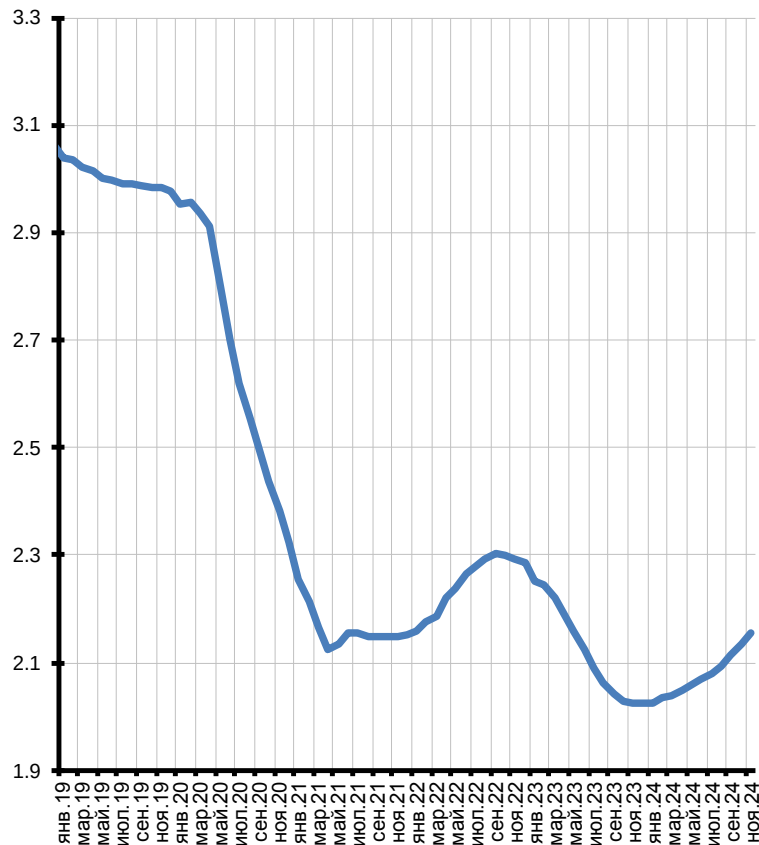
Как уже отмечалось, сохраняется риск «импорта инфляции» с рынка нефтепродуктов и «инфляции издержек» на рынке молочной продукции (ускоренный рост закупочных цен, быстрое удорожание логистики).

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

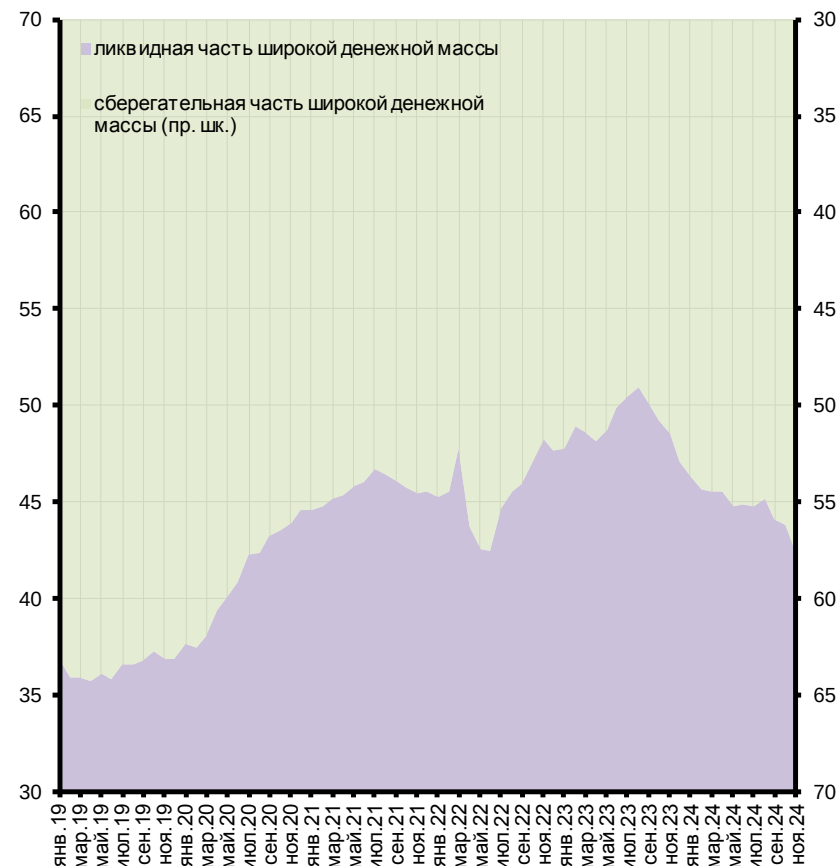


Оборачиваемость денежных средств

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



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



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

² Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки.

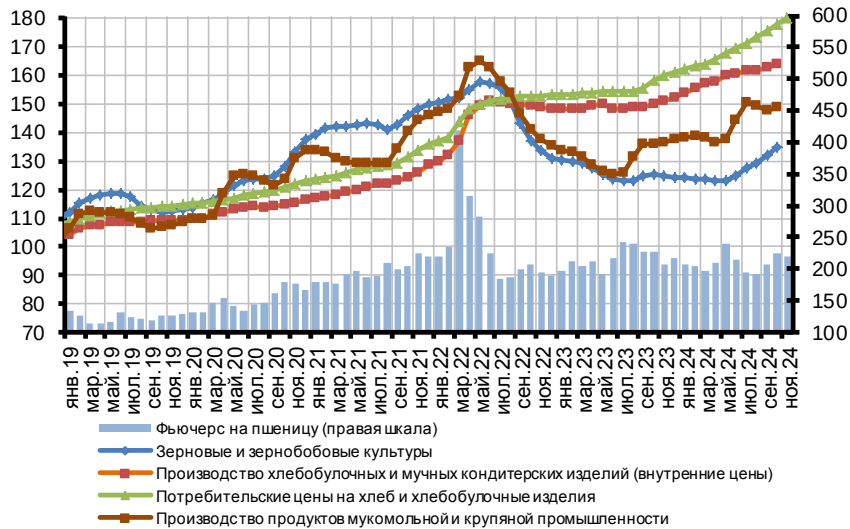
Ситуация в части *монетарного давления на инфляцию* является противоречивой. *Скорость оборота ликвидной части широкой денежной массы*, как уже отмечалось, быстро (причём с ускорением) и устойчиво увеличивается.

Зато, как уже отмечалось, (на фоне повышения ставок в экономике) обрело устойчивость *снижение доли ликвидной части широкой денежной массы*. Это снижение (перераспределение между ликвидной и сберегательной частью денежной массы) означает, что в краткосрочном аспекте инфляционное давление уменьшается – зато формируется среднесрочный «инфляционный навес», способный разбалансировать потребительский рынок при переходе Банка России к снижению ставок.

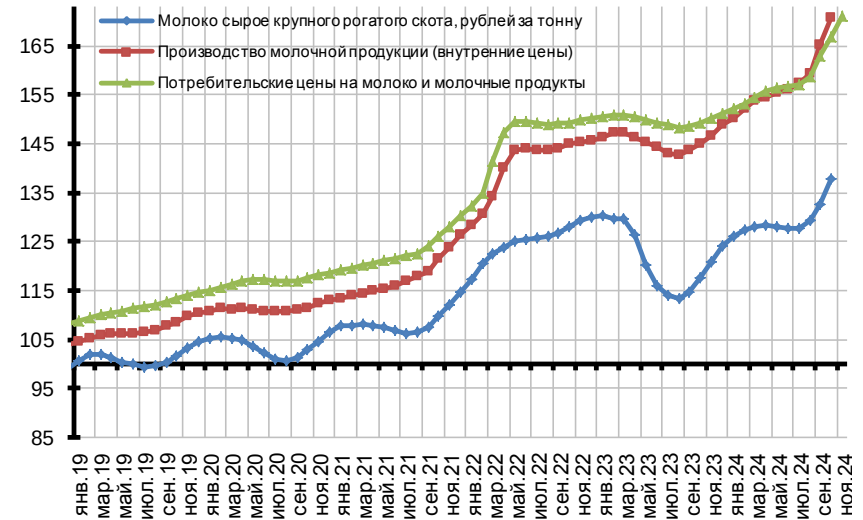
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

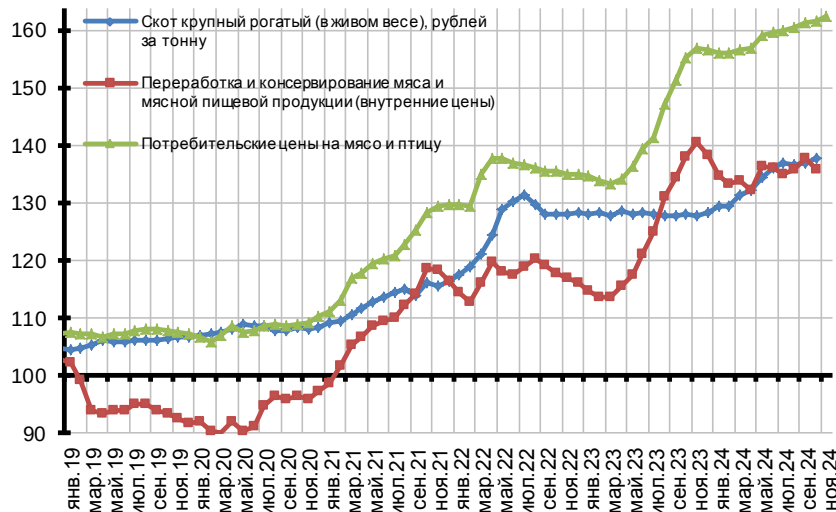
Цены на хлеб



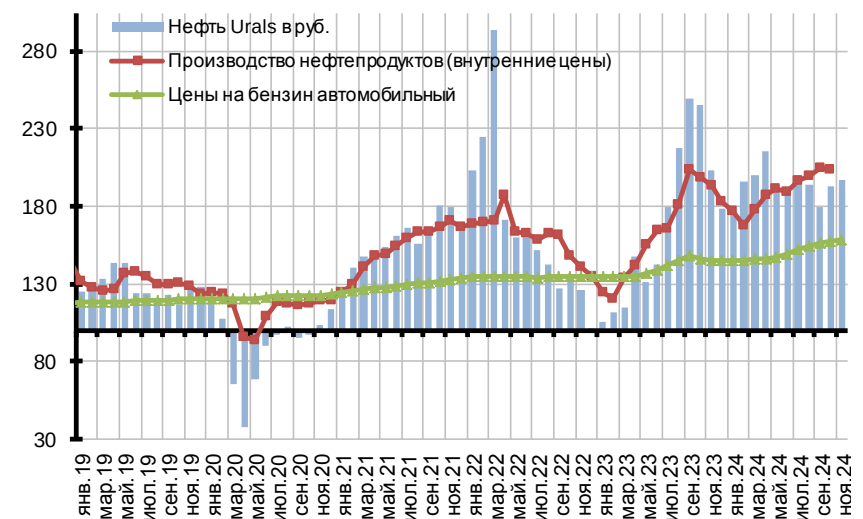
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

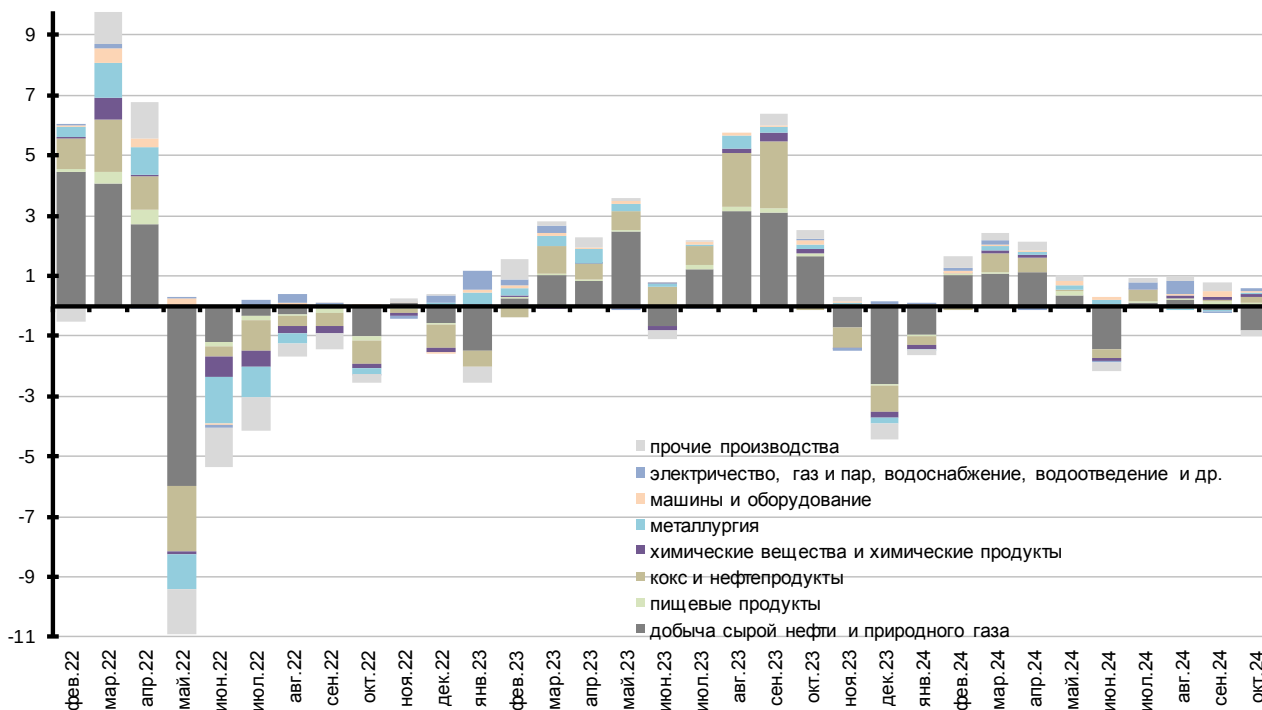


Цены на топливо

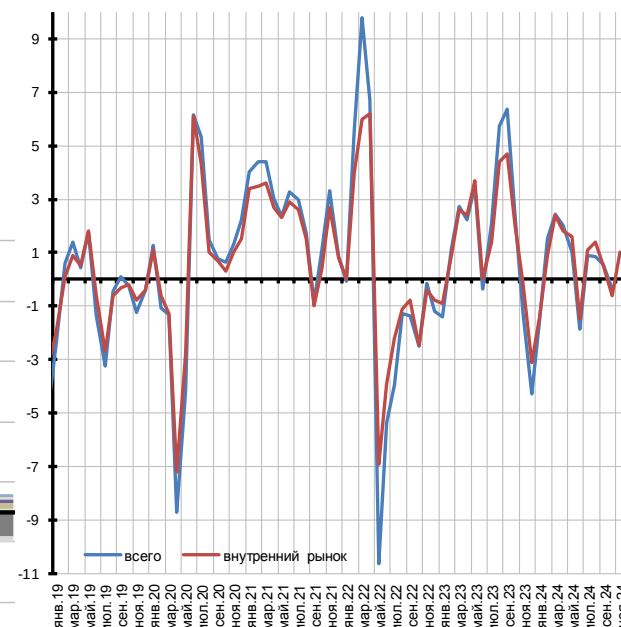


Структура цен производителей в промышленности

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



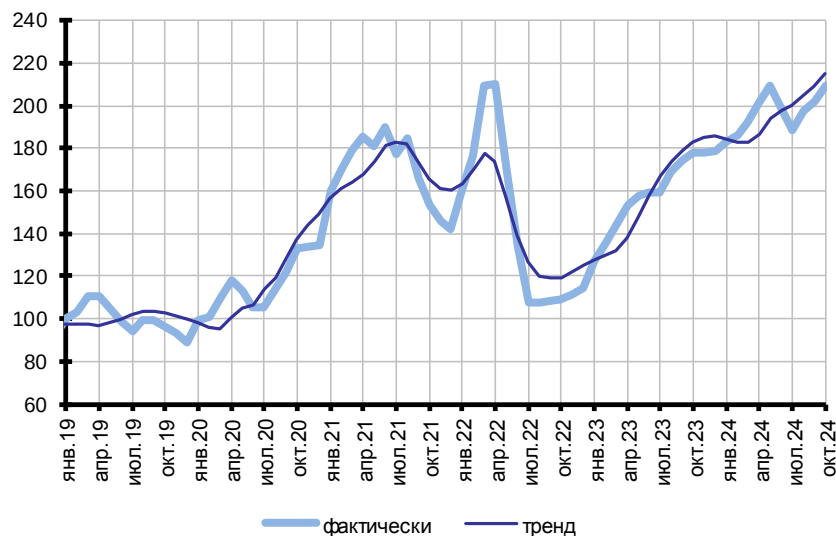
Индекс цен производителей (%)



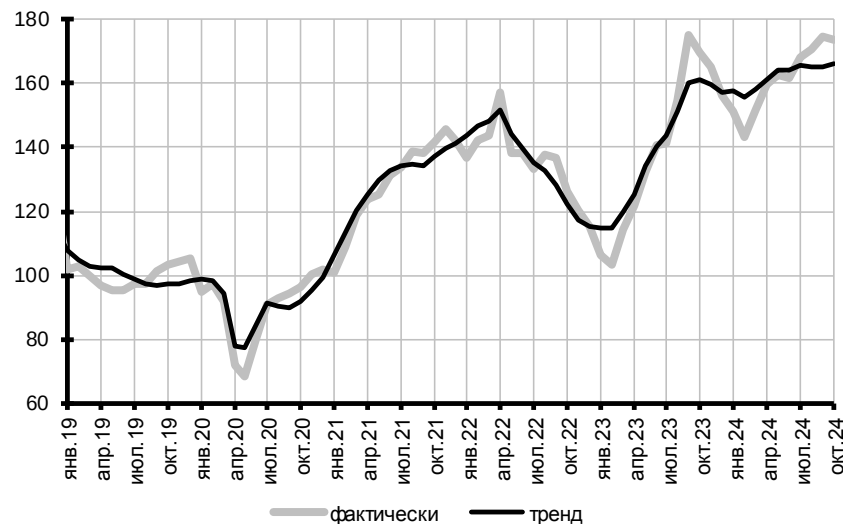
На рынках промышленной продукции по состоянию на октябрь «в среднем» наблюдается дефляция. При этом, структурные сдвиги имеют, в основном, положительный характер. Почти весь «минус» объясняется снижением цен в добыче полезных ископаемых (и ещё в «прочих» производствах). В то же время, в обрабатывающей промышленности цены растут. Хотя дефляция, в общем-то, зло – обратное соотношение растущих и снижающихся цен было бы заметно хуже.

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

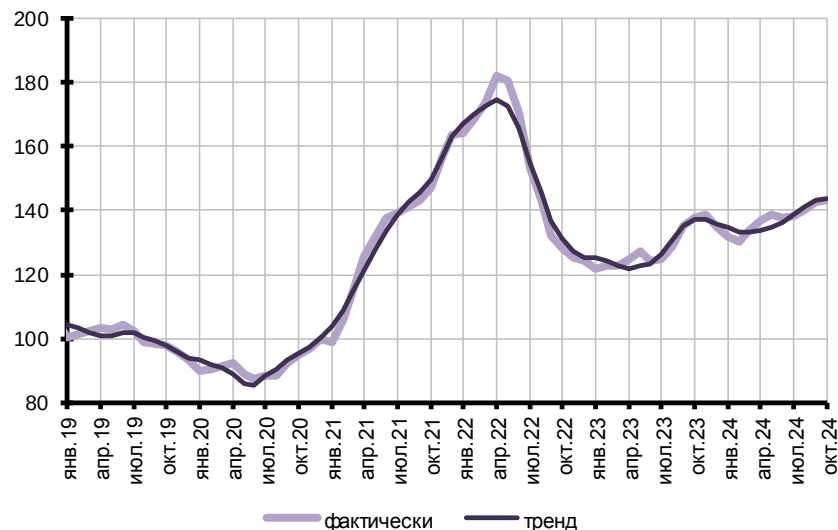
Добыча металлических руд



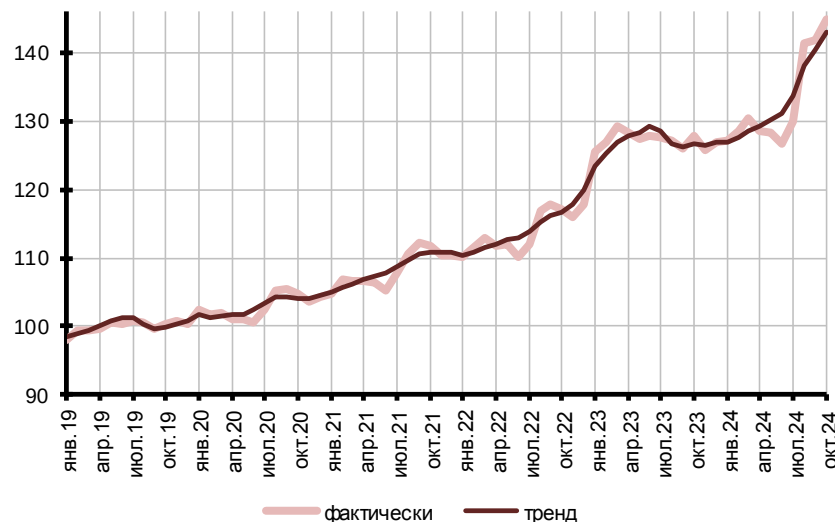
Производство нефтепродуктов



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

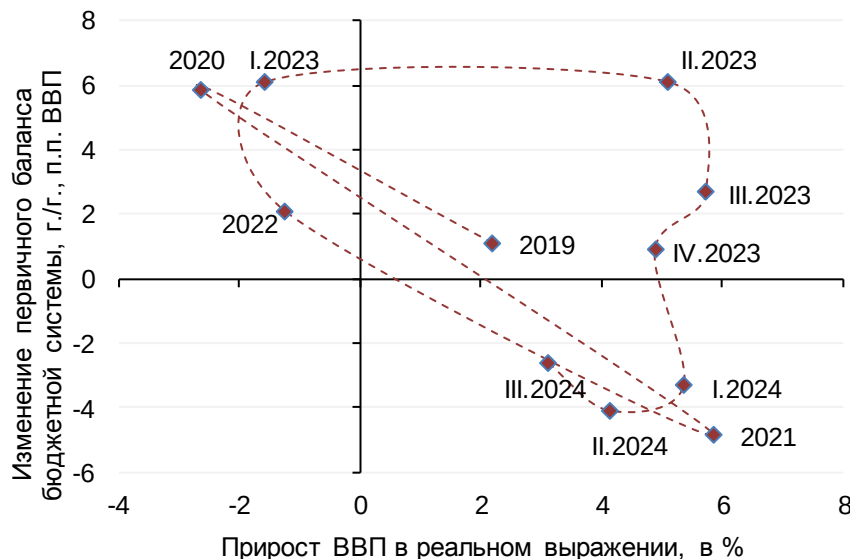
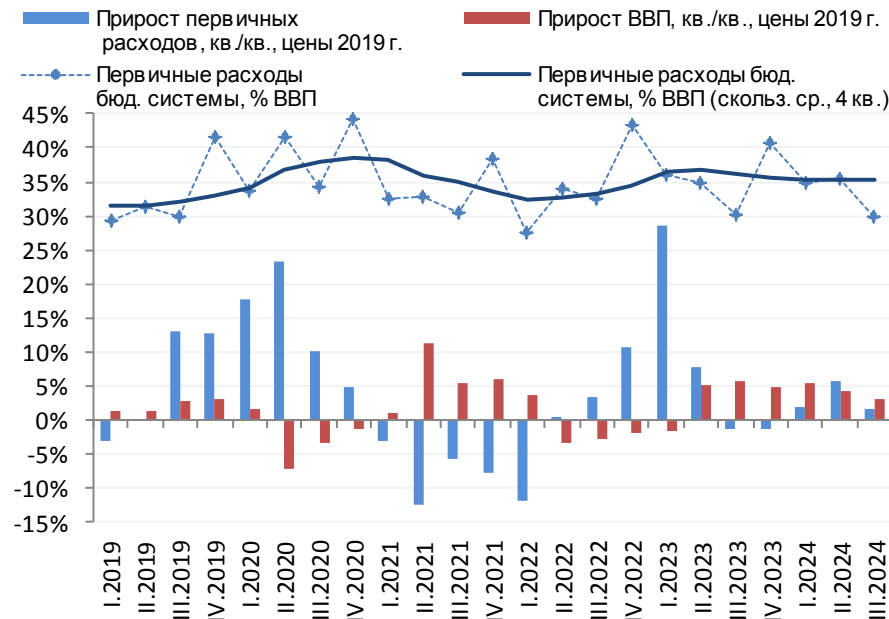


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



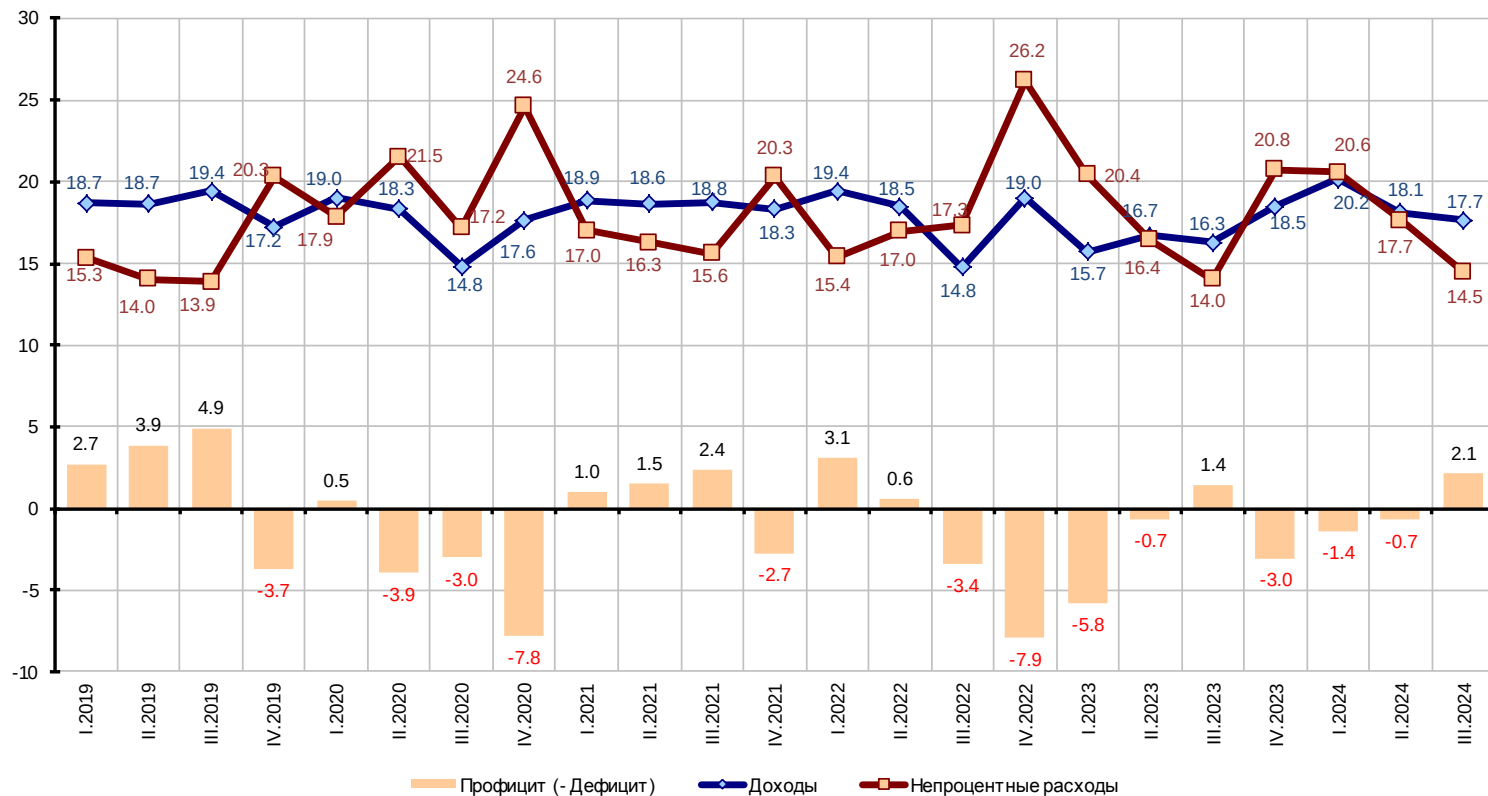
Бюджетная система как фактор роста

По итогам января-сентября 2024 г. *темпы прироста первичных расходов* бюджетной системы в реальном выражении составил 3.0% к аналогичному периоду прошлого года. При этом данный показатель уступает темпам прироста реального ВВП – 4.1%. В свою очередь, это объясняет снижение доли первичных расходов бюджетной системы от ВВП. К концу III кв. 2024 г. сглаженный показатель (скользящее среднее за 4 квартала) первичных расходов скорректировался до 35% ВВП. Таким образом, после наращивания в 2022-2023 г., в течение 2024 г. динамика бюджетных расходов преимущественно стабилизировалась – в качестве исключения можно рассматривать всплеск расходов в апреле–июне.



Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и прошлогодним показателями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Проведение стимулирующей бюджетной политики предполагает положительный бюджетный импульс. Значительное бюджетное стимулирование экономики фиксируется в 2020 г. и 2022–2023 гг. В результате роста поступлений бюджетных доходов в первой половине 2024 г. произошло снижение объёмов бюджетного стимулирования. Замедление бюджетных расходов и затухание бюджетного импульса отчасти выступают в качестве факторов коррекции темпов роста экономики в 3 кв. 2024 г.

Федеральный бюджет



По итогам января-сентября 2024 г. доходы *федерального бюджета* составили 26.3 трлн руб., расходы – 26.1 трлн руб., профицит – 0.2 трлн руб. (18.6%, 18.5% и 0.1% ВВП, соответственно). По сравнению с аналогичным периодом 2023 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 33.2%, при этом прирост нефтегазовых доходов составил 49.4%, а нефтегазовых - 26.9%. Положительная динамика доходов определяется более высокими нефтяными котировками Юралс, поступлениями крупных неналоговых доходов и НДС. В целом, динамика исполнения федерального бюджета по доходам соответствует планам: нефтегазовые и нефтегазовые доходы за 9 мес. исполнены на 73.6% и 72.4% от утверждённых значений на 2024 г. В III кв. 2024 г. объём непроцентных расходов значительно снизился до 14.5% квартального ВВП, что превышает показатели III кв. 2023 г. Замедление расходов на фоне сохранения высокого уровня доходов определило формирование профицита бюджета в размере 2.1% квартального ВВП. Таким образом, по итогам января-сентября федеральный бюджет представляется сбалансированным, а его исполнение соответствует запланированной траектории.

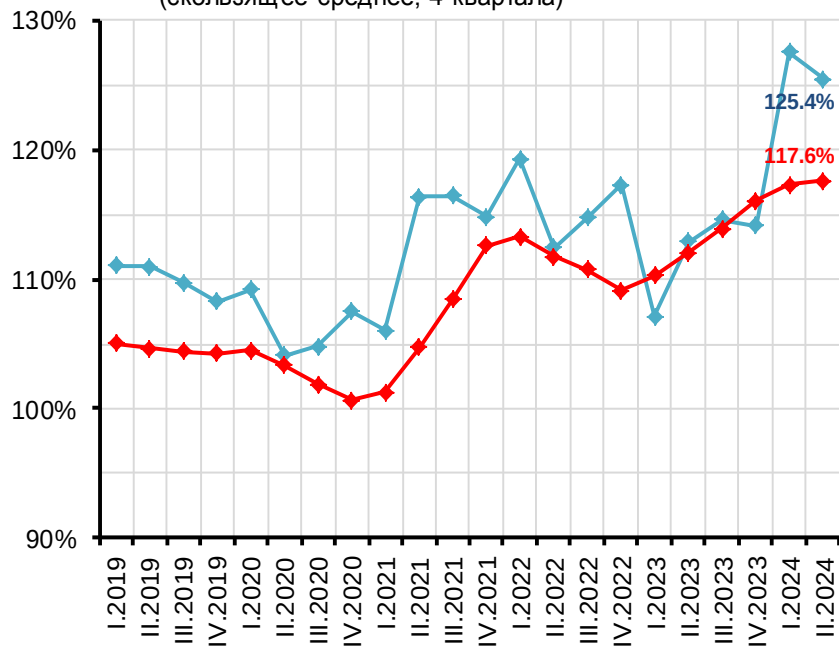
Структура доходов бюджетной системы

Млрд руб.	9 мес. 2024			9 мес. 2023			Среднее (9 мес. 2019-2024 г.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	49 357	20.8%	100.0%	40 851	7.9%	100.0%	12.2%	100.0%
Нефтегазовые доходы в том числе	8 327	49.4%	16.9%	5 575	-34.5%	13.6%	15.4%	17.1%
Нефть и нефтепродукты	4 282	29.0%	8.7%	3 318	-31.7%	8.1%	3.1%	10.7%
Газ и газовый конденсат	1 796	15.6%	3.6%	1 553	-31.8%	3.8%	19.9%	4.0%
Налог на дополнительный доход	1 554	120.7%	3.1%	704	-48.7%	1.7%	183.5%	2.2%
Ненефтегазовые доходы в том числе	41 030	16.3%	83.1%	35 276	20.2%	86.4%	13.0%	82.9%
Налоги на доходы и прибыль	12 310	10.1%	24.9%	11 182	14.8%	27.4%	13.7%	25.2%
Налоги на потребление	11 340	9.7%	23.0%	10 337	19.4%	25.3%	12.3%	23.9%
Налоги на имущество	1 220	10.8%	2.5%	1 101	5.2%	2.7%	6.6%	2.8%
Налоги, сборы и платежи за добычу ресурсов	327	-8.1%	0.7%	356	19.4%	0.9%	22.8%	0.7%
Таможенные пошлины	1 295	30.1%	2.6%	995	60.2%	2.4%	24.3%	2.1%
Страховые взносы	10 155	24.0%	20.6%	8 189	23.6%	20.0%	12.7%	19.8%
Прочие доходы	4 384	40.7%	8.9%	3 115	32.0%	7.6%	17.1%	8.4%

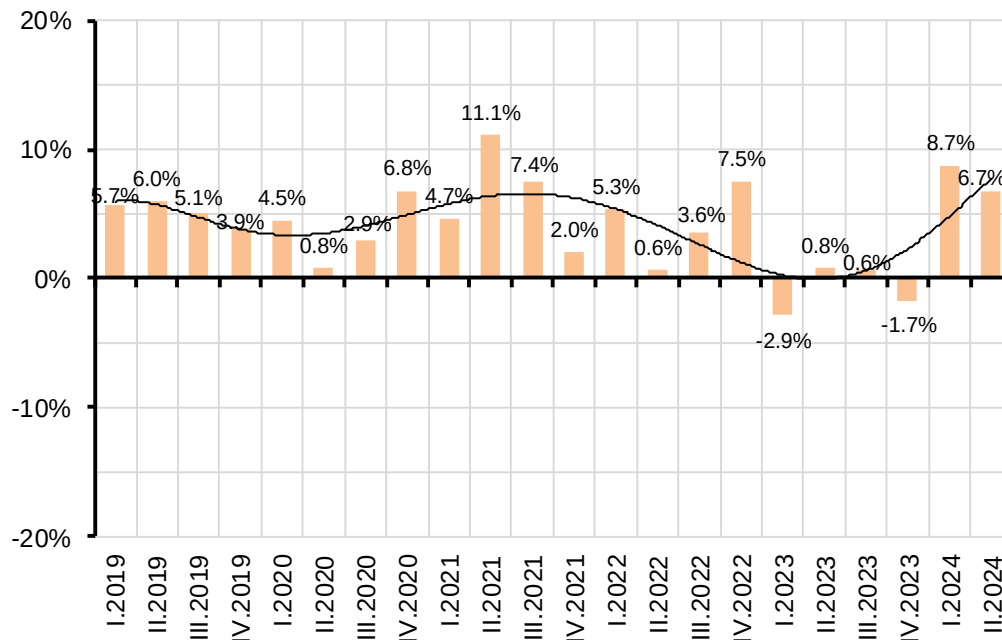
По итогам января-сентября 2024 г. *доходы бюджетной системы в целом* превысили аналогичный показатель 2023 г. (+20.8%) за счет роста как нефтегазовых, так и ненефтегазовых поступлений. Рост нефтегазовых доходов по отношению к прошлому году был обеспечен более высоким уровнем цен на энергоносители при более слабом курсе рубля. Прирост ненефтегазовых поступлений обеспечен, преимущественно, страховыми взносами, таможенными пошлинами (действие гибких экспортных пошлин), а также прочими неналоговыми поступлениями: повышение утилизационного сбора, продажа рыболовных квот, а также процентными доходами от размещения бюджетных средств. В отсутствии существенных налоговых новаций прирост основных прямых налогов (НДФЛ, налог на прибыль, налог на совокупный доход) и косвенных налогов (НДС, акцизы) соответствует уровню инфляции.

Налог на доходы физических лиц

- 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).

Во II кв. 2024 г. темпы прироста поступлений НДФЛ замедлились относительно предыдущего периода, но по-прежнему превышают темпы прироста оплаты труда и смешанных доходов, что может объясняться выплатами годовых дивидендов (в том числе, ПАО Лукойл), а также ростом поступлений налогов из новых регионов.

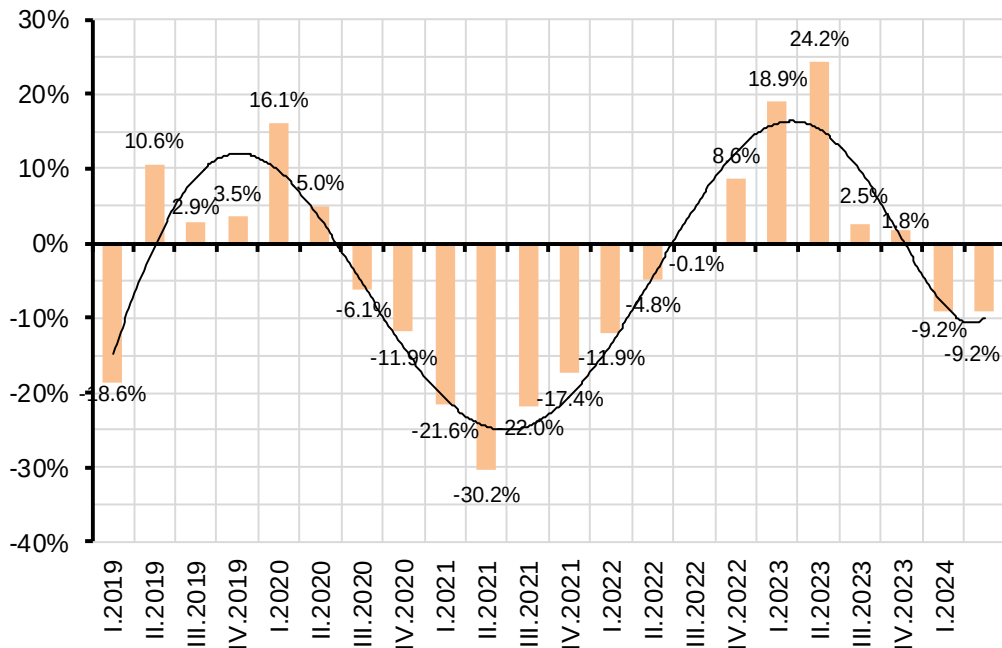
Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов

Источники данных: Росстат, ФНС

Налог на прибыль



Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



По итогам II кв. 2024 г. прирост прибыли прибыльных организаций и прирост *поступления налога на прибыль* в бюджет сохранились на уровне предыдущего квартала.

При этом *прирост поступлений налога* уступает *приросту налоговой базы*, что может объясняться эффектом от прошлогоднего введения Единого налогового счета, а также сокращением собираемости налога в субъектах РФ.

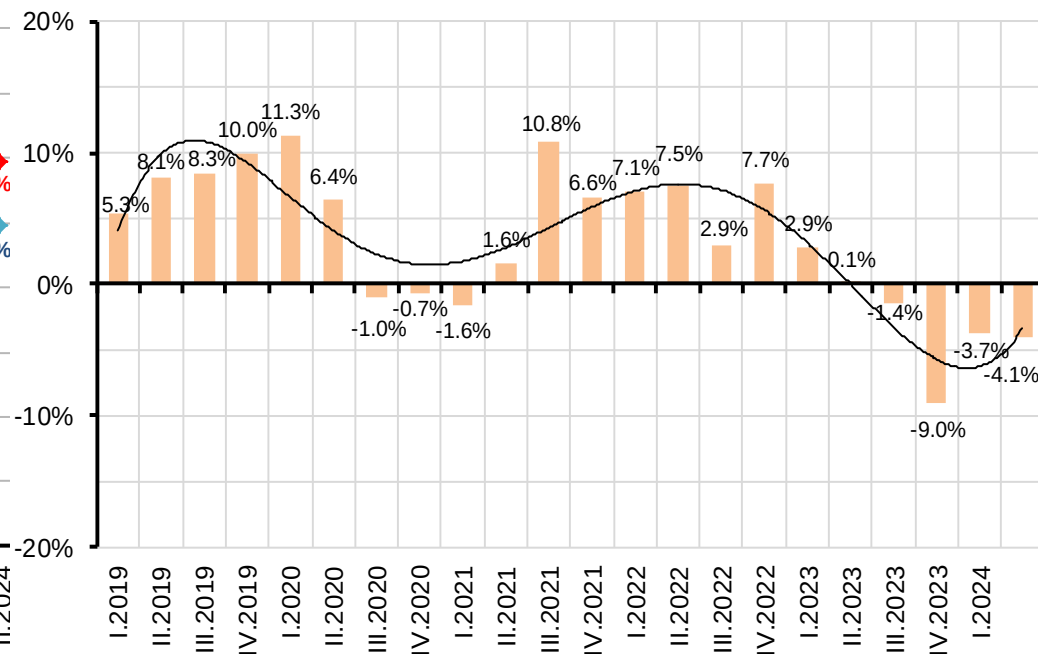
Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов

Источники данных: Росстат, ФНС

Налог на добавленную стоимость



Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)

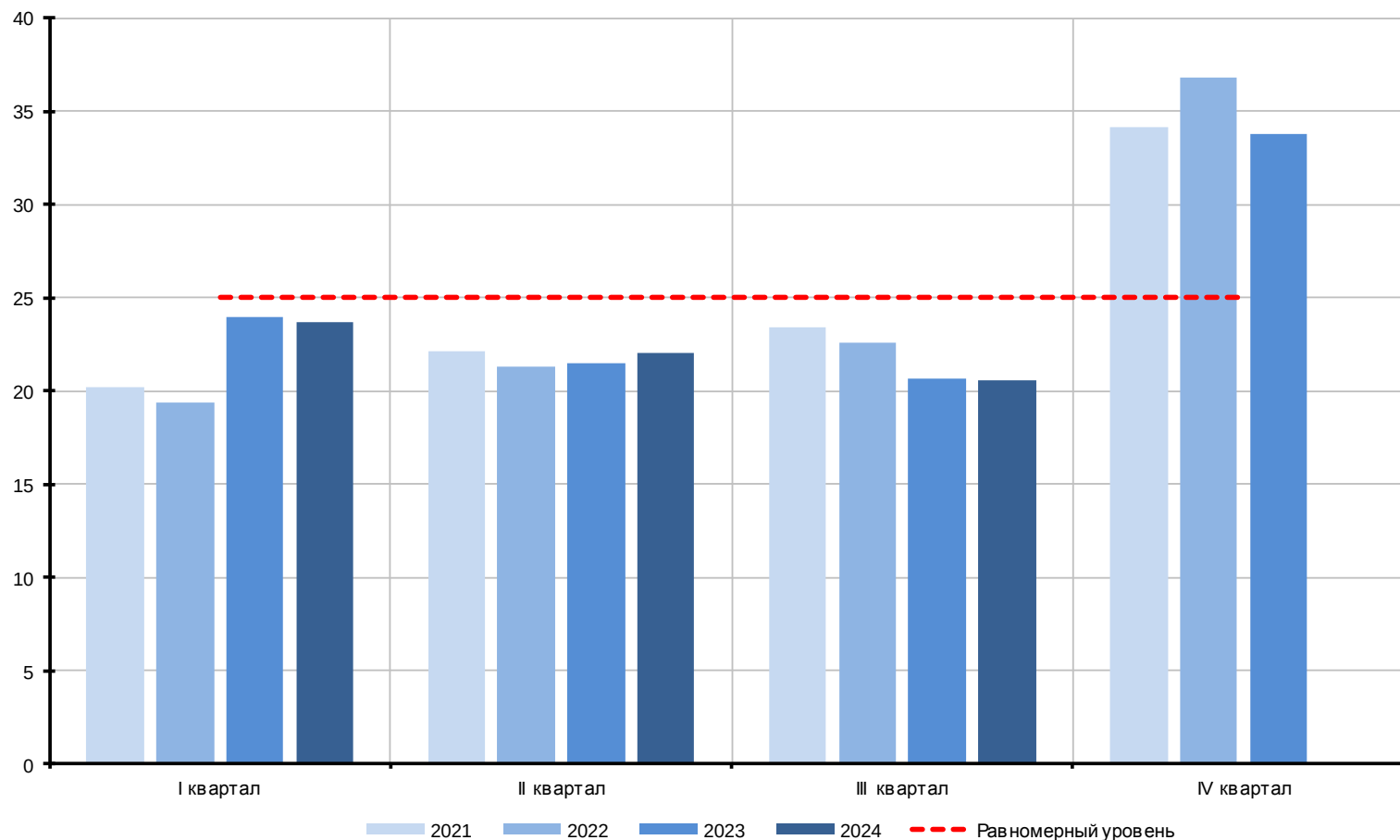


Динамика поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России, в целом повторяет динамику роста ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта. В I пол. 2024 г. отмечаются более высокие темпы роста показателя налоговой базы относительно динамики поступления «внутреннего» НДС, при этом во II кв. 2024 г. заметно снижение обоих показателей, что может объясняться началом замедления деловой активности и потребительского спроса. 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

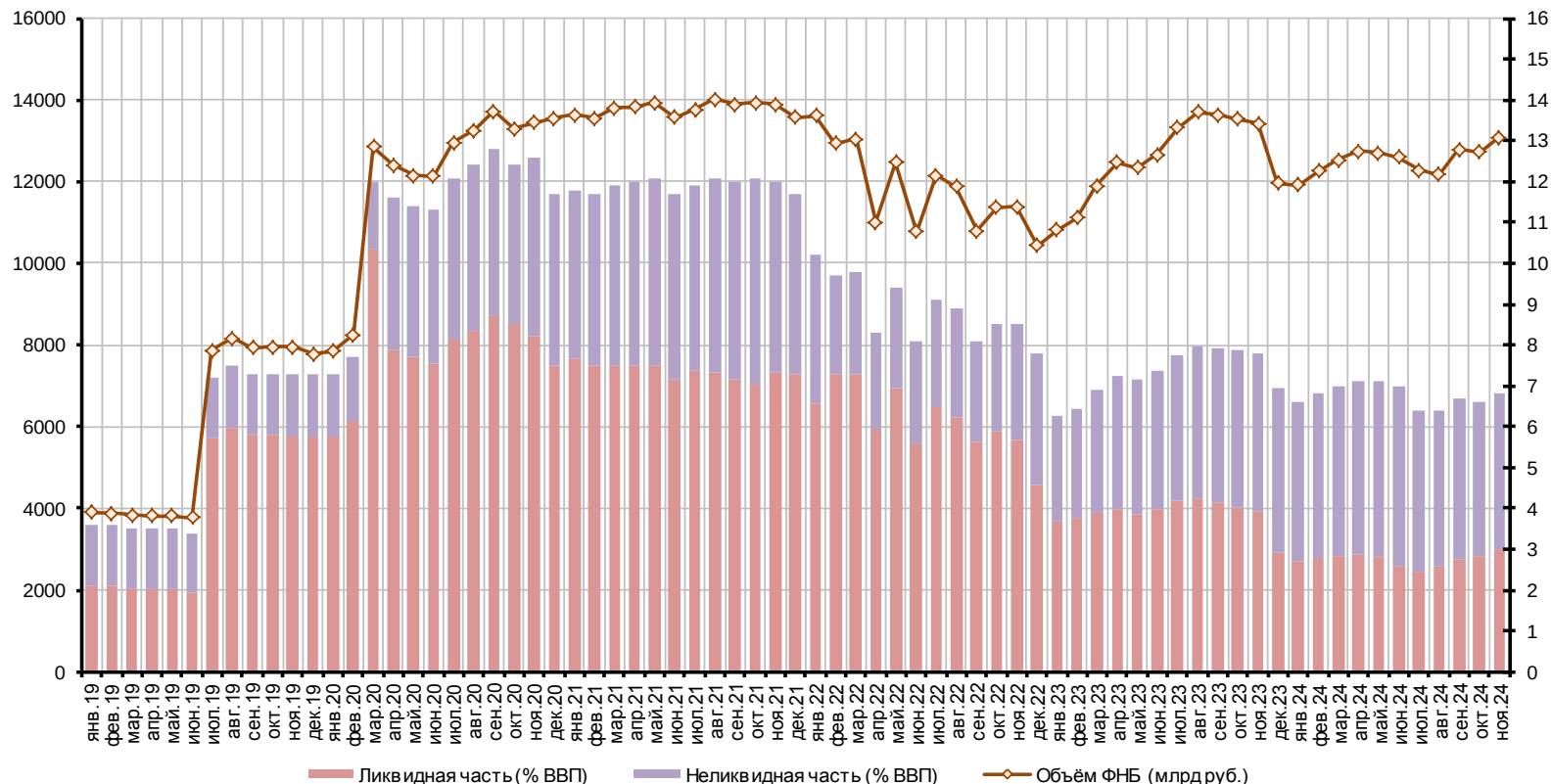
Источники данных: Росстат, ФНС

Исполнение расходов федерального бюджета



Ввиду существенного повышения лимита расходов на 2024 г. *структура их исполнения по кварталам была скорректирована*. Исполнение расходов федерального бюджета в I кв., II кв. и III кв. 2024 г. составило, соответственно, 23.7%, 22.1% и 20.5% от общего объёма расходов, ожидаемого Минфином России. Можно отметить схожесть динамики исполнения расходов в текущем и в прошлом году. Высокие темпы исполнения, определяемые опережающим авансированием, значительно замедлились в III кв. Как следствие, ожидается традиционно более динамичное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в последнем квартале 2024 г., на который выпадает более 33% всех расходов. Это может иметь проинфляционный эффект в конце 2024 - начале 2025 гг.

Фонд национального благосостояния



На начало декабря 2024 г. *объем ФНБ* составил 13.10 трлн руб., увеличившись на 0.37 трлн руб. относительно начала ноября. Минфин оценивает объем ликвидной части ФНБ, размещенной на счетах в Банке России, в 5.80 трлн руб. или 3.0% ВВП. Ликвидная часть увеличилась на 344.82 млрд руб., преимущественно за счёт роста цен на золото, ослабления курса рубля, при этом были проданы 4.0 т золота и израсходовано 1.0 млрд юаней – средства были вложены в другие активы. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 219.5 млрд юаней, 279.6 т золота и 1.4 млрд руб. По итогам ноября объем неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 7.3 трлн руб. или 3.8% ВВП, что на 25.7 млрд руб. меньше относительно объема на начало месяца. Изменение неликвидной части определялось во-многом снижением стоимости акций ПАО Сбербанк (-76.4 млрд руб.), ПАО Банк ВТБ (-6.8 млрд руб.), приобретением новых облигаций АО «ГТЛК» (11.18 млрд руб.), ППК «Фонд развития территорий» (2.1 млрд руб.), ценных бумаг иных российских эмитентов (21.2 млрд руб. и 1.3 млрд юаней), а также валютной переоценкой неликвидных активов, номинированных в иностранной валюте, ввиду ослабления курса рубля.



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.