

МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

ТЕНДЕНЦИИ И ВЫЗОВЫ СОЦИАЛЬНО- ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

№ 4(179) Июль 2024 г.

1. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС ВО II КВАРТАЛЕ 2024 ГОДА	3
2. НЕФТЯНОЙ РЫНОК В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2024 ГОДА	7
3. РЫНОК КРИПТОВАЛЮТ В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 2024 ГОДА.....	12
4. ДИНАМИКА ГЕДОНИЧЕСКИХ ЦЕН НА РЫНКЕ КРАТКОСРОЧНОЙ АРЕНДЫ НЕДВИЖИМОСТИ В МОСКВЕ В 2023 ГОДУ И НАЧАЛЕ 2024 ГОДА	17

Мониторинг является изданием Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Института Гайдара).

Редколлегия: Дробышевский С. М., Мау В. А., Синельников-Мурылев С. Г.



**ИНСТИТУТ
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
ПОЛИТИКИ
имени Е. Т. ГАЙДАРА**

4(179) 2024

Мониторинг экономической ситуации в России: тенденции и вызовы социально-экономического развития. 2024. № 4(179). Июль / Под ред. Дробышевского С.М., Мау В.А., Синельникова-Мурылева С.Г.; Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара. 20 с. URL: http://www.iep.ru/files/text/crisis_monitoring/2024_04-179_July.pdf

При частичном или полном использовании материалов ссылка на источник обязательна.

1. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС ВО II КВАРТАЛЕ 2024 ГОДА

Божечкова А.В., к.э.н., с.н.с. лаборатории денежно-кредитной политики
Института Гайдара;

Кнобель А.Ю., к.э.н., с.н.с. лаборатории международной торговли
Института Гайдара;

Трунин П.В., д.э.н., в.н.с. научного направления «Макроэкономика
и финансы» Института Гайдара

По итогам II квартала 2024 г. положительное сальдо счета текущих операций увеличилось в 2,3 раза по сравнению со II кварталом 2023 г. преимущественно в результате снижения стоимостных объемов импорта и сокращения дефицита баланса первичных и вторичных доходов. Дефицит сальдо финансового счета во II квартале 2024 г. формировался под воздействием роста иностранных активов резидентов и увеличения задолженности нерезидентов по незавершенным расчетам. Данные тенденции привели к укреплению рубля во II квартале 2024 г., которое происходило в результате роста нетто-продаж иностранной валюты российскими экспортерами, снижения импорта, сохранения жестких денежно-кредитных условий, а также продаж валюты Банком России в рамках операций Минфина России со средствами Фонда национального благосостояния.

Согласно опубликованной Банком России предварительной оценке платежного баланса, сальдо счета текущих операций РФ во II квартале 2024 г. составило 18 млрд долл., что в 1,3 раза больше аналогичного показателя за II квартал 2023 г. (7,7 млрд долл.). В условиях текущей детализации платежного баланса, публикуемой Банком России, структуру счета текущих операций можно описать в разрезе трех основных балансов: торговля товарами, торговля услугами и баланс первичных и вторичных доходов.

Баланс торговли товарами во II квартале 2024 г. составил 34 млрд долл., что на 29% больше (по абсолютному значению на 7,7 млрд долл.) значения II квартала 2023 г. (26,3 млрд долл.). Определяющую роль в этом увеличении сыграло снижение стоимостных объемов импорта товаров с 77,1 млрд во II квартале 2023 г. до 70,8 млрд долл. во II квартале 2024 г. (на 8,2%) одновременно со стабилизацией стоимостного объема экспорта, который вырос на 1,4% с 103,4 млрд долл. во II квартале 2023 г. до 104,8 млрд долл. во II квартале 2024 г.

Такая динамика экспорта обусловлена стабильными ценами на базовые товары российского экспорта (нефть, газ, нефтепродукты, зерно, уголь, черные и цветные металлы) и сформировавшимся перенаправлением ограниченных экспортных потоков из стран ЕС и других недружественных экономик в другие страны.

Наблюдаемая динамика импорта товаров обусловлена снижением физических объемов поставок вследствие возникших с начала года трудностей в расчетах и ослаблением рубля по сравнению с прошлым годом. Согласно данным Банка России, снижение индекса реального курса рубля к доллару США в первом полугодии 2024 г. относительно первого полугодия 2023 г. составило 11,6% (в I квартале 2024 г. относительно I квартала 2023 г. это снижение составило 16,5%), т.е. наблюдалось существенное ослабление, означающее относительное удорожание импортных поставок¹.

Баланс торговли услугами во II квартале 2024 г. составил -9,5 млрд долл., что по абсолютному значению на 6,3% больше отрицательного значения баланса торговли услугами за II квартал 2023 г. (-8,9 млрд долл.). В отличие от торговли товарами наблюдается сокращение экспорта услуг (главным образом за счет поездок) с 10,4 млрд долл. во II квартале 2023 г. до 9,9 млрд долл. во II квартале 2024 г. (на 5%) и небольшой рост импорта услуг (на 0,5%) с 19,3 млрд долл. во II квартале 2023 г. до 19,4 млрд долл. во II квартале 2024 г.

Баланс первичных и вторичных доходов продолжает (начиная с 2022 г.) устойчиво сокращаться в абсолютном выражении, оставаясь при этом отрицательным. Во II квартале 2024 г. он составил -6,5 млрд долл., что по абсолютному значению на 32% меньше, чем аналогичный показатель во II квартале 2023 г. (-9,6 млрд долл.)². При этом во II квартале 2024 г. снизились как доходы к получению (поступления дохода от капитала из-за рубежа), так и доходы к выплате (сокращение вывода доходов и репатриации прибыли за рубеж, в том числе за счет ограничений на трансграничное перемещение капитала). Однако доходы к выплате сократились значительно: доходы к получению уменьшились во II квартале 2024 г. по сравнению со II кварталом 2023 г. на 2,6 млрд долл. (с 12,7 млрд до 10,1 млрд долл.), а доходы к выплате – на 5,7 млрд долл. (с 22,3 млрд до 16,6 млрд долл.).

В ближайшие кварталы в связи со стабильным уровнем цен на базовые товары российского экспорта, трудностями с репатриацией прибыли из России иностранными инвесторами, рестрикциями со стороны ЕС и США для контрагентов их юрисдикций и юрисдикций нейтральных стран (вторичные санкции), сальдо счета текущих операций в 2024 г. будет оставаться на достаточно высоком уровне, превышая значения 2023 г. и находясь в диапазоне 60–80 млрд долл. в годовом выражении.

Финансовый счет платежного баланса РФ представлен агрегированными данными по чистым внешним активам и обязательствам всех секторов экономики.

Во II квартале 2024 г. сальдо финансового счета платежного баланса, исключая резервные активы, составило 16,7 млрд долл., увеличившись в 2,7 раза по сравнению со II кварталом 2023 г. (6,1 млрд долл.). Сальдо финансового счета, исключая резервные активы, во II квартале 2024 г. формировалось под воздействием роста иностранных активов.

1 О влиянии курсовой динамики на торговлю см. *Кнобель А.Ю.* Оценка функции спроса на импорт в России // Прикладная эконометрика. 2011. № 4 (24). С. 3–26; *Кнобель А., Фиранчук А.* Россия в мировом экспорте в 2017 г. // Экономическое развитие России. 2018. № 9. С. 17–21.

2 Для справки: во II квартале 2023 г. относительно II квартала 2022 г. абсолютное значение отрицательного баланса первичных и вторичных доходов также сократилось примерно на 30%; во II квартале 2022 г. относительно II квартала 2021 г. абсолютное значение отрицательного баланса первичных и вторичных доходов сократилось примерно на 40%.

1. Платежный баланс во II квартале 2024 года

Прирост иностранных активов (исключая резервные активы) во II квартале 2024 г. достиг 17,3 млрд долл., что в 1,6 раза выше, чем во II квартале 2023 г. (10,9 млрд долл.). Увеличение иностранных активов может объясняться ростом задолженности нерезидентов по незавершенным расчетам по российскому экспорту¹.

Обязательства всех секторов российской экономики перед нерезидентами за II квартал 2024 г. выросли на 0,6 млрд долл., что в 8 раз ниже, чем во II квартале 2023 г. (4,7 млрд долл.). Это связано в том числе с накоплением задолженности по объявленным, но невыплаченным дивидендам в пользу нерезидентов из недружественных стран².

Внешний долг России за II квартал 2024 г. увеличился на 1,1% до 306,1 млрд долл. В наибольшей степени увеличился внешний долг банков и ЦБ РФ (на 7,7% за II квартал 2024 г. до 97,8 млрд долл.), органов государственного управления (на 1,6% до 32,3 млрд долл.). Отметим, что доля нерезидентов на рынке ОФЗ продолжила сокращаться (с 7,1% на 1 апреля 2024 г. до 6,8% на 1 июля 2024 г.), что соответствует уровню июля 2012 г. Внешние обязательства прочих секторов снизились на 2,3% за II квартал 2024 г. до 176,0 млрд долл. Уменьшение задолженности прочих секторов определялось сокращением обязательств по прочим кредитам и займам, в том числе в рамках отношений прямого инвестирования³.

Резервные активы России уменьшились за II квартал 2024 г. на 1,3 млрд долл. (- 1,4 млрд долл. за II квартал 2023 г.). Это связано в основном с продажами иностранной валюты в рамках операций со средствами Фонда национального благосостояния (ФНБ). Тем не менее положительная переоценка международных резервов за II квартал 2024 г. превысила их сокращение за счет операций, представленных в платежном балансе; в результате международные резервы России выросли за II квартал на 3,1 млрд долл. до 593,5 млрд долл.

Отметим, что за II квартал 2024 г. объем операций Минфина России по нетто-продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке составил 284,2 млрд руб. Из них объем покупки иностранной валюты в рамках регулярных операций по бюджетному правилу (в размере дополнительных нефтегазовых доходов) за II квартал 2024 г. составил около 417,3 млрд руб.⁴, тогда как объем корректировки⁵ анонсированного Минфином России объема операций в рамках бюджетного правила в виде продаж валюты из ФНБ составил около 701 млрд руб.

Во втором полугодии Банк России планирует покупку/продажу иностранной валюты в рамках регулярных операций по бюджетному правилу, корректируя анонсированный Минфином России объем операций на величину продаж валюты в размере 1,8 трлн руб. (1,4 трлн руб. – разница объема отложенных с 10 августа по 31 декабря 2023 г. покупок валюты в рамках бюджетного правила и объема расходования средств ФНБ с целью финансирования бюджетного дефицита за 2023 г. вне бюджетного правила,

1 Платежный баланс Российской Федерации № 2 (19), II квартал 2024 года.

2 Там же.

3 URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ext-debt/

4 Минфин России, Сведения о формировании и использовании дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета в 2018–2024 гг.


5 Регулярные операции по бюджетному правилу корректируются на сальдированную величину следующих операций: разницы объема отложенных с 10 августа по 31 декабря 2023 г. покупок валюты в рамках бюджетного правила и объема расходования средств ФНБ с целью финансирования бюджетного дефицита за 2023 г. вне бюджетного правила, а также продаж валюты в объеме чистого инвестирования средств ФНБ.

0,4 трлн руб. – продажа валюты в объеме чистого инвестирования средств ФНБ)¹. Операции по продаже валюты продолжают оказывать поддержку рублю во втором полугодии 2024 г.

За II квартал 2024 г. рубль укрепился на 7,2% до 85,7 руб. за долл., что преимущественно связано с ростом чистых продаж иностранной валюты крупнейшими экспортерами (с 35,4 млрд долл. в I квартале 2024 г. до 42,7 млрд долл. США во II квартале 2024 г.), снижением импорта вследствие трудностей с расчетами, продажей валюты Банком России в рамках операций Минфина России со средствами ФНБ, сохранением жестких денежно-кредитных условий.

В условиях стабилизации курса рубля 12 июля 2024 г. было смягчено требование по обязательной продаже экспортной выручки крупнейшими российскими экспортерами с 60 до 40%². Данная мера будет действовать до 30 апреля 2025 г. и продолжит оказывать поддержку рублю.

Введение санкций в отношении Группы Московская Биржа 12 июня 2024 г. стало причиной приостановки биржевых торгов долларом США, евро и гонконгским долларом. Тем не менее санкционное давление не оказало существенного влияния на динамику курса рубля. С 13 июня 2024 г. Банк России устанавливает официальные валютные курсы доллара и евро к рублю с использованием информации по банковской отчетности и сведений, поступающих от цифровых платформ внебиржевых торгов. В пресс-релизе регулятора отмечается, что данные внебиржевого рынка являются репрезентативными для определения обменного курса³.

По нашим оценкам, при сохранении цен на нефть на уровне 80–85 долл./барр., а также с учетом проводимой Банком России денежно-кредитной политики и мер по обязательной продаже валютной выручки крупнейшими экспортерами в 2024 г. курс рубля в среднем составит 85–95 руб./долл. 

1 URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=18801>

2 Постановление Правительства РФ от 12 июля 2024 г. № 953.

3 URL: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=638538857295023335SUP_MEAS.htm

2. НЕФТЯНОЙ РЫНОК В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2024 ГОДА

Миллер Е.М., н.с. лаборатории отраслевых рынков и инфраструктуры Института Гайдара

Рост спроса на жидкие углеводороды со стороны авиаперевозок и нефтехимического сектора станет еще одним фактором, помимо продления добровольных сокращений объемов добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+, который удержит цены на нефть на уровне 80–85 долл./барр. по итогам 2024 г.

Во второй половине 2024 г. ожидается корректировка условий обнуления демпфера на бензин и дизельное топливо, после которой подорожание одной категории не лишит выплат субсидии по другой.

Соглашение о корректировке объемов добычи нефти ОПЕК+

По результатам 36-ой¹ встречи министров стран ОПЕК и стран, не входящих в ОПЕК, было принято решение продлить установленные на предыдущей встрече объемы добычи нефти, а также были представлены оцененные тремя независимыми компаниями HIS, Wood Mackenzie и Rystad Energy значения уровней добычи, которые смогут достичь в 2024 г. Ангола, Конго и Нигерия (на них будет приходиться основной объем сокращения): 1 110 тыс., 277 тыс., 1 500 тыс. барр./сут. соответственно.

По итогам 37-й встречи было принято решение о продлении действующих до конца 2024 г. целевых уровней добычи нефти на весь 2025 г., но с небольшими изменениями, которые коснулись ОАЭ: страна получила возможность постепенно увеличить разрешенный уровень добычи нефти на 300 тыс. барр./сут., начиная с января 2025 г. Обязательства по добровольным сокращениям на 2,2 млн барр./сут., взятые некоторыми странами ОПЕК+, включая Россию и Саудовскую Аравию, с начала 2024 г. на 6 месяцев для балансировки рынка были продлены на III квартал 2024 г., а добровольное сокращение на 1,66 млн барр./сут., взятое теми же странами со II квартала 2023 г., продлено на весь 2025 г. В *табл. 1* представлена динамика согласованных на встрече объемов добычи нефти с июня 2024 г. по декабрь 2025 г. с учетом принятых изменений.

1 36th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes// OPEC. 30.11.2023. URL: https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7265.htm

Таблица 1

Согласованные на 37-й встрече министров стран ОПЕК+ уровни добычи нефти в июне 2024 г. – декабре 2025 г., тыс. барр./сут.

Страны*	Алжир	Ирак	Кувейт	КСА	ОАЭ	Казахстан	Оман	Россия	
2024 г.	июнь-сентябрь	908	4 000	2 413	8 978	2 912	1 468	759	8 978
	октябрь	912	4 018	2 424	9 061	2 926	1 475	763	9 017
	ноябрь	917	4 037	2 436	6 145	2 939	1 482	766	9 057
	декабрь	921	4 055	2 447	6 228	2 953	1 489	770	9 096
2025 г.	январь	925	4 073	2 458	9 311	3 000	1 495	773	9 135
	февраль	929	4 092	2 469	9 395	3 047	1 502	777	9 174
	март	934	4 110	2 481	9 478	3 094	1 509	780	9 214
	апрель	938	4 128	2 492	9 561	3 140	1 516	784	9 253
	май	942	4 147	2 503	9 645	3 187	1 523	787	9 292
	июнь	946	4 165	2 514	9 728	3 234	1 530	791	9 331
	июль	951	4 183	2 526	9 811	3 281	1 536	794	9 371
	август	955	4 202	2 537	9 895	3 328	1 543	798	9 410
	сентябрь	959	4 220	2 548	9 978	3 375	1 550	801	9 449
	октябрь-декабрь	959	4 220	2 548	9 978	3 375	1 550	801	9 449
Допустимый уровень добычи (37-й НОММС)	1 007	4 431	2 676	10 478	3 519	1 628	841	9 949	

* В таблице представлены страны соглашения ОПЕК+, которые взяли на себя дополнительные обязательства по добровольному сокращению объемов добычи нефти.

Источник: MOMR Июнь 2024.

Международные прогнозы цены на нефть

Согласно прогнозам EIA¹, цена на нефть марки Brent вырастет с 82 долл./барр. в июне до 89 долл./барр. до конца 2024 г. и до 91 долл./барр. в I квартале 2025 г. Рост связан с небольшим снижением мировых запасов нефти из-за продления добровольных сокращений странами – участницами соглашения ОПЕК+ объемов добычи. В IV квартале 2024 г. EIA предполагает, что рост предложения из стран, не входящих в ОПЕК+ (за счет США, Канады, Бразилии и Гайаны), вернет мировой рынок к умеренному росту запасов, эффект сохранится и в первой половине 2025 г.

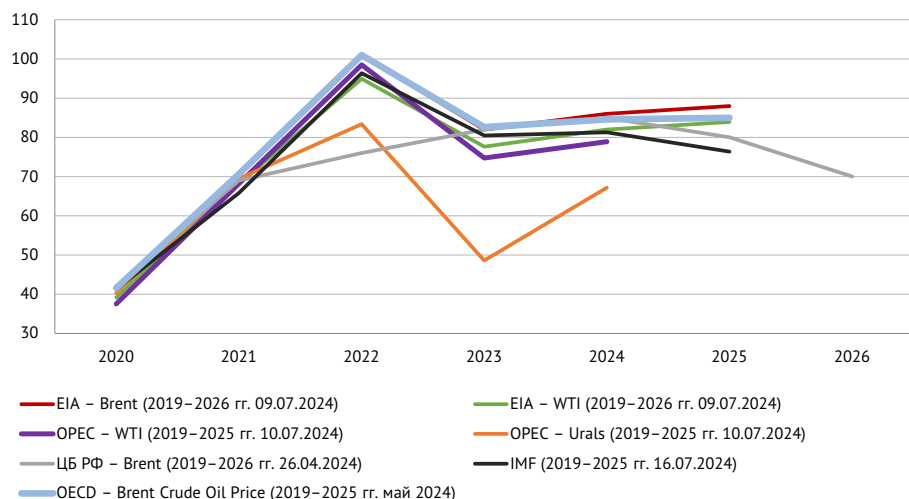
По прогнозу ОПЕК, средние цены на нефть марки Urals по итогам 2024 г. будут находиться в районе 67,16 долл./барр. Рост мирового спроса на нефть в 2024 г. останется на уровне 2,2 млн барр./сут.: для ОЭСР он вырастет на 0,2 млн барр./сут., а для стран, не входящих в ОЭСР, на 2,0 млн барр./сут. Ожидается, что в 2025 г. мировой спрос на нефть увеличится на 1,8 млн барр./сут., а основными драйверами роста поставок жидких углеводородов станут США, Канада, Бразилия и Норвегия, отрасли авиасообщение и нефтехимия.

Банк России повысил прогноз цены на нефть марки Urals в 2024 г. с 80 долл./барр. до 85 долл./барр. В 2025 г. регулятор ожидает стоимость нефти на уровне 80 долл./барр., в 2026 г. – 70 долл./барр.²

1 Short-term energy outlook. Crude oil prices // EIA. 11.07.2024. URL: <https://www.eia.gov/outlooks/steo/marketreview/crude.php>

2 Среднесрочный прогноз Банка России по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке // Банк России. 26.04.2024. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/160781/forecast_240426.pdf

2. Нефтяной рынок в первом полугодии 2024 года



Примечание. В скобках указана дата публикации прогноза.

Рис. 1. Прогноз цен на нефть, долл./барр.

Источник: Составлено авторами по данным EIA, OPEC, IMF, ЦБ РФ, OECD.

Международный валютный фонд прогнозирует средние цены на нефть в 2024 г. на уровне 81,6 долл./барр., а в 2025 г. – 76,38 долл./барр.¹

Прогнозы международных ведомств цен на нефть представлены на рис. 1.

Анализ изменений законодательства, регулирующего нефтяную и нефтеперерабатывающую отрасли

В первой половине 2024 г. в законодательстве, регулирующем нефтяную отрасль России, произошел ряд изменений:

1. Продлен запрет предоставления и распространения официальной статистики в отношении ряда видов продукции и видов экономической деятельности (в частности ежемесячная, ежеквартальная и годовая статистика по добыче нефти, газа и газового конденсата) до 1 апреля 2025 г.², что делает анализ текущей динамики ключевых показателей деятельности российского нефтяного сектора затруднительным, учитывая то, что статистика по экспорту нефти и нефтепродуктов закрыта с 2022 г.

2. С мая 2024 г. приостановлена публикация Росстатом статистических данных о производстве бензина (в статистике по бензину и дизельному топливу за период с 21 по 27 мая 2024 г. отражена только динамика потребительских цен на нефтепродукты, тогда как за предыдущую неделю, с 13 по 19 апреля, приводились данные и по объемам производства³) для обеспечения информационной безопасности внутреннего рынка нефтепродуктов. Закрытие статистики расширяет возможности манипуляции с данными, особенно в сезон высокого спроса, связанного с периодом

1 World Economic Outlook Update, 30.01.2024 // IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/01/30/world-economic-outlook-update-january-2024>

2 В виды продукции вошли: нефтегазовая смесь (скважинная жидкость); нефть обезвоженная, обессоленная и стабилизированная; конденсат газовый нестабильный. В виды деятельности вошли: добыча нефти и нефтяного (попутного) газа (ПНГ); добыча природного газа и газового конденсата. Подробнее см.: Распоряжение Правительства Российской Федерации от 26 апреля 2023 г. № 1074-р // Государственная система правовой информации. 10.11.2023. URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202304280072>

3 Алифирова Е. Для обеспечения информационной безопасности? Официальная статистика о производстве бензина в России будет закрыта // Neftegaz.ru. 29.05.2024. URL: <https://neftegaz.ru/news/gosreg/836155-dlya-obespecheniya-informatsionnoy-bezopasnosti-ofitsialnaya-statistika-o-proizvodstve-benzina-v-ros/>

отпусков в летние месяцы. Например, объем производства нефтепродуктов можно рассчитать косвенно через публикуемые Минфином России данные по уплате демпферной надбавки.

3. Завершен налоговый маневр в нефтяной отрасли: с 1 января 2024 г. ставки экспортной пошлины на нефть и нефтепродукты обнулились (взамен произошел рост ставки НДС), т.е. внутренние цены на нефть и нефтепродукты стали равными российским экспортным, которые равны мировым за вычетом дисконта, возникшего из-за санкций. По сути, за 2019–2024 гг. был изменен механизм субсидирования российских НПЗ: заниженным на величину экспортной пошлины относительно мировых цен внутренним ценам на нефть пришел на смену обратный акциз на нефтяное сырье (в совокупности с демпферной надбавкой), который носит практически безусловный характер (поддержку получают как прибыльные НПЗ, которые в ней не нуждаются, так и убыточные), а также не имеет законодательно утвержденного срока окончания, что создает базу для субсидирования отрасли напрямую трансфертами из бюджета. Периодическая корректировка его параметров (в частности, индикативной цены, уже наблюдавшаяся в 2019, 2021 и 2022 гг.) может привести к «ручному» управлению ценами.

4. Введен временный запрет на экспорт бензина (с 1 марта по 31 августа 2024 г.) и увеличен норматив продаж дизельного топлива на биржевых торгах с 12,5 до 16%¹ для устранения дефицита нефтепродуктов (в частности, АИ-95). Мера позволит нарастить запасы топлива на нефтебазах, что должно существенно сократить поставки напрямую с НПЗ на АЗС до начала высокого спроса на топливо.

5. Продлен до 31 декабря 2024 г. запрет на поставки российской нефти и нефтепродуктов в адрес иностранных компаний и физлиц, если в контрактах зафиксирована предельная цена².

В ближайшее время, возможно, будут внесены очередные поправки, связанные с параметрами демпфера: Минфин и Минэнерго согласовывают детали по изменению условий обнуления демпфера по бензину и дизельному топливу³. В действующих нормативных документах обнуление прописано в случае, если оптовая стоимость бензина увеличивается больше, чем на 10% от максимума в 58,65 тыс. руб. и на 20% от 55 тыс. у дизельного топлива. Обсуждаемое изменение предполагает, что обнуление демпфера для бензина и дизельного топлива будет происходить отдельно, т.е. подорожание одной категории не лишит выплат субсидии по другой. Положительным эффектом станет предсказуемость рынка для НПЗ. Вместе с тем риском может стать снижение стимулов НПЗ по стабилизации роста оптовых цен на топливо.


1 Правительство приняло меры для сохранения стабильной ситуации на рынке топлива в период весенних полевых работ // Правительство России. 29.02.2024. URL: <http://government.ru/docs/51012/>. Вывоз топлива был разрешен с середины мая по июнь, продлен до 31 июля 2024 г. специальным разрешением.

2 Указ Президента Российской Федерации от 13 июня 2024 г. № 497 «О внесении изменения в Указ Президента Российской Федерации от 27 декабря 2022 г. № 961 «О применении специальных экономических мер в топливно-энергетической сфере в связи с установлением некоторыми иностранными государствами предельной цены на российскую нефть и нефтепродукты». URL: <https://www.garant.ru/hotlaw/federal/1724951/>

3 Алифирова Е. Минфин выступил против предложенного Роснефтью моратория на обнуление демпфера // Neftegaz.ru. 20.05.2024. URL: <https://neftegaz.ru/news/gosreg/834385-minfin-vystupil-protiv-predlozhennogo-rosneftyu-moratoriya-na-obnulenie-dempfera/>

2. Нефтяной рынок в первом полугодии 2024 года

Согласно проведенному анализу прогнозов международных агентств, можно говорить о перспективах роста мирового спроса на нефть в 2024–2025 гг. за счет увеличения спроса со стороны стран Азии и Бразилии, роста авиаперевозок и повышения выпуска в нефтехимической отрасли. По итогам 2024 г. цена на нефть ожидается на уровне 80–85 долл./барр., даже с учетом решения ОПЕК+ по постепенному восстановлению объемов добычи за счет отказа от добровольных сокращений, начиная с III квартала 2024 г.

Что касается изменений на внутреннем рынке, то продление приостановки публикации статистики затрудняет анализ текущей динамики ключевых показателей нефтегазовой отрасли. Помимо этого, частые корректировки параметров налогового законодательства негативно влияют на инвестиционный климат в отрасли: сокращается объем инвестиций в развитие и модернизацию, что в условиях санкций является необходимой задачей (для увеличения доходов на внешних рынках за счет добавленной стоимости продукции, а также для преодоления дефицита топлива). 

3. РЫНОК КРИПТОВАЛЮТ В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 2024 ГОДА

Шилов К.Д., н.с. лаборатории исследования цифровых финансов Института Гайдара;
Зубарев А.В., с.н.с. лаборатории исследования цифровых финансов Института Гайдара

Капитализация рынка криптовалют в первой половине 2024 г. находится недалеко от своих максимальных исторических отметок. Основным драйвером рынка является Bitcoin, рост которого в первую очередь связан с появлением соответствующих инструментов на американской бирже (Bitcoin-ETF). Данное событие может в среднесрочной перспективе привести к структурному изменению состава участников рынка криптовалют. Другие криптовалюты демонстрируют смешанную динамику. Значительный рост в первые шесть месяцев 2024 г. отмечается у криптовалюты TON, которая выросла более чем в 2 раза и стала восьмой по размеру капитализации.

Капитализация рынка по состоянию на середину июля находится около отметки в 2,2 трлн долл., что на 23% ниже исторического максимума в размере 2,86 трлн долл. в середине ноября 2021 г. и на 18,5% ниже максимума этого года в размере 2,7 трлн долл., наблюдавшегося в начале апреля 2024 г. (рис. 1) и сопровождавшегося установлением новых максимальных значений цены Bitcoin'a (73 750 долл.). Криптовалютой, за счет которой происходит основной рост рынка, является Bitcoin, капитализация которого в общей капитализации рынка криптовалют выросла на 3,7 п.п. (с 50,8 до 54,55%) с начала года и на 13,7 п.п. (с 40%) с минимальных отметок начала 2023 г. На рис. 1 также можно видеть, что, например, во время локального пика 2024 г. капитализация альткоинов (всех остальных криптовалют, кроме Bitcoin'a) составляла всего 1,23 трлн долл., или 48% от всей капитализации рынка, в то время как в ноябре 2021 г. соответственно 1,61 трлн долл., или 56,5%, что также свидетельствует о ведущей роли самой известной криптовалюты в данном цикле роста.

Рост капитализации Bitcoin'a в 2024 г. можно связать с началом торгов ETF на данную криптовалюту (exchange-traded fund, биржевой паевый инвестиционный фонд), которые открыли возможности инвестирования в самую знаменитую цифровую валюту широкому кругу инвесторов непосредственно через существующую биржевую инфраструктуру, без необходимости непосредственного взаимодействия с криптовалютой¹.

¹ До ввода описываемых спотовых Bitcoin-ETF на американской бирже уже существовали ETF на Bitcoin-фьючерсы, обращающиеся на чикагской бирже CME, но имеющие достаточно высокие комиссии за управление, а также другие продукты, похожие по своим

3. Рынок криптовалют в первой половине 2024 года

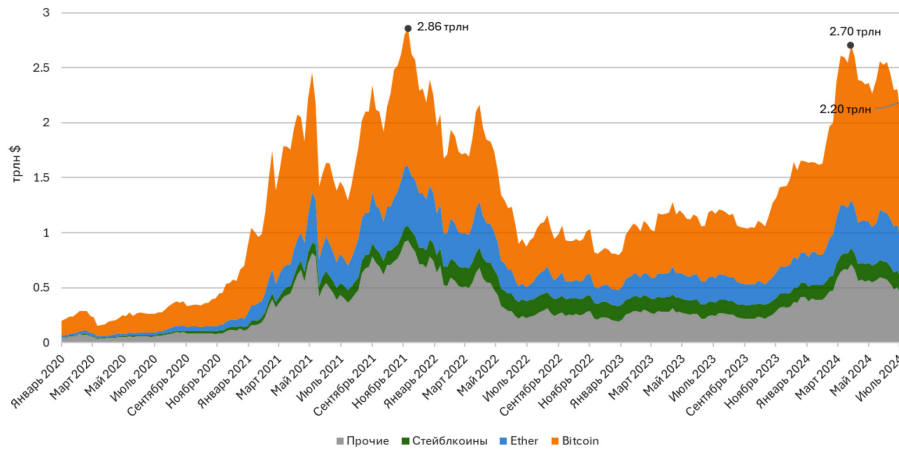


Рис. 1. Динамика капитализации всего рынка криптовалют и отдельных его составляющих (Bitcoin'a, Ether'a, стейблкоинов и всех остальных), трлн долл.

Источник: coinmarketcap.com

В настоящее время на Bitcoin-кошельках эмитентов ETF сосредоточено около 890 тыс. единиц криптовалют, что составляет около 4,5% от всего текущего предложения Bitcoin'a (около 57 млрд долл. при курсе 64 тыс. долл. за Bitcoin).

Возможно, что появление Bitcoin-ETF может привести к структурному изменению спроса на данный инвестиционный актив, как это, например, произошло с золотом¹. Так, более тысячи различных институциональных инвесторов раскрыли свои позиции в Bitcoin-ETF². Большинство из них являются хедж-фондами и частными фондами (private equity funds), однако среди держателей можно обнаружить, в том числе, банк Morgan Stanley (размер позиции – 272 млн долл.) и пенсионный фонд штата Висконсин (163 млн долл.). 23 июля также были запущены Ethereum-ETF, в которые инвесторы разместили более 600 млн долл. за первые два дня торгов.

Стоит отметить, что несмотря на высокую капитализацию, оборачиваемость Bitcoin'a достаточно низкая по сравнению со стейблкоинами, капитализация которых составляет около 156 млрд долл. (около 7% всей капитализации рынка). Так, с начала 2024 г. оборот Bitcoin'a на блокчейне составил 1,5 трлн долл., в то время как крупнейших стейблкоинов USDT и USDC – 14,3 трлн долл.³ Похожее соотношение наблюдается и в торговых объемах – с Bitcoin'ом за первое полугодие 2024 г. на криптовалютных биржах было совершено сделок на сумму 6,1 трлн долл., а с USDT и USDC – на сумму 12,6 трлн долл.⁴

Интересной также является динамика Bitcoin'a в июне 2024 г. – цена крупнейшей криптовалюты снизилась с 69 тыс. долл. на 8 июня до 56 тыс. долл. к 8 июля. Как оказалось, падение цены почти на 20% было вызвано одновременной продажей большого количества Bitcoin'ов тремя группами

своим свойствам на ETF, но доступные лишь квалифицированным инвесторам с большим капиталом. Таким примером является Greyscale Bitcoin Trust Fund (GBTC), который также трансформировался в ETF после одобрения Комиссий по ценным бумагам США ETF от Blackrock и Fidelity.

1 См., например, работу *Baur D. G. Exchange-traded funds on gold-a free lunch?* // FIRM Research Paper. – 2013.

2 URL: <https://www.ccn.com/news/crypto/bitcoin-etf-holders-list-btc-investors-sec-13f-filing>

3 На основе данных [blockchain.com](https://www.blockchain.com) и [visaonchainanalytics.com](https://www.visaonchainanalytics.com)

4 Данные [coinmarketcap.com](https://www.coinmarketcap.com)

Таблица 1

Темпы Крупнейшие по капитализации криптовалюты по состоянию на 14 июля 2024 г.

Ранг (на 31.12.23)	Ранг (на 14.07.24)	Криптовалюта	Категория	Цена, долл.	Капитализация, млрд долл.	Доля, %	YTD, %
1	1	Bitcoin	Криптовалюта	60 788	1 198,76	54,55,	43,8
2	2	Ether	Блокчейн-платформа	3 244	389,99	17,75	42,2
3	3	USDT (Tether)	Стейблкоин	1,0003	112,50	5,12	22,7*
4	4	BNB	Блокчейн-платформа	544,82	80,41	3,66	74,4
5	5	Solana	Блокчейн-платформа	147,62	68,51	3,12	45,4
7	6	USDC	Стейблкоин	0,9999	33,95	1,54	38,4*
6	7	XRP	Криптовалюта	0,5229	29,18	1,33	-15,0
15	8	TON	Блокчейн-платформа	7,43	18,63	0,85	221,6
10	9	Dogecoin	Мем-коин	0,1154	16,75	0,76	29,0
8	10	Cardano	Блокчейн-платформа	0,4323	15,51	0,70	-27,2
Прочие криптовалюты					233,20	10,61	-14,3*
Весь рынок					2 197,38	100	32,2*

Примечание. YTD (Year-to-date) – изменение цены криптовалюты с начала года (31.12.2023) к дате составления таблицы (14.07.2024);

* изменение капитализации (для стейблкоинов, криптовалют за пределами первой десятки и всего рынка).

Источник: coinmarketcap.com

участников рынка – майнером Marathon Digital (1,4 тыс., или около 98 млн долл.); пострадавшими от взлома в 2014 г. биржи Mt. Gox пользователями, которым временный управляющий биржи начал распределять около 50 тыс. единиц Bitcoin'a; а также саксонским отделением Федерального ведомства уголовной полиции Германии, которое осуществило продажу 50 тыс. единиц криптовалюты, изъятой ранее в рамках дела об отмывании, за что выручило 2,9 млрд долл. Таким образом, продажа всего 0,5% общего предложения Bitcoin'a в течение месяца могла быть причиной потери почти 20% капитализации.

Несмотря на общий рост капитализации рынка в первой половине 2024 г. на 32,2% далеко не все криптовалюты демонстрируют положительную динамику даже среди первой десятки по этому показателю, на который в совокупности приходится более 90% капитализации всего рынка (табл. 1). Криптовалюты XRP и Cardano постепенно теряют свои позиции в первой десятке, несмотря на достаточно прочные их позиции в топ-10 уже на протяжении 6 лет.

Валюта XRP была создана в 2013 г. компанией Ripple Labs, разработчиком ПО для финансовых учреждений, с которой Комиссия по ценным бумагам США (SEC) с 2020 г. ведет судебное разбирательство за незарегистрированный выпуск ценных бумаг в форме криптовалюты XRP, окончание которого ожидается этим летом.

Проект Cardano, созданный одним из бывших разработчиков Ethereum, является конкурентом последнего как более дешевая и эффективная блокчейн-платформа для создания смарт-контрактов. Несмотря на регулярные обновления сети и один из самых высоких уровней активности разработчиков проекта, популярность блокчейна остается до сих пор на достаточно низком уровне, что и отражается в отсутствии роста цены самой криптовалюты.

3. Рынок криптовалют в первой половине 2024 года

Прочие криптовалюты из первой десятки по размеру капитализации, обслуживающие блокчейн-платформы, продемонстрировали с начала года рост. Ether, оставаясь основной блокчейн-платформой, вырос на 42,2%, в то время как BNB, тесно связанная с крупнейшей криптовалютной биржей Binance, выросла на 74,4%. Значительный рост BNB в 2024 г. связан с окончанием судебного процесса в отношении биржи в ноябре прошлого года, ухода бывшего генерального директора и основателя биржи Чанпен Чжао, приговоренного к 4 месяцам тюрьмы за нарушение законодательства в области ПОД/ФТ в апреле 2024 г., и возобновлением полноценной работы на европейском рынке. Криптовалюта Solana, часто позиционирующаяся как главный конкурент Ether, выросла также на 45,4%.

Самый большой рост среди криптовалют из первой десятки с начала года продемонстрировал TON, оборачивающий на блокчейн-платформе The Open Network, известной ранее как Telegram Open Network. В настоящее время TON постепенно интегрируется в Telegram при активной поддержке руководства самого мессенджера. С помощью таких проектов как Notcoin и Hamster Kombat количество пользователей сети TON значительно выросло в текущем году, а цена криптовалюты – более чем в 2 раза только с начала 2024 г. Так, например, Hamster Kombat привлек аудиторию в размере 239 млн пользователей за 3 месяца, а ежедневное количество активных пользователей превышает 30 млн.

Популярными в сфере криптовалют остаются мем-коины, созданные в шутку и чаще всего без функциональной нагрузки. Dogecoin – старейший мем-коин, цена которого в 2024 г. выросла на 29% при росте рынка на 32,2%. Некоторые аналитики отмечают, что капитализация мем-коинов утроилась с начала года, а средняя доходность составила 1300%¹. Основные платформы для запуска мем-коинов – Solana и TON, что также способствует росту этих платформ.


Крупнейшие стейблкоины USDT и USDC с начала года нарастили свою капитализацию на 22,7 и 38,4% соответственно. Эти два актива составляют более 94% капитализации и более 96% оборота стейблкоинов, что вызывает постоянные опасения относительно их надежности. Эмитент USDC, американская компания Circle, лицензированная для денежных переводов в большинстве штатов США, Франции, Сингапуре и Великобритании, активно сотрудничает с регуляторами и не вызывает вопросов с их стороны. Tether, эмитент USDT, напротив, сталкивается с постоянными обвинениями в финансировании терроризма, отмывании денег и обходе санкций². В ответ на общественное давление компания уже пошла на более активное сотрудничество с регуляторами, заблокировала несколько кошелькам, попавшим в американский SDN-лист, возможность перемещать USDT³, а также обязалась проводить более тщательный мониторинг своего актива.

Подводя итоги, можно сказать, что в 2024 г. приход институциональных инвесторов с помощью новых биржевых инструментов может значительным образом изменить структуру спроса на цифровые активы, а также повысить степень сонаправленности рынка в периоды турбулентности на традиционных рынках. Можно ожидать постепенного роста капитализации рынка криптовалют во второй половине года и даже превышения

1 URL: <https://cointelegraph.com/news/meme-coins-play-important-role-in-crypto>

2 В этом году была развернута кампания «Tethered Corruption» для привлечения внимания к USDT как инструменту для финансирования терроризма и обхода санкций.

3 URL: <https://www.rbc.ru/crypto/news/664759029a7947be0d9fa1f7>

предыдущих исторических максимумов. Помимо традиционного регуляторного риска, с ростом вовлеченности институциональных инвесторов также более выраженным является риск снижения криптовалют при снижении фондового рынка США из-за переоценки крупных технологических гигантов либо по политическим причинам. 

4. ДИНАМИКА ГЕДОНИЧЕСКИХ ЦЕН НА РЫНКЕ КРАТКОСРОЧНОЙ АРЕНДЫ НЕДВИЖИМОСТИ В МОСКВЕ В 2023 ГОДУ И НАЧАЛЕ 2024 ГОДА

Полбин А.В., к.э.н., заведующий лабораторией математического моделирования экономических процессов Института Гайдара;

Фокин Н.Д., н.с. лаборатории математического моделирования экономических процессов Института Гайдара

Рост гедонических цен на краткосрочную аренду жилья в Москве в 2023 г. и январе 2024 г. примерно в 3 раза превысил темп роста общероссийского индекса потребительских цен и составил 28%. Основное объяснение опережающего роста цен на краткосрочную аренду мы связываем с эффектом низкой базы и восстановлением спроса после стагнации на рынке в 2022 г.

В последние годы российская экономика столкнулась с существенным ростом цен как на потребительские товары, так и на недвижимость. Представляет интерес, как данные инфляционные процессы транслировались в динамику цен на краткосрочную аренду квартир (под краткосрочной арендой здесь понимается посуточная аренда квартир), представляющих собой немаловажную компоненту расходов домохозяйств.

Цены на краткосрочную аренду являются одним из факторов, влияющих на туристический спрос. В последние годы рынок краткосрочной аренды существенно вырос в связи с развитием платформ по агрегации предложений. Согласно оценке сервиса Яндекс Путешествия, объем рынка краткосрочной аренды недвижимости составил примерно 230 млрд руб., что составляет около трети объема гостиничного рынка России, объем которого в 2023 г. оценивается примерно в 785 млрд руб.¹ При этом гостиничный рынок пережил существенный спад и стагнацию цен в период 2020–2022 гг., но затем начал восстанавливаться уверенными темпами. В 2023 г. Москву посетило на 44% больше туристов, чем годом ранее².

Динамика цен на краткосрочную аренду также может выступать индикатором динамики цен на долгосрочную аренду, поскольку у владельца квартиры имеется выбор сдавать квартиры в краткосрочную или долгосрочную аренду, и доходность от данных операций должна выравниваться с учетом наличия более высоких операционных издержек от сдачи квартиры в краткосрочную аренду и с учетом более высокой

1 URL: <https://trends.rbc.ru/trends/social/64da4ab99a794783b12c6f7f>

2 URL: <https://www.mos.ru/news/item/136044073/>

премии за риск от данного вида деятельности, обусловленной большей волатильностью выручки из-за изменчивости спроса. Таким образом, динамика цен на краткосрочную и долгосрочную аренду должна быть тесно связана. Цены же на долгосрочную аренду являются плохо измеримыми. В свою очередь, статистические агентства разных стран активно обсуждают проблему учета динамики цен на аренду жилья при расчете индекса потребительских цен. Учет цен на жилье является актуальным вопросом для политики центральных банков. В статье Исакова и Гришина¹ отмечается, что на данный момент существуют различия между фактической долей расходов на жилье и ее оценкой статистическими службами, что, в свою очередь, может формировать расхождение между инфляционными ожиданиями населения и публикуемыми оценками инфляции. По мнению авторов, преодоление этого расхождения за счет более точного учета цен на жилье повысит доверие населения к центральному банку. Также мониторинг динамики цен на жилье может помочь центральному банку проводить политику, направленную на предотвращение развития пузырярей на рынке недвижимости.

При анализе динамики цен на краткосрочную аренду жилья возникает серьезная проблема учета гетерогенности сдаваемых в аренду квартир, от периода к периоду характеристики сдаваемых в аренду квартир – класс квартиры, ее площадь и месторасположение – могут существенно меняться. Таким образом, крайне важным при анализе динамики цен на жилье представляется учет «качества» сдаваемых квартир. Различия, связанные с количеством комнат, месторасположением, имеющимися дополнительными удобствами, оказывают существенное влияние на стоимость. Основным инструментом, позволяющим отличить падение или рост цен вследствие изменения «качества» жилья от изменений цен, вызванных иными экономическими факторами, в текущем анализе выступает гедоническая регрессия, основанная на представлении цены товара как суммы цен его характеристик.

Применение гедонической регрессии для построения ценовых индексов на жилую недвижимость распространено во многих странах мира. Так, Евростат предлагает государствам – членам Евросоюза, которые с 2013 г. в соответствии с регламентом № 93/2013 обязаны публиковать индексы цен на жилье, рассчитывать их с использованием гедонического подхода².

Ниже анализируется динамика цен на краткосрочную аренду недвижимости в Москве. Для анализа используется методология работы³ построения гедонических ценовых индексов рынка краткосрочной аренды с использованием данных Airbnb (до марта 2022 г. включительно) и данных портала sutochno.ru начиная с декабря 2022 г. Используются методы фиктивных переменных, подстановок и смежного периода. В качестве базового подхода рассматривается метод смежного периода в связи с его большей устойчивостью. В данном подходе значения индекса не пересчитываются с добавлением новых точек, как в методе фиктивных переменных, а также индекс не меняется при изменении отчетного периода,

1 Исаков А., Гришин П. Три способа повысить эффективность политики Банка России // Ведомости. 2019. 27 декабря. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2019/12/26/819821-tri-sposoba-banka-rossii>

2 Hill R. J., Trojanek R. An Evaluation of Competing Methods for Constructing House Price Indexes: The Case of Warsaw // Land Use Policy. 2022. Vol. 120. Article 106226.

3 Bobrovskaya E., Polbin, A., Fokin N. Hedonic Price Indices for Moscow Short-Term Rental Housing. Russian Journal of Money and Finance. 2024. Vol. 83. No 1. P. 77–103.

4. Динамика гедонических цен на рынке краткосрочной аренды недвижимости

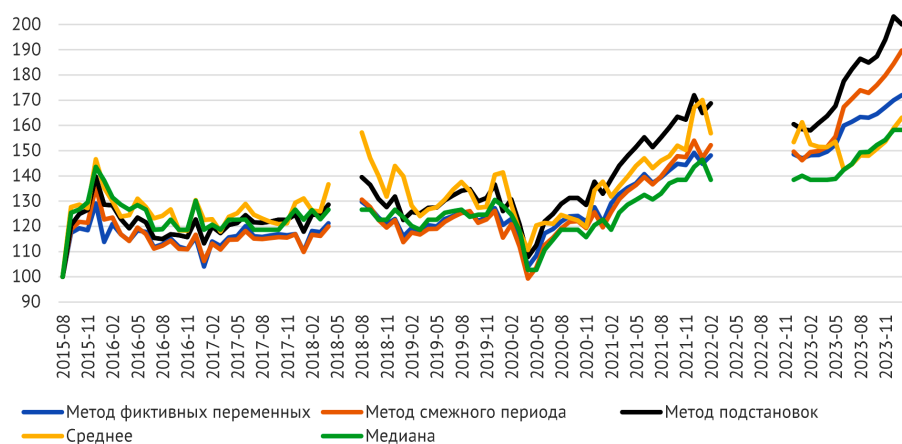


Рис. 1. Гедонические, медианный и средний индексы цен на краткосрочную аренду в Москве

Источник: Расчеты авторов.

как в случае метода подстановок. Анализ строится на данных до января 2024 г. включительно

На рис. 1 представлены гедонические индексы, рассчитанные с помощью названных подходов, а также индекс средних и медианных цен на краткосрочную аренду. Период чемпионата мира по футболу 2018 г. исключен из графика, поскольку в этот период наблюдались аномально высокие скачки всех индексов, которые затрудняют визуальный анализ. Все индексы приведены к базовому периоду августа 2015 г. (цена августа 2015 г. взята за 100%). В табл. 1 представлены годовые темпы роста гедонического индекса метода смежного периода, средней и медианной цены, а также ИПЦ.

Таблица 1

Темпы роста гедонического индекса метода смежного периода, средней и медианной цены, а также ИПЦ, декабрь к декабрю предыдущего года, %

	Метод смежного периода	Среднее	Медиана	ИПЦ
2016 г. к 2015 г.	-14,0	-11,0	-9,3	5,4
2017 г. к 2016 г.	0,1	-0,8	-2,7	2,5
2018 г. к 2017 г.	4,8	11,3	0,0	4,3
2019 г. к 2018 г.	3,0	-2,4	3,1	3,0
2020 г. к 2019 г.	-0,5	-4,4	-7,7	4,9
2021 г. к 2020 г.	22,6	24,4	19,2	8,4
2022 г. к 2021 г.	-2,9	-8,2	-3,6	11,9
2023 г. к 2022 г.	23,3	3,5	14,3	7,4

Источник: Расчеты авторов.

Рассмотрим общие тенденции динамики цен в исторической ретроспективе. В периоды близкой к целевому уровню и низкой инфляции (2017, 2019 гг.) наблюдались незначительные изменения как гедонического индекса, так и средних и медианных цен. В 2016 г. наблюдался сильный спад цен. В 2020 г. в год пандемии COVID-19 и локдаунов средние и медианные цены существенно упали, при этом гедонический индекс сократился всего на 0,5 п.п., что может говорить об уходе с рынка в связи с его стагнацией в условиях существенного сокращения туристических потоков рантье, сдающих квартиры повышенного класса. На рынке оказалось больше квартир более низкого «качества», в результате средние и медианные цены

упали сильнее. Однако уже в 2021 г. рынок восстановился и на фоне высокой (8,4%) инфляции, рост гедонического, а также среднего и медианного индексов составил порядка 20%. Аналогичная с 2020 г. ситуация наблюдалась и в 2022 г., что объясняется сокращением туристических потоков в связи с ограничениями экономического и неэкономического характера.

Наиболее актуальные данные о динамике цен в 2023 г. и начале 2024 г. говорят об ускоренном росте цен на краткосрочную аренду. Согласно гедоническому индексу смежного периода, который мы рассматриваем в качестве наиболее устойчивого подхода, цены на краткосрочную аренду за 2023 г. выросли на 23,3%, что более чем в три раза превысило темп роста общероссийского индекса потребительских цен. При этом средние цены на краткосрочную аренду за данный период выросли только 3,5%, что говорит об изменении структуры предложения в сторону увеличения доли более дешевых лотов, квартир более низкого «качества». Медианные цены выросли на 14,3%. В январе 2024 г. гедонический индекс цен смежного периода продемонстрировал дополнительное увеличение цен на 2,8%. В качестве основного объяснения опережающего роста цен на краткосрочную аренду мы видим эффект низкой базы и восстановление спроса после стагнации на рынке в 2022 г. Также существенную роль могли сыграть факторы со стороны предложения – рост цен на квартиры и увеличение процентных ставок как альтернативная стоимость вложения денег. 