



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 8-499-129-17-22, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

Анализ макроэкономических тенденций

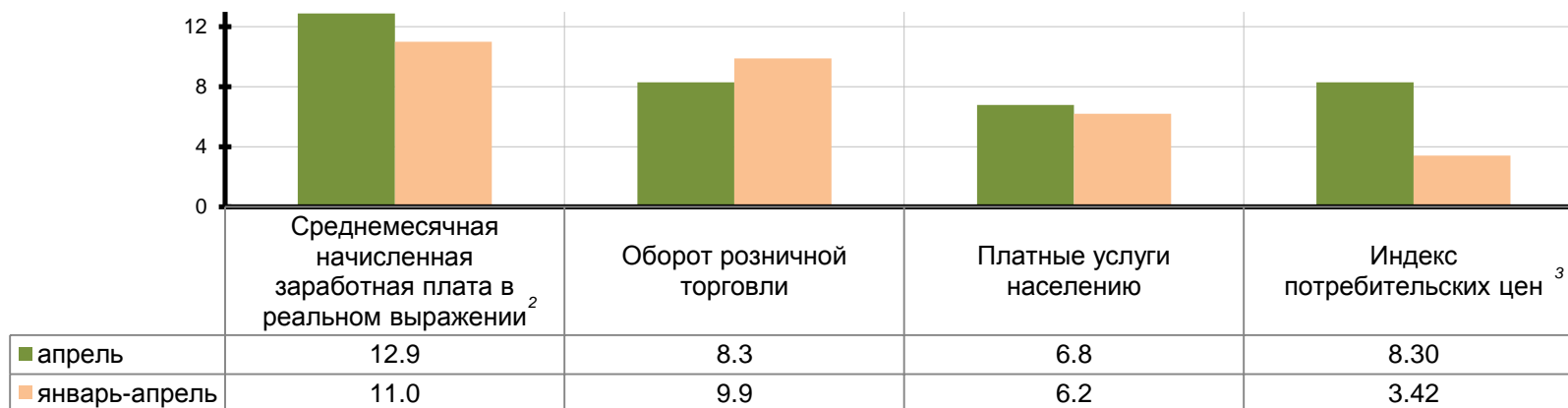
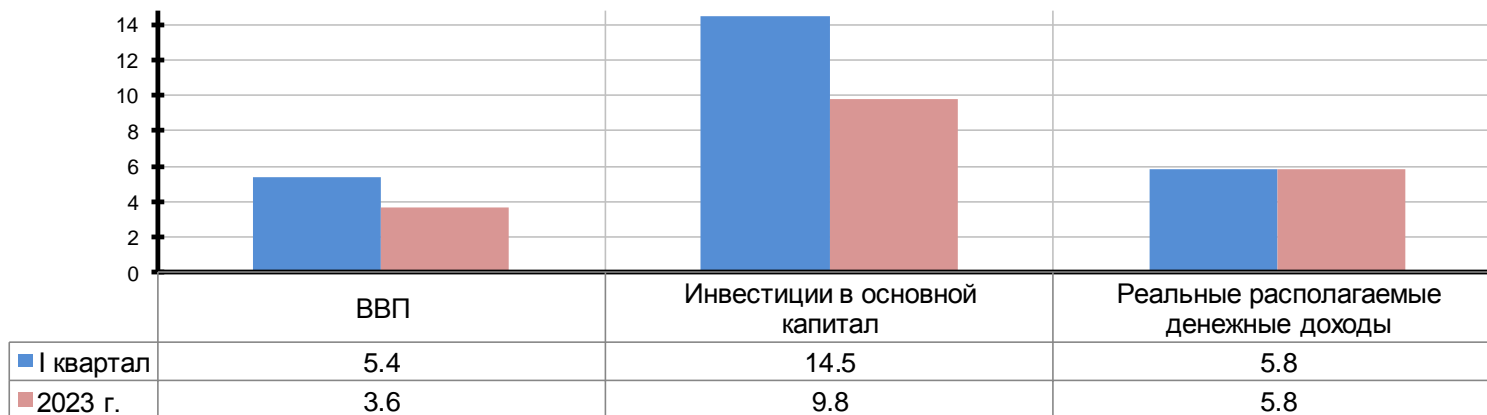
Обновляется ежемесячно

28.06.2024

Макроэкономика. Главное.

- Высокочастотные данные об **экономической динамике** показывают, что экономическое оживление в апреле продолжилось: экономика вернулась на траекторию неустойчивого, но в целом поступательного роста. Наиболее активно растёт потребительский спрос, подталкиваемый (вероятно, временным) скачком доходов населения. В то же время наблюдаемый рост инвестиций связан, судя по косвенным данным, с военным производством, а экспорт пока лишь стабилизировался. Расширения потребительского спроса на фоне неустойчивой динамики в производстве потребительских товаров и в строительстве (причем на фоне роста импорта) вызывает вопрос о потенциале устойчивости экономического оживления.
- В **промышленности** фиксируется резкое расширение объёмов производства. Прирост в мае к апрелю оценивается в +1.4%. Основной вклад в прирост выпуска (0.56 проц. п.) внесло увеличение производства металлоизделий. Второй по значимости вклад – у добычи полезных ископаемых. Также ощутимым стало наращивание выпуска нефтепродуктов (в обоих случаях рост имеет восстановительный характер).
- Сезонно скорректированный **индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей**, как и ожидалось, закрепился на уровне «умеренного оптимизма» - 54-55%. Такой уровень, по всей видимости, является равновесным и, в целом, соответствует сложившимся условиям.
- 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 производства и импорта инвестиционных товаров, с одной стороны, и динамике строительных работ, с другой, можно предположить, что высокая динамика инвестиций связана, в очень большой степени, с производством военной продукции. **Инвестиционная активность** (оцененная по уровню предложения инвестиционных товаров в экономике), по уточненной оценке, в I кв. увеличилась на 1,8% (март к декабрю, сезонность устранена). Впрочем, это лишь частично компенсировало снижение во втором полугодии прошлого года (за полгода, декабрь к июню, на 2.8%). При этом в апреле инвестиционная активность по сравнению с мартом не изменилась. В **строительстве** ситуация в апреле чуть улучшилась, но пока речь идет только о неполном восстановлении после «просадки» в начале года (январь: -1.3%, февраль: -0.4%, март: -0.3%, апрель: +1.3%, сезонность устранена). «Охлаждение» в строительстве – практически неизбежный эффект ужесточения условий по ипотеке и повышения ставок.
- В **сфере экспорта товаров** ситуация чуть улучшилась: отмечена тенденция к небольшому и неустойчивому, но росту экспорта товаров (в текущих ценах, сезонность устранена). Можно довольно уверенно говорить, что спад, продолжавшийся с марта 2022 г. по ноябрь 2023 г. (полтора года!), определённо преодолён. Другой вопрос, насколько устойчиво это улучшение, с учётом новых санкций против вывоза российских энергоносителей и добровольных ограничений по ОПЕК+.
- Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) тоже обрёл тенденцию к небольшому росту. Как уже отмечалось, рост импорта нельзя оценивать однозначно. Разумеется, чисто арифметически расширение импорта – вычет из экономического роста. Более содержательно – ряд видов импорта (комплектующие, ряд видов оборудования и даже сырья и материалов) критически необходим для производства российской продукции, особенно в машиностроении и химической промышленности.
- В марте скачок **реальной заработной платы** даже усилился (IV кв.: +1.3% в среднем за месяц, январь: -1.3%, февраль: +1.9%, март: +2.5%, сезонность устранена). Хотя такая динамика и имеет фундаментальное обоснование (дефицит труда, «эффект лидерства» от повышения выплат военнослужащим), столь высокий темп едва ли сохранится в перспективе из-за ограничений со стороны доходов компаний. Особенностью начала 2024 г. (по данным за март) стало формирование, на фоне в целом интенсивного роста реальной заработной платы (в годовом выражении), двух очень ярко выраженных «полюсов роста». Если речь не идёт о чисто статистическом эффекте, то налицо два «выброса»: в добывающей промышленности и в финансовом секторе (в этих двух секторах в марте были выплачены годовые вознаграждения. С учётом уточнения данных, наблюдается весьма интенсивный рост **реальных располагаемых доходов населения** (I кв. 2024 г.: +1.4% к IV кварталу 2023 г., сезонность устранена).
- Потребление населения** два месяца подряд продолжает интенсивно расти (март: +2.1%, апрель: +1.0%, сезонность устранена), причём этот рост имеет практически фронтальный характер, лишь с разной интенсивностью на разных рынках. Скорее всего он замедлится – и в силу роста нормы сбережения, и из-за ожидаемого ослабления потребительского кредитования. Да и динамика доходов, как ожидается, снизится.
- Инфляция** в последнее время получила лёгкую (но довольно стабильную) тенденцию к усилению. Это проявляется в последовательном повышении годового показателя инфляции – в июне он оценивается в 8.75% к июню прошлого года. Правда, во втором полугодии под действием укрепления рубля и жесткой денежной политики этот уровень, вероятно, начнёт снижаться. По итогам года (декабрь к декабрю) инфляция оценивается в 5.85-6.2%. Сохраняется риск дополнительной **инфляции издержек** со стороны рынка промышленных товаров (особенно - топлива).

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



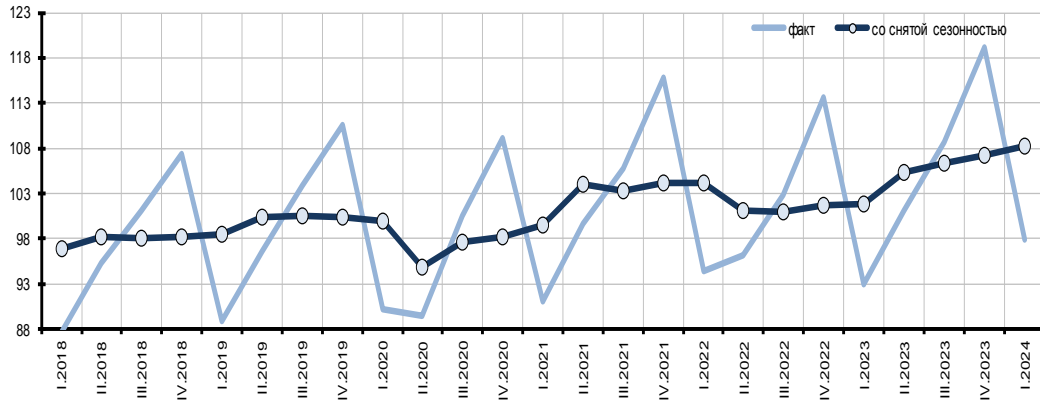
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно март 2024 г. к марту 2023 г. и январь-март 2024 г. к январю-марту 2023 г.

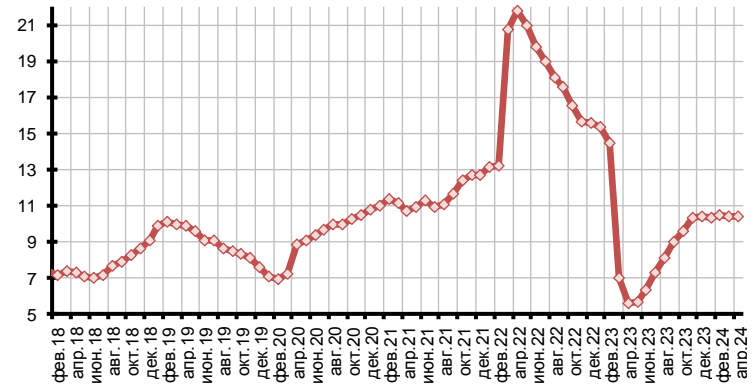
³ соответственно май 2024 г. к маю 2023 г. и за период с начала 2024 г. по 10 июня

Динамика ВВП и агрегата экономической активности¹

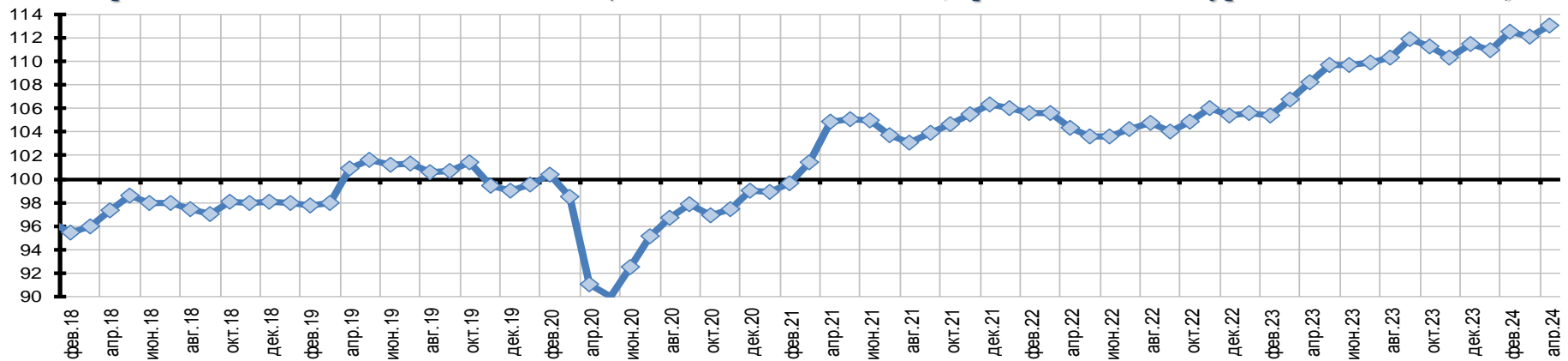
ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



Индекс несчастья Оукена²



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



Высокочастотные данные об *экономической динамике* показывают, что экономическое оживление в апреле продолжилось: экономика вернулась на траекторию неустойчивого, но в целом поступательного роста. Наиболее активно растёт потребительский спрос, подталкиваемый (вероятно, временным) скачком доходов населения. В то же время наблюдаемый рост инвестиций связан, судя по косвенным данным, с военным производством, а экспорт пока лишь стабилизировался. Расширения потребительского спроса на фоне неустойчивой динамики в производстве потребительских товаров и в строительстве (причем на фоне роста импорта в стоимостных, и, вероятно, физических объёмах) вызывает вопрос о потенциале устойчивости и самого по себе экономического оживления.

Уровень обобщенных рисков (индекс Оукена: из растущей инфляции и безработицы) остаётся стабильным - снижение безработицы и рост инфляции уравновешивают друг друга.

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

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- восстановился интенсивный рост промышленного производства
- уровень реальной заработной платы и, соответственно, реальных доходов населения стремительно растёт;
- быстро повышаются потребительские расходы;
- уровень безработицы снижается, занятость снова стала расти;
- бюджет в I кв. сбалансирован, приток нефтегазовых доходов происходит в силу роста доходной базы. Исполнение расходной части идет в рамках «равномерного графика»;
- стоимостной объём экспорта устойчиво стабилизировался.

Плохо:

- в строительстве, и на транспорте – ситуация стабилизации;
- промышленный рост сконцентрирован на довольно узком фронте – в добыче полезных ископаемых, нефтепереработке, производстве металлоизделий. Производство потребительских товаров расширяется неуверенно;
- на фоне роста потребительского спроса и замедленной динамики в производстве потребительских товаров расширяется импорт товаров;
- уровень инфляции продолжает расти, в два с лишним раза превышая таргет банка России (июнь, оценка: 8.75% в годовом выражении).

Признаки улучшения:

- сохраняется высокий уровень ожиданий менеджеров компаний и населения;
- запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности сохраняется на заметном уровне, наметилось его формирование на транспорте и в логистическом секторе¹;
- прекратилась опережающая «инфляция для бедных»: рост цен на товары, потребляемые малообеспеченными, стал отставать от общего уровня инфляции;
- число начинаемых строительных проектов продолжает расти;
- возобновился рост продаж легковых автомобилей¹;
- на рынке лёгких коммерческих автомобилей наблюдается быстрый рост, что косвенно свидетельствует о неплохой ситуации в малом бизнесе¹.

Признаки ухудшения:

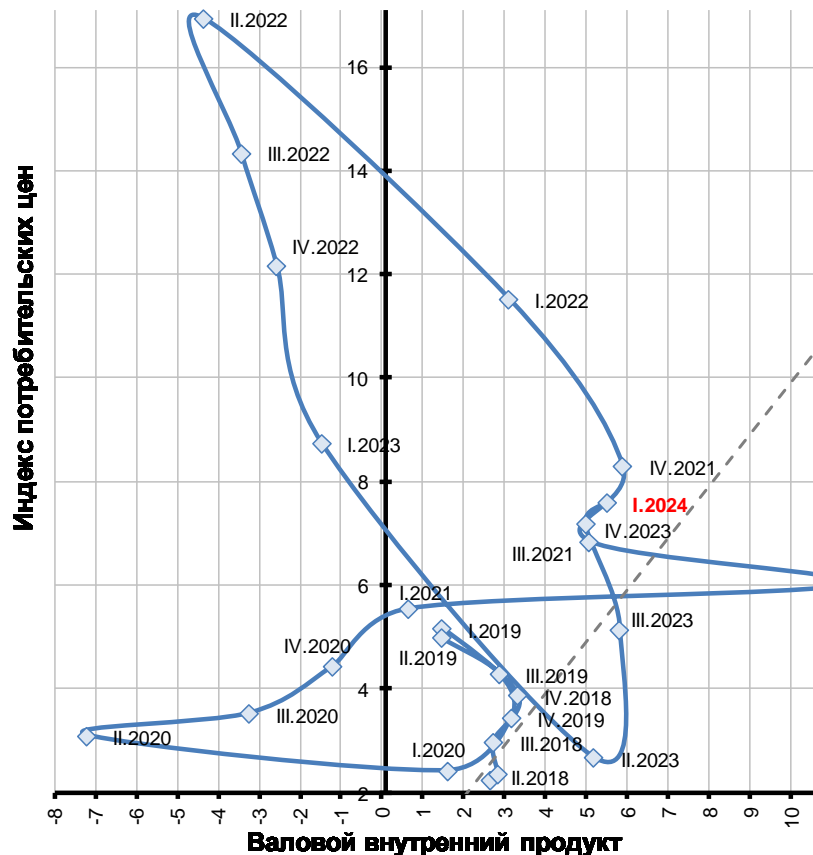
- на мировых товарных биржах ухудшилось соотношение «золото/медь», что возможно, отражает рост беспокойства инвесторов относительно возможностей глобального кризиса;
- рентабельность в большинстве отраслей снижается, в ряде из них - сравнялась или стала ниже «стоимости денег»¹;
- есть риск возникновения «инфляции издержек» на рынках топлива и, возможно, молочной продукции;
- наметился рост скорости обращения ликвидной компоненты денежной массы, что, при прочих равных условиях, увеличивает инфляционное давление;
- обсуждается возможность очередного повышения ключевой ставки Банка России (до 17-20%)

Непонятно / амбивалентно, но важно:

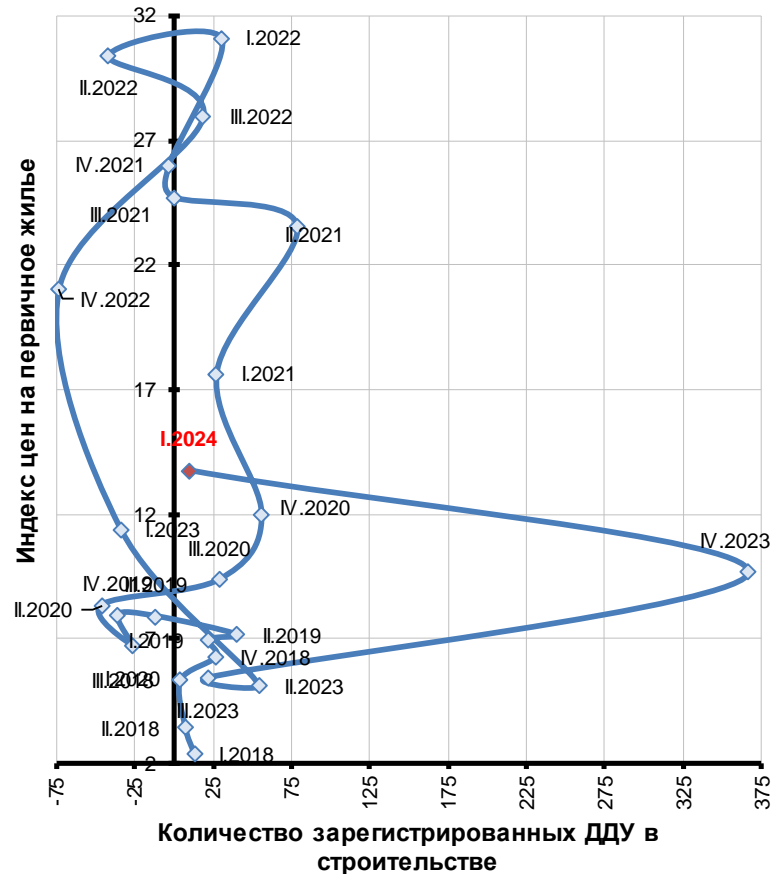
- на американском финансовом рынке сохраняется уже несколько месяцев (что само по себе аномально – кризис так и не наступил) формально предкризисная ситуация – уровень доходов по краткосрочным гособлигациям выше, чем по долгосрочным, причём ситуация лишь ухудшилась;
- возобновился рост импорта, что «арифметически» является вычетом из экономического роста, реально – обеспечивает возможности для расширения производства в ряде отраслей, включая высокотехнологичные;
- среди 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 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, %)



В I кв. *российская экономика* закрепились в зоне «инфляционного роста» – экономическая динамика оказалась довольно интенсивной (5.4% к I кв. 2023 г.), но уровень инфляции еще выше (7.61% к I кв. 2023 г.). Впрочем, потенциал ускорения роста еще не исчерпан. *На рынке жилья* в I кв. ситуация откровенно ухудшилась. Комплекс мер по охлаждению рынка (последовательное ужесточение требований к разным категориям заемщиков, 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.

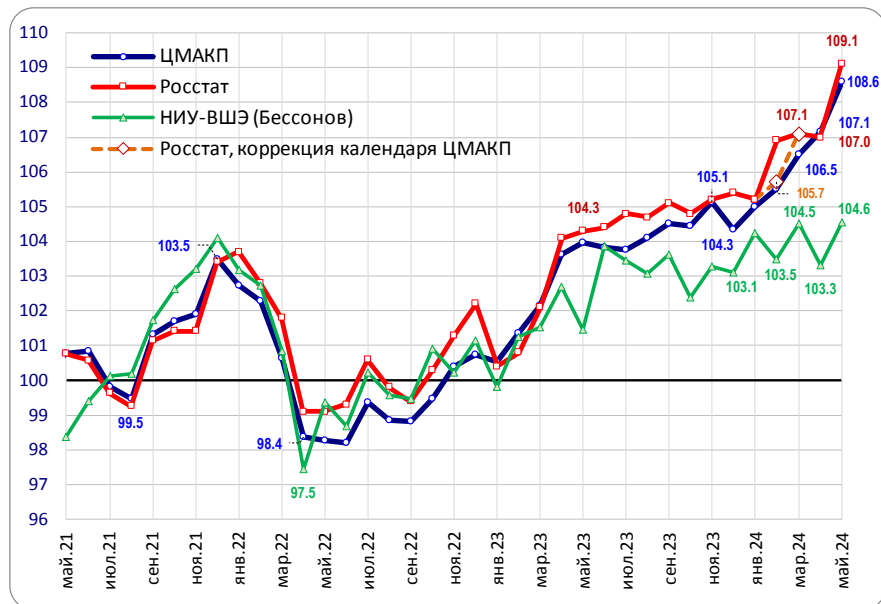
Динамика промышленного производства

темпы прироста, %

	I кв.	II кв.	март	апрель	май
Промышленное производство					
<i>к соответствующему периоду 2019 года</i>					
данные Росстата	13.7	13.4	14.7	11.4	15.3
оценка ЦМАКП	9.4	19.3	10.4	15.6	22.9
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>					
данные Росстата	0.5	0.9	0.2	-0.1	2.0
оценка ЦМАКП	0.7	1.0	0.9	0.6	1.4
Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	0.4	0.3	1.0	-0.6	1.1
Обрабатывающие производства	1.0	1.5	1.2	1.7	1.3
Производство пищевых продуктов	0.9	0.5	0.5	0.8	0.2
Сырьевые производства	0.0	1.0	0.5	0.8	1.2
Производство нефтепродуктов	-0.5	2.4	0.4	2.9	2.0
Товары инвестиционного спроса	0.9	0.0	3.7	2.3	-2.2
Производство ТДП	6.0	0.6	15.7	10.0	-8.0
Производство непрод.товаров повседневного спроса	2.0	2.3	1.1	0.0	4.6
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.0	0.4	-0.6	-1.8	2.6

Согласно данным Росстата, после паузы в апреле, в мае произошло резкое увеличение объемов промышленного производства – на 2.0% относительно предыдущего месяца (здесь и далее, если не оговорено особо, сезонный и календарный фактор устранены). С учетом предшествующего роста (в I кв.), уровень выпуска с начала года (май к декабрю) возрос уже на 3.5%. По сравнению с соответствующим периодом предыдущего года индекс в мае составил 105.3%, а в целом за январь-май – 105.2%.

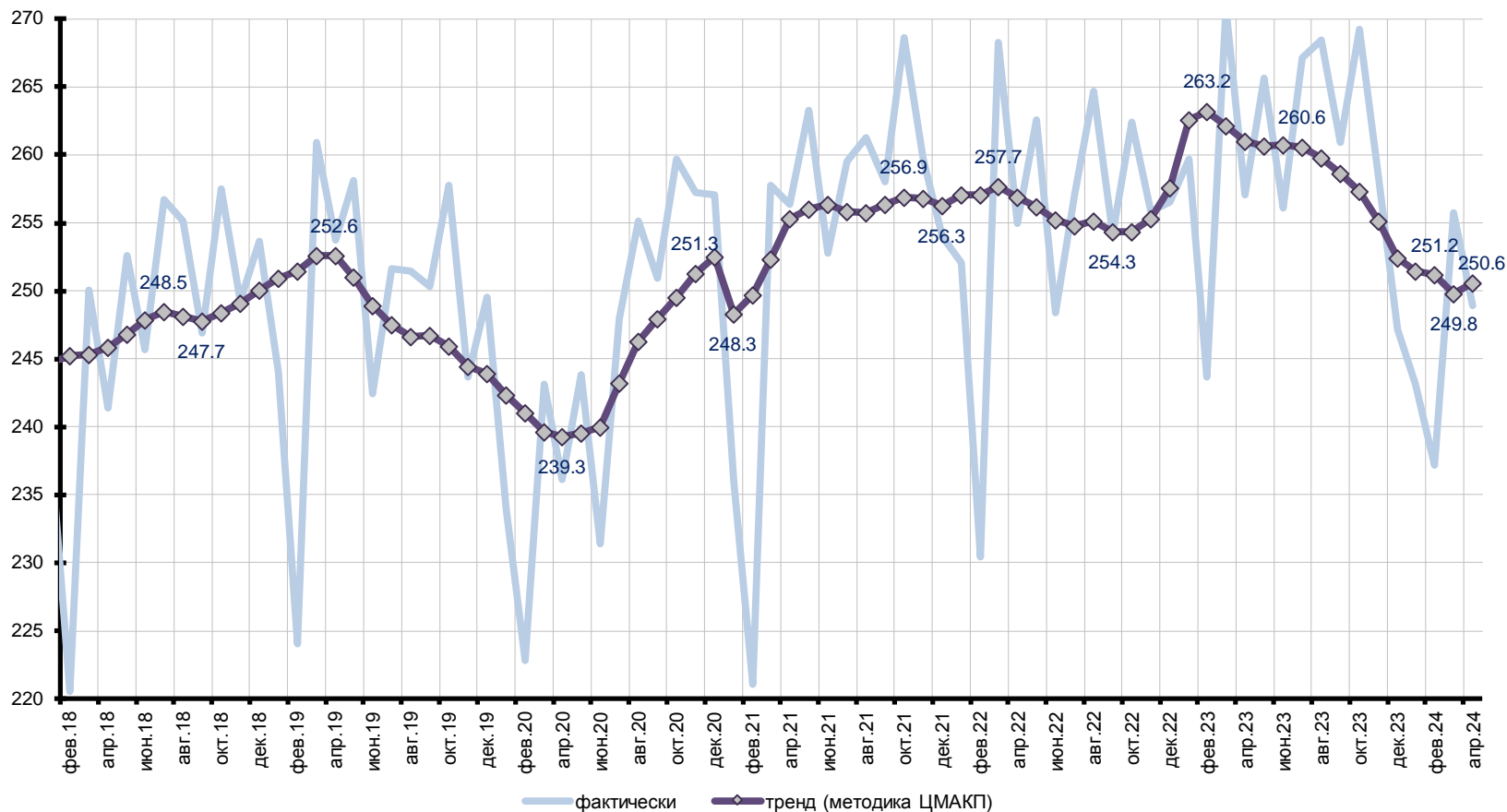
среднемесячный уровень 2019 = 100,
с исключенной сезонностью



По оценке ЦМАКП, фиксируется, в целом, аналогичная картина, отличие лишь в большей плавности траектории объемов выпуска. Прирост в мае к апрелю мы оцениваем в +1.4% (после +0.6% в апреле).

Основной вклад в прирост выпуска (0.56 проц.п.) внесло резкое (на 10.8% к апрелю) увеличение производства металлоизделий. Второй по значимости вклад (0.38 проц.п.) – у добычи полезных ископаемых. Также ощутимым (0.21 проц.п.) стало наращивание выпуска нефтепродуктов (в двух последних случаях рост имеет восстановительный характер).

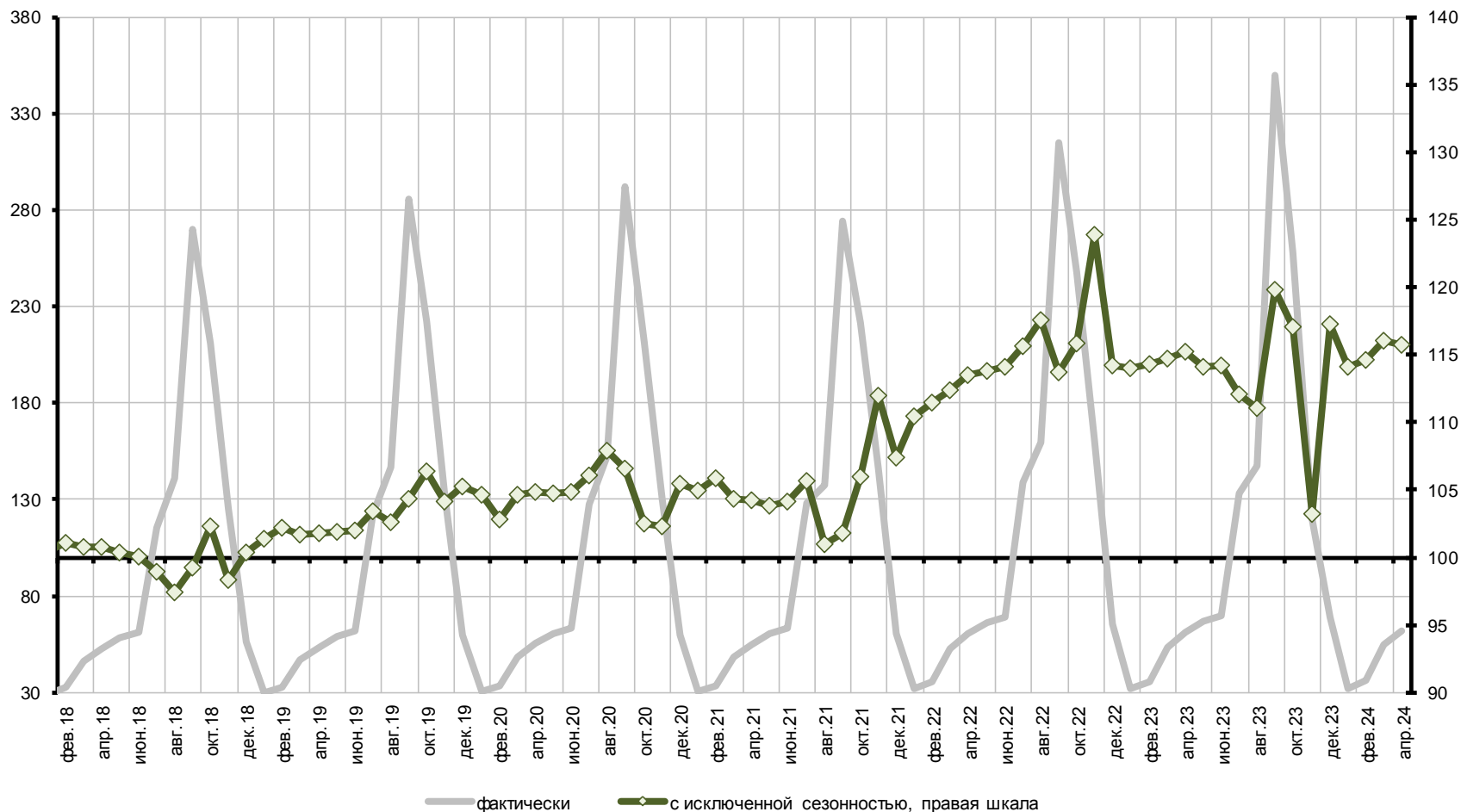
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)*



Объем среднесуточного грузооборота транспорта (без учета трубопроводного) – косвенный индикатор экономической активности – в апреле несколько возрос, так что снижение марта (отчасти, вероятно, связанное с «тарифным» конфликтом между угольщиками и железнодорожниками) оказалось во многом компенсировано. В целом, с начала года направленность тенденции изменения грузооборота является слабовыраженной, на грани между стагнацией и слабым снижением.

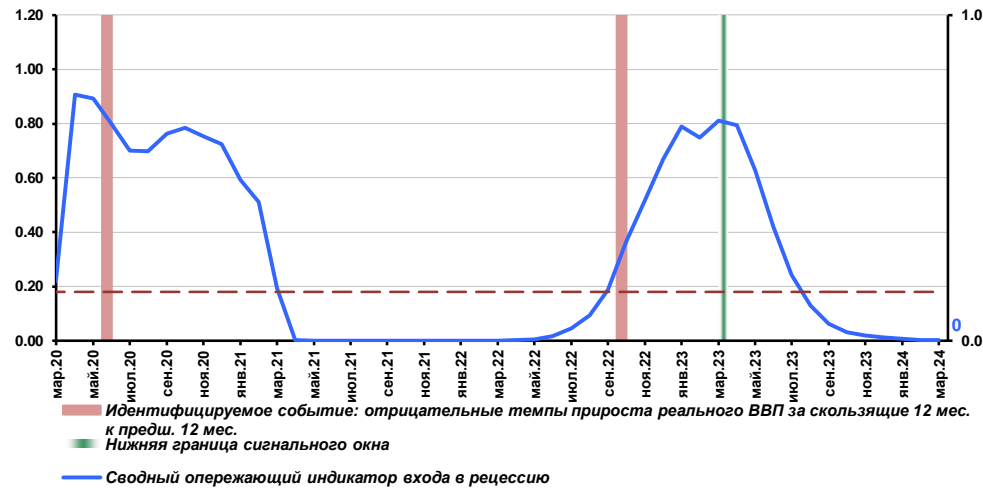
* Динамика грузооборота за 2023-2024 гг. уточнены по сравнению с предшествующим выпуском в связи с уточнением данных Росстатом.

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



В сельском хозяйстве уровень выпуска стабилизировался (сезонность устранена). Приближается начало сельскохозяйственного года, который может быть довольно сложным из-за последствий заморозков в европейской части России. Но на старте ситуация выглядит пока вполне нормальной.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

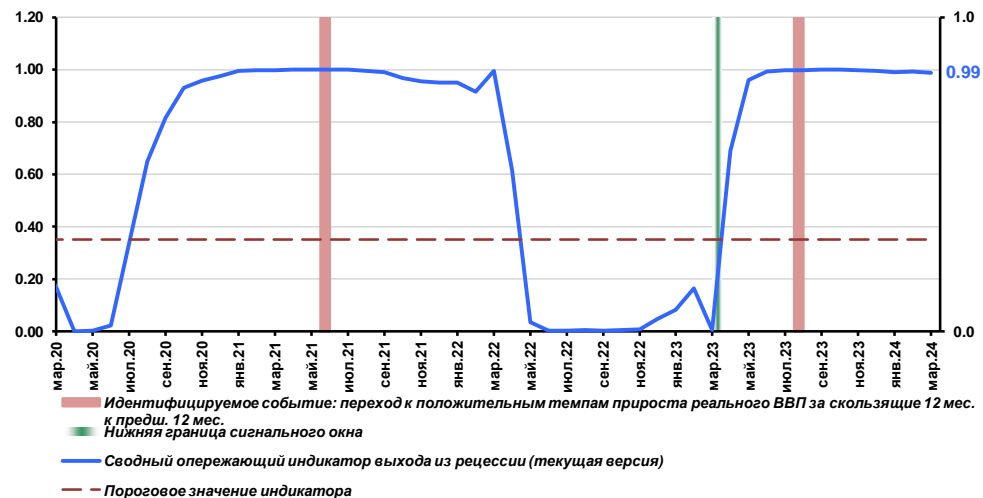


В марте 2024 г. значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* сохранялось на минимальной отметке и на очень большом отдалении от порогового значения (0.18). Это означает полное отсутствие сигналов о приближении новой рецессии на горизонте следующих двенадцати месяцев.

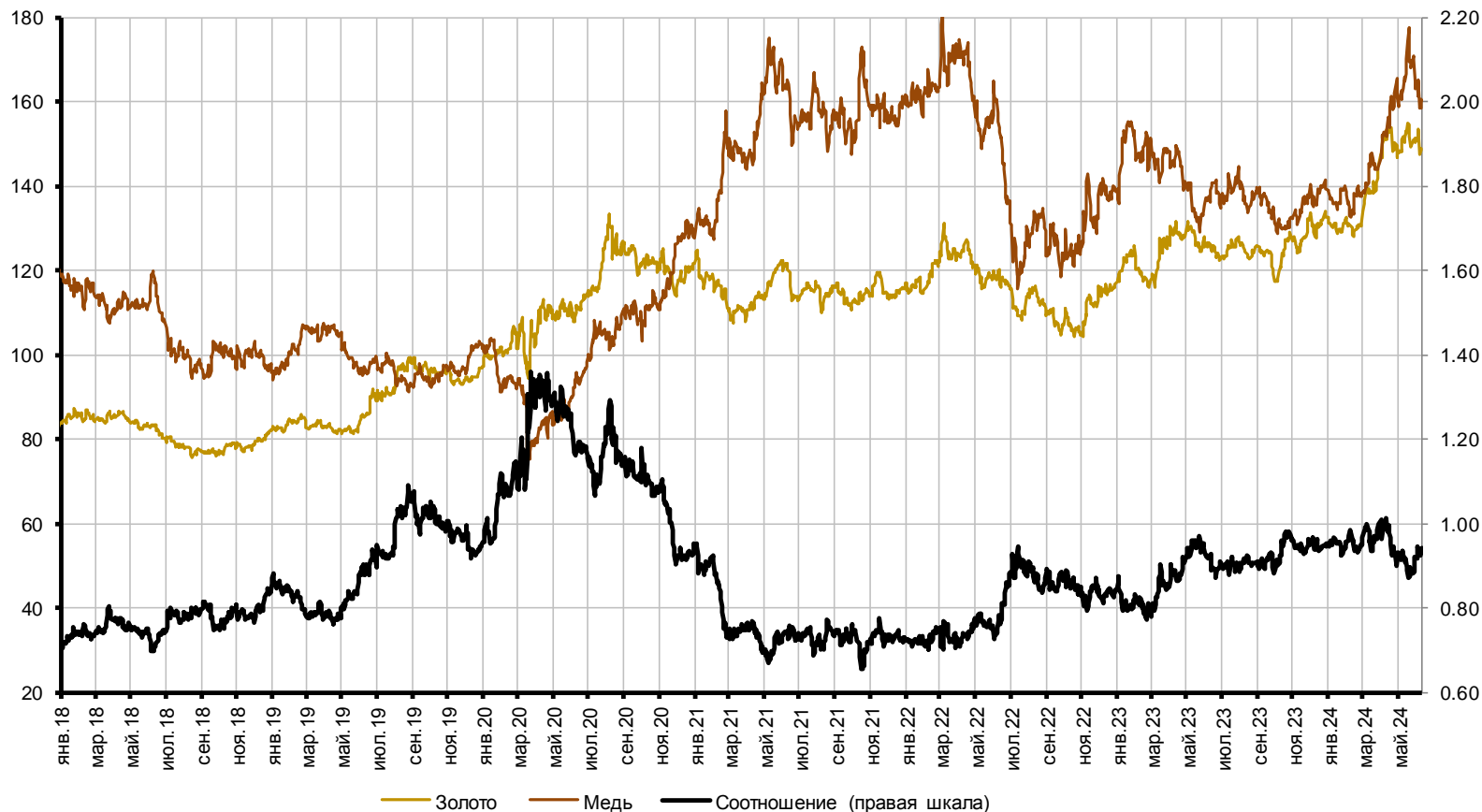
Значение СОИ в марте продолжало находиться на минимальной отметке в результате влияния ряда позитивных факторов, способствовавших снижению вероятности возникновения рецессии:

- инерционного фактора (рост ВВП за предшествующий скользящий год);
- заметного увеличения положительного сальдо счета текущих операций;
- снижения вероятности реализации системного кризиса российского банковского сектора (снижение значения СОИ возникновения системного банковского кризиса).

При этом в сторону увеличения вероятности возникновения рецессии действовал рост скользящей средней ставки на денежном рынке, обусловленный предшествующим циклом повышения ключевой ставки Банка России. Однако негативное влияние этого фактора нивелировалось действием вышеперечисленных позитивных факторов.

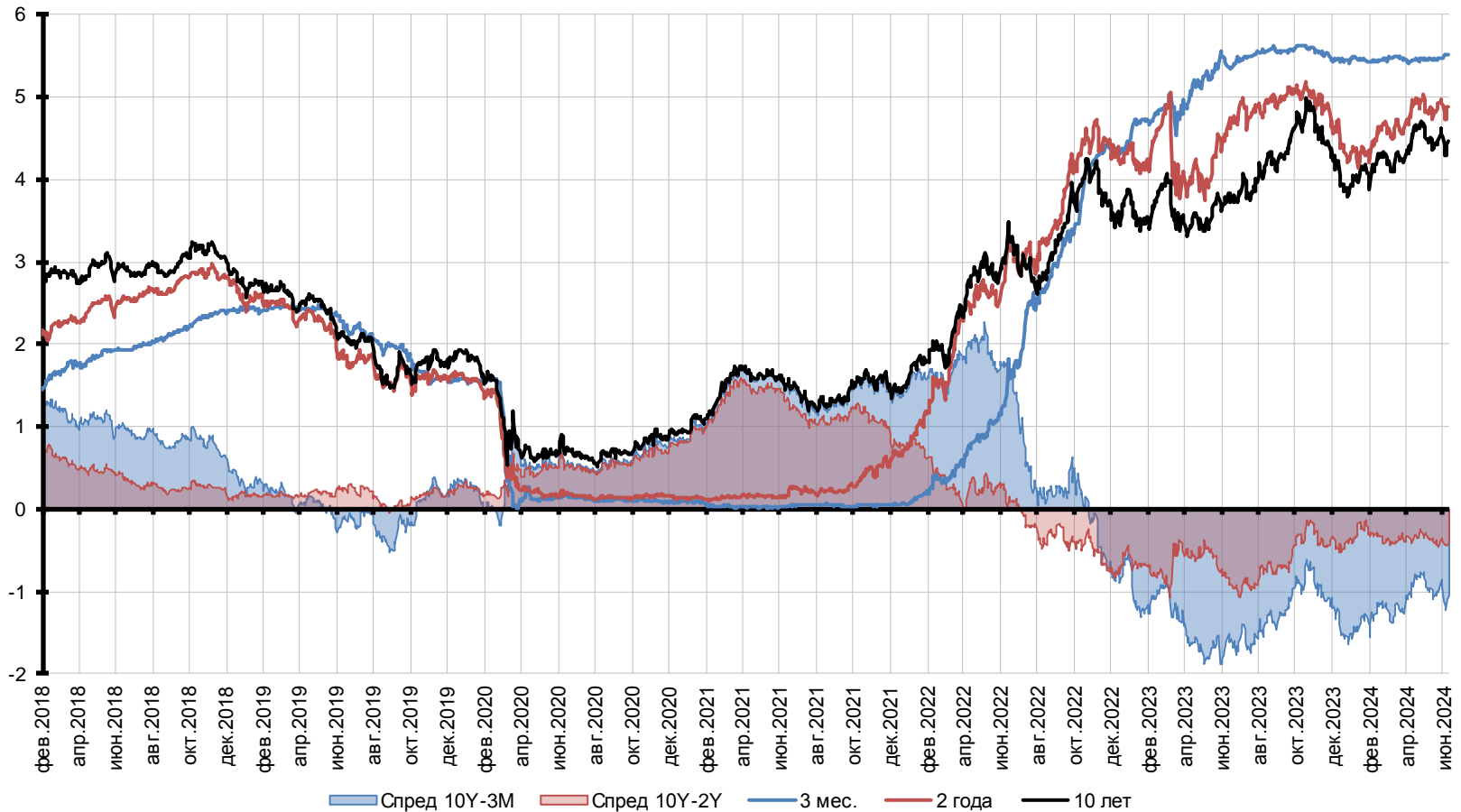


Индикатор мировой экономики: биржевые цены на золото и медь в долл. и их соотношение (январь 2020=100)



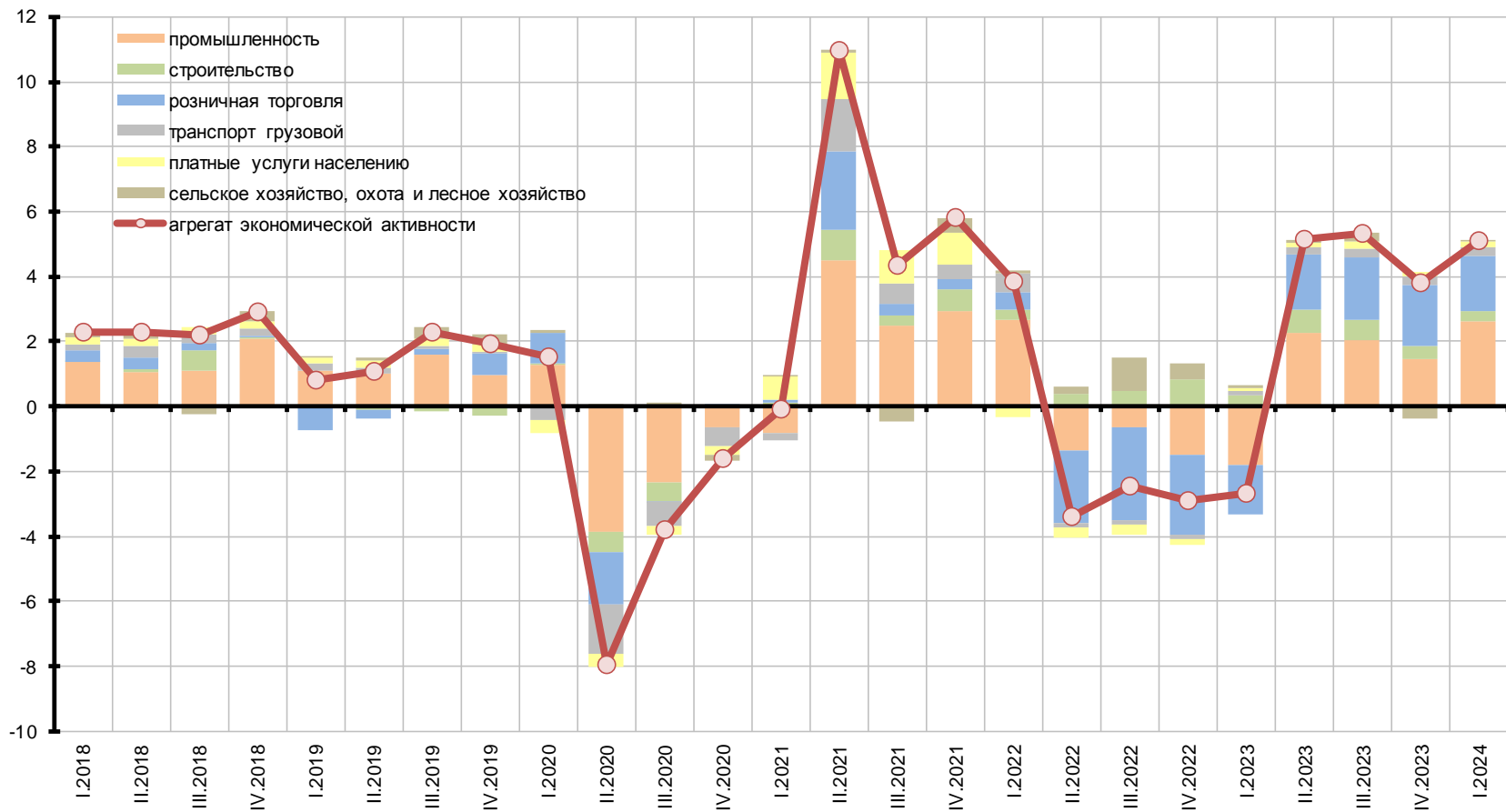
На мировых товарных биржах ситуация (по сравнению с прошлым Обзором) изменилась в направлении повышения оценки рисков. Относительно высокий спрос на золото (в том числе со стороны центробанков ряда стран) привёл к повышению соотношения «золото/медь» - причём, цены на золото стабилизировались на исторически максимальном уровне, а на медь – весьма высоки, но снижаются.

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



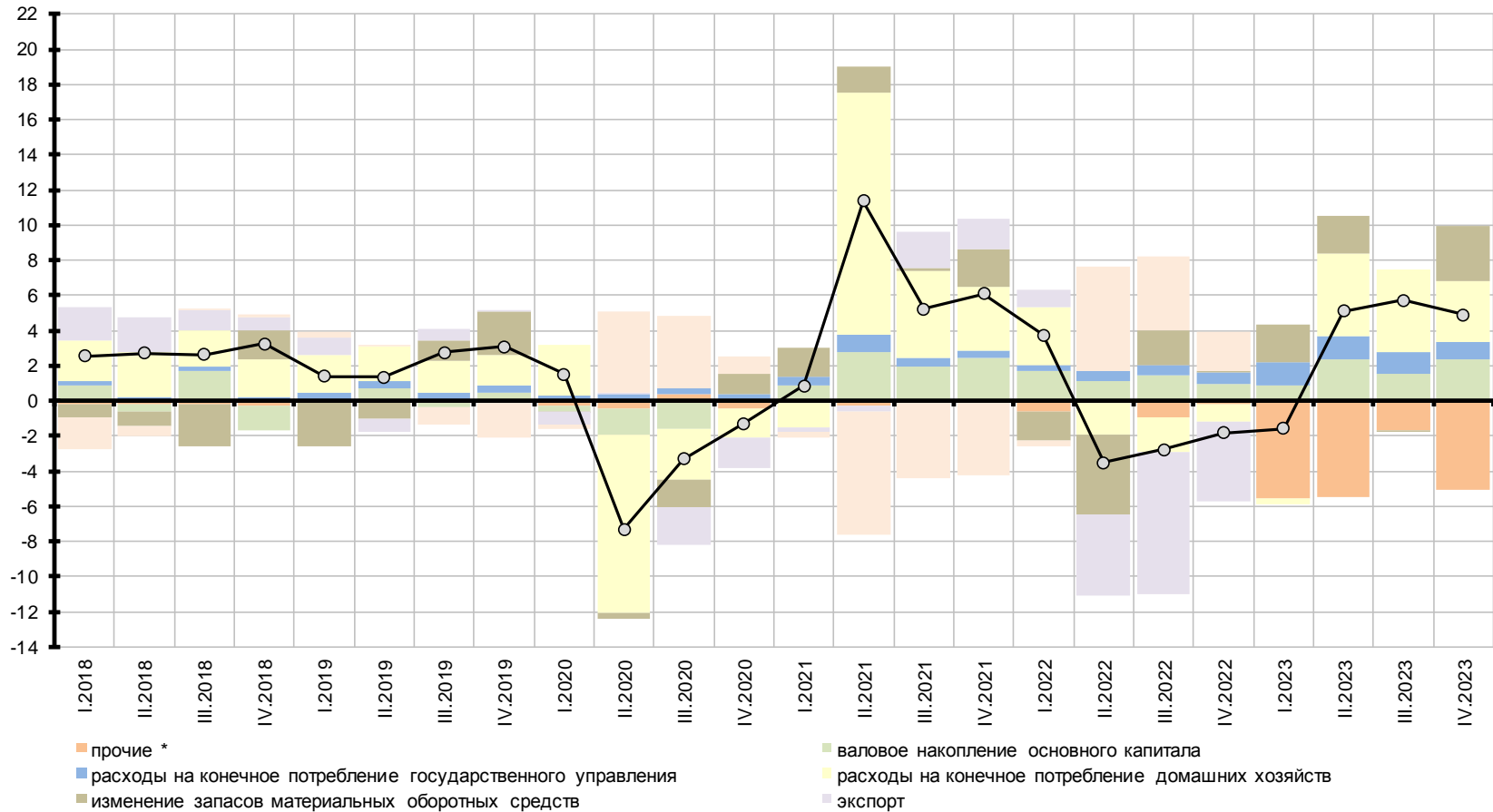
На фондовых рынках США сохраняется реверс доходности между кратко- и долгосрочными гособязательствами. Мало того, что сама эта ситуация (обычно возникающая перед самым кризисом – «краткосрочные риски выше долгосрочных» и есть знак ожидания кризиса инвесторами) продолжается уже год, и в таком качестве совершенно нестандартна. Вдобавок к этому, масштаб этого «реверсивного спреда» (то есть интенсивность восприятия инвесторами рисков) стал в последнее время расти.

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



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 экономический рост давало расширение выпуска в промышленности (и вклад только растёт со временем), торговле и строительству. В последнем случае вклад отрасли быстро снижается с конца прошлого года (рост ставок по кредитам, ужесточение условий).

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

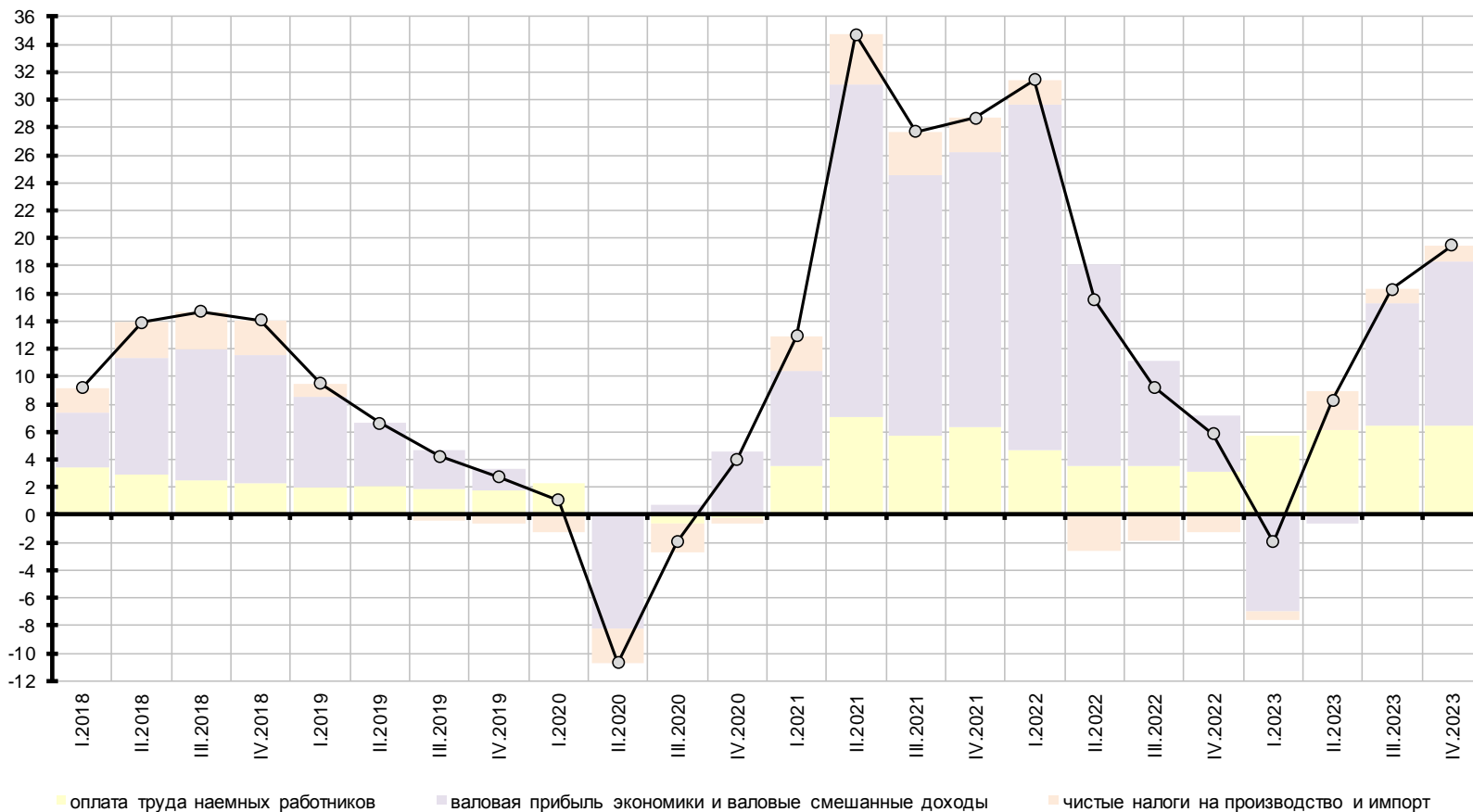


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Состав *компонентов конечного спроса* в IV кв. 2023 г. в целом, остался таким же, как и в предшествующих двух. Основным фактором роста по-прежнему остаётся расширение потребления населения, а вклад накопления основного капитала оказался куда ниже. Бросается в глаза только одно отличие – очень существенный (больше, чем у инвестиций в основной капитал!) вклад прироста запасов. Скорее всего, это (формирование запасов «впрок», активнее обычного) – реакция компаний на начало цикла повышения процентных ставок, из соображений «через месяц покупать будет дороже».

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



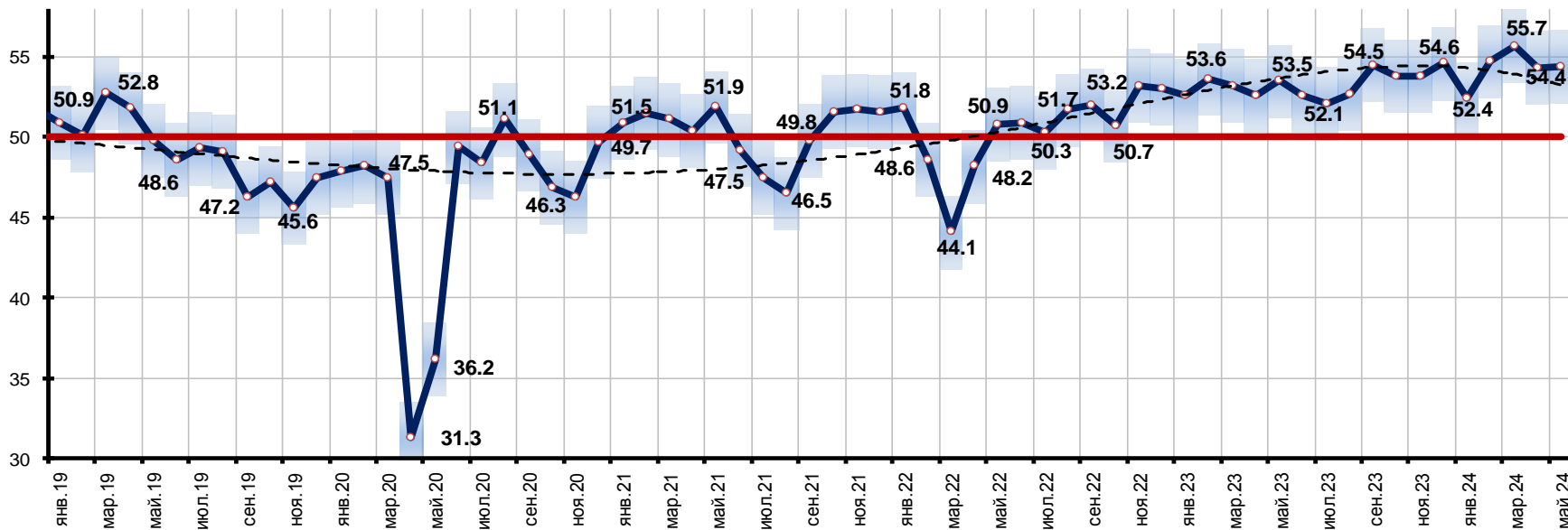
¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

В IV кв. структура *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении – ещё раз отметим, что здесь имеет место суммирование эффектов за весь «скользящий год») осталась примерно той же, что и в прошлом квартале. Сохраняется (несмотря на промышленную дефляцию в четвёртом квартале и проблемы с рентабельностью) уникальная ситуация: параллельно расширялась и оплата труда занятых, и валовая прибыль экономики. Это создавало потенциал для довольно сбалансированного роста в российской экономике – отдельный вопрос, насколько этим удалось воспользоваться в прошлом и насколько долго в сложившихся условиях такой режим сможет поддерживаться.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

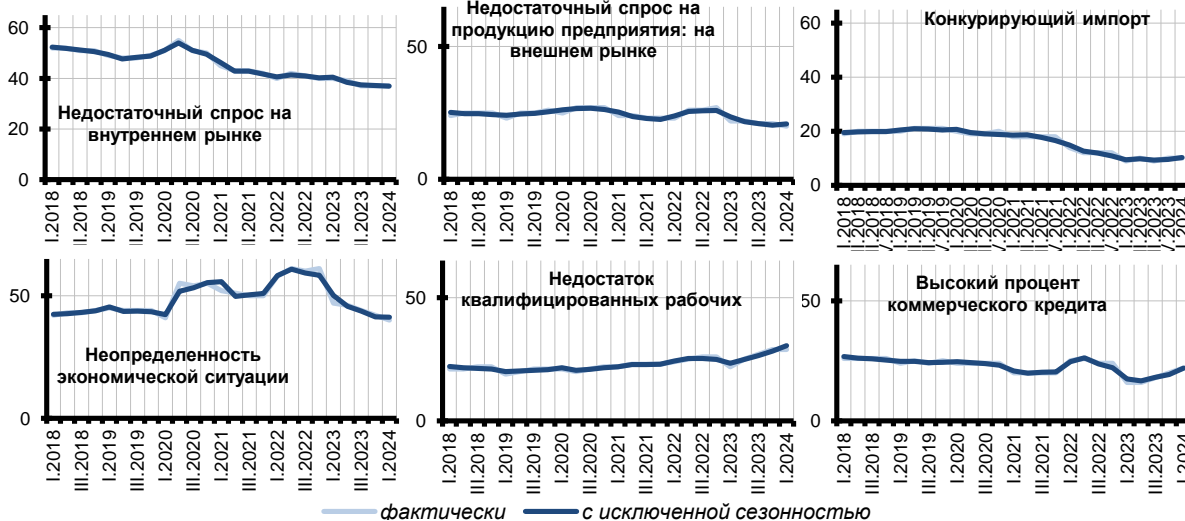
Оценки ситуации и поведение компаний

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



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

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



Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей, как и ожидалось, закрепился на уровне «умеренного оптимизма» - 54-55%. Такой уровень, по всей видимости, является равновесным и, в целом, соответствует сложившимся условиям.

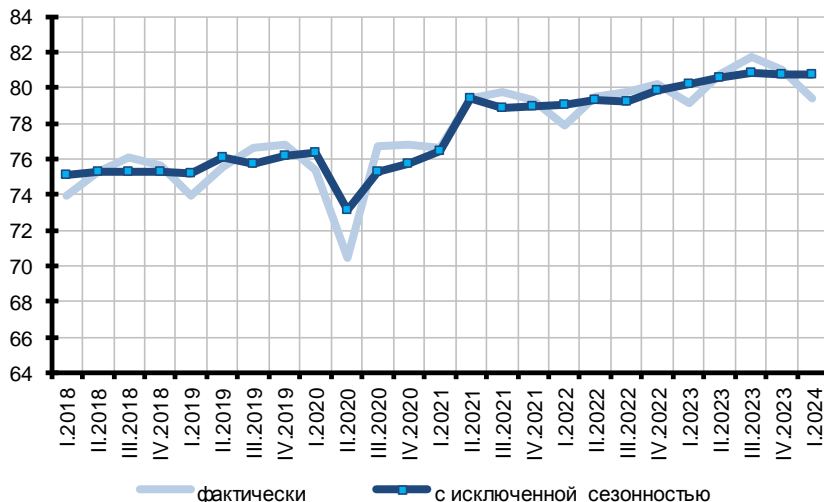
Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях в I кв. заметны все более сильные ограничения со стороны недостатка квалифицированного труда и со стороны высоких процентных ставок по кредитам. В то же время, значимость остальных факторов снижается (хотя дефицит внутреннего спроса, наряду с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

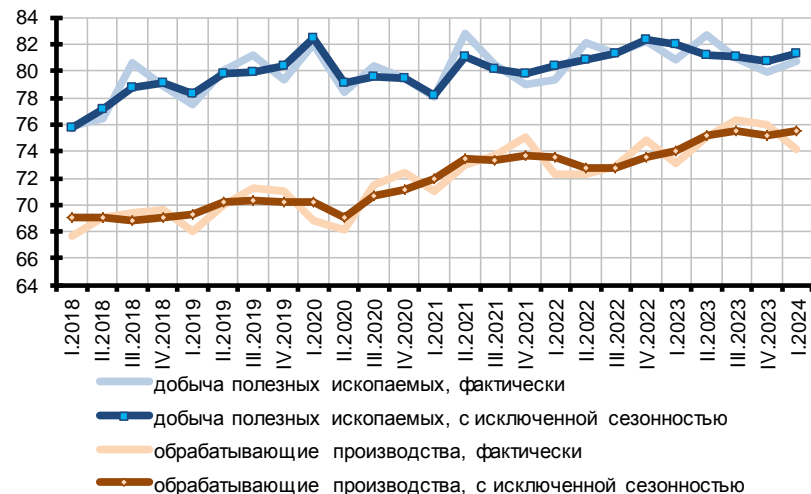
² Соответствующий комментарий будет обновлен по мере обновления данных

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

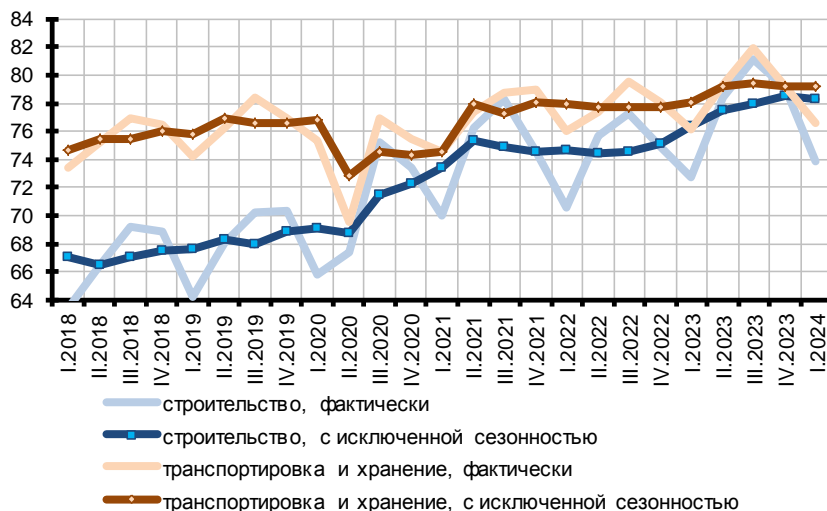
Экономика в целом



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", %

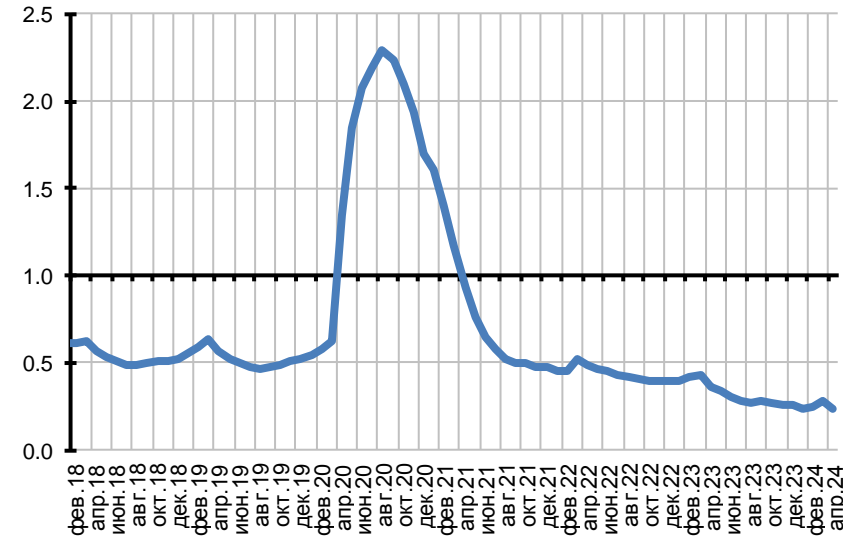
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Рынок труда

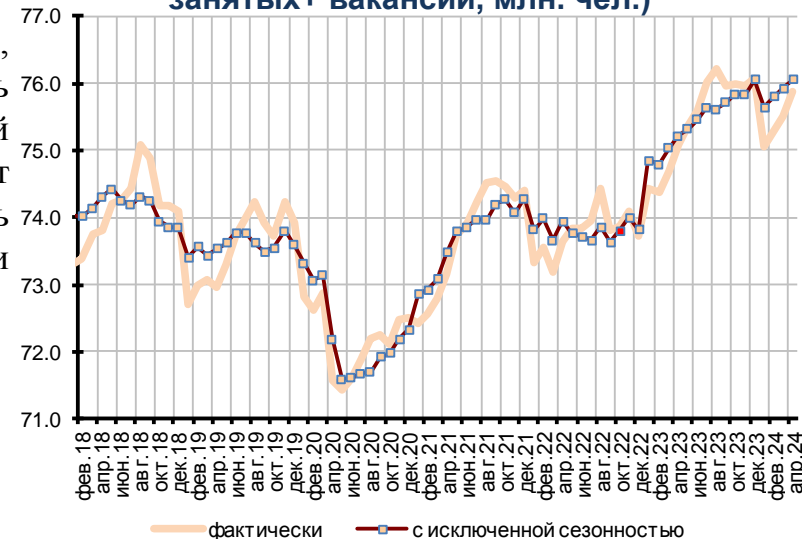
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



Коэффициент напряженности на рынке труда,¹ сезонность устранена



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

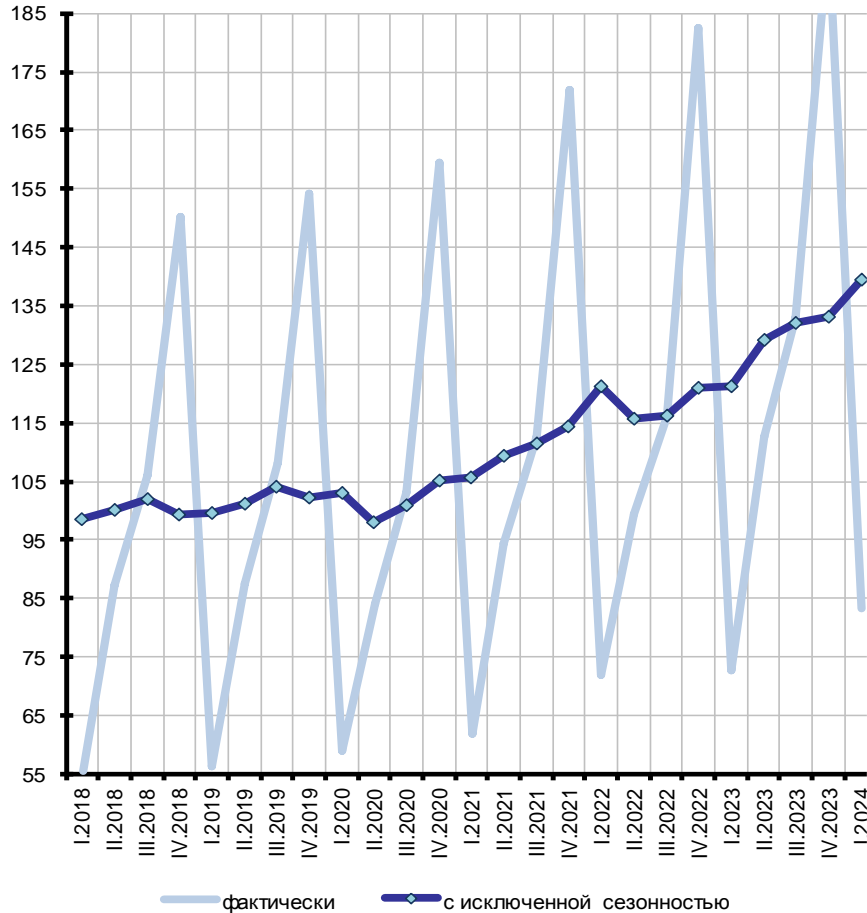


На рынке труда вновь стала воспроизводиться ситуация, существовавшая весь прошлый год: безработица (сезонность устранена) продолжает снижаться, обновляя один исторический минимум за другим. И, что самое интересное – возобновился рост спроса на труд (сезонность устранена), пока он, правда, лишь компенсировал «провал», но признаков замедления или приостановки этого роста пока не просматривается.

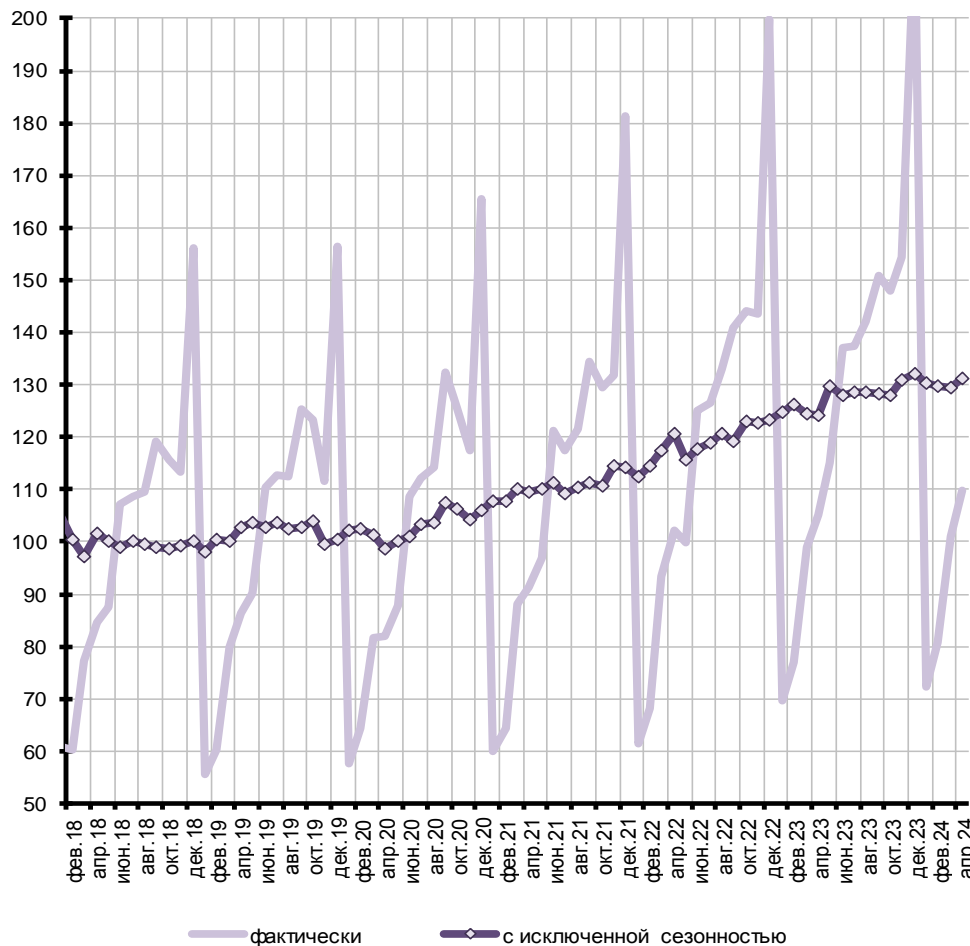
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

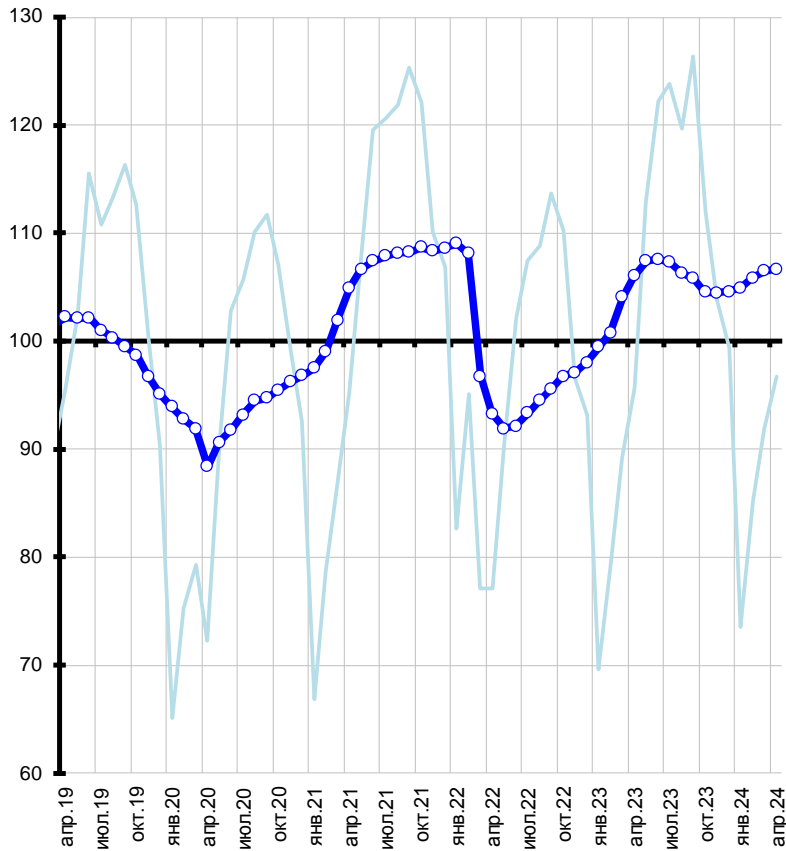


В I кв. *рост инвестиций* в основной капитал резко усилился (+4.7% к IV кв. 2023 г., сезонность устранена). Судя по данным о (очень низкой) динамике предложения инвестиционных товаров, во-первых, и строительных работ, во-вторых, можно предположить, что высокая динамика инвестиций связана, в очень большой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

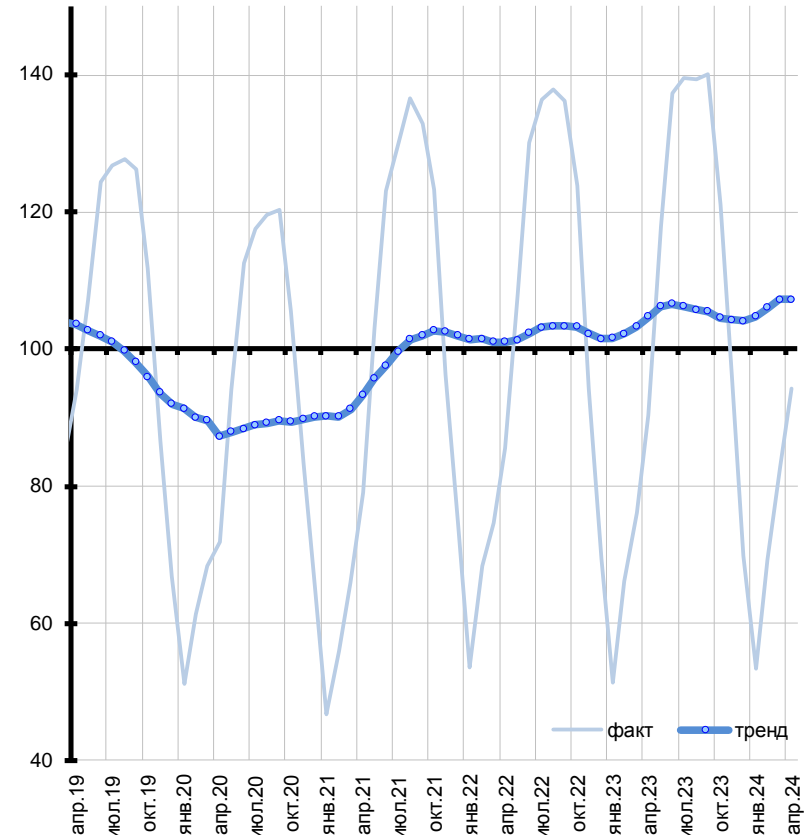
В *строительстве* ситуация в апреле чуть улучшилась, но пока речь идет только о неполном восстановлении после «просадки» в начале года (январь: -1.3%, февраль: -0.4%, март: -0.3%, апрель: +1.3%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, «охлаждение» в строительстве – практически неизбежный эффект ужесточения условий по ипотеке и повышения ставок.

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



Предложение стройматериалов

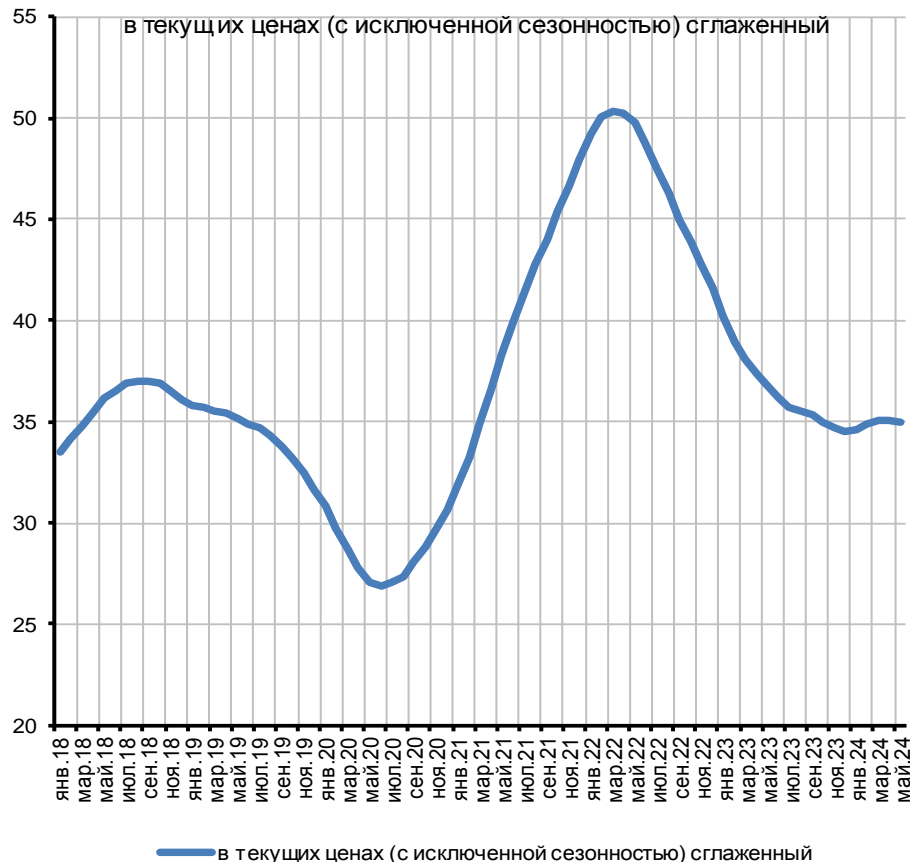


Инвестиционная активность (оцененная по уровню предложения инвестиционных товаров в экономике), по уточненной оценке, в I кв. увеличилась на 1,8% (март к декабрю, сезонность устранена). Впрочем, это лишь частично компенсировало снижение во втором полугодии прошлого года (за полгода, декабрь к июню, на 2,8%). При этом в апреле инвестиционная активность по сравнению с мартом не изменилась. Текущий уровень предложения инвестиционных товаров на 6.7% выше среднемесячного значения 2019 г., и на 1.0% – уровня 2021 г.

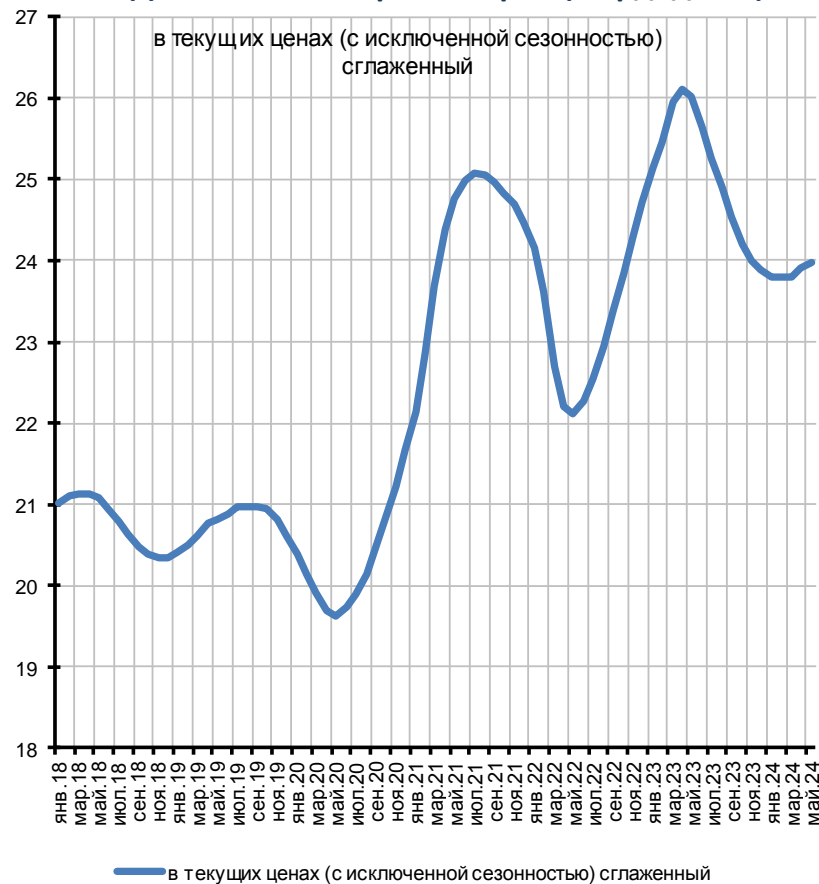
В начале II кв. неизменность уровня по сравнению с мартом наблюдается по обоим ключевым компонентам индекса: как в части предложения базовых строительных материалов, так и машин и оборудования.

Спрос: внешняя торговля¹

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров (млрд. долл.)

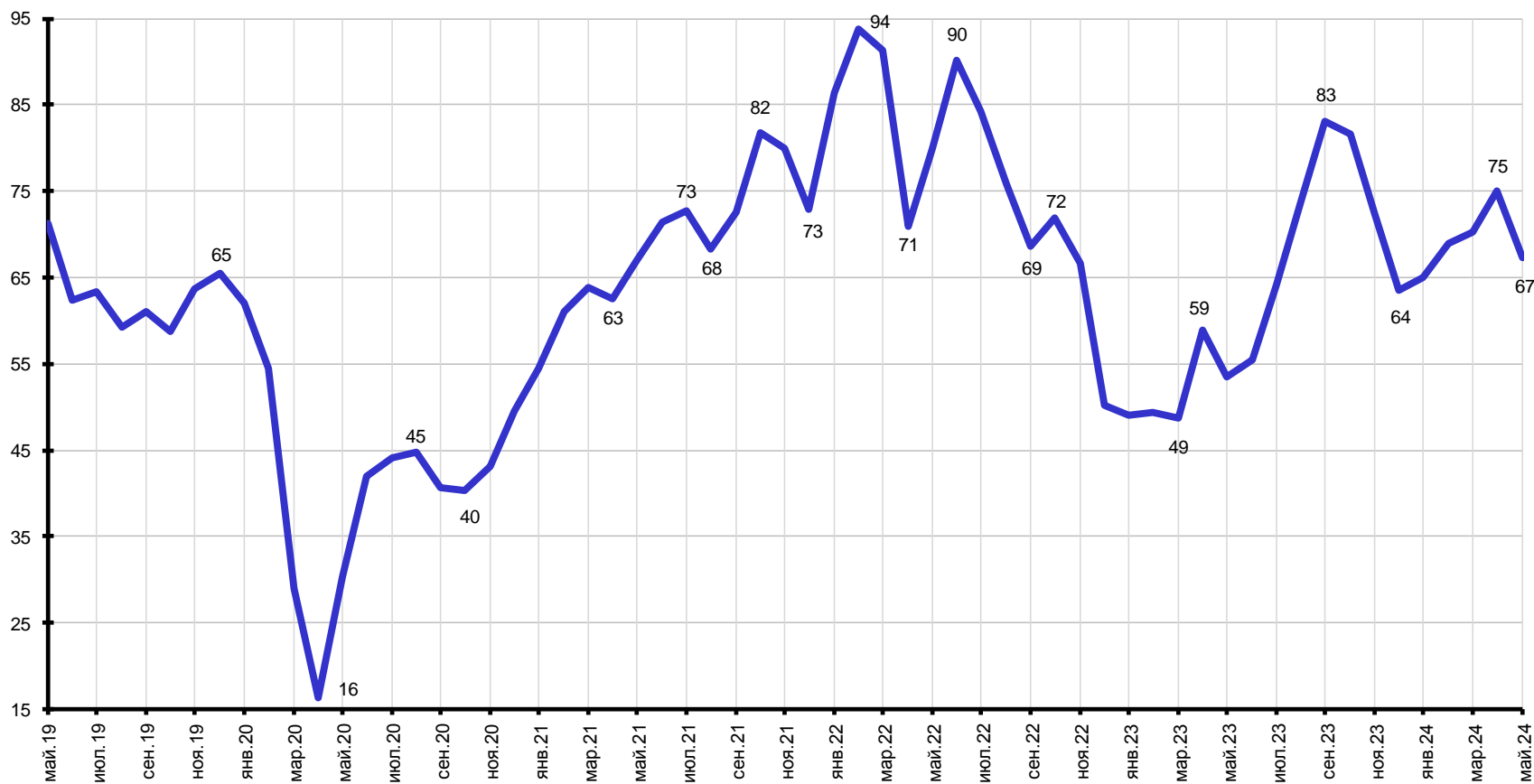


В сфере *экспорта товаров*, ситуация чуточку улучшилась: отмечена тенденция к очень небольшому и неустойчивому, но росту экспорта товаров (в текущих ценах, сезонность устранена). Можно довольно уверенно утверждать, что спад, продолжавшийся с марта 2022 г. по ноябрь 2023 г. (полтора года!), определённо преодолён. Другой вопрос, насколько оно устойчиво, с учётом новых санкций против вывоза российских энергоносителей и добровольных ограничений по ОПЕК+.

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) тоже обрёл лёгкую тенденцию к росту. Как уже отмечалось, рост импорта нельзя оценивать однозначно. Разумеется, чисто арифметически прирост импорта – вычит из экономического роста. Более содержательно – ряд видов импорта (комплектующие, ряд видов оборудования и даже сырьё и материалов) критически необходим для производства российской продукции, особенно в машиностроении и химической промышленности.

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

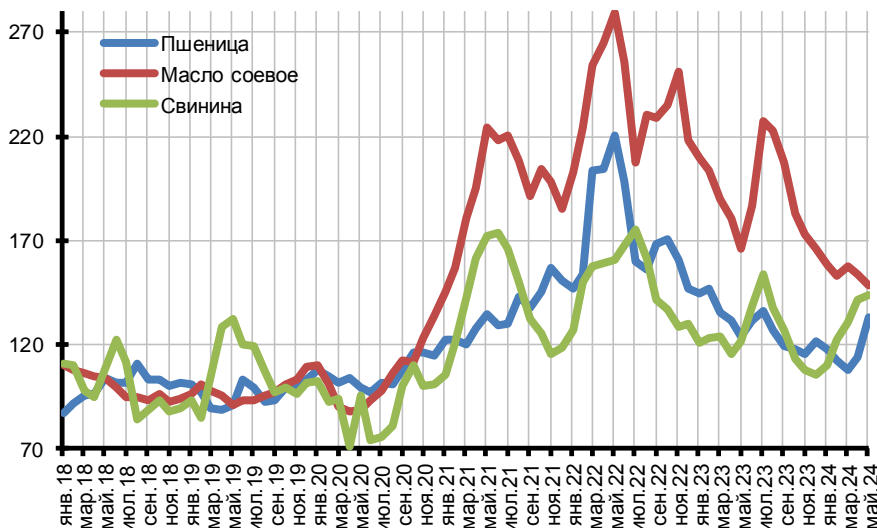
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в мае 2024 г. составила 67.4 долл./барр. после 75.0 долл./барр. в апреле 2024 г. В мае цены на нефть то росли, то снижались, но в целом их среднемесячное значение оказалось ниже апрельского. Увеличение показателя наблюдалось преимущественно на фоне оптимизма по поводу роста китайской экономики (увеличение спроса на нефть) и опасений перебоев в поставках из-за ситуации на Ближнем Востоке (ограничение предложения). В то же время цены на нефть падали, как по мотивам геополитических рисков, когда появлялись надежды на заключение перемирия между Израилем и ХАМАС, так и из собственно экономических – из-за опасений по поводу состояния спроса на топлива в США (из-за политики ФРС высоких процентных ставок). В начале июня страны ОПЕК+ продлили соглашение о сокращении добычи нефти на 2025 г., а также о дополнительном сокращении добычи нефти отдельными участниками на III кв. 2024 г. При этом с октября начнется частичное поэтапное восстановление добровольных сокращений, что может привести к дальнейшему снижению цен на нефть. По данным ЦИИ, дисконт нефти марки Urals к марке Brent к концу мая составил 16 долл./барр.

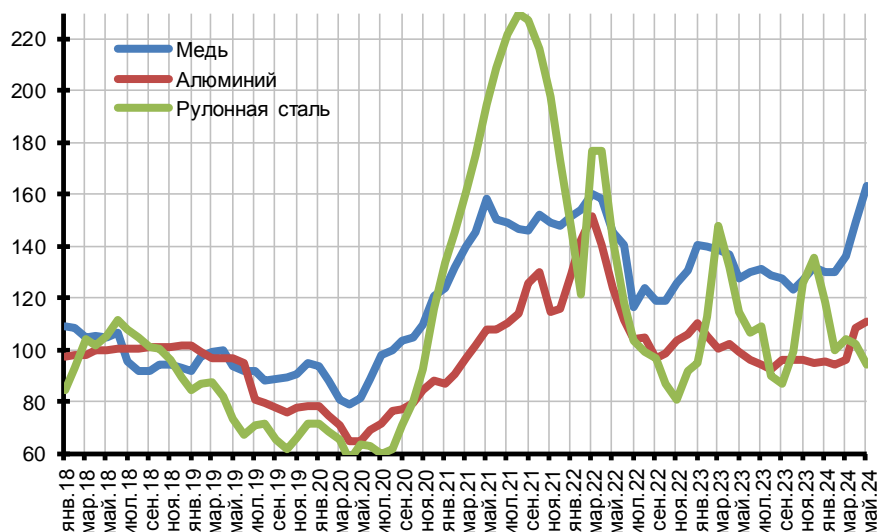
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



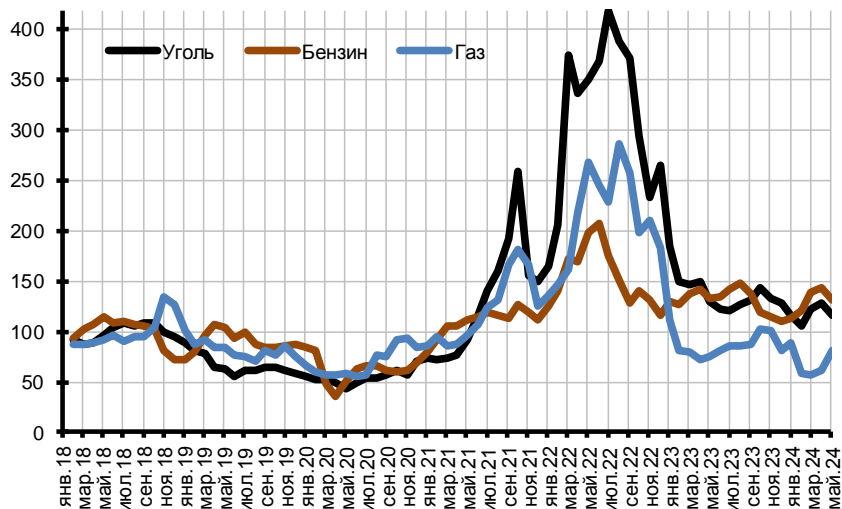
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*



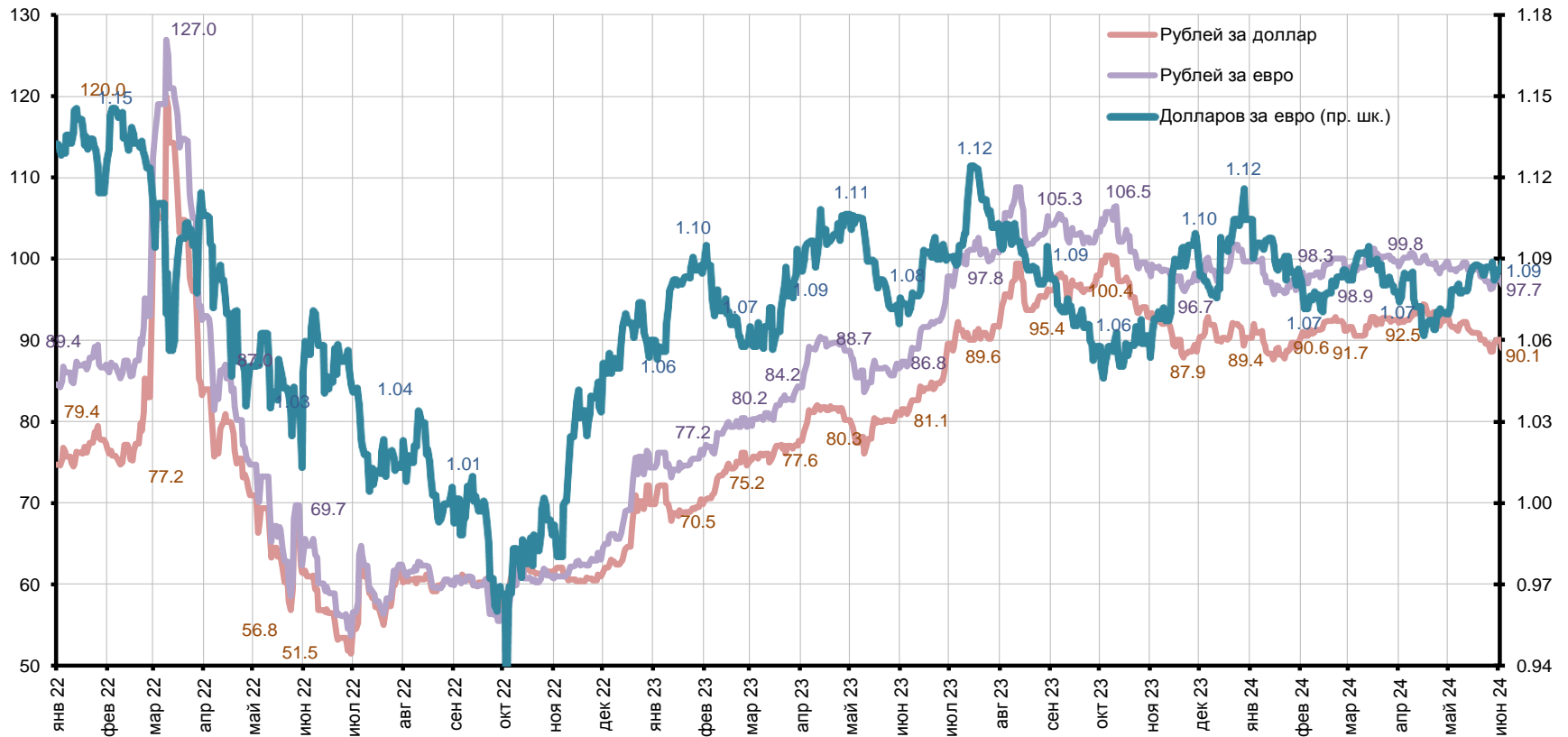
* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
 Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE
 Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на мировых рынках продовольствия, как уже отмечалось, начали отчётливо расти (по крайней мере, в части зерна и свинины).

На рынках основных видов металлов цены на цветные металлы, как уже отмечалось, заметно повышаются. В то же время, наметившееся было увеличение цен на сталь не просто не получило развития: цены заметно упали. Возможно, это отражение проблем китайской экономики, заставляющих игроков мирового рынка пересмотреть оценки спроса на металл.

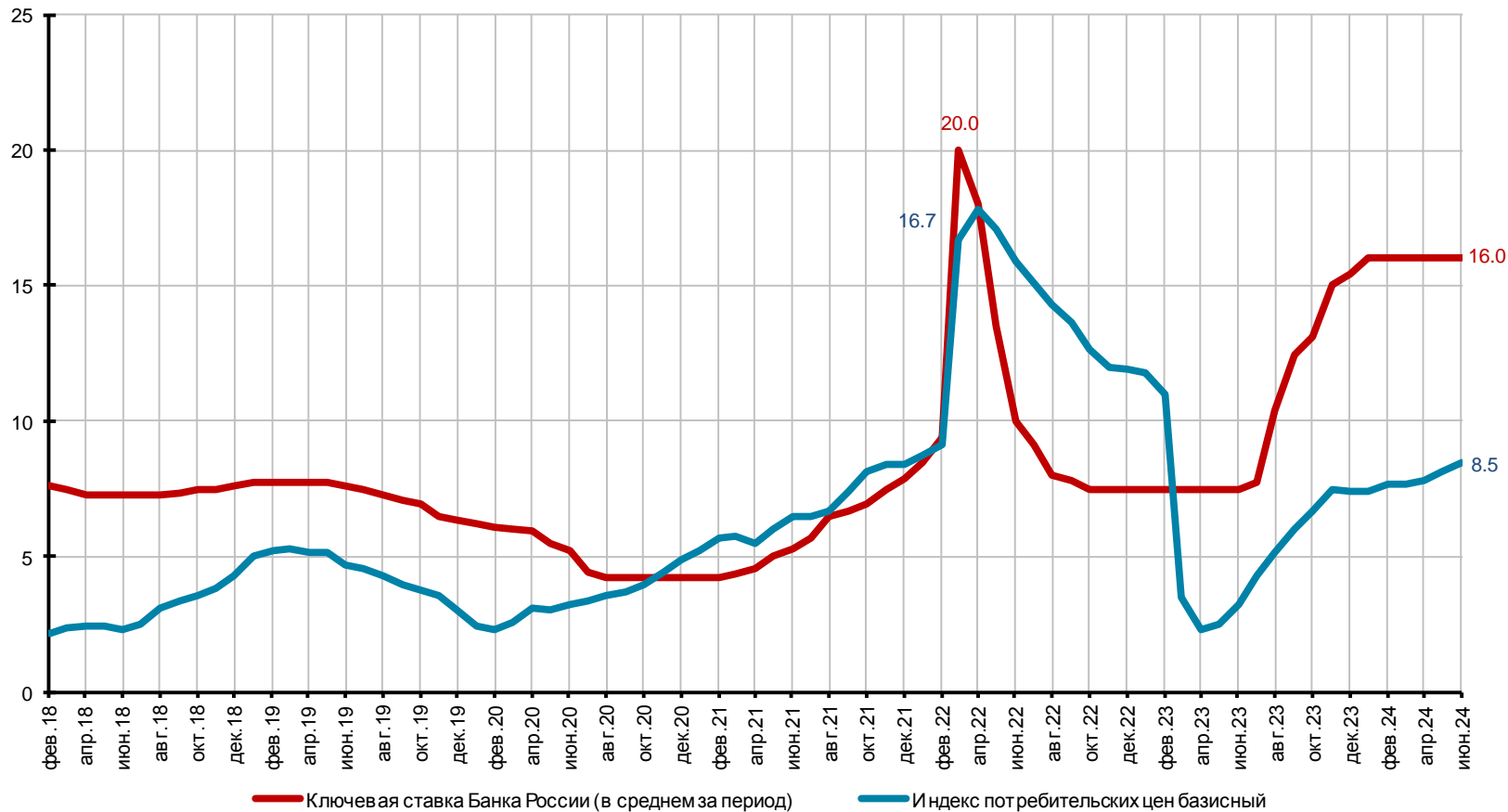
Цены на топливо, ранее возраставшие, сейчас движутся разнонаправленно: на уголь и бензин (что, учитывая сезон, довольно странно) – снижаются, на газ – продолжают заметно расти. Если лето в Северном полушарии будет жарким, этот рост может закрепиться из-за спроса на нужды кондиционирования воздуха.

Динамика валютных курсов



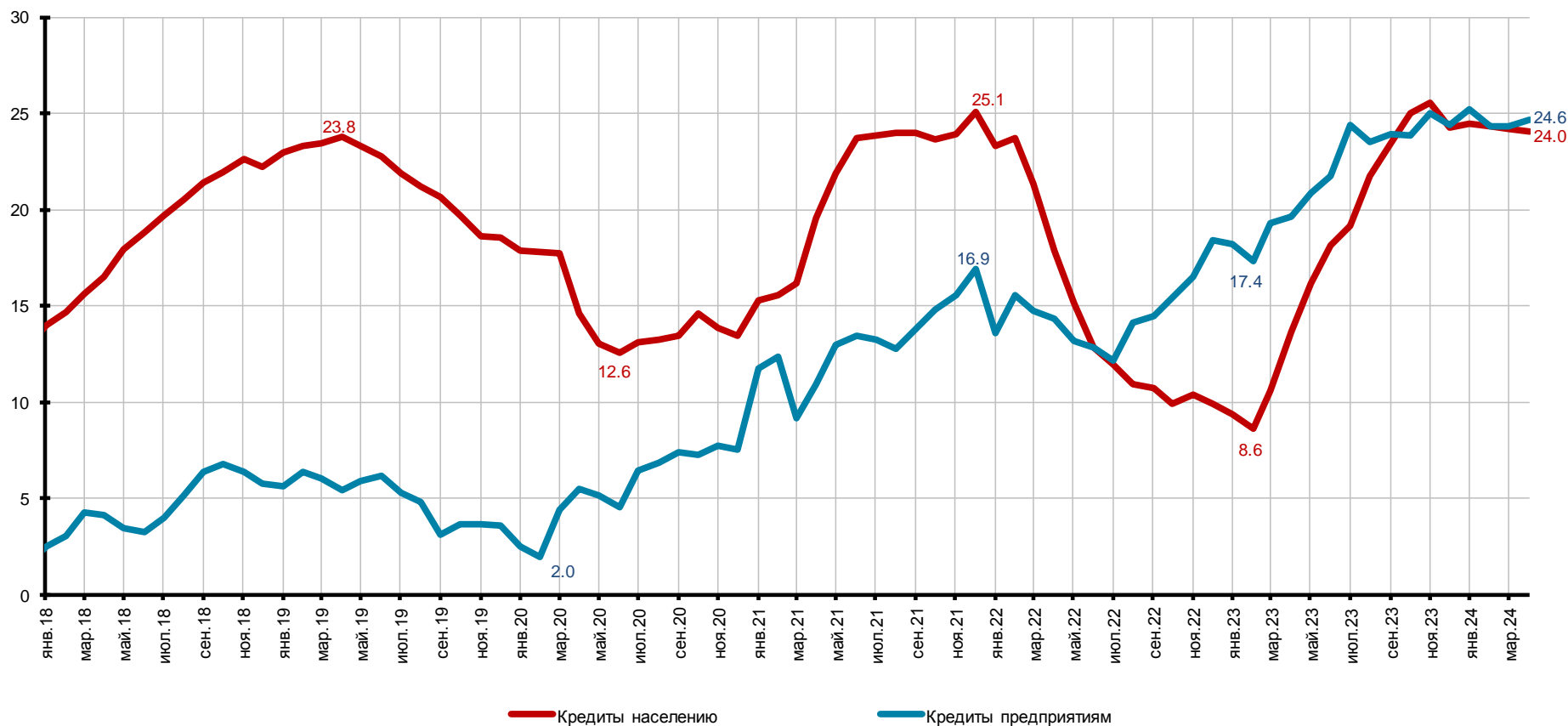
В мае происходило укрепление *рубля*, курс *бивалютной корзины* (доллар США, евро) к рублю снизился за месяц на 2.6%, составив на 1 июня 93.5 руб. Благоприятное влияние оказал активный приток валюты, полученной по экспортным контрактам, с ее последующей продажей в рамках исполнения обязательств о продаже валютной выручки. Кроме того, укреплению рубля способствовало снижение спроса на иностранную валюту со стороны импортеров, которые продолжали наращивать объемы операций в рублях.

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



7 июня Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение сохранить *ключевую ставку* на уровне 16% годовых вследствие сохранения высокого инфляционного давления, связанного с опережением роста внутреннего спроса. Риторика регулятора стала еще более жесткой: Банк России готов удерживать ставку в более длительной перспективе и не исключает возможности ее повышения на ближайшем заседании. В очередной раз в пресс-релизе Банка России отмечается нарастание жесткости рынка труда, что может являться существенным инфляционным фактором в будущем. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 26 июля 2024 г.

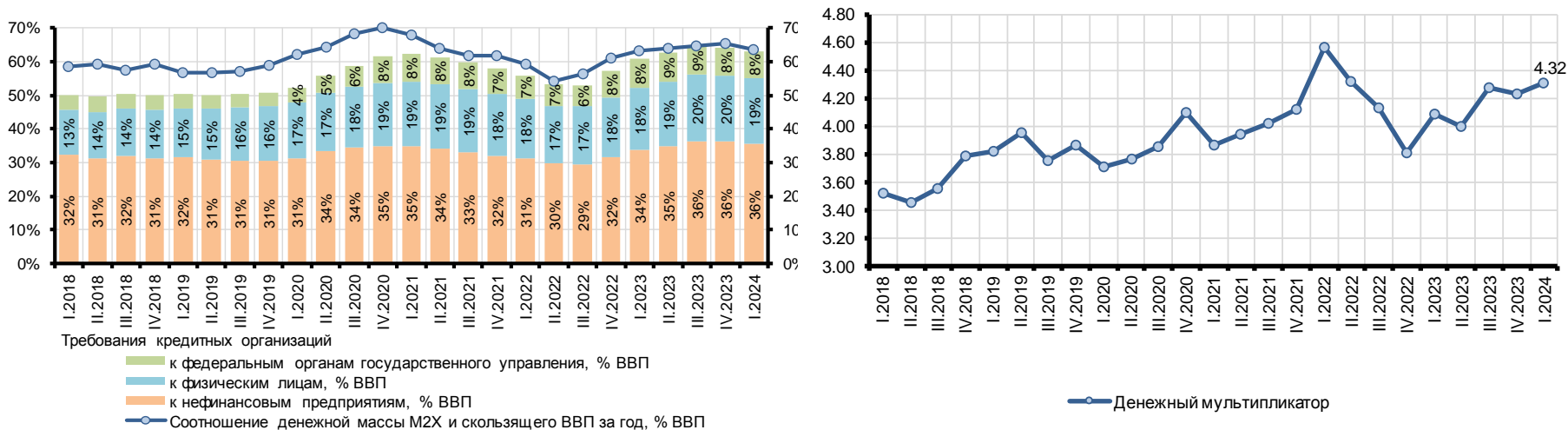
Динамика кредитования населения и предприятий (темпы прироста АППГ, %)



В апреле темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 24.0%, что на 0.2 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Темп прироста потребительского кредитования в апреле (+1.8%) сохранился на высоком уровне марта (+2.0%) – это может быть связано с увеличением доходов населения, благодаря которому сохраняется высокая потребительская активность. Прирост ипотечного кредитования в апреле ускорился до +1.4% после +1.2% в марте, в большей степени за счет снижения уровня досрочных погашений.

Активность в сегменте *корпоративного кредитования* немного выросла. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в апреле составил 24.6%, что на 0.3 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Большую часть прироста обеспечили ссуды в рамках проектного финансирования строительства жилья. Помимо этого, значительный объем кредитов был выдан транспортным, энергетическим и телекоммуникационным компаниям, а также исполнителям государственных контрактов, в том числе на завершение ранее начатых инвестиционных проектов.

Монетизация и денежный мультипликатор^{1,2}



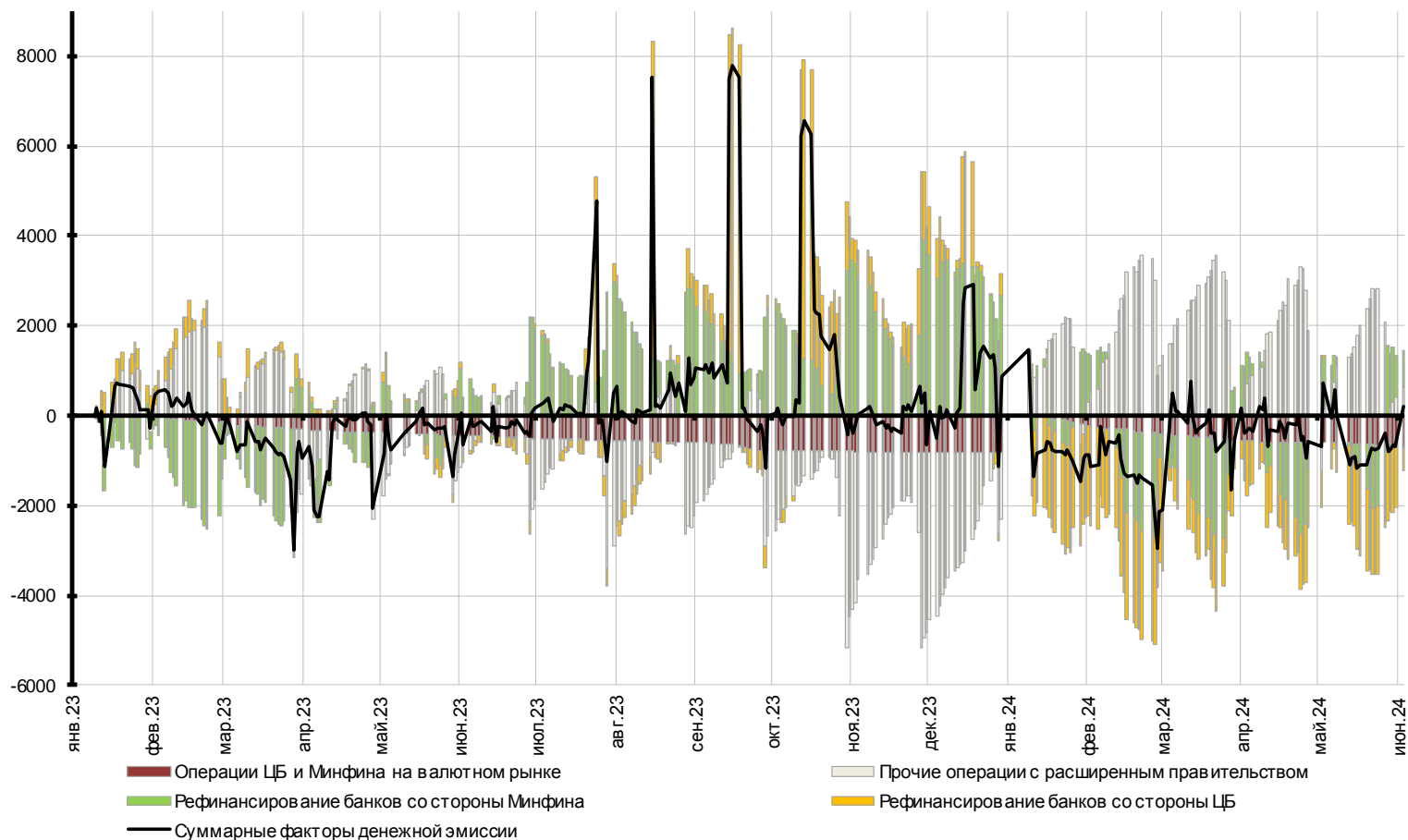
В I кв. 2024 г. темпы расширения денежной массы оказались ниже темпов экономического роста впервые, начиная со II кв. 2022 г. Этому предшествовало постепенное замедление насыщения экономики деньгами. Уровень монетизации остается пока ниже значений конца 2020 - начала 2021 гг. Если в 2021 - первой половине 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 (а Банк России допускает возможность повышения ключевой ставки в ближайшее время, согласно пресс-релизу по итогам заседания Совета директоров 7 июня) 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

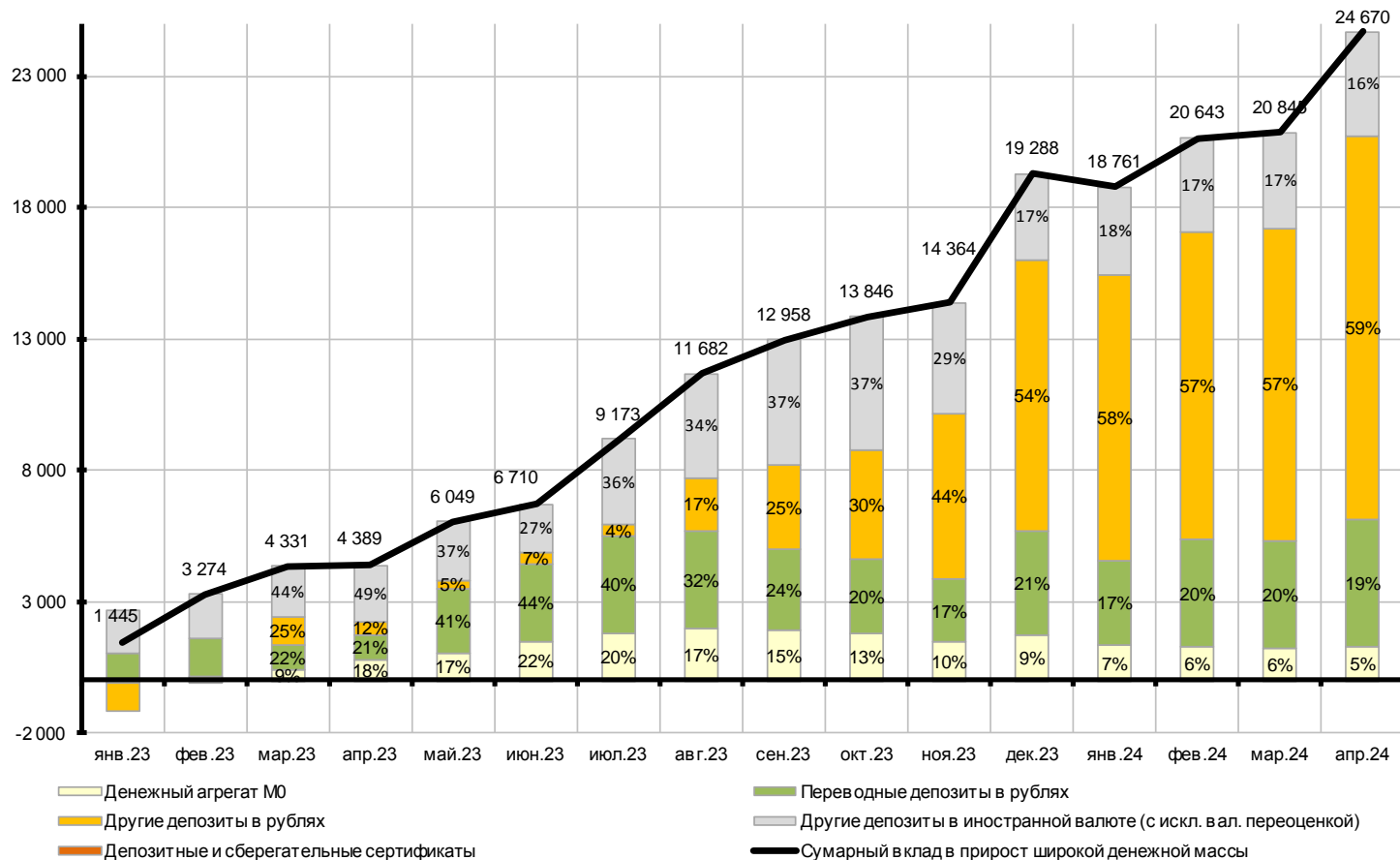
² Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

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



К началу июня совокупный баланс факторов денежной эмиссии (накопленным итогом с начала 2024 г.) вернулся в околонулевую зону. 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)

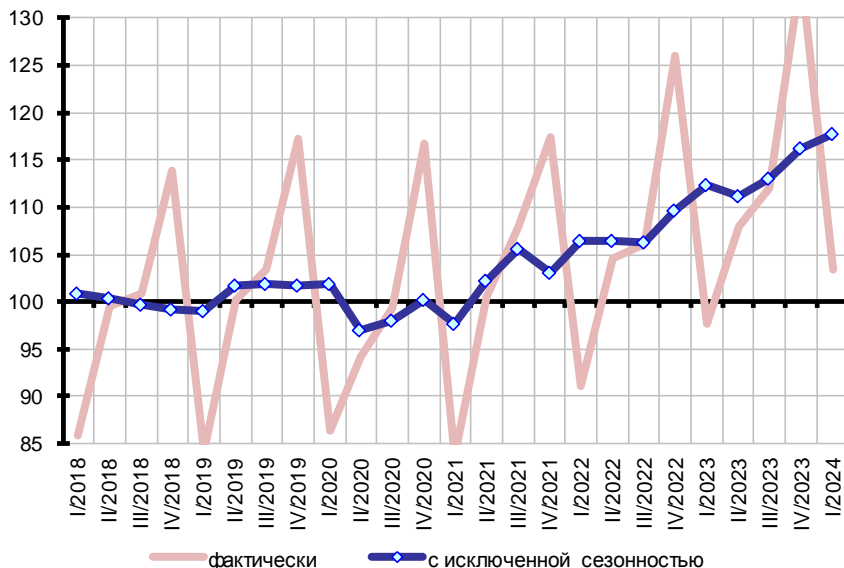


Широкая денежная масса (M2X) с исключенной валютной переоценкой выросла в апреле на 3.4% м/м. Резкое ускорение роста, в первую очередь, обусловлено увеличением средств на срочных депозитных счетах населения и предприятий (+2.7 млрд руб.). Рост средств на текущих счетах населения и предприятий составил +0.7 млрд руб. Примерно 70% от каждого из этих приростов приходился на предприятия.

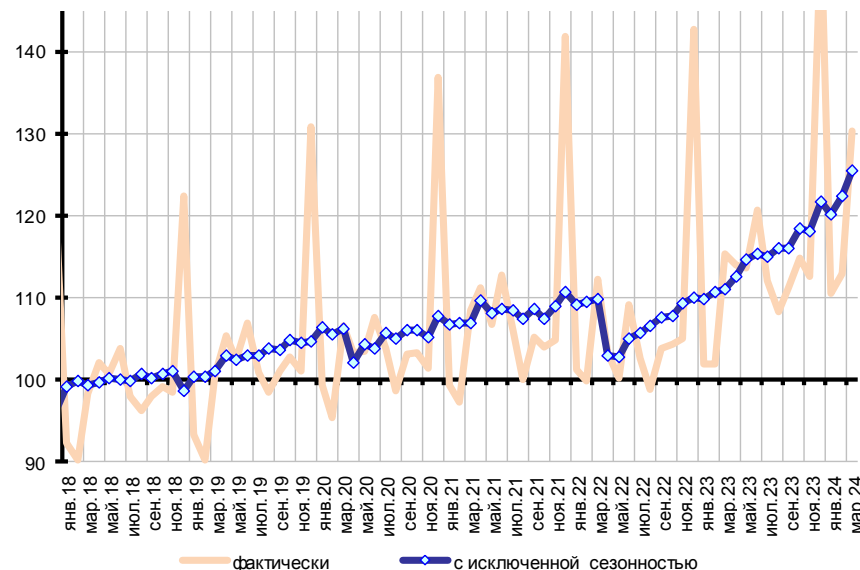
В годовом выражении по итогам апреля M2X с исключенной валютной переоценкой выросла на 20.8%. Это гораздо выше предшествующих постепенно снижающихся уровней, начиная с декабря 2023 г. (+18.8% в декабре 2023 г. и +16.7% в марте 2024 г.).

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

Реальные располагаемые доходы населения¹



Реальная начисленная заработная плата

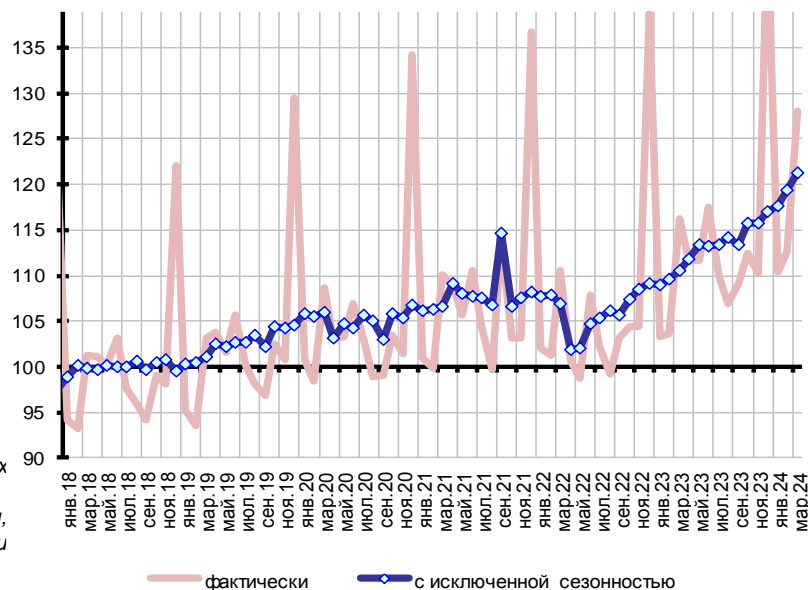


В марте скачок *реальной заработной платы*, даже усилился (IV кв.: +1.3% в среднем за месяц, январь: -1.3%, февраль: +1.9%, март: +2.5%, сезонность устранена). Хотя такая динамика и имеет фундаментальное обоснование (дефицит труда, «эффект лидерства» от повышения выплат военнослужащим), столь высокий темп едва ли сохранится в перспективе из-за ограничений со стороны доходов компаний.

Динамика *основных реальных денежных доходов населения*² как всегда следует за ростом реальной заработной платы (IV кв.: +0.9% в среднем за месяц, январь: +0.5%, февраль: +1.5%, март: +1.6%, сезонность устранена).

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

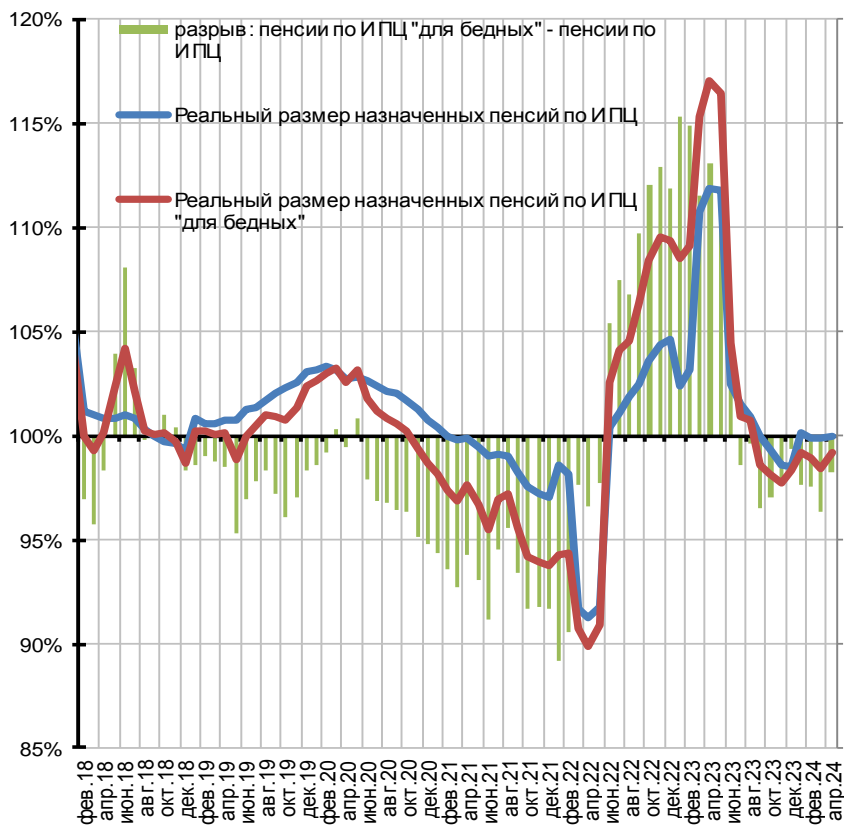
Реальная среднемесячная начисленная заработная плата (к соотв. месяцу прошлого года, март, %)



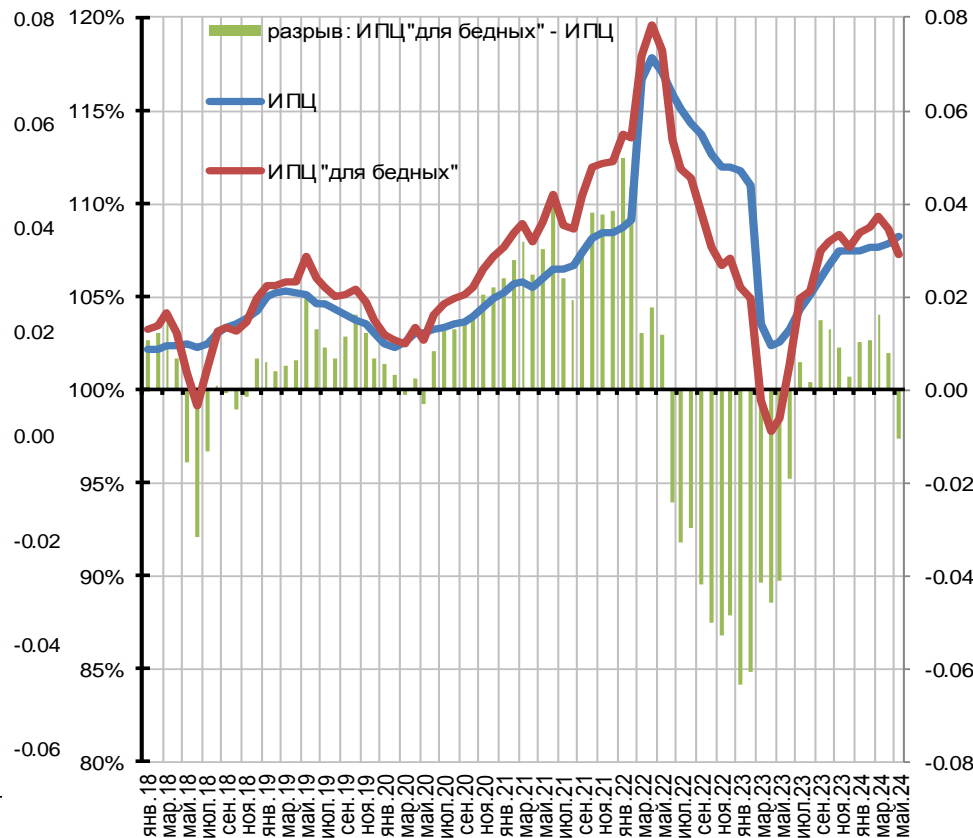
Особенностью начала 2024 г. (по данным за март) стало формирование, на фоне в целом интенсивного роста *реальной заработной платы* (в годовом выражении), двух очень ярко выраженных «полюсов роста». Если речь не идёт о чисто статистическом эффекте (итог квартала!), то налицо два «выброса»: в добывающей промышленности и в финансовом секторе (в этих двух секторах в марте были выплачены годовые вознаграждения; отметим, что в отрасли финансовая деятельность наблюдается интенсивный процесс оптимизации занятости: идёт процесс замены дешёвой «офисной пехоты» искусственным интеллектом, а более квалифицированные и высокооплачиваемые кадры сохраняются в штате, так что рост оплаты труда в секторе будет идти и дальше, вместе с сокращением занятости).

Инфляция «для бедных»

Реальный размер назначенных пенсий^{1, 2, 3}
(% 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 май поменял, наконец, знак: торможение продовольственной инфляции привело к тому, что цены «для бедных» растут теперь медленнее, чем «в среднем».

Соответственно, по состоянию на апрель *реальный размер пенсий* (индикатор динамики благосостояния бедного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, уже с июля прошлого года оказался ниже, чем год назад, в то время, как формально-статистически пенсии уже три месяца, как вышли на прошлогодний уровень.

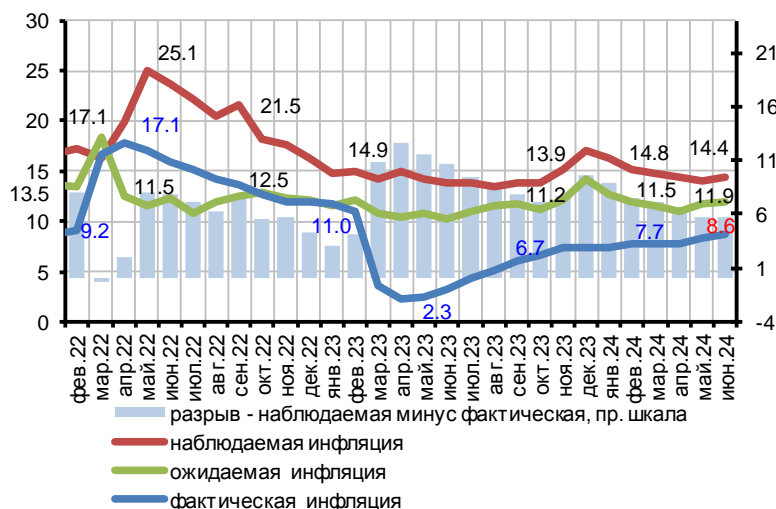
¹ Корзина для бедных - скорректированный индекс, включающий в себя: минимальный набор продуктов питания (без животного масла, алкогольных напитков, «прочих продовольственных товаров»), медикаменты, синтетические моющие средства, услуги ЖКХ (без услуг гостиницы) и транспорта

² Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным СФР

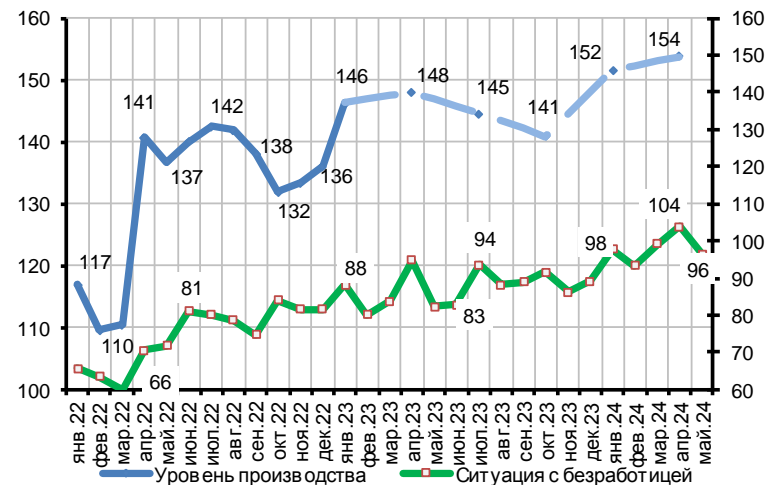
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценки макроэкономических показателей населением ¹

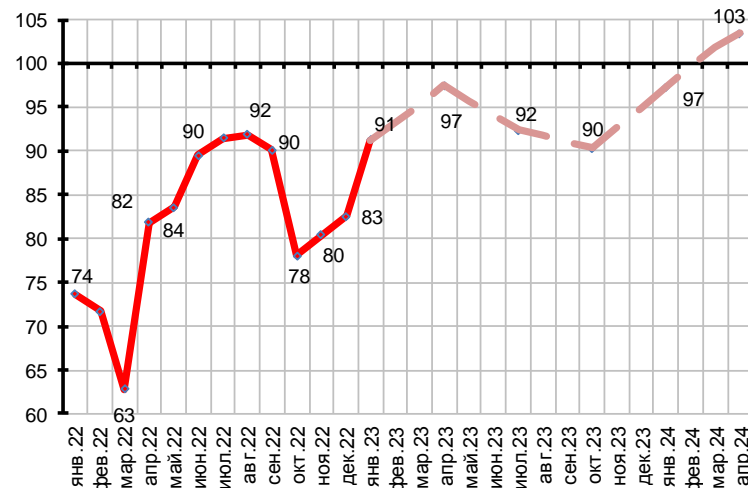
Инфляционные ожидания (годовых, в %)



Индексы уровня производства² и безработицы (пункты)



Индекс уровня жизни (пункты)²



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

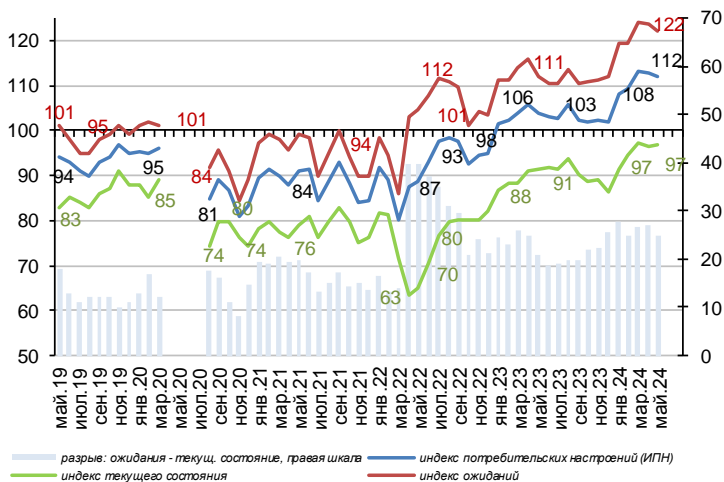
- оценки наблюдаемой, ожидаемой и фактической инфляции стабилизировались – правда, на довольно высоких уровнях;
- оценка ситуации с уровнем жизни продолжает расти и в апреле превысила 100 проц. п (технически возможный максимум – 200 п.), по безработице – в мае немного скорректировалась и находится на уровне порядка 100;
- индексы социологически оцениваемого производства, хотя и замедлили рост, все же сохранили его, достигнув исторического максимума в 154 проц. п. (технически возможный максимум – 200 п.);

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

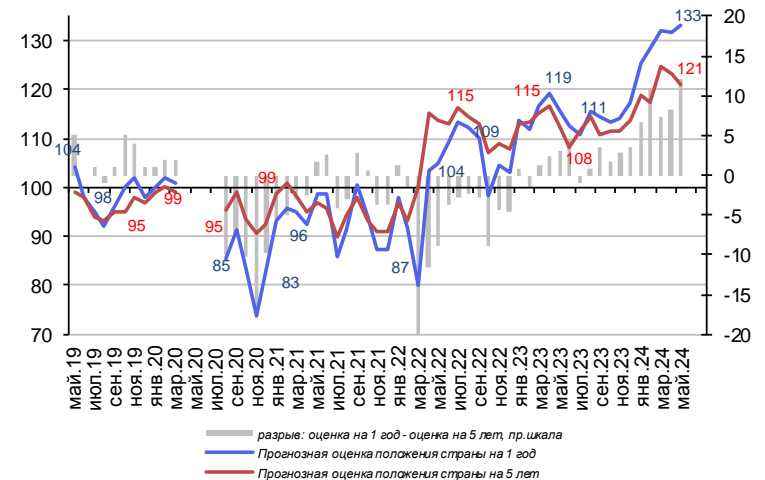
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Потребительские настроения населения

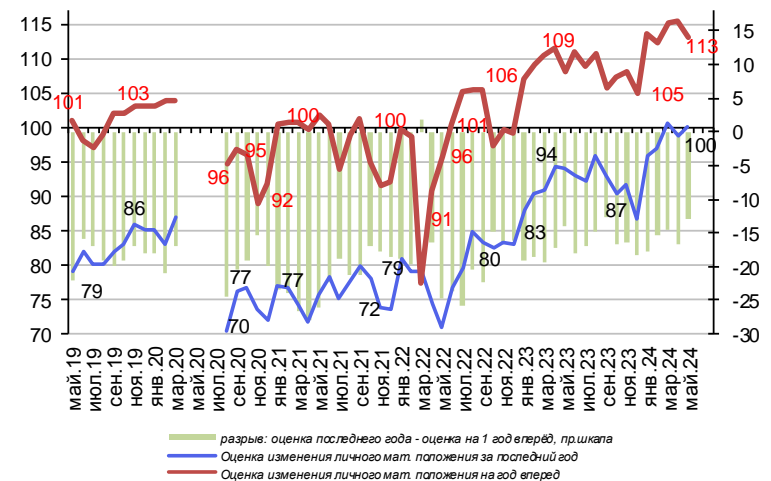
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

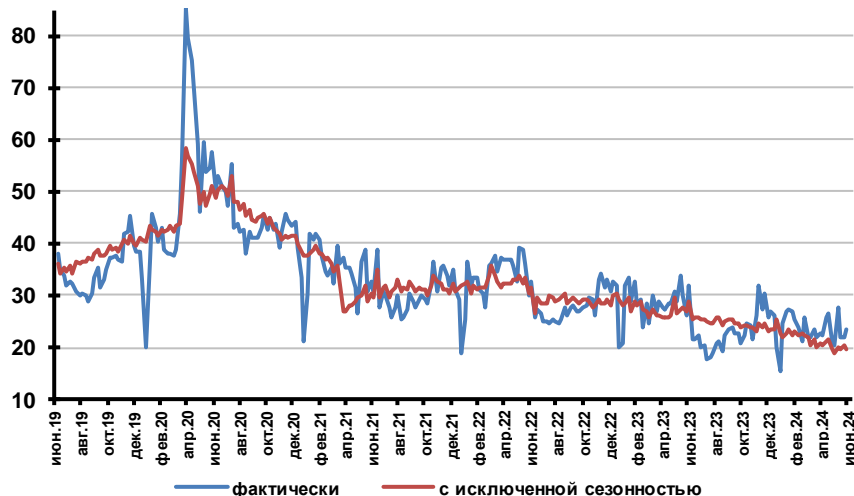


В части *потребительских настроений* населения ситуация в мае чуточку ухудшилась: как оценки текущего положения, так и ожидания снижаются уже второй месяц – правда, находясь при этом вблизи исторического максимума.

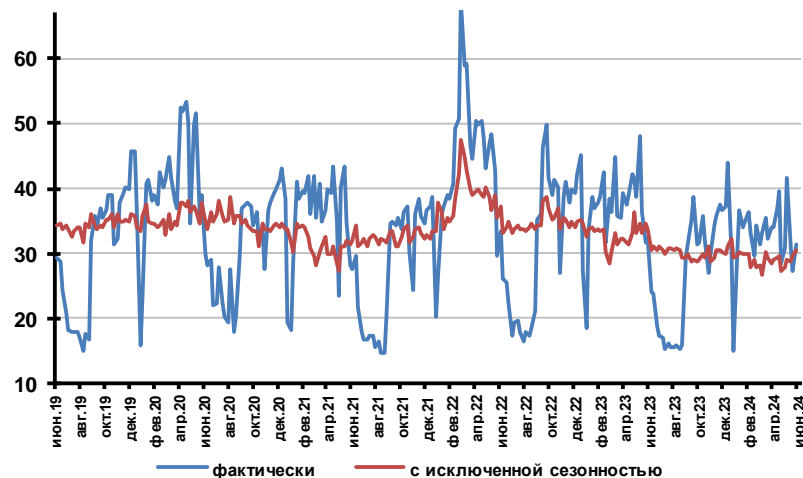
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

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* продолжает медленно снижаться, обновляя исторические минимумы (сезонность устранена).

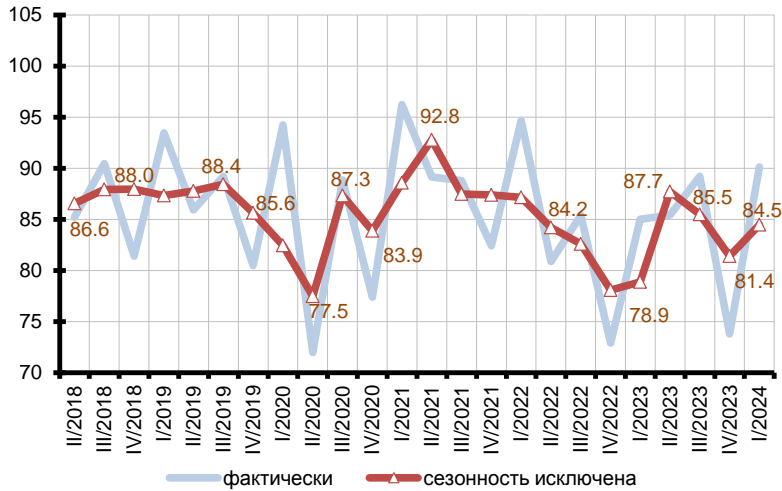
В части *общего беспокойства «индекс страхов»* несколько возрос (сезонность устранена), вернувшись на уровень конца прошлого и начала текущего года – возможно, под воздействием высокой инфляции и / или ситуации с рублем после введения новых санкций. Впрочем, этот уровень очень невысок и намного ниже показателей беспокойства весны 2022 – весны 2023 гг.

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.

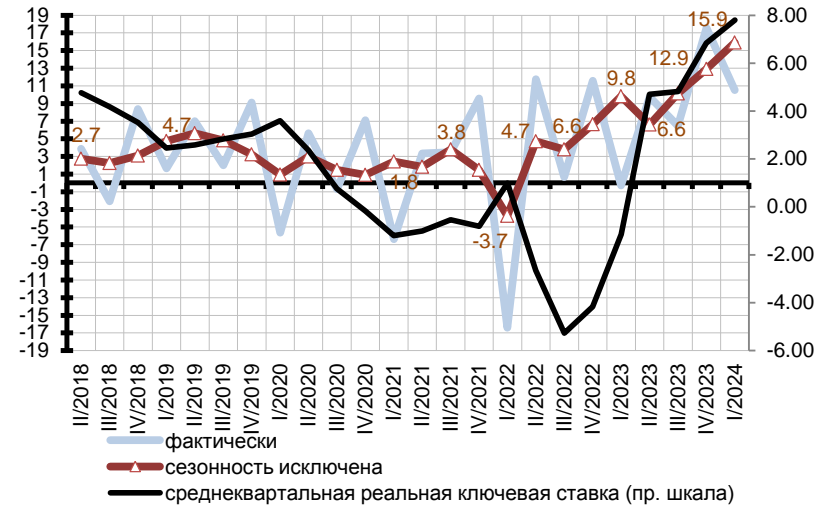
² Индекс страхов населения изменяется от 0 до 100, отражает запросы в Google, характеризующие основные опасения населения – рост цен, безработица, кризис, бедность, экология, преступность и проч., рассчитывается ЦМАКП.

Норма потребления и норма сбережений населения

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

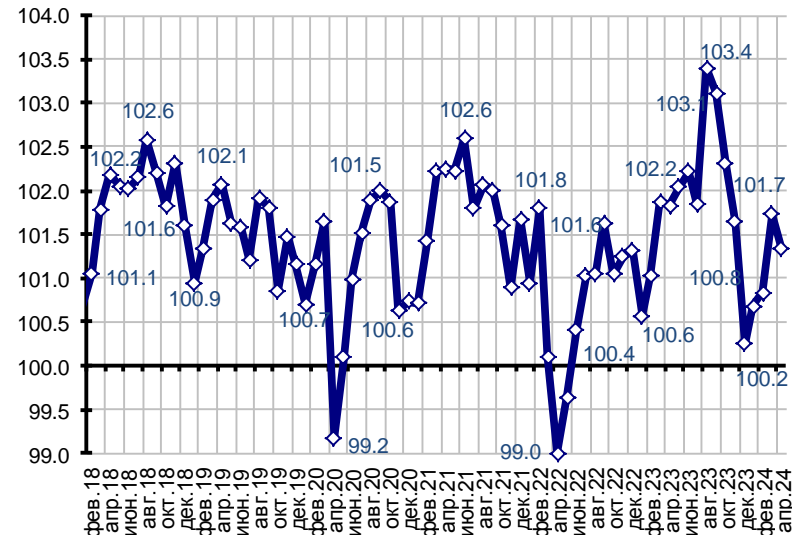


Норма сбережения во вкладах^{2,3} (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка



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*. При этом, после завершения «кризисного скачка» на фоне начавшегося цикла повышения процентных ставок, динамика *кредитования населения* несколько снизилась.

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



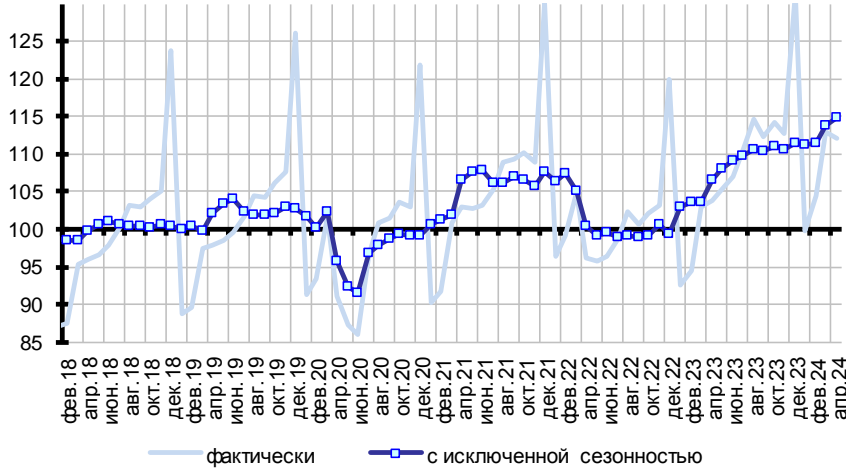
¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2014 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2024 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе

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

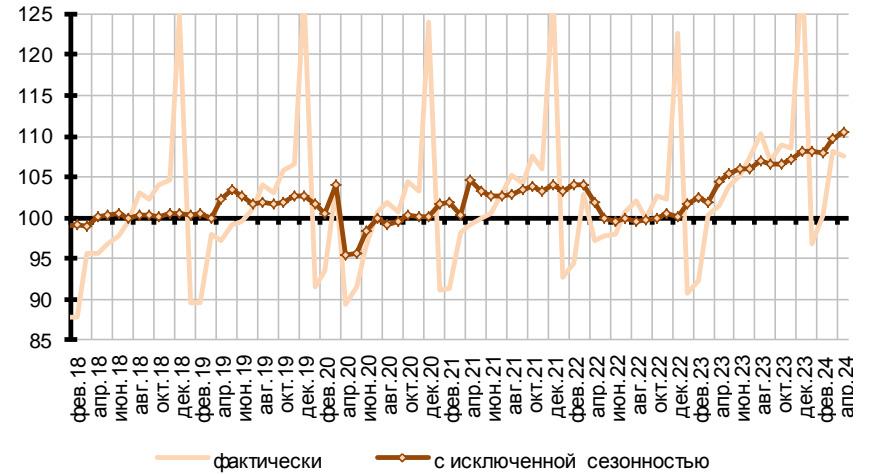
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

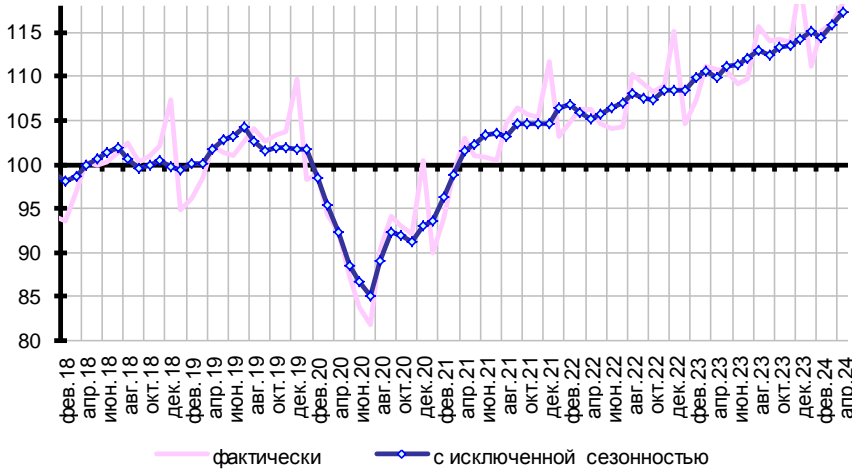
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



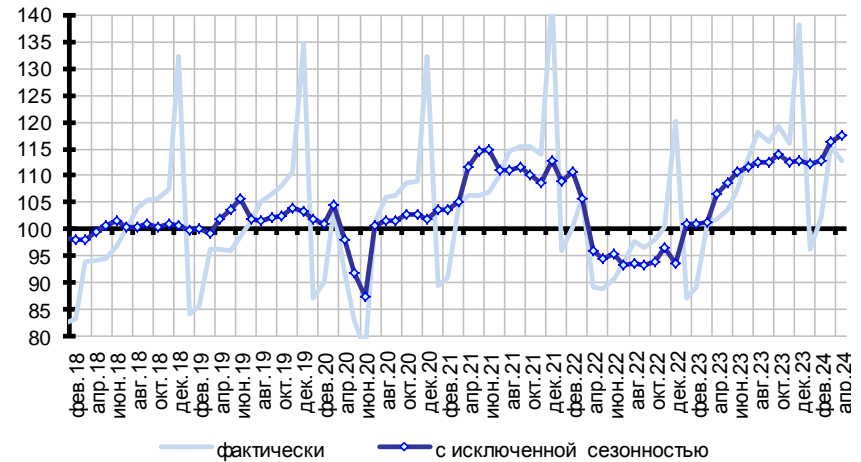
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



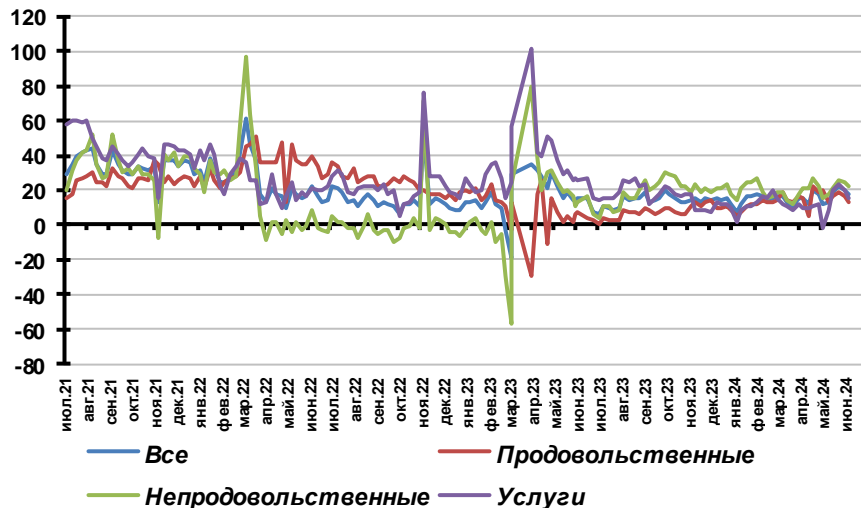
Оборот непродовольственными товарами



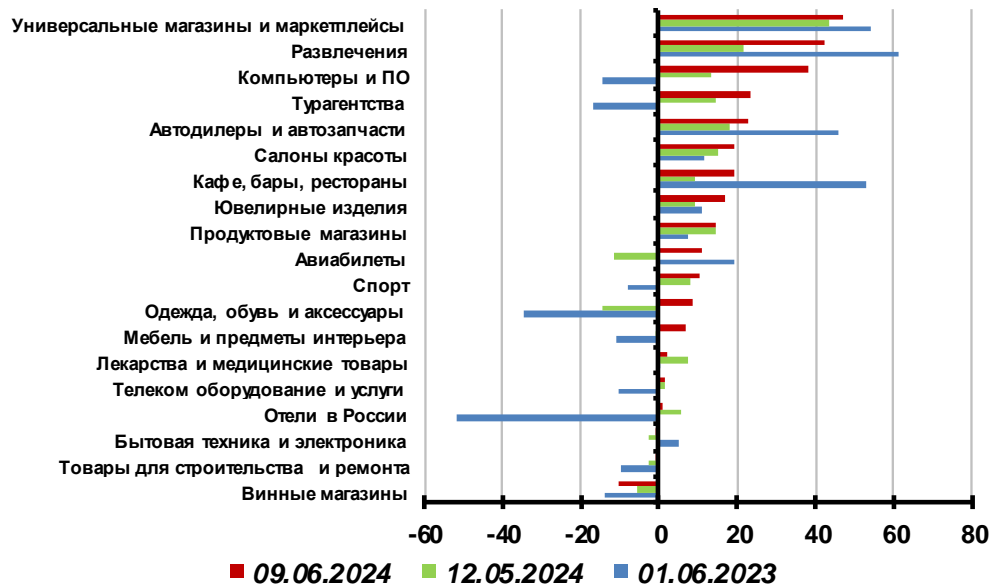
Потребление населения два месяца подряд продолжает интенсивно расти (март: +2.1%, апрель: +1.0%, сезонность устранена), причём этот рост имеет практически фронтальный характер, лишь с разной интенсивностью на разных рынках (продовольствие, март: +1.5%, апрель: +0.6%; непродовольственные товары, соответственно: 3.1% и 1.0%; платные услуги, +1.3% и 1.2%, сезонность устранена). Скорее всего, он замедлится – и в силу роста нормы сбережения, и из-за ожидаемого ослабления потребительского кредитования. Да и динамика доходов, как ожидается, снизится.

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



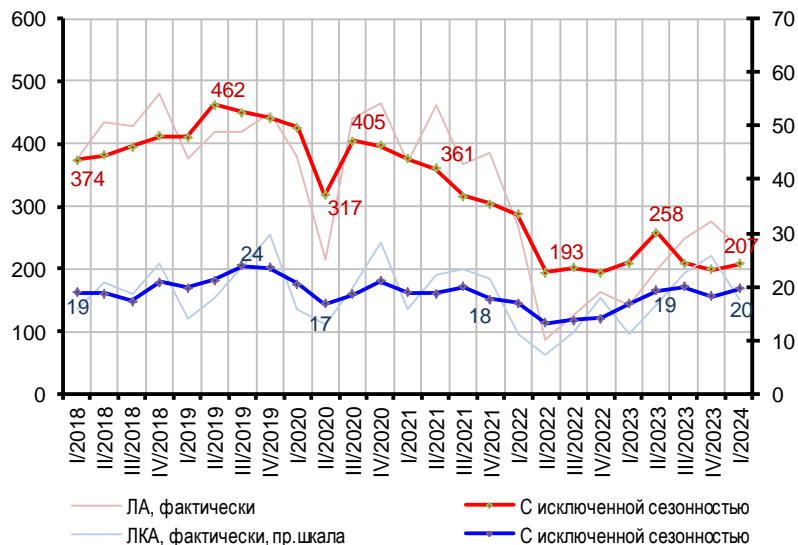
В части *потребительского поведения* изменение ситуации определяется двумя основными трендами – общим ростом доходов и потребления (отсюда – сдвиг от удовлетворения первичных потребностей к разного рода т.н. «необязательному потреблению», в том числе услуг), с одной стороны, и началом летнего сезона – с другой.

Отсюда – ускоренный рост спроса на развлечения, услуги турагентств, предприятий общественного питания, компьютеры и программное обеспечение

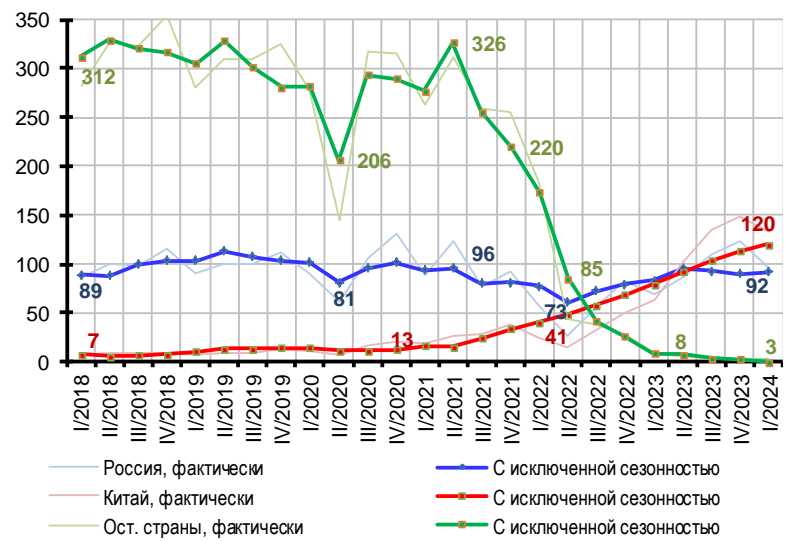
¹ По данным еженедельного исследования Сбербанка «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

Продажи новых автомобилей (тыс. штук)¹

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



ЛА произведенных в России, Китае и остальных странах

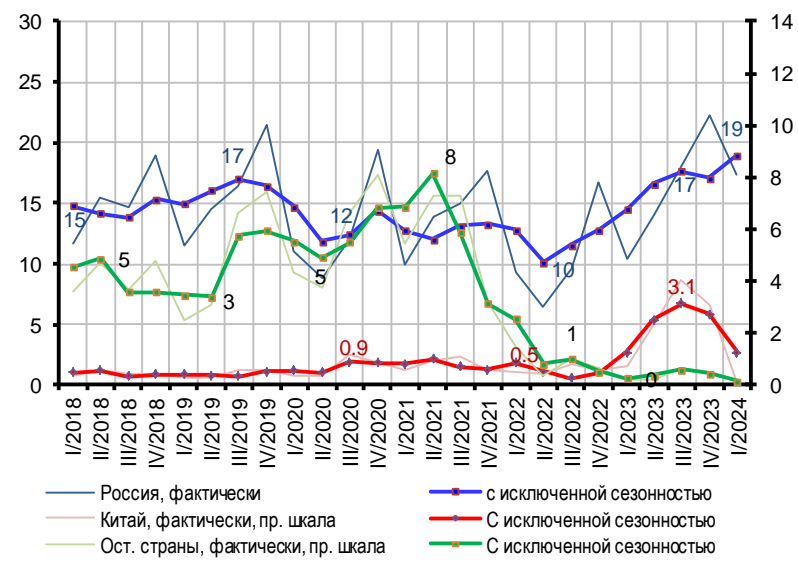


На рынках легковых автомобилей и ЛКА в I кв., после спада в конце прошлого года, возобновился рост продаж (сезонность устранена).

При этом на рынке легковых автомобилей продажи российских машин, из-за сохраняющихся проблем с импортом автокомпонентов плюс удорожания кредита, находятся в состоянии стагнации, если не легкого спада (сезонность устранена). В то же время, продажи китайских машин быстро растут (сезонность устранена). Впрочем, после ухода с рынка авто из недружественных стран масштаб продаж снизился почти вдвое – с 400-460 тыс. в квартал до 200-260 тыс.

На рынке ЛКА (напомним, это – неплохой косвенный индикатор состояния малого бизнеса) ситуация позитивна: уверенно растёт и сам рынок, и, что вселяет надежду, присутствие на нём российских машин.

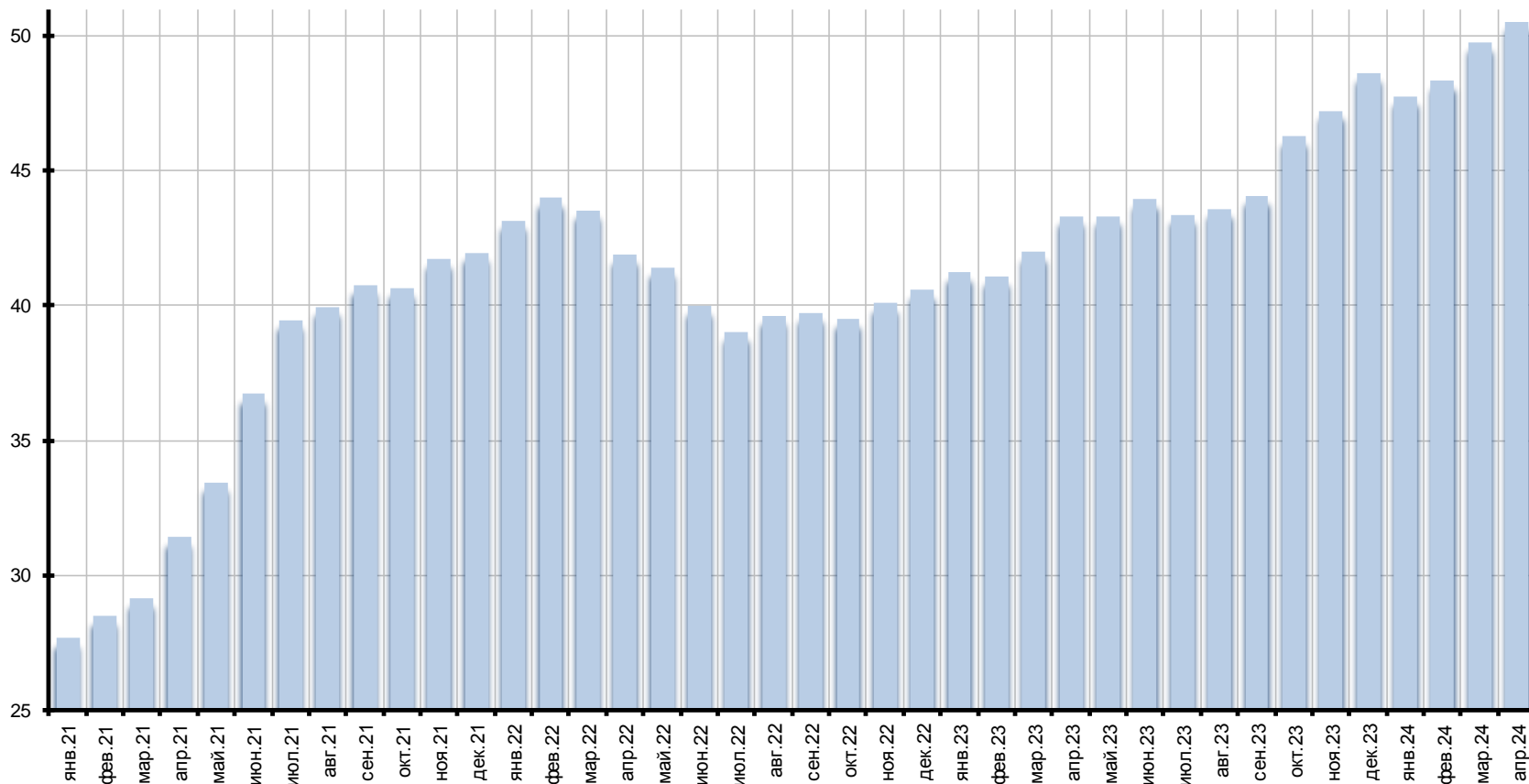
ЛКА произведенных в России, Китае и остальных странах



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 квартале 2024 г. объем рынка оценен компанией в 341.6 тыс. автомобилей, рост на 85.6% 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)

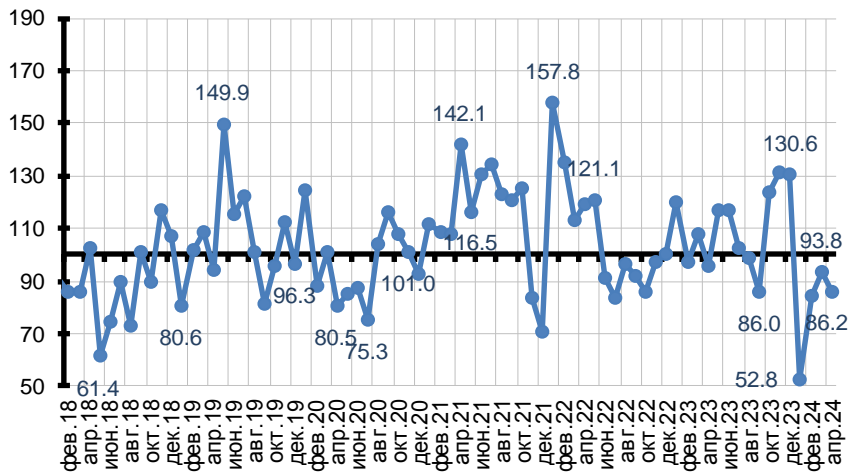


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в апреле (в годовом выражении) продолжило быстро расти, что связано как с расширением потребительского спроса, так и, вероятно, с желанием застройщиков перед лицом возможного ухудшения финансовых условий, начать проекты «ещё по старым условиям».

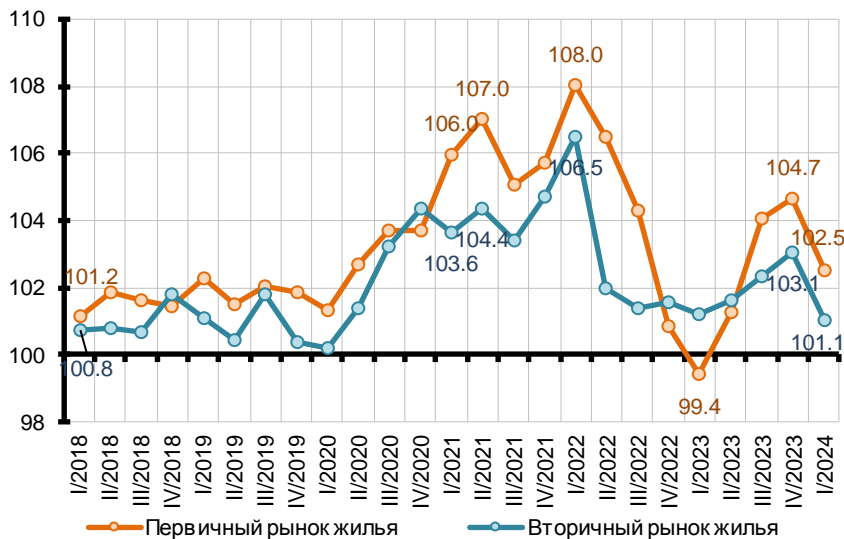
Рынок жилой недвижимости

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



В апреле 2024 г. ввод многоквартирных жилых домов снизился на 13.8% по сравнению с соответствующим месяцем прошлого года. За январь-апрель 2024 г. объем введенного многоквартирного жилья сократился на четверть (-25.2%) по отношению к аналогичному периоду прошлого года.

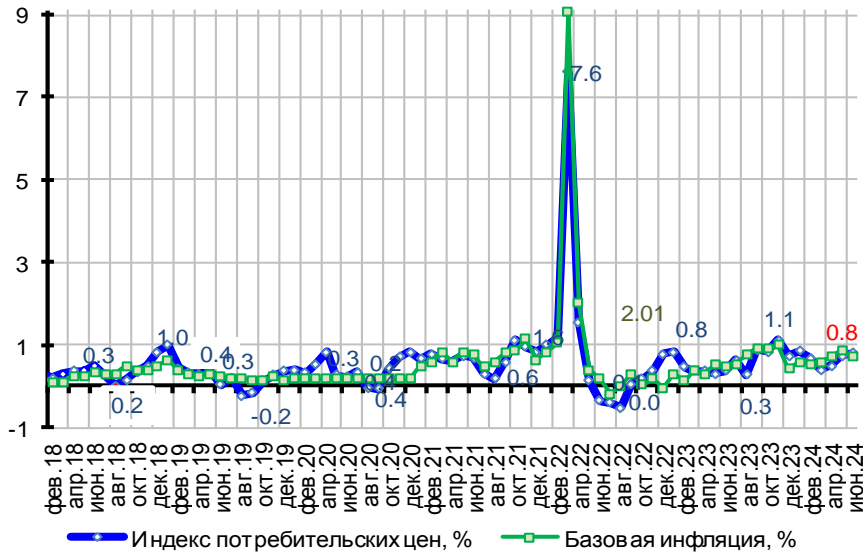
Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)



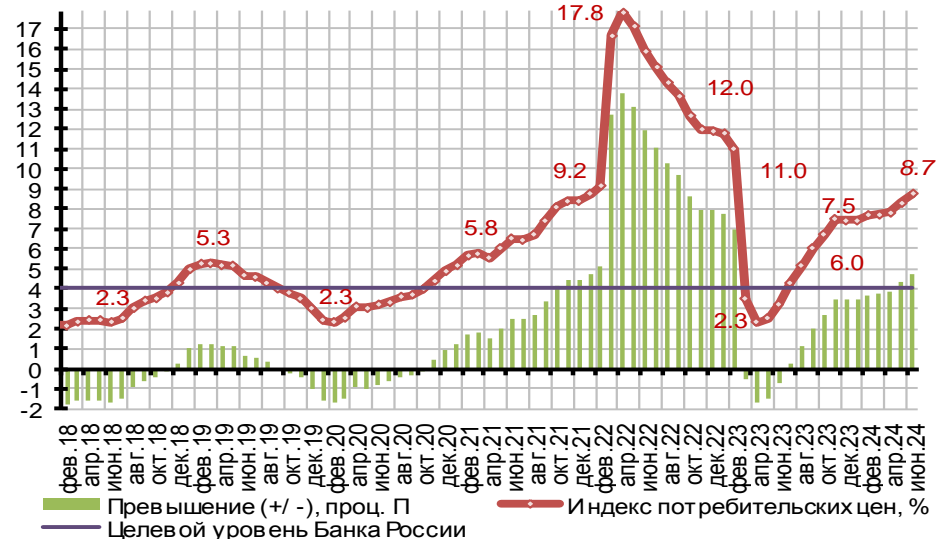
В I кв. 2024 г. на первичном и вторичном рынке жилья рост цен замедлился (+2.5% и +1.1%, соответственно). Основная причина – падение спроса на жилье за счет ипотеки вследствие ужесточения условий кредитования. На первичном рынке жилья к сокращению спроса привело, прежде всего, повышение размера первоначального 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.

Инфляция на потребительском рынке

Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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



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



Инфляция в последнее время получила лёгкую (но довольно стабильную) тенденцию к усилению.

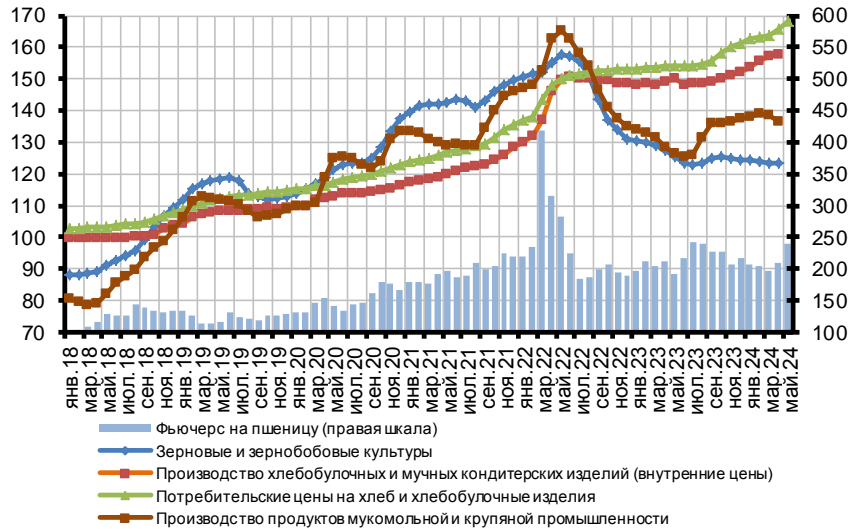
Это проявляется и в выходе еженедельной инфляции на уровень, несколько выше среднелетнего (с конца мая / начала июня), и в последовательном повышении годового показателя инфляции – в июне он оценивается в 8.75% к июню прошлого года (в два с лишним раза выше таргета Банка России, 4.0%). Правда, во втором полугодии под действием укрепления рубля и жесткой денежной политики этот уровень, вероятно, начнёт снижаться. По итогам года (декабрь к декабрю) инфляция оценивается в 5.85-6.2%.

Как уже отмечалось, сохраняется риск дополнительной инфляции издержек со стороны рынка моторного топлива, а также рынков молока и молочных продуктов (возможно – и в целом со стороны рынка промышленных товаров).

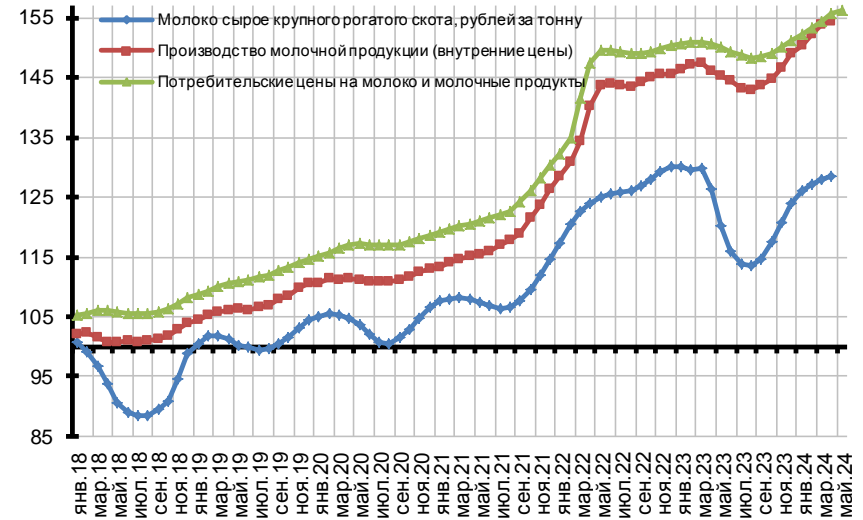
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

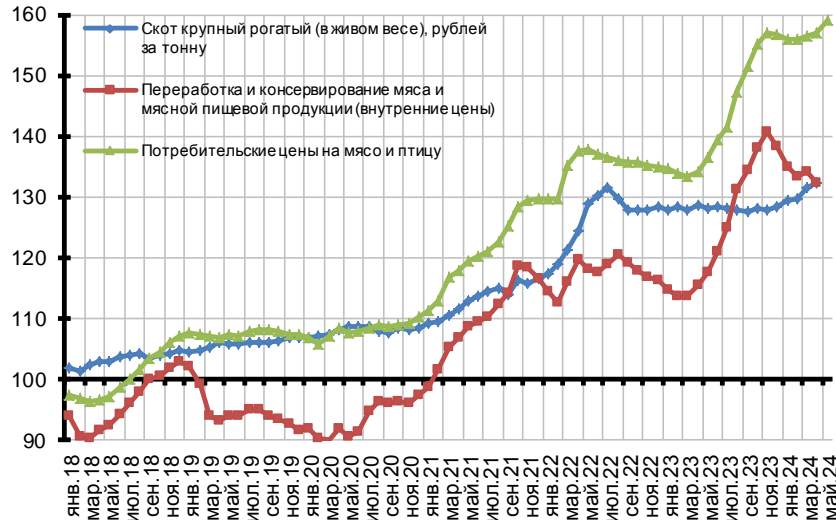
Цены на хлеб



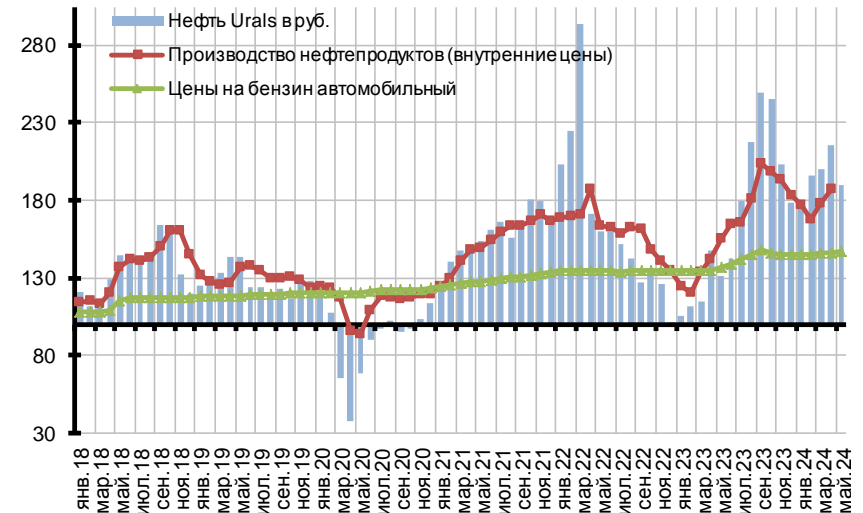
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

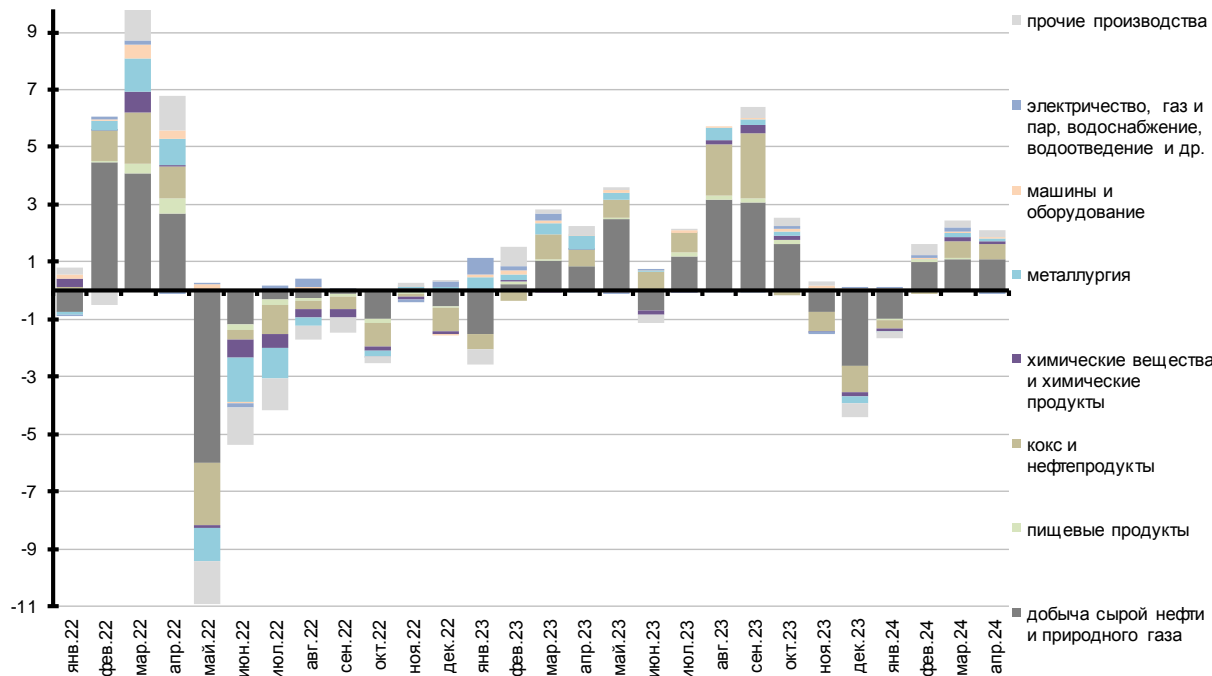


Цены на топливо

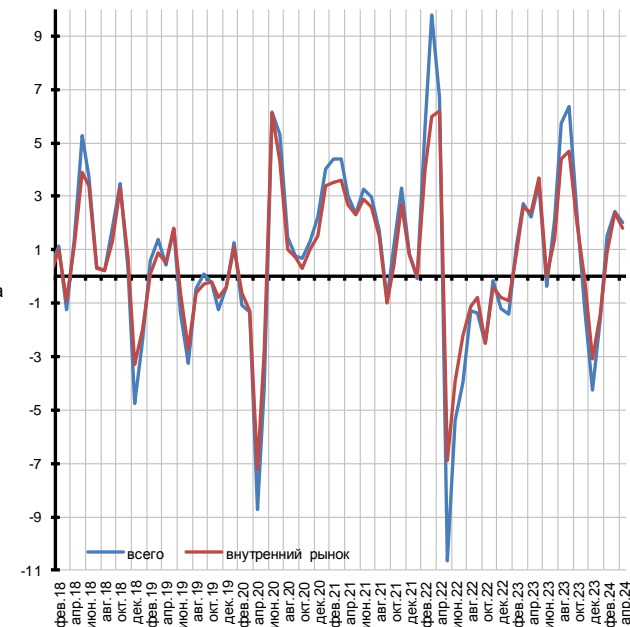


Структура цен производителей в промышленности

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



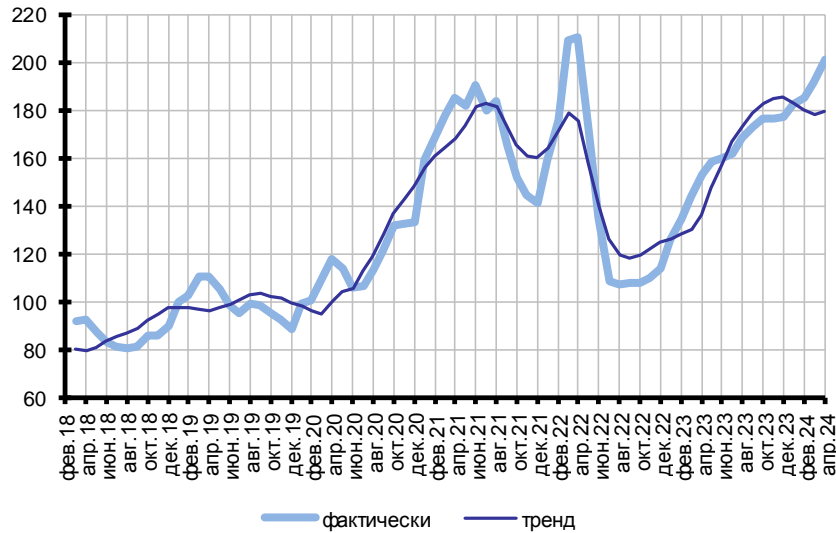
Индекс цен производителей (%)



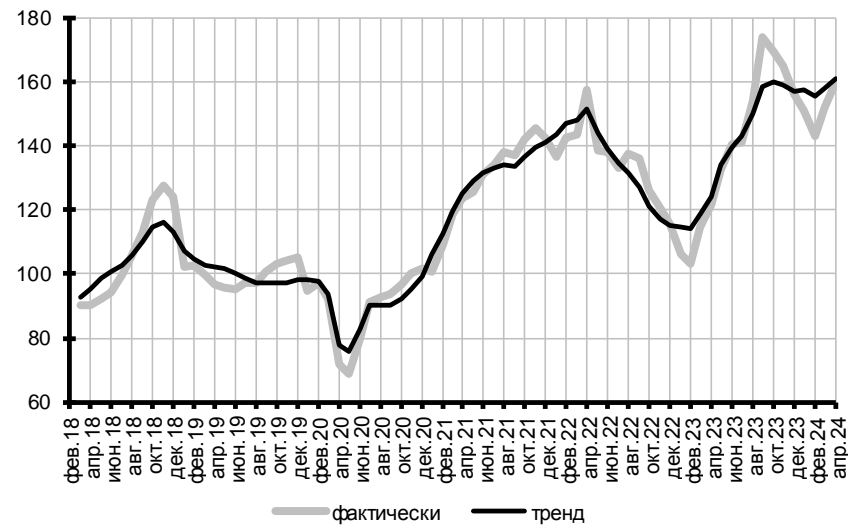
На рынках промышленной продукции, по состоянию на апрель, уже три месяца происходит довольно интенсивный рост цен – причём, больше половины вклада в инфляцию вносят цены на нефть и газ, а также нефтепродукты (примерно, $\frac{3}{4}$ прироста цен по промышленности в целом), что создает дополнительные риски инфляции издержек.

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

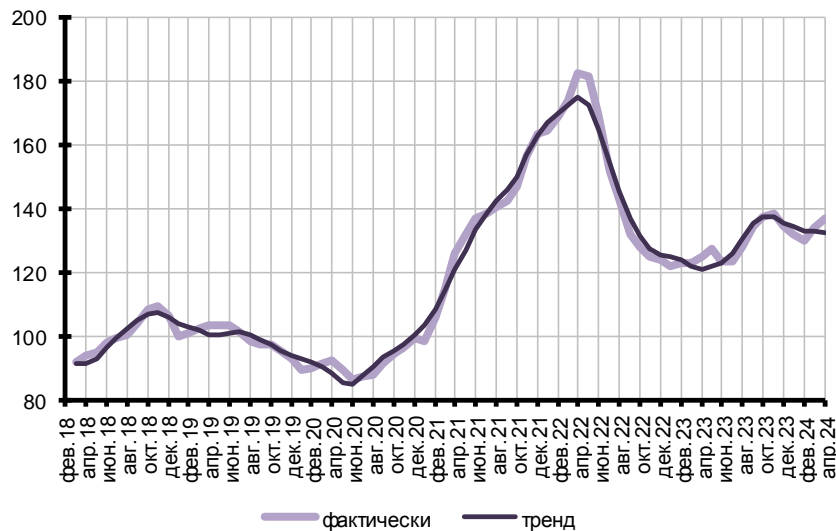
Добыча металлических руд



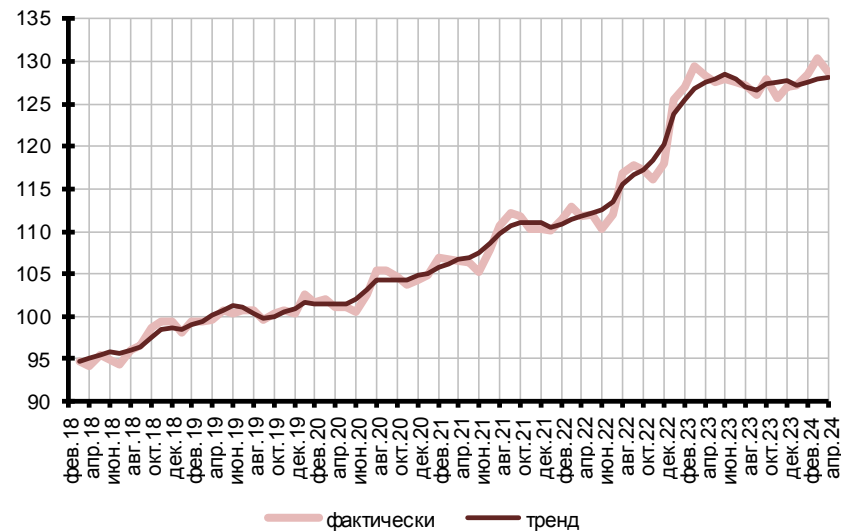
Производство нефтепродуктов



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

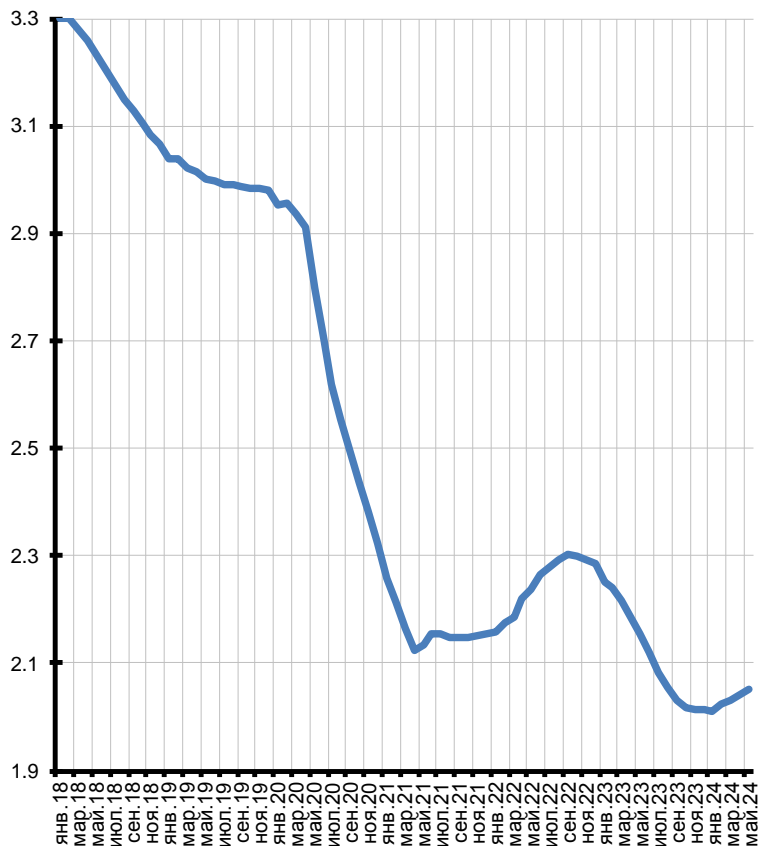


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



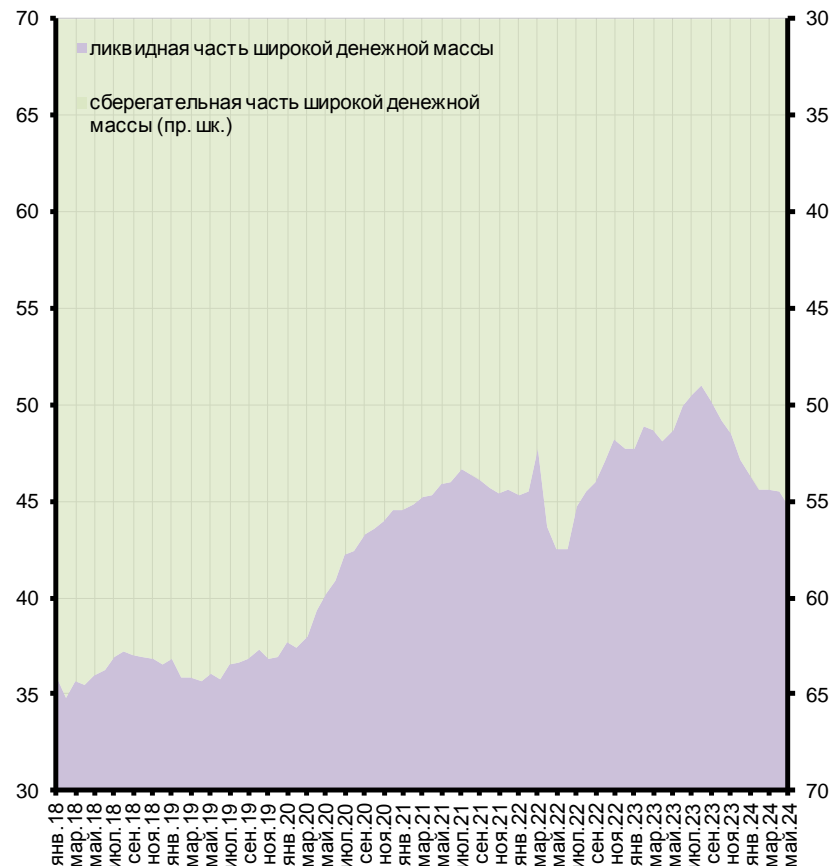
Оборачиваемость денежных средств

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)

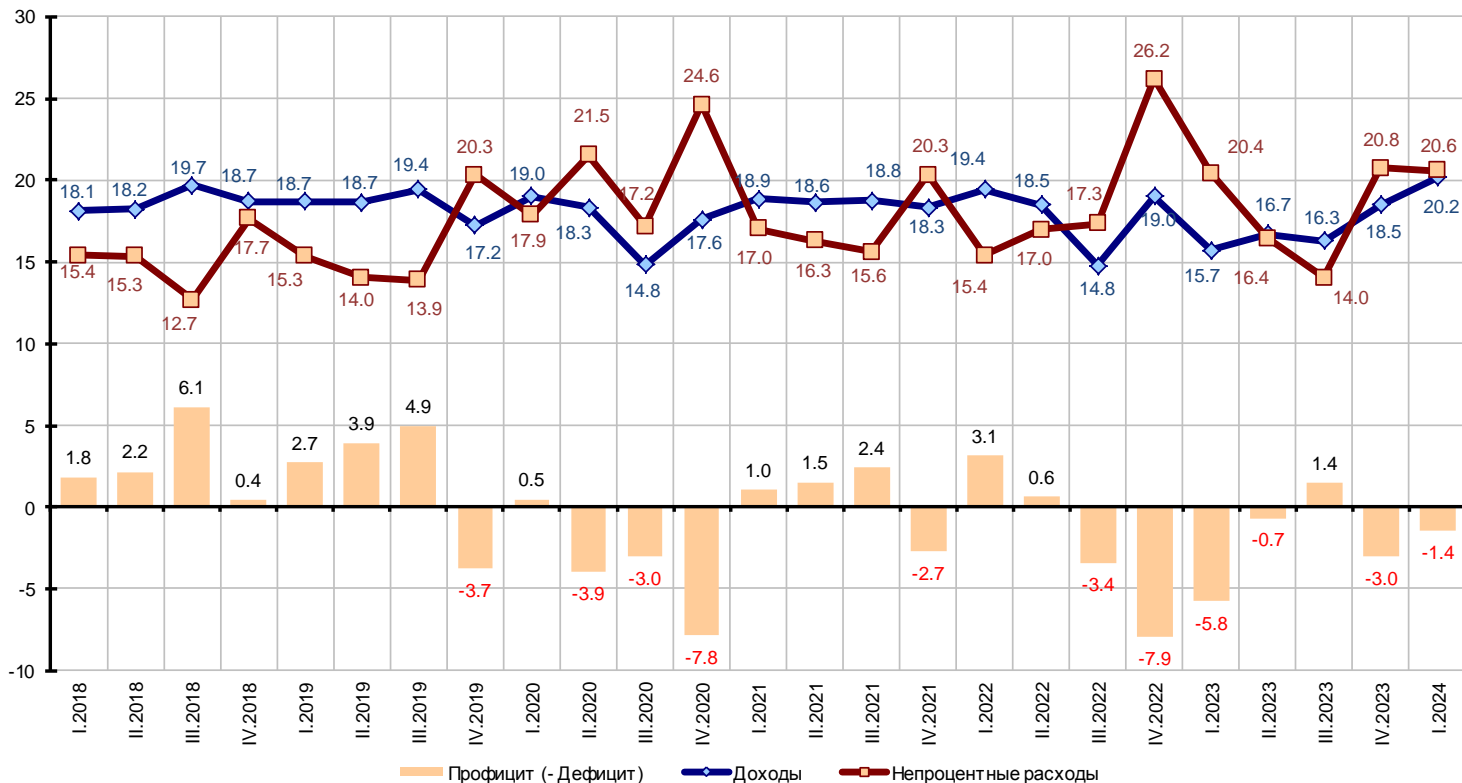
Доля сберегательной и ликвидной части широкой денежной массы² (в %)



² Агрегат M2X. С учетом валютной переоценки.

Ситуация в части монетарного давления на инфляцию стала медленно ухудшаться. Скорость оборота ликвидной части широкой денежной массы продолжает медленно расти (отчасти, это результат потребительского бума). И, что уже парадоксально – на фоне роста ставок (который должен, вообще говоря, вести к росту сберегательной части денежной массы) немного, но выросла, наоборот, ликвидной части в широкой денежной массе. Скорее всего, тенденция не сформируется, но происходящее уже имеет, в целом, негативный характер.

Федеральный бюджет



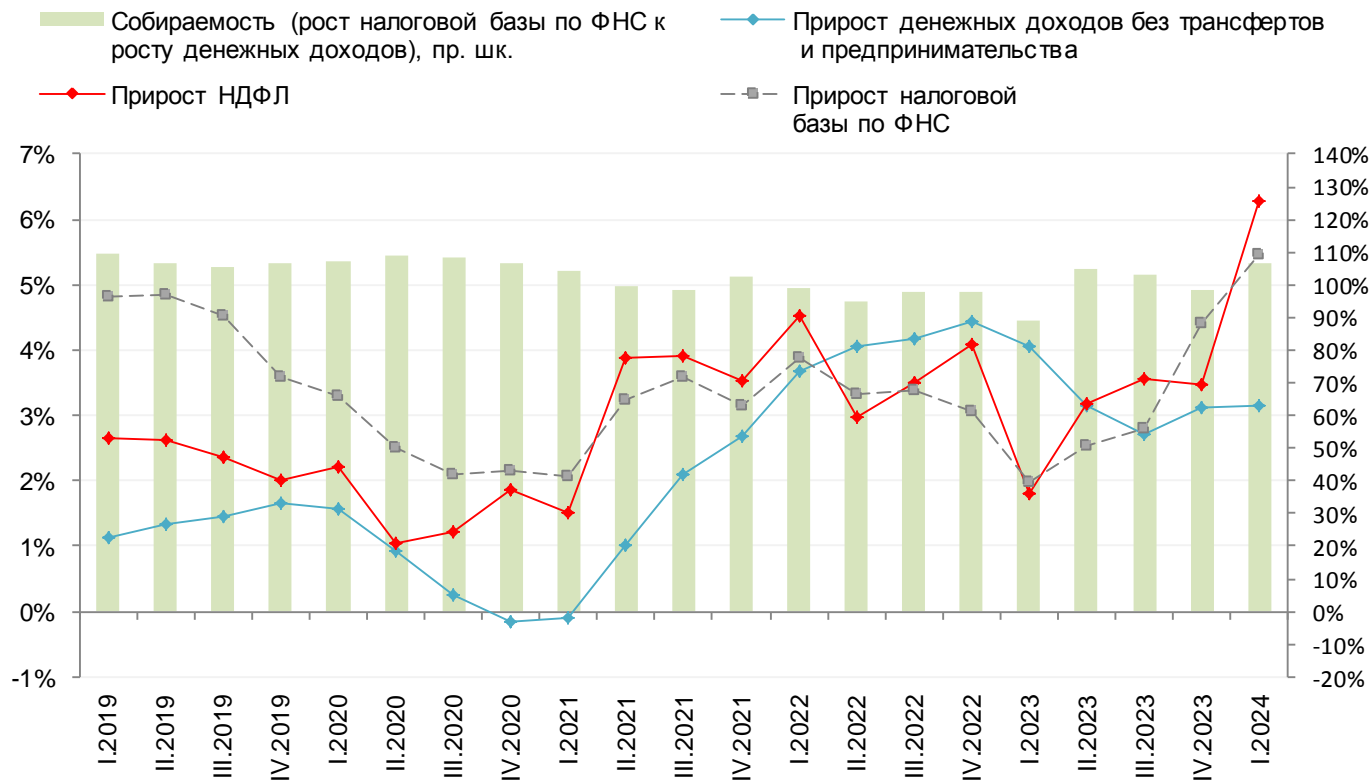
По итогам I кв. 2024 г. *доходы федерального бюджета* составили 8.7 трлн руб., расходы – 9.3 трлн руб., дефицит – 0.6 трлн руб. (20.2%, 21.6% и -1.4% ВВП за 1 кв.*, соответственно). По сравнению с I кв. 2023 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 65.9%, при этом прирост нефтегазовых доходов 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 планам: 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.	3 мес. 2024			3 мес. 2023			Среднее (3 мес. 2019-2024 г.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	16 248	39.0%	100.0%	11 691	-10.5%	100.0%	14.7%	100.0%
Нефтегазовые доходы в том числе	2 928	79.1%	18.0%	1 635	-45.0%	14.0%	19.6%	18.1%
Нефть и нефтепродукты	1 677	82.4%	10.3%	920	-52.9%	7.9%	14.3%	12.2%
Газ и газовый конденсат	716	42.2%	4.4%	504	-37.0%	4.3%	20.9%	4.4%
Налог на дополнительный доход	587	177.8%	3.6%	211	-5.6%	1.8%	148.8%	1.6%
Ненефтегазовые доходы в том числе	13 319	32.5%	82.0%	10 056	-0.3%	86.0%	15.2%	81.9%
Налоги на доходы и прибыль	3 671	15.0%	22.6%	3 192	-3.1%	27.3%	13.1%	24.6%
Налоги на потребление	3 951	20.2%	24.3%	3 289	1.6%	28.1%	14.7%	25.3%
Налоги на имущество	385	-12.5%	2.4%	440	44.7%	3.8%	16.6%	2.8%
Налоги на добычу	107	-3.5%	0.7%	111	16.2%	1.0%	22.7%	0.7%
Таможенные пошлины	440	61.7%	2.7%	272	-8.9%	2.3%	26.2%	2.2%
Страховые взносы	3 236	51.5%	19.9%	2 135	-2.7%	18.3%	15.2%	19.0%
Прочие доходы	1 529	147.8%	9.4%	617	-7.6%	5.3%	35.8%	7.4%

По итогам 1 кв. 2024 г. *доходы бюджетной системы* в целом значительно превысили аналогичный показатель 2023 г. (+39.0%) 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

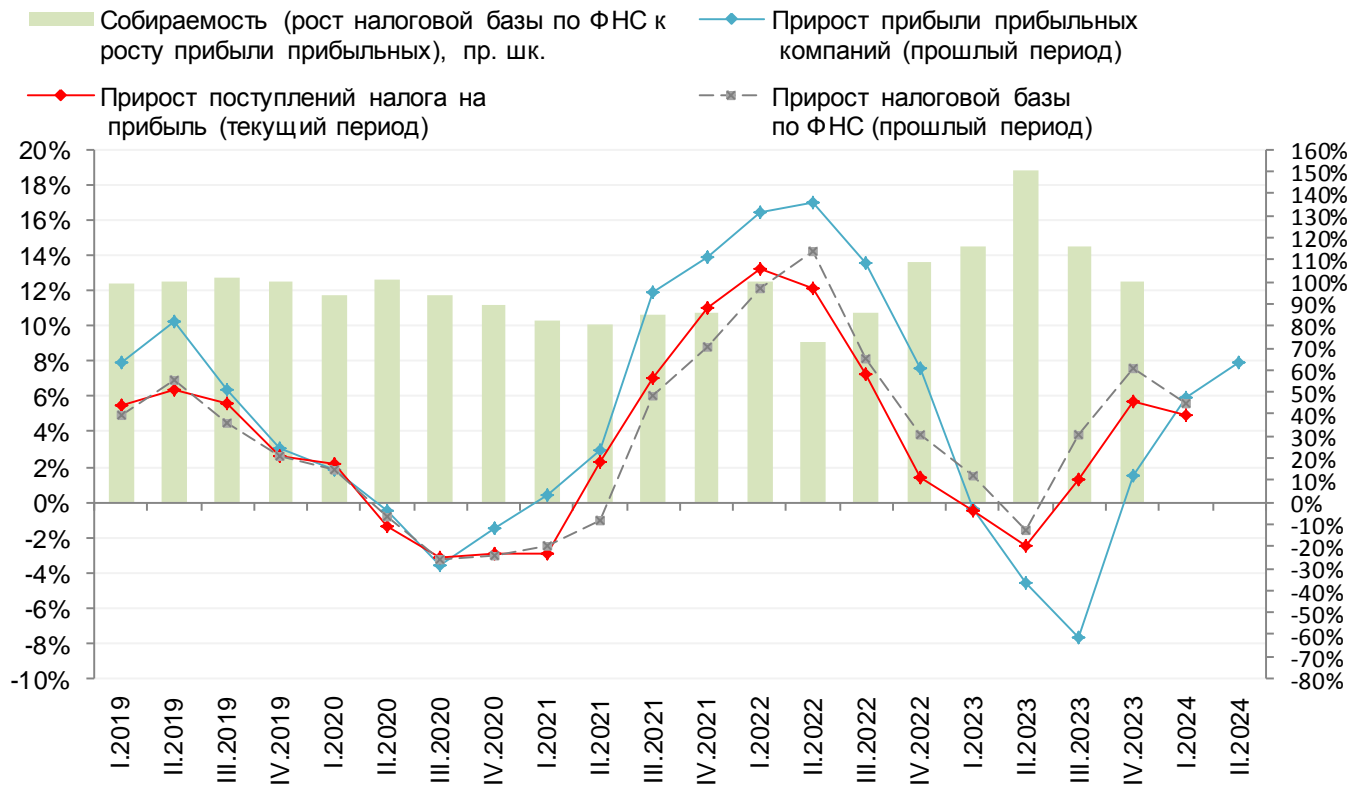


Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателей, определяющих динамику налоговой базы – начисленный доход за исключением вычетов (данные ФНС) и денежные доходы населения за вычетом трансфертов и доходов от предпринимательской деятельности (данные Росстата). Начиная со II кв. 2021 г., наблюдается положительная динамика всех анализируемых показателей, что свидетельствует об устойчивом росте доходов физических лиц. Отметим, что в 2022 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. Начиная со 2 кв. 2023 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 **инфобизнесменов**).

Примечание: использовались средние скользящие темпы прироста за 4 квартала

Источники данных: Росстат, Росказна, ФНС

Налог на прибыль

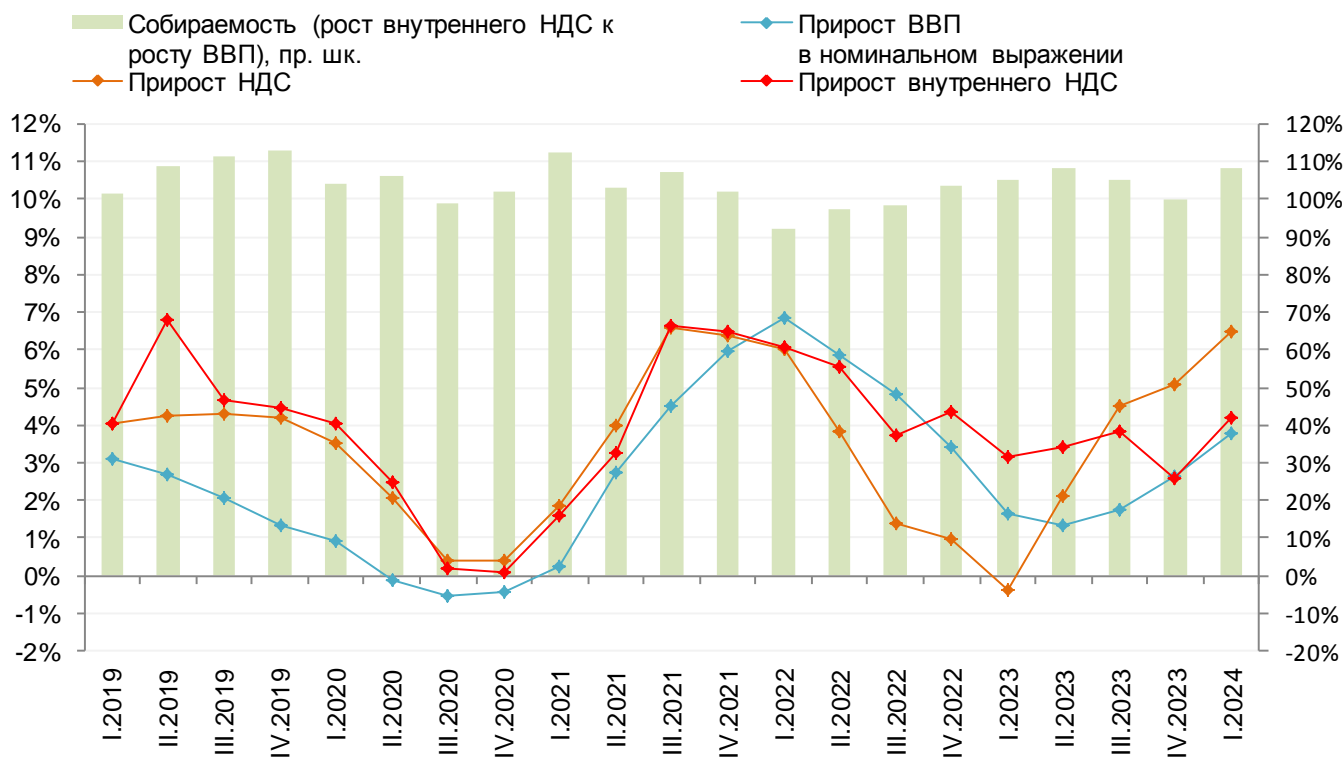


В 2021–2022 гг. динамика *поступлений налога на прибыль* в бюджетную систему в среднем уступала темпам прироста прибыли прибыльных организаций ввиду различных мер поддержки, предоставленных в 2020 г. и в 2022 г. По мере исчерпания конъюнктурного фактора совокупная прибыль прибыльных организаций продолжала 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. на основании статистических данных фиксируется прирост прибыли прибыльных организаций и, как следствие, ожидается продолжение роста поступлений налога на прибыль во 2 кв. 2024 г.

Примечание: использовались средние скользящие темпы прироста за 4 квартала

Источники данных: Росстат, Росказна, ФНС

Налог на добавленную стоимость

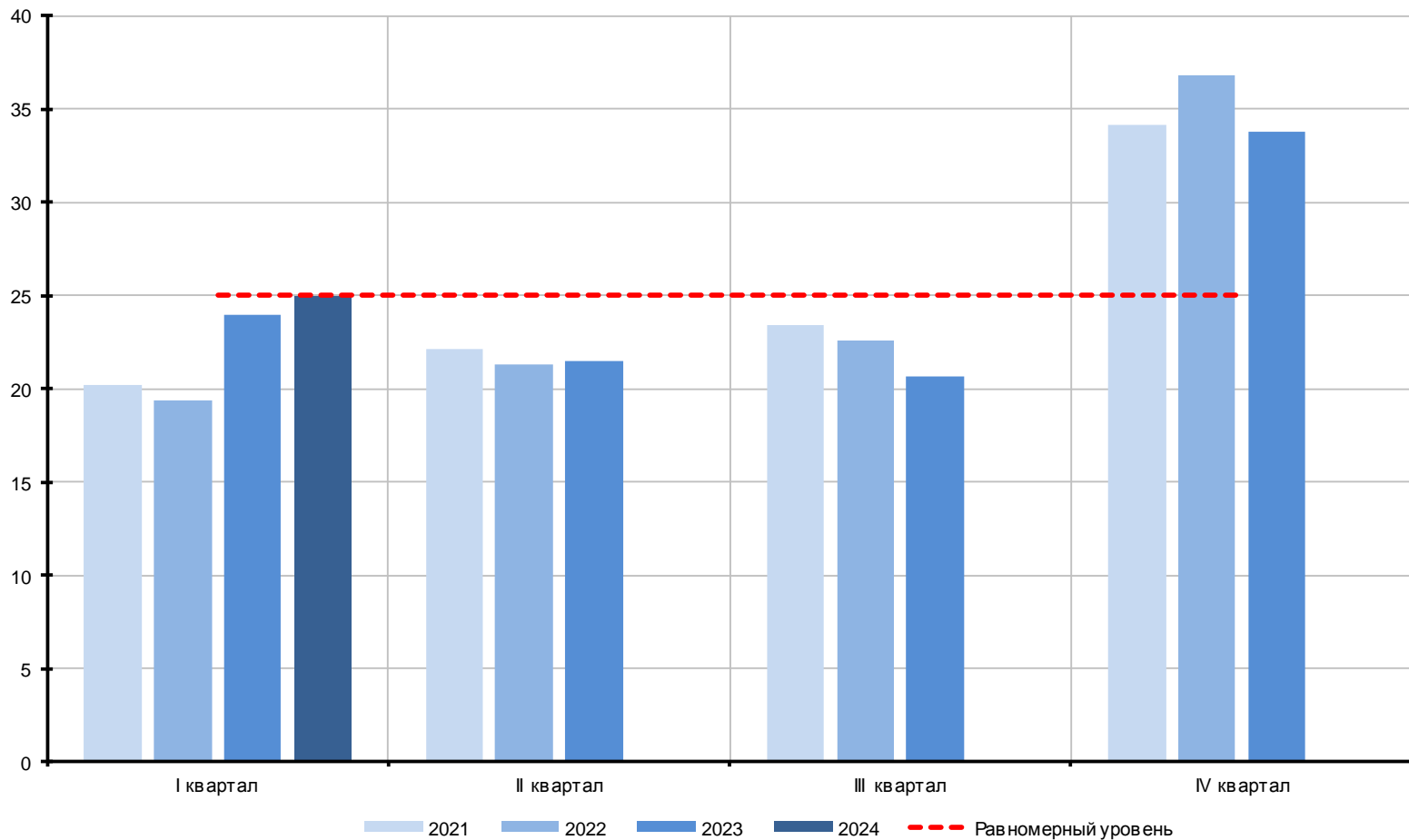


Динамика поступлений НДС в бюджетную систему (особенно «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России) в целом повторяет динамику роста ВВП в номинальном выражении. В итоге, динамика «внутреннего» НДС оказалась более устойчивой и к концу года превысила темпы роста номинального ВВП на фоне восстановления спроса и деловой активности, что было дополнительно подкреплено поступлениями налога из новых регионов. В свою очередь, приросту НДС на импорт способствовало налаживание цепочек поставок и ослабление курса рубля – по итогам 1 кв. 2024 г. заметно сохранение данного эффекта.

Примечание: использовались средние скользящие темпы прироста за 4 квартала

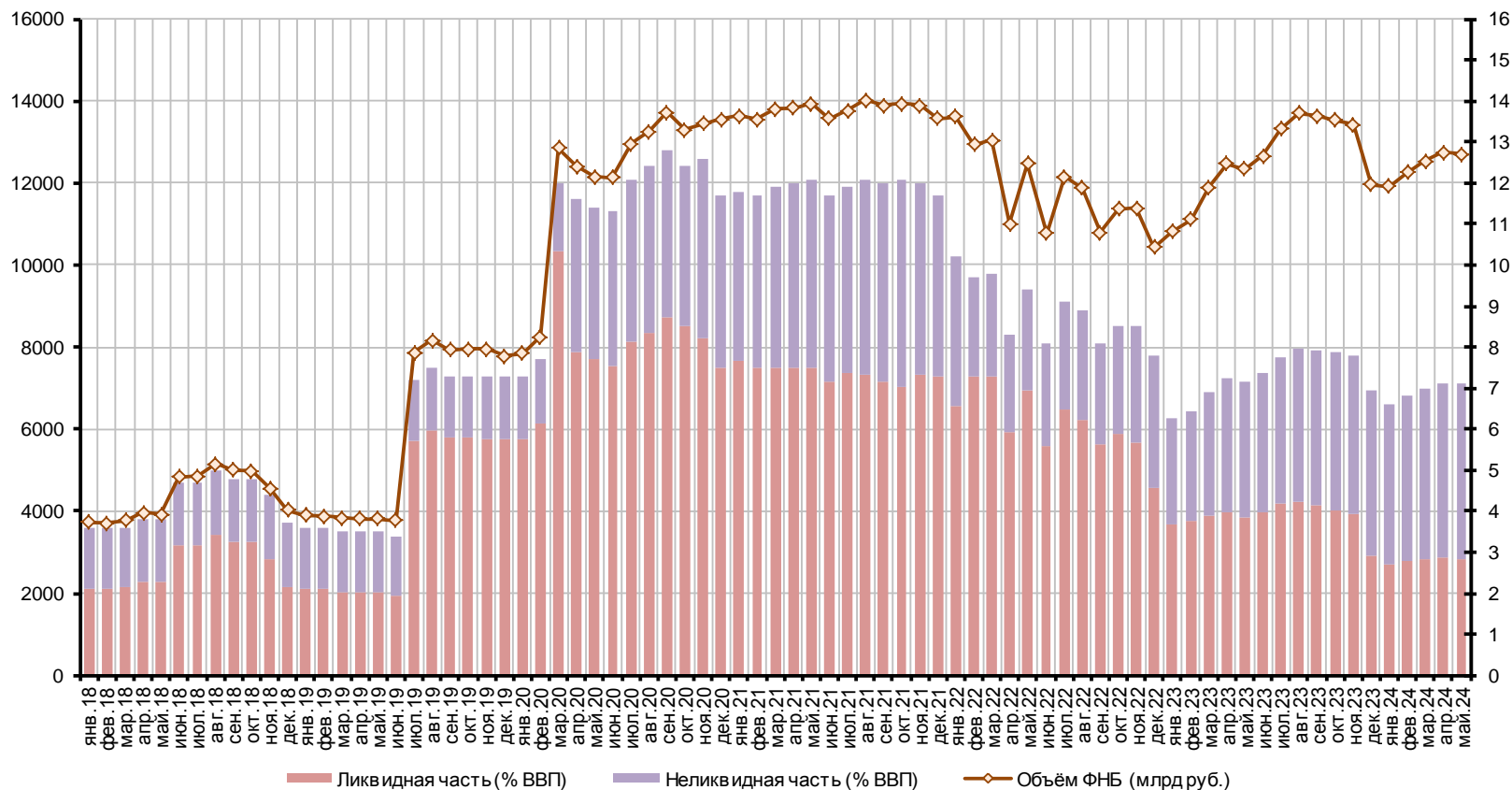
Источники данных: Росстат, Росказна

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение расходов федерального бюджета за I кв. 2024 г. составило 25.0% от утверждённых значений на 1 мая 2024 г., что соответствует 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-марте. При этом, хотя установленный в 2024 г. уровень расходов выше значений прошлого года на 13%, расходы в I кв. 2024 г. превышают расходы I кв. 2023 г. на 20.1%. Продолжение такой динамики может обеспечить более равномерное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в течение 2024 г.

Фонд национального благосостояния



На начало июня 2024 г. *объем ФНБ* составил 12.70 трлн руб., снизившись на 0.05 трлн руб. относительно начала мая. Минфин оценивает объем ликвидной части ФНБ, размещенной на счетах в Банке России, в 5.05 трлн руб. или 2.8% ВВП. Ликвидная часть снизилась на 126.2 млрд руб., преимущественно за счёт коррекции цен на золото, а также продажи 4.7 т золота – вырученные средства были вложены в другие активы. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 227.6 млрд юаней, 329.7 т золота и 1.3 млрд руб. По итогам мая объем неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 7.66 трлн руб. или 4.3% ВВП, что на 79.2 млрд руб. больше относительно объема на начало месяца. Изменение неликвидной части определялось во-многом ростом акций ПАО Сбербанк (+70.3 млрд руб.) и приобретением новых облигаций: в апреле за счёт продажи золота средства Фонда были вложены в облигации АО «ГТЛК» (+31.2 млрд руб.), а также снижением стоимости обыкновенных акций Банка ВТБ (ПАО) (-20.3 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.