



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

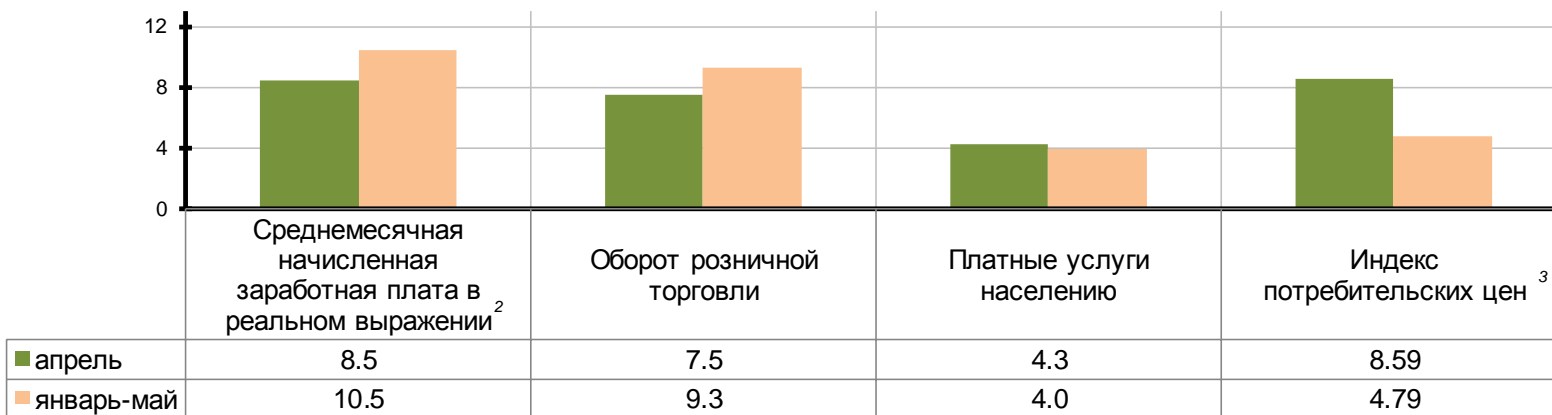
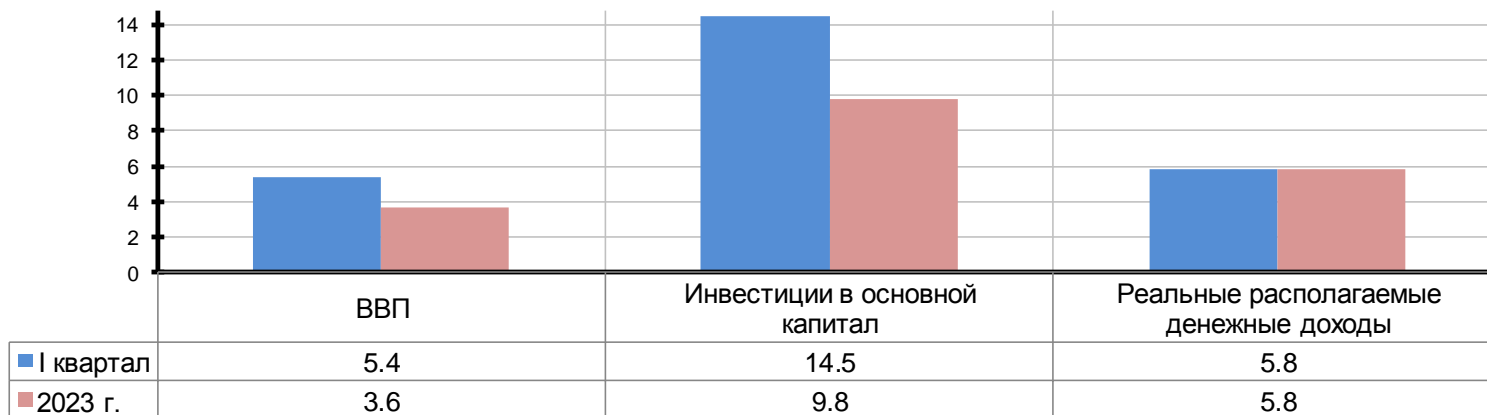
27.07.2024

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

Макроэкономика. Главное.

- Высокочастотные данные об **экономической динамике** показывают, что экономическое оживление продолжается. Более того – формально, оно даже обрело определенную устойчивость: растут как инвестиции (в основном, в строительство), так и потребление населения. Экспорт товаров стабилизировался. С другой стороны, анализ более дробной структуры факторов роста показывает, что проблема устойчивости роста явно есть: в строительстве скачок связан, вероятнее всего, с ожиданиями существенного ухудшения условий для бизнеса во втором полугодии, и вряд ли продолжится в нем. В потреблении основа роста – быстрое расширение оплаты труда на фоне его дефицита. Возможности дальнейшего поддержания ускоренного роста зарплаты, в свою очередь, ограничиваются доходами компаний.
- В **промышленности** активный рост, стартовавший в конце I кв. в июне прекратился. Похоже, что короткий этап бурного расширения в промышленности завершён. Как мы указывали ранее, этот рост опирался на сочетание ряда «краткосрочных факторов», действие которых прекратилось. При этом каких-то новых сильных факторов роста не просматривается, а вот ограничивающие – действовать продолжают, и имеются риски их усиления. Объем среднесуточного **грузооборота транспорта** (без учета трубопроводного) – косвенный индикатор экономической активности – по уточненным данным, после достаточно резкого снижения в конце прошлого года, продолжает восстанавливаться, хотя и весьма медленными темпами. В мае прирост к предыдущему месяцу с устранением сезонности составил всего лишь 0,2% (как и в среднем за предшествующие 3 месяца).
- **Инвестиционная активность** (оцененная по уровню предложения инвестиционных товаров), в целом, стагнирует. После едва заметного тренда на восстановление в феврале-апреле, в мае объем предложения инвестиционных товаров несколько уменьшился. Текущий уровень предложения инвестиционных товаров в мае оценивается практически равным среднемесячному значению 2021 г. (-0.1%). В **строительстве** в мае произошел возврат к интенсивному росту (март: 0.0%, апрель: +1.5%, май: +2.8%, здесь и далее сезонность устранена). Скорее всего, скачок в секторе – явление временное, и сменится коррекцией после ужесточения условий выдачи ипотечных кредитов и очередного цикла повышения ключевой ставки.
- Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить **ключевую ставку** на 200 б. п., до 18% годовых
- К началу июля совокупный баланс факторов денежной эмиссии (накопленным итогом с начала 2024 г.) ушел, правда несильно, в отрицательную зону до уровня примерно в 800 млрд руб. Он почти весь образован операциями Минфина по продаже иностранной валюты на внутреннем рынке (что равносильно изъятию рублевой ликвидности). В то же время совокупное влияние остальных факторов остается околонулевым: Банк России и Минфин продолжают (с марта) абсорбировать ликвидность через сужение кредитного канала, компенсируя стимулирующие бюджетные потоки, оказывающие повышательное давление на **денежную базу** (через бюджетные расходы). **Широкая денежная масса (M2X)** с исключенной валютной переоценкой снизилась в мае на 0.4% м/м. Такая коррекция связана с разнонаправленным движением средств по счетам предприятий и населения: объем средств предприятий заметно снизился как на текущих счетах (-0.9 трлн руб.), так и на срочных депозитных счетах (-1.4 трлн руб.), в то время как население увеличило, хотя и в меньшей степени по сравнению с предприятиями, объем средств как на текущих счетах (+0.7 трлн руб.), так и на срочных депозитных счетах (+0.6 трлн руб.).
- В апреле динамика **реальной заработной платы**, как и ожидалось, скорректировалась (январь: -1.1%, февраль: +1.7%, март: +2.2%, апрель: -0.9%). Надо отметить, что мартовский скачок имел сугубо ситуативный характер и был связан с выплатой разовых бонусов в сырьевых и финансовых компаниях, хотя дефицит труда и является основным фактором, в целом стимулирующим увеличение реальной заработной платы в рамках устойчивого тренда. **Отраслевая структура роста реальной заработной платы** (в годовом выражении) стала «выравниваться» и снова обретать фронтальный характер: как уже отмечалось, мартовский скачок имел сугубо локальный характер, будучи связан с выплатой годовых бонусов в нескольких крупнейших сырьевых и финансовых компаниях. Динамика **основных реальных денежных доходов населения**, в целом, повторяет динамику реальной заработной платы – только с существенно меньшим размахом колебаний (январь: +0.4%, февраль: +1.4%, март: +1.5%, апрель: -0.3%).
- **Потребление населения** продолжает интенсивно расти уже три месяца подряд (март: +2.1%, апрель: +1.2%, май: +0.7%), что вполне естественно в условиях роста доходов. Отметим, что потребительская активность начала замедляться, что, в условиях повышения процентной ставки (значит, и роста нормы накопления / падения нормы сбережения) вполне естественно. Как уже отмечалось, этот рост имеет практически фронтальный характер: **продовольствие**: март: +1.4%, апрель: +0.8%, май: +0.9%; **непродовольственные товары**: +3.0%, +1.2% и +0.4%, снижение темпов, очевидно, связано с замедлением потребительского кредитования; **платные услуги**: +1.3%, +1.6% и +0.5%.
- **Инфляция**, в целом, продолжает возрастать. По результатам июльской индексации регулируемых на региональном уровне тарифов на отдельные виды коммунальных услуг, в июле инфляция может превысить 1.1%, что даст порядка 9.1% к июлю прошлого года. В данном случае речь идёт о «рукотворном» феномене (плюс влиянию сезонных факторов): уровень базовой инфляции (0.5-0.7% в месяц, что тоже довольно много) практически стабилен с начала года.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



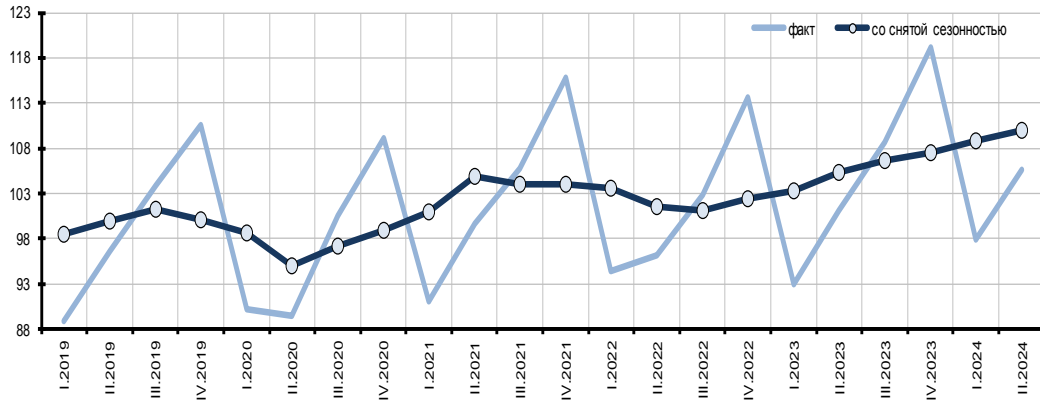
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно апрель 2024 г. к апрелю 2023 г. и январь-апрель 2024 г. к январю-апрелю 2023 г.

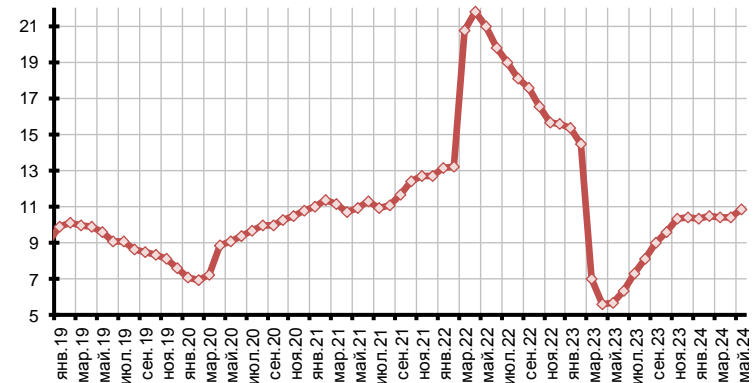
³ соответственно июнь 2024 г. к июню 2023 г. и за период с начала 2024 г. по 15 июля

Динамика ВВП и агрегата экономической активности¹

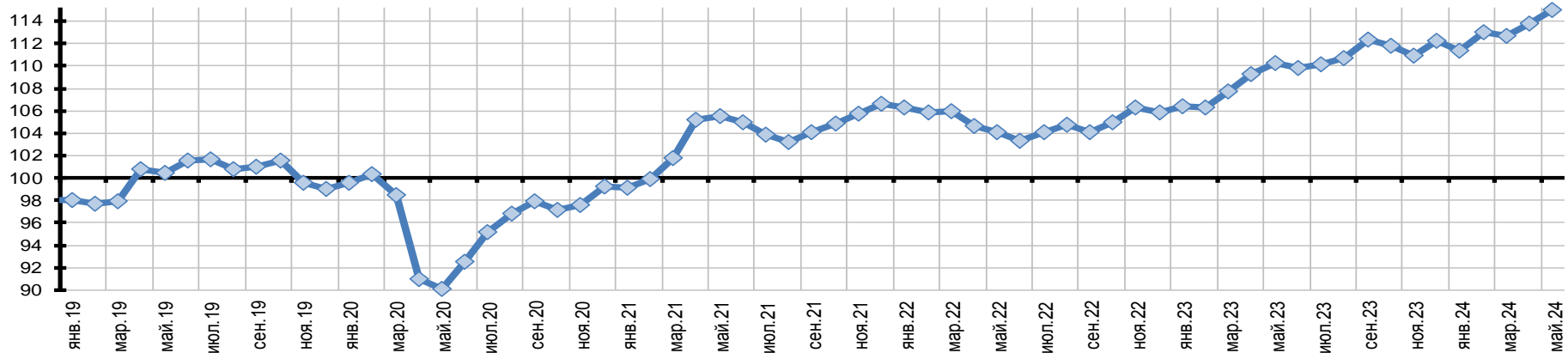
ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)²



Индекс несчастья Оукена³



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



Высокочастотные данные об *экономической динамике* в мае показывают, что экономическое оживление продолжается. Более того – формально, оно даже обрело определенную устойчивость: растут как инвестиции (в основном, в строительство), так и потребление населения. Экспорт товаров стабилизировался. С другой стороны, анализ более дробной структуры факторов роста показывает, что проблема устойчивости роста явно есть: в строительстве (основном драйвере инвестиций) скачок связан, вероятнее всего, с ожиданиями существенного ухудшения условий для бизнеса во втором полугодии, и вряд ли продолжится в нем. В потреблении основа роста – быстрое расширение оплаты труда на фоне его дефицита. Возможности дальнейшего поддержания ускоренного роста зарплаты, в свою очередь, естественным образом ограничиваются доходами компаний. И главная негативная новость: в промышленности рост уже (при)остановился – ещё до повышения ключевой ставки Банка России. Уровень обобщенных рисков (индекс Оукена) несколько возрос из-за скачка инфляции.

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

² Здесь и далее ВВП за второй квартал 2024 г. – оценка ЦМАКП на основе данных МЭР за апрель и май

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

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- уровень реальной заработной платы (с учётом небольшой и неизбежной коррекции) продолжает повышаться – причем, почти фронтально;
- быстро повышаются потребительские расходы, причём рост имеет почти фронтальный характер;
- уровень безработицы снижается, занятость устойчиво растёт;
- приток нефтегазовых доходов довольно устойчиво расширяется, вслед за налоговой базой.

Плохо:

- в промышленности произошла очень заметная коррекция. С учетом повышения ключевой ставки и других факторов можно ожидать, скорее, стабилизации. Уже сейчас в ряде отраслей рост крайне неустойчив и «околостагнационный»;
- рост инвестиций опирается, прежде всего, на расширение строительной активности – рост которой, в перспективе, вряд ли закрепится;
- Банк России принял решение повысить ключевую ставку до 18% годовых
- похоже, что во втором квартале прекратился рост обеспеченности экономики деньгами (широкой денежной массой). Вслед за несколькими циклами повышения ключевой ставки Банка России, вероятно, (при)остановился процесс денежной мультипликации;
- после повышения административно регулируемых тарифов уровень инфляции резко подскочил (июль к июлю – 9.1%)

Признаки улучшения:

- ожидания менеджеров компаний и населения несколько скорректировались и сейчас находятся на «рациональном» уровне – не слишком высоком, но и не заниженном;
- запас неиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности сохраняется на заметном уровне, наметилось его формирование на транспорте и в логистическом секторе¹;
- торможение роста цен на продовольствие привело к положительному косвенному социальному эффекту – рост цен по «корзине бедных» оказался ниже уровня инфляции;
- число начинаемых строительных проектов продолжает быстро расти;
- продажи легковых автомобилей резко подскочили.

Признаки ухудшения:

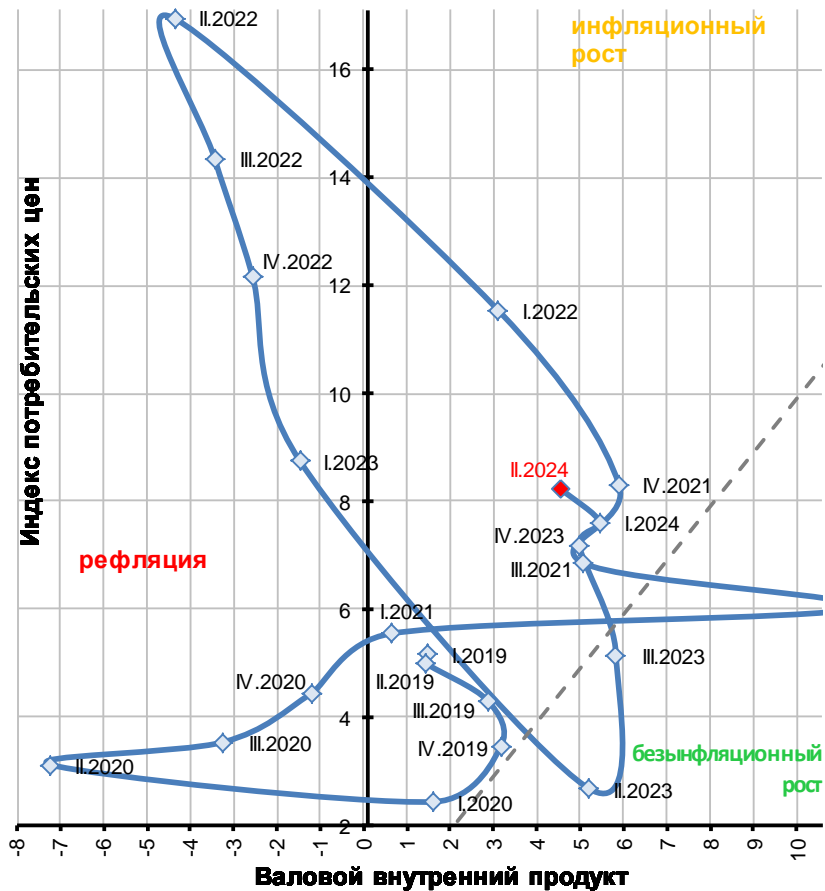
- соотношение «золото/медь» на мировых рынках зафиксировалось на высоком уровне, свидетельствующем, вероятно, о «предкризисном» характере глобальной экономической ситуации;
- скачок в строительстве, по всей вероятности, связан с ожиданиями существенного ухудшения с III кв. условий бизнеса и, после реализации этого ухудшения (условия ипотеки, процентные ставки), вполне может смениться коррекцией;
- аналогично, прирост товарооборота (в части непродовольственных товаров) был во многом обусловлен «опережающим спросом», по модели «покупать сегодня, пока условия не ухудшились». Соответственно, и прирост товарооборота во втором полугодии, вероятно, замедлится;
- рентабельность в большинстве отраслей снижается, в ряде из них - сравнялась или стала ниже «стоимости денег»¹;
- продолжается рост скорости обращения ликвидной компоненты денежной массы, что, при прочих равных условиях, увеличивает инфляционное давление.

Непонятно / амбивалентно, но важно:

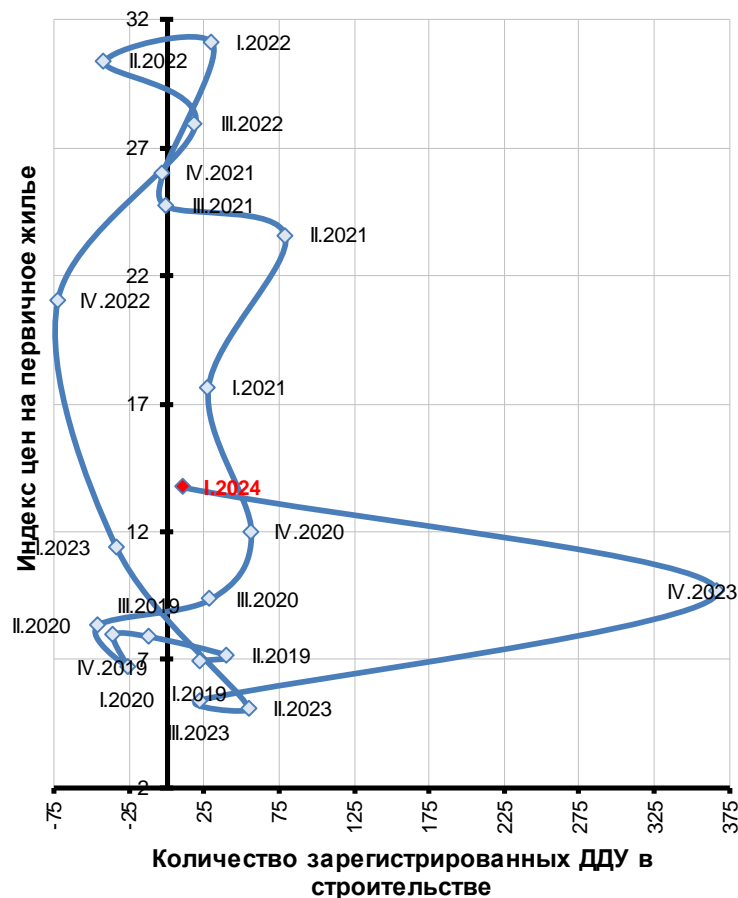
- на американском финансовом рынке сохраняется – не реализуясь и не «рассасывается» уже год - предкризисная ситуация. Уровень доходов по краткосрочным гособлигациям выше, чем по долгосрочным;
- среди отмечаемых компаниями ограничений роста в обрабатывающих отраслях в I кв. заметны все более сильные ограничения со стороны недостатка квалифицированного труда и со стороны высоких процентных ставок по кредитам. В то же время, значимость остальных факторов снижается (хотя дефицит внутреннего спроса, наряду с общей неопределенностью ситуации, остается наиболее значимым ограничителем)¹.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика инфляции и экономического роста, квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %)



Динамика индекса цен на первичное жилье и количества договоров долевого участия (ДДУ), квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %)



Во II кв. ситуация в *российской экономике* чуть ухудшилась, оставаясь, в целом, благоприятной: экономическая динамика несколько замедлилась (4.5% ко II кв. 2023 г. против 5.4% в I кв.), уровень инфляции, и так немаленький, еще повысился (II кв. 2024 г.: 8.23% ко II кв. 2023 г. против 7.61% в I кв. 2024 г. к I кв. 2023 г.). При этом, остаётся риск существенного замедления роста во втором полугодии. На рынке жилья в I кв. ситуация откровенно ухудшилась. Комплекс мер по охлаждению рынка (последовательное ужесточение требований к разным категориям заёмщиков, жесткая процентная политика) дал, в целом, негативный результат: динамика сделок по приобретению жилья «уже» резко упала (впрочем, после явно аномального скачка в ожидании ужесточения в конце прошлого года), а цены «ещё» растут даже с ускорением.

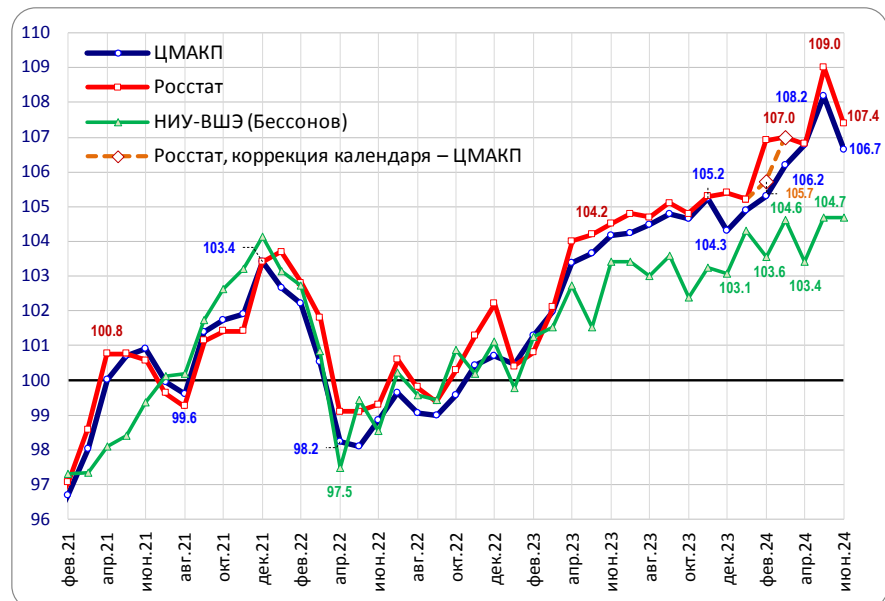
Динамика промышленного производства

темпы прироста, %

	I кв.	II кв.	апрель	май	Июнь
Промышленное производство					
<i>к соответствующему периоду 2019 года</i>					
данные Росстата	13.7	12.5	11.4	15.3	10.6
оценка ЦМАКП	9.4	18.9	15.7	23.1	17.9
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>					
данные Росстата	0.5	0.1	-0.2	2.1	-1.5
оценка ЦМАКП	0.6	0.1	0.5	1.3	-1.4
<i>Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)</i>					
Добыча полезных ископаемых	0.3	-0.6	-0.7	1.0	-2.0
Обрабатывающие производства	0.9	0.5	1.6	1.3	-1.4
Производство пищевых продуктов	0.8	-0.1	0.7	0.1	-1.1
Сырьевые производства	-0.1	0.3	0.7	1.3	-1.2
Производство нефтепродуктов	-0.7	0.1	2.5	1.8	-3.8
Товары инвестиционного спроса	0.7	0.2	2.7	-2.2	0.2
Производство ТДП	6.3	1.0	10.4	-7.5	0.8
Производство непрод.товаров повседневного спроса	2.0	2.4	-0.2	5.0	2.5
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.1	0.2	-1.6	2.3	0.1

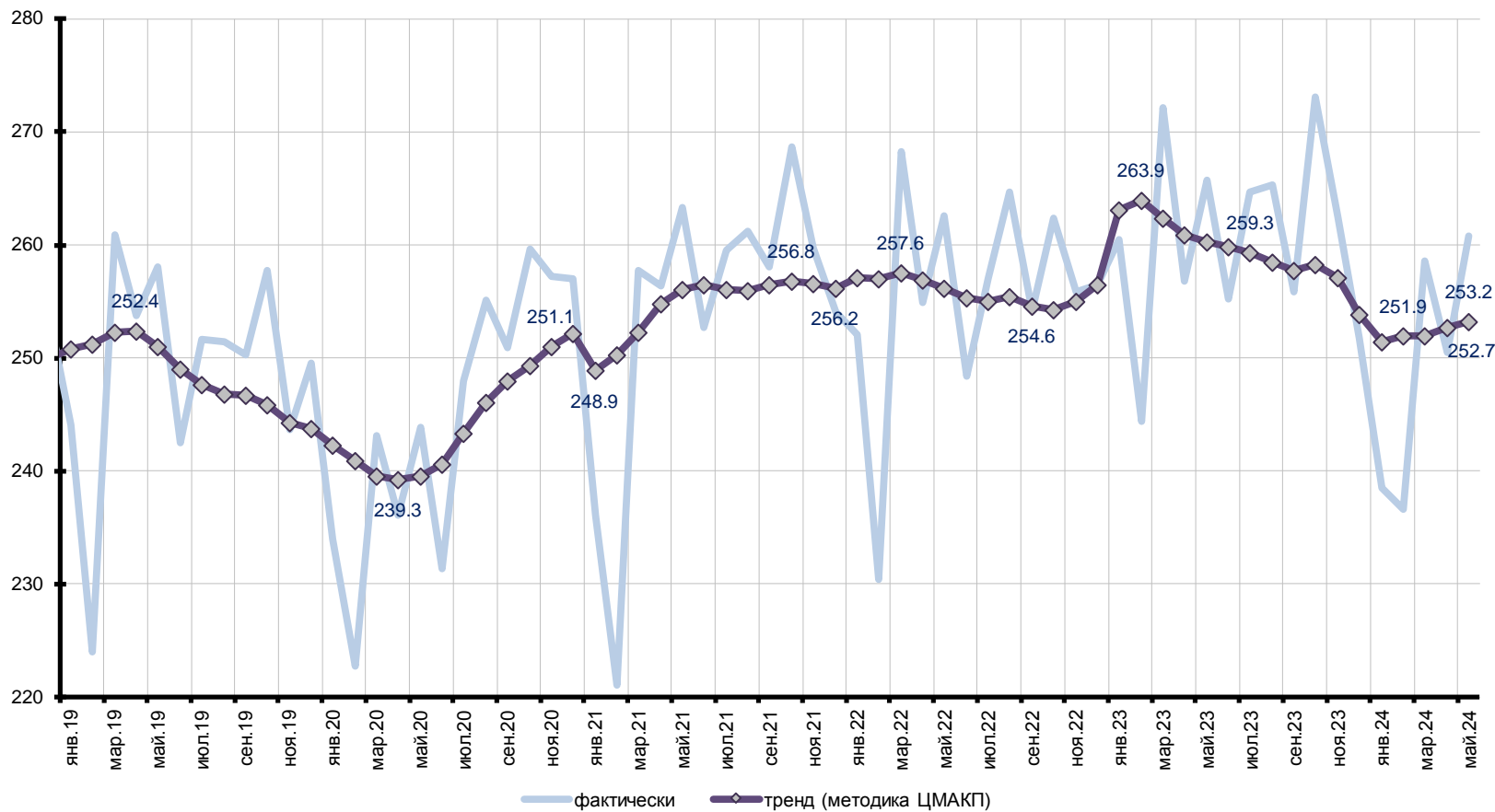
Согласно данным Росстата, активный рост, стартовавший в конце I кв., в июне прекратился. Выпуск относительно мая резко снизился – на 1.5%, во многом нивелировав предшествующий скачок. Индекс СППГ в июне «провалился» до 101.9% (после 105.3% в мае), за I полугодие индекс СППГ составил 104.4%. Оценки ЦМАКП фиксируют, в целом, аналогичную картину, лишь майский скачок выпуска оценивается нами как более слабый.

среднемесячный уровень 2019 = 100,
с исключенной сезонностью



Похоже, что короткий этап бурного роста в промышленности завершён. Как мы указывали ранее, этот рост опирался на сочетание ряда «краткосрочных факторов», действие которых прекратилось. При этом каких-то новых сильных факторов роста не просматривается, а вот ограничивающие – действовать продолжают, и имеются риски их усиления (несколько подробнее – см. ["Тринадцать тезисов об экономике. Тетрадь 5"](#)).

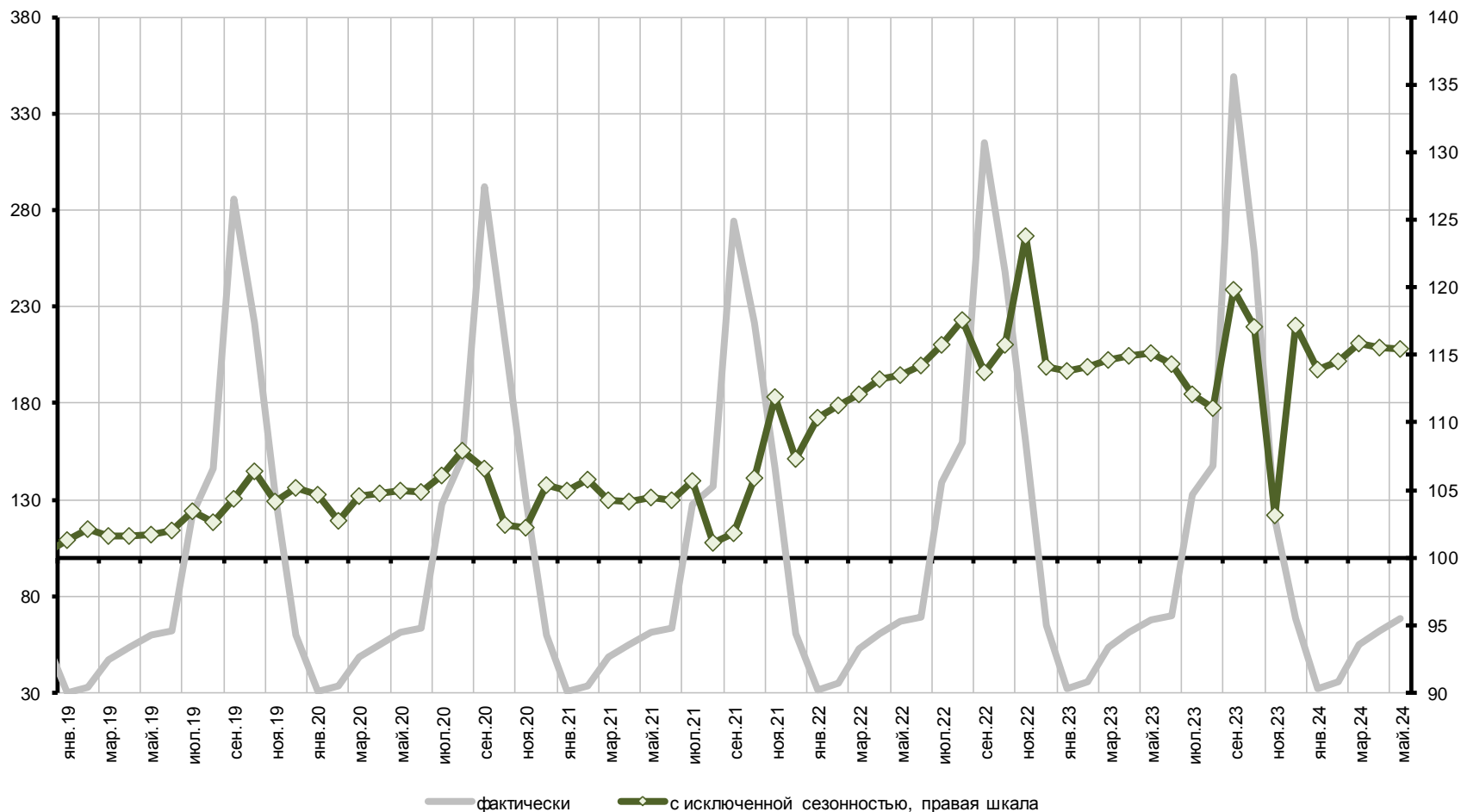
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)*



Объем среднесуточного грузооборота транспорта (без учета трубопроводного) – косвенный индикатор экономической активности – по уточненным данным, после достаточно резкого снижения в конце прошлого года, продолжает восстанавливаться, хотя и весьма медленными темпами. В мае прирост к предыдущему месяцу с устранением сезонности составил всего лишь 0,2% (как и в среднем за предшествующие 3 месяца).

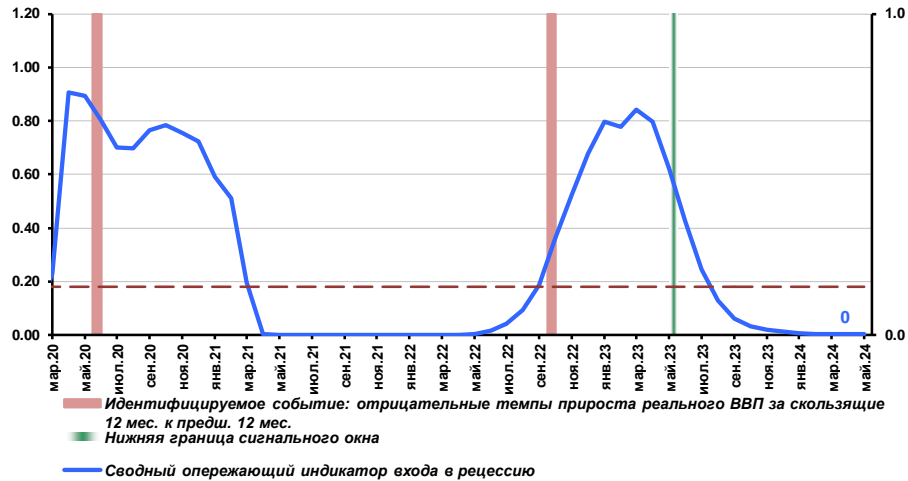
* Динамика грузооборота за 2023-2024 гг. уточнены по сравнению с предшествующим выпуском в связи с уточнением данных Росстатом.

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



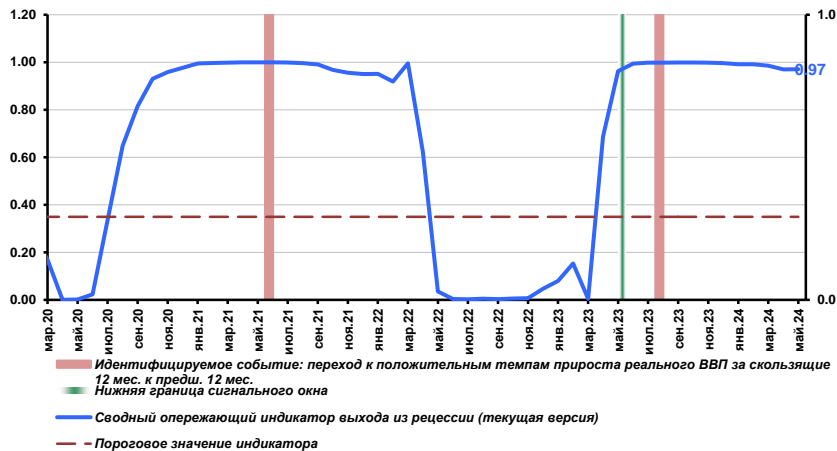
В сельском хозяйстве уровень выпуска по состоянию на май остаётся стабильным с очень лёгкой тенденцией к снижению (сезонность устранена). С учётом структуры сельскохозяйственного цикла, уже в ближайшие месяцы станет ясно, насколько российское сельское хозяйство смогло адаптироваться к необычным климатическим условиям весны и начала лета текущего года.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

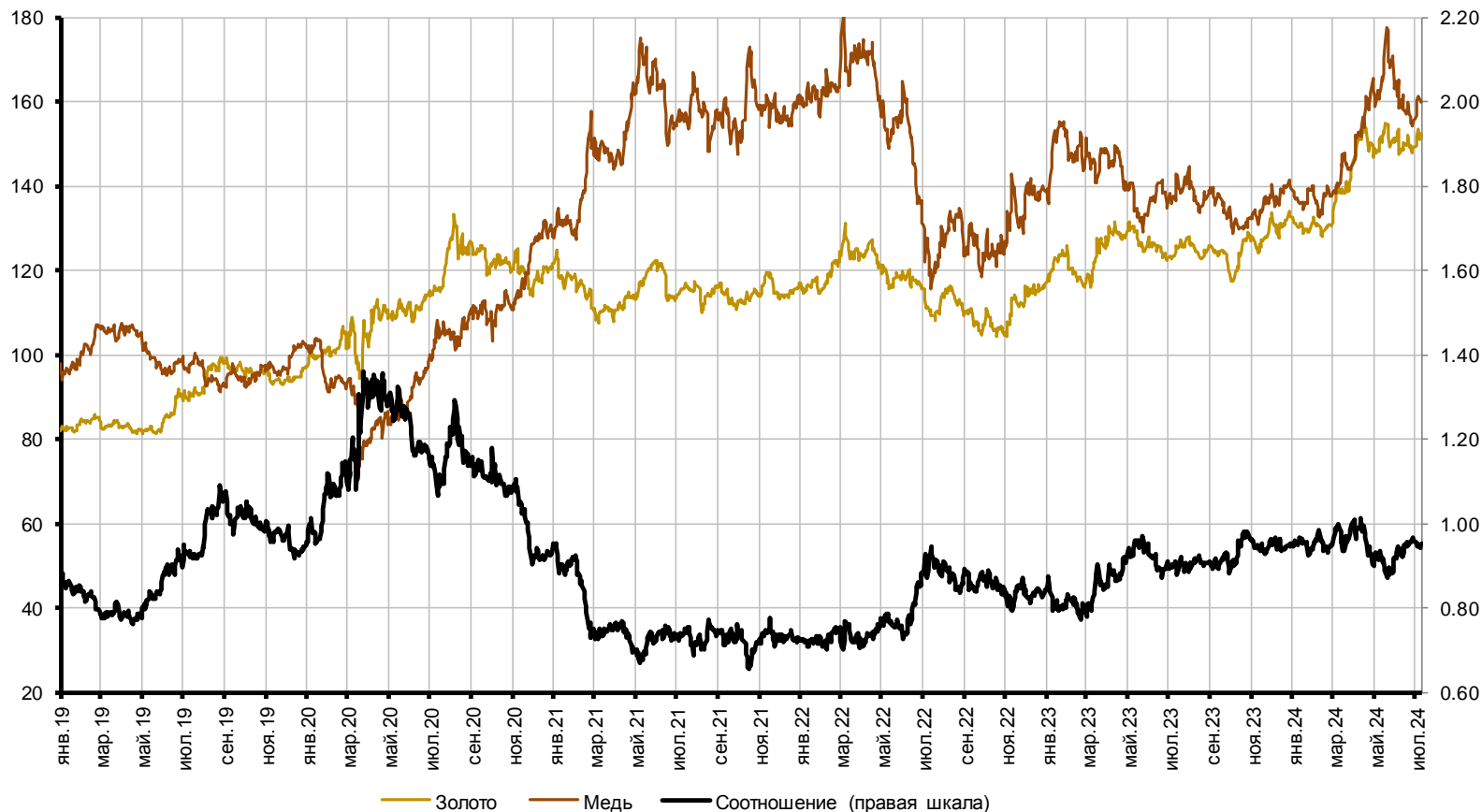


В мае значение *СОИ* входа российской экономики в рецессию продолжало оставаться на минимальном уровне (на нулевой отметке), существенно ниже порогового значения (0.18). Поскольку текущее значение *СОИ* находится очень далеко от пороговой отметки, это означает полное отсутствие каких-либо сигналов, указывающих на приближение новой рецессии на горизонте следующих двенадцати месяцев. Сохранению низкой вероятности возникновения рецессии продолжали способствовать такие благоприятные факторы, как: увеличение положительного сальдо счета текущих операций и инерция (существенный рост ВВП за предшествующий скользящий год).

В противоположном направлении, в сторону увеличения вероятности возникновения рецессии, действовали: рост скользящей средней ставки на денежном рынке, обусловленный предшествующим циклом повышения ключевой ставки Банка России, и повышение вероятности реализации системного кризиса российского банковского сектора (рост значения *СОИ* возникновения системного банковского кризиса). Однако влияние этих негативных факторов было относительно слабым и нивелировалось действием вышеперечисленных позитивных факторов, что и позволяло оставаться значению *СОИ* на минимальном уровне.

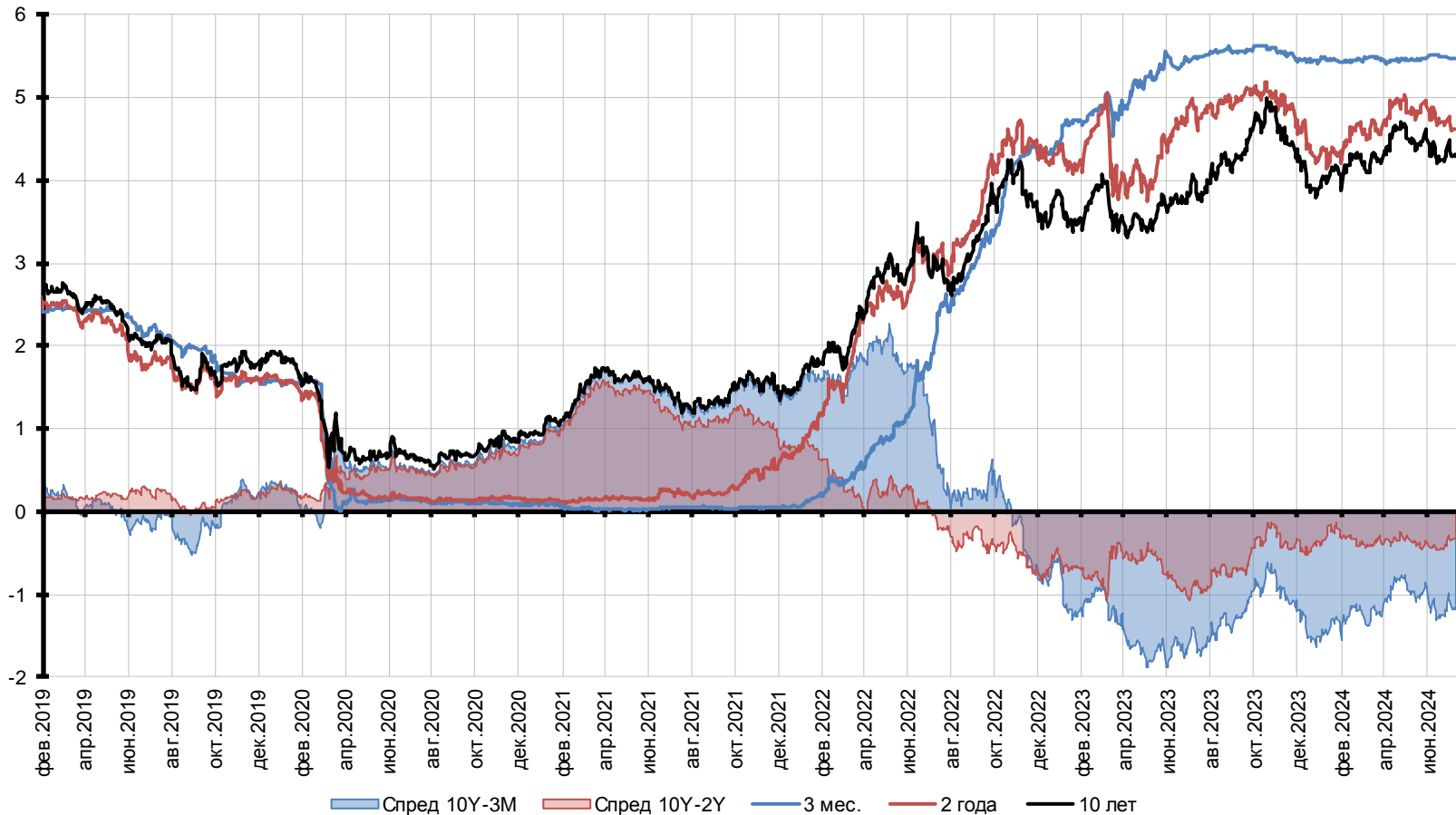


Индикатор мировой экономики: биржевые цены на золото и медь в долл. и их соотношение (январь 2020=100)



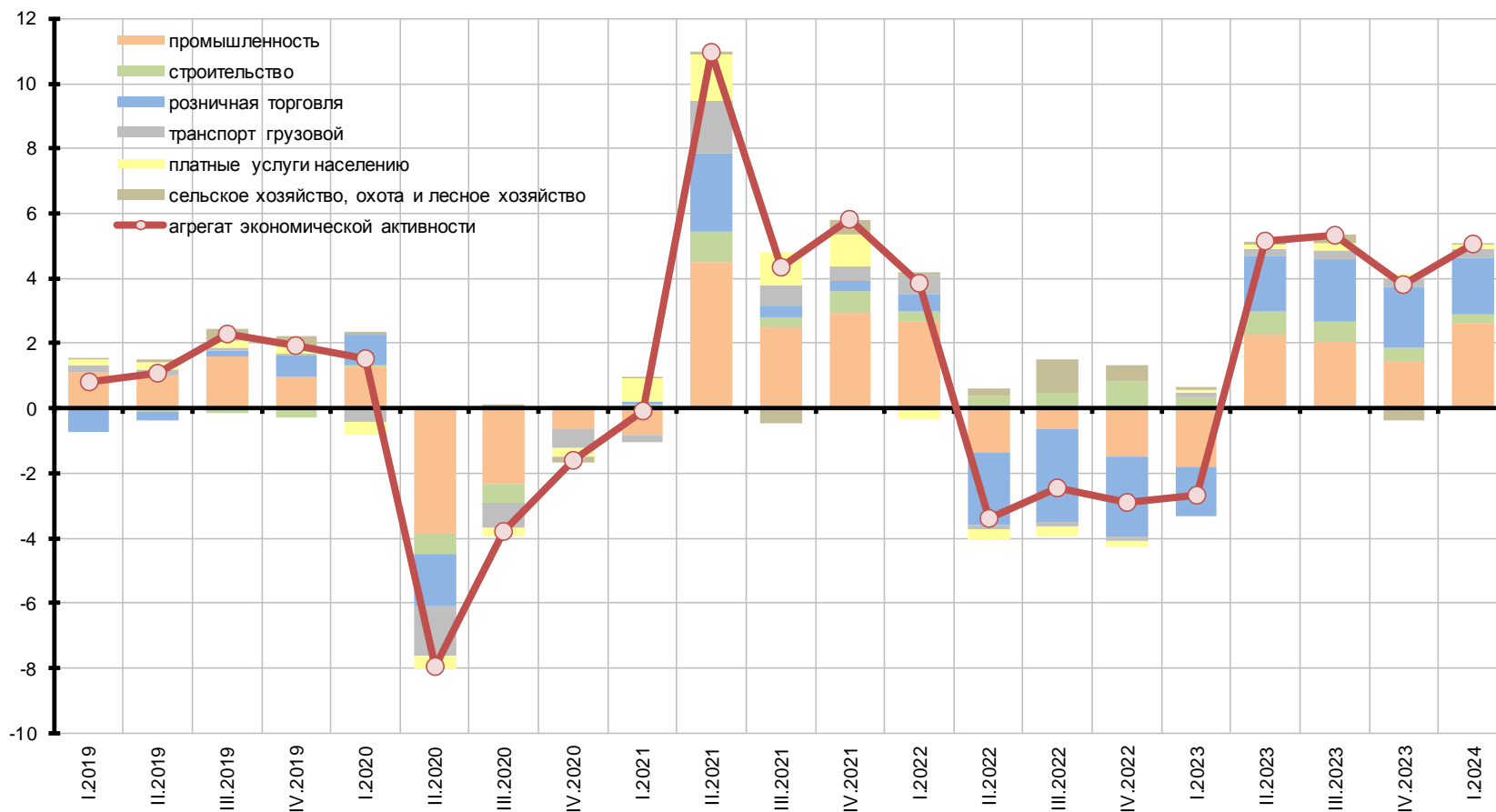
На мировых товарных биржах ситуация практически не изменилась. Соотношение «золото/медь», отражающая баланс воспринимаемых инвесторами рисков, стабилизировалось. При этом, цены на золото стабилизировались вблизи исторического максимума, на медь – чуть снизились, но в целом тоже очень высоки.

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



На фондовых рынках США к концу июня уровень спреда (реверсного) доходности между кратко- и долгосрочными гособязательствами не изменился. С одной стороны, уровень воспринимаемых рисков, по крайней мере перестал нарастать. С другой стороны, само по себе сохранение реверса доходности (в течение уже почти двух лет оценки рисков в средне-, а в последние полтора года – в краткосрочной перспективе выше, чем в долгосрочной) означает необычную «стабилизацию в преддверии кризиса», который и не реализуется, и не «рассасывается».

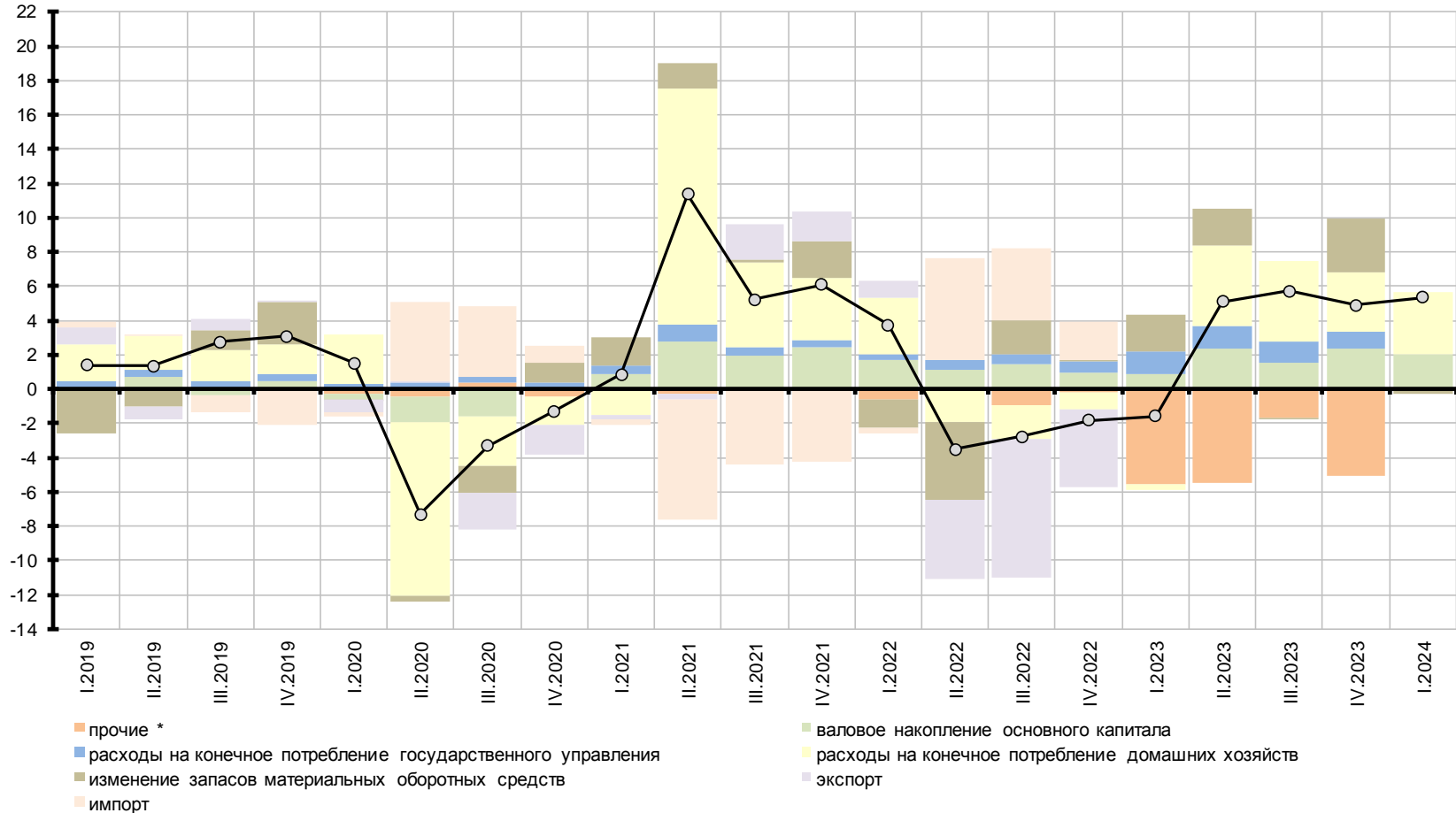
Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)¹



Структура факторов производства в I кв. 2024 г. (в годовом измерении - за скользящий год) не изменяется уже четыре квартала подряд. Весь последний год основной вклад в экономической рост давало расширение выпуска в промышленности (и вклад только растёт со временем), в торговле и в строительства. В последнем случае вклад отрасли быстро снижается с конца прошлого года (рост ставок по кредитам, ужесточение условий).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

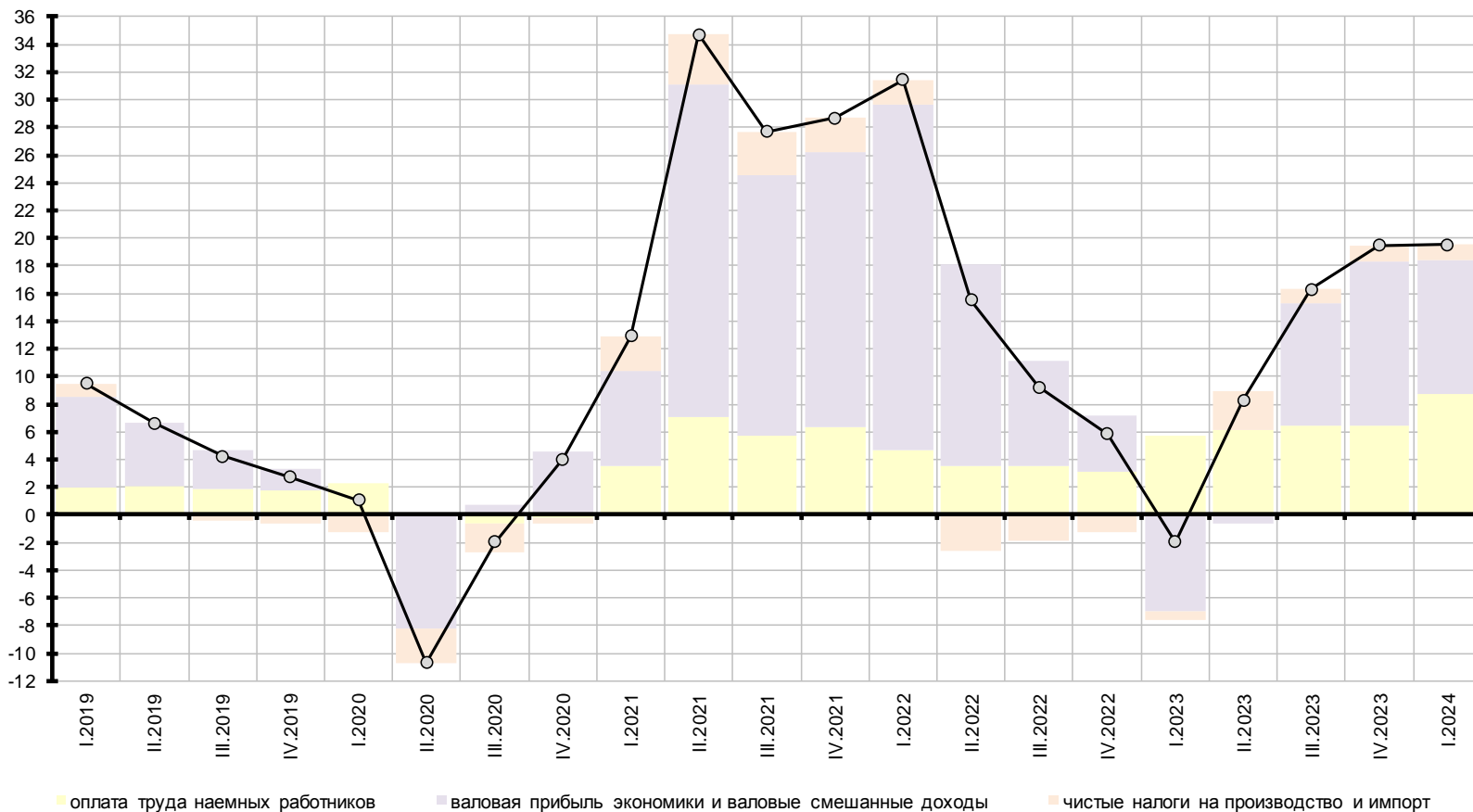
Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)



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

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

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

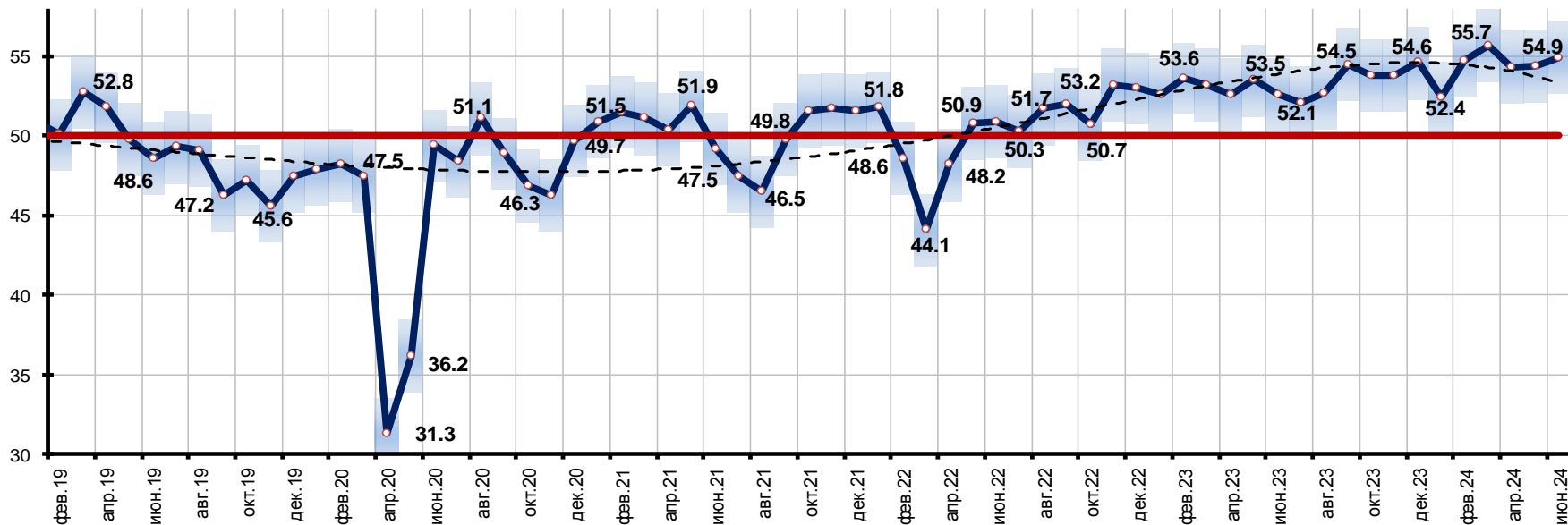


* В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

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

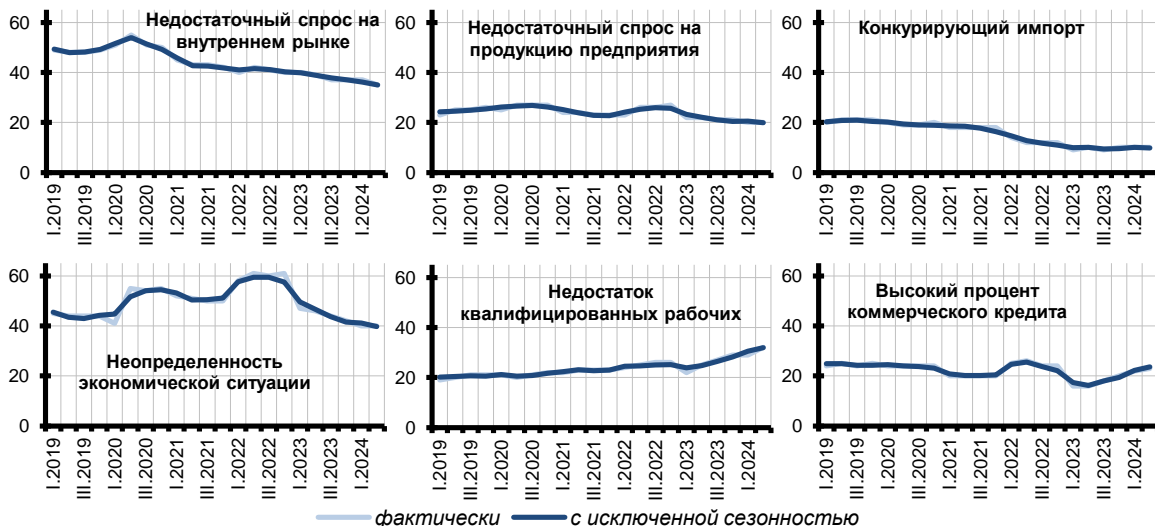
Оценки ситуации и поведение компаний

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



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

Факторы, ограничивающие рост в обрабатывающих производствах (по данным на последний месяц квартала)^{1,2}



— фактически — с исключенной сезонностью

Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей, чуть повысился, оставшись (уже три месяца) на уровне «умеренного оптимизма» - 53-55%. Как уже отмечалось, такой уровень, вероятно, соответствует сложившимся условиям.

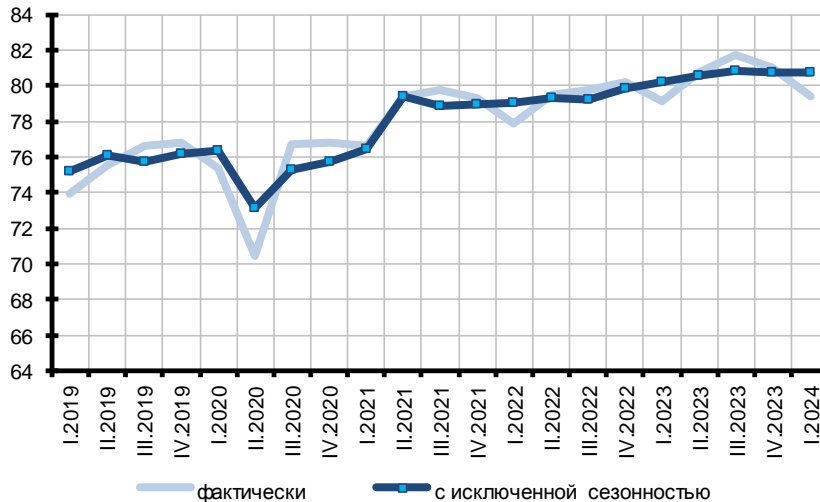
Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях в I кв. заметны все более сильные ограничения со стороны недостатка квалифицированного труда и со стороны высоких процентных ставок по кредитам. В то же время, значимость остальных факторов снижается (хотя дефицит внутреннего спроса, наряду с общей неопределенностью ситуации, остается наиболее значимым ограничителем роста).

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

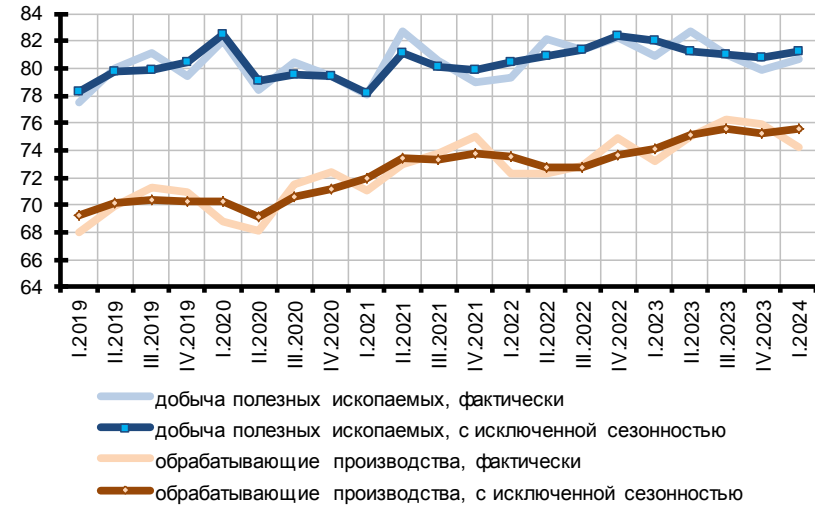
² Соответствующий комментарий будет обновлен по мере обновления данных

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

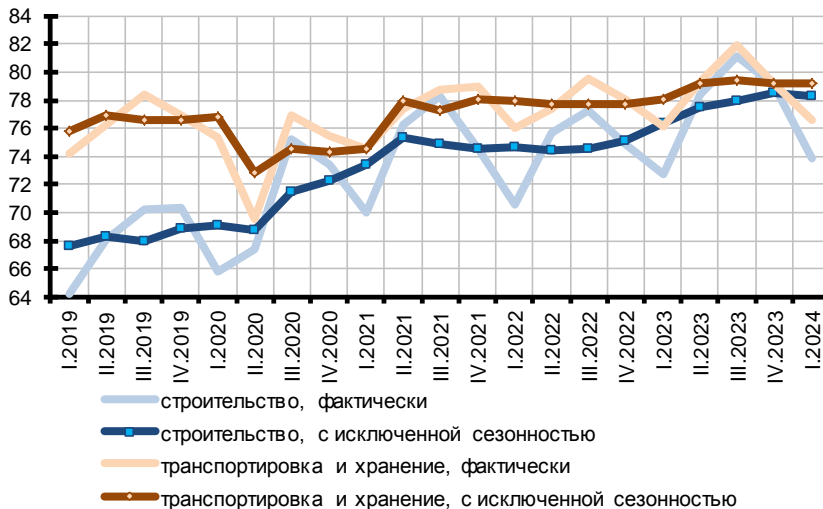
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в I кв. в среднем осталась на уровне около 80% (сезонность устранена; этот уровень держится уже год подряд):

- в добыче полезных ископаемых загрузка стабилизировалась на высоком уровне (80%), причем с лёгкой тенденцией к снижению («санкционные войны», реализация соглашения ОПЕК+ в части нефтяного рынка);
- в *строительстве* налицо тенденция к снижению загрузки, остающейся пока высокой, что вполне понятно, учитывая действия Банка России и Минфина по охлаждению рынка (ставка, требования к ипотеке и т.д.).
- в *логистических отраслях* загрузка перестала расти, стабилизировавшись на уровне 78% (сезонность устранена);
- в *обрабатывающей промышленности* уровень загрузки тоже стабилизировался (с очень лёгкой тенденцией к снижению) на уровне порядка 75%, что, как уже отмечалось в предыдущих Обзорах, означает наличие некоторого (порядка 5%) резерва для дозагрузки в случае роста спроса.

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

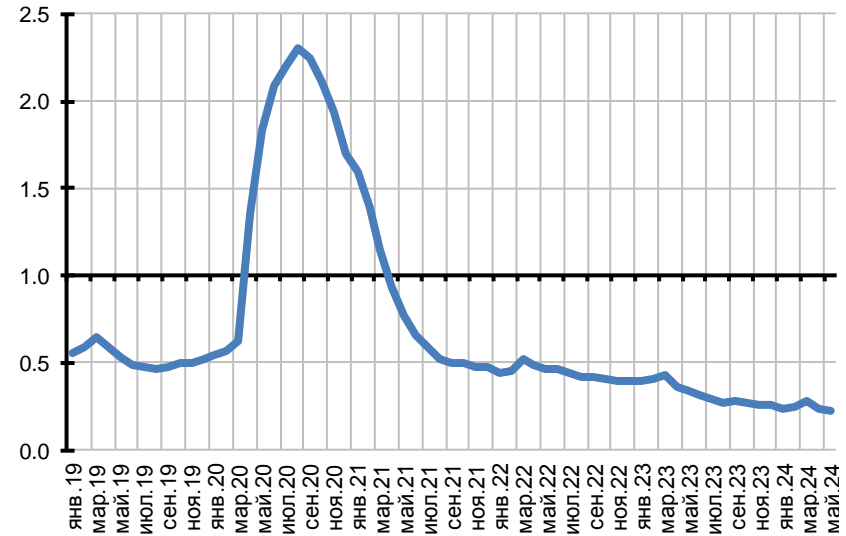
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Рынок труда

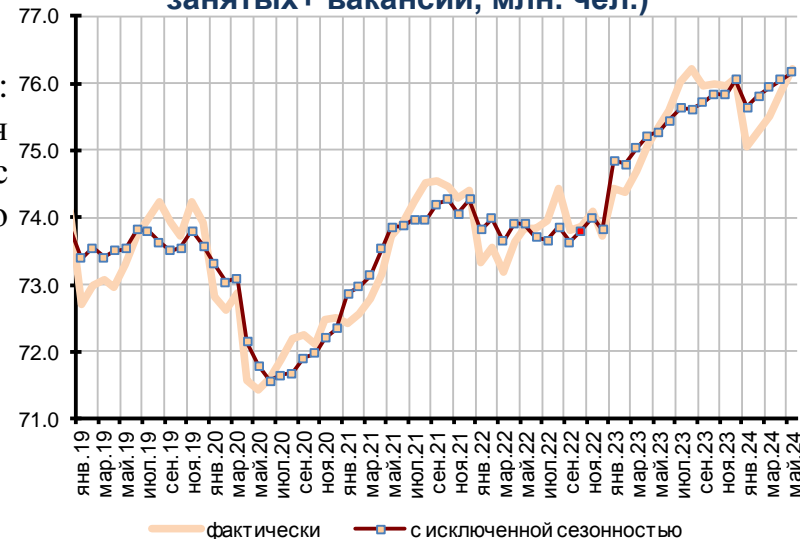
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



Коэффициент напряженности на рынке труда,¹ сезонность устранена



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

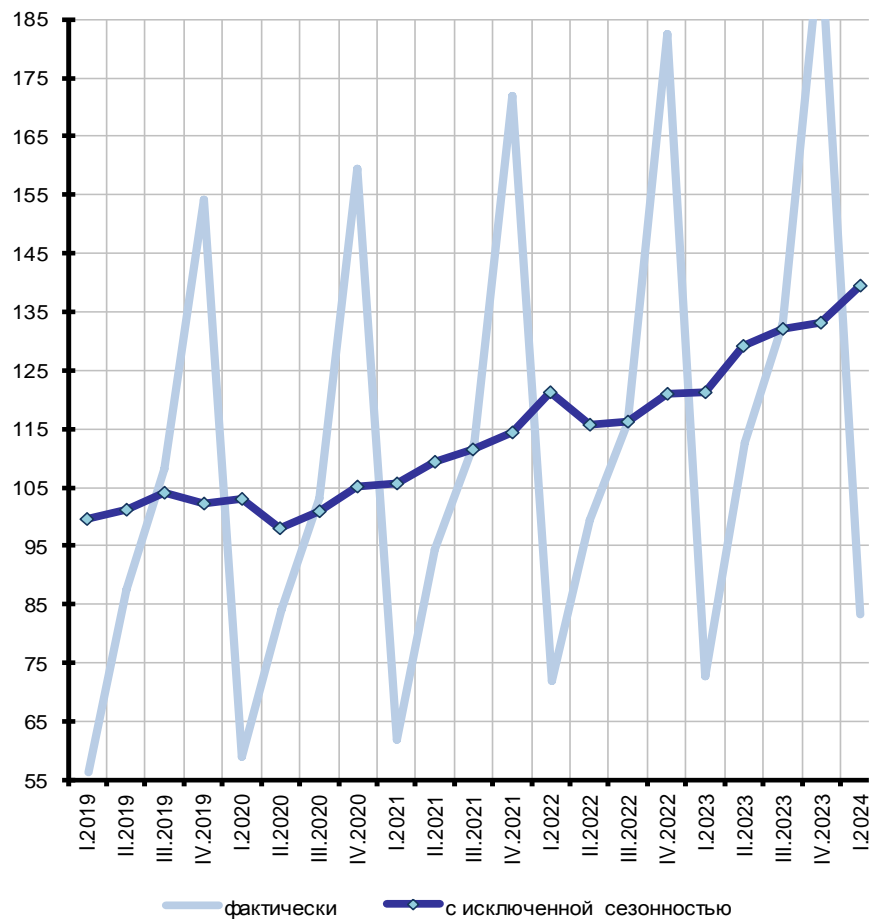


На рынке труда ситуация практически не изменилась: безработица по-прежнему быстро снижается, обновляя исторические минимумы (сезонность устранена). При этом, спрос на труд продолжает быстро расти – с той же интенсивностью, что и во втором полугодии прошлого года (сезонность устранена).

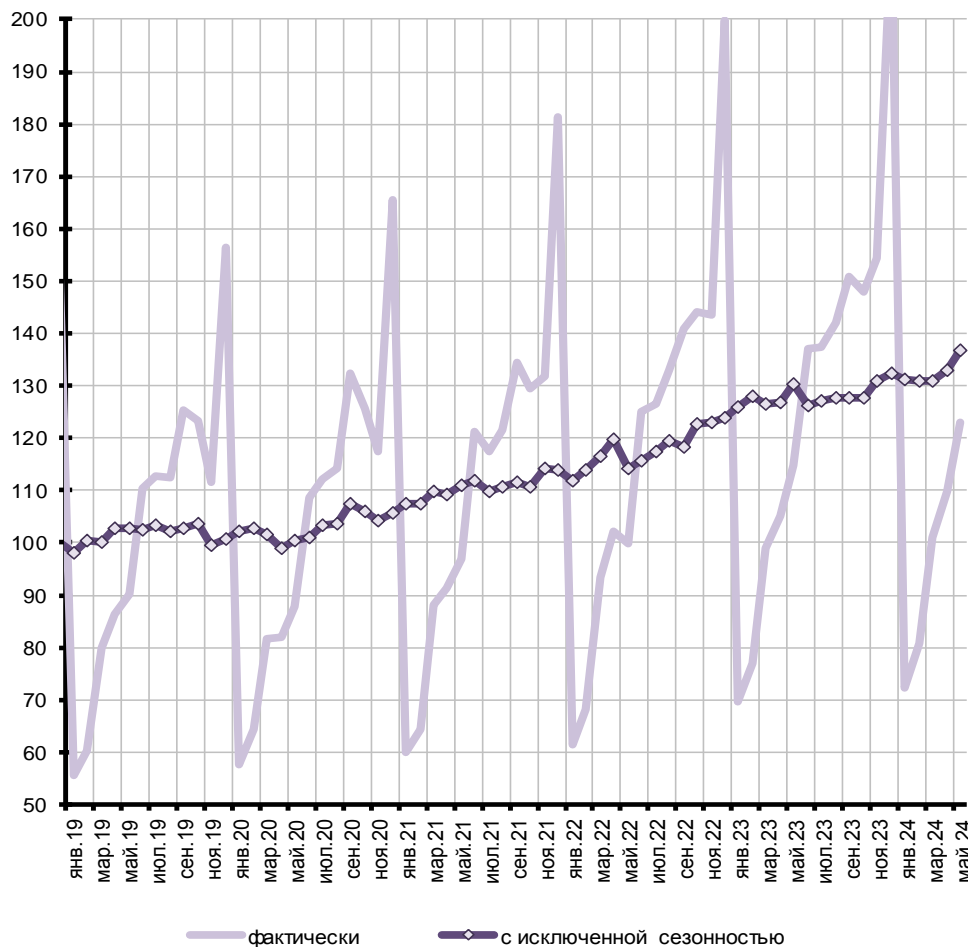
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

Инвестиции в основной капитал (% к среднеквартальному значению 2018 г.)¹



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



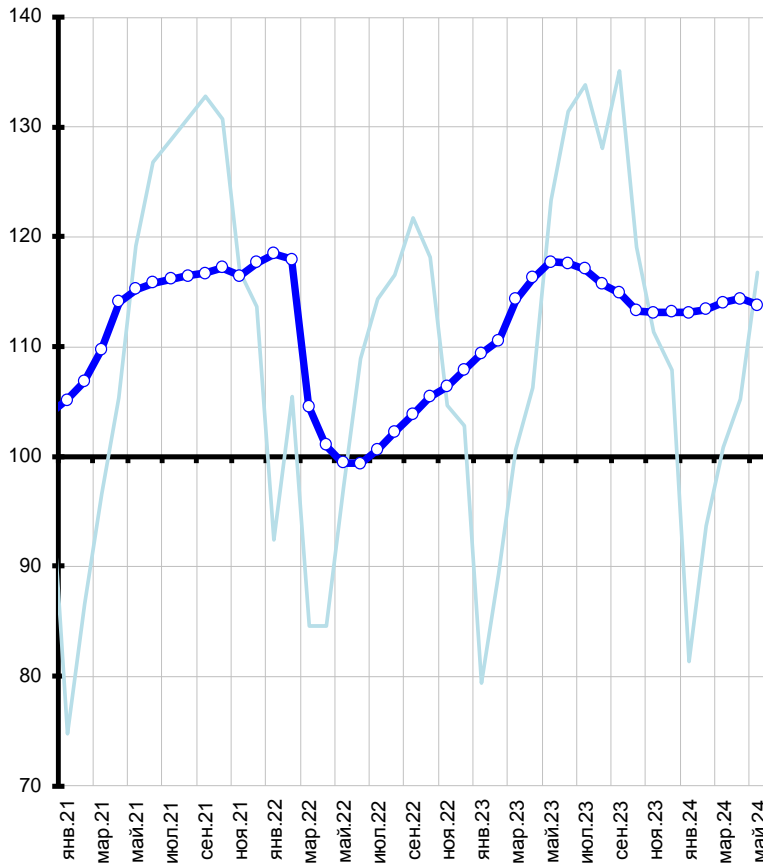
В I кв. *рост инвестиций* в основной капитал резко усилился (+4.7% к IV кв. 2023 г., сезонность устранена). Судя по данным о (очень низкой) динамике предложения инвестиционных товаров, во-первых, и строительных работ, во-вторых, можно предположить, что высокая динамика инвестиций связана, в очень большой степени, с производством военной продукции.

В строительстве в мае произошел возврат к интенсивному росту (январь: -1.0%, февраль: -0.1%, март: 0.0%, апрель: +1.5%, май: +2.8%, сезонность устранена). Скорее всего, скачок в секторе – явление временное, и сменится коррекцией после очередного цикла повышения ключевой ставки.

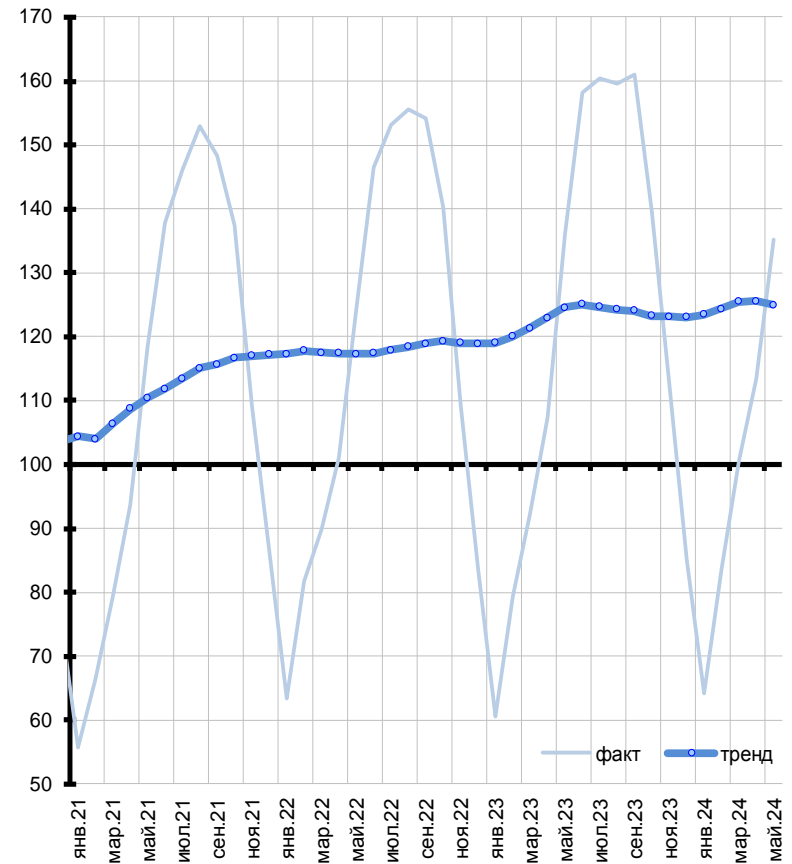
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)

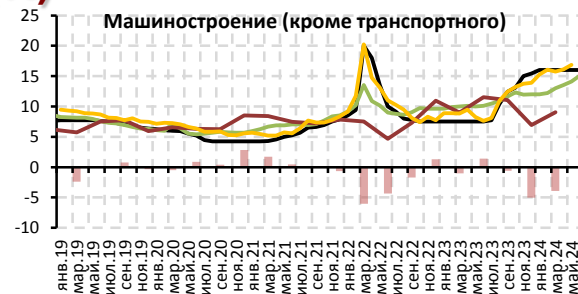
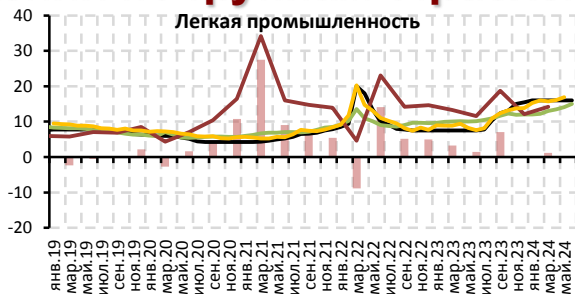
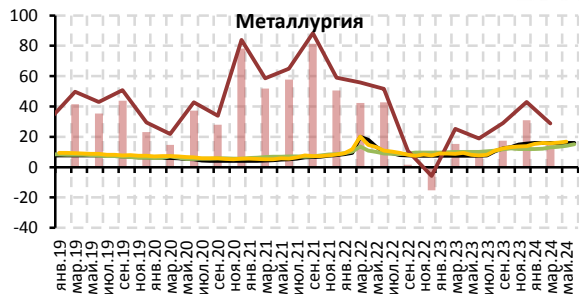


Предложение стройматериалов



Инвестиционная активность (оцененная по уровню предложения инвестиционных товаров в экономике), в целом, стагнирует. После едва заметного тренда на восстановление в феврале-апреле, в мае объем предложения инвестиционных товаров несколько уменьшился. Текущий уровень предложения инвестиционных товаров в мае оценивается практически равным среднемесячному значению 2021 г. (-0,1%). Стагнация наблюдается по всем основным составляющим индекса (в части предложения как *базовых строительных материалов*, так и *машин и оборудования*).

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



■ Отклонение рентабельности от безрисковой ставки (ОФЗ)
 — Ключевая ставка
 — Индикатор портфеля ОФЗ
 — Рентабельность оборотных активов
 — Кредитные ставки до года

	2022												2023					2024										
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	
Рентабельность по группам отраслей																												
Металлургия		53.6			52.3			9.4					-9.9			20.7		16.8		31.2			48.6			28.8		
Пищевая промышленность		16.8			21.4			21.0				23.7			23.1		23.2		23.1			21.4			20.2			
Нефтегазовый сектор		40.2			17.0			22.3				37.9			36.2		48.1		40.9			27.2			33.2			
Легкая промышленность		7.7			23.5			14.1				14.3			14.0		11.9		18.9			11.1			14.2			
Деревообработка		34.7			23.9			-5.9				-13.1			-3.0		-11.3		3.8			6.6			7.2			
Пр-во изделий из бумаги		42.3			35.9			31.2				26.4			24.9		21.9		28.2			24.5			28.1			
Химический комплекс		58.9			56.6			34.9				22.8			24.6		16.1		30.8			32.5			30.9			
Производство стройматериалов		25.4			22.5			18.4				20.5			20.8		23.2		23.8			17.9			23.2			
Машиностроение (кроме транспортного)		7.4			5.0			7.4				10.6			10.1		11.7		10.6			6.4			9.1			
Транспортное машиностроение		2.5			-1.1			-2.5				-5.8			0.0		1.7		2.3			-1.4			0.6			
Спред рентабельность-ОФЗ																												
Металлургия	44.5	43.4	40.1	41.4	42.1	43.2	0.6	0.8	0.3	-19.6	-19.5	-19.5	11.0	10.8	10.7	6.7	6.8	6.7	20.7	20.3	19.5	36.3	36.7	36.6	16.9	16.8	16.4	
Пищевая промышленность	7.7	6.6	3.3	10.5	11.3	12.4	12.2	12.4	12.0	13.9	14.0	14.0	13.4	13.2	13.1	13.1	13.0	12.6	12.1	11.4	9.1	9.4	9.4	8.3	8.2	7.8		
Нефтегазовый сектор	31.1	30.0	26.7	6.1	6.8	8.0	13.5	13.6	13.2	28.2	28.3	28.3	26.6	26.3	26.2	38.0	38.1	38.0	30.4	30.0	29.2	14.9	15.3	15.2	21.2	21.1	20.8	
Легкая промышленность	-1.4	-2.5	-5.8	12.6	13.4	14.5	5.3	5.5	5.1	4.6	4.7	4.7	4.3	4.1	4.0	1.8	1.8	1.7	8.4	8.0	7.2	-1.2	-0.8	-0.9	2.2	2.1	1.8	
Деревообработка	25.6	24.5	21.2	13.0	13.7	14.8	-14.7	-14.6	-15.0	-22.9	-22.8	-22.8	-12.7	-12.9	-13.0	-21.4	-21.4	-21.5	-6.7	-7.1	-7.9	-5.7	-5.3	-5.4	-4.8	-4.8	-5.2	
Пр-во изделий из бумаги	33.1	32.0	28.7	25.0	25.8	26.9	22.4	22.6	22.1	16.7	16.8	16.8	15.2	15.0	14.9	11.8	11.8	11.7	17.7	17.3	16.5	12.2	12.6	12.5	16.1	16.0	15.7	
Химический комплекс	49.8	48.7	45.4	45.7	46.5	47.6	26.1	26.3	25.8	13.1	13.1	13.2	14.9	14.7	14.6	6.0	6.1	6.0	20.4	19.9	19.2	20.2	20.5	20.5	19.0	18.9	18.5	
Производство стройматериалов	16.2	15.2	11.8	11.5	12.3	13.4	9.6	9.8	9.3	10.8	10.8	10.8	11.2	10.9	10.8	13.1	13.2	13.1	13.3	12.9	12.1	5.6	5.9	5.9	11.2	11.1	10.8	
Машиностроение (кроме транспортного)	-1.7	-2.8	-6.1	-5.9	-5.1	-4.0	-1.4	-1.2	-1.7	0.9	1.0	1.0	0.5	0.2	0.1	1.6	1.7	1.6	0.2	-0.3	-1.0	-5.9	-5.6	-5.6	-2.9	-3.0	-3.3	
Транспортное машиностроение	-6.7	-7.7	-11.1	-12.0	-11.3	-10.2	-11.3	-11.1	-11.6	-15.5	-15.4	-15.4	-9.6	-9.9	-10.0	-8.4	-8.3	-8.4	-8.1	-8.6	-9.3	-13.7	-13.3	-13.4	-11.4	-11.5	-11.8	
Ключевая ставка	8.5	9.4	20.0	18.0	13.5	10.0	9.2	8.0	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.8	10.4	12.4	13.1	15.0	15.5	15.5	15.8	16.0	
Ставка ОФЗ	9.1	10.2	13.5	10.9	10.1	9.0	8.8	8.6	9.0	9.7	9.6	9.6	9.6	9.9	10.0	10.1	10.0	10.1	10.5	10.9	11.7	12.3	11.9	12.0	12.0	12.1	12.4	
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	
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	

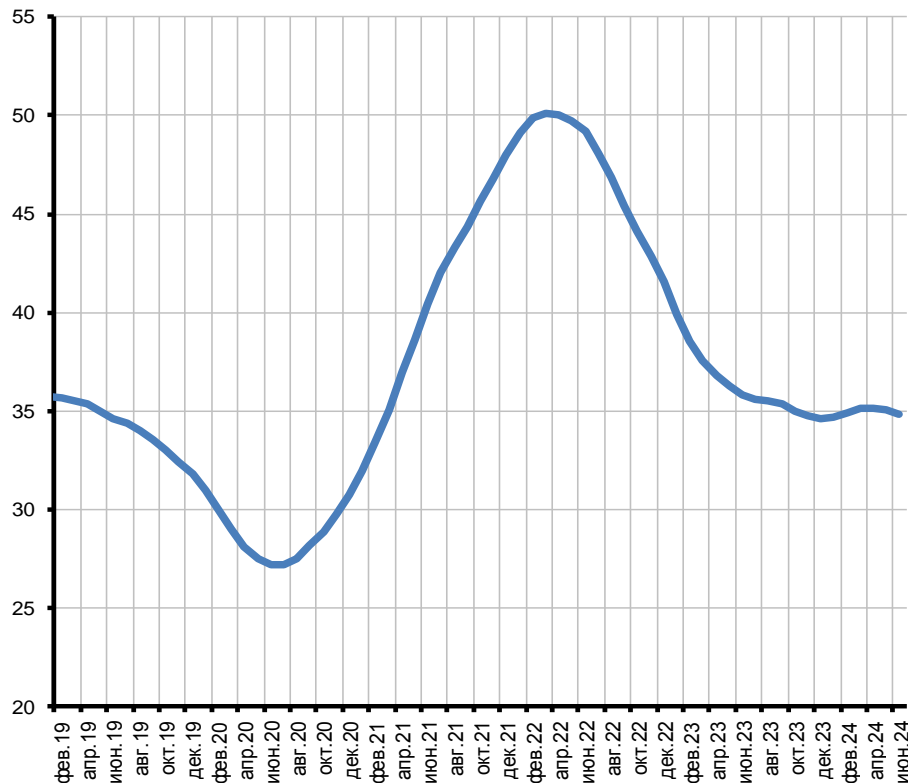
Рентабельность, по состоянию на февраль-март в довольно широкой группе отраслей продолжает удерживаться на довольно высоком уровне. Во всяком случае, группа производств, где ставки по безрисковому «держанию» денежных средств выше рентабельности (что делает инвестиции в производственный аппарат финансово бессмысленными) не изменяется с конца прошлого года – это машиностроение (особенно жестко – в транспортном) и деревообработка. Есть, правда, риски, что в эту группу «свалются» ещё и лёгкая и пищевая отрасли, особенно в случае удорожания сырьевой базы.

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

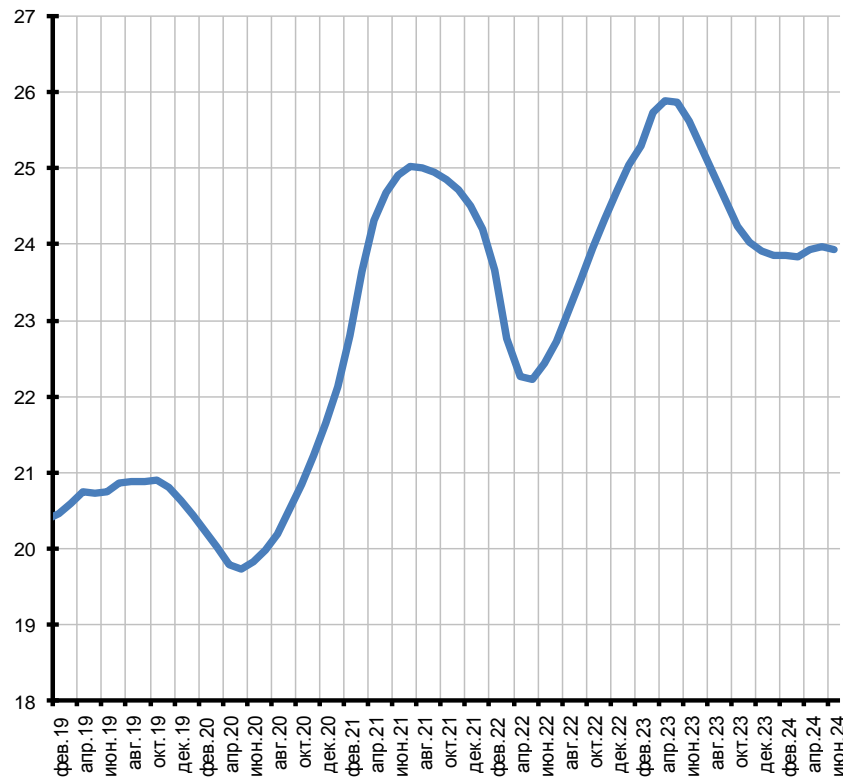
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров (млрд. долл.)

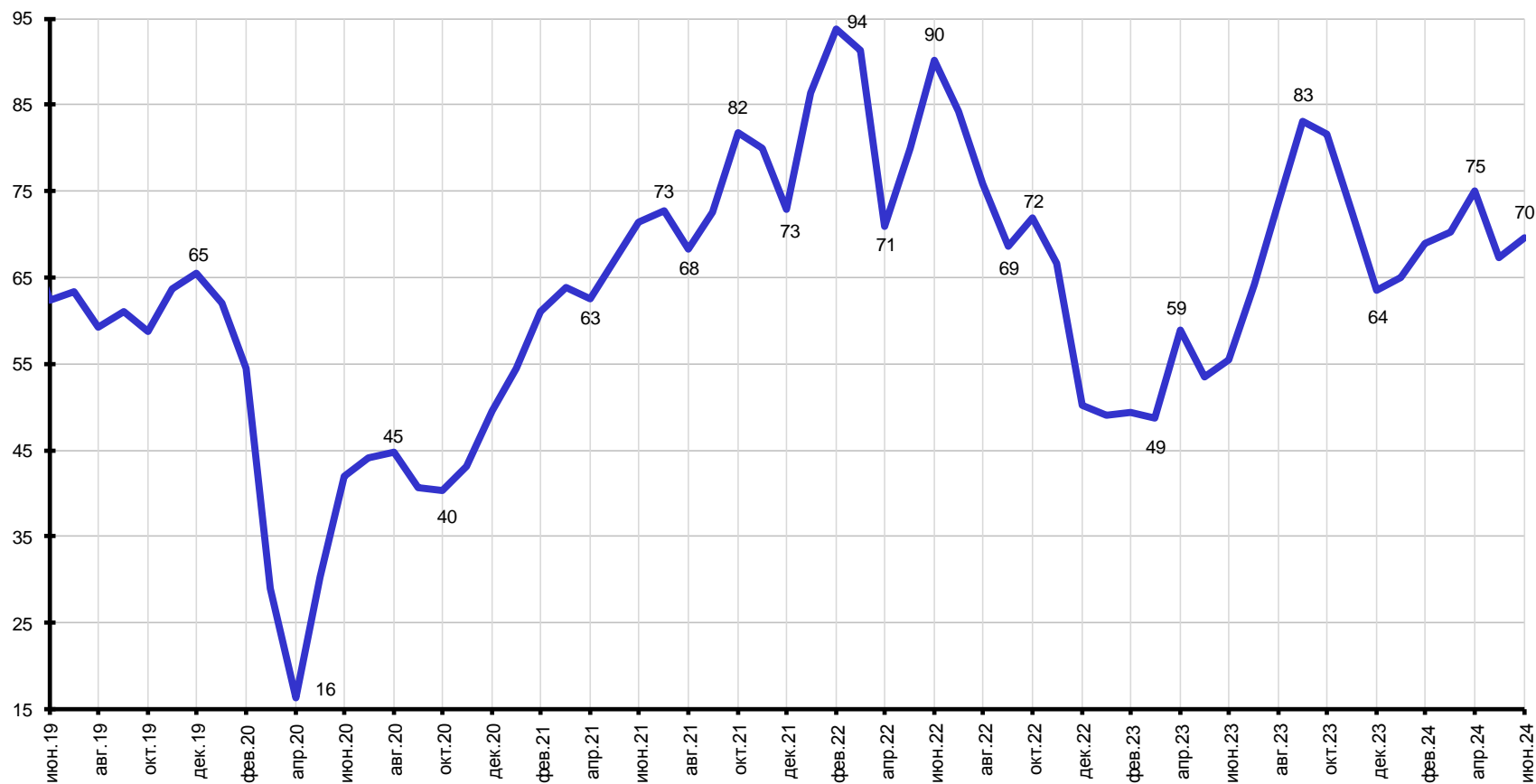


Экспорт товаров в июне немного скорректировался. Наметившееся было легкое оживление не закрепилось (что довольно естественно в условиях ужесточения правоприменения санкций и усиления «самоограничения» в рамках ОПЕК+). Так что сейчас можно говорить лишь о тенденциях стабилизации – причём на довольно невысоком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

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) тоже стабилизировался. Впрочем, рост потребительского (и, с известными оговорками, инвестиционного) импорта, вероятно, приведёт к возобновлению расширения импорта. Соответственно, и вклад чистого экспорта, как фактор экономического роста, пока стабилен.

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

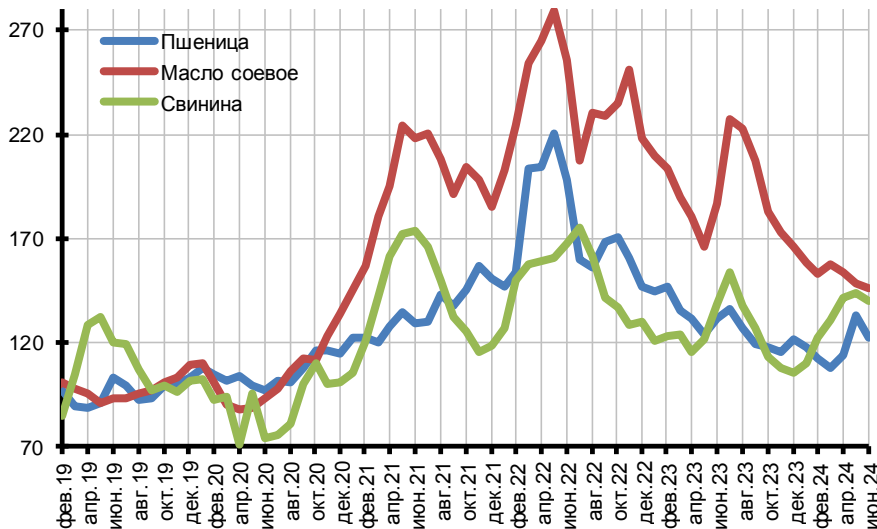
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в июне 2024 г. составила 69.6 долл./барр. после 67.4 долл./барр. в мае 2024 г. Июнь начался со снижения цен на нефть из-за опасений избытка предложения: с октября страны ОПЕК+ могут отказаться от дополнительных добровольных сокращений, восстановив объем добычи нефти. Давление на цены также оказывало увеличение запасов нефти в США, крупнейшем потребителе. Со второй декады июня цены на нефть преимущественно росли. Начало летнего сезона отпусков в США обычно сопровождается ростом спроса на топливо вместе с увеличением числа поездок. Ситуация в промышленном секторе Китая, втором крупнейшем потребителе, улучшается. При этом затягивается урегулирование конфликта на Ближнем Востоке, что создает риски нарушения поставок нефти из региона.

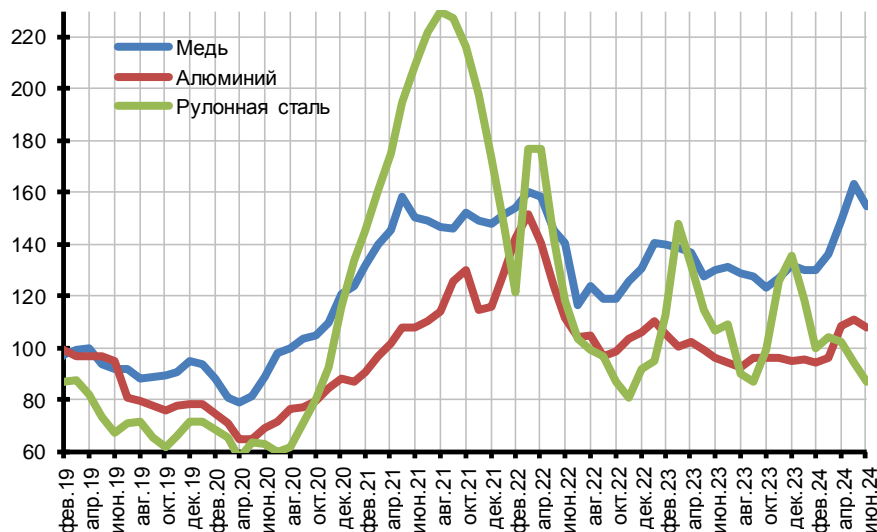
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



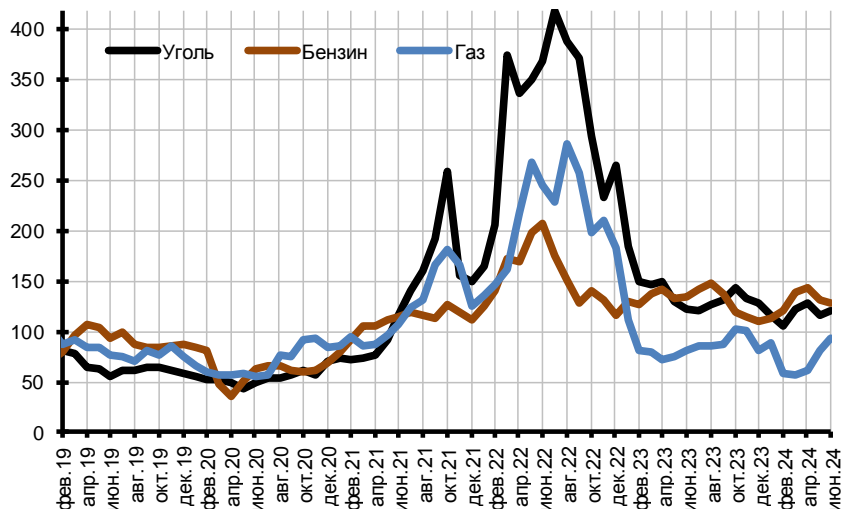
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*

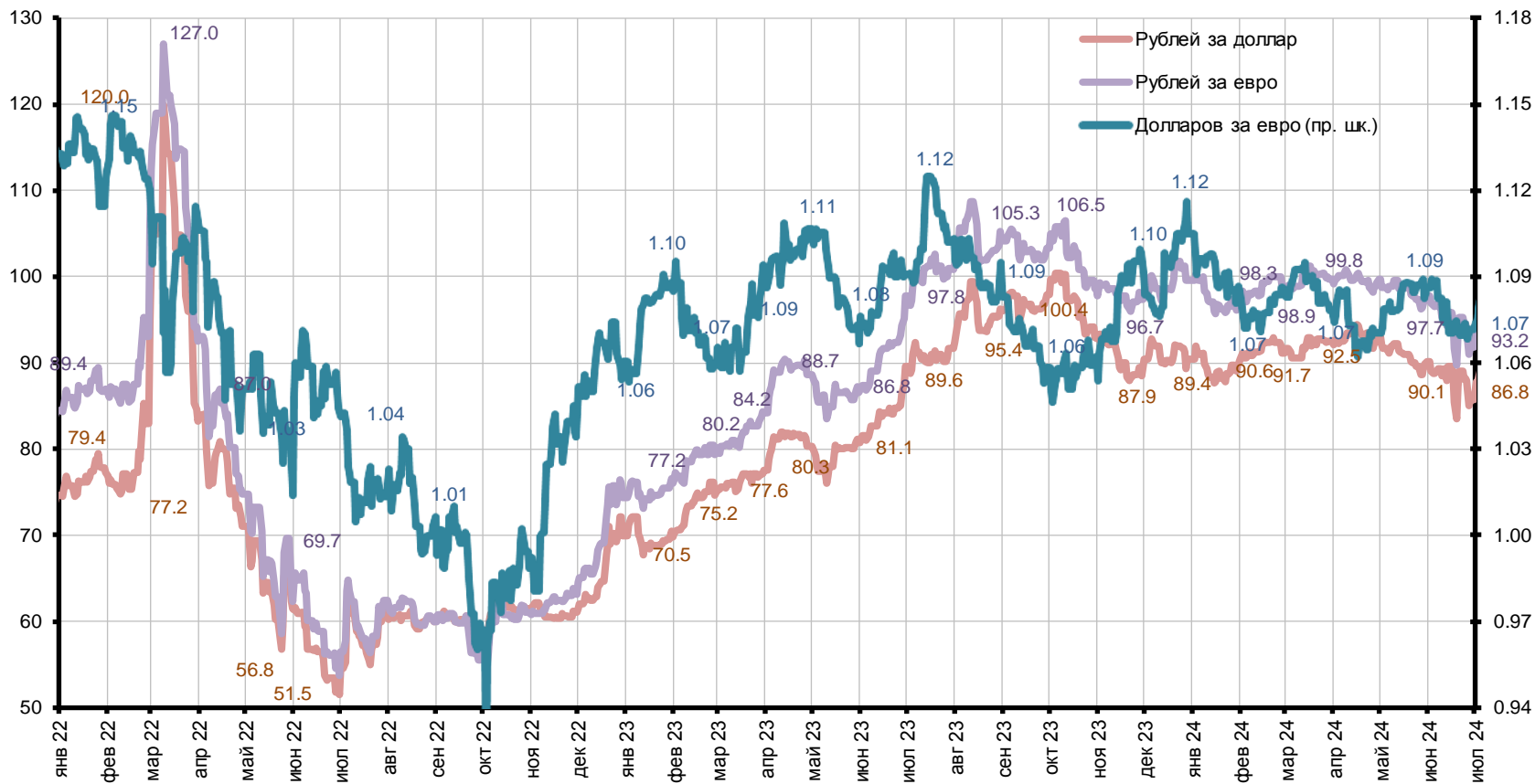


* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
 Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE
 Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на мировых рынках продовольствия стали снижаться (правда, пока это новая и, скорее, неустойчивая тенденция). Пока не вполне ясно, устойчивая тенденция (из-за проблем с инвестициями в Китае?) или налицо лишь чисто конъюнктурная коррекция. Причина, скорее всего, в ожиданиях высокого урожая в Северном полушарии. На рынках основных видов металлов цены стали снижаться. Падение цен на сталь длится уже с начала года, на медь и алюминий – пока наметилась лишь умеренная коррекция после очень интенсивного роста (и, в случае меди – с максимального за последние годы уровня). Так что новый ли это тренд или завершение предшествующего – пока неясно.

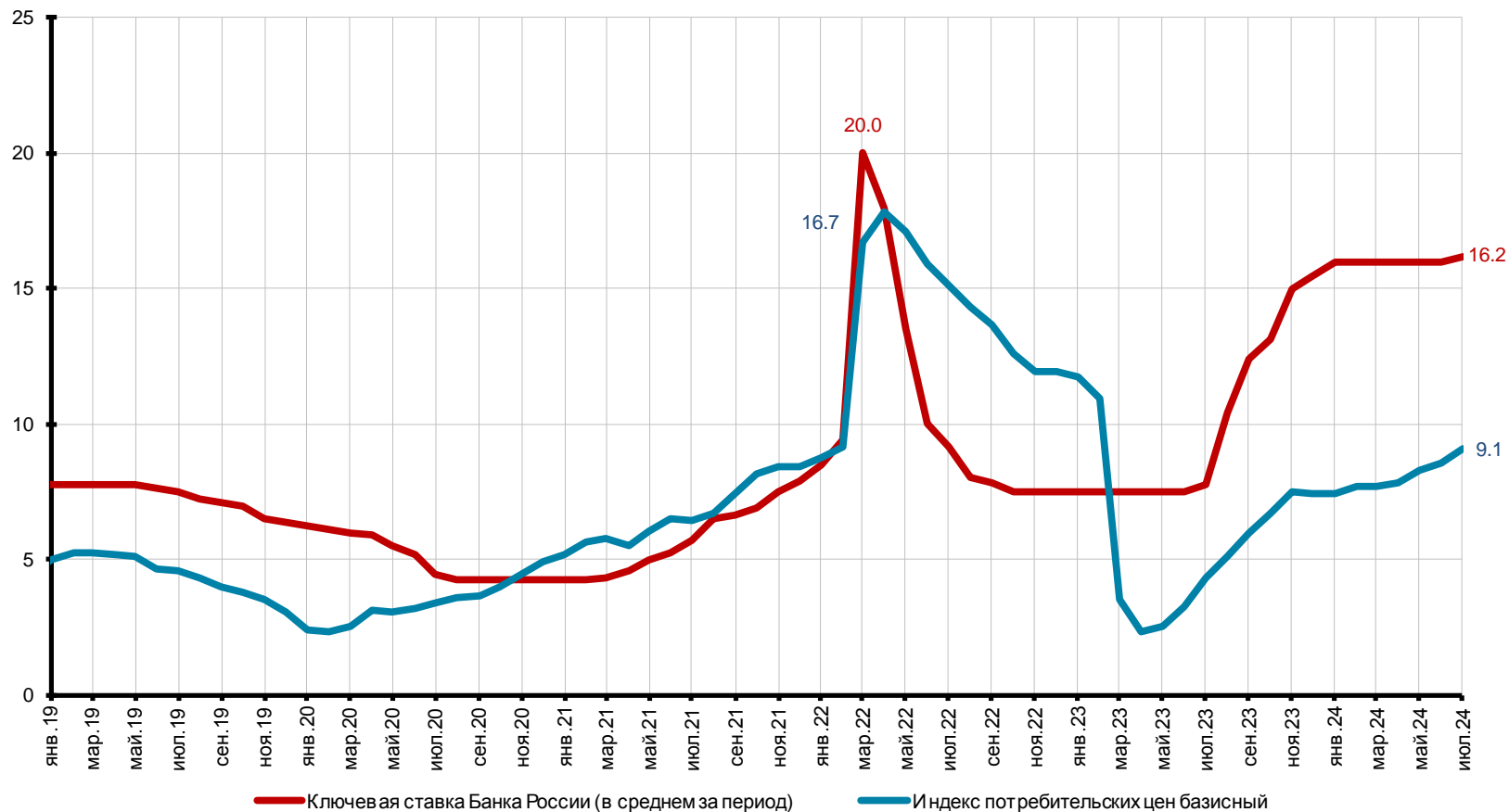
Цены на топливо, по крайней мере, перестали снижаться (в части угля и бензина). Цены на газ – снова стали расти (возможно, из-за сезонного роста цен на энергию).

Динамика валютных курсов



Важнейшим событием июня для российского валютного рынка стало попадание Мосбиржи в санкционные списки США и прекращение биржевой торговли долларом и евро. В связи с этим, начиная с 13 июня 2024 г. данные на графике соответствуют итогам торгов на рынке ForEx. В июне наблюдалось укрепление *рубля*, курс *бивалютной корзины* (доллар США, евро) к рублю снизился за месяц на 4.2%, составив на 1 июля 89.6 руб. Укрепление рубля было вызвано снижением спроса на валюту вследствие остановки биржевых торгов, а также продолжающегося изменения структуры расчетов по экспорту и импорту (замещение валютных контрактов рублевыми). В связи с заметным укреплением российской валюты 20 июня Правительство РФ приняло решение о смягчении требования к обязательной продаже валютной выручки (доля валютной выручки обязательной к продаже была снижена с 80% до 60%).

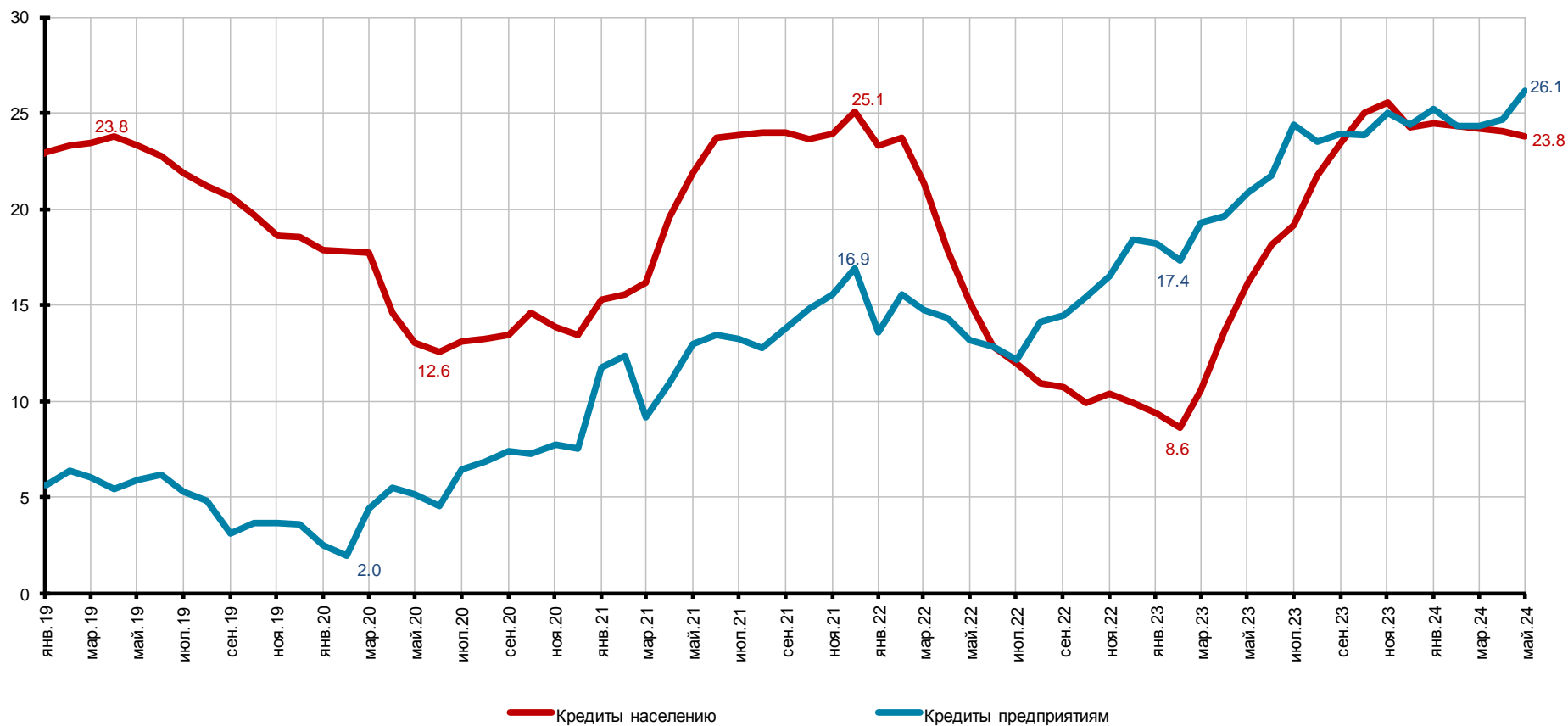
Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



26 июля Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить ключевую ставку на 200 б.п., до 18% годовых вследствие ускорения инфляции, что связано с опережением роста внутреннего спроса. Риторика регулятора остается предельно жесткой: Банк России готов удерживать ставку в длительной перспективе и будет оценивать целесообразность ее повышения на ближайших заседаниях. Текущая жесткость денежно-кредитной политики теперь закладывается в среднесрочном прогнозе и на 2025 г.: диапазон ключевой ставки составит 14-16 п. п., а переходный период (цикл снижения ставки) сдвигается на 2026 г. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 13 сентября 2024 г.

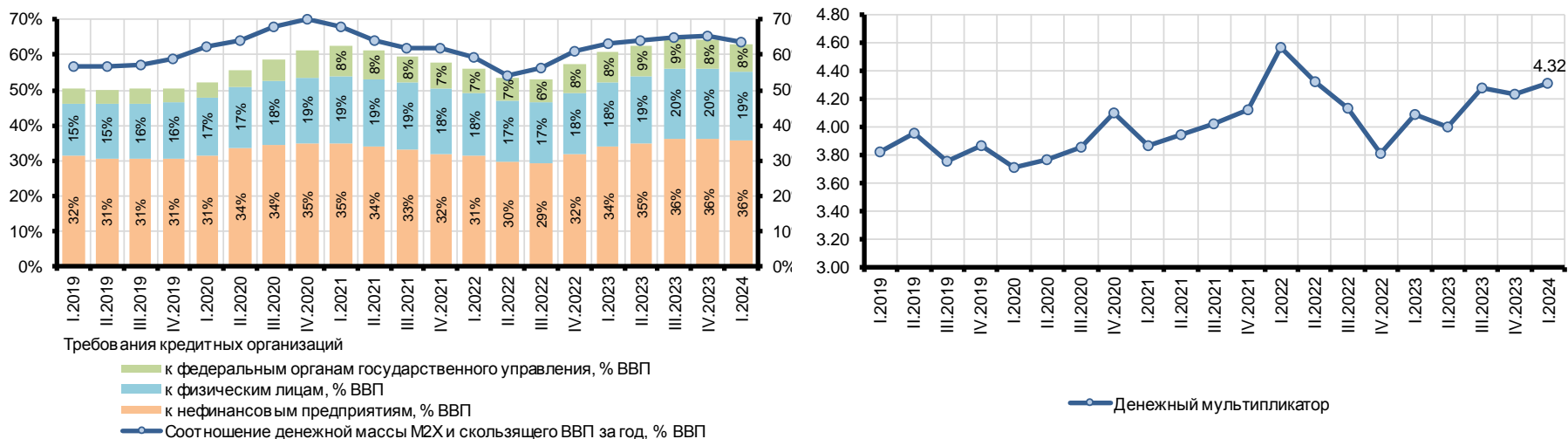
* Уровень инфляции в июле – оценка ЦМАКП

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



В мае темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 23.8%, что на 0.2 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Темп прироста потребительского кредитования в мае (+2.0%) ускорился по сравнению с предыдущим месяцем (+1.8%) – это может быть связано с сезонными расходами граждан на отпуск. Прирост ипотечного кредитования в мае ускорился до +1.7% после +1.4% в апреле – заемщики стремились взять кредит до ожидаемого изменения условий льготных госпрограмм. Активность в сегменте *корпоративного кредитования* резко увеличилась. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в мае составил 26.1%, что на 1.5 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Из этого прироста около четверти пришлось на застройщиков в рамках проектного финансирования строительства жилья. В остальном рост был достаточно равномерно распределен по компаниям из разных отраслей.

Монетизация и денежный мультипликатор^{1,2}



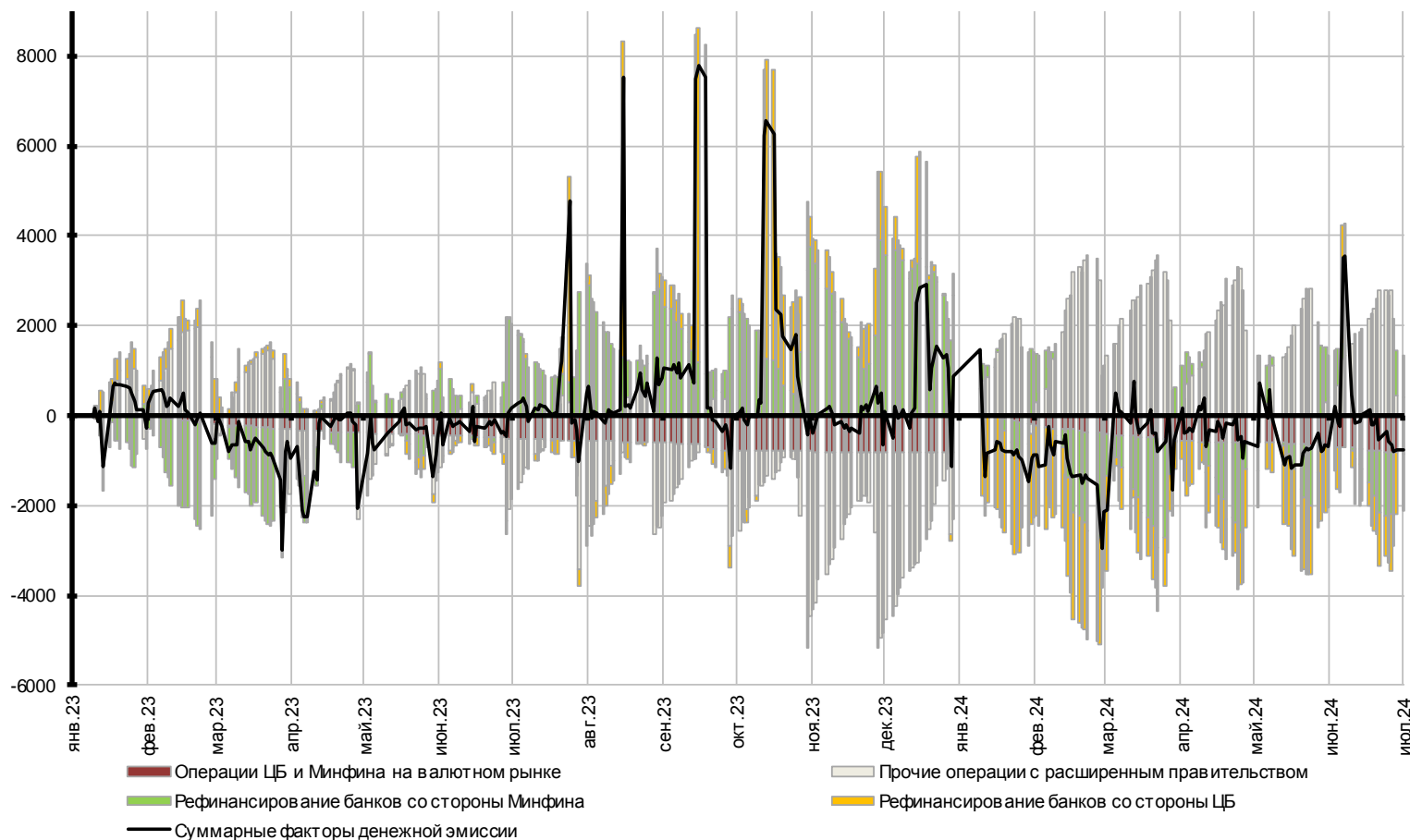
В I кв. 2024 г. темпы расширения денежной массы оказались ниже темпов экономического роста впервые, начиная со II кв. 2022 г. Этому предшествовало постепенное замедление насыщения экономики деньгами. Уровень монетизации остается пока ниже значений конца 2020 - начала 2021 гг. Если в 2021 - первой половине 2022 гг. темпы роста экономики опережали довольно умеренное расширения денежной массы (что привело к снижению уровня монетизации), то последующий период вплоть до конца 2023 г. отмечался догоняющим характером динамики денежной массы по отношению к темпам экономического роста.

Расширение спроса экономики на деньги (денежная масса) в последние полтора года было обеспечено, в первую очередь (по отношению к другим компонентам), расширяющимся каналом кредитования предприятий, что и привело к последовательному повышению денежного мультипликатора. Судя по результатам I кв. 2024 г., тенденция к среднесрочному росту денежного мультипликатора сохраняется. Впрочем, повышение ставок может привести, в итоге, к сбою в этом процессе.

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

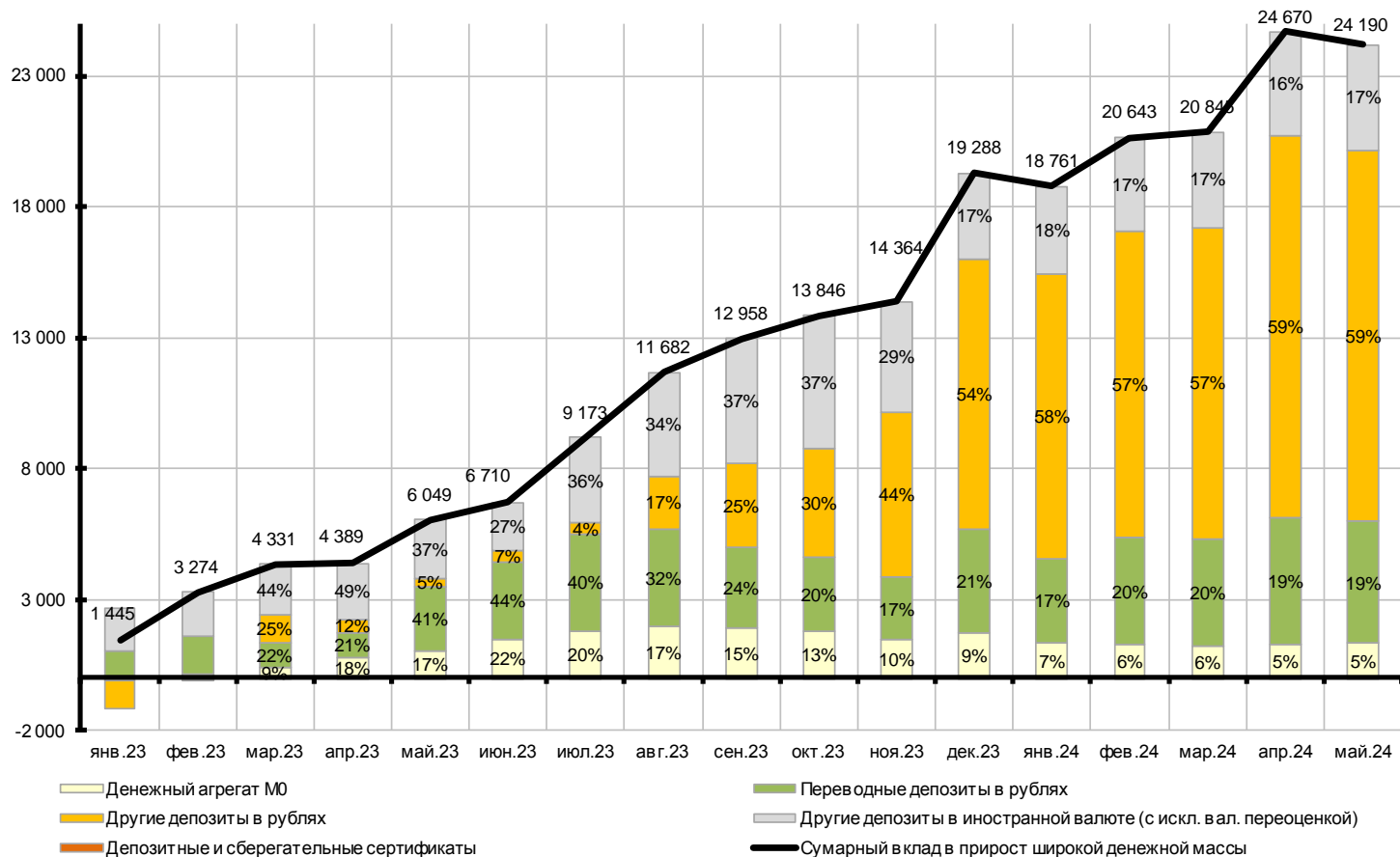
² Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

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



К началу июля совокупный баланс факторов денежной эмиссии (накопленным итогом с начала 2024 г.) ушел, правда несильно, в отрицательную зону до уровня примерно в 800 млрд руб. Он почти весь образован операциями Минфина по продаже иностранной валюты на внутреннем рынке (что равносильно изъятию рублевой ликвидности; -840 млрд руб. с начала года). В то же время совокупное влияние остальных факторов остается околонулевым: Банк России и Минфин продолжают (с марта 2024 г.) абсорбировать ликвидность через сужение кредитного канала, компенсируя стимулирующие бюджетные потоки, оказывающие повышательное давление на *денежную базу* (через бюджетные расходы).

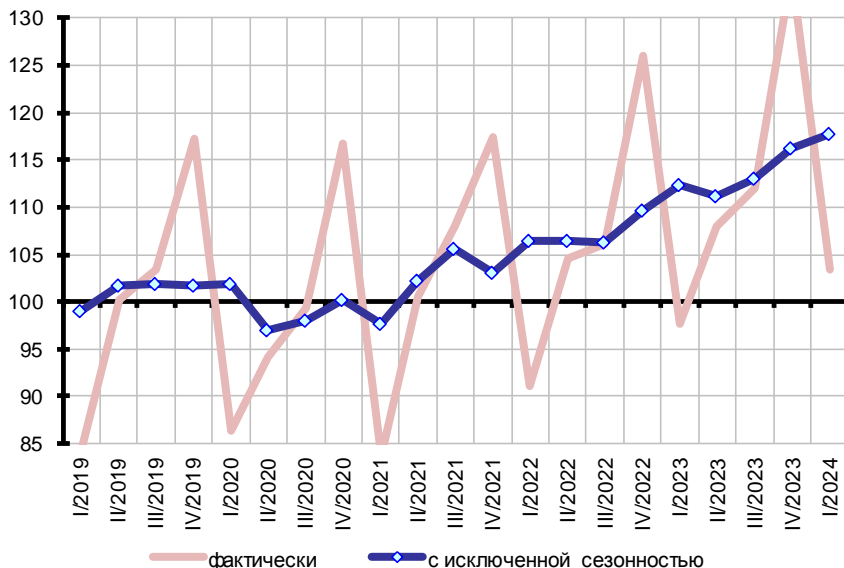
Факторы роста широкой денежной массы (млрд руб., накопленным итогом с начала 2023 года)



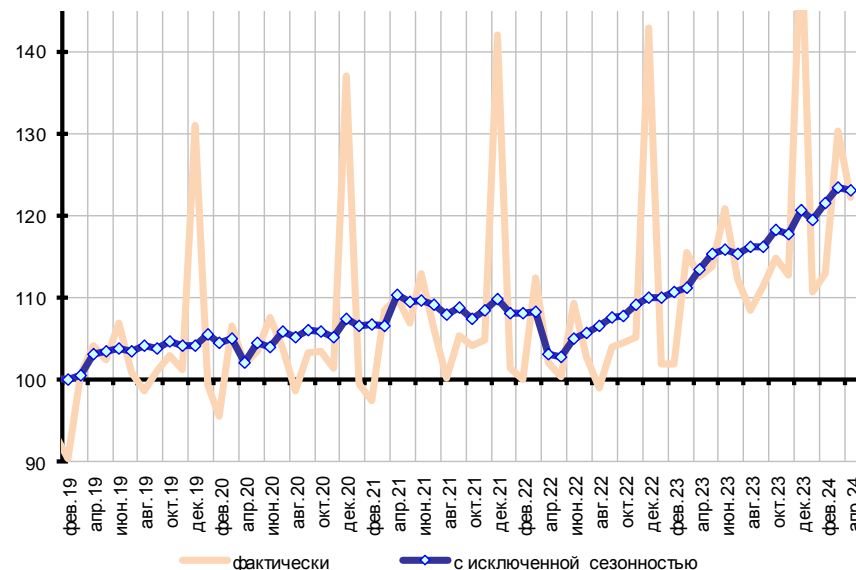
*Широкая денежная масса (M2X) с исключенной валютной переоценкой снизилась в мае на 0.4% м/м. Такая небольшая коррекция связана с разнонаправленным движением средств по счетам предприятий и населения: объем средств предприятий заметно **снизился** как на *текущих счетах* (-0.9 трлн руб.), так и на *срочных депозитных счетах* (-1.4 трлн руб.), в то время как население **увеличило**, хотя и в меньшей степени по сравнению с предприятиями, объем средств как на *текущих счетах* (+0.7 трлн руб.), так и на *срочных депозитных счетах* (+0.6 трлн руб.). В годовом выражении по итогам мая M2X с исключенной валютной переоценкой выросла на 17.9%. Это меньше, чем месяцем ранее (+20.2%), однако, примерно соответствует среднему уровню I кв. 2024 г. (+17.4%).*

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

Реальные располагаемые доходы населения^{1, 3}



Реальная начисленная заработная плата

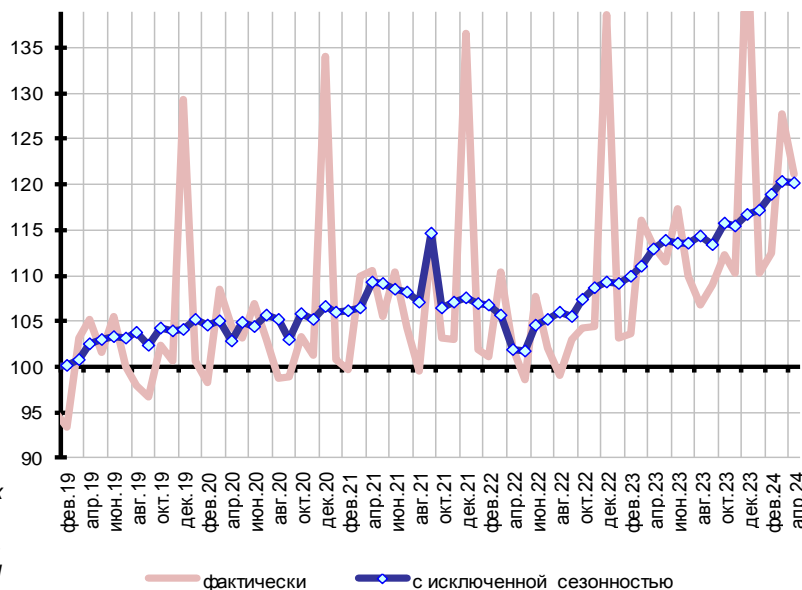


В апреле динамика *реальной заработной платы*, как и ожидалось, скорректировалась (февраль: +1.7%, март: +2.2%, апрель: -0.9%, сезонность устранена). Надо отметить, что мартовский скачок имел сугубо ситуативный характер и был связан с выплатой разовых бонусов в сырьевых и финансовых компаниях, хотя дефицит труда и является основным фактором, стимулирующим рост реальной заработной платы. В целом же тенденция роста реальной заработной платы (и, соответственно, доходов), несомненно сохраняется.

Динамика *основных реальных денежных доходов населения*², как уже отмечалось, повторяет динамику реальной заработной платы, только с существенно меньшим размахом колебаний (февраль: +1.4%, март: +1.5%, апрель: -0.3%, сезонность устранена).

С учётом уточнения Росстатом данных, в I кв. наблюдается весьма интенсивный рост *реальных располагаемых доходов населения* (I кв. 2024 г.: +1.4% к IV кв. 2023 г., сезонность устранена).

Агрегат основных реальных денежных доходов²



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

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

³ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

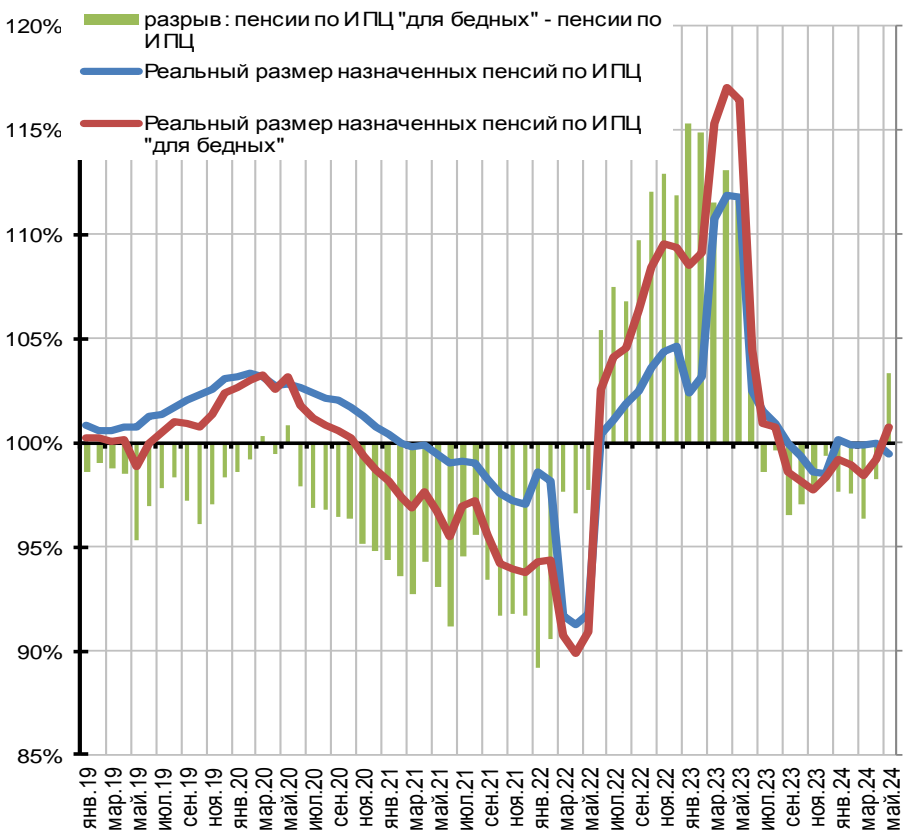
Реальная среднемесячная начисленная заработная плата (к соотв. месяцу прошлого года, апрель, %)



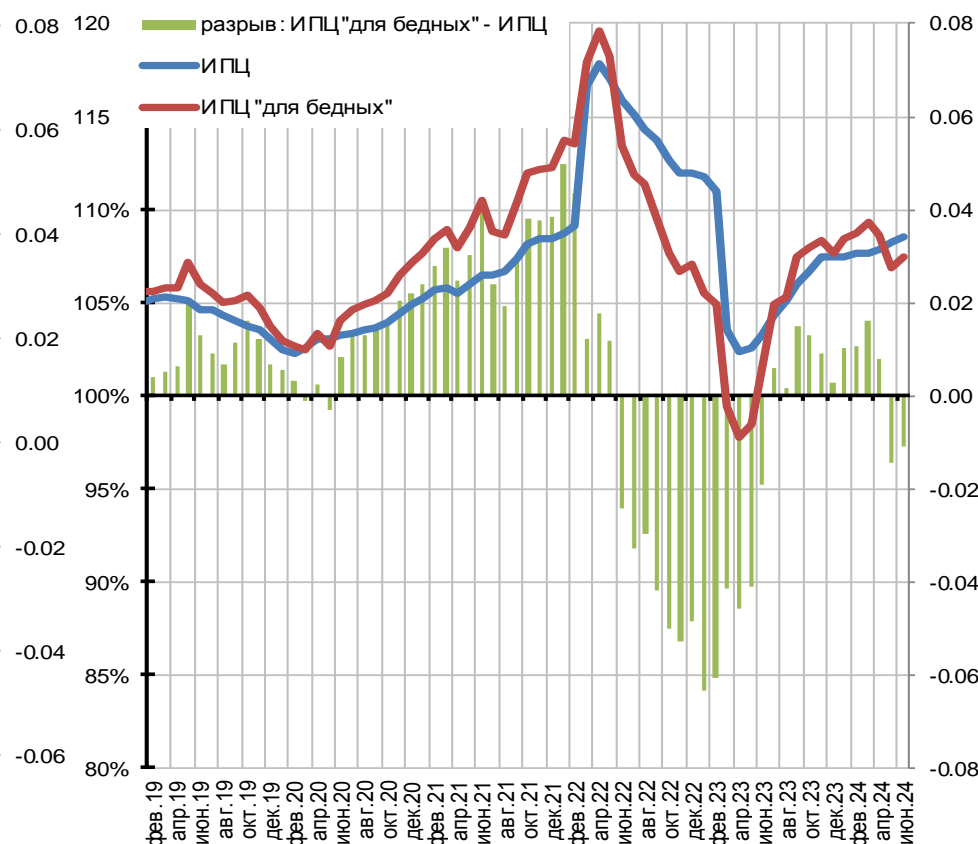
В апреле 2024 г. *отраслевая* структура роста *реальной заработной платы* (в годовом выражении) стала «выравниваться» и снова обретать фронтальный характер: как уже отмечалось, мартовский скачок имел сугубо локальный характер, будучи связан с выплатой годовых бонусов в нескольких крупнейших сырьевых и финансовых компаниях.

Инфляция «для бедных»

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



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



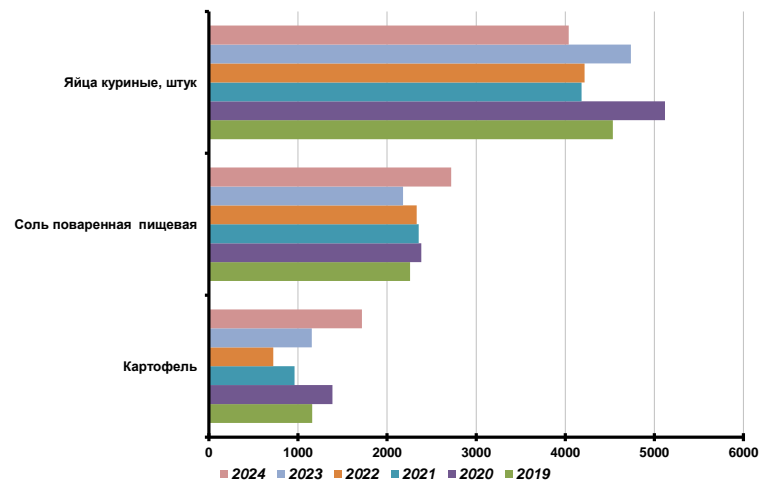
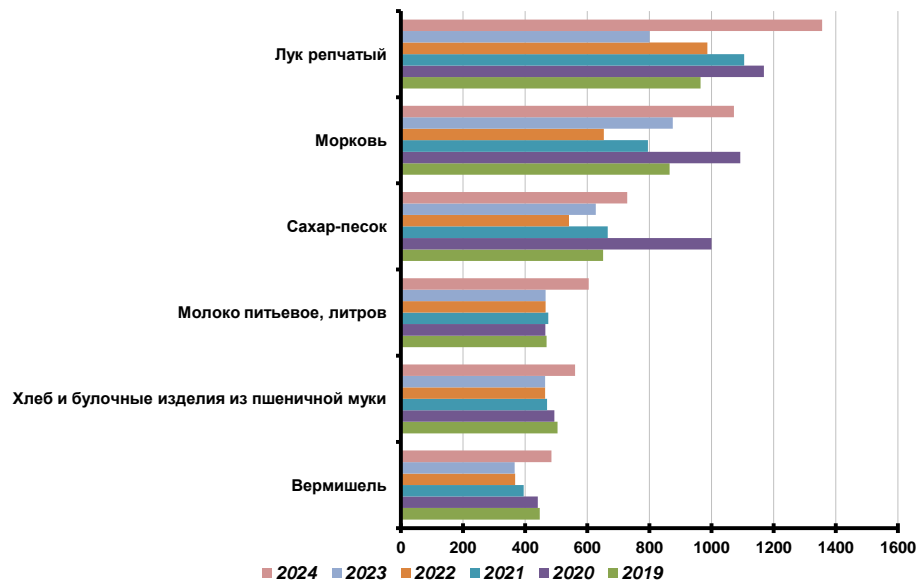
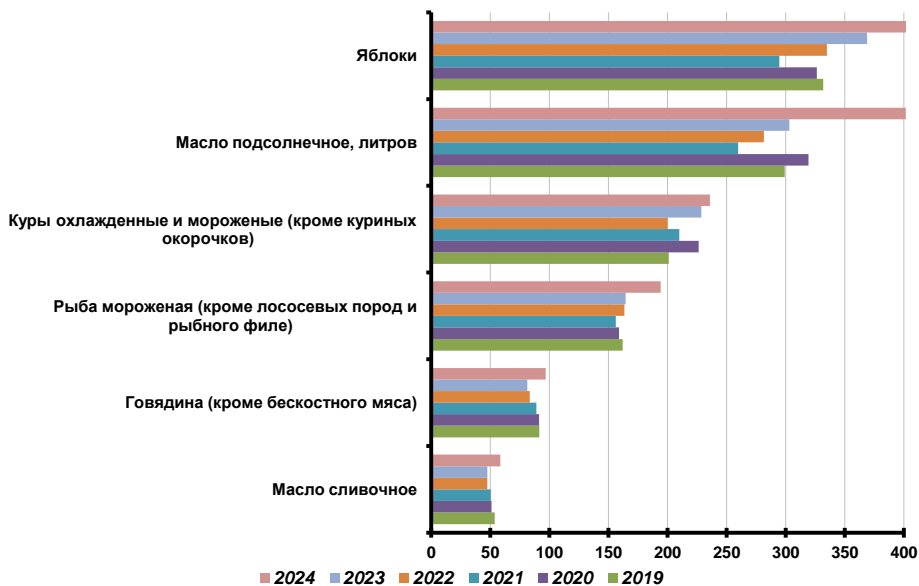
Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции («инфляции для бедных») по состоянию на июнь остается уже второй месяц положительным: из-за более низких темпов удорожания ряда видов продовольствия, товары по «корзине для бедных» дорожают медленнее общего уровня инфляции.

Соответственно, по состоянию на май реальный размер пенсий (индикатор динамики благосостояния бедного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, наконец, превысил прошлогодний уровень (по «прямой» статистике Росстата, не учитывающей структурного эффекта в ценах – он ниже прошлогоднего уровня).

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

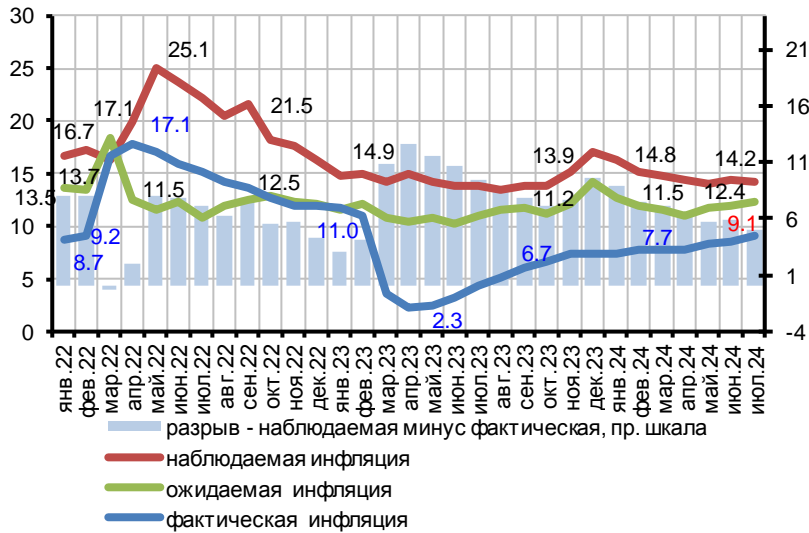
Покупательная способность среднедушевых денежных доходов населения по основным продуктам питания, I кв. (кг в месяц)



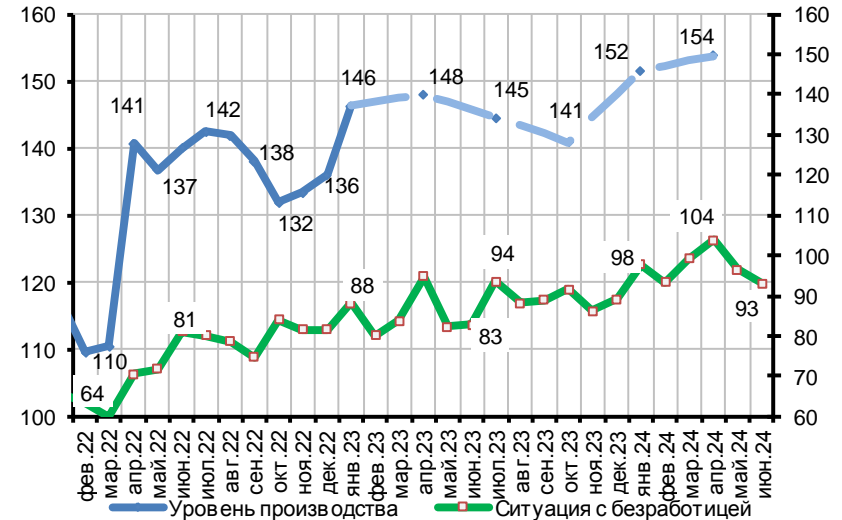
Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия сейчас, в целом, заметно выше, чем в предшествующие годы (как правило даже выше, чем в «докризисном» 2019 г.). Существенное исключение – яйца, где негативно сказалась серия предшествующих удорожаний.

Оценки макроэкономических показателей населением¹

Инфляционные ожидания (годовых, в %)



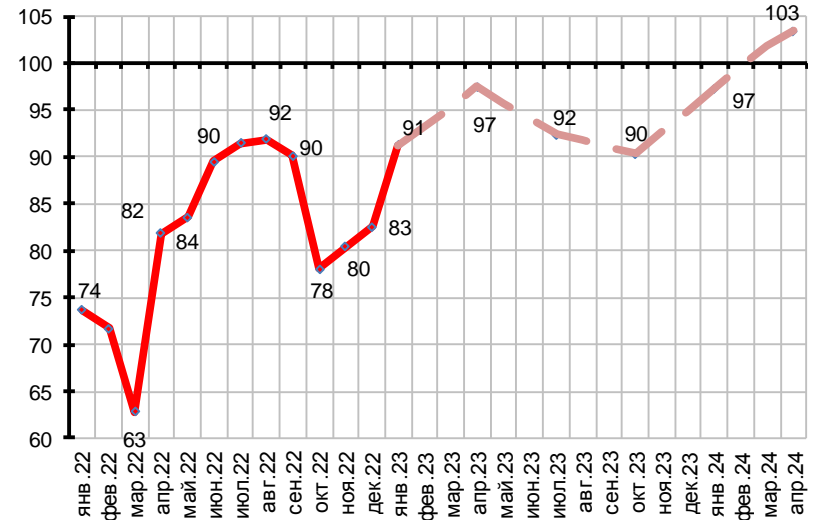
Индексы уровня производства² и безработицы (пункты)



В части оценок населением макроэкономической ситуации по состоянию на апрель-июль можно отметить следующее:

- оценки наблюдаемой инфляции медленно снижаются (отметим, на довольно высоком уровне), фактическая инфляция – постепенно растёт. Соответственно, разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией медленно снижается;
- оценка ситуации с уровнем жизни продолжает расти и в апреле превысила 100 проц. п (технически возможный максимум – 200 п.), по безработице – в июне продолжила снижаться (второй месяц подряд) и вышла на уровень, примерно, как в июле прошлого года;
- индексы социологически оцениваемого производства, хотя и замедлили рост, все же сохранили его, достигнув исторического максимума в 154 проц. п. (технически возможный максимум – 200 п.);

Индекс уровня жизни (пункты)²

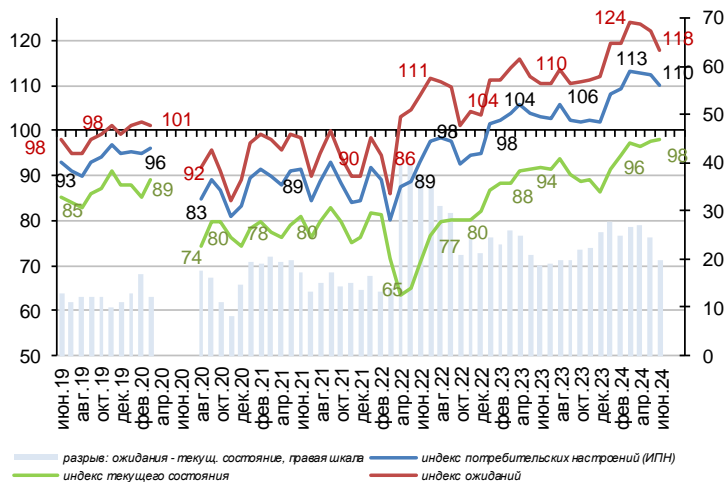


¹ Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО “инФОМ” и ЦБ РФ. Вопрос об уровне производства и уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

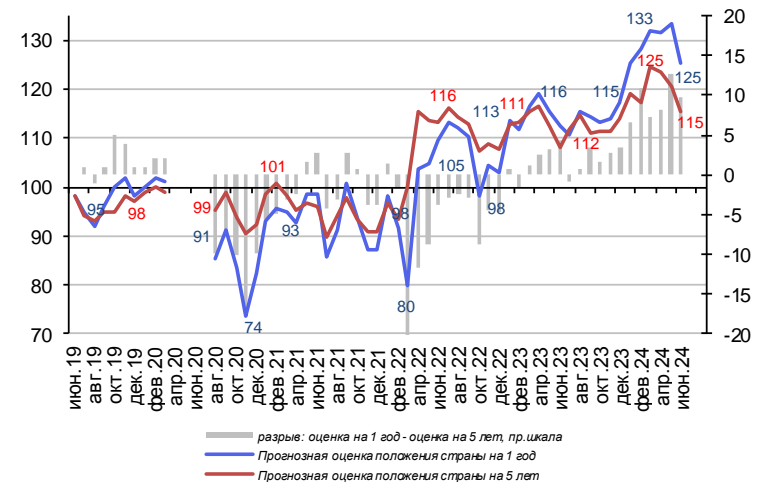
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Потребительские настроения населения

Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)

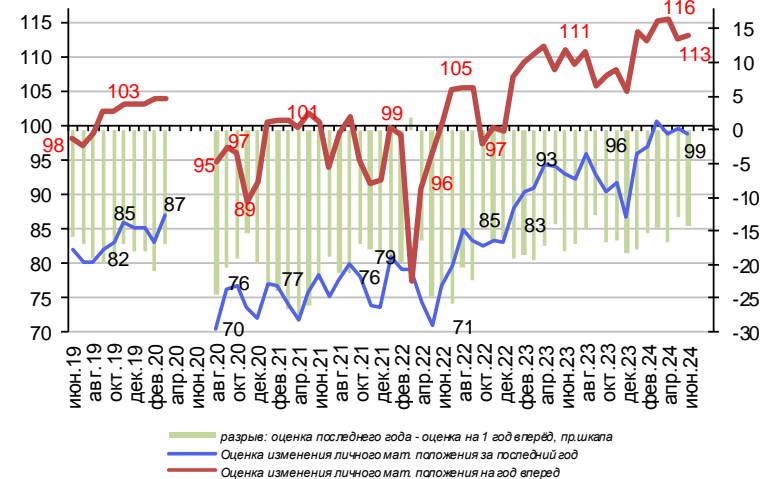


Оценка населением экономического положения страны (пункты)



В части *потребительских настроений* населения в июне произошла небольшая «рационализация»: индекс ожиданий заметно понизился, оценки текущего состояния, наоборот, немного повысились. Соответственно, разрыв между ожиданиями и оценками очень заметно упал – до уровня годовой давности.

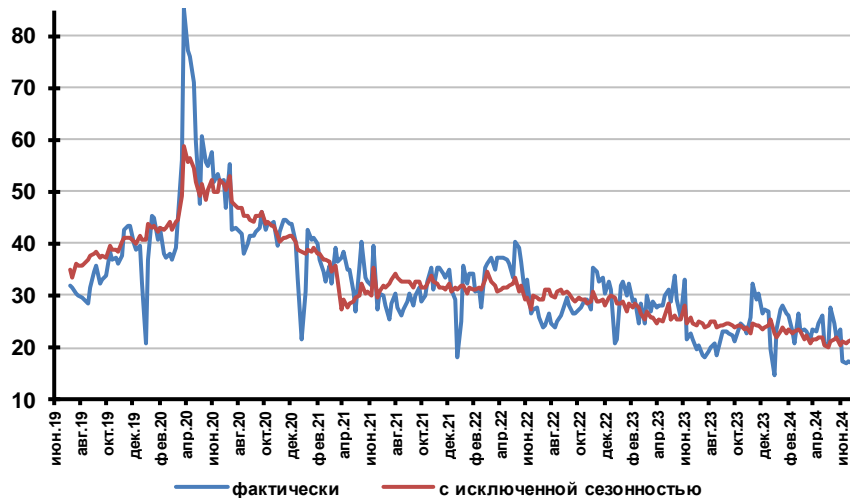
Оценка населением личного материального положения (пункты)



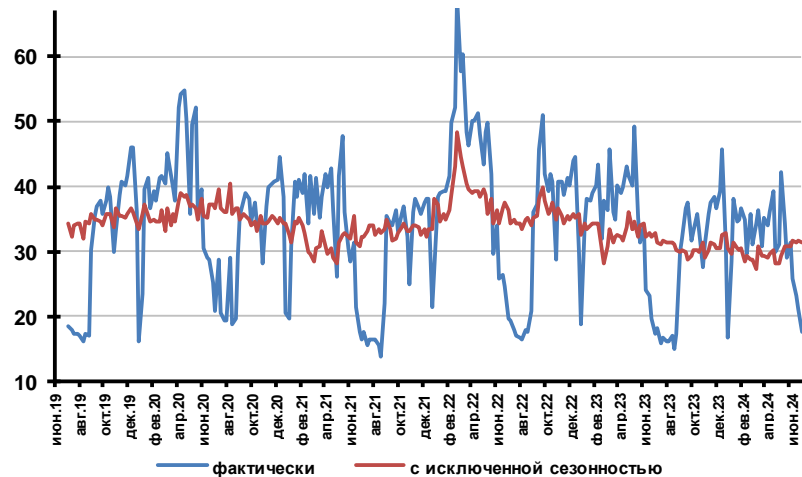
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «ИНФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Настроения населения: индикаторы поисковых запросов населения в Google

Индекс беспокойства на рынке труда (пункты)¹



Индекс страхов населения (пункты)²



Уровень беспокойства населения на рынке труда в последние месяцы стабилизировался (сезонность устранена), правда, на очень низком уровне.

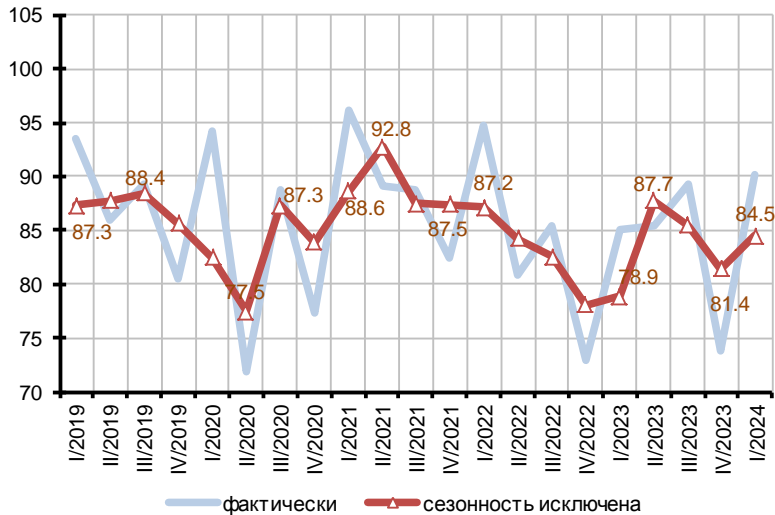
В части *общего* беспокойства «индекс страхов» остался на уровне, до которого возрос в июне (не очень высоком - уровне лета 2023 г. или рубежа 2023/2024 гг.) – вероятно, как уже отмечалось, под воздействием повысившейся инфляции, новых экономических санкций и «мигрантского кризиса» в информационном пространстве.

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

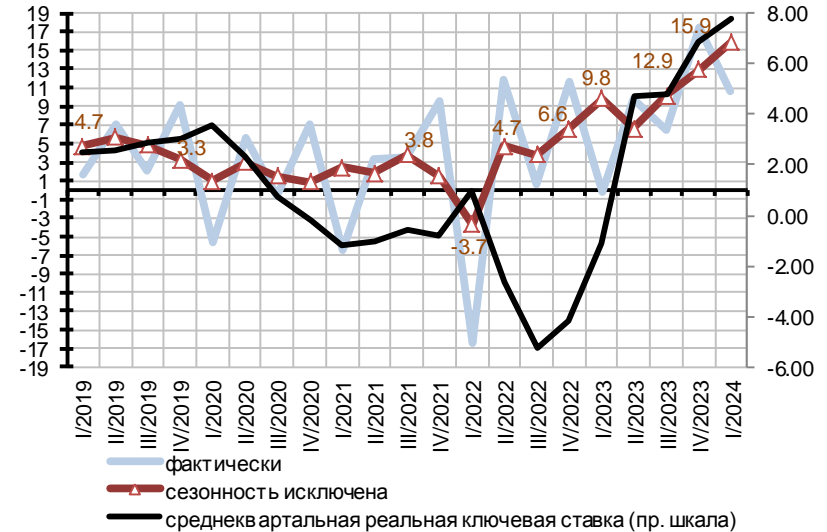
² Индекс страхов населения изменяется от 0 до 100, отражает запросы в Google, характеризующие основные опасения населения – рост цен, безработица, кризис, бедность, экология, преступность и проч., рассчитывается ЦМАКП.

Норма потребления и норма сбережений населения

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

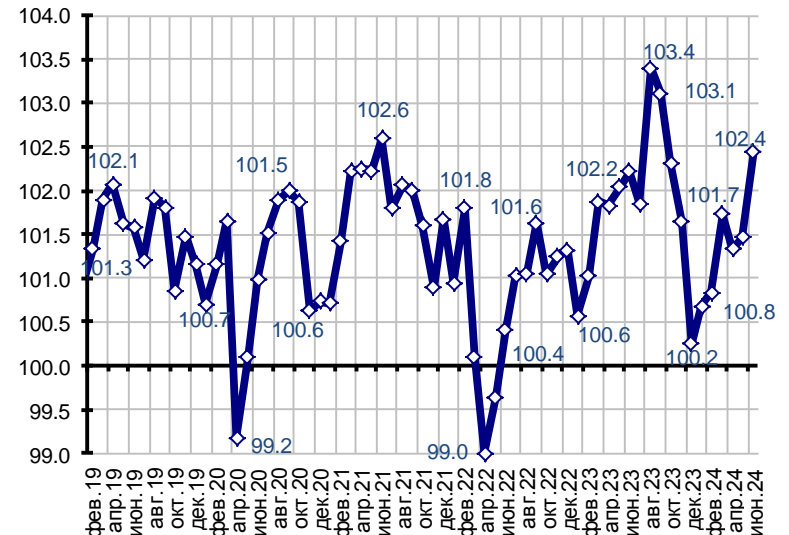


Норма сбережения во вкладах^{2,3} (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка



В сфере *потребительского поведения* населения в I кв. наметилась парадоксальная ситуация: одновременно возросла *норма сбережений во вкладах* (сезонность устранена), что является вполне естественным эффектом повышение процентных ставок (и роста доходов населения). Одновременно – и это уже странно – повысилась и *норма потребления*. Динамика *кредитования населения*, на фоне повысившихся процентных ставок, стабилизировалась на умеренном, но положительном уровне (порядка +1.5% в номинальном выражении).

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



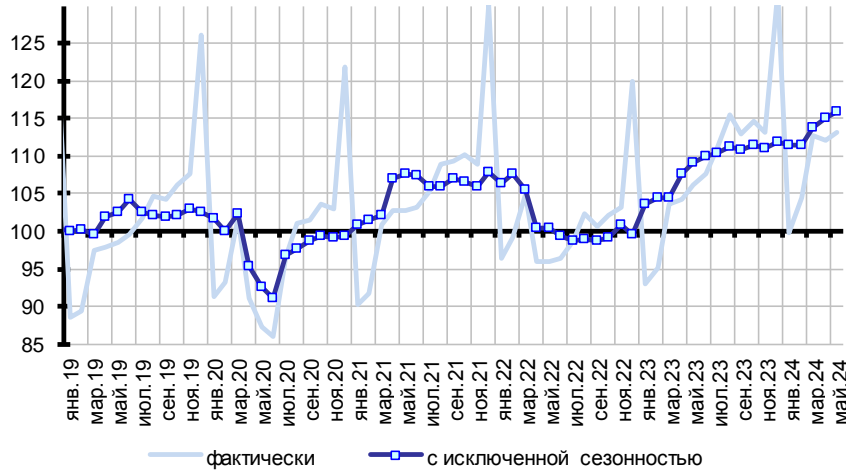
¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2014 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2024 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе

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

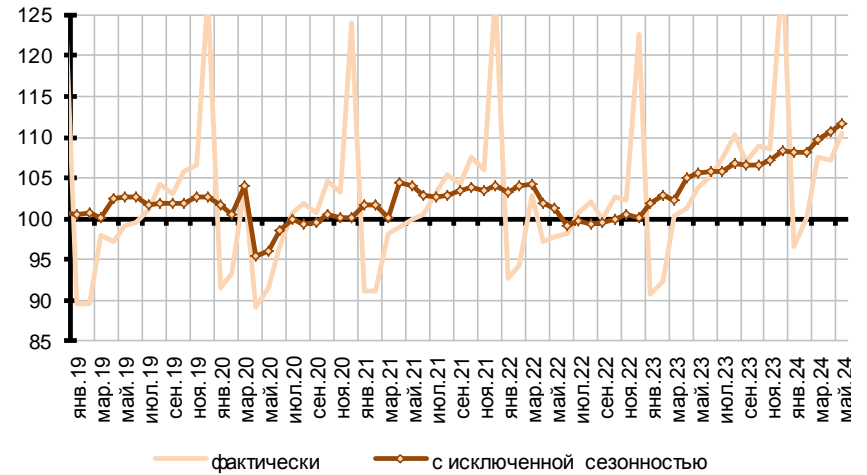
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

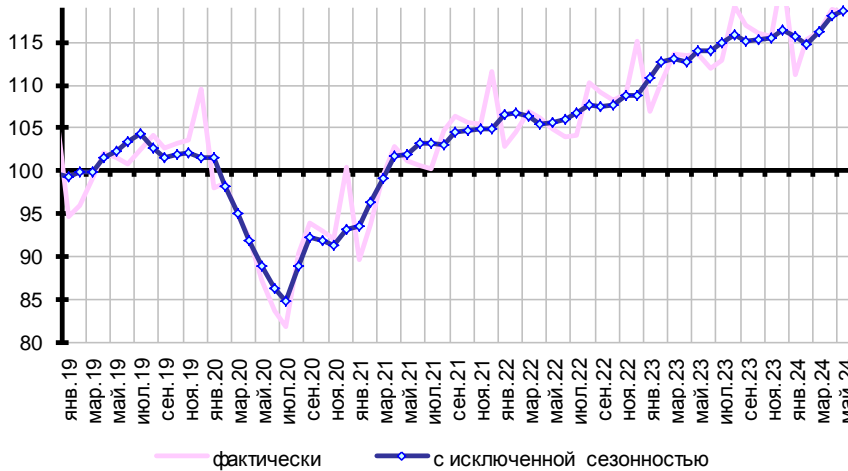
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



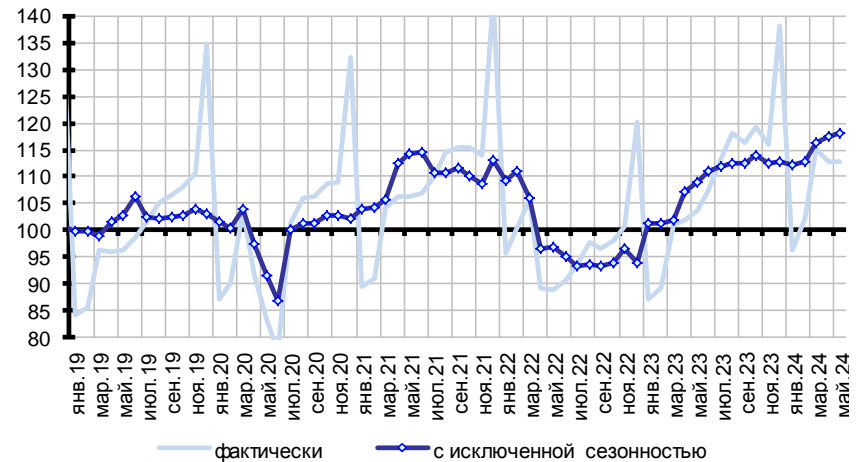
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



Оборот непродовольственными товарами

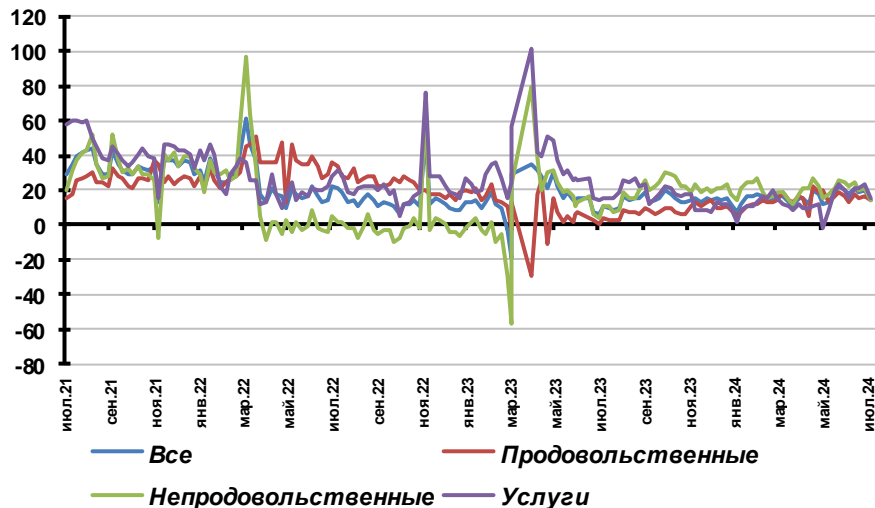


Потребление населения продолжает интенсивно расти уже три месяца подряд (март: +2.1%, апрель: +1.2%, май: +0.7%, сезонность устранена), что вполне естественно в условиях сохраняющейся (несмотря на небольшие колебания) тенденции роста реальных доходов. Отметим, что потребительская активность все же начала несколько замедляться, что в условиях повышения процентной ставки (значит, и роста нормы накопления / падения нормы сбережения) вполне естественно.

Как уже отмечалось, эта тенденция – «рост с замедлением» – имеет практически фронтальный характер: *продовольствие*, март: +1.4%, апрель: +0.8%, май: +0.9%; *непродовольственные товары*, соответственно: +3.0%, +1.2% и +0.4%, снижение темпов, очевидно, связано с замедлением потребительского кредитования; *платные услуги*, +1.3%, +1.6% и +0.5%, сезонность устранена.

Основные направления потребительских расходов¹

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



В части *потребительского поведения* изменение ситуации определяется, в основном, действием сезонного фактора. С началом сезона отпусков произошел скачок потребления услуг (в первую очередь, развлечений и услуг отелей). При этом потребление товаров (в разных форматах торговли) по данным Сбербанка либо перестало расти, либо даже несколько снизилось.

Очевидное противоречие с данными Росстата связано, скорее всего, с отсутствием снятия сезонности в случае Сбербанка (и, очевидно, неучетом в случае Сбербанка, наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли).

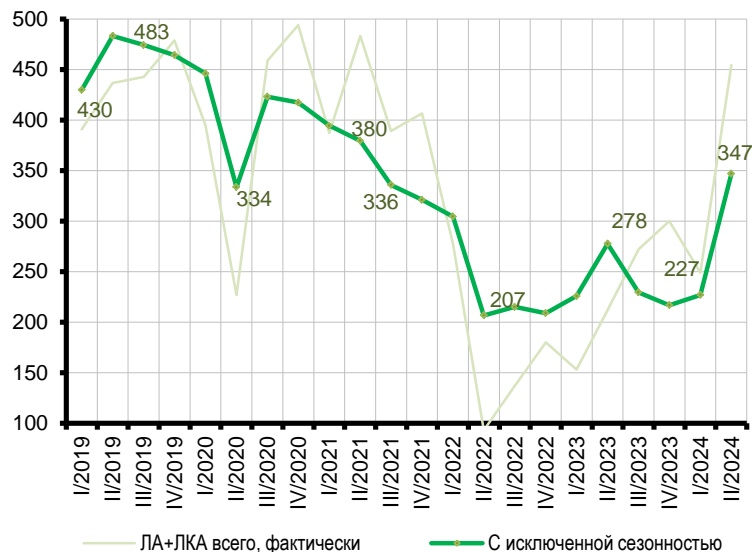
Изменение основных направлений расходов (% к соотв. периоду прошлого) года



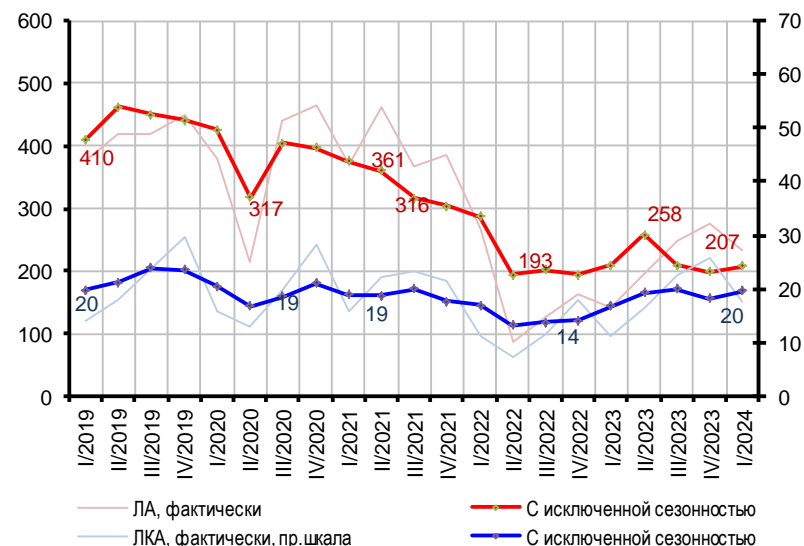
¹ По данным еженедельного исследования Сбербанка «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

Продажи новых автомобилей (тыс. штук)

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



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

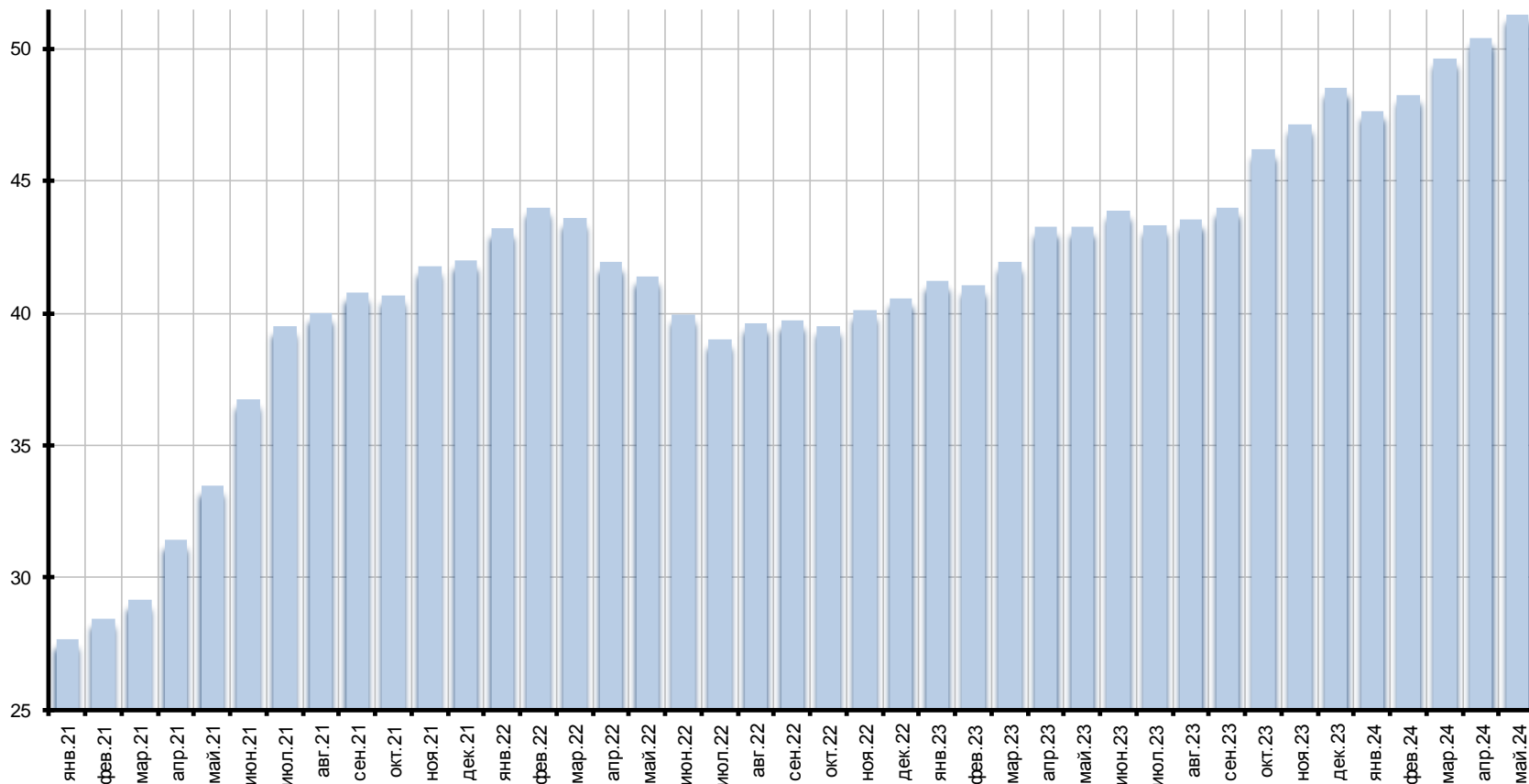


На рынках легковых автомобилей и ЛКА во II кв. наблюдается скачок продаж. Учитывая структуру рынка, наверняка этот рост – результат скачка продаж легковых автомобилей практически до уровня конца 2021 г. (сезонность устранена). Он, вероятнее всего, связан с «кризисным скачком» потребления на фоне ожиданий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

Источник данных: <https://auto.vercity.ru>. Исходные ежемесячные и поквартальные данные опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса. Данные о продаже ЛА и ЛКА вне официальных дилерских сетей (т.н. «серый импорт») вместе с данными от автодилеров основаны на методологии АО «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В I полугодии 2024 г. объем рынка оценен компанией в 747.8 тыс. автомобилей, рост на 75% к 2023 г.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере поступления новых данных

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

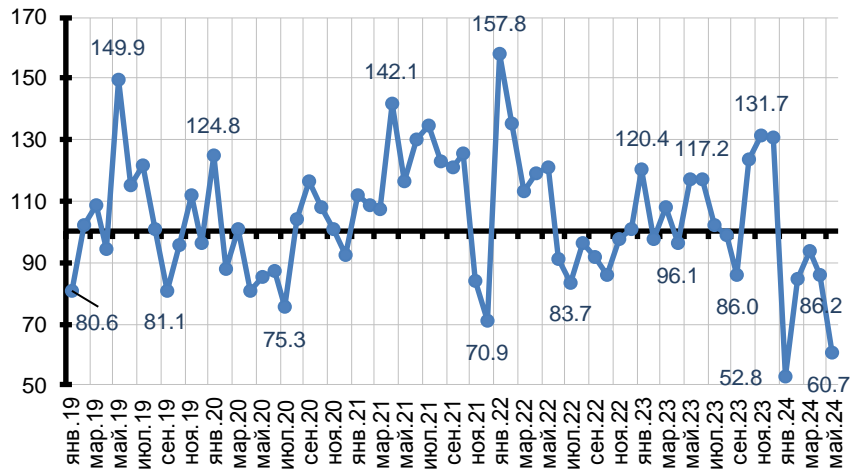


¹ Многоквартирные дома

Количество *запускаемых строительных проектов по МКД* в мае (в годовом выражении) снова возросло. Начиная с июля (воздействие ужесточаемых требований по выдаваемым ипотечным кредитам и возможного повышения ключевой ставки) можно ожидать снижения запуска строительных проектов.

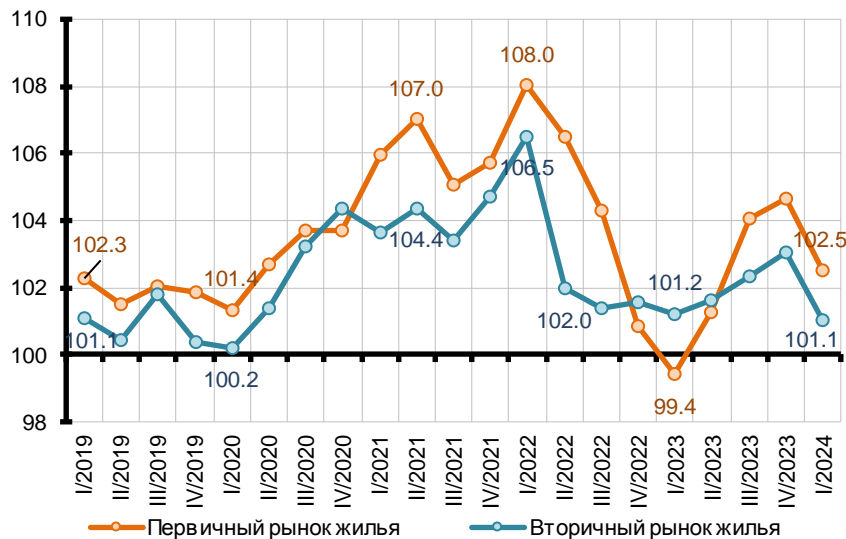
Рынок жилой недвижимости

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



В мае 2024 г. ввод многоквартирных жилых домов снизился на 39.3% по сравнению с аналогичным месяцем прошлого года. Объем введенного многоквартирного жилья за январь-май 2024 г. оказался на 27.5% ниже показателя прошлого года. При этом отметим, что в прошлом году был построен рекордный объем многоквартирного жилья.

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

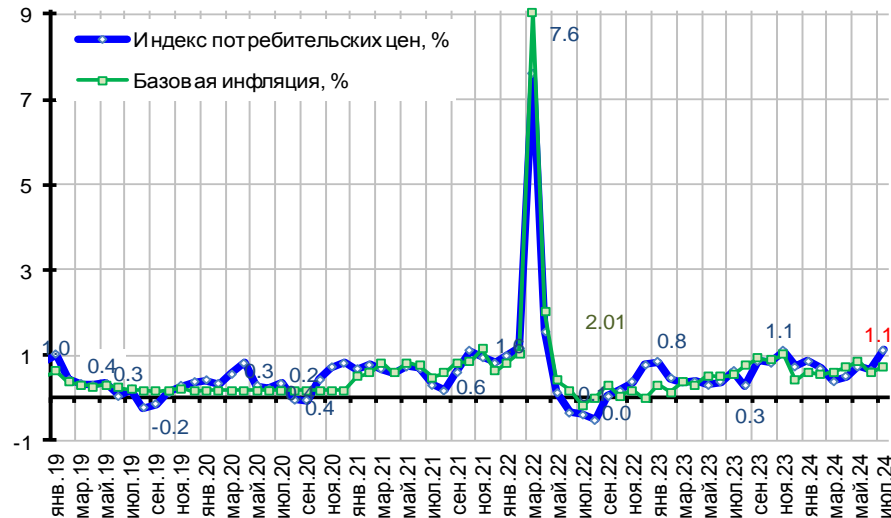


В I кв. 2024 г. на первичном и вторичном рынке жилья рост цен замедлился (+2.5% и +1.1%, соответственно). Основная причина – падение спроса на жилье за счет ипотеки вследствие ужесточения условий кредитования. На первичном рынке жилья к сокращению спроса привело, прежде всего, повышение размера первоначального взноса с 20% до 30% и снижение максимального размера льготного ипотечного кредита до 6 млн для всех регионов, на вторичном – повышение ключевой ставки. На первичном рынке жилья в I кв. 2024 г. количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) снизилось на 46.2% по сравнению с IV кв. 2023 г. При этом количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ сократилось на 59.5%, их объем – на 58.0% по сравнению с IV кв. 2023 г. На вторичном рынке жилья в I кв. 2024 г. количество и объем выданных ИЖК снизились на 44.9% и 49.5%, соответственно, по сравнению с IV кв. 2023 г.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция на потребительском рынке

Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)



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

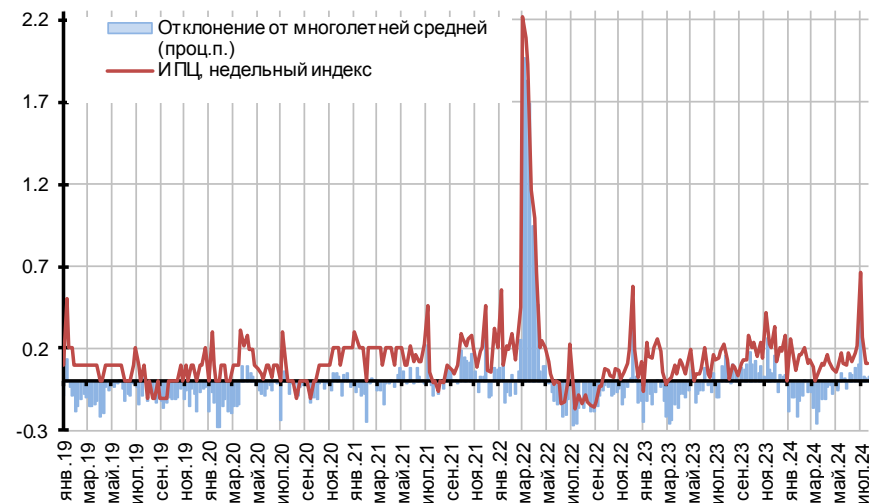


Инфляция, в целом продолжает возрастать. По результатам июльской индексации регулируемых на региональном уровне тарифов на отдельные виды коммунальных услуг, в июле инфляция может превысить 1.1%, что даст порядка 9.1% к июлю прошлого года. Примечательно, что в данном случае речь идёт главным образом о «рукотворном» феномене (плюс действию сезонного фактора на отдельных рынках): уровень базовой инфляции (0.5-0.7% в месяц, что, правда, тоже довольно много) практически стабилен с начала года.

Можно ожидать, что в дальнейшем уровень инфляции станет постепенно снижаться, вплоть до 7.5-8.0% по итогам года (что вдвое выше таргета Банка России).

Необходимо отметить, что сохраняется риск «импорта инфляции» с рынка нефтепродуктов (результат высоких мировых цен).

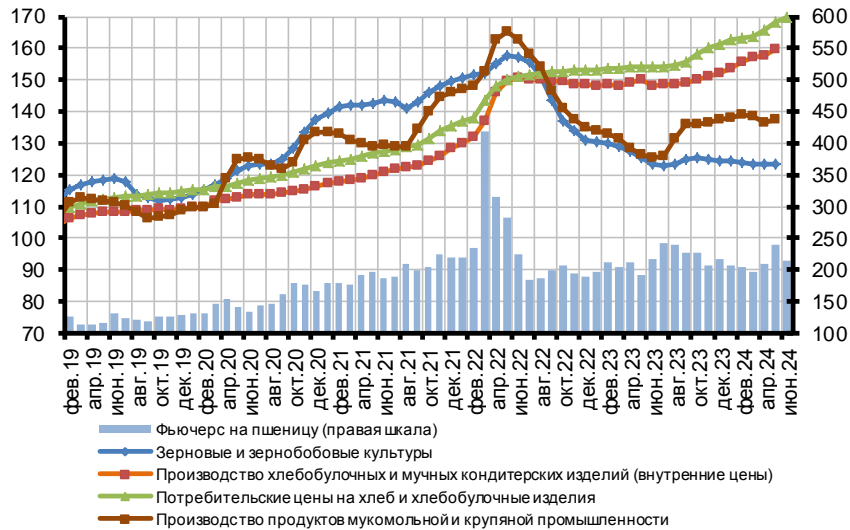
Недельный индекс потребительских цен и его превышение над среднелетним уровнем (ИПЦ, темпы прироста, %)



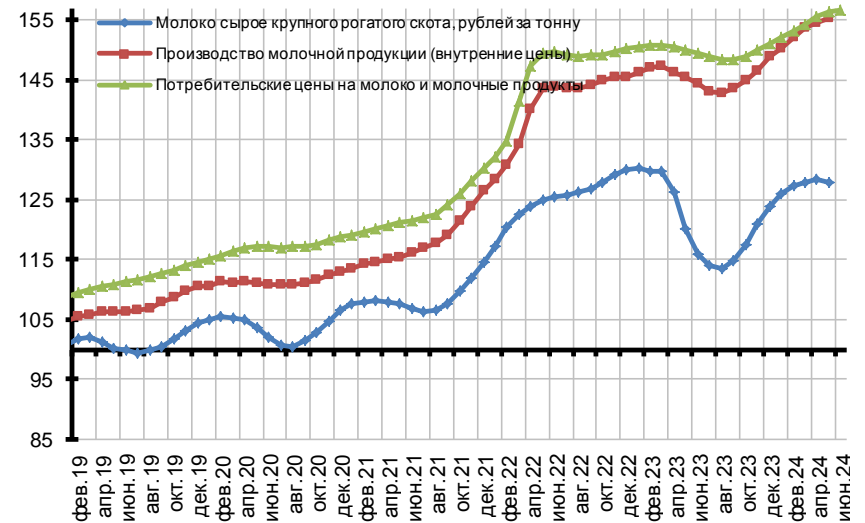
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

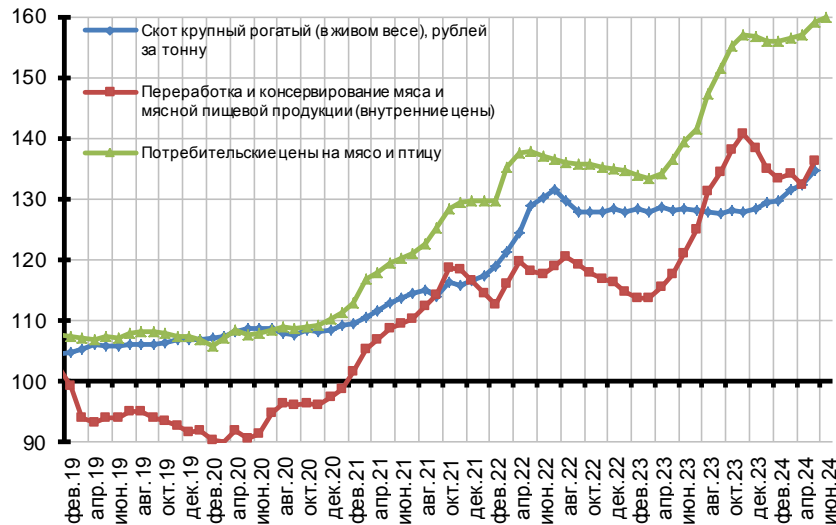
Цены на хлеб



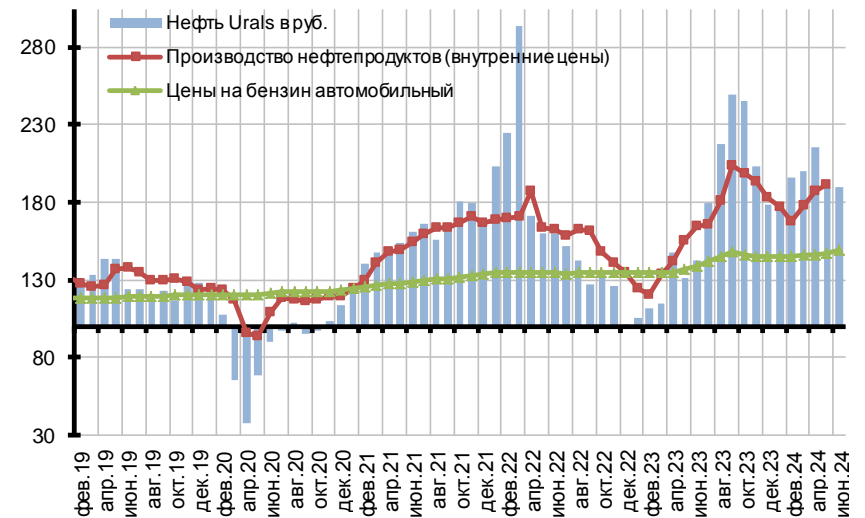
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

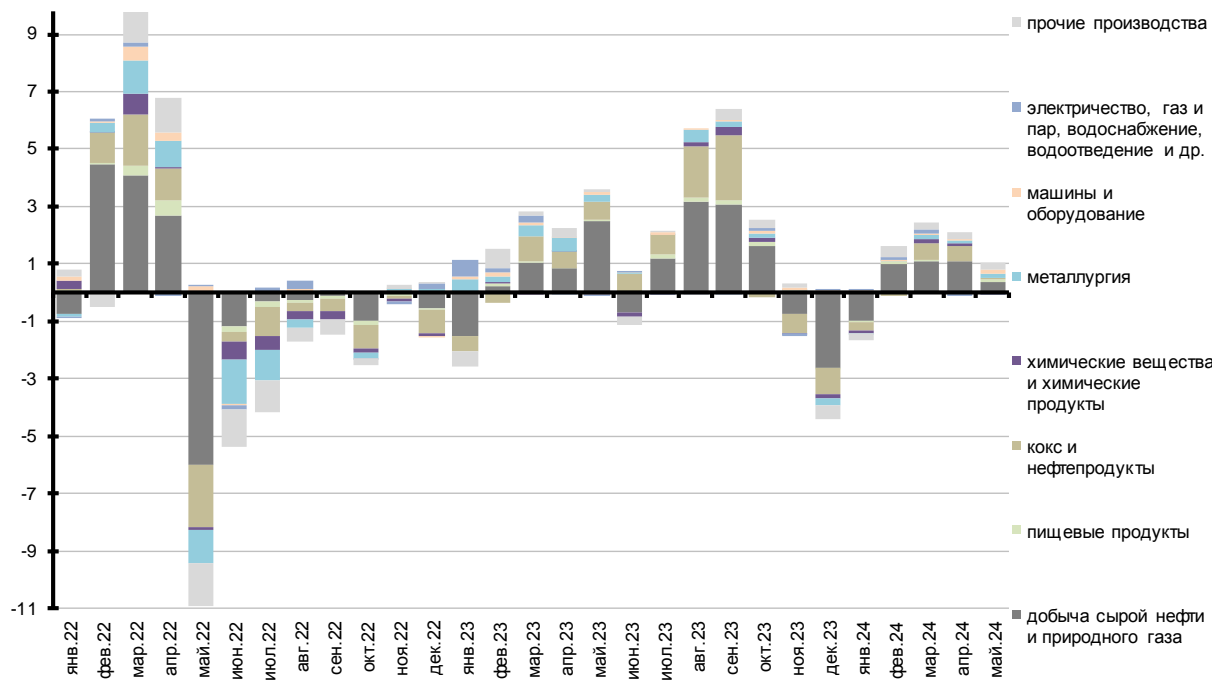


Цены на топливо

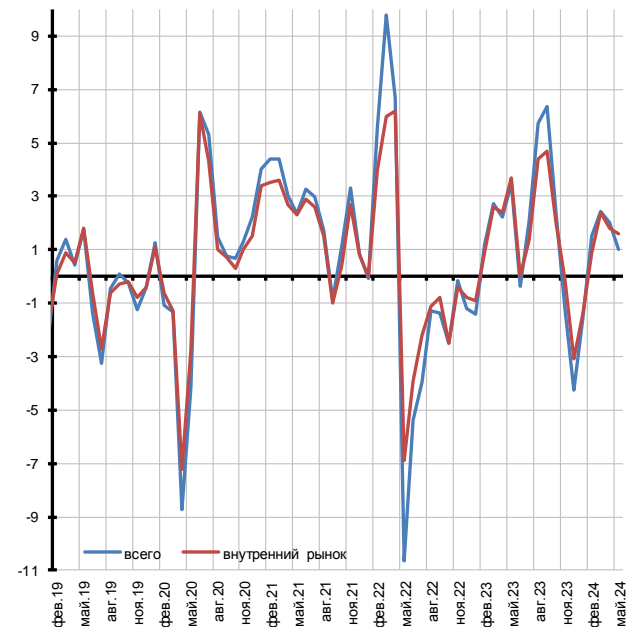


Структура цен производителей в промышленности

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



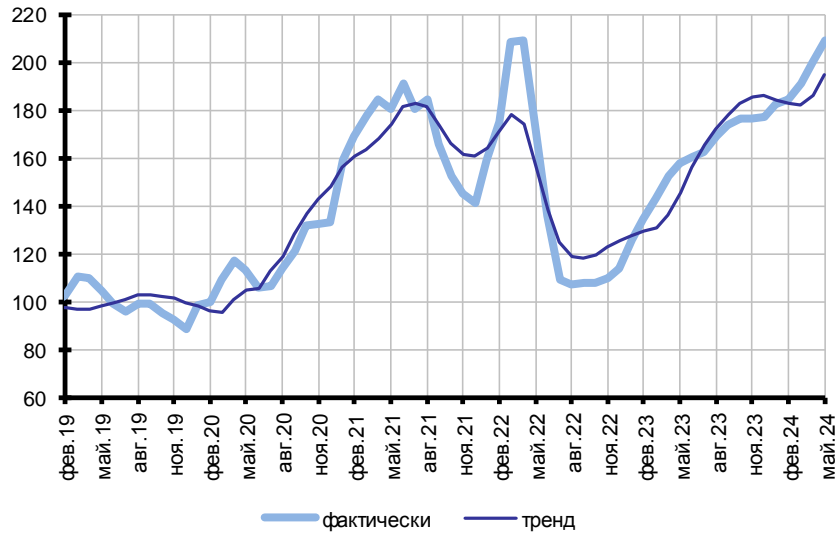
Индекс цен производителей (%)



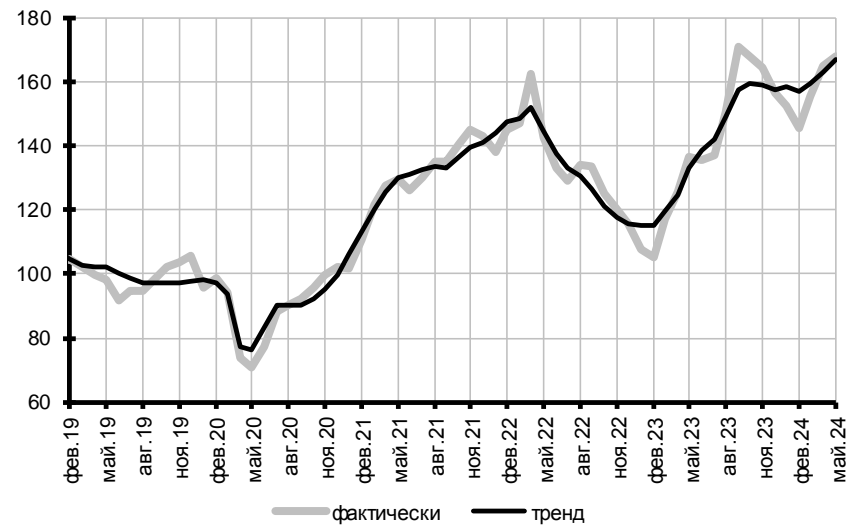
На рынках промышленной продукции, по состоянию на май, уровень инфляции немного снизился – правда, рост цен в целом имеет почти фронтальный характер («всего по чуть-чуть»).

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

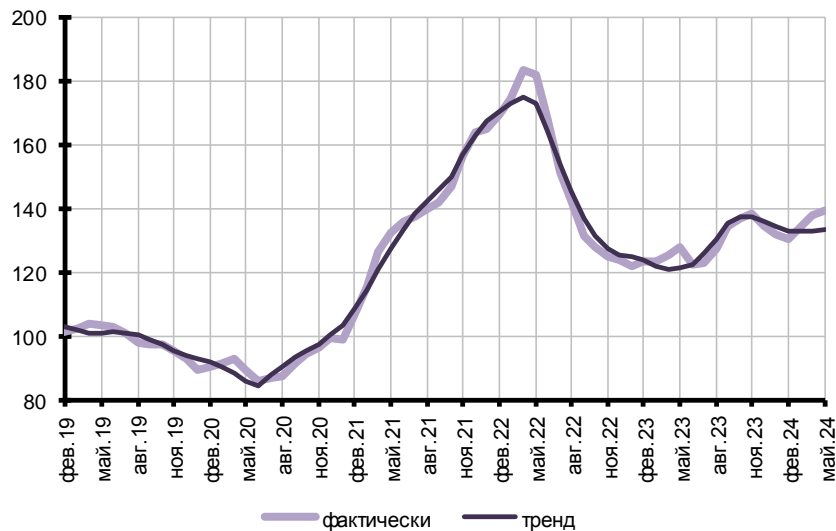
Добыча металлических руд



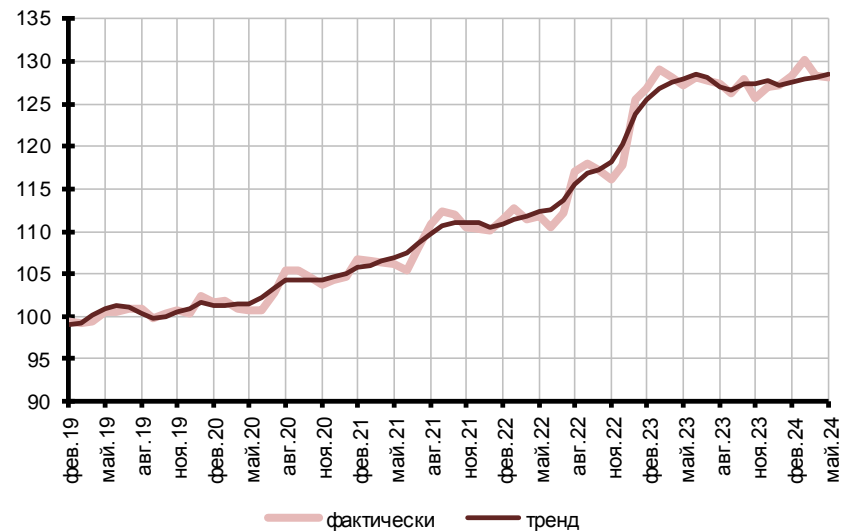
Производство нефтепродуктов



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

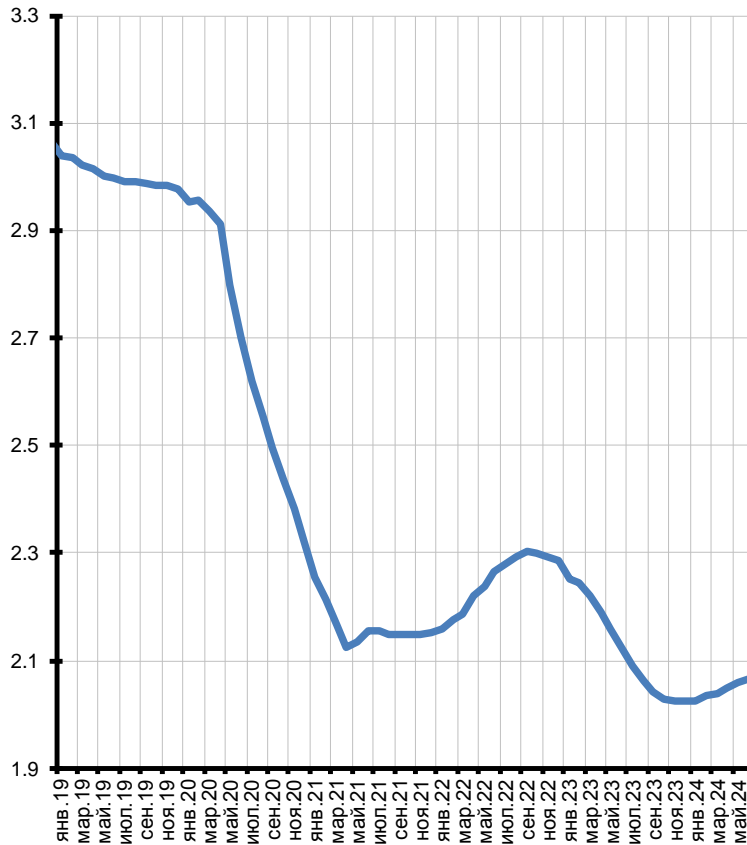


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



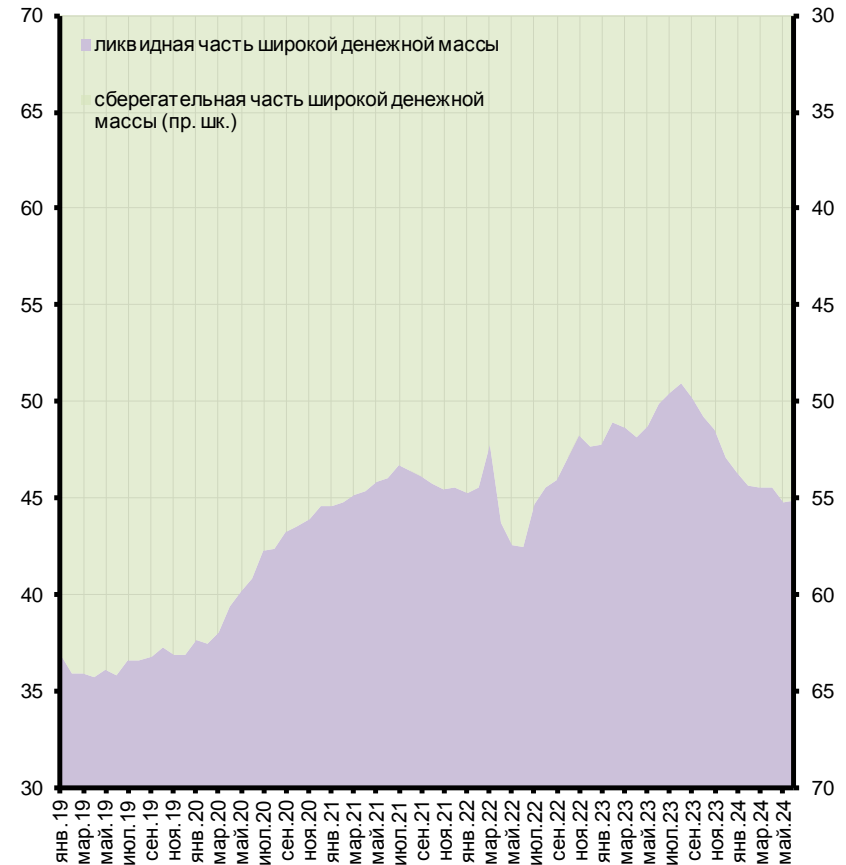
Оборачиваемость денежных средств

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



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

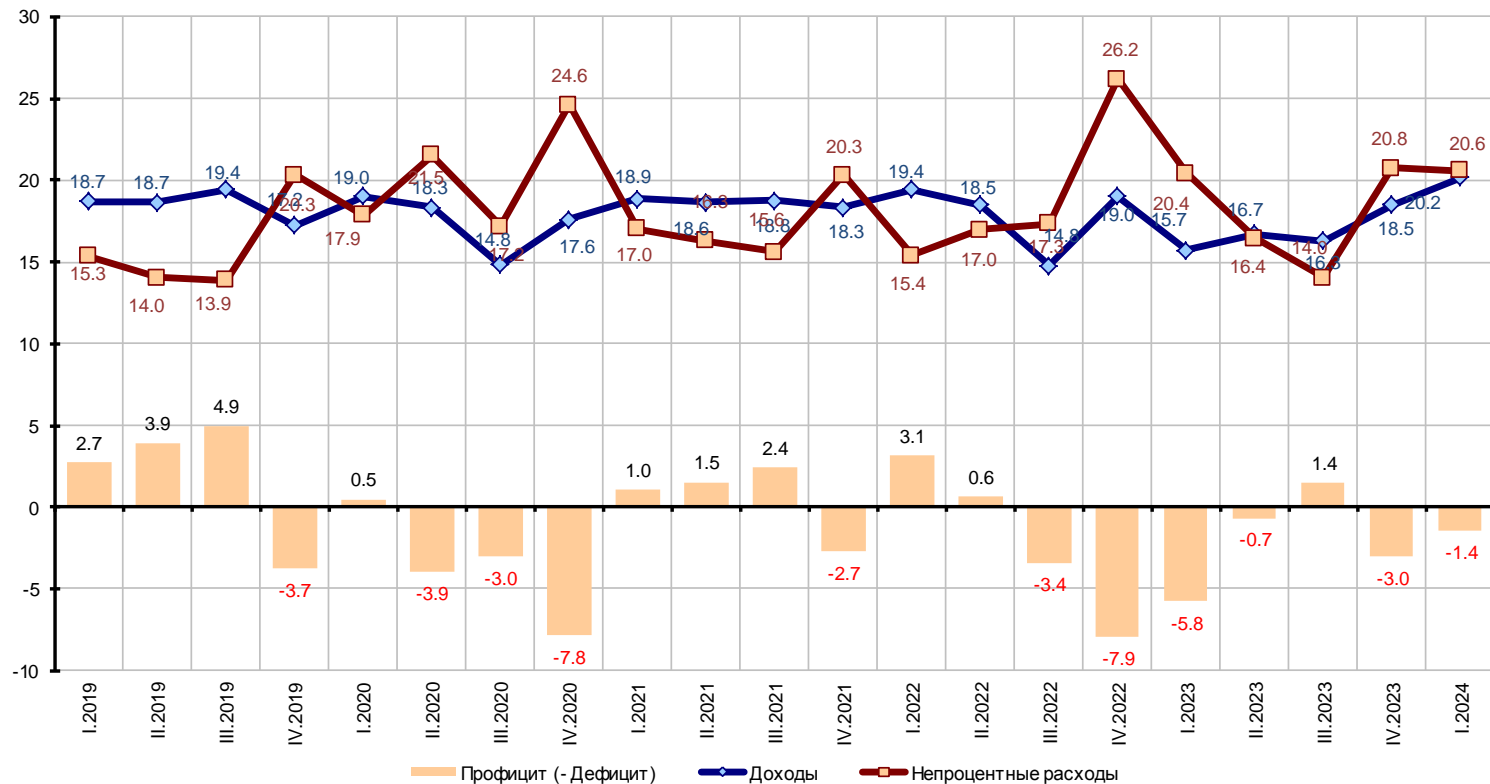
Доля сберегательной и ликвидной части широкой денежной массы² (в %)



² Агрегат M2X. С учетом валютной переоценки.

Ситуация в части монетарного давления на инфляцию в целом несколько ухудшилась. Скорость оборота ликвидной части широкой денежной массы с начала года, как уже не раз отмечалось, продолжает медленно расти. С другой стороны, ликвидная часть широкой денежной массы, в очередной раз увеличившаяся в марте-апреле, в мае лишь стабилизировалась (что довольно странно – рост ставок должен, в принципе, вызвать рост склонности населения к сбережению, а значит и доли сберегательной компоненты в денежной массе).

Федеральный бюджет



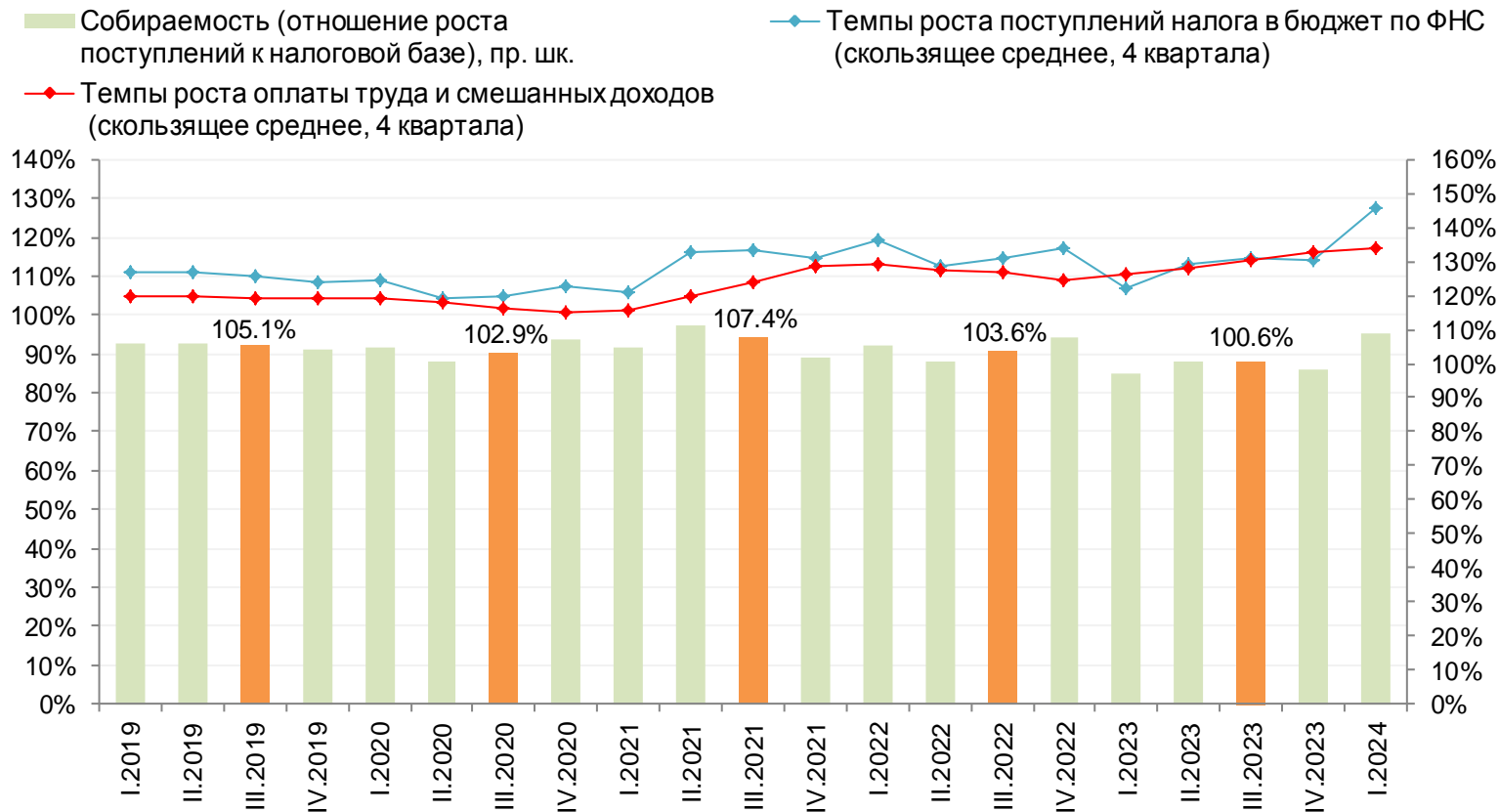
По итогам I кв. 2024 г. *доходы федерального бюджета* составили 8.7 трлн руб., расходы – 9.3 трлн руб., дефицит – 0.6 трлн руб. (20.2%, 21.6% и -1.4% ВВП за 1 кв., соответственно). По сравнению с I кв. 2023 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 65.9%, при этом прирост нефтегазовых доходов составил 79.1%, а нефтегазовых - 43.2%. Положительная динамика доходов определяется более высокими нефтяными котировками Юралс, поступлениями крупных неналоговых доходов и НДС, а также влиянием эффекта низкой базы (низкие поступления доходов год назад, в январе-марте 2023 г., отчасти объяснялись действием единовременных факторов – ускоренный порядок возмещения НДС, возмещение переплат налога на прибыль). В целом, динамика исполнения доходов соответствует плану: нефтегазовые и нефтегазовые доходы бюджета за 1 кв. исполнены на 25.5% и 24.6% от утверждённых значений на 2024 г. («уровень равномерного исполнения» – 25% за квартал). В I кв. 2024 г. *непроцентные расходы федерального бюджета* побили рекорд I кв. 2023 г., достигнув 20.6% квартального ВВП. Как и в прошлом году, основным фактором стала практика опережающего авансирования госконтрактов. Увеличение расходов при сохранении высокого уровня доходов в I кв. определили относительно небольшой дефицит бюджета в размере 0.6 трлн руб. Таким образом, по итогам января-марта *федеральный бюджет* представляется сбалансированным, а его исполнение соответствует запланированной траектории.

Структура доходов бюджетной системы

Млрд руб.	5 мес. 2024			5 мес. 2023			Среднее (5 мес. 2019-2024 г.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	27 822	33.9%	100.0%	20 785	-8.0%	100.0%	13.4%	100.0%
Нефтегазовые доходы в том числе	4 951	73.5%	17.8%	2 853	-49.6%	13.7%	20.9%	18.0%
Нефть и нефтепродукты	2 783	75.7%	10.0%	1 584	-50.2%	7.6%	11.5%	11.2%
Газ и газовый конденсат	1 126	29.9%	4.0%	867	-40.6%	4.2%	24.4%	4.2%
Налог на дополнительный доход	1 042	159.1%	3.7%	402	-60.5%	1.9%	143.3%	2.5%
Ненефтегазовые доходы в том числе	22 871	27.5%	82.2%	17 932	5.9%	86.3%	13.7%	82.0%
Налоги на доходы и прибыль	6 695	12.1%	24.1%	5 975	1.2%	28.7%	12.1%	25.4%
Налоги на потребление	6 310	17.9%	22.7%	5 353	13.4%	25.8%	14.3%	23.0%
Налоги на имущество	757	1.8%	2.7%	744	15.0%	3.6%	5.9%	3.2%
Налоги на добычу	178	-11.4%	0.6%	201	5.6%	1.0%	25.8%	0.7%
Таможенные пошлины	735	46.2%	2.6%	503	21.8%	2.4%	23.3%	2.1%
Страховые взносы	5 627	43.4%	20.2%	3 924	3.7%	18.9%	14.0%	19.1%
Прочие доходы	2 568	108.2%	9.2%	1 234	-3.8%	5.9%	34.3%	8.6%

По итогам января-мая 2024 г. доходы бюджетной системы в целом значительно превысили аналогичный показатель 2023 г. (+33.9%) за счет роста как нефтегазовых, так и ненефтегазовых поступлений. Рост нефтегазовых доходов был обеспечен ростом налоговой базы относительно прошлого года ввиду более высокого уровня цен на энергоносители при более слабом курсе рубля. Существенный прирост поступлений отдельных ненефтегазовых доходов (налоги на доходы, прибыль, НДС, акцизы) отражает увеличение деловой активности и потребительского спроса. В случае с таможенными пошлинами значимую роль играет действие гибких экспортных пошлин с привязкой к курсу рубля. Прирост прочих доходов определяется действием иных факторов, среди которых повышение утилизационного сбора, продажа рыболовных квот, а также процентные доходы от размещения бюджетных средств.

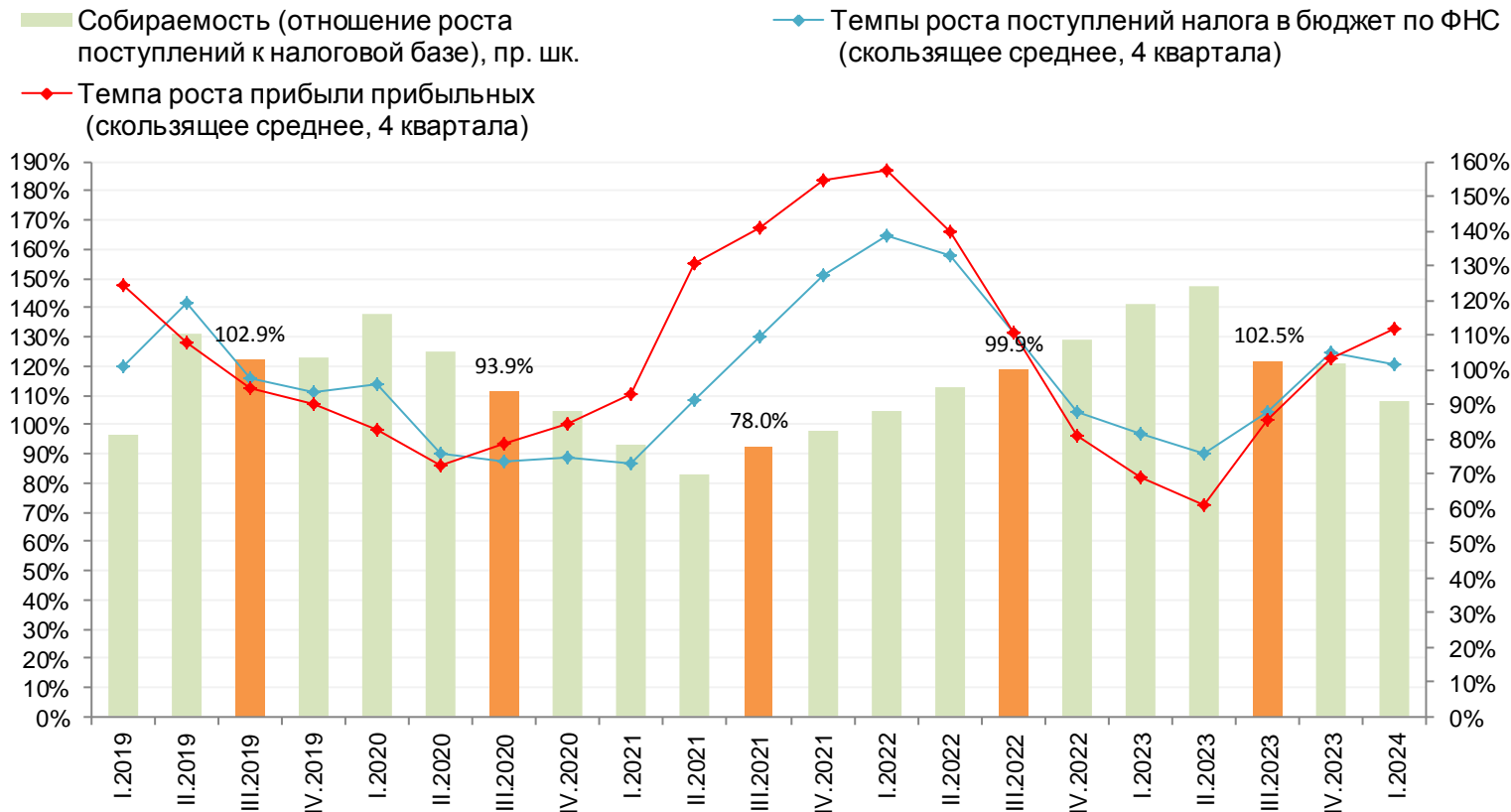
Налог на доходы физических лиц



Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)» (данные Росстата). В отличие от прошлых лет, в 2023 г. темпы прироста денежных доходов были выше прироста налоговых поступлений, что, вероятно, объясняется, с одной стороны, увеличением предоставляемых налоговых вычетов, с другой, освобождением от уплаты НДФЛ отдельных доходов и категорий налогоплательщиков. Тем не менее, в 1 кв. 2024 г., темпы прироста поступлений НДФЛ превышают темпы прироста налоговой базы, что может объясняться поступлением налогов из новых регионов, а также повышением собираемости налога (в том числе, за счёт осуществления проверок и доначислений налогов на интернет-предпринимателей).

Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов
 Источники данных: Росстат, ФНС

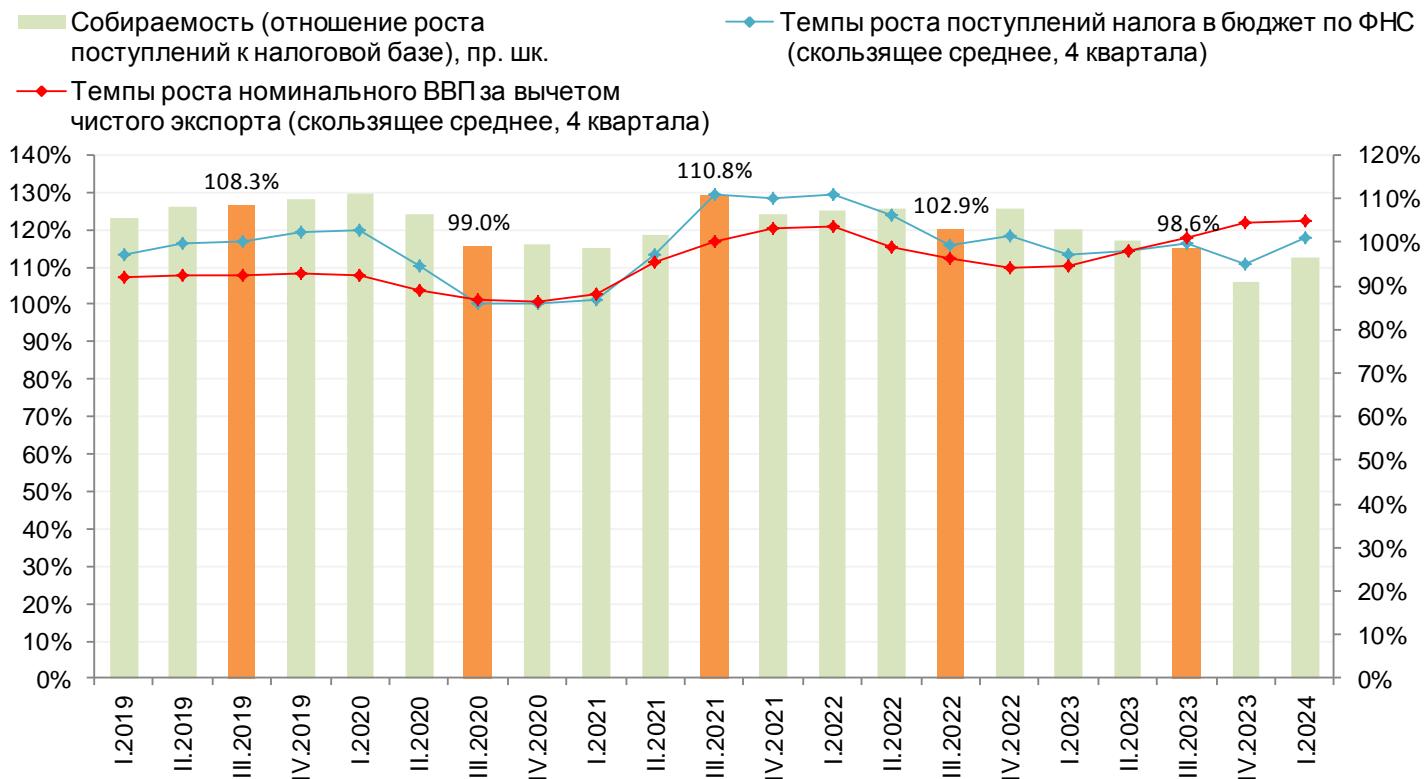
Налог на прибыль



В 2021–2022 гг. динамика *поступлений налога на прибыль* в бюджетную систему в среднем уступала темпам прироста прибыли прибыльных организаций ввиду различных мер поддержки (часто предусматривающих те или иные формы льгот по уплате налога), предоставленных в 2020 г. и в 2022 г. По мере исчерпания конъюнктурного фактора совокупная прибыль прибыльных организаций продолжала снижаться в течение 2023 г. В свою очередь, поступления налога на прибыль были поддержаны за счёт уплаты налога по итогам положительных финансовых результатов предыдущего года, повышение ставки налога для производителей СПГ, повышения собираемости, а также поступления налогов на прибыль из новых регионов. По итогам 1 кв. 2024 г. Росстат фиксируется прирост прибыли прибыльных организаций и, как следствие, ожидается продолжение роста поступлений налога на прибыль во 2 кв. 2024 г.

Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов
 Источники данных: Росстат, ФНС

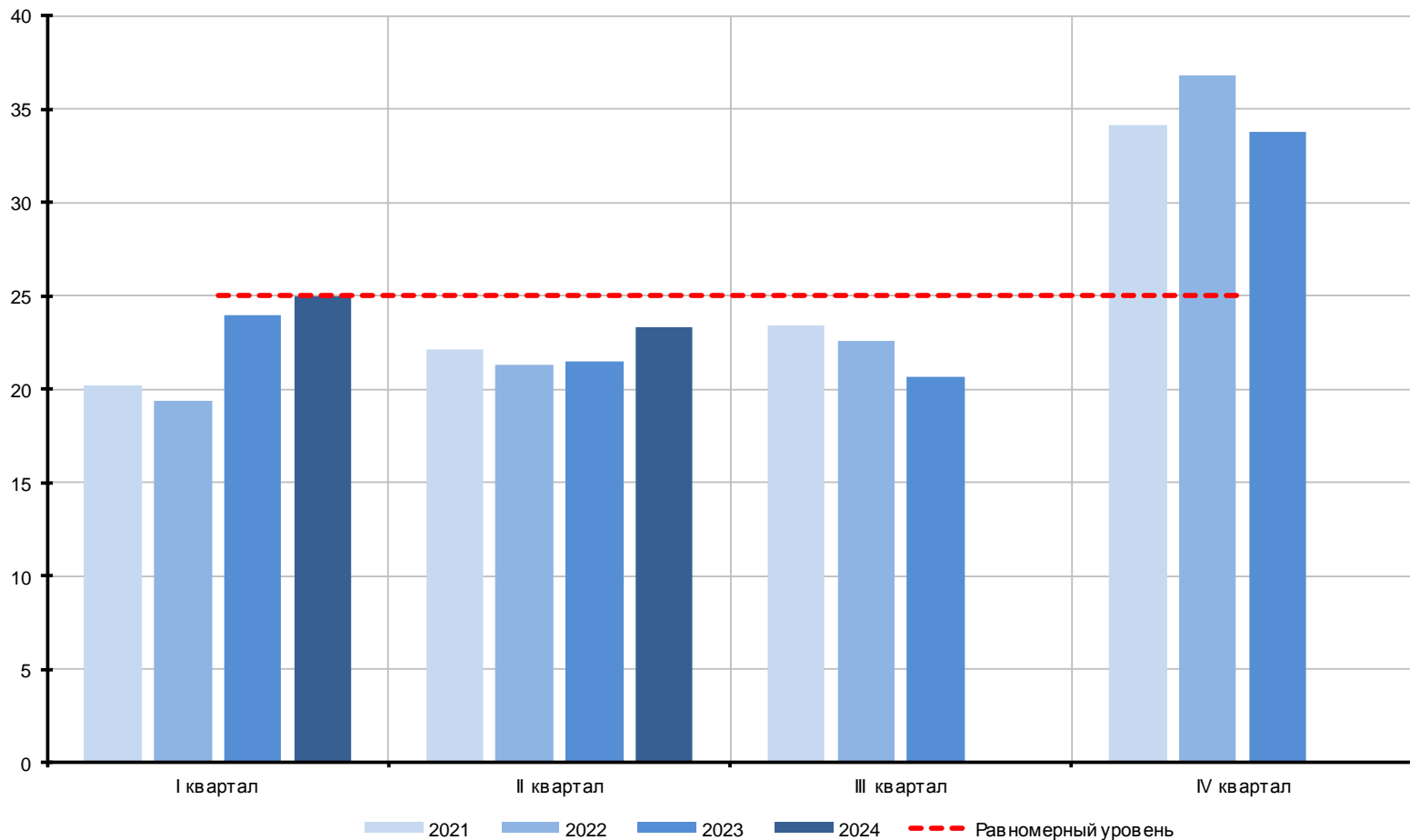
Налог на добавленную стоимость



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

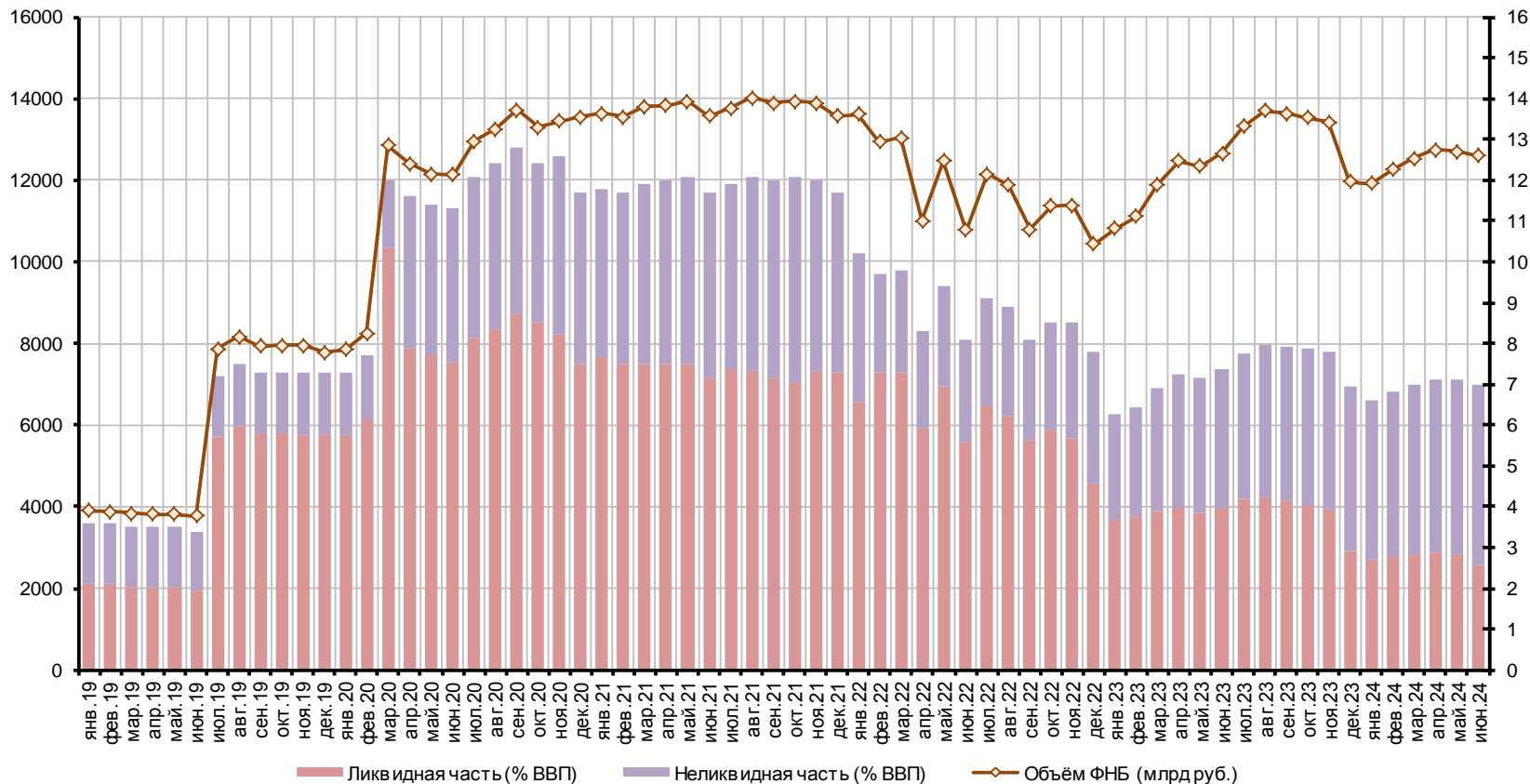
Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов
 Источники данных: Росстат, ФНС

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение расходов федерального бюджета в I кв. и II кв. 2024 г. составило, соответственно, 25.0% и 23.3% от утверждённых поквартальных значений, что находится близко к равномерному уровню расходования и, тем самым, является заметным достижением политики расходов. Как и в прошлом году, высокие темпы исполнения определяются ускоренным заключением госконтрактов и опережающим авансированием расходов в январе-июне. При этом, хотя установленный в 2024 г. уровень расходов выше значений прошлого года на 13%, расходы в январе-июне 2024 г. превышают расходы за аналогичных период 2023 г. на 22.3%. Продолжение такой динамики может обеспечить более равномерное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в течение 2024 г.

Фонд национального благосостояния



На начало июля 2024 г. *объём ФНБ* составил 12.60 трлн руб., снизившись на 0.10 трлн руб. относительно начала мая. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 4.6 трлн руб. или 2.6% ВВП. Ликвидная часть снизилась на 442.7 млрд руб., преимущественно за счёт коррекции цен на золота, укрепления курса рубля, а также продажи 26.1 т золота – вырученные средства были вложены в другие активы. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 229.5 млрд юаней, 303.6 т золота и 1.7 млрд руб. По итогам июня объём неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 8.00 трлн руб. или 4.4% ВВП, что на 340.6 млрд руб. больше относительно объёма на начало месяца. Изменение неликвидной части определялось во-многом ростом акций ПАО Сбербанк (+145.3 млрд руб.), приобретением привилегированных акций Банка ГПБ (АО) (75.0 млрд руб.) и новых облигаций – ГК «Ростех» (93.3 млрд руб.), ГК «Российские автомобильные дороги» (10.1 млрд руб.), ППК «Фонд развития территорий» (6.9 млрд руб.), АО «ГТЛК» (0.5 млрд руб.).



Материал подготовили:

Руководитель направления, к.э.н.

Руководитель направления, к.э.н.

Руководитель направления, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Эксперт

Белоусов Д.Р.

Сальников В.А.

Солнцев О.Г.

Ипатова И.Б.

Михайленко К.В.

Михеева О.М.

Поляков И.В.

Ахметов Р.Р.

Медведев И.Д.

Панкова В.А.

Сабельникова Е.М.

Аблаев Э.Ю.