

Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Макроэкономическая ситуация. Основные тренды в 2023 Q4-2024 Q1

Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



2024-Q1: факты, тренды, диагностика

- Рост выпуска в 2024-Q1 вновь ускорился после затухания в 2023-Q4
 - Главный мотор роста – потребление домашних хозяйств
- Внутренний спрос в целом продолжает расти, но динамика его элементов разнонаправленная
 - Потребление домашних хозяйств – продолжение спурта
 - Инвестиционный спрос: затухание роста и некоторый отскок вниз
- Темп роста средней реальной зарплаты остается чрезмерно высоким
- Во внешнем спросе незначительный благоприятный отскок
 - Физический объем экспорта вернулся к уровню локальных максимумов 2023
 - Физобъем импорта вырос, но не радикально
- Внешняя конъюнктура и ценовая конкурентоспособность: слабые колебания без существенных подвижек
- Рынок труда по-прежнему вблизи минимумов: занятость продолжает снижаться, но количество новых рабочих мест оттолкнулось от дна

Диагностика 2024-Q1: новая фаза роста специфична, неустойчива и опасна



- **Выпуск вновь стал расти, вопреки сигналам затухания роста (в 2023-Q4) и ширящимся макро диспропорциям**
 - Инерция (новая порция?) потребительского оптимизма
 - Позитивный всплеск внешнего спроса (из России)
 - Позитивные отраслевые эффекты
 - Инерция специфического механизма роста заработной платы
 - Заряд бодрости от экономических властей
 - В первую очередь, директивные инструменты: сдерживание цен и импорта, подстегивание зарплат
 - Положительный фискальный импульс, инерция мягкости МП
- **Внешняя среда остается очень неустойчивой**
- **Макроэкономические диспропорции продолжают прогрессировать**
 - Финансовая позиция фирм значительно ухудшилась и чревата финансовой дестабилизацией
 - Внешняя позиция (номинальная) «привыкает» к негативному диапазону
 - Инфляционный навес и искажения относительных цен

Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Основные тенденции 2023 Q3-Q4 в цифрах

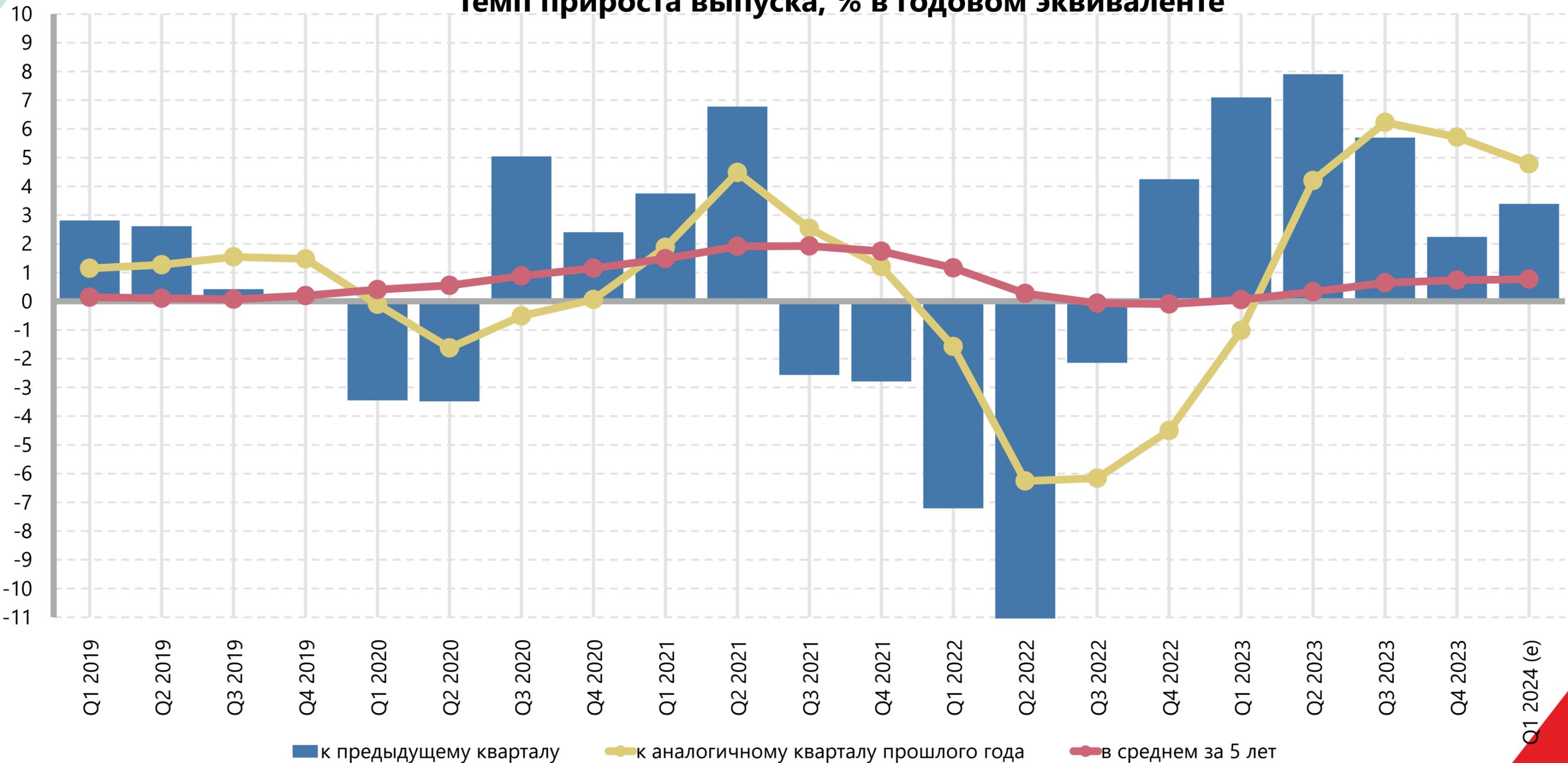
Уровень выпуска в 2024-Q1 вышел на новый исторический пик (но лишь едва выше 2021-Q2)



Новый всплеск роста в 2024-Q1 после затухания в 2023-Q4



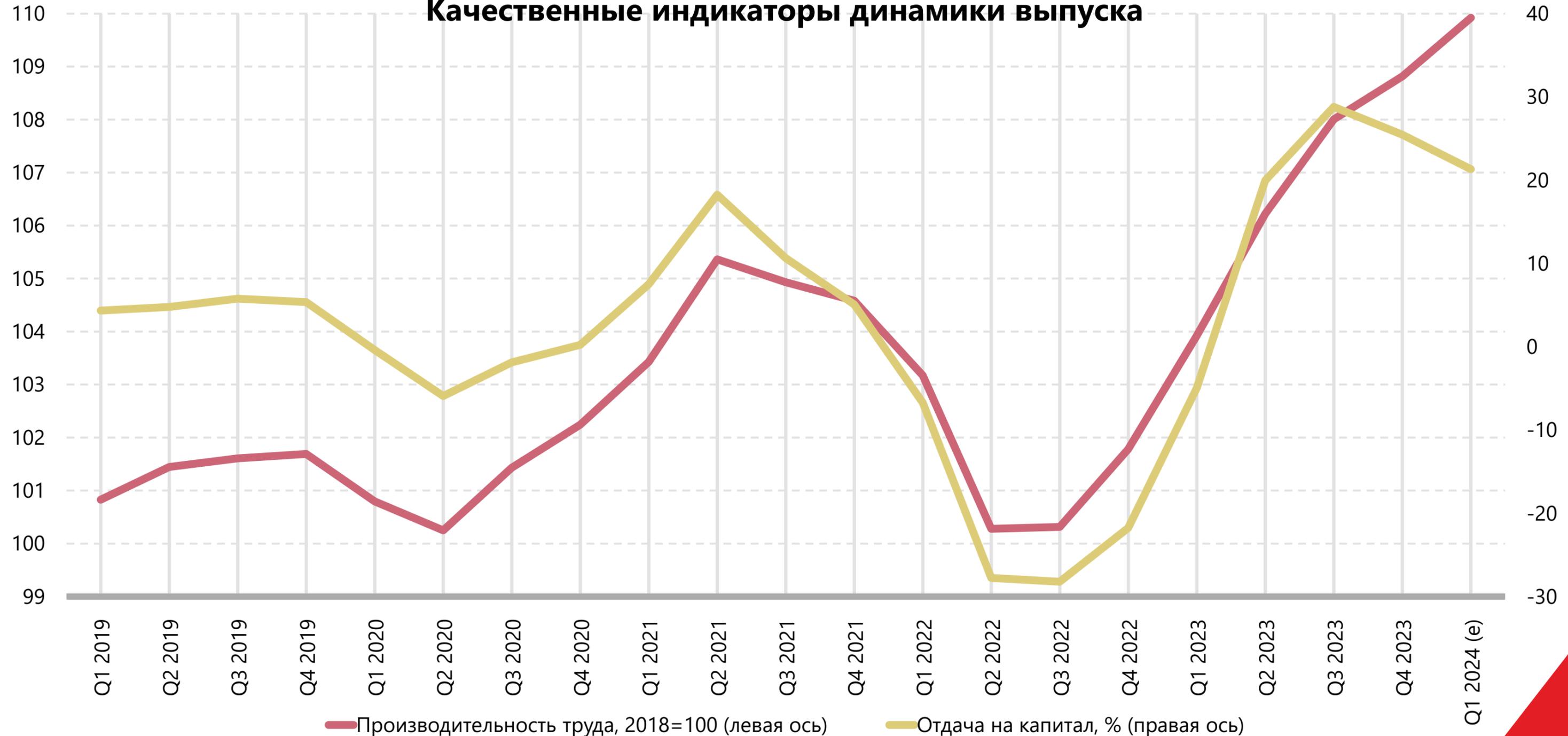
Темп прироста выпуска, % в годовом эквиваленте



Производительность труда растёт... но закрепились тенденция снижения отдачи на инвестиции



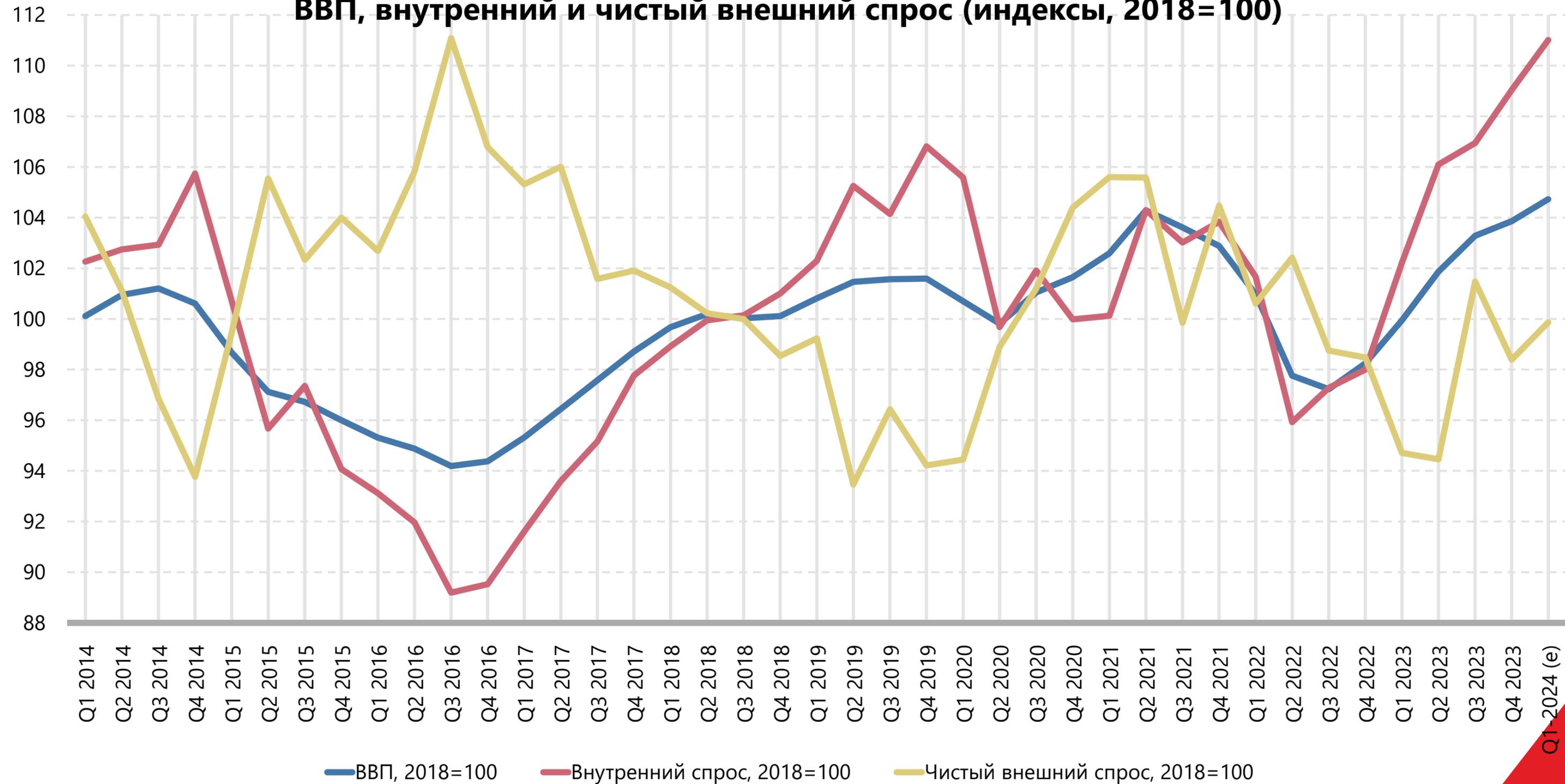
Качественные индикаторы динамики выпуска



Рост в 2024-Q1 произошел в основном за счет внутреннего спроса

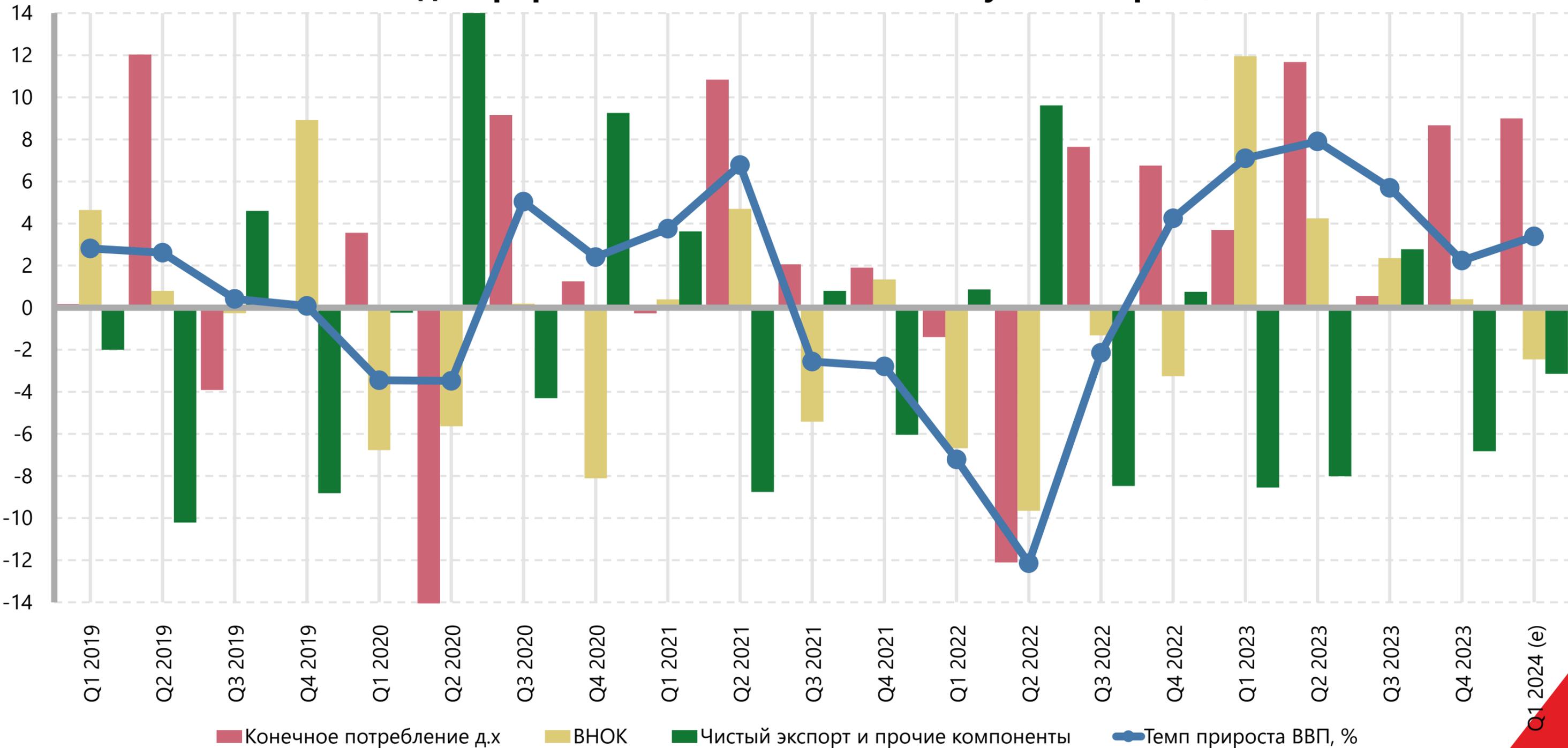


ВВП, внутренний и чистый внешний спрос (индексы, 2018=100)



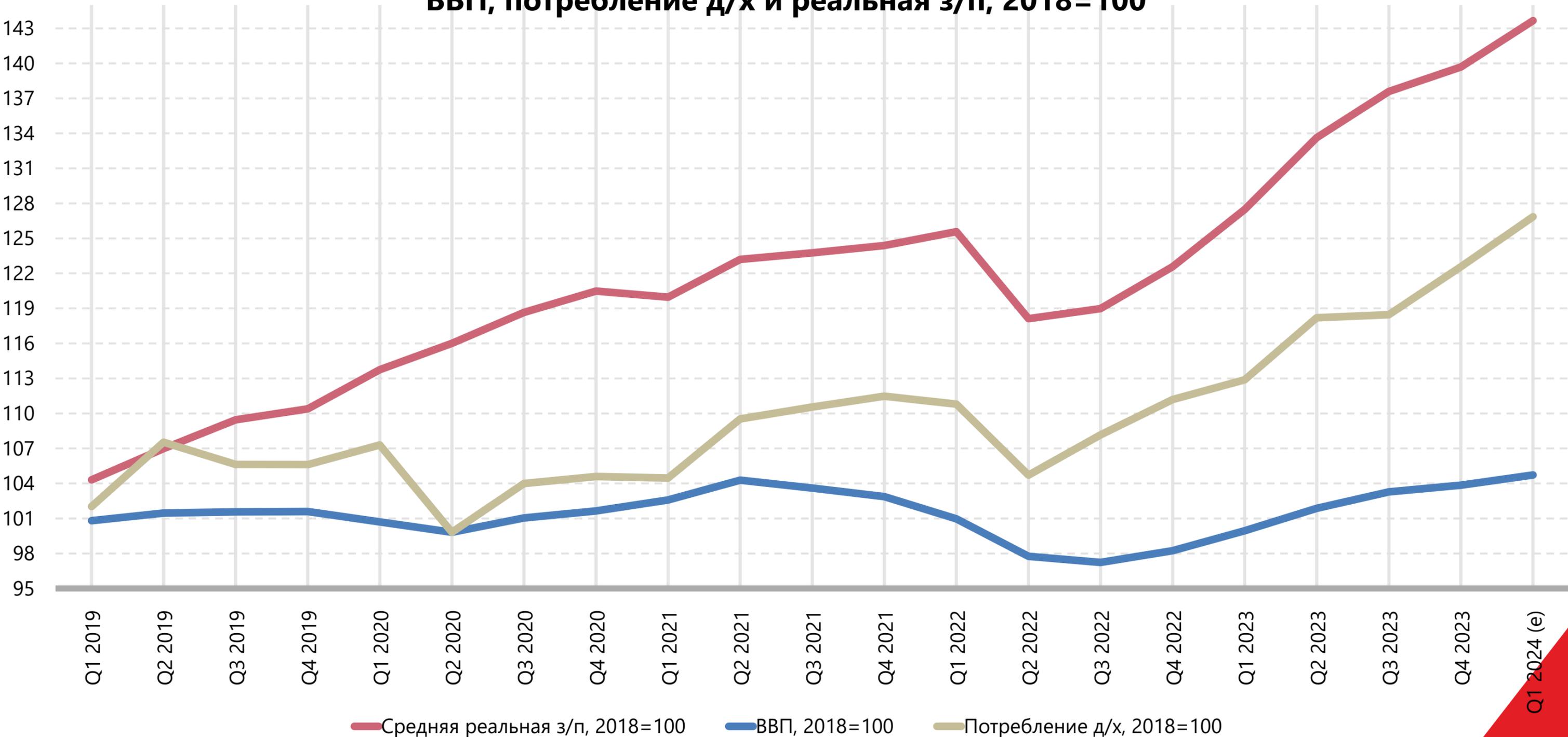
Главный драйвер внутреннего спроса – потребление домашних хозяйств

Вклад в прирост ВВП компонентов совокупного спроса, п.п.



Спурт в потреблении д/х благодаря сохранению быстрого роста реальной з/п и потребительскому оптимизму

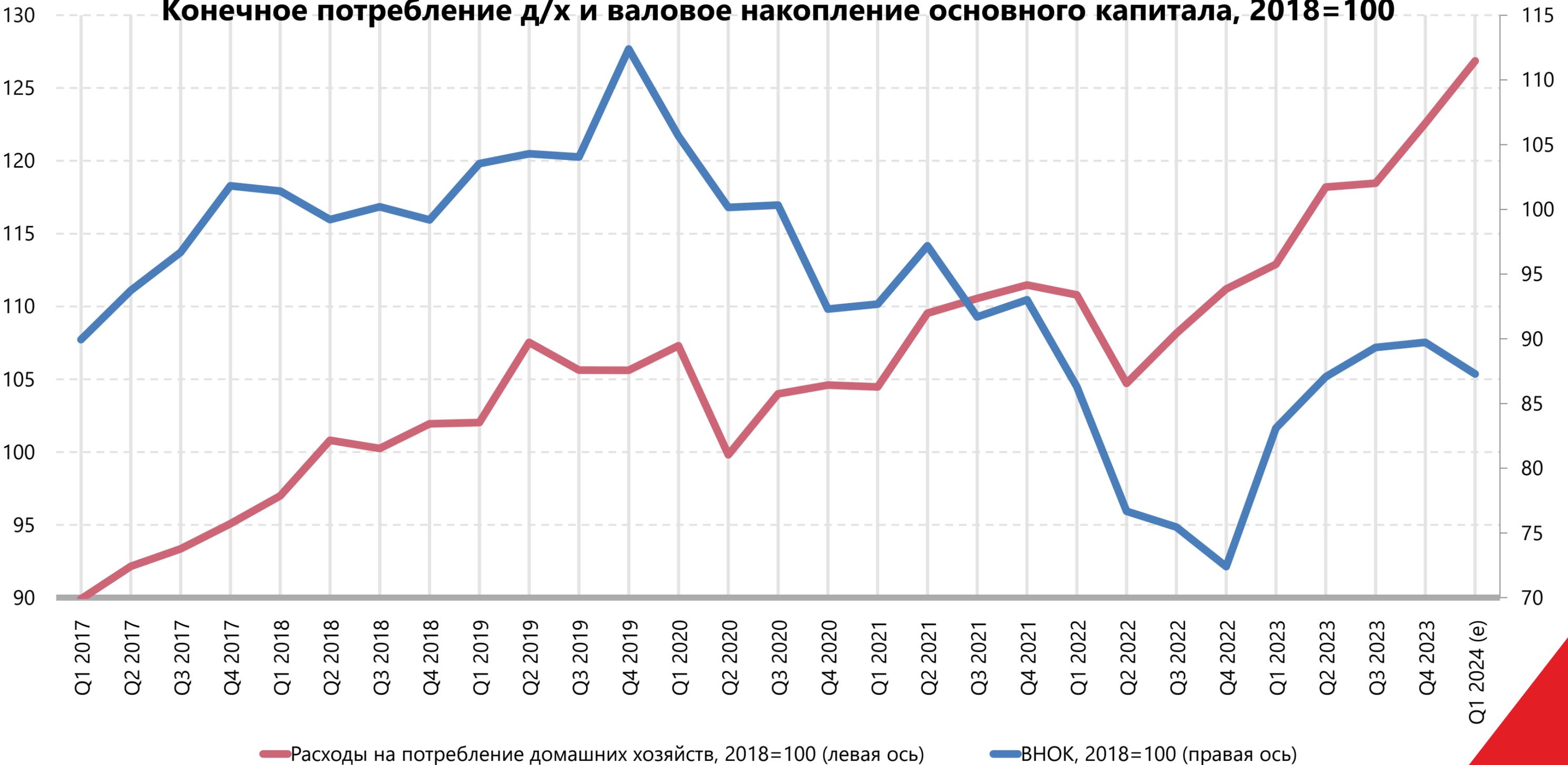
ВВП, потребление д/х и реальная з/п, 2018=100



Инвестиции в основной капитал: отскок вниз

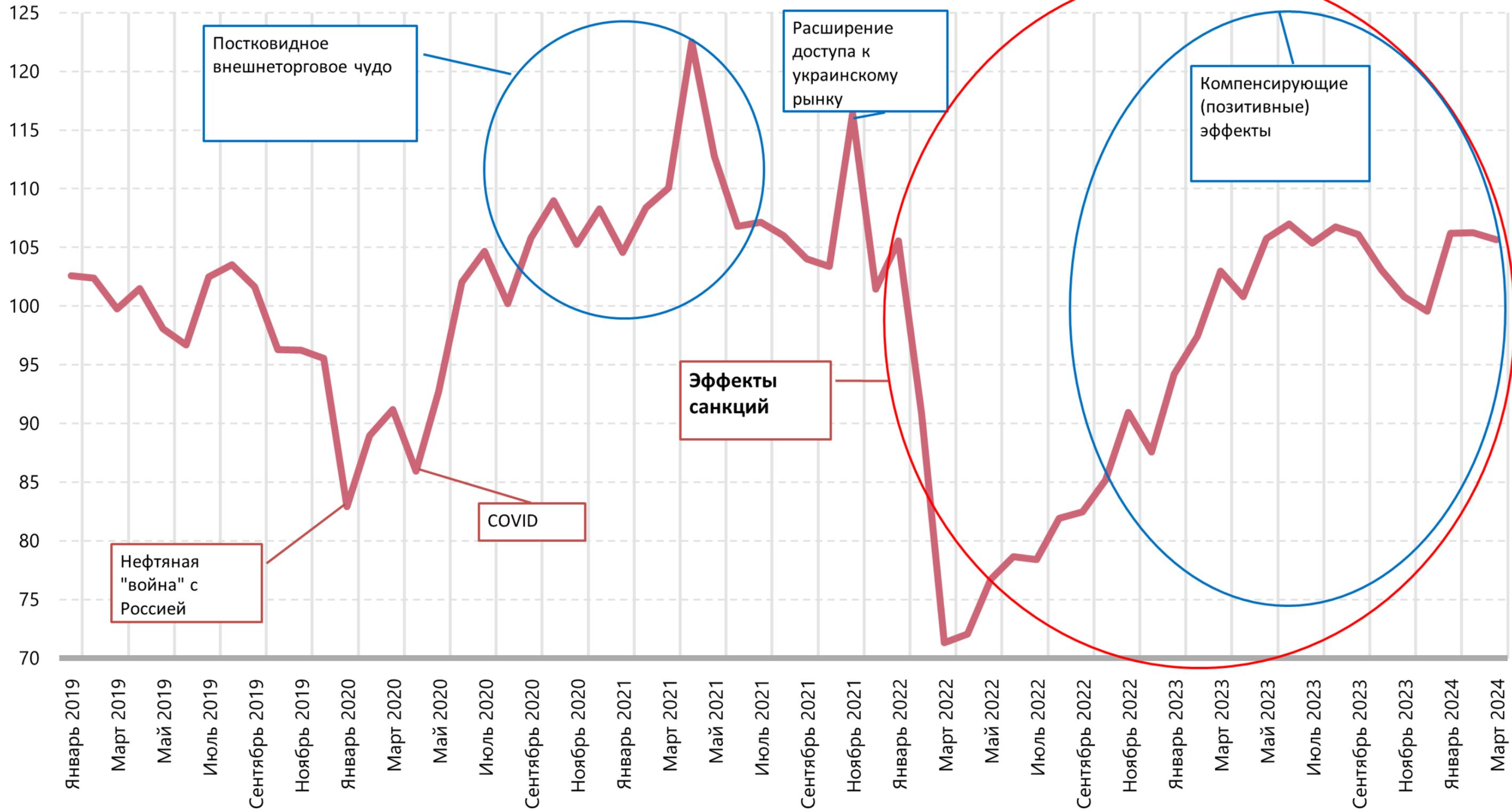


Конечное потребление д/х и валовое накопление основного капитала, 2018=100



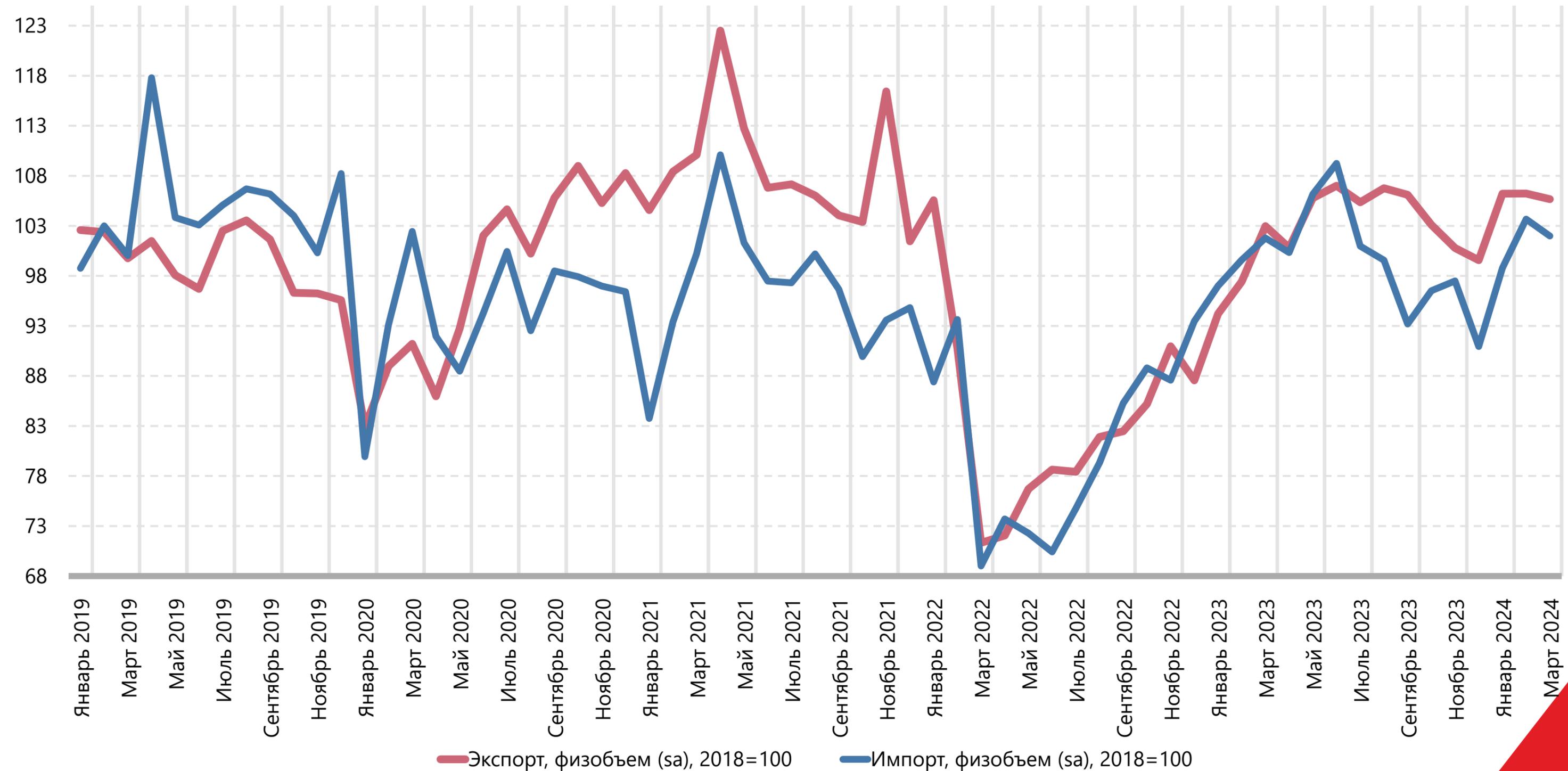
Физобъем экспорта вернулся на локальные максимумы 2023 г.

Экспорт, физический объем (сезонно сглаженный), 2018=100



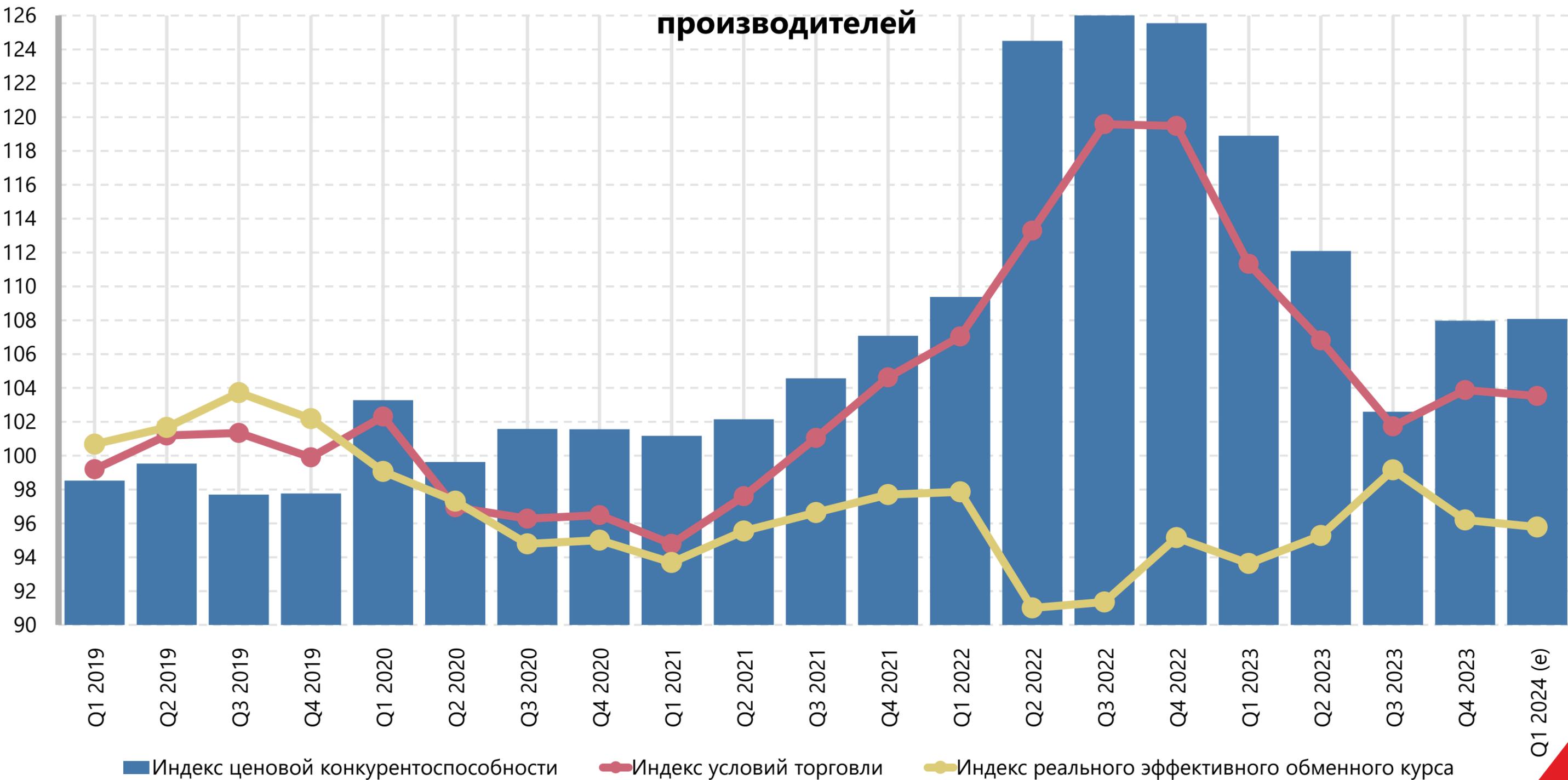
Но импорт также демонстрирует постепенное восстановление

Физические объемы экспорта и импорта (сезонно сглаженные), 2018=100



Состояние ценовой конкурентоспособности «заморозилось»

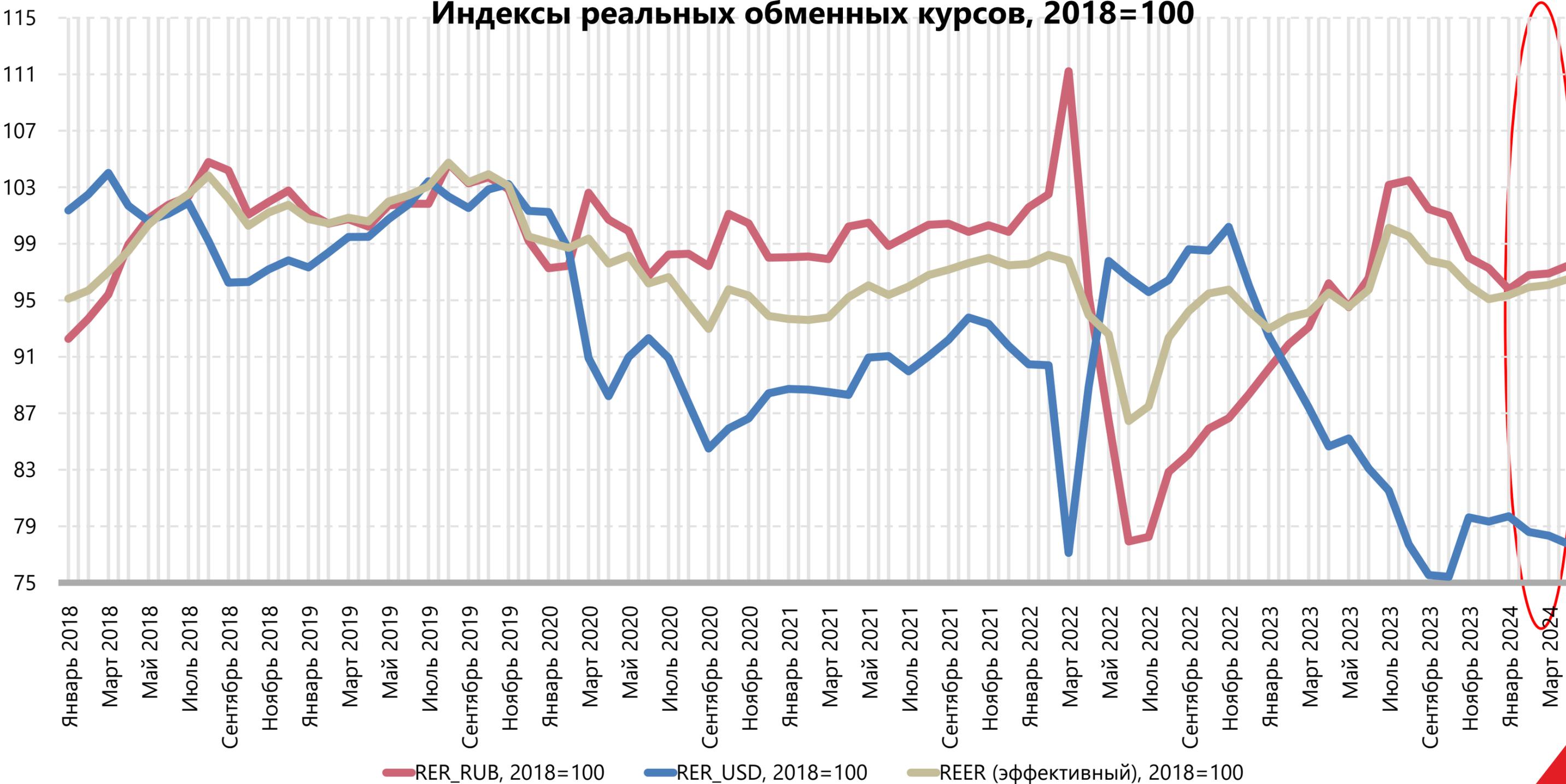
Индикаторы ценовой конкурентоспособности для национальных производителей



Реальная динамика ВУН: импульс поступательного укрепления к RUB → и укрепления REER



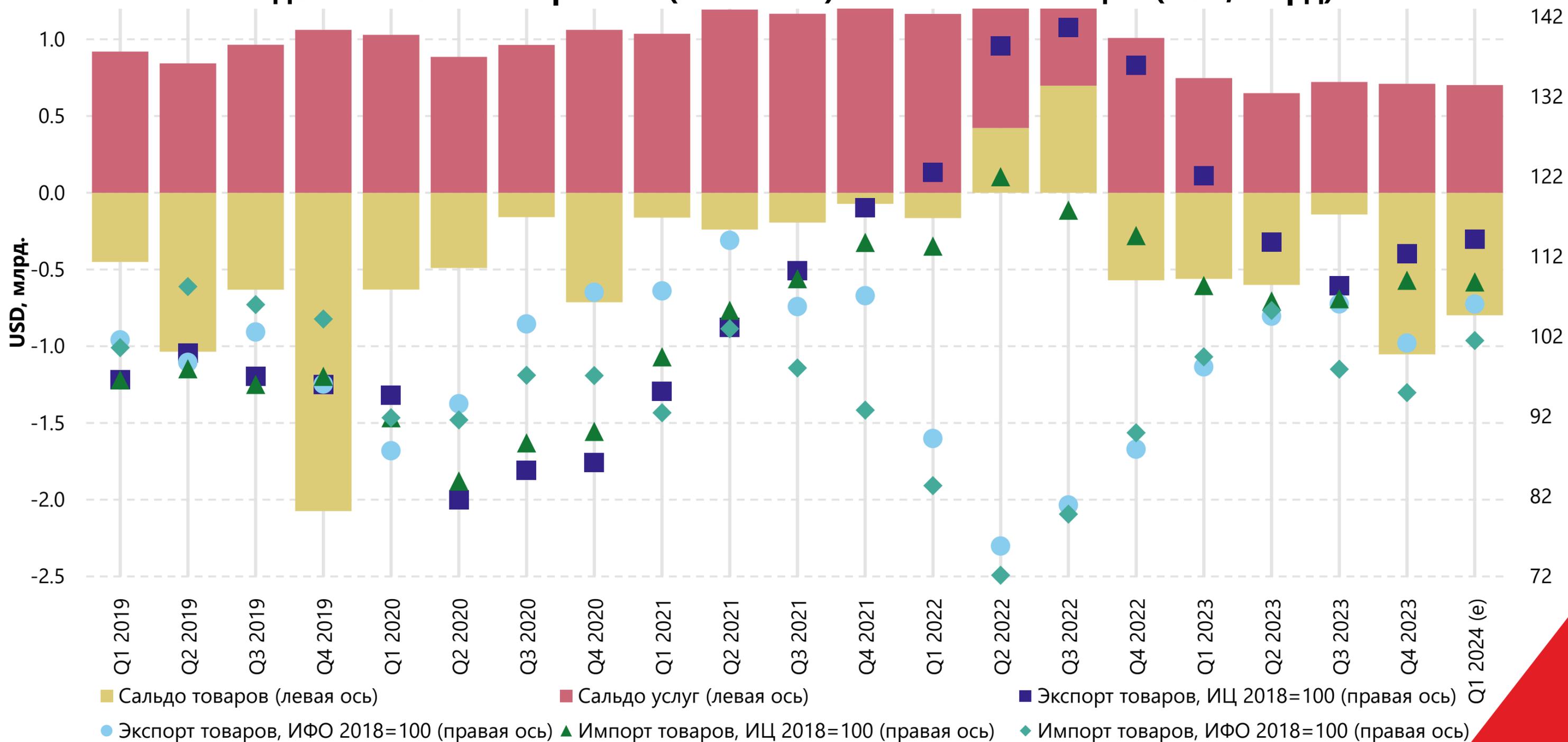
Индексы реальных обменных курсов, 2018=100



Состояние номинальной внешней позиции: без значимых изменений за квартал, но тренд плавного ухудшения сохраняется



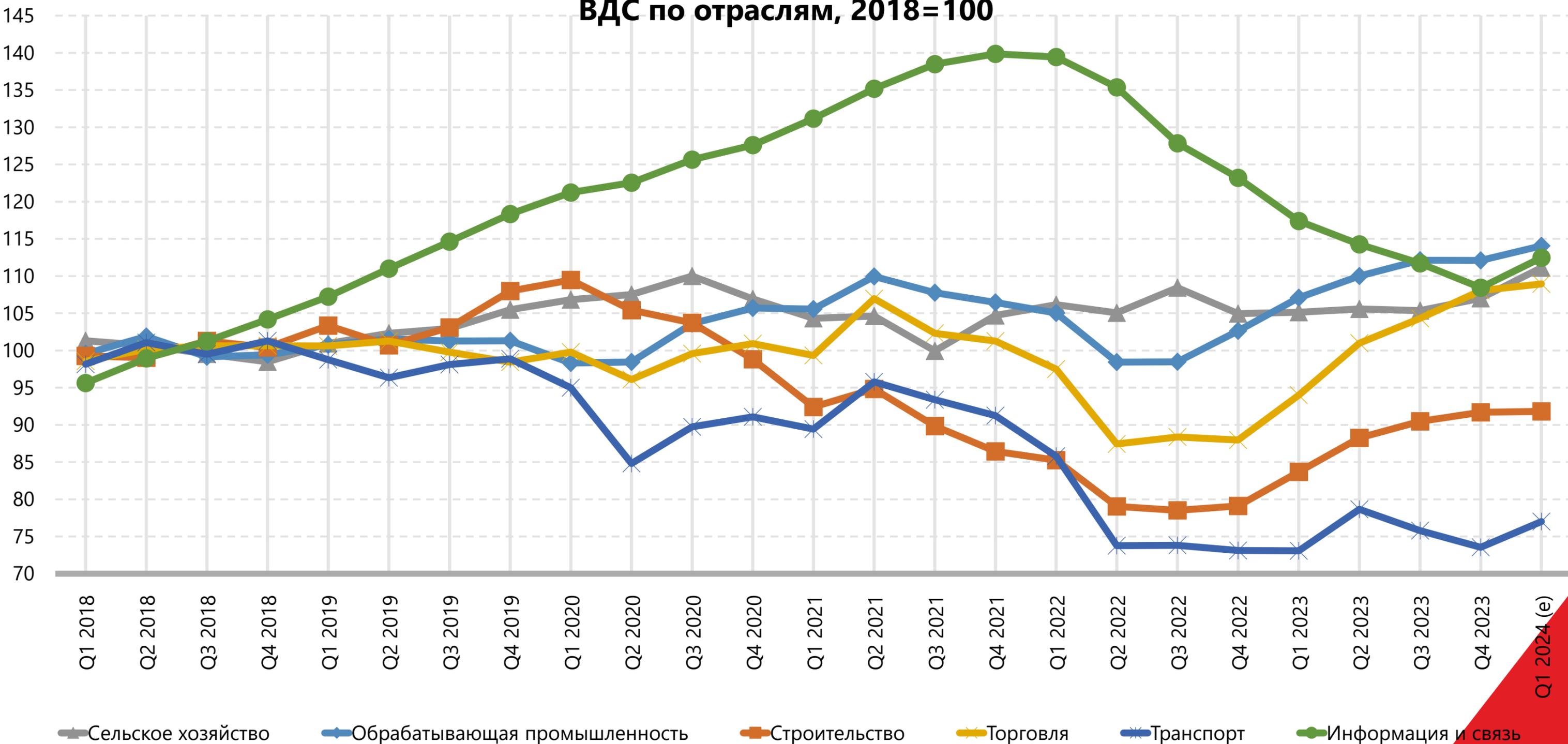
Индексы внешней торговли (2018=100) и внешняя позиция (USD, млрд)



Позитивное влияние на рост оказали отраслевые эффекты: сельское хозяйство, ИТ, транспорт



ВДС по отраслям, 2018=100



Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Нарастающие макроэкономические диспропорции

Актуальные диспропорции, связанные с перегревом внутреннего спроса

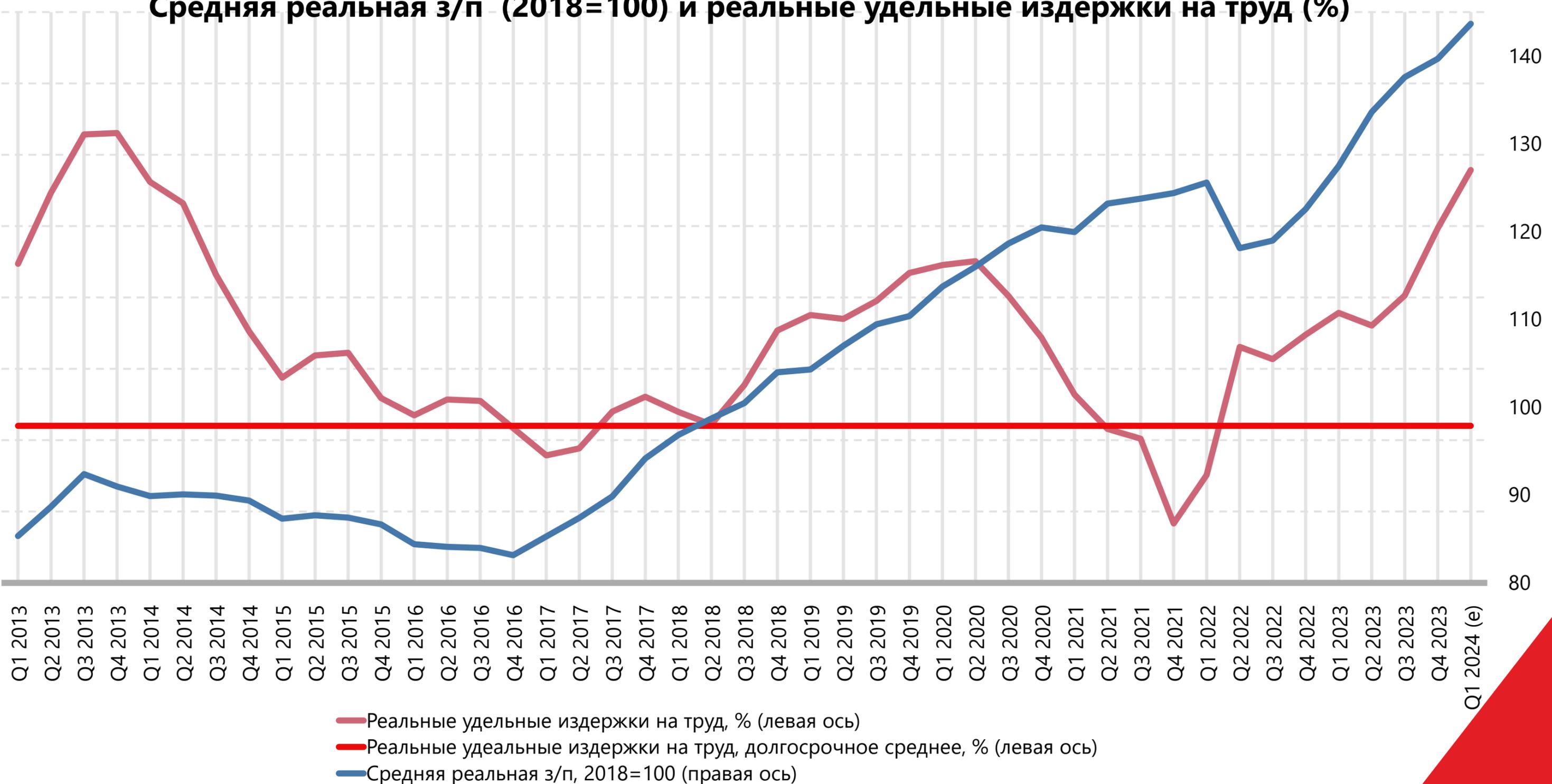


- **Прогрессирующая слабость финансовой позиции фирм**
 - Затраты на труд растут темпами, опережающими рост выручки и производительности труда
 - Внешний спрос близок к потолку/ не стабилен, что ограничивает возможности роста выручки (???)
 - Рост выручки на внутреннем рынке сдерживается ценовым регулированием
 - Директивные инвестиции – дополнительный фактор давления на финансовую позицию фирм
- **Поступательное ухудшение внешней позиции и дефицит источников ее финансирования**
 - Могут помочь благоприятные скачки внешнего спроса и директивное регулирование импорта
- **Ценовое давление и инфляционный навес**

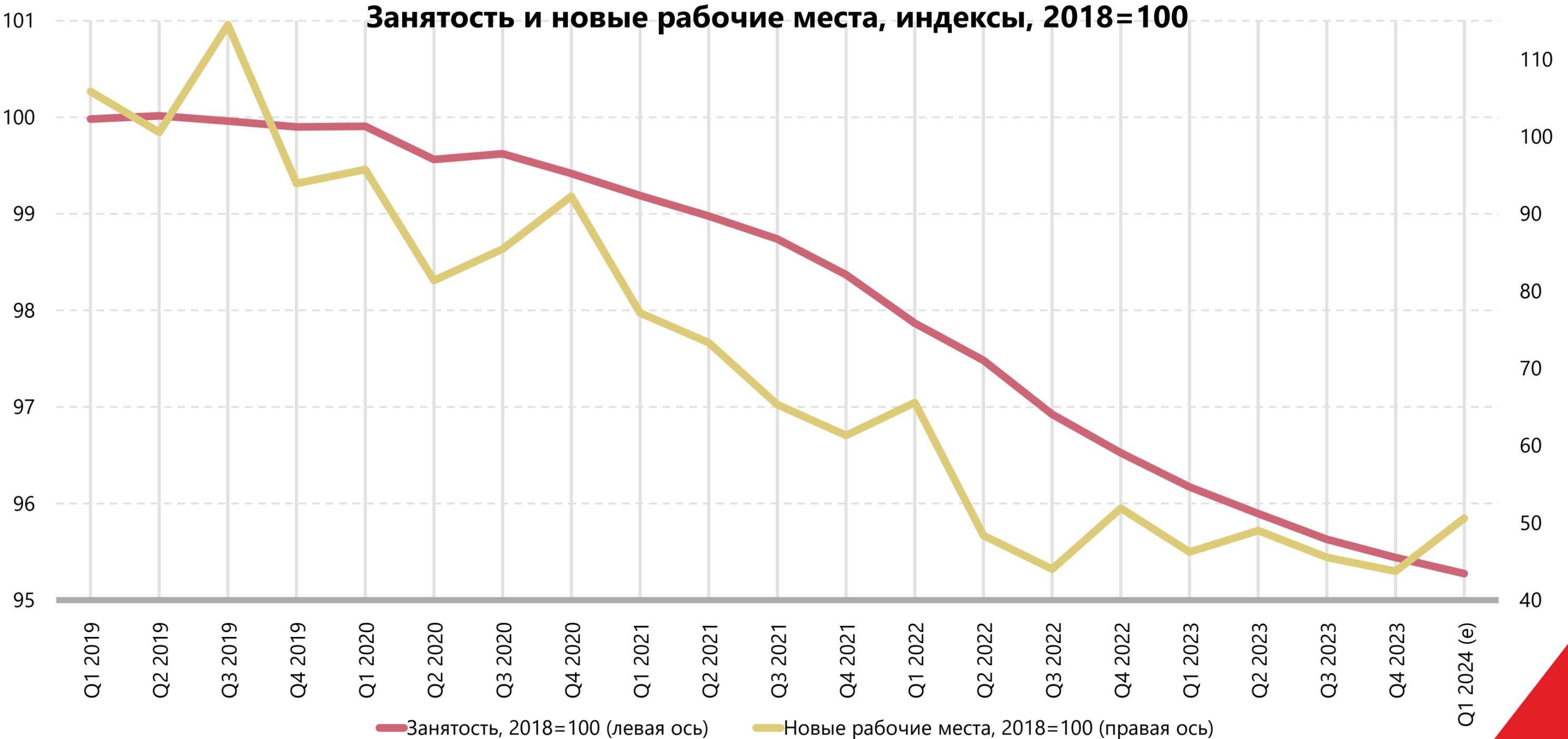
Завышенные трудовые издержки все большая проблема для реального сектора



Средняя реальная з/п (2018=100) и реальные удельные издержки на труд (%)



Рынок труда остается в зоне дефицита рабочих рук: завышенные трудовые издержки одно из последствий



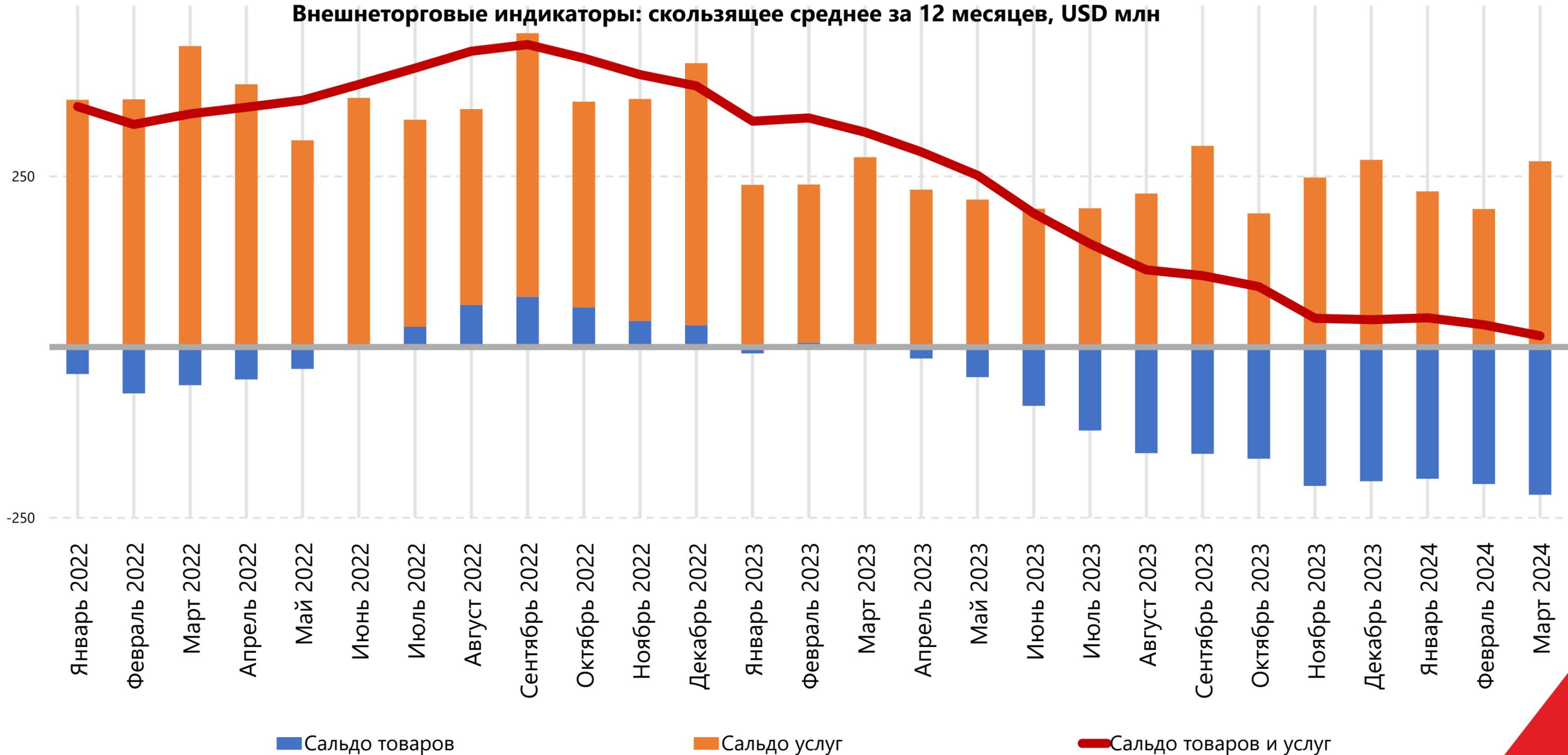
— Занятость, 2018=100 (левая ось)

— Новые рабочие места, 2018=100 (правая ось)

Тренд на поступательное ухудшение (номинальной) позиции по торговому балансу сохраняется



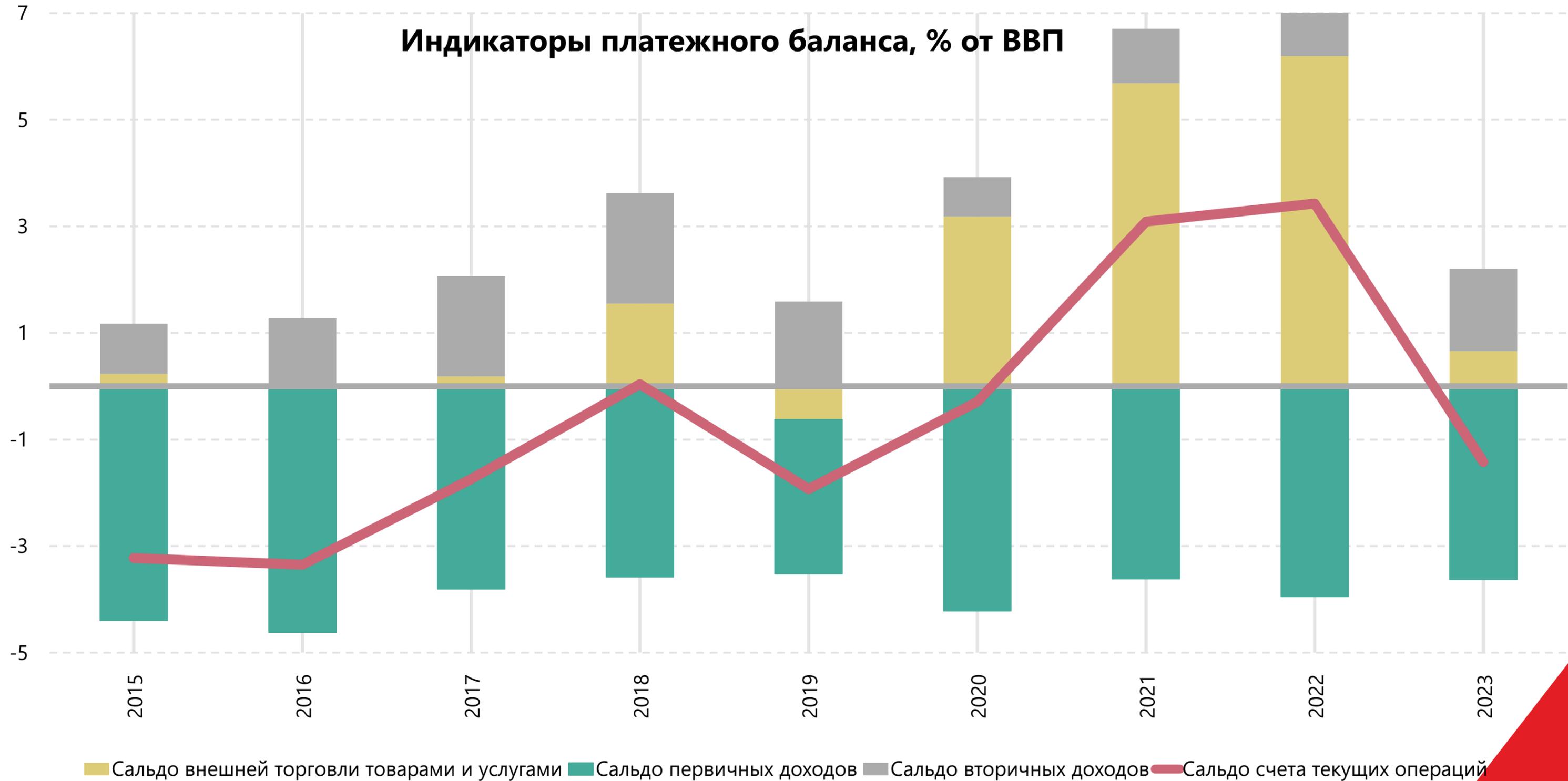
Внешнеторговые индикаторы: скользящее среднее за 12 месяцев, USD млн



При этом в целом во внешней позиции поле для маневра практически исчерпано



Индикаторы платежного баланса, % от ВВП



Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Главная дилемма:

Расти нельзя остановиться

(где поставить запятую?)

Большое количество предпосылок для замедления роста (контролируемой макро корректировки)



- **Накопленные макроэкономические диспропорции ведут к остужению роста (даже при их игнорировании и отсутствии контролируемой корректировки)**
 - Прогрессирующая вероятность финансовой турбулентности
 - Высокая вероятность усиления внешнего дисбаланса и давления на обменный курс
 - Ценовое давление грозит инфляционным шоком
- **Нестабильный внешний спрос**
 - Предпосылки для устойчивого роста внешнего спроса, вероятно, себя исчерпали
- **Фундаментальные ограничения**
 - Производственные возможности для наращивания выпуска во многих отраслях исчерпаны
 - Дефицит на рынке труда
 - Занятость продолжает сжиматься, рабочих рук не хватает

Но власти сохраняют экспансивную риторику. И у них сохраняются некоторые инструменты:



- Административное продвижение экспорта
 - Калийные удобрения, нефтепродукты
- Директивное управление импортом (потребительским и инвестиционным)
- Резерв снижения импортостоемости (?)
- Рост инвестиций и отрасли строительства за счет жилищного сегмента
 - Финансовые стимулы в этом сегменте работают
- *Оживление спроса в России*
- *Стабилизация и восстановительный рост в IT и транспорте*
- *Фискальный импульс*

- Вопреки многочисленным предпосылкам к остужению роста, в 2024-Q1 он ускорился
- Главный донор роста – внутренний спрос, и особенно потребление д/х
 - Главный фактор – перегретая (по многим причинам) зарплата
- Внешний спрос не стабилен
 - Физические объемы экспорта, вероятно, близки к производственному потолку
 - Спрос в России - неустойчивый
- Макроэкономические диспропорции разрастаются
 - Стопят возможности роста
 - Усиливают риски
- Экономические власти сохраняют нацеленность на экспансию
 - Используют конвенциональные и неконвенциональные инструменты для его стимулирования
- Если властям удастся искусственно поддерживать рост в 2024 г., то высока вероятность обострения «макроэкономических болячек»