



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

20.10.2025

В данной работе используются результаты проекта ФИ-2025-63, выполняемого в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2025-2027 гг.

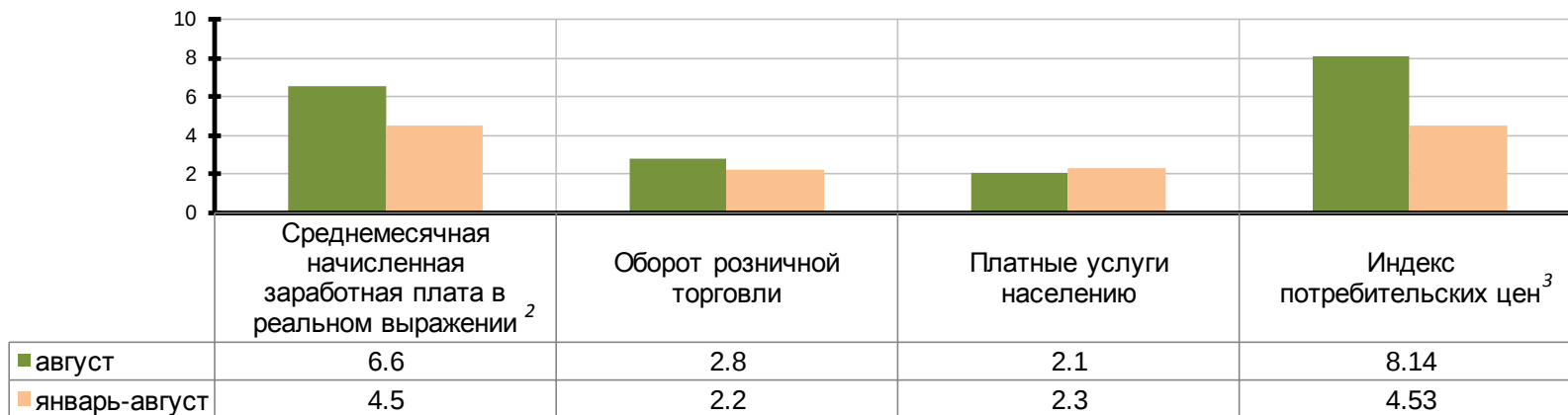
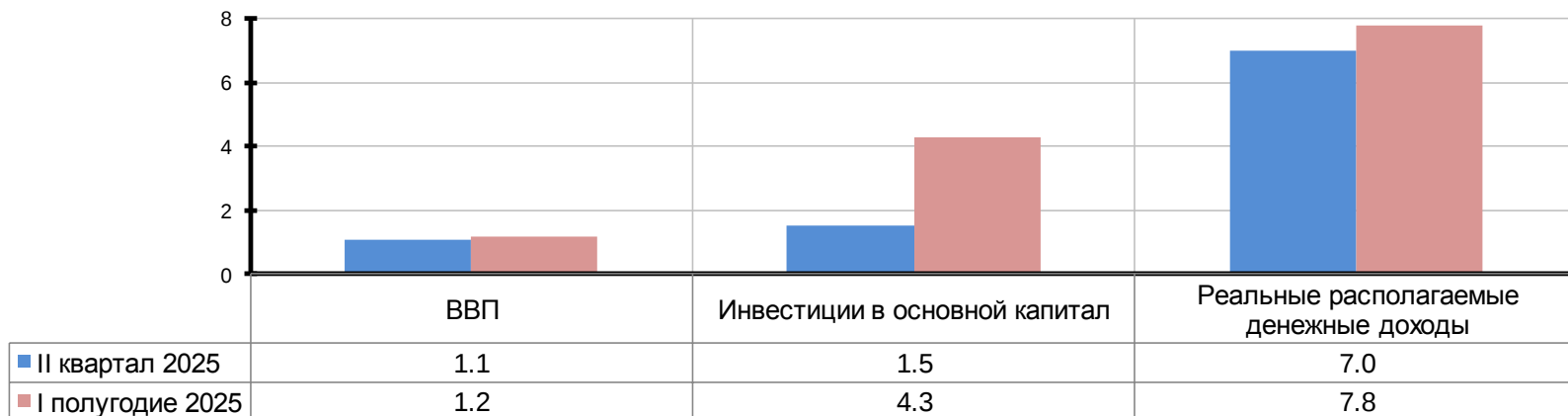
Макроэкономика. Главное.

- Высокочастотные данные об **экономической динамике** в июле-августе указывают, что в российской экономике сохраняется стагнация. При этом, с учётом локальных спадов (со стороны производства – в гражданских отраслях промышленности и в строительстве, со стороны спроса – в сфере инвестиций) можно констатировать наличие рисков срыва в рецессию. Основным драйвером роста сейчас является потребление населения – растущее на «перекачке» валовой добавленной стоимости в оплату труда, потенциал которой ограничен.
- В **промышленности** наблюдается околостагнационная динамика производства. В августе его объём возрос на 0.6% после примерно одномасштабного снижения в июле (сезонность устранена). При этом текущий выпуск хотя и несколько выше уровня провального I кв. (на 1.7%), но заметно ниже пиковых значений мая (-1.5%) и, особенно, декабря (-2.4%, сезонность устранена). Индекс к соответствующему периоду предшествующего года (СППГ) по промышленности в целом в августе снизился до 100.5% (после 100.7% в июле), а за вычетом отраслей с доминирующим присутствием оборонных производств – до 95.6% (после 97.7%). Продолжается уже с начала года быстрое снижение объемов производства гражданских обрабатывающих секторов: в целом за период (август к декабрю) уровень выпуска здесь уже снизился на 5.4% (в т.ч. в августе – на 0.4%, сезонность устранена). При этом в среднем за последние три месяца (август к маю, сезонность устранена) спад имеет фронтальный характер: его отсутствие фиксируется только в деревообработке и производстве бумаги и бумажных изделий. В гражданских обрабатывающих отраслях индекс СППГ просел уже до 93.7% (!).
- Значение **сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию** в июле «пробило» критическую отметку (0.18) и достигло 0.19. Это означает, что СОИ подал сигнал о том, что на горизонте скользящего года российская экономика с высокой вероятностью может войти в фазу рецессии. Росту значения СОИ в июле поспособствовала негативная динамика ряда индикаторов, входящих в его состав: сохранение высокого уровня значений ставок отечественного денежного рынка; снижение индикатора уверенности бизнеса; уменьшение позитивного влияния инерционного фактора.
- На **мировых товарных биржах** по состоянию на начало октября ситуация вновь стала ухудшаться: цены на золото (защитный актив) резко подскочили, вплоть до исторически максимального уровня. Это, в свою очередь, привело к росту соотношения золото/медь (защитный / инвестиционный товар), индицирующий рост тревоги инвесторов.
- Баланс **компонентов конечного спроса** во II кв. изменился, в направлении упрощения его структуры. В условиях остановки инвестиций и крайне неустойчивой динамики внешней торговли единственным устойчивым источником экономического роста остается потребление населения (поддерживаемое, в свою очередь, ростом его доходов в условиях дефицита труда).
- Во II кв. в структуре **компонентов доходов** (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год») закрепились тенденции, формировавшиеся несколько последних кварталов: валовая прибыль экономики (инвестиционный ресурс) полностью «ушла в ноль» и вся динамика формируется исключительно оплатой труда. Вероятно, далее начнет сжиматься уже она.
- Во II кв. **инвестиции в основной капитал** заметно снизились – и теперь можно говорить, скорее, об их стагнации (I кв.: +2.5% к предш. кварталу, II кв.: -1.4%, сезонность устранена). При этом, судя по высокочастотной динамике индикатора предложения инвестиционных товаров, ситуация довольно быстро ухудшается. **Инвестиционная активность** продолжает снижаться. От высоких значений середины 2024 г. до уровня дна 2022 г. "преодолено" уже 2/3 пути (отметим, что в ковидный 2020 г. инвестактивность проседала примерно до тех же значений, что и в 2022 г.). При сохранении текущей тенденции, через несколько месяцев антирекорд последних лет, установленный в 2022 г. как следствие введения санкций, будет превзойден. Только на этот раз шоком по-видимому стали не санкции, а сверхжесткая – и длительная в этой жесткости – денежно-кредитная политика.

Макроэкономика. Главное - 2.

- **Рентабельность** в промышленности во II кв. продолжила сокращаться. Её уровень практически достиг рекордно низких значений периода COVID. Разрыв со ставкой по кредитам достиг абсолютного рекорда. Такая ситуация, очевидно, дестимулирует инвестиционную активность, что понижает перспективный потенциальный выпуск, ограничивает в среднесрочной перспективе расширение предложения и, таким образом, при прочих равных, способствует повышенному уровню инфляции в будущем. **Нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний** быстро увеличивается и по состоянию на III квартал 2025 г. обновила исторический максимум, превысив 35%. Проблема долговой нагрузки на прибыль имеет структурный характер. На запредельно высоком уровне она в строительстве, на очень высоком – в деревообработке и автомобильной промышленности.
- **Экспорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) вновь стал снижаться – причём довольно интенсивно и устойчиво.
- **Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) в последние месяцы довольно быстро снижается. При этом, дефлированный объём импорта (при всех известных проблемах с дефляторами), падает ещё сильнее. Скорее всего, за этим стоит кризис спроса на инвестиционные товары.
- В сентябре рубль продолжал ослабляться как по отношению к доллару США (на 2.2%), так и к евро (на 2.4%). **Курс бивалютной корзины** (доллар США, евро) к рублю на 01.10.2025 составил 88.8 руб., увеличившись на 2.3% за месяц. При этом, даже несмотря на продолжающееся постепенное ослабление рубля, российская валюта по-прежнему оставалась «переоцененной» по сравнению с теоретическим уровнем ее стоимости, обоснованным фундаментальными факторами (сальдо торгового баланса, объём продаж и покупок иностранной валюты на российском рынке). Однако как мы и предсказывали ранее, коррекция курса рубля в сторону его ослабления, обоснованного динамикой фундаментальных факторов, продолжается и, вероятнее всего, сохранится в последующие месяцы.
- В мае-июле уровень **реальной заработной платы** остался на траектории довольно интенсивного роста (II кв.: +0.9%, в среднем за месяц, август: +1.1%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, ресурсом для ускоренного роста заработной платы сейчас выступает сжатие валовой прибыли – и этот ресурс быстро исчерпывается. Динамика основных реальных денежных доходов населения следует за приростом реальной зарплаты (II кв.: +0.9% в среднем за месяц, август: +1.1%, сезонность устранена). Соответственно, возобновился рост реальных располагаемых доходов населения (II кв.: +1.3%, за период, сезонность устранена).
- **Динамика потребления населения** по состоянию на июнь-август продолжает возрастать, так что сейчас уже можно говорить о новой тенденции к оживлению потребительского спроса. Объём потребления населения медленно, но поступательно растёт (II кв.: +0.4% в среднем за месяц, июль: +0.5%, август: +0.6%, сезонность устранена). При этом, рост принял практически фронтальный характер и в той или иной мере, охватил все основные сегменты потребительского спроса – потребление продовольствия, непродовольственных товаров и услуг. Сейчас потребление населения (на фоне кризиса в инвестиционной сфере и «стоящего» экспорта) – практически единственный надёжный драйвер экономического роста.
- **Инфляция** в конце сентября-начале октября заметно усилилась (отметим – имеющая существенно немонетарный характер, на фоне очень жесткой процентной политики и «крепкого рубля»). Довольно быстрое завершение сезонного удешевления плодоовощной продукции на фоне роста цен на ряд видов продовольствия и нефтепродукты привело к «развороту» инфляционного тренда, причем, с темпом, превышающим нормальную сезонную тенденцию. Если тенденция сохранится, в октябре инфляция в годовом выражении может впервые с марта возрасти (оценка – 8.25-8.3% против 8.0% в сентябре к сентябрю 2024 г.).

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



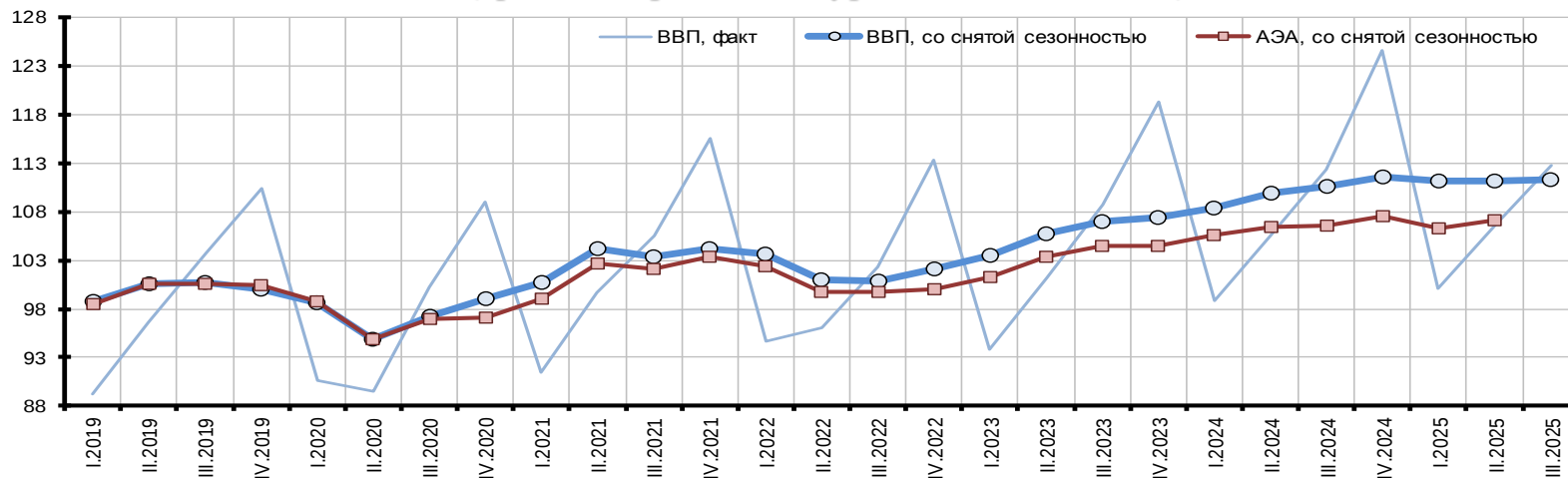
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно июль 2025 г. к июлю 2024 г. и январь-июль 2025 г. к январю-июлю 2024 г.

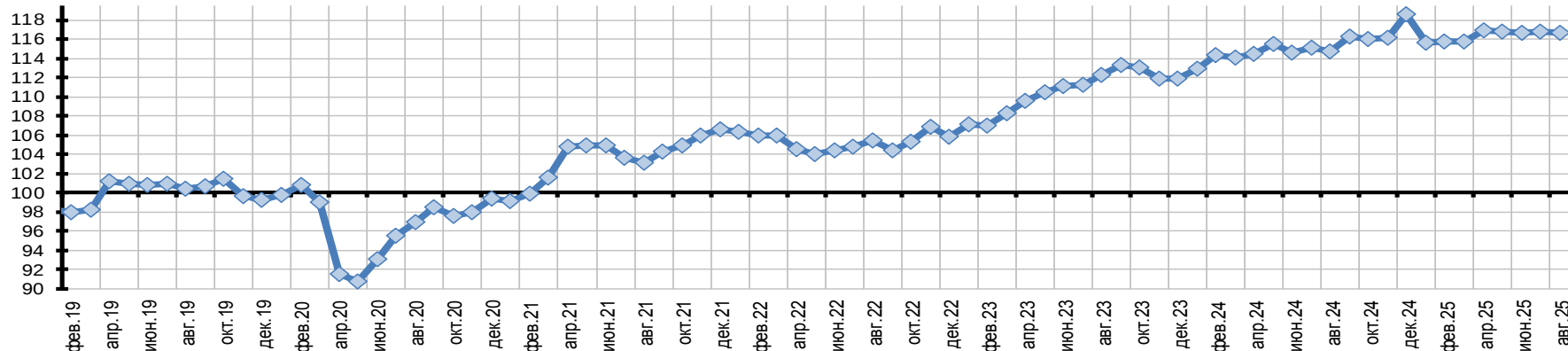
³ соответственно август 2025 г. к августу 2024 г. и за период с начала 2025 г. по 6 октября

Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)¹

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)²



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



Высокочастотные данные об экономической динамике в июле-августе указывают, что в российской экономике сохраняется стагнация. При этом, с учётом локальных спадов (со стороны производства – в гражданских отраслях промышленности и в строительстве, со стороны спроса – в сфере инвестиций) можно констатировать наличие рисков срыва в рецессию. Основным драйвером роста сейчас является потребление населения – растущее на «перекачке» валовой добавленной стоимости в оплату труда, потенциал которой ограничен.

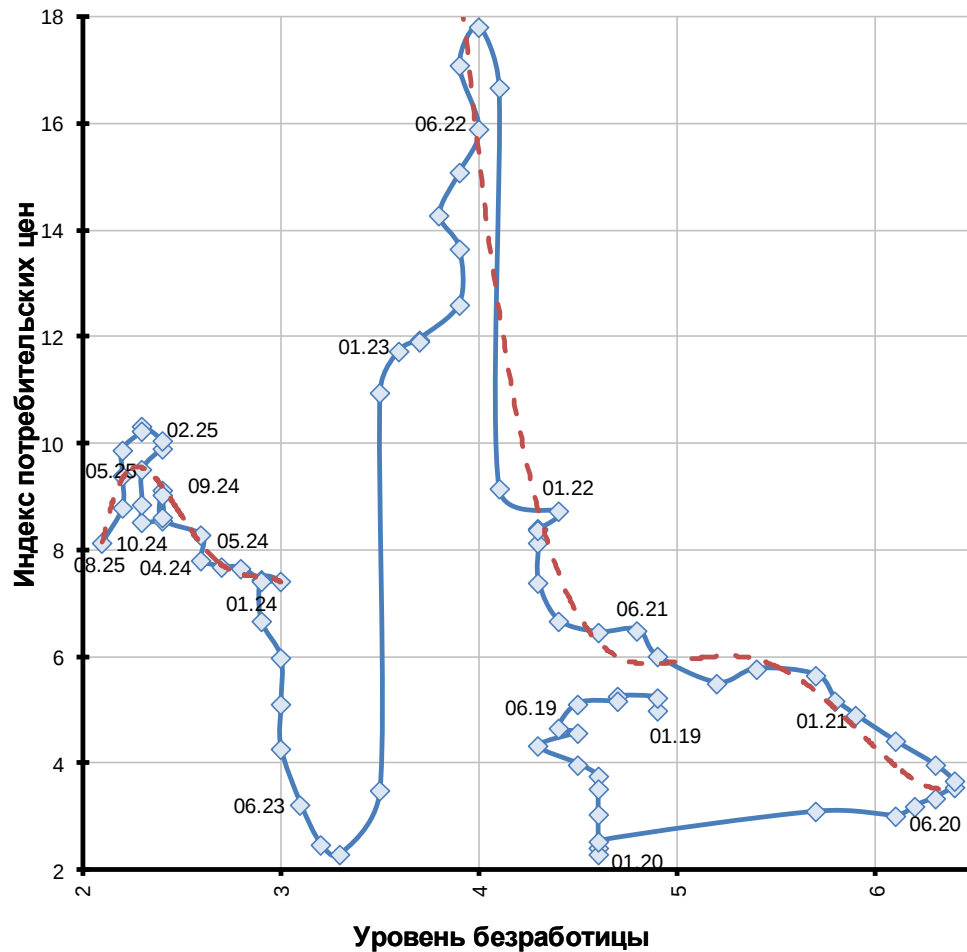
На уровне ВВП (первый квартал: -0.1%, второй квартал: +0.1%) и, в еще большей степени, АЭА, наблюдается очень неустойчивая, но в целом, стагнационная динамика.

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. Здесь и на слайде 14 данные по АЭА за I квартал 2025 г. – предварительная оценка

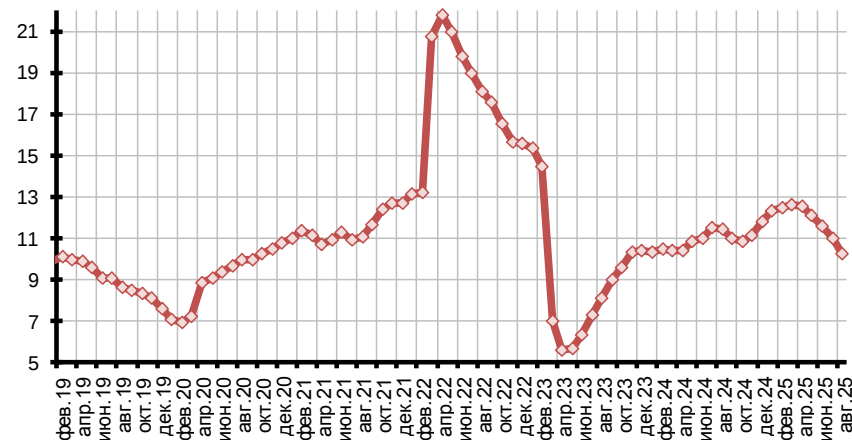
² Здесь и далее ВВП за III квартал 2025 г. – оценка Минэкономразвития России за июль и август

Характеристики устойчивости экономической ситуации

Кривая Филлипса: индекс потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года) и уровень безработицы, %



Индекс несчастья Оукена¹



Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на август свидетельствуют, что в российской экономике, вероятно, потеряно «старое» равновесие (точки в пространстве «безработица-инфляция» сошли с кривой равновесия, характерной для начала 2024 – середины 2025 г.) Но формирования новой кривой пока не наблюдается.

Фундаментальная несбалансированность («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на август, довольно быстро снижается в силу торможения инфляции.

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

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- сохраняется рост заработной платы и реальных располагаемых доходов населения¹;
- сохраняется рост потребления населения, имеющий почти фронтальный характер;

Плохо:

- в основной массе гражданских секторов промышленности – спад. **Грузооборот транспорта устойчиво снижается;**
- **наметился спад в сфере инвестиций, особенно – в машины и оборудование¹**
- возобновился рост инфляции, имеющий, в значительной степени, немонетарный характер;
- возобновилось снижение экспорта товаров (в текущих ценах, сезонность устранена)

Признаки улучшения:

- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска¹;
- прекратилось падение входящего денежного потока экспортеров;
- несколько улучшилась ситуация с инфляцией по корзине потребления малообеспеченного населения. В результате уровень реальных пенсий, пересчитанных по этому уровню инфляции, превысил прошлогоднее значение;
- возникли признаки адаптации авторынка к новой ситуации.

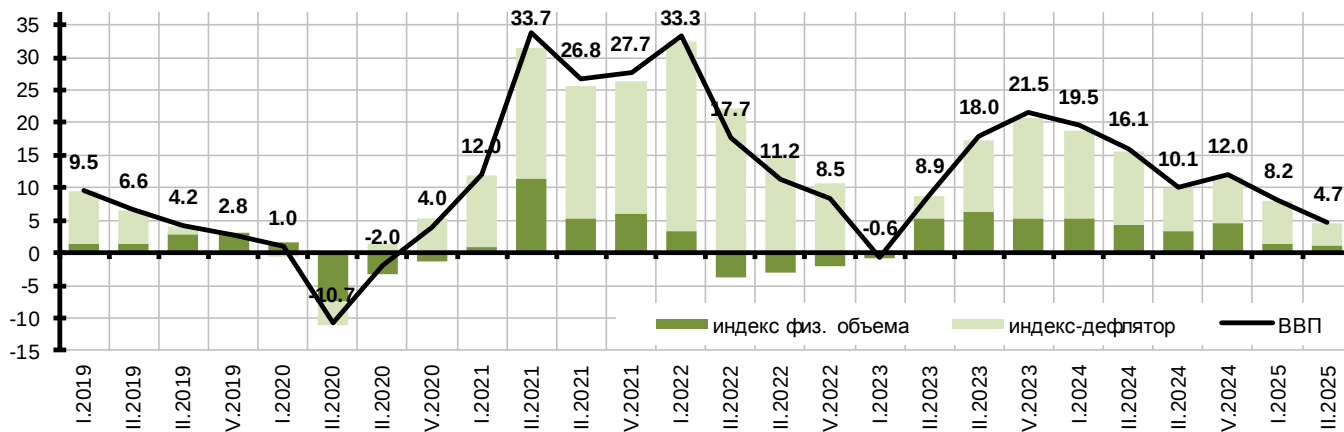
Признаки ухудшения:

- в ряде отраслей рентабельность сравнялась или стала ниже «стоимости денег», что дестимулирует частные инвестиции¹;
- основным драйвером экономики является потребление домашних хозяйств – но его дальнейший рост упирается в возможности интенсивного наращивания оплаты труда;
- в структуре ВВП по доходам наметилось выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (инвестиционного ресурса)¹;
- приняли затяжной характер негативные оценки ситуации в экономике со стороны населения и менеджмента компаний;
- нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний – на запредельно высоком уровне;
- российская валюта по-прежнему остаётся «переоцененной» по сравнению с уровнем ее стоимости, обоснованным фундаментальными факторами (сальдо торгового баланса, объем продаж и покупок иностранной валюты на российском рынке);
- на мировом рынке – признаки ухода инвесторов в защитные активы (соотношение золото/медь – на исторических максимумах).

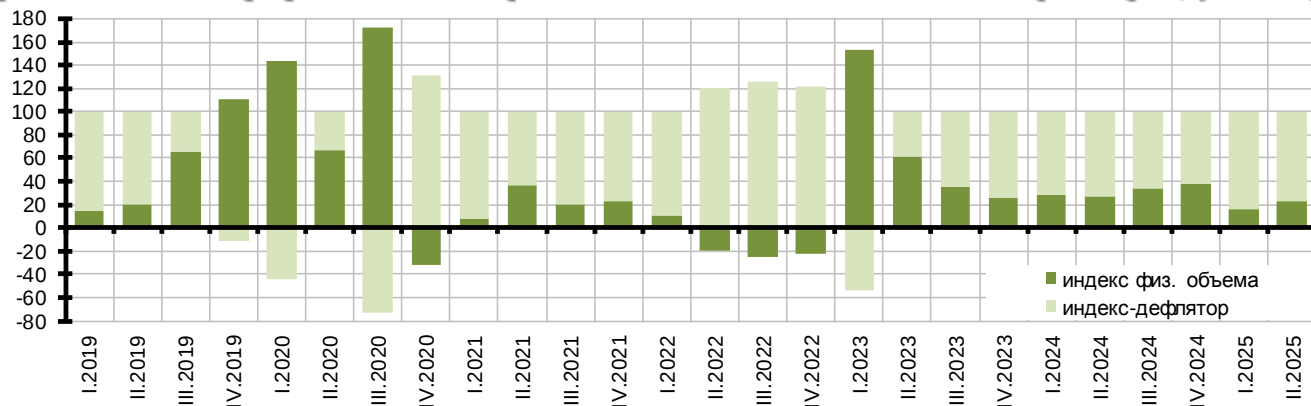
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика ВВП в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



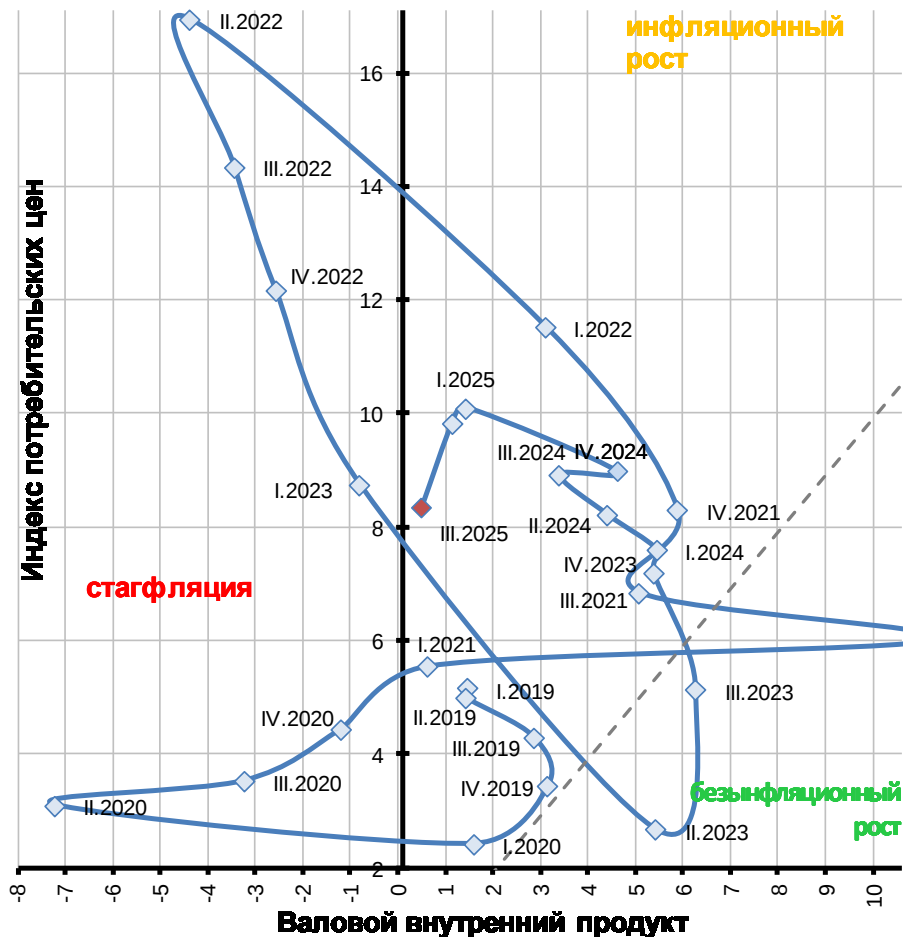
Разложение прироста ВВП на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)



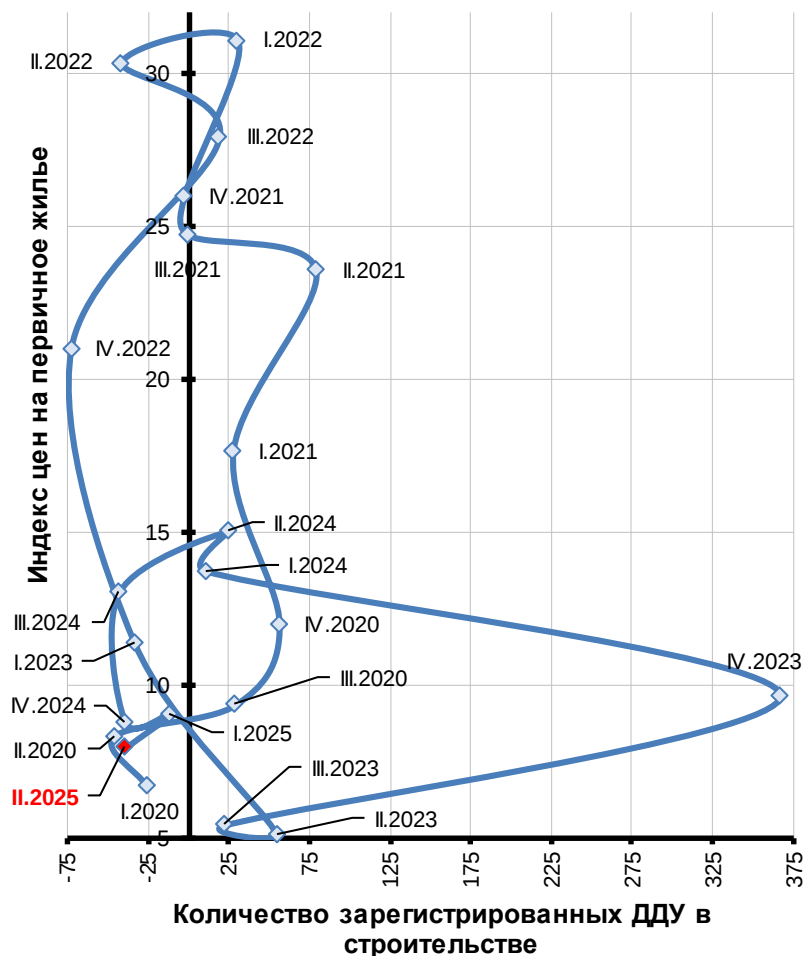
Во II кв. на уровне экономики в целом *соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска* остается, в целом, негативным: в условиях торможения спроса основная часть его часть (правда, во втором квартале чуть меньшая, чем в первом) «уходит» в рост цен, а не в расширение физических объёмов спроса.

Вновь подчеркнем, что выводы здесь надо делать осторожно из-за крайне низкого качества данных о дефляторах.

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, %)¹



В III кв. ситуация в *российской экономике* заметно ухудшилась. Из-за резкого торможения экономического роста на фоне довольно высокой инфляции экономика вышла, практически, на рубеж стагфляции, впервые с начала 2023 г.

На рынке жилья во II кв. ситуация тоже ухудшилась: на фоне лишь немного замедлившейся динамики цен резко уменьшилась количество заключенных сделок ДДУ.

Динамика промышленного производства

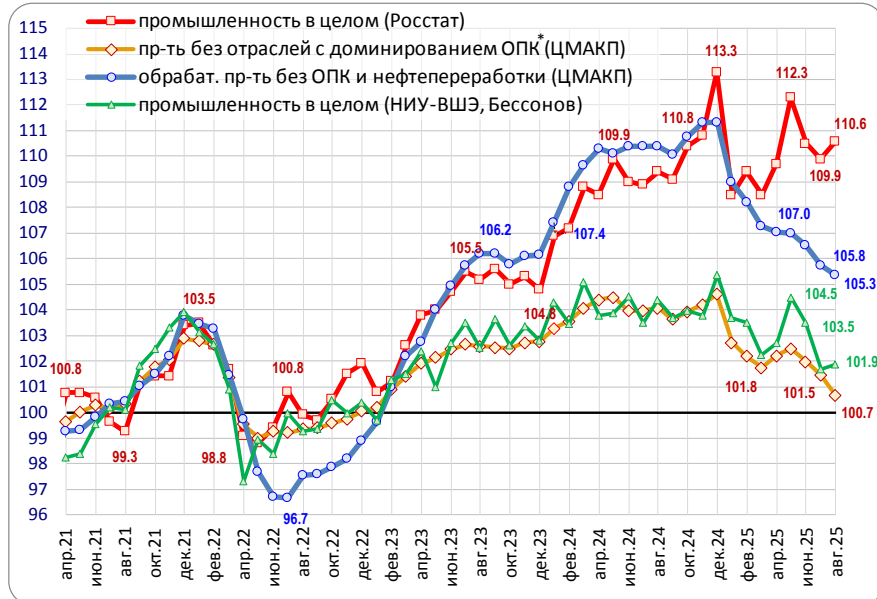
темпы прироста к предыдущему месяцу,
сезонность устранена, %

	I кв.	II кв.	июнь	июль	август
Промышленное производство					
данные Росстата	-1.4	0.6	-1.6	-0.5	0.6
оценка ЦМАКП	-0.7	0.2	-0.1	-0.1	0.0
Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	-0.5	0.1	-0.2	0.4	-0.5
Обрабатывающие производства	-0.6	0.3	-0.1	-0.4	0.3
Производство пищевых продуктов	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
Сырьевые производства	0.0	-0.3	-0.4	-0.7	-0.4
Производство нефтепродуктов	0.0	0.1	-0.6	-0.6	-0.9
Товары инвестиционного спроса	-1.6	-0.8	-0.9	-0.5	-0.3
Производство ТДП	-0.8	-1.3	-1.5	2.6	-1.8
Производство непродовольственных товаров повседневного спроса	-0.3	0.1	-0.7	-1.4	0.2
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1

Следует отметить, что общепромышленная динамика маскирует важный негативный тренд – продолжающееся быстрое снижение объемов производства гражданских обрабатывающих секторов. Оно продолжается с начала года, в целом за период (август к декабрю) уровень выпуска здесь уже снизился на 5.4% (в т.ч. в августе – на 0.4%, сезонность устранена). При этом в среднем за последние три месяца (август к маю, сезонность устранена) спад здесь имеет фронтальный характер: его отсутствие фиксируется только в деревообработке и производстве бумаги и бумажных изделий. В гражданских обрабатывающих отраслях индекс СППГ просел уже до 93.7% (!).

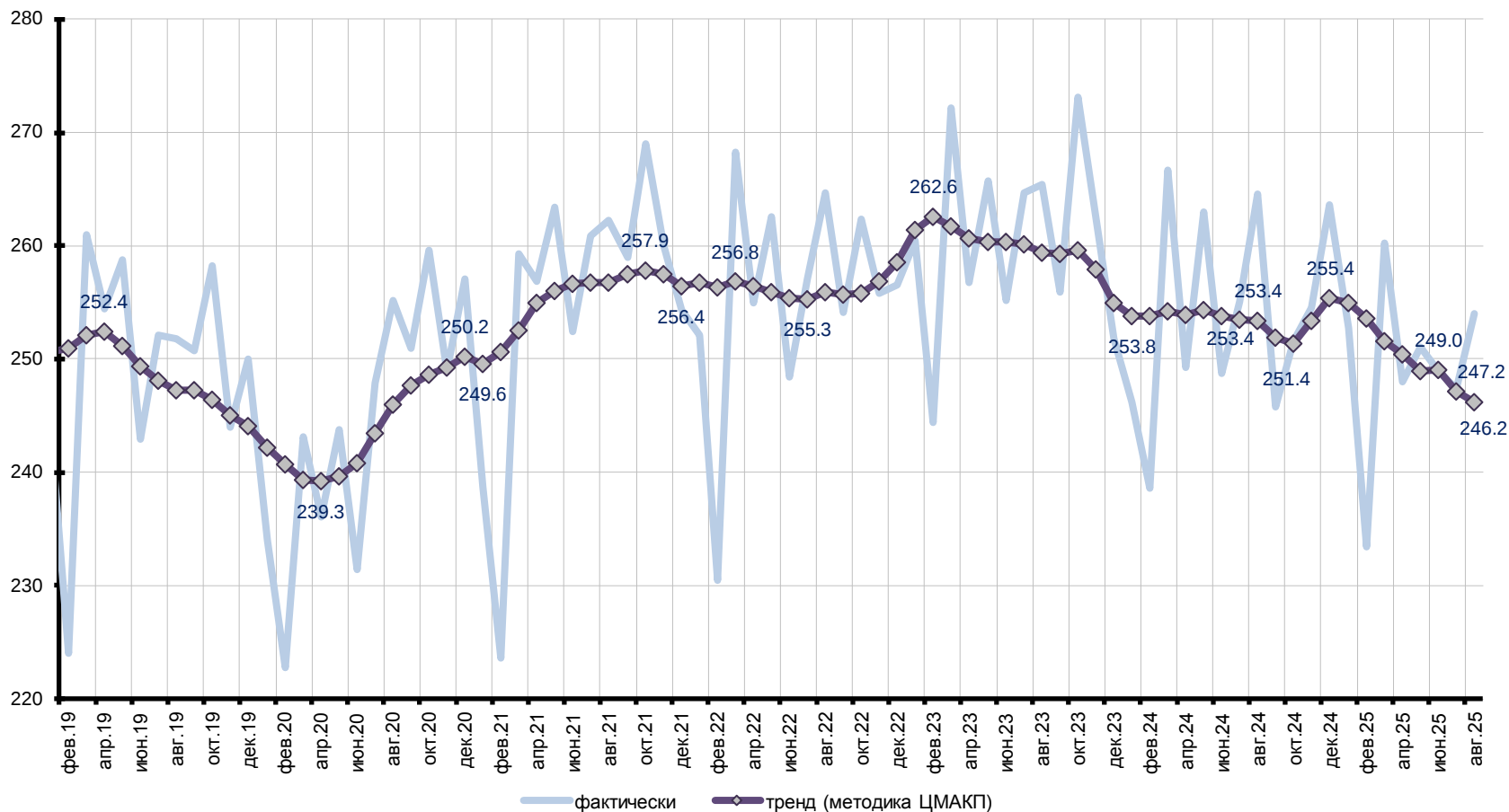
В промышленности наблюдается околостационарная динамика производства. В августе его объем возрос на 0.6% после примерно одномасштабного снижения в июле (сезонность устранена). При этом текущий выпуск хотя и несколько выше уровня провального I кв. (на 1.7%), но заметно ниже пиковых значений мая (-1.5%) и, особенно, декабря (-2.4%, сезонность устранена). Индекс к соответствующему периоду предшествующего года (СППГ) по промышленности в целом в августе снизился до 100.5% (после 100.7% в июле), а за вычетом отраслей с доминирующим присутствием оборонных производств – до 95.6% (после 97.7%).

**среднемесячный уровень 2021 = 100,
с исключенной сезонностью**



* промышленность за вычетом: производства готовых металлоизделий, не включенных в другие группировки; компьютеров, электронных и оптических изделий; летательных аппаратов; прочих транспортных средств, не включенных в другие группировки

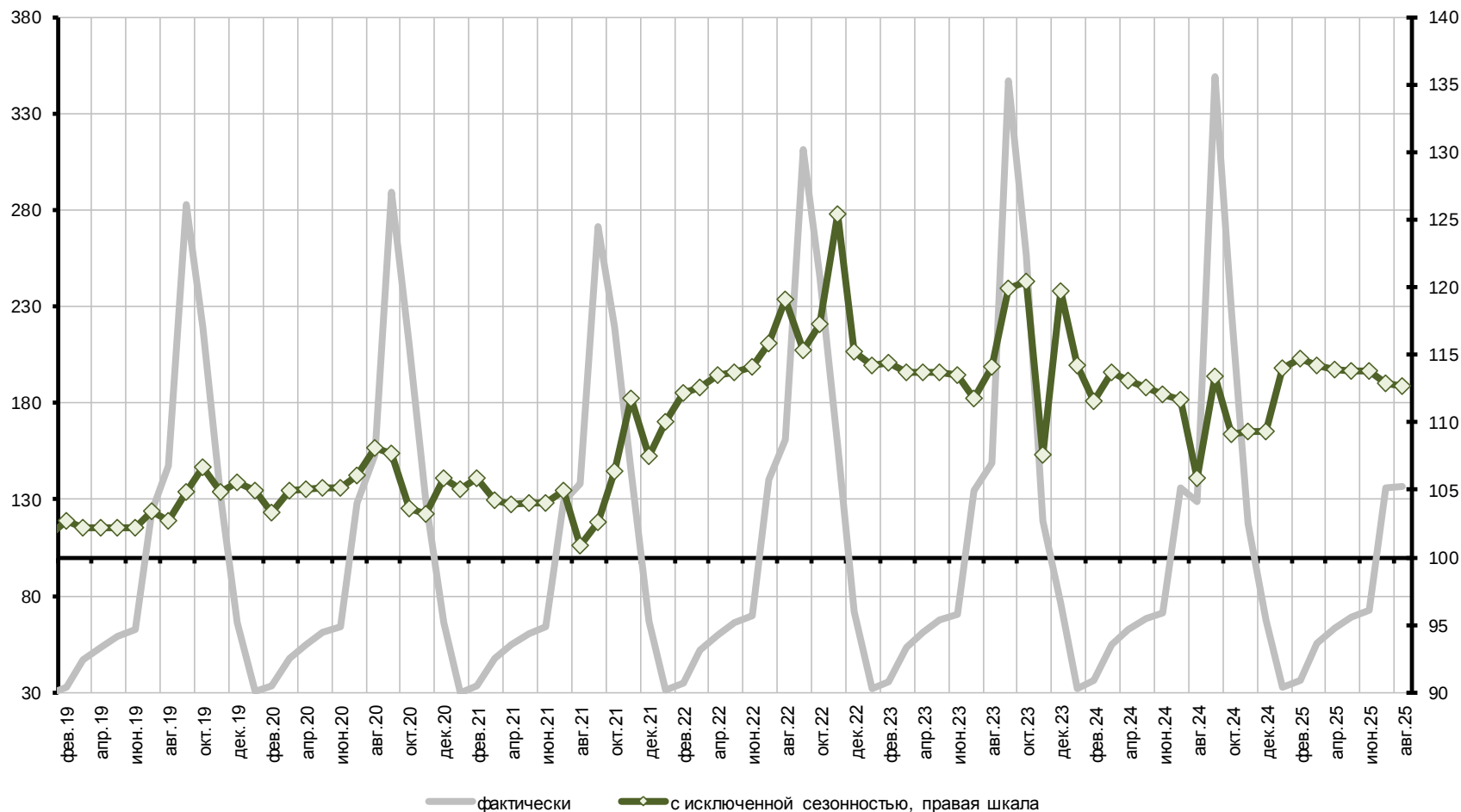
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)¹



Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) продолжает снижение с начала года со среднемесячным темпом 0.5% в месяц (к предыдущему месяцу, сезонность устранена). При этом оборот в августе составил 96.0% от уровня годовой давности, а многолетний минимум в очередной раз был обновлён (более низкие значения наблюдались лишь в 2020 г., на фоне «ковидного кризиса» и локдаунов).

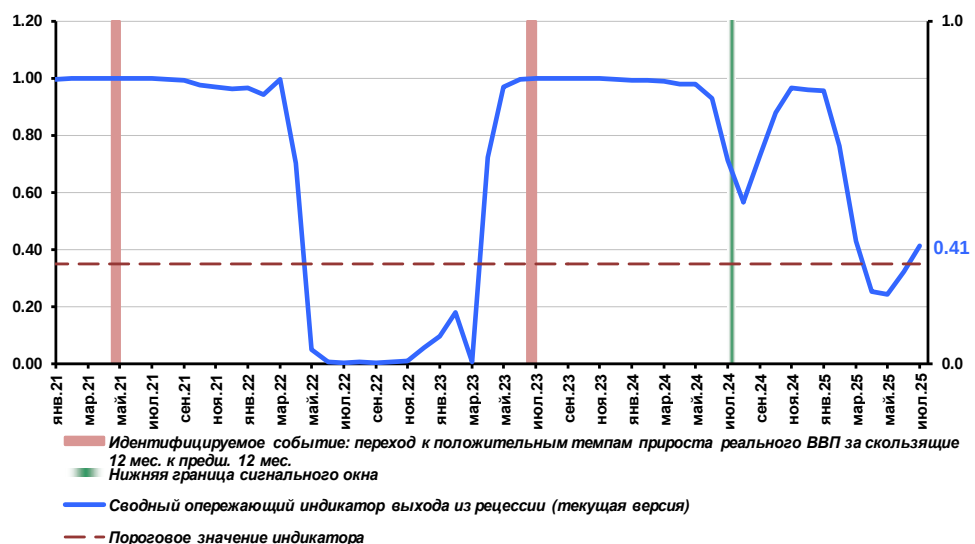
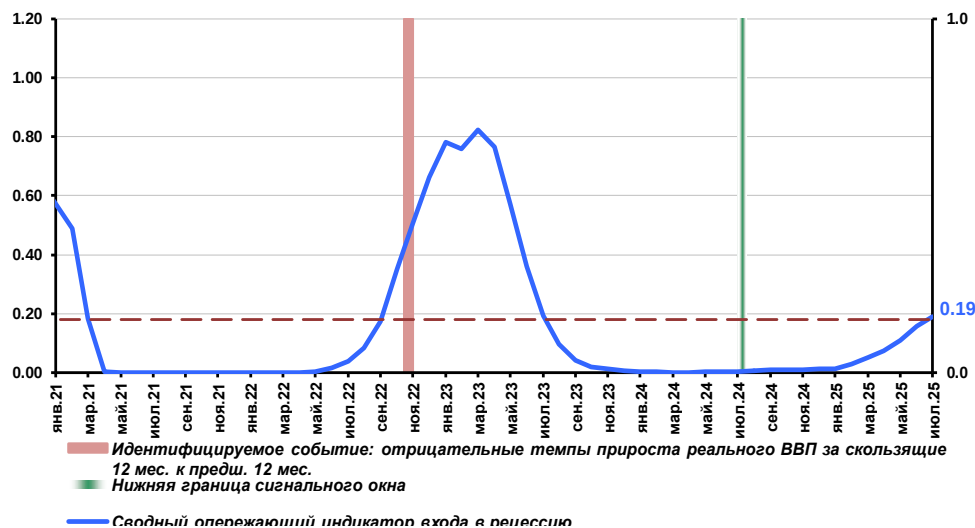
¹ является косвенным индикатором экономической активности

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



Выпуск в сельском хозяйстве, по состоянию на август, медленно, но неуклонно снижается (сезонность устранена) – правда, на довольно высоком уровне. Сентябрь и октябрь покажут, какими будут окончательные итоги сельскохозяйственного года.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

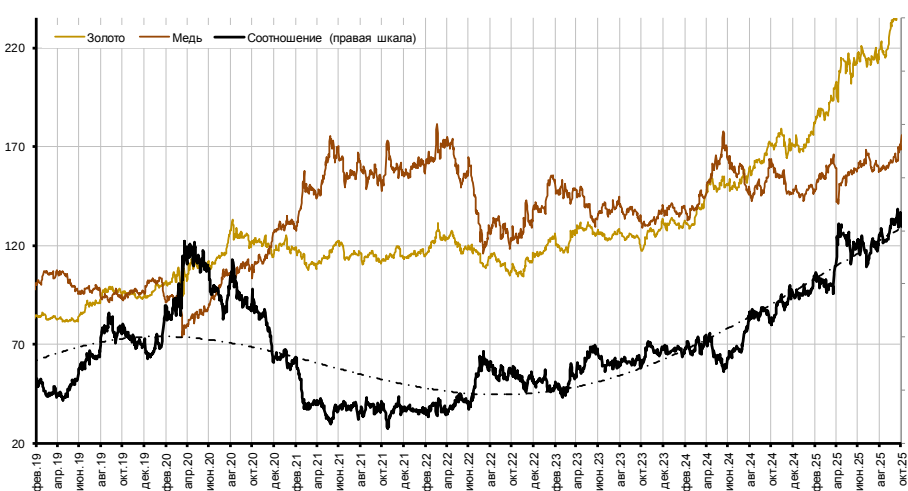


Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в июле «пробило» критическую отметку (0.18) и достигло 0.19. Это означает, что СОИ подал сигнал о том, что на горизонте скользящего года российская экономика с высокой вероятностью может войти в фазу рецессии. Росту значения СОИ в июле поспособствовала негативная динамика ряда индикаторов, входящих в его состав: сохранение высокого уровня (усредненных за скользящий год) значений ставок отечественного денежного рынка; снижение индикатора уверенности отечественного бизнеса (в методологии OECD); уменьшение позитивного влияния инерционного фактора (устойчиво снижается темп прироста физического объема ВВП за скользящий год). Подчеркнем, что речь идет не о предопределенности предсказываемого события, а о сигнале его высокой вероятности. Модели, на основе которых построены опережающие индикаторы, допускают возможность как технической, так и структурной ошибки предсказания. Структурные ошибки, в частности, могут возникать из-за того, что модели откалиброваны на межстрановых исторических данных, поэтому могут не учитывать уникальных текущих обстоятельств места и времени

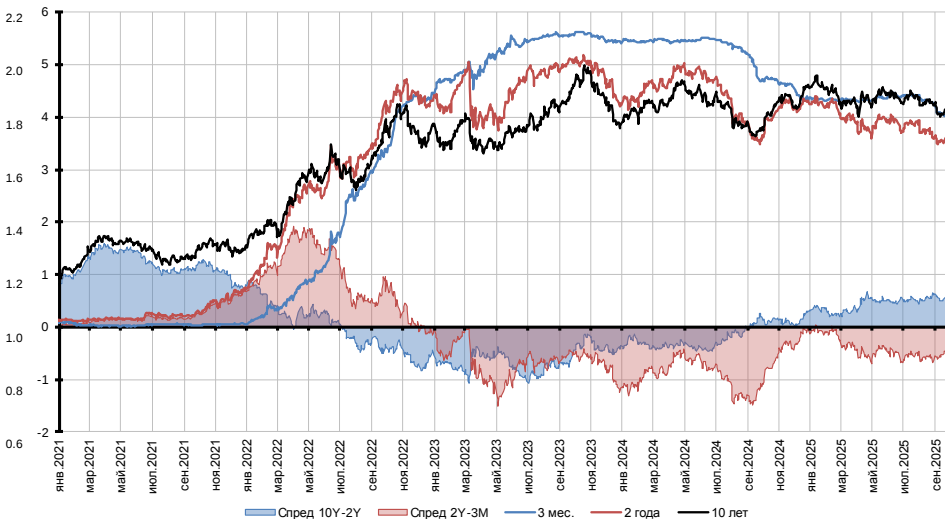
Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) выхода российской экономики из рецессии* в июле заметно увеличилось и вернулось в свою «норму». До этого три месяца подряд СОИ находился ниже критического порога (0.35), но на начало августа он превысил порог и достиг 0.41. Таким образом, на данный момент рано говорить о сигнале затяжной (более четырех кварталов подряд) рецессии.

Индикаторы рисков в мировой экономике

Биржевые цены на золото и медь в долл. и их соотношение (январь 2020=100)



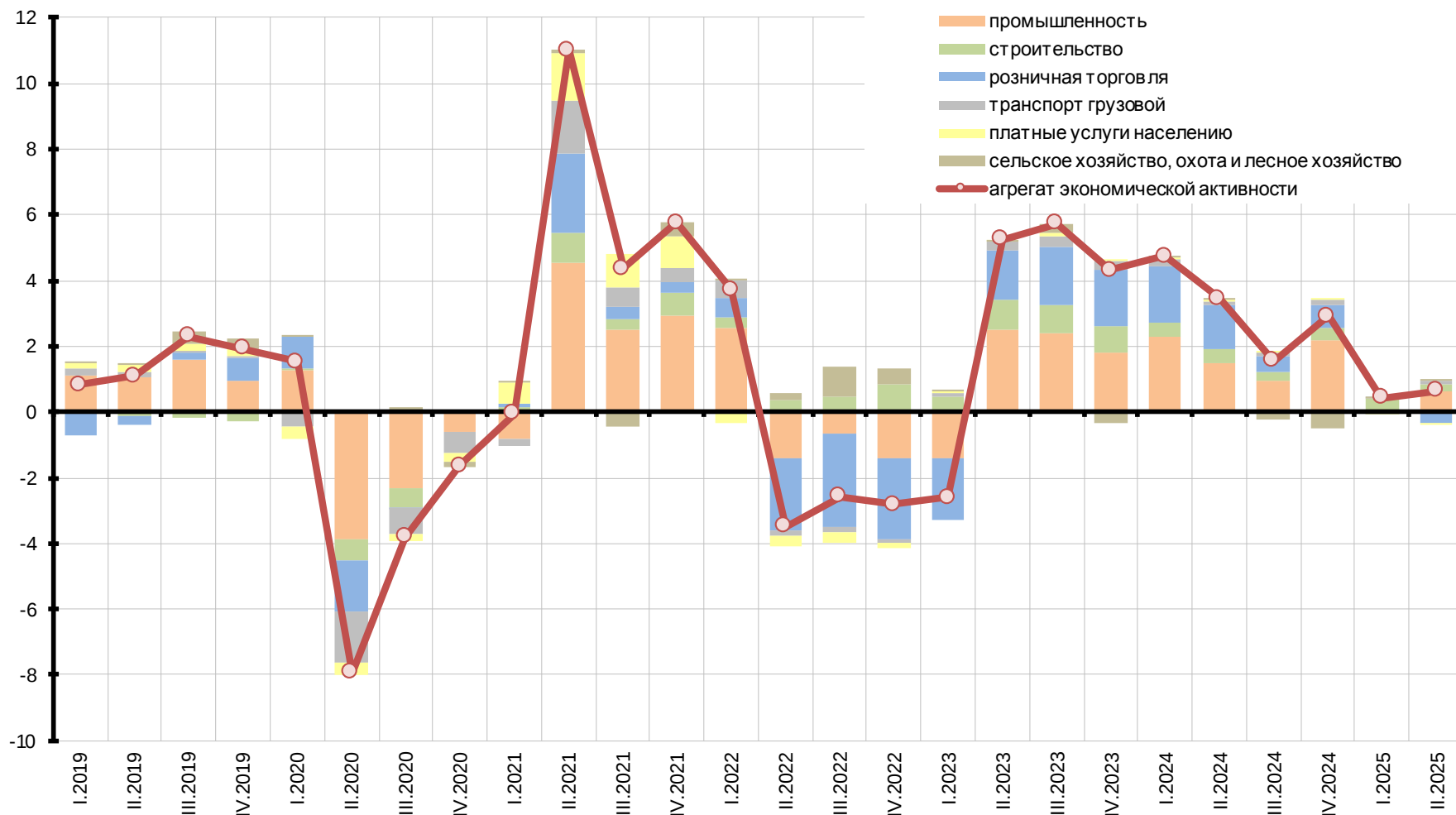
Оценки рисков финансового кризиса в США (доходности ценных бумаг США, % годовых)



На *мировых товарных биржах* по состоянию на начало октября ситуация вновь стала ухудшаться: цены на золото (защитный актив) резко подскочили, вплоть до исторически максимального уровня. Это, в свою очередь, привело к росту соотношения золото/медь (защитный / инвестиционный товар), индицирующий рост тревоги инвесторов.

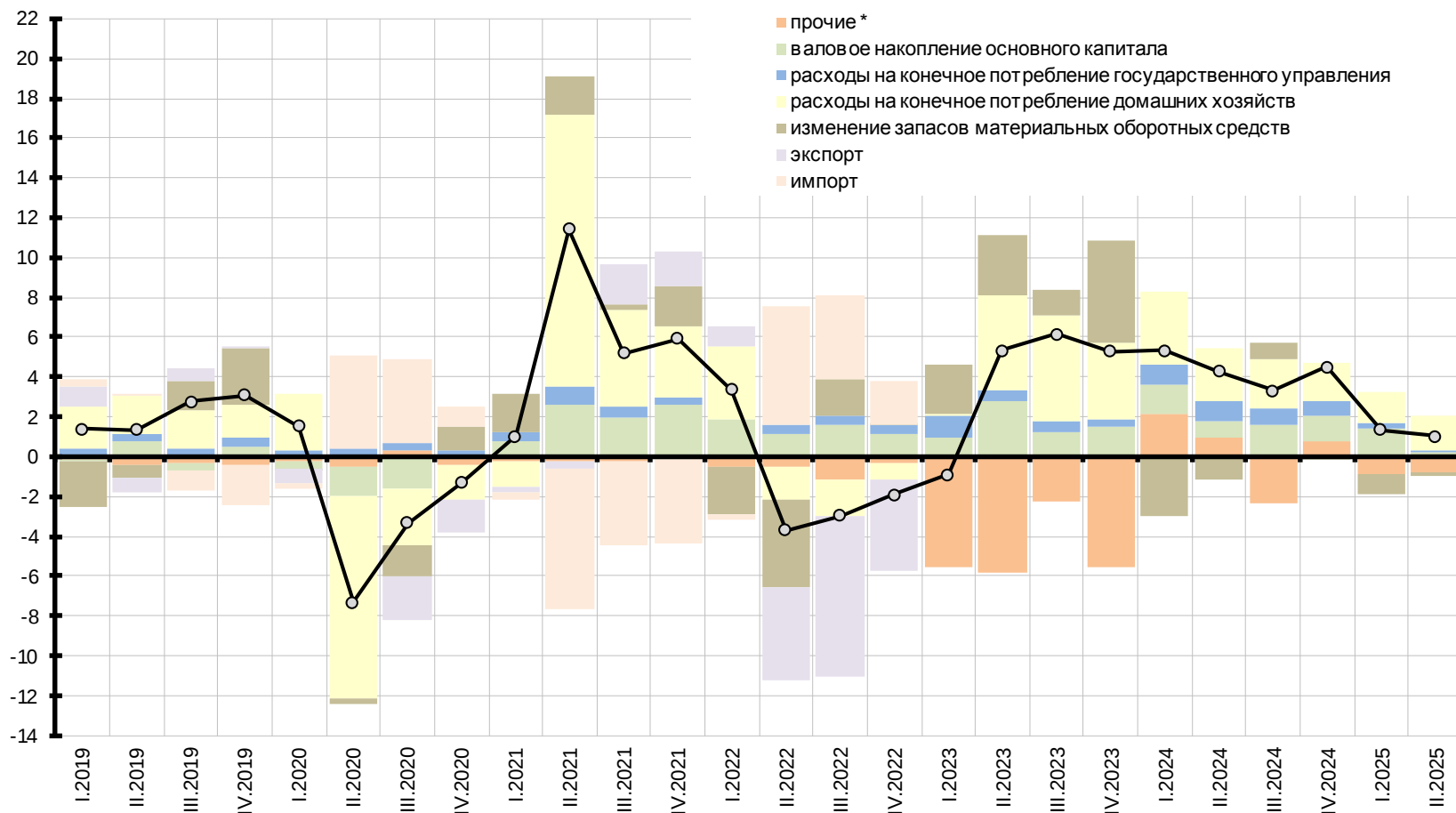
К началу октября структура доходностей на *рынке казначейских бумаг США* в целом сохранила признаки частичной нормализации, однако темпы этого процесса заметно замедлились. Разница между доходностями 10-летних и 2-летних облигаций (спред 10Y-2Y) остаётся в положительной зоне, что по-прежнему сигнализирует об отсутствии ожиданий затяжного кризиса и подтверждает устойчивость долгосрочных инфляционных и экономических ожиданий. В то же время инверсия краткосрочного участка (спред 2Y-3M) остаётся глубокой и почти не сократилась. Рынок всё ещё закладывает замедление роста экономики в ближайшие кварталы. Таким образом, с конца сентября существенных изменений в конфигурации кривой не произошло: рынок остаётся в режиме ожидания между осторожным оптимизмом по долгосрочным перспективам и настороженностью в краткосрочной зоне.

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



Структура факторов производства во II кв. 2025 г. (в годовом измерении - за скользящий год) говорит о системном характере торможения в российской экономике: более-менее устойчив рост только в сельском хозяйстве. В промышленности рост (соответственно, вклад в экономическую динамику) как затормозился в начале года, так и остаётся минимальным. Вклад торговли в рост, из-за кризиса потребительского кредитования, отрицательный.

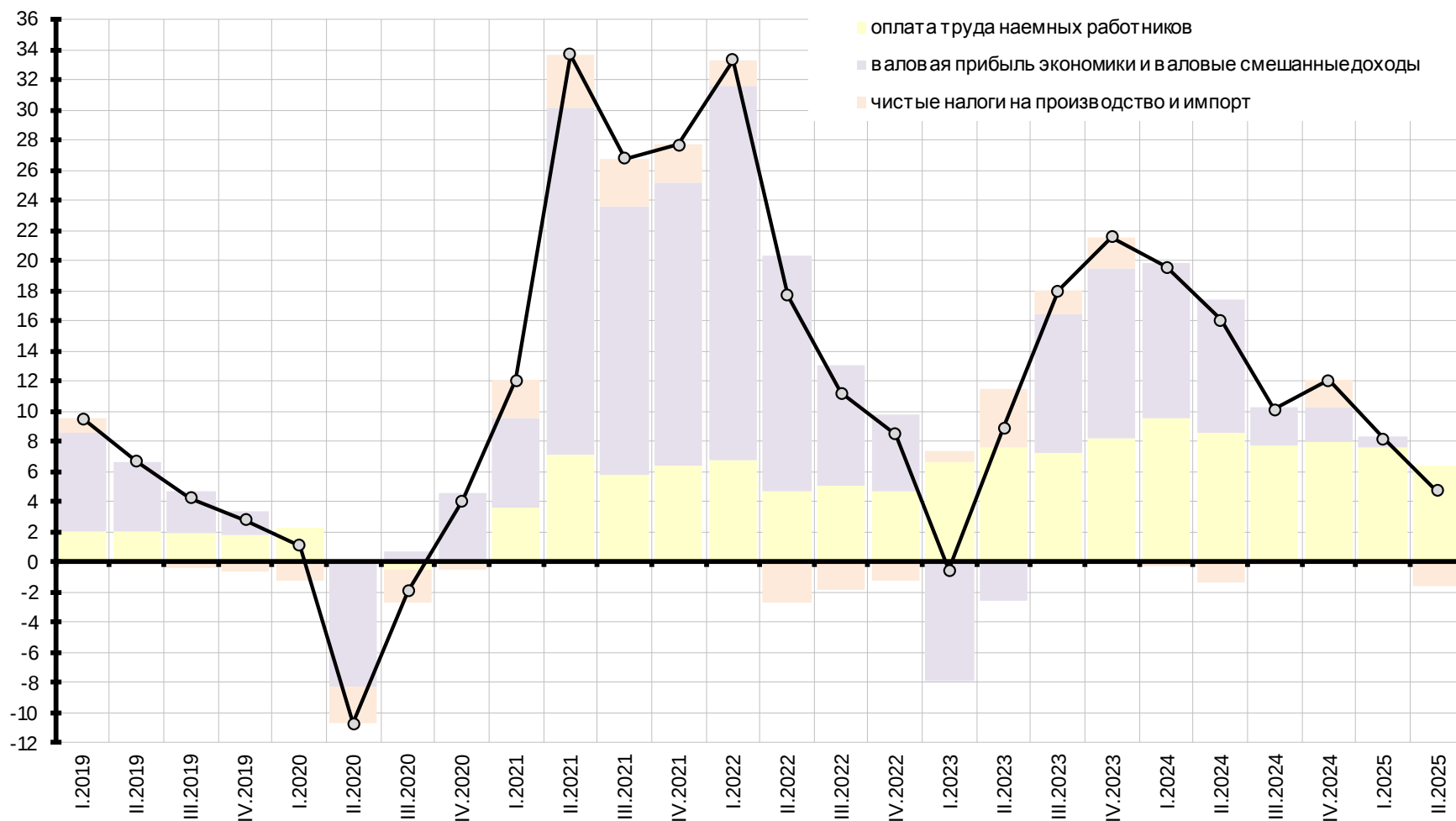
Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)



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

Баланс *компонентов конечного спроса* во II кв. изменился в направлении упрощения его структуры. В условиях остановки инвестиций и крайне неустойчивой динамики внешней торговли единственным устойчивым источником экономического роста остается потребление населения (поддерживаемое, в свою очередь, ростом его доходов в условиях дефицита труда).

Распределение прироста ВВП по компонентам доходов (к соотв. кварталу предшествующего года, в текущих ценах, % к ВВП)¹

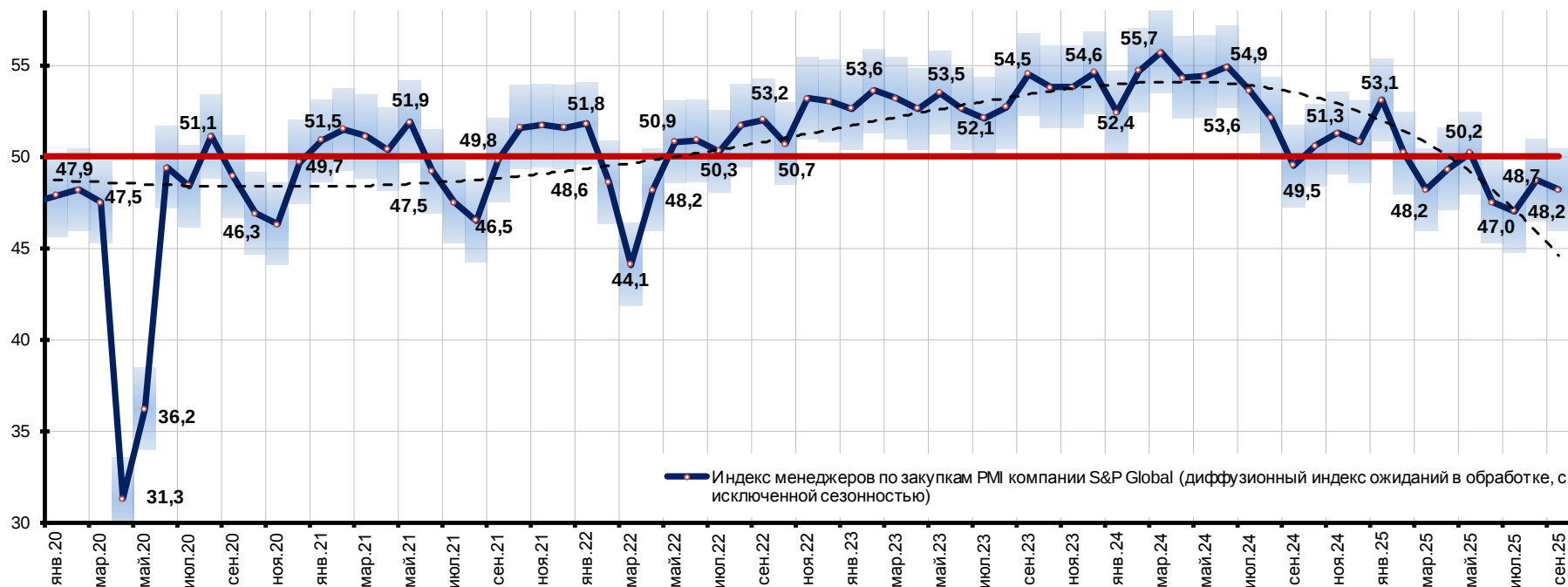


¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать методологических проблем, связанных с дефлированием отдельных компонентов ВВП по доходам

Во II кв. в структуре *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год») закрепились тенденции, формировавшиеся несколько последних кварталов: валовая прибыль экономики (инвестиционный ресурс) полностью «ушла в ноль» и вся динамика формируется исключительно оплатой труда. Вероятно, далее начнет сжиматься уже она.

Оценки ситуации и поведение компаний

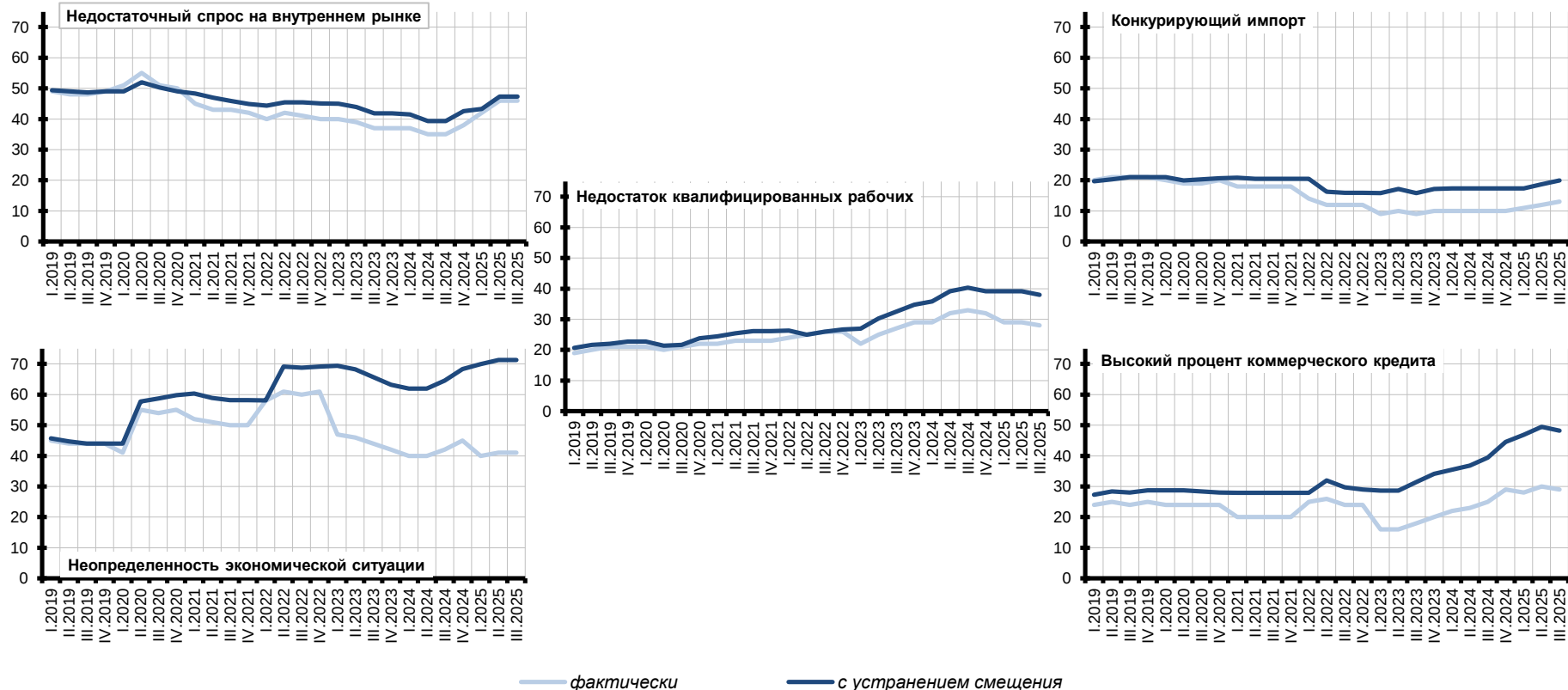
Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (%)



Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей в июле-сентябре устойчиво «ушел» в негативную (ниже 50%) зону. Как уже отмечалось, здесь сложились факторы все еще очень жесткой денежно-кредитной политики, сигналов о начале стагнации (если не рецессии), ужесточения бюджетной политики, негативного влияния укрепления рубля на доходы экспортеров. Проблема в том, что закрепление негативного отношения «капитанов бизнеса» к ситуации в российской экономике может само по себе (через стагнацию / спад частных инвестиций) закрепить ситуацию стагнации, которая лишь «начинается в головах», но потом закрепляется в жизни.

Оценки ситуации и поведение компаний¹

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



Из *отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях* в III кв. лишь усилились ранее складывавшиеся тенденции:

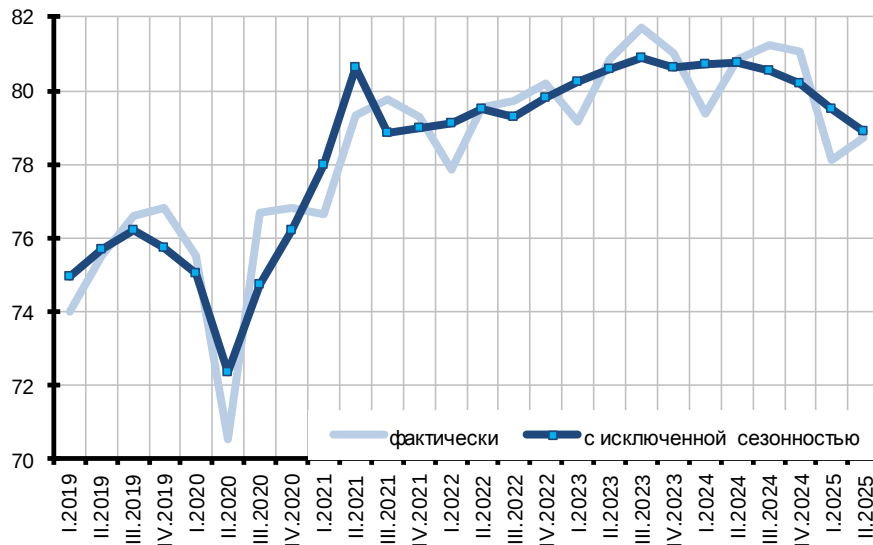
- важнейшим ограничивающим фактором была и остаётся неопределённость экономической ситуации (более 70% значимости, здесь и далее – с устранением методологических ошибок), естественная в условиях жесткой денежно-кредитной политики, санкций и волатильности курса;
- вторыми по значимости уже длительное время остаются (очевидно, взаимообусловленные; примерно по 50% значимости) дефицит спроса на внутреннем рынке и высокий процент по кредитам;
- наконец, кадровые ограничения (40% значимости с тенденцией к очень лёгкому снижению) заметно менее значимы, чем ограничения со стороны спроса на внутреннем рынке и влияние завышенных процентных ставок.

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

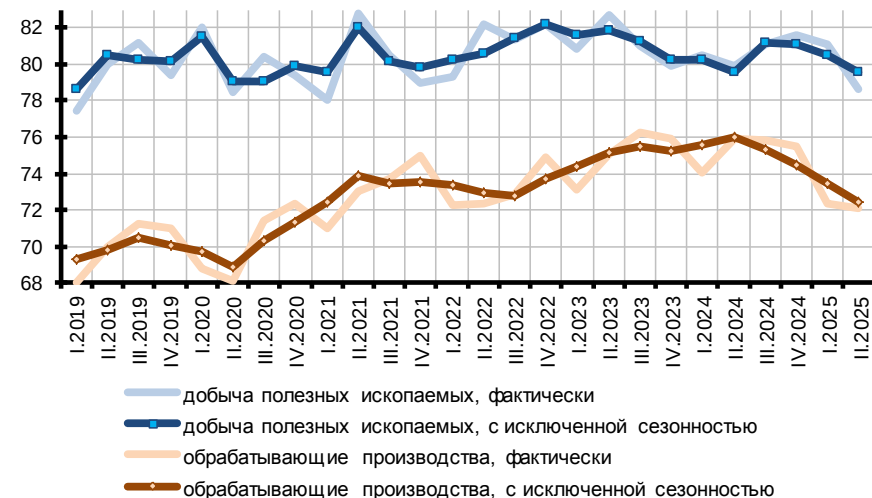
² Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. http://www.forecast.ru/ ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka_2024-10-24-1.pdf

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

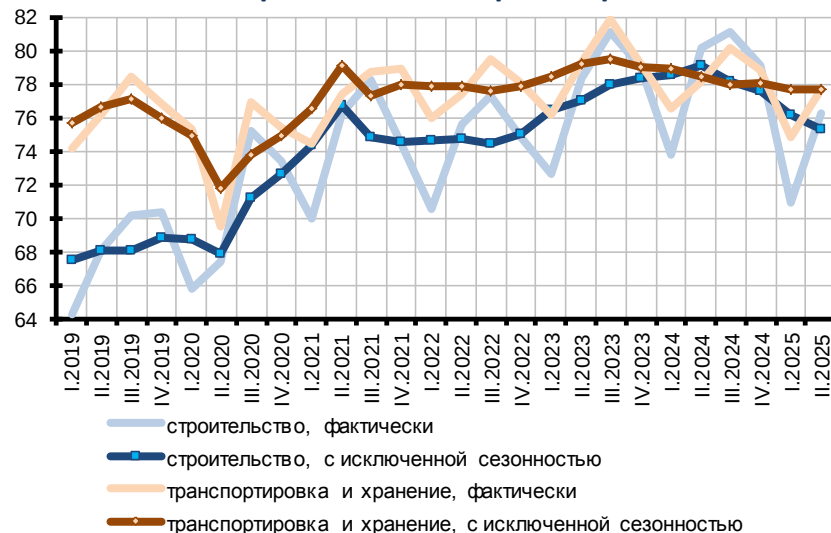
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



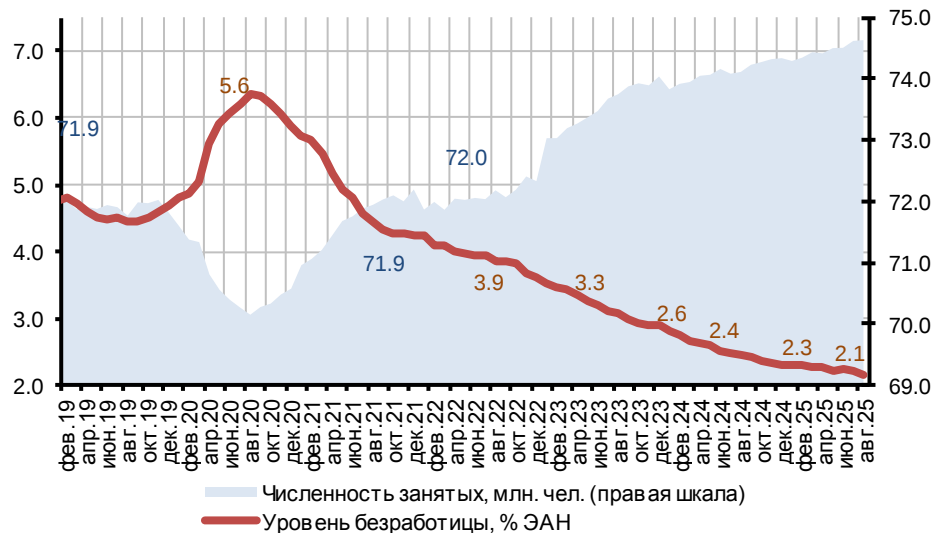
Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, во II кв. в целом по экономике уверенно снижалась и вышла на уровень чуть менее 79% (сезонность устранена);

- добыча полезных ископаемых (отрасль с максимальным из всех, хотя и снижающимся, уровнем загрузки мощностей). Впрочем, этот фактор не является сколько-нибудь серьёзным ограничением экономического роста из-за низкой динамики мировых рынков и санкций;
- в обрабатывающей промышленности уровень загрузки упал уже до 72% (сезонность устранена). Такой уровень (разумеется, в среднем по большой группе разнородных отраслей) означает отсутствие жестких «мощностных» ограничений на рост;
- в логистических отраслях загрузка стабилизировалась на уровне порядка 78% – довольно высоком, но не критичном. Дефицит инвестиций в инфраструктуру в перспективе может стать значимым ограничителем роста;
- в строительстве загрузка мощностей, естественно, падает вслед за снижением строительной активности.

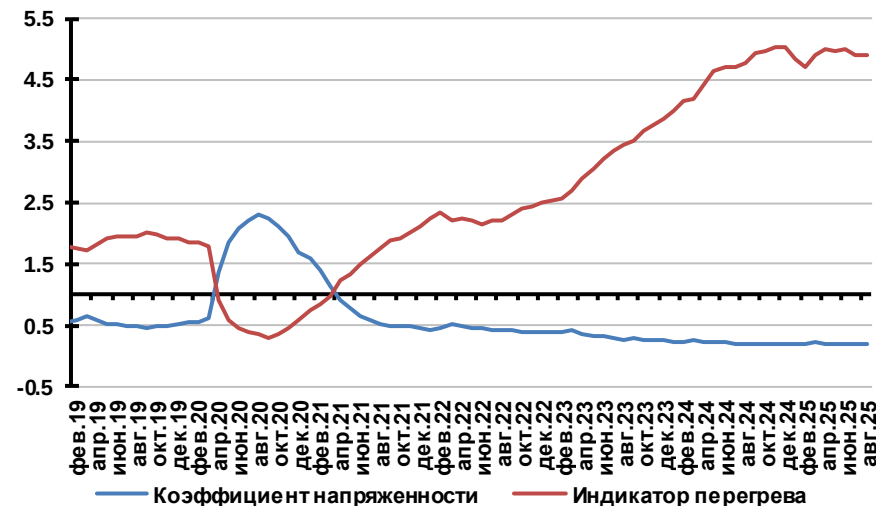
¹ Данные мониторинга предприятий по вопросу "Уровень использования производственных мощностей на предприятии", %

Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена

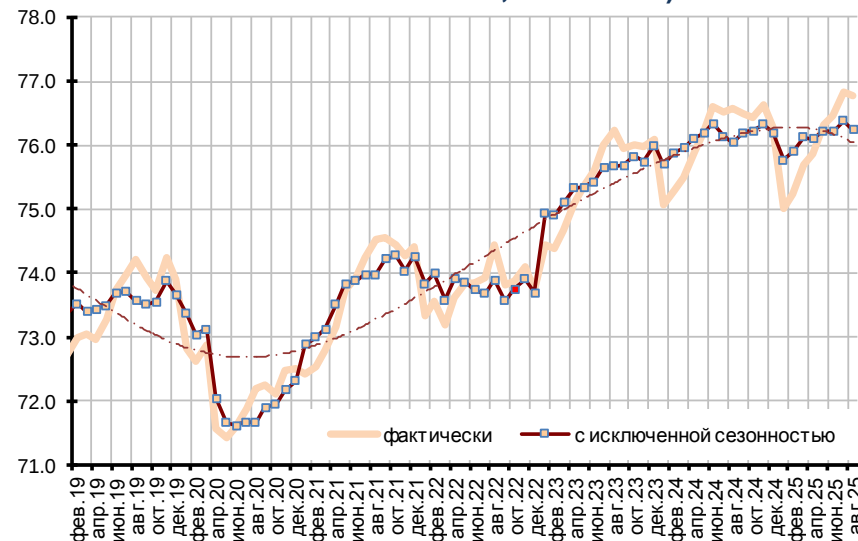


Коэффициент напряженности по безработице и индикатор перегрева на рынке труда,¹ сезонность устранена



На рынке труда в августе сложилась неустойчивая ситуация. *Уровень безработицы* продолжает (очень медленно) снижаться, постепенно двигаясь к техническому минимуму, обуславливаемому неизбежно существующим в экономике уровнем (фрикционная безработица и др.). При этом *спрос на труд* (с устранением действия сезонного фактора) в целом, стабилен, быть может, с очень лёгкой тенденцией к понижению; во всяком случае, говорить о его росте никак не приходится.

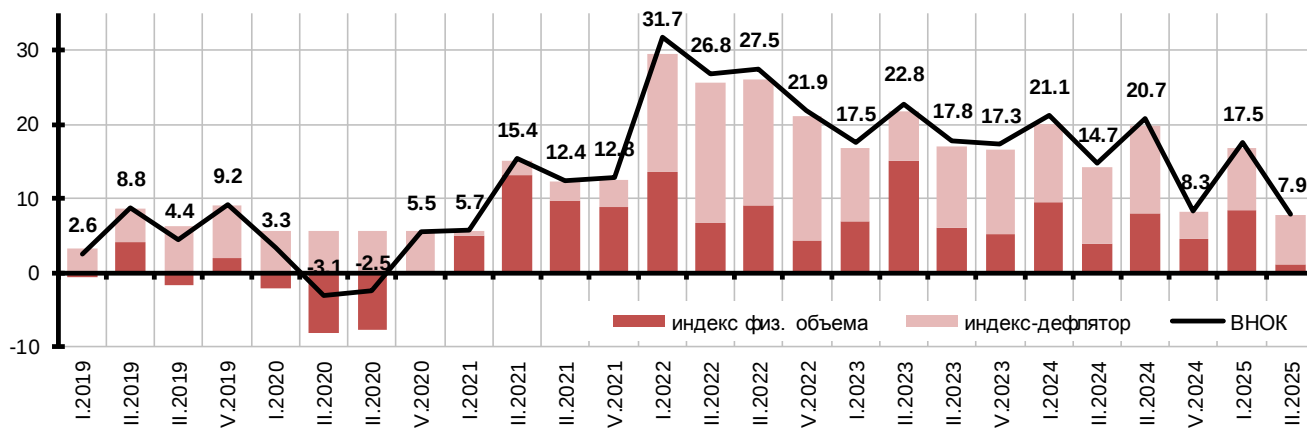
Совокупный спрос на труд в российской экономике (численность занятых+ вакансии, млн. чел.)



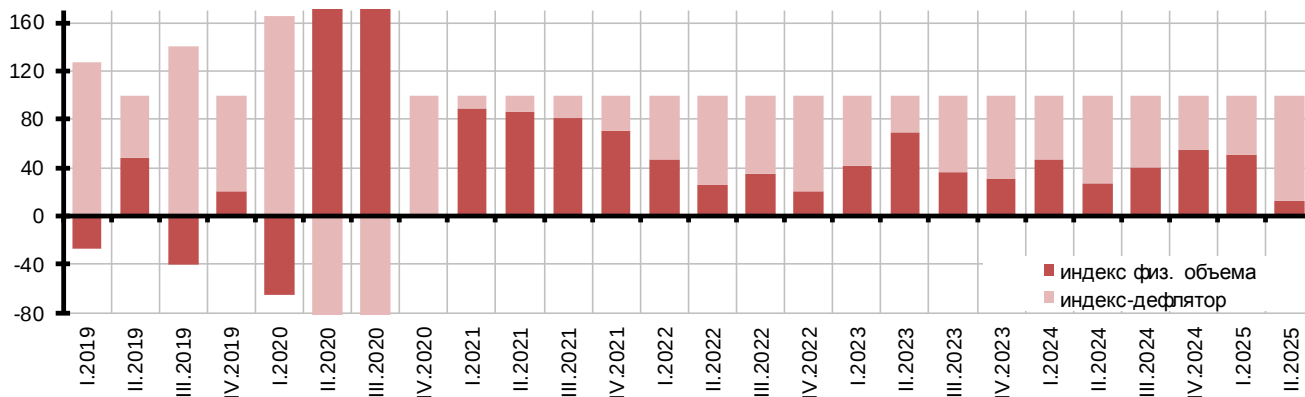
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда — численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию
Индикатор перегрева на рынке труда — количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах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

Динамика валового накопления основного капитала в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



Разложение прироста валового накопления основного капитала на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)

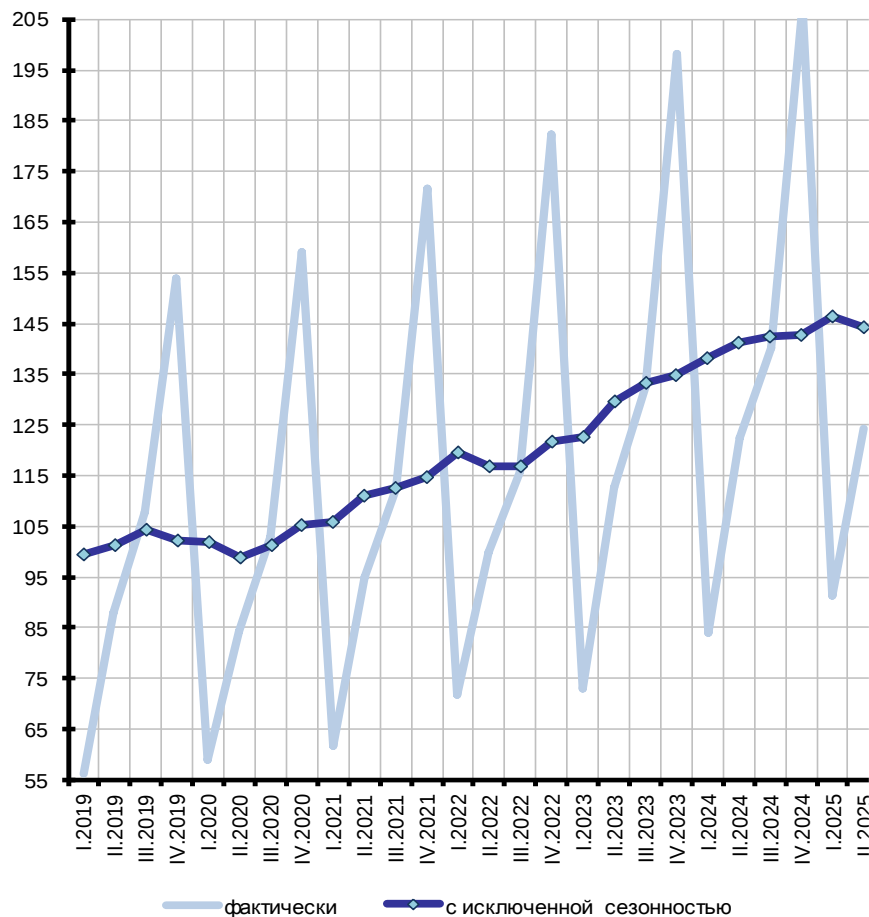


Во II кв. в инвестиционной сфере тенденция *трансмиссии спроса в рост*, похоже, начинает ломаться – и в данной сфере прирост спроса стал «уходить» не в расширение физобъёмов инвестиций, а в рост цен. Другое дело, что пока утверждать о состоявшейся смене тренда по одной точке и с учетом методологических проблем, явно преждевременно.

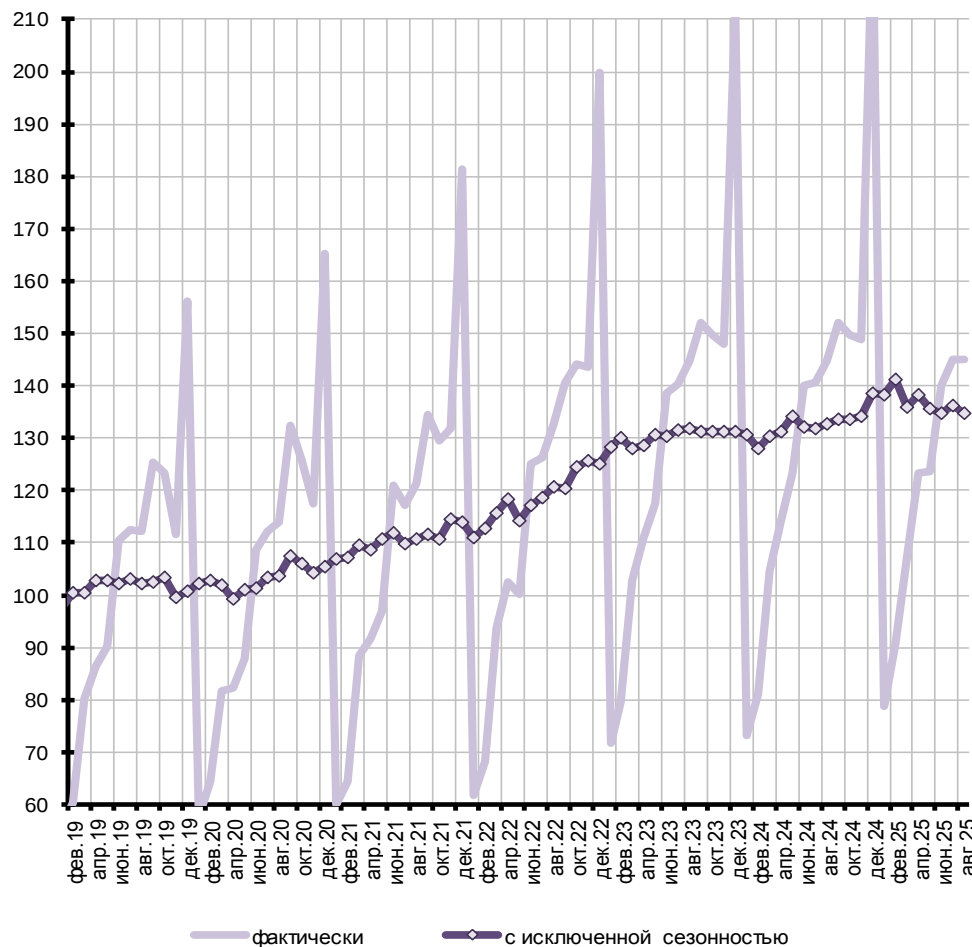
Очень низкое качество информации (индекс-дефлятор по импортному оборудованию не учитывает рост долларовых цен) и методологические проблемы (показатель ВНОК включают в себя, в том числе, и приобретение военной техники с длительным сроком эксплуатации) не дают делать однозначных выводов.

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

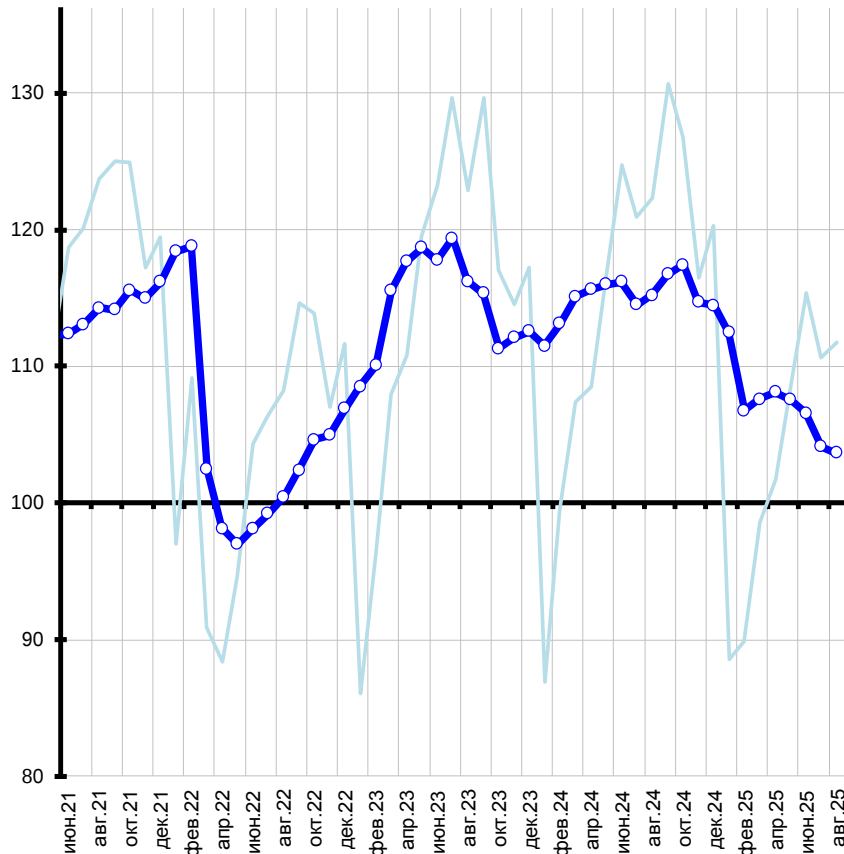


Во II кв. инвестиции в основной капитал, заметно снизились – и теперь можно говорить, скорее, об их стагнации (I кв.: +2.5% к предш. кварталу, II ква.: -1.4%, сезонность устранена). При этом, судя по высокочастотной динамике индикатора предложения инвестиционных товаров, ситуация довольно быстро ухудшается.

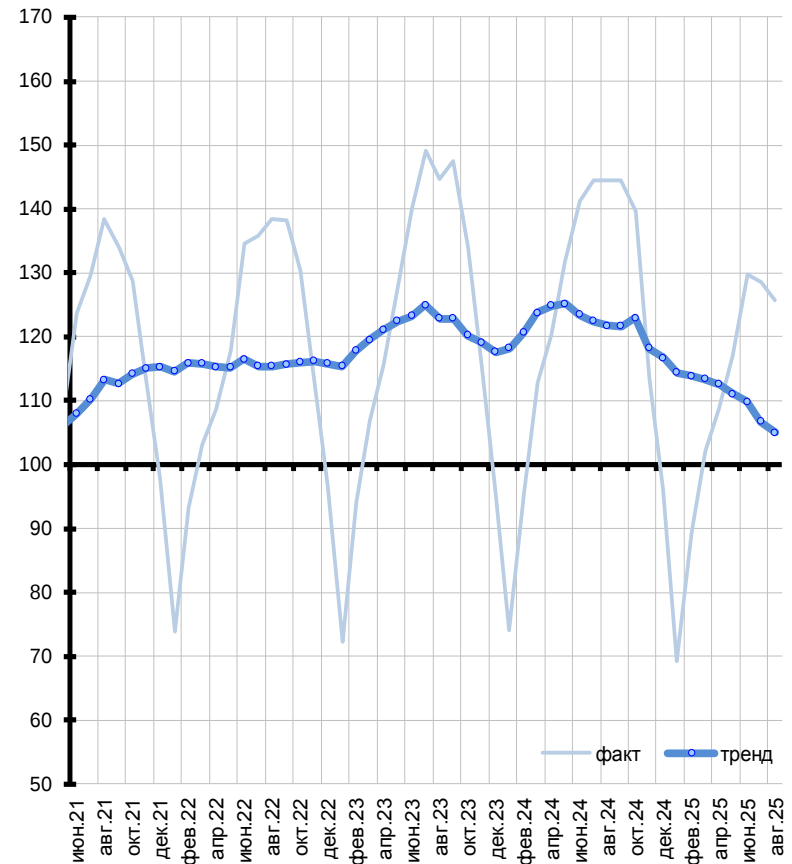
В строительстве, по состоянию на август, закрепились тенденция медленного, но довольно поступательного снижения (I кв.: -0.7% в среднем за месяц, II кв.: -0.3%, июль: +1.2%, август: -1.1%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, за умеренным спадом в отрасли, по всей видимости, стоит концентрация ресурсов на завершаемых проектах в ущерб запуску новых.

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)

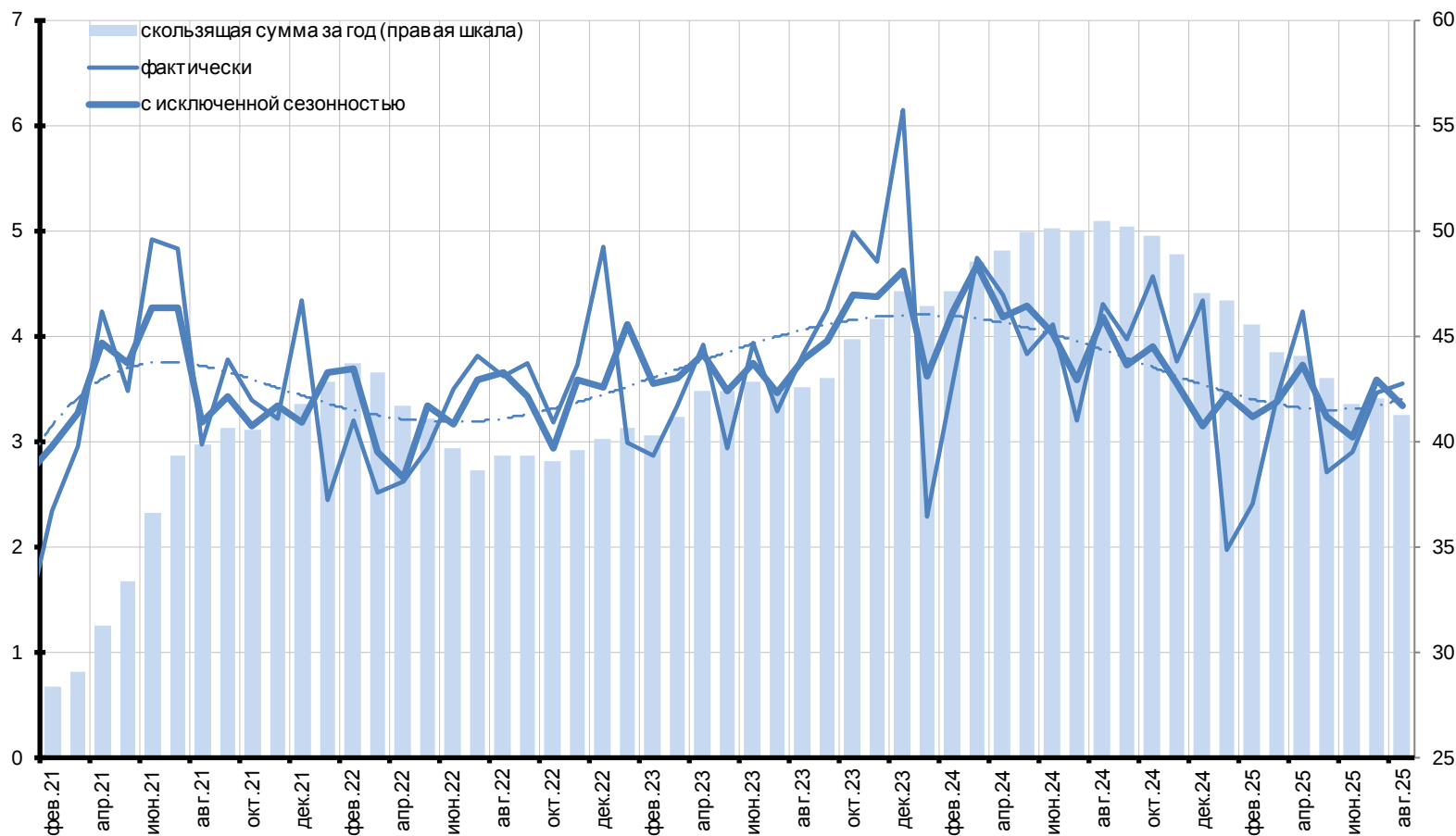


Предложение стройматериалов



Инвестиционная активность (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения), продолжает снижаться. От высоких значений середины 2024 г. до уровня дна 2022 г. "преодолено" уже 2/3 пути (отметим, что в ковидный 2020 г. инвестактивность проседала примерно до тех же значений, что и в 2022 г.). При сохранении текущей тенденции через несколько месяцев антирекорд последних лет, установленный в 2022 г. как следствие введения санкций, будет "превзойден". Только на этот раз шоком станут не санкции, а сверхжесткая – и длительная в этой жесткости – денежно-кредитная политика.

Размещение деклараций проектов строительства МКД¹ (жилая площадь в млн кв. м)

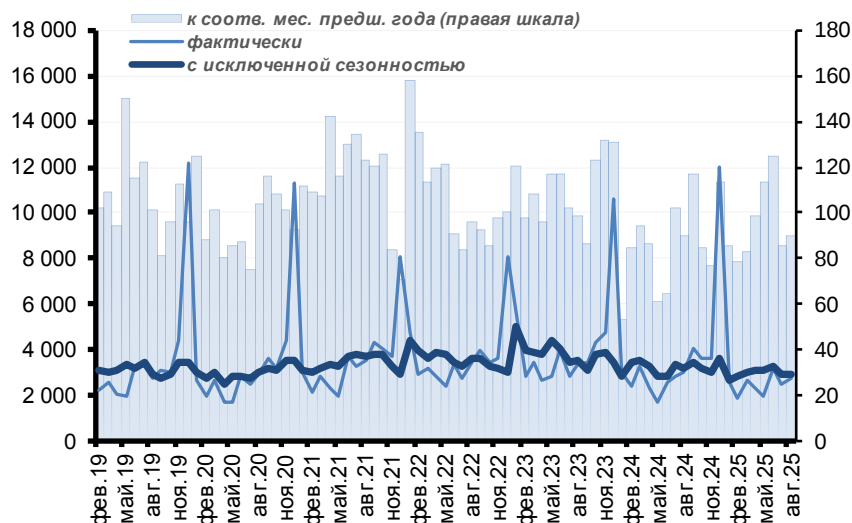


¹ Многоквартирные дома

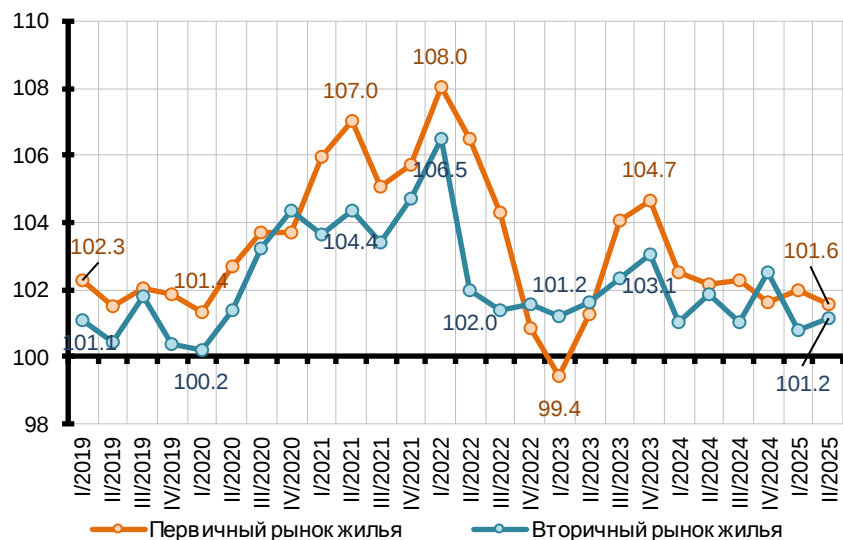
Количество запускаемых строительных проектов по МКД в июле-августе стабилизировалось (сезонность устранена), - хотя и на уровне, соответствующим трехлетней давности, и пока не ясно, удалось ли переломить более раннюю тенденцию к снижению. При этом, как уже отмечалось, из-за указанного тренда на конец 2025, 2026 и 2027 гг., фактически, уже заложен вычет из экономического роста в части жилищного строительства.

Рынок жилой недвижимости

Строительство многоквартирных домов



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



В августе 2025 г. ввод многоквартирных жилых домов оказался ниже на 10.3% по сравнению с аналогичным месяцем прошлого года. За январь-август объем введенного многоквартирного жилья сократился на 6.6% по отношению к соответствующему периоду прошлого года.

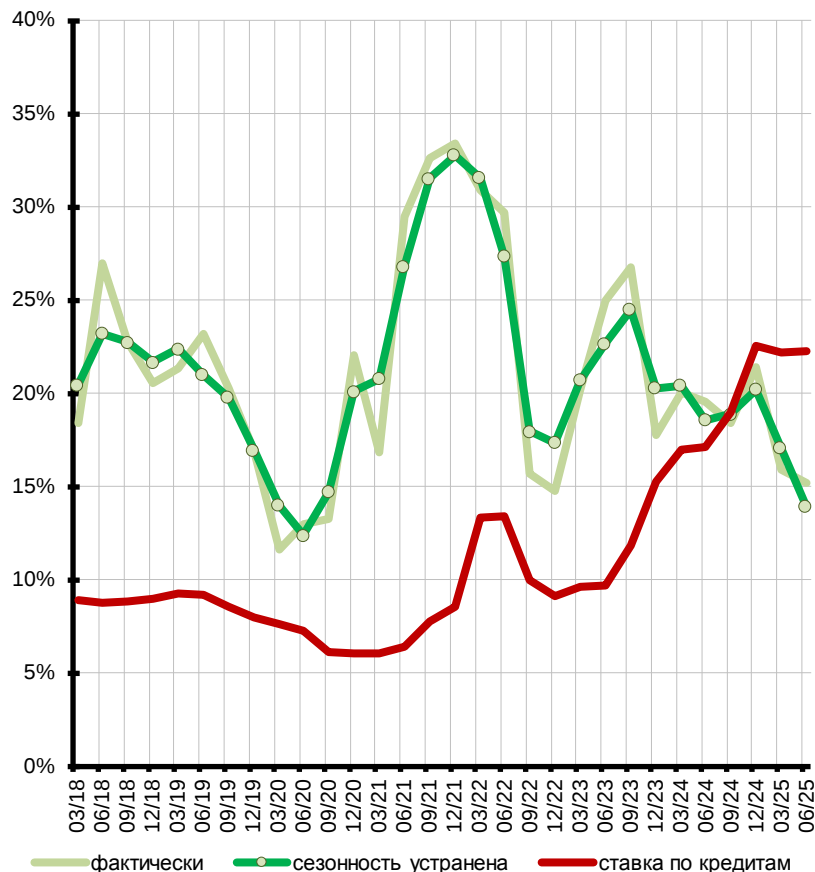
Во II кв. 2025 г. цены на *первичном и вторичном рынке жилья* сохранили слабый рост (+1.6% и +1.2%, соответственно). Судя по всему, продолжается «охлаждение» рынка жилой недвижимости. На первичном рынке жилья количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) во II кв. почти не изменилось по сравнению с I кв. 2025 г. При этом за 6 мес. 2025 г. было заключено на 28.3% ДДУ меньше чем в I полугодии 2024 г., когда ипотеку по ставке 8% мог оформить любой совершеннолетний гражданин РФ.

Отметим, что во II кв. 2025 г. по сравнению с предыдущим кварталом ускорилось ипотечное кредитование: +23.2% по количеству выдач ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ и +26.5% — по их объему. На вторичном рынке жилья количество и объем выданных ИЖК выросли на 53.9% и 80.9%, соответственно. Однако по сравнению с показателями за аналогичный период 2024 г. ипотечное кредитование в I полугодии 2025 г. существенно снизилось, что обусловлено высокими рыночными ставками и окончанием действия массовой «Льготной ипотеки».

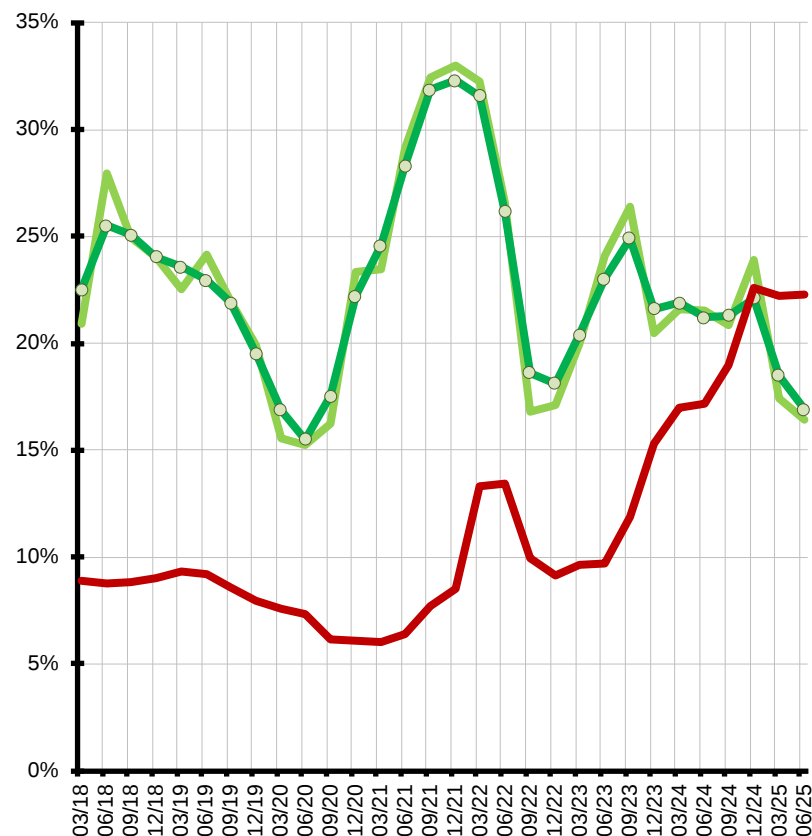
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Рентабельность оборотного капитала¹



Чистая рентабельность собственного капитала²

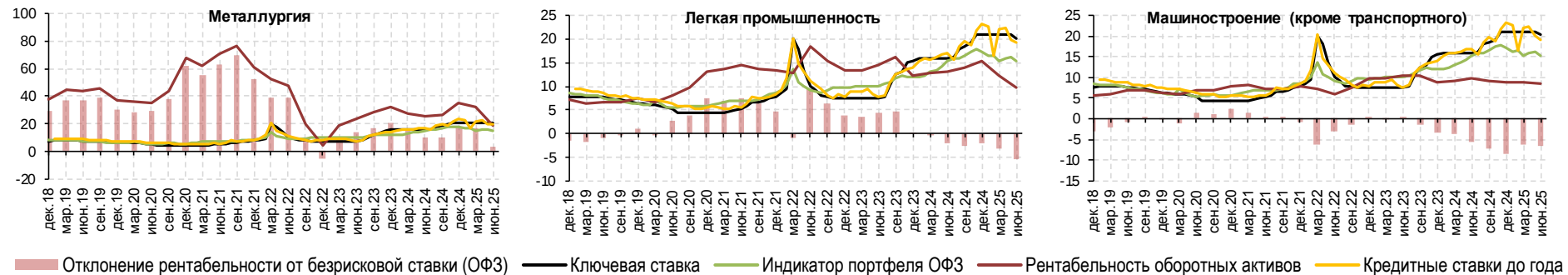


Во II кв. продолжилось падение *рентабельности* в промышленности. Её уровень практически сравнялся с рекордно низкими значениями периода COVID.

Разрыв со ставкой по кредитам достиг абсолютного рекорда. Такая ситуация, очевидно, дестимулирует инвестиционную активность, что понижает перспективный потенциальный выпуск, ограничивает в среднесрочной перспективе расширение предложения и, таким образом, при прочих равных, способствует повышенному уровню инфляции в будущем.

² отношение прибыли-убытка (за вычетом условно исчисленного налога на прибыль) и амортизации к собственному капиталу

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



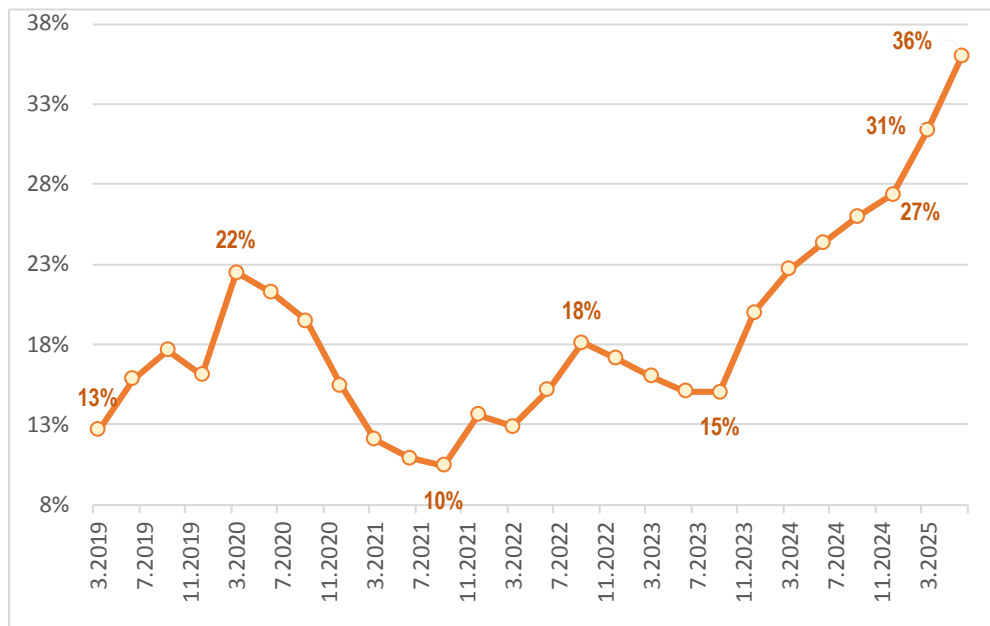
	I.2022			II.2022			III.2022			IV.2022			I.2023			II.2023			III.2023			IV.2023			I.2024			II.2024			III.2024			IV.2024			I.2025			II.2025		
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн
Рентабельность по группам отраслей																																										
Металлургия	52			48			19			5			18		24		29		33		28		25		27		35		32		19			32			19					
Пищевая промышленность	18			21			21			23			23		23		22		21		20		19		18		18		17			16			17							
Нефтегазовый сектор	38			21			24			36			38		43		39		32		35		33		34		31		23			25										
Легкая промышленность	13			19			15			13			13		14		16		12		13		13		14		15		12			10										
Деревообработка	32			24			2			-8			-6		-6		2		4		4		3		3		7		6			-5										
Пр-во изделий из бумаги	37			35			32			28			25		25		27		25		25		24		23		21		16			8										
Химический комплекс	55			54			38			27			23		20		30		31		28		26		22		24		32			25										
Производство стройматериалов	23			22			20			20			20		23		23		20		21		21		21		19		17			15										
Машиностроение (кроме трансп-го)	7			6			8			10			10		11		10		9		9		10		9		9		9			9										
Транспортное машиностроение	2			-1			-2			-3			0		1		2		-1		1		2		4		5		2			1										
Сред рентабельность-ОФЗ																																										
Металлургия	43.2	42.1	38.8	36.9	37.7	38.8	10.7	10.8	10.4	-5.0	-4.9	-4.9	8.7	8.4	8.4	13.7	13.8	13.7	18.2	17.7	17.0	20.4	20.8	20.7	15.8	15.6	14.8	11.8	11.1	10.0	10.6	10.6	10.0	18.0	17.6	18.1	16.0	15.8	17.1	2.8	2.7	3.5
Пищевая промышленность	8.8	7.7	4.4	9.6	10.4	11.5	12.2	12.4	11.9	12.9	13.0	13.0	13.5	13.2	13.1	13.0	13.1	13.0	11.9	11.4	10.7	8.7	9.1	9.0	8.1	7.9	7.1	5.5	4.8	3.7	2.5	2.5	2.0	0.4	0.0	0.5	0.1	0.0	1.2	0.2	0.1	0.9
Нефтегазовый сектор	29.2	28.1	24.8	10.2	10.9	12.0	15.6	15.8	15.3	26.0	26.1	26.1	28.2	27.9	27.8	32.4	32.5	32.4	28.9	28.5	27.8	20.0	20.4	20.3	22.5	22.3	21.5	19.7	19.1	18.0	17.7	17.7	17.1	13.6	13.2	13.7	6.6	6.5	7.7	9.1	9.0	9.9
Легкая промышленность	3.6	2.5	-0.8	7.7	8.4	9.5	6.6	6.8	6.3	3.8	3.9	3.9	3.8	3.6	3.5	4.4	4.5	4.4	5.8	5.4	4.7	-0.1	0.3	0.2	0.9	0.7	-0.1	-0.3	-0.9	-2.1	-1.9	-2.0	-2.5	-2.1	-2.5	-2.0	-4.2	-4.3	-3.1	-6.1	-6.2	-5.4
Деревообработка	22.7	21.6	18.3	13.0	13.8	14.9	-6.7	-6.6	-7.0	-17.4	-17.3	-17.3	-15.4	-15.6	-15.7	-15.7	-15.6	-15.7	-8.1	-8.6	-9.3	-8.7	-8.4	-8.4	-7.9	-8.1	-8.9	-10.3	-10.9	-12.0	-12.5	-12.5	-13.1	-10.5	-10.9	-10.4	-10.7	-10.9	-9.6	-21.2	-21.3	-20.4
Пр-во изделий из бумаги	28.4	27.3	23.9	24.3	25.1	26.2	23.0	23.2	22.7	18.0	18.1	18.1	15.6	15.4	15.3	14.7	14.8	14.7	16.2	15.8	15.0	13.1	13.5	13.4	13.3	13.1	12.3	10.5	9.8	8.7	6.9	6.9	6.3	3.5	3.1	3.6	0.0	-0.1	1.1	-8.4	-8.5	-7.7
Химический комплекс	45.7	44.6	41.3	43.4	44.2	45.3	29.4	29.6	29.1	17.1	17.2	17.2	13.4	13.1	13.1	10.3	10.4	10.3	19.4	18.9	18.2	18.8	19.2	19.1	15.7	15.5	14.7	12.9	12.2	11.1	5.8	5.8	5.2	6.8	6.4	6.9	15.6	15.4	16.7	9.2	9.1	9.9
Производство стройматериалов	13.6	12.6	9.2	11.5	12.3	13.4	11.0	11.2	10.8	10.7	10.8	10.8	10.9	10.6	10.5	12.9	13.0	12.9	12.3	11.8	11.1	7.9	8.3	8.2	9.4	9.2	8.4	7.5	6.9	5.7	4.6	4.6	4.0	1.2	0.8	1.3	0.3	0.1	1.4	-0.9	-1.0	-0.1
Машиностроение (кроме трансп-го)	-1.9	-3.0	-6.3	-5.0	-4.2	-3.1	-1.1	-1.0	-1.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.0	-0.1	0.4	0.5	0.4	-0.2	-0.6	-1.4	-3.6	-3.3	-3.3	-2.8	-3.0	-3.8	-3.9	-4.5	-5.6	-6.6	-6.6	-7.2	-8.6	-9.1	-8.6	-7.5	-7.7	-6.4	-7.3	-7.4	-6.6
Транспортное машиностроение	-7.2	-8.3	-11.6	-11.6	-10.8	-9.7	-11.0	-10.8	-11.2	-13.2	-13.1	-13.1	-10.1	-10.4	-10.4	-8.7	-8.7	-8.8	-8.8	-9.3	-10.0	-13.0	-12.6	-12.7	-10.9	-11.1	-11.9	-11.2	-11.8	-13.0	-12.0	-12.1	-12.6	-12.5	-13.0	-12.4	-14.1	-14.3	-13.0	-15.3	-15.4	-14.6
Ключевая ставка																																										
Ставка ОФЗ	8.5	9.4	20.0	18.0	13.5	10.0	9.2	8.0	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.8	10.4	12.4	13.1	15.0	15.5	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
Кредитные ставки до 1 года	9.1	10.2	13.5	10.9	10.1	9.0	8.8	8.6	9.0	9.7	9.6	9.6	9.6	9.9	10.0	10.1	10.0	10.1	10.5	10.9	11.7	12.3	11.9	12.0	12.0	12.2	13.0	13.5	14.1	15.3	15.9	15.9	16.5	17.4	17.9	17.3	16.4	16.5	15.3	16.0	16.1	15.3
"Добыча полезных ископаемых"	10.0	12.1	18.3	14.7	11.2	11.6	12.0	10.6	10.3	10.2	10.3	10.6	10.1	10.2	10.3	11.1	10.7	10.7	10.8	13.1	14.6	16.7	17.0	18.0	17.3	17.9	18.0	18.0	18.1	18.1	19.8	20.0	21.0	23.9	21.8	24.8	25.1	24.8	24.1	22.4	22.9	21.1
Кредитные ставки до 1 года																																										
"Обрабатывающие производства"	9.2	11.7	20.3	14.7	13.1	11.0	10.3	9.5	8.1	7.4	8.3	7.7	8.9	8.9	8.8	9.5	8.2	7.6	8.1	10.9	12.4	13.2	13.7	13.9	15.3	16.1	15.8	16.1	16.9	16.9	15.7	18.4	19.7	18.9	21.7	23.3	22.6	16.6	22.1	22.3	20.0	19.2

Рентабельность, по состоянию на II кв. 2025 г., продолжает снижаться. Группа отраслей, в которых доходность по ОФЗ выше рентабельности или практически равна ей (что, как уже отмечалось, обесмысливает неизбежно рискованные инвестиции в основной капитал), охватила уже все отрасли промышленности, кроме нефтегазового сектора и химической промышленности. В особенно сложной ситуации, с наибольшим превышением безрисковой доходности по ОФЗ над рентабельностью – деревообработка, машиностроение и производство изделий из бумаги.

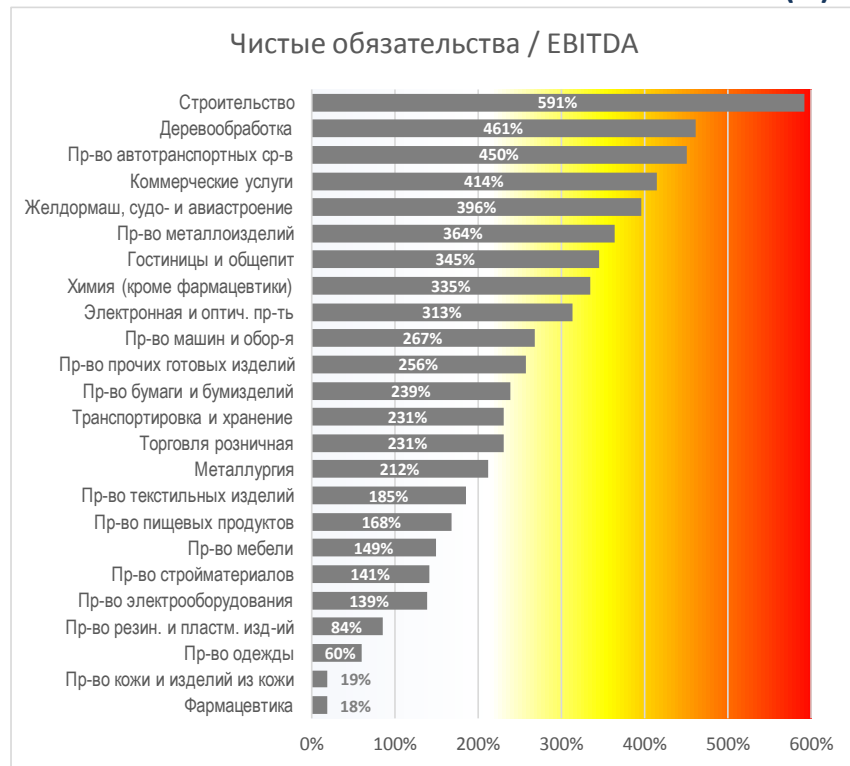
¹Кредитные ставки для нефтегазового сектора – ставки для «добычи полезных ископаемых» (В). Для прочих групп отраслей – ставки «обрабатывающих производств» (С).

Долговое давление на компании

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



Обязательства компаний по отношению к EBITDA (%)



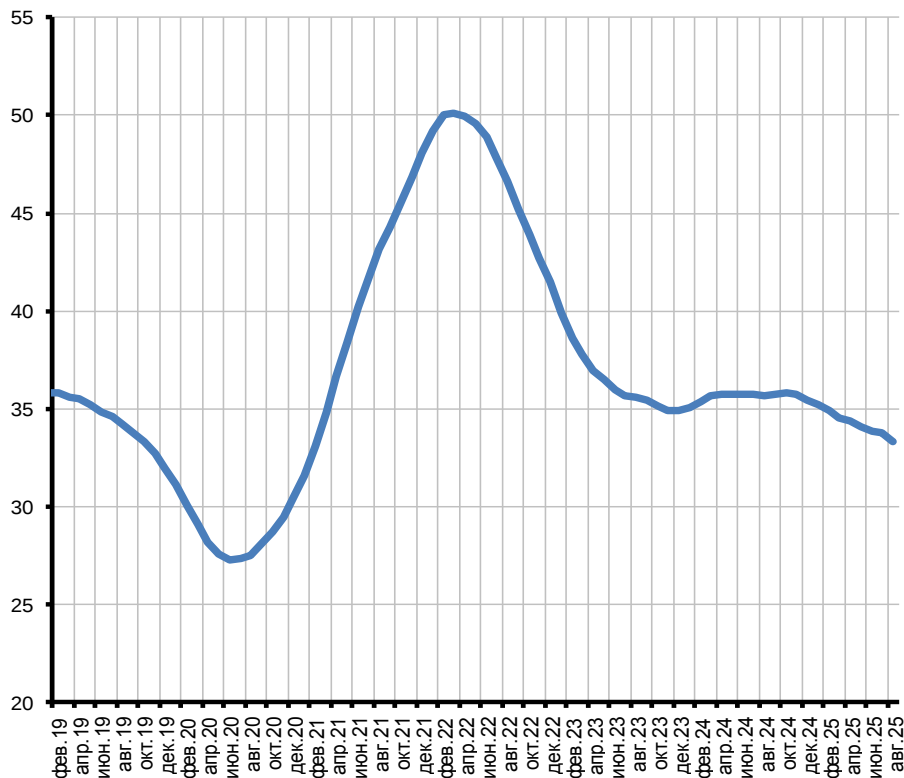
Нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний быстро увеличивается и по состоянию на III квартал 2025 г. обновила исторический максимум, превысив 35%.

Проблема долговой нагрузки на прибыль, как уже отмечалось, имеет структурный характер. На запредельно высоком уровне она в строительстве, на очень высоком – в деревообработке и автомобильной промышленности.

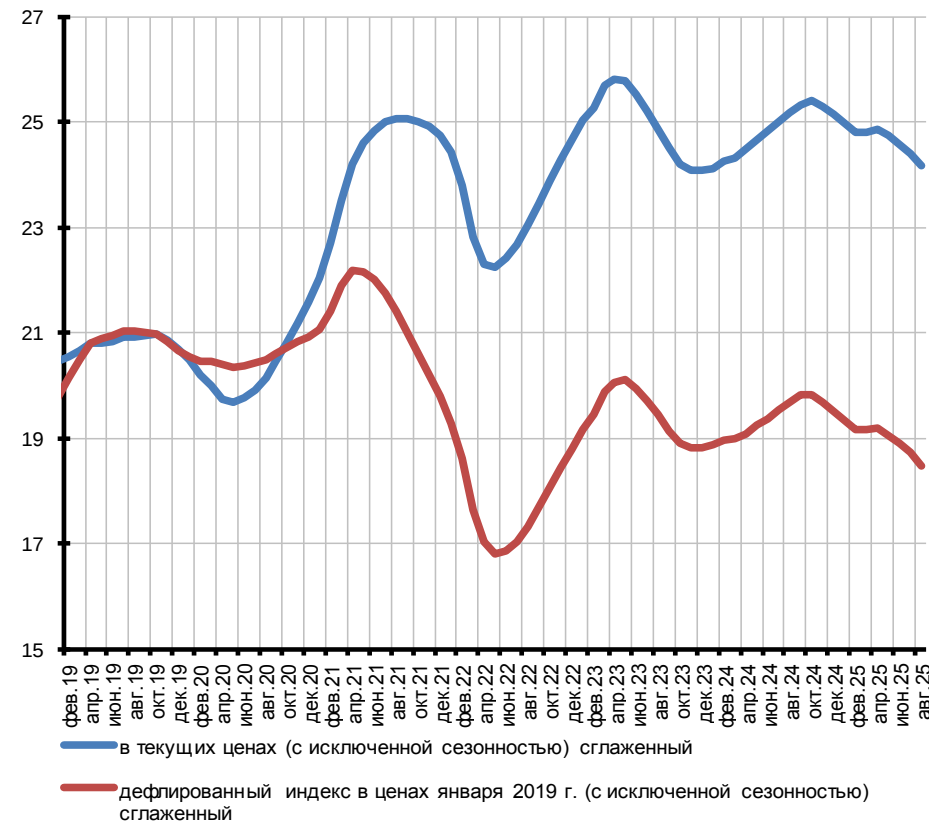
¹ EBITDA – прибыль (включая амортизацию) компаний до выплаты налогов и процентов по кредитам.

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

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров² (млрд. долл.)



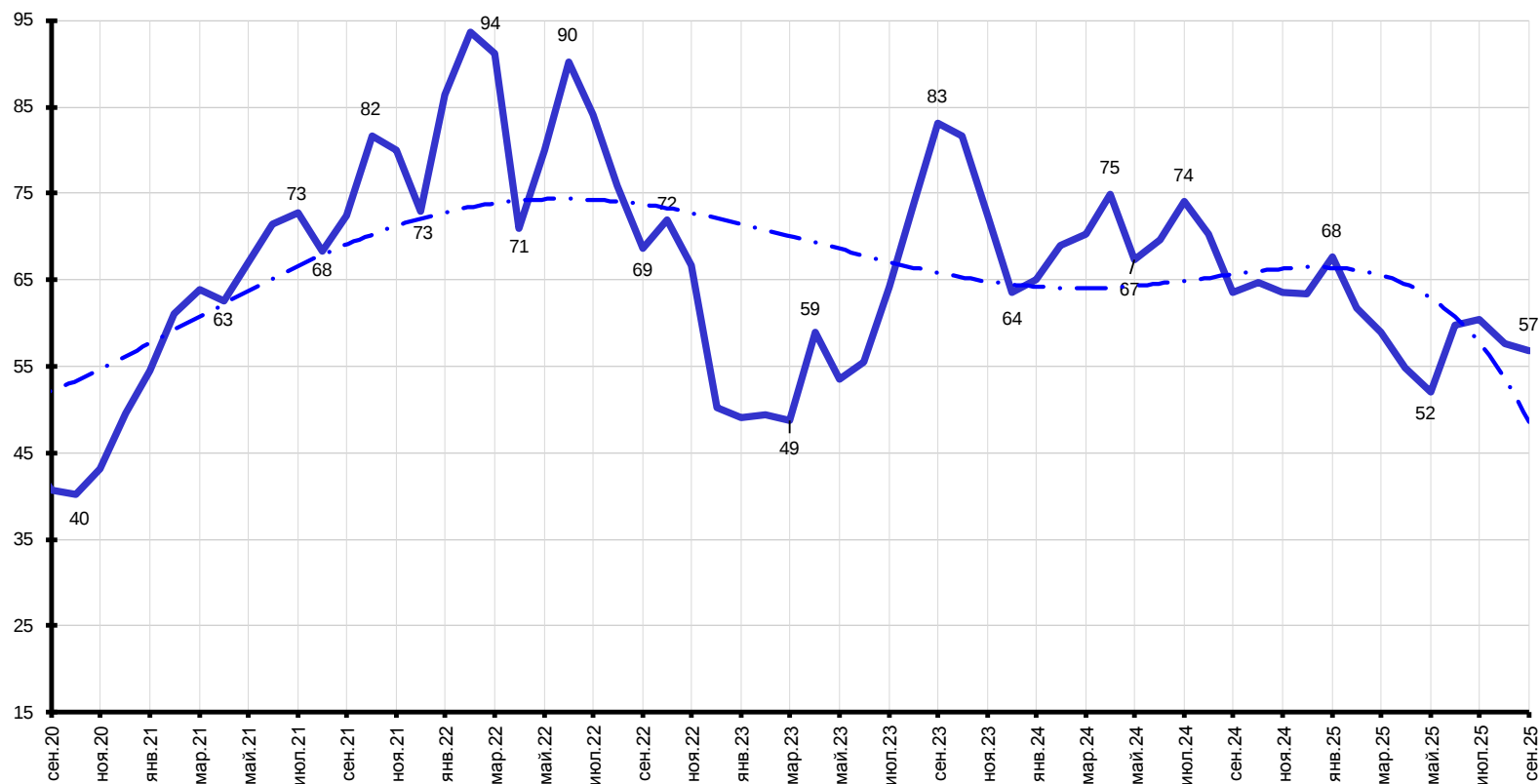
Экспорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) вновь стал снижаться – причём, к сожалению, довольно интенсивно и устойчиво.

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) в последние месяцы довольно интенсивно снижается. При этом, дефлированный объём импорта (при всех известных проблемах с дефляторами), падает ещё сильнее. Скорее всего, за этим стоит кризис спроса на инвестиционные товары.

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

² Дефлирование импорта выполнено на основе использования индекса цен производителей промышленных товаров в США (Producer Price Index, 1982=100; Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis)

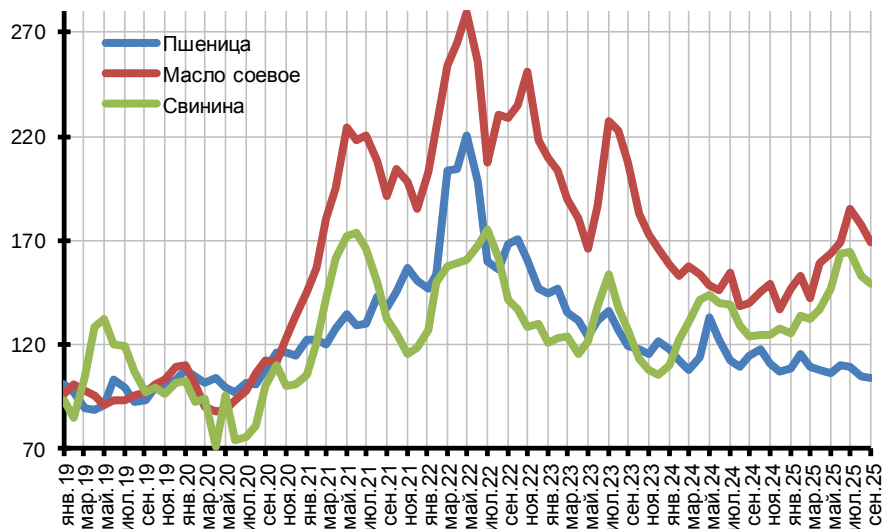
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в сентябре 2025 г. составила 56.8 долл./барр. после 57.6 долл./барр. в августе. В сентябре цены на нефть колебались вокруг постоянного уровня. Нефть дорожала из-за эскалации военных конфликтов (в том числе после удара Израиля по Катару, спада оптимизма по поводу скорого завершения конфликта вокруг Украины после встречи В.В. Путина и Д. Трампа на Аляске) и из-за новых санкций США в отношении судоходных компаний, перевозящих иранскую нефть. Цены снижались в преддверии очередной встречи ОПЕК+ в ожидании дальнейшего увеличения добычи. При этом повышение американских пошлин в отношении индийских товаров в будущем будет оказывать давление на цены на нефть.

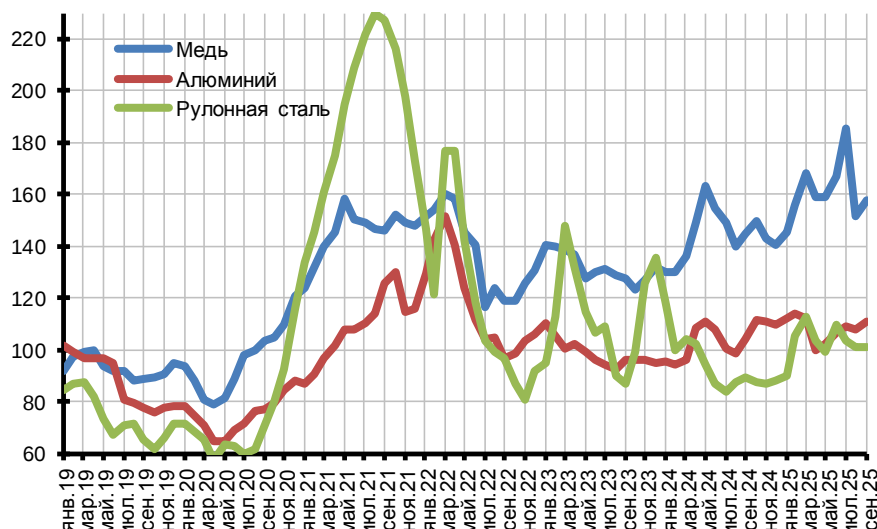
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



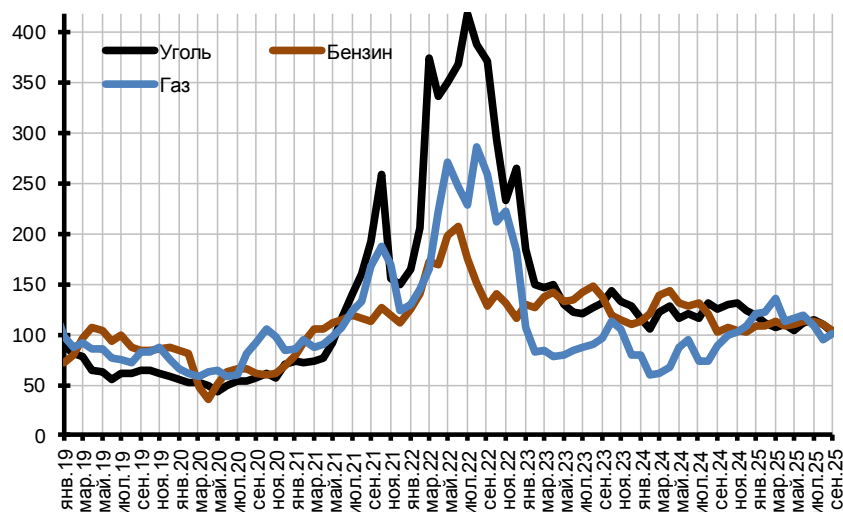
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на 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)

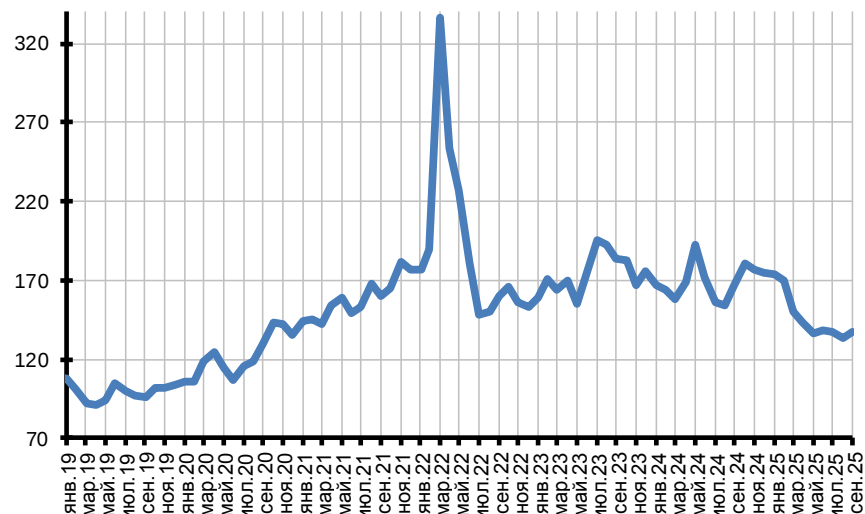
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на сентябрь, стали довольно интенсивно снижаться – что, скорее всего, связано с выходом на рынок сельхозпродукции, произведённой в Северном полушарии.

На рынках основных видов металлов динамика цен, в целом, крайне нестабильна, но в последние месяцы, скорее, несколько ускоряется (за исключением рынка стали, где наблюдается стабилизация).

Цены на топливо, в целом, слегка снижаются (за исключением чуть подросших в сентябре цен на газ – неясно, начало это новой тенденции на фоне начала подготовки европейских стран к зиме, или нет).

Входящий денежный поток экспортеров: динамика мировых цен на отдельные товары российского экспорта, руб. (цены пересчитаны по текущему валютному курсу, средний уровень 2018 г. =100)

Цены на пшеницу*



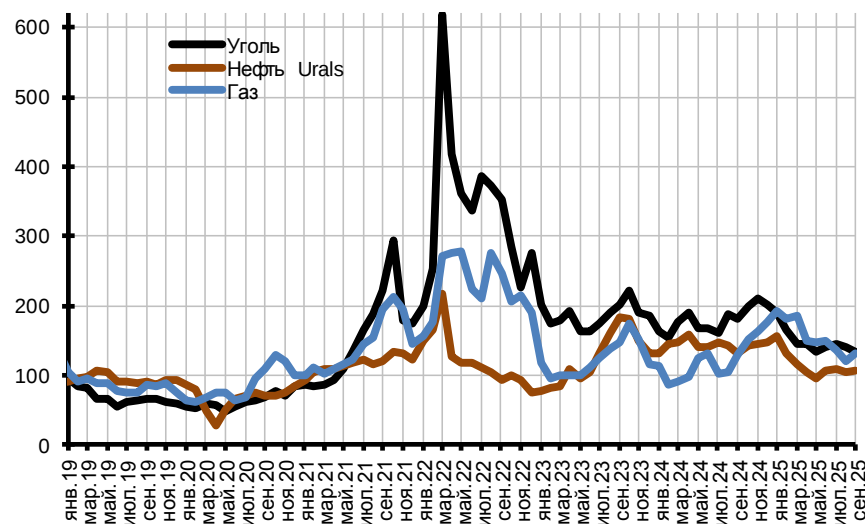
* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*

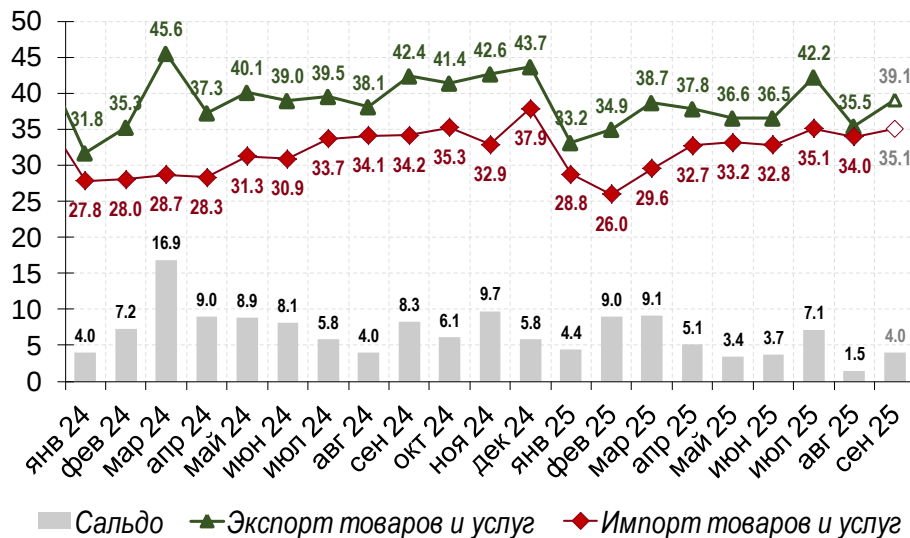


* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
Фьючерс на природный газ (производные данные)

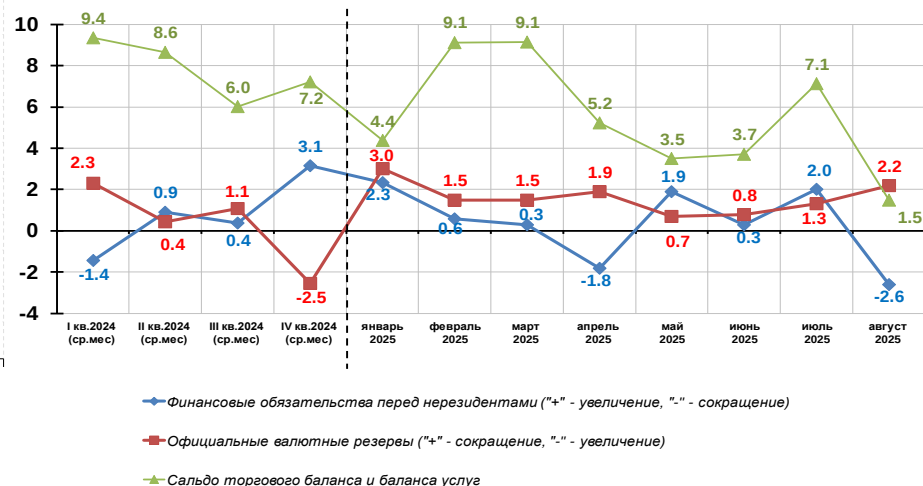
Ситуация со входящим денежным потоком экспортеров в целом стабилизировалась (с очень легкими признаками улучшения). Другое дело, что стабилизация произошла на исторически невысоком уровне и в условиях значительно возросших трудовых издержек.

Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

Динамика экспорта и импорта¹: товары + услуги
(млрд долл., в мес.)



Основные позиции платежного баланса
(млрд долл., в мес.)



В сентябре на российском рынке наблюдалось *превышение спроса на иностранную валюту над ее предложением*. Перевес в сторону спроса на иностранную валюту был обусловлен: 1) ростом покупок валюты нефинансовыми компаниями под влиянием сезонного увеличения объема импорта, характерного для второго полугодия; 2) сокращением объема продаж валютной выручки экспортерами, связанным со снижением объема экспорта, во многом объясняющимся более низкой ценой нефти во II-III кв. 2025 г. по сравнению с аналогичным периодом 2024 г. (62.4\$ против 75.2 \$ за барр. нефти марки Urals), а также существенными временными лагами поступления экспортной выручки на рынок; 3) приобретением валюты корпоративными заёмщиками под предстоящие крупные выплаты внешних обязательств.

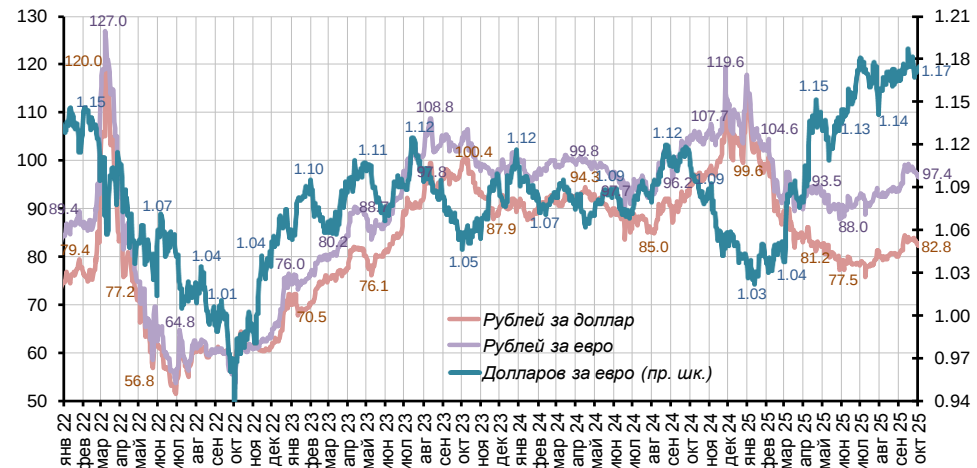
Частичную поддержку спросу на рубль оказали незначительное (заметно менее ожидаемого) снижение ключевой ставки Банком России, которое позволило удержать переток средств из рублевых активов в валютные и продолжение операций по продаже иностранной валюты Банком России в интересах Минфина².

¹ В сентябре 2025 г. по экспорту и импорту приведены оценки ЦМАКП.

² Имеются в виду операции по продаже иностранной валюты, которые в значительной мере осуществлялись в рамках расходования средств ФНБ в целях финансирования дефицита бюджета вне бюджетного правила за 2024 г. и осуществленных во первом полугодии 2025 г. инвестиций из ФНБ в разрешенные активы.

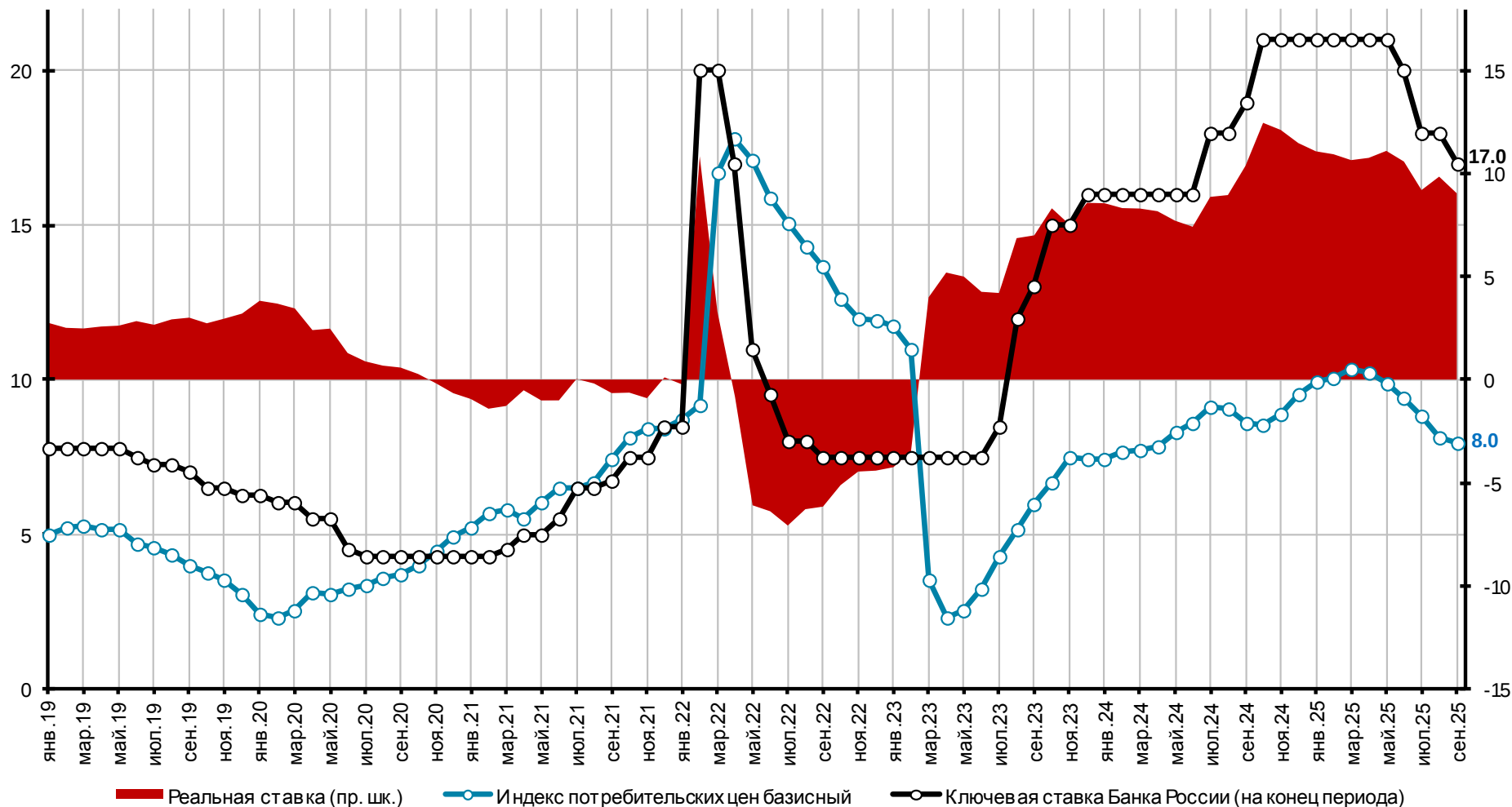
35

Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные



¹ Фундаментальный курс рассчитан на основе эконометрической модели, построенной на данных за скользящий год как зависимость курса рубля к бивалютной корзине от экспорта и импорта товаров (с лагом, равным 4 месяцам).

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



По состоянию на конец сентября 2025 г., уровень *реальной процентной ставки* (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) составил 9% годовых, что близко показателю середины 2024 г. Совет директоров Банка России 12 сентября 2025 г. принял решение снизить ключевую ставку до уровня 17% годовых (вместо ожидаемых аналитиками 16%) на фоне активизации кредитования и роста потребительской активности, а также сохранения инфляционных ожиданий на высоком уровне. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 24 октября 2025 г.

¹ Реальная ставка - разница между ключевой и инфляцией

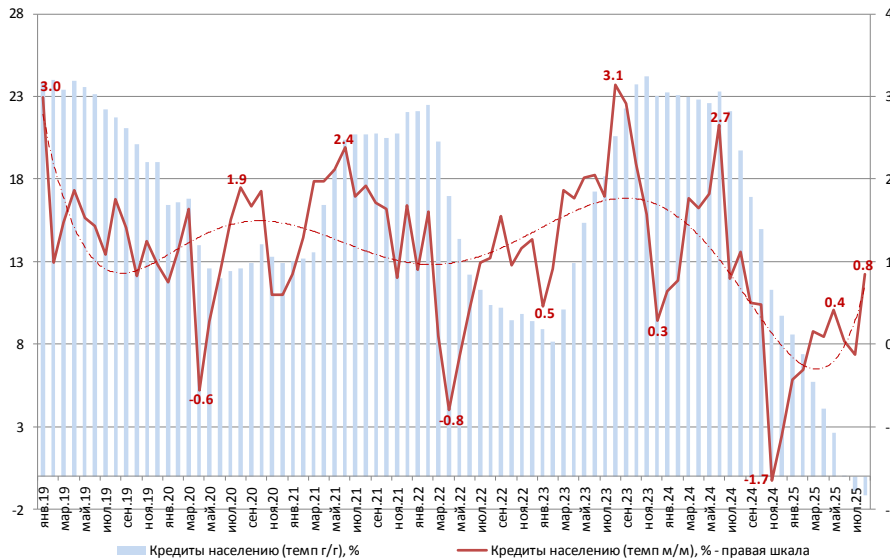
Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Бразилия	15.0	5.1	9.9
Россия	17.0	8.0	9.0
Индия	5.5	2.1	3.4
Китай	3.0	-0.4	3.4
Австралия	3.6	2.1	1.5
США	4.25	2.9	1.35
Канада	2.5	1.9	0.6
Великобритания	4.0	3.8	0.2
ЕС	2.15	2.2	-0.05
Швейцария	0.0	0.2	-0.2
Япония	0.5	2.7	-2.2

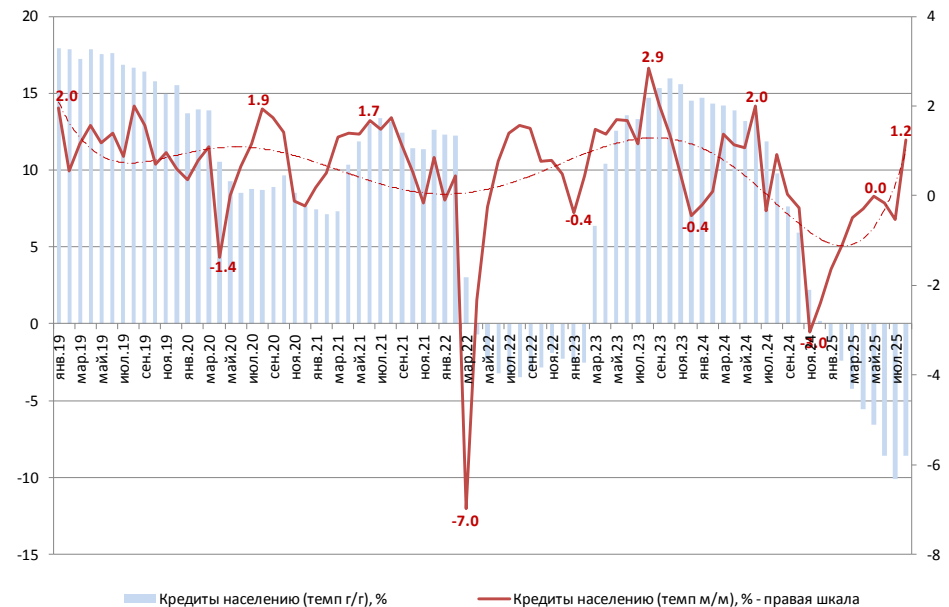
В июле-сентябре *уровень реальных процентных ставок* вырос в крупных развивающихся экономиках (Бразилии, Китае) вследствие замедления темпов инфляции, тогда как аналогичный показатель в странах коллективного Запада (за исключением Японии) уменьшился из-за ускорения темпов роста потребительских цен. Даже после снижения Банком России ключевой ставки на июльском и сентябрьском заседаниях, *уровень реальной процентной ставки в России* продолжает кратно превосходить показатели крупнейших стран БРИКС (за исключением Бразилии).

Кредитование населения

Динамика портфеля кредитов населению (темпы прироста в номинальном выражении, %)



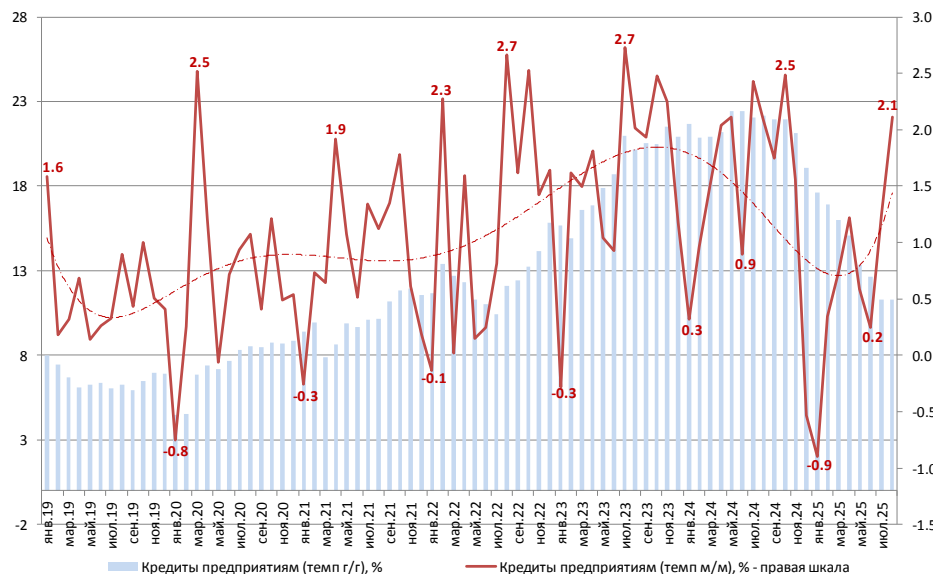
Динамика портфеля кредитов населению (темпы прироста в реальном выражении, %)



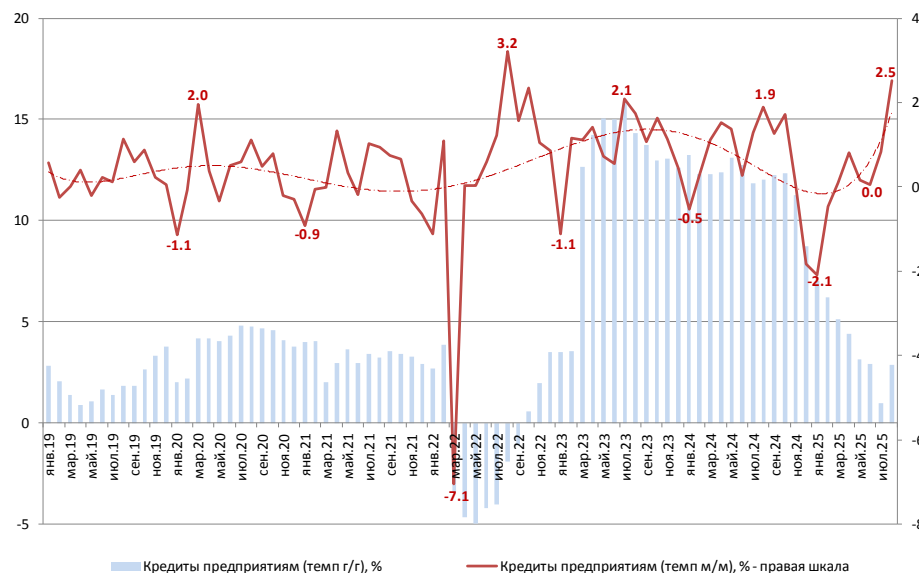
В августе темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +0.8%, что на 0.9 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Потребительское кредитование в августе сократилось на 0.02% после уменьшения в июле на 0.5%, преимущественно за счет стабилизации выдач в сегменте кредитов наличными. Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в августе был умеренным (+0.9%), как и в июле (+0.7%).

Кредитование предприятий

Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в номинальном выражении, %)



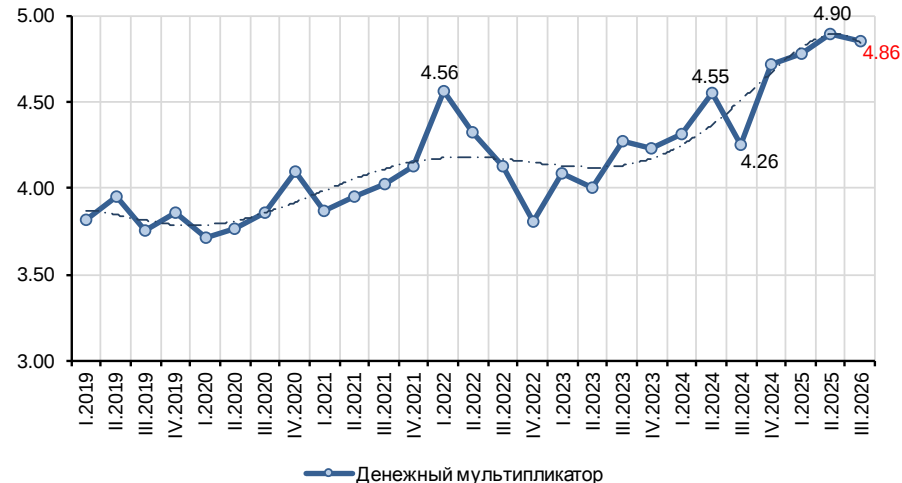
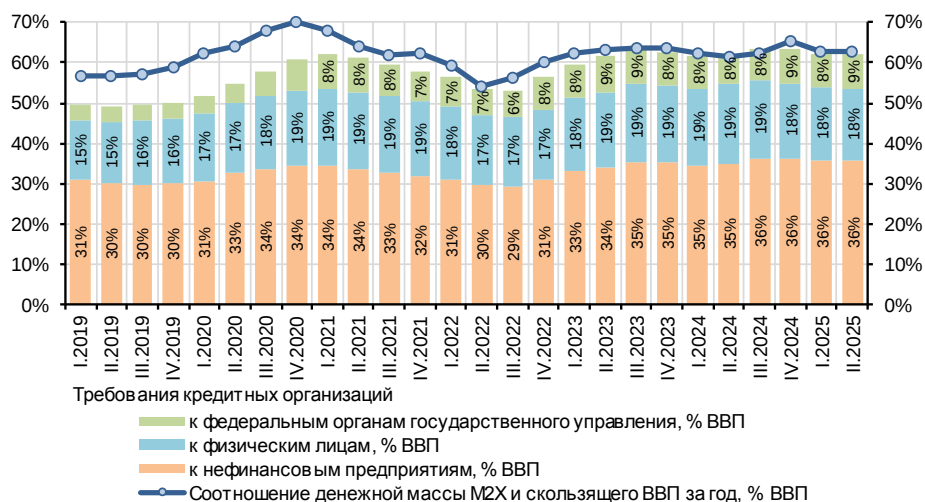
Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Активность в сегменте *корпоративного кредитования* постепенно стабилизируется. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в августе составил 11.3%, что аналогично значению, достигнутому месяцем ранее.

В августе корпоративный кредитный портфель увеличился на 1.1 трлн. руб. (+2.1% с элиминированием влияния валютной переоценки). Примерно на треть это кредиты нефтегазовым компаниям, а остальной прирост был равномерно распределен по отраслям.

Монетизация и денежный мультипликатор¹

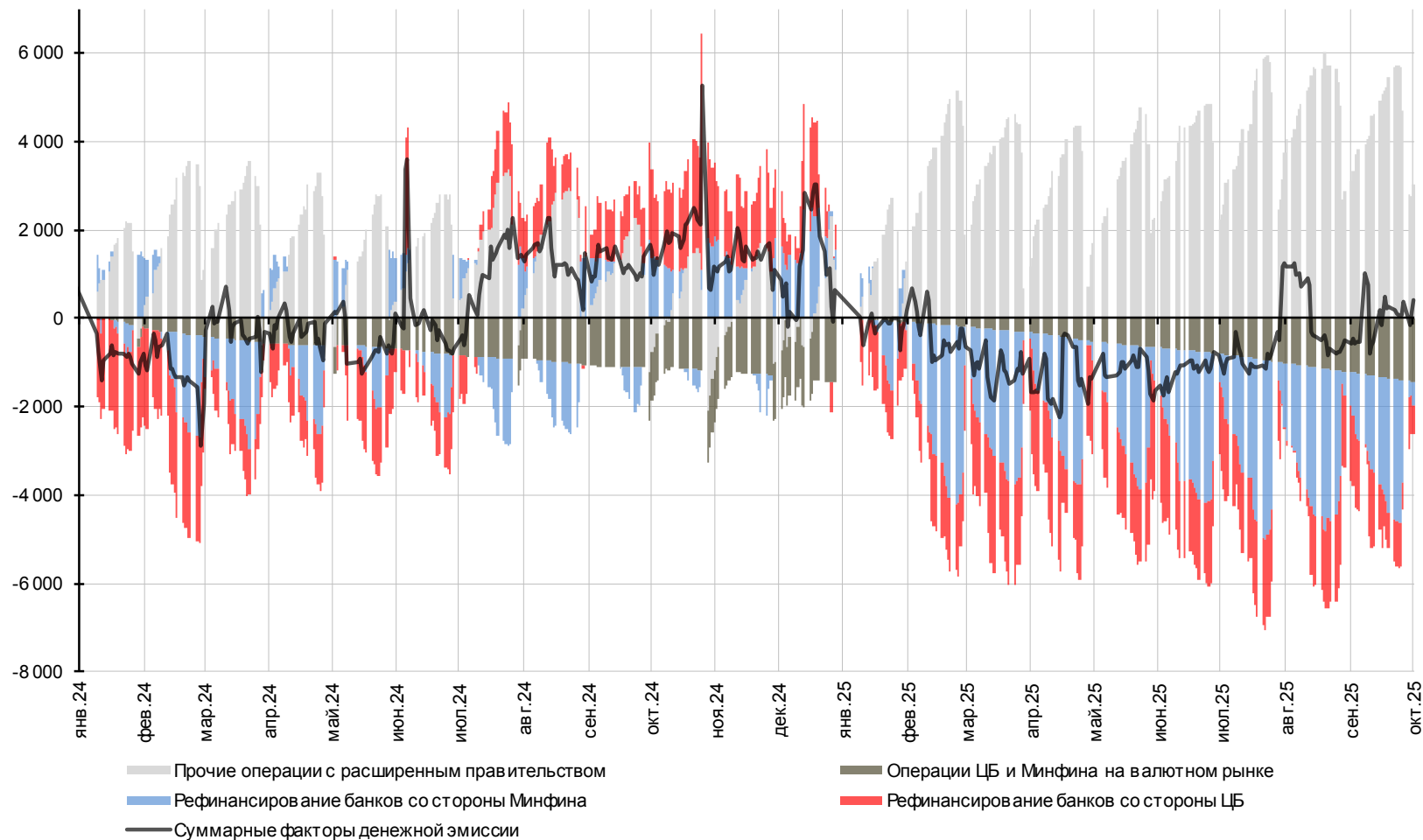


Во II кв. 2025 г. возобновился рост *денежной массы* (в широком определении) с исключенной валютной переоценкой (+1.3%) после сезонной просадки в I кв. (-2.3%). В годовом выражении динамика денежной массы была близка к динамике номинального ВВП. Таким образом уровень монетизации экономики практически не изменился. Согласно оперативным данным Банка России в III кв. 2025 г. наблюдается ускорение роста денежной массы (+3.4%), однако ввиду отсутствия данных по динамике ВВП, говорить об изменениях монетизации пока преждевременно.

В III кв. 2025 г. прекратилось сжатие денежного предложения (денежной базы). Причем темп его прироста за квартал оказался достаточно высоким (+4.3%) и превысил темп прироста спроса на деньги (денежную массу). Это привело к приостановке повышения *денежного мультипликатора*, что означало некоторое облегчение нагрузки на ликвидность банковской системы.

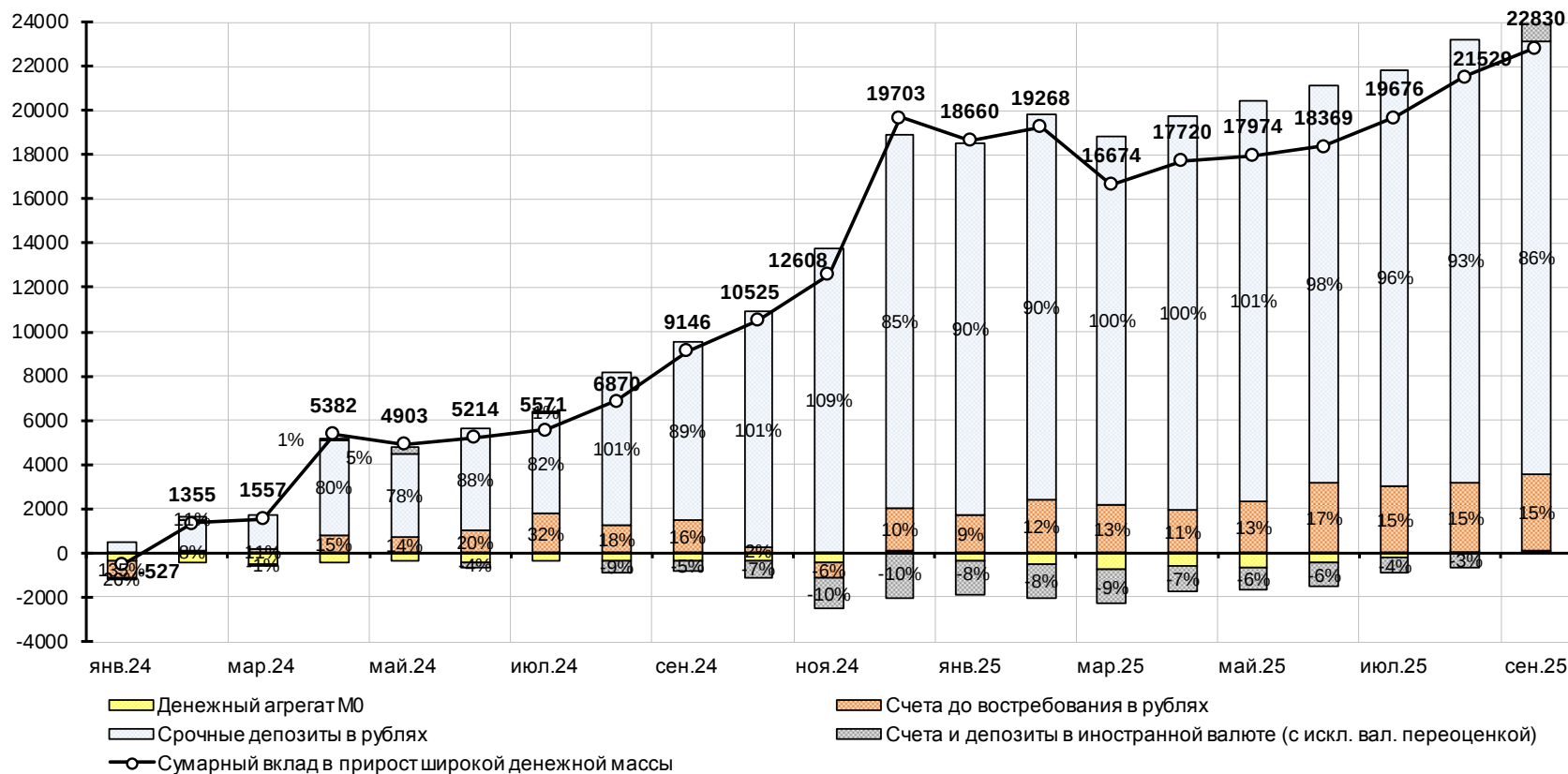
¹ Денежный мультипликатор – соотношение широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой и широкой денежной базы

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



В сентябре 2025 г. сохранялись обозначенные в предыдущие месяцы тенденции: значительные *поступления ликвидности в экономику* происходили по каналу чистых расходов бюджета, при этом сохраняла свою интенсивность стерилизация денежного предложения – зеркальные операции Минфина на рынке финансовых активов (РЕПО и депозиты), дополненные продажей валюты Банком России в интересах Минфина. В отличие от предыдущих месяцев возрос эффект поступления ликвидности через расширение операций по рефинансированию банков Банком России. В результате совокупный баланс факторов денежной эмиссии (за исключением фактора наличных денег) постепенно вышел в положительную околонулевую зону, обуславливая дальнейшее восстановление денежной базы.

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



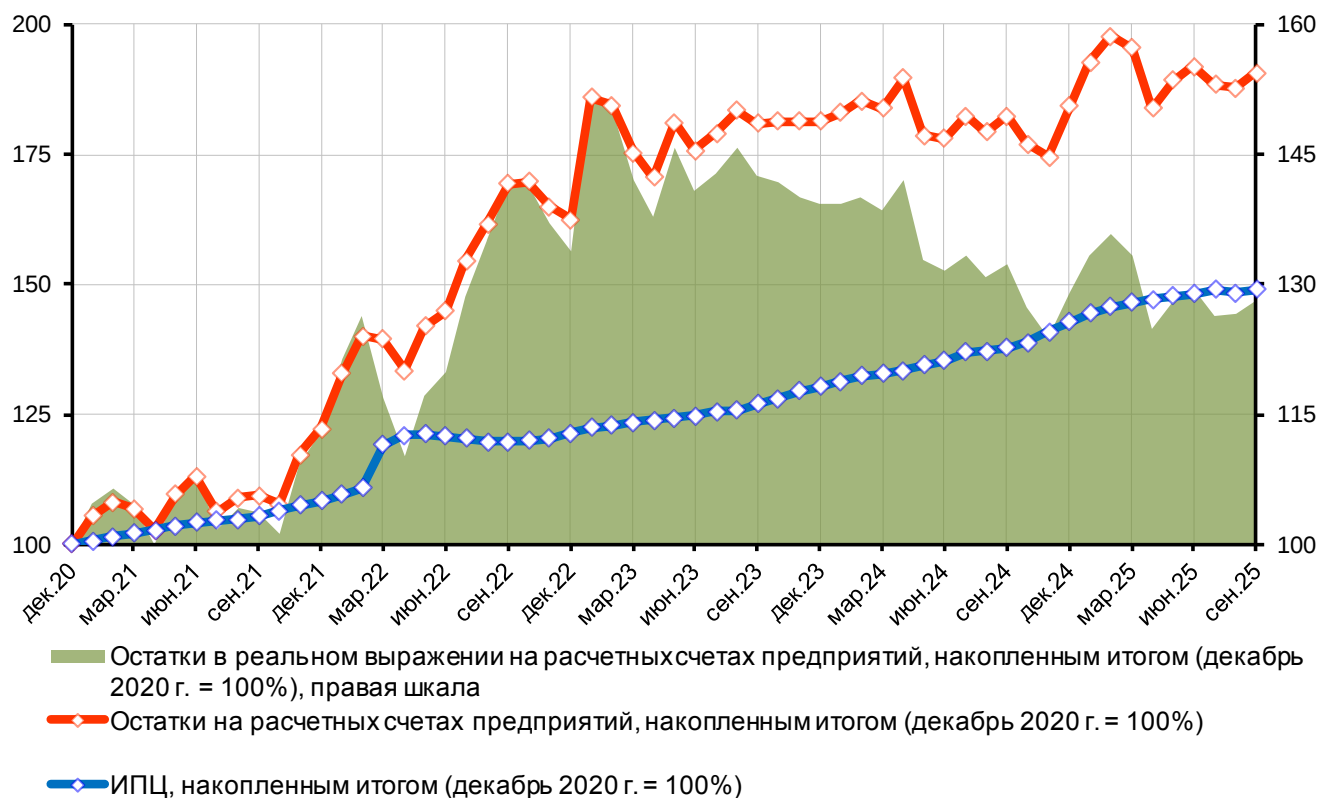
В III кв. возобновился уверенный рост *широкой денежной массы* (M2X) с исключенной валютной переоценкой. Уровень конца прошлого года был достигнут уже в июле, а в августе-сентябре (согласно оперативным данным Банка России) рост дополнительно ускорился. Основными драйверами этого в июле-августе выступали рублевые срочные депозиты предприятий (увеличившиеся на 1.5 трлн руб.), а в сентябре – валютные средства в банках (выросли на 1.3 трлн руб. с исключением валютной переоценки). Средства населения в банках растут слабо начиная с мая, что обусловлено снижением депозитных ставок.

В сентябре темп прироста в годовом выражении M2X с исключенной валютной переоценкой составил 11.3%.

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

Ликвидность хозяйственного оборота

Динамика остатков средств на расчетных счетах предприятий¹, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%

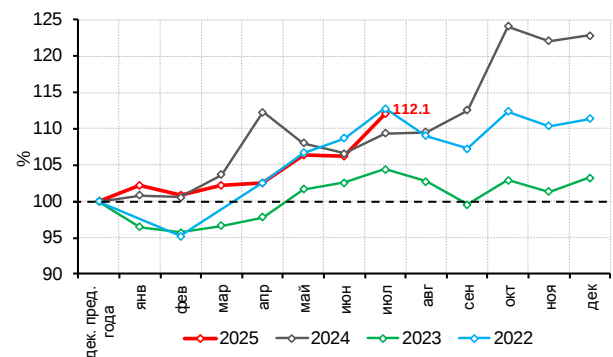


По состоянию на начало октября по предварительной оценке Банка России объем рублевых средств на *расчетных счетах предприятий* (нефинансовых организаций) находился на устойчиво высоком уровне по сравнению с уровнем второй половины 2024 г., но немного ниже своих пиковых значений, достигнутых в начале 2025 г. Слабая динамика остатков средств на счетах в последние месяцы не дает оснований полагать о возможном улучшении ситуации с платежами, что, в свою очередь, может вести к обострению ситуации с *ликвидностью хозяйственного оборота*. В сентябре объем средств на расчетных счетах предприятий вырос на 236 млрд руб., тогда как объем средств на депозитах немного сократился – на 154 млрд руб. Стоит отметить, что сокращение средств на депозитах произошло после их увеличения в предыдущем месяце почти на 1 трлн руб. Предприятия, видимо, все еще придерживаются модели поведения, когда они стараются поддерживать минимально необходимый для обеспечения производственного оборота уровень ликвидности, максимально извлекая выгоду от пока еще сохраняющихся высоких ставок, и при этом существенно не сокращая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками.

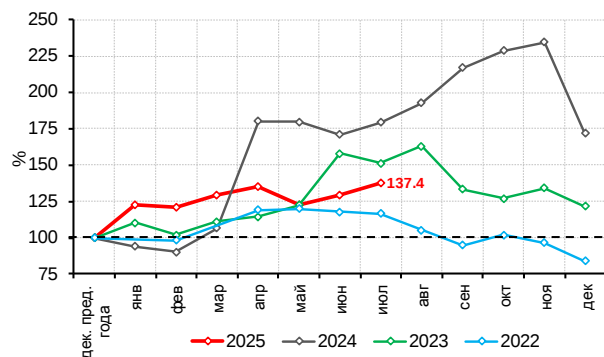
¹ Значение остатков средств предприятий в сентябре – досчет ЦМАКП, исходя из оценки денежных агрегатов ЦБ в этом месяце. Значение ИПЦ в сентябре – оценка ЦМАКП

Проблема неплатежей

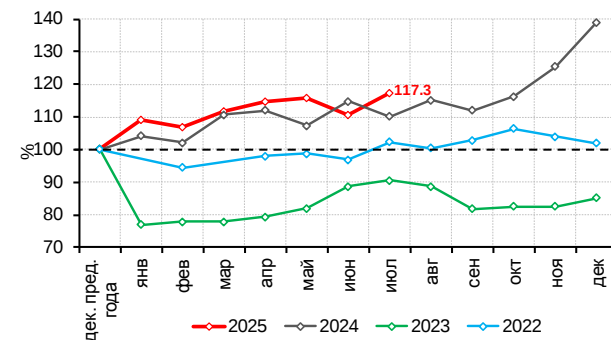
Динамика просроченной кредиторской задолженности, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обрабатывающие производства без нефтепереработки¹

В целом по экономике в динамике *просроченной кредиторской задолженности* начинает проявляться негативная тенденция, хотя о значимом обострении ситуации с неплатежами говорить еще рано. С начала года объем *просроченной кредиторской задолженности* растет на 12.1% – с тем же темпом, что и в 2022 г. и немного выше соответствующего темпа в 2024 г.

В добывающем секторе экономики возобновился умеренный рост объема просроченной кредиторской задолженности – +37.4%, что является новым максимумом с начала 2025 г. В отрасли добычи угля, после резкого скачка в начале года, пока даже не наблюдается стабилизации – объем просроченной задолженности остается на высоком уровне (максимальном с 2017 г.) и продолжает устойчиво повышаться до 245 млрд руб. к началу августа (или + 144% к декабрю 2024 г.). В другой отрасли этого сектора – добыча сырой нефти и природного газа – объем просроченной задолженности немного вырос и к началу августа составил 268 млрд руб. Однако такой объем заметно ниже, чем был во втором полугодии 2024 г. (в среднем 350 млрд руб.) и примерно соответствует уровню начала 2025 г.

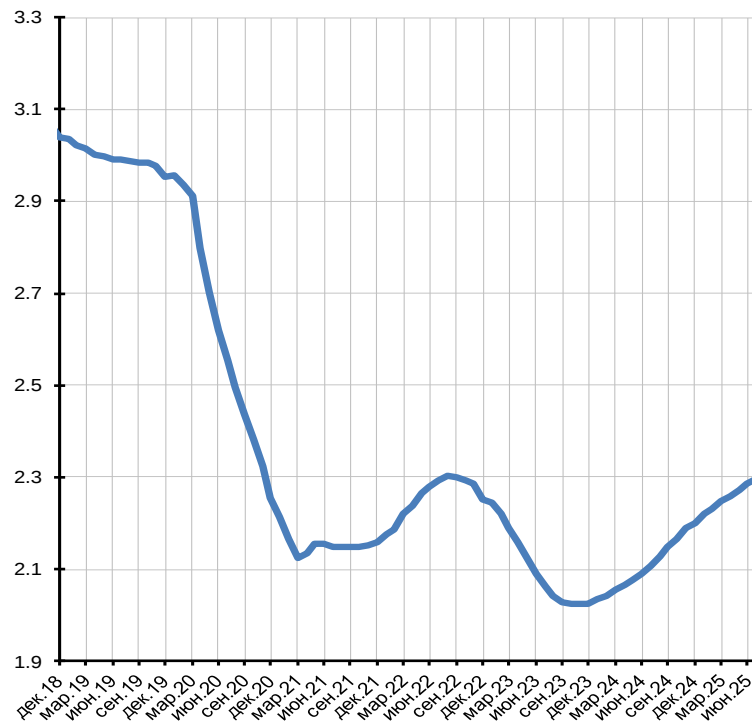
В обрабатывающем секторе экономики (за исключением нефтепереработки) ситуация с неплатежами также ухудшилась – объем просроченной кредиторской задолженности с начала 2025 г. растет уже на 17.3%, что выше соответствующего темпа в прошлом, неблагоприятном с точки зрения динамики просроченной задолженности, году.

Доля просроченной задолженности в общем объеме кредиторской задолженности подскочила до 4.9% к началу августа (новый локальный максимум с сентября 2022 г.), тогда как в начале года она составляла 4.3%, находясь недалеко от минимального уровня в 4% с начала 2020 г.

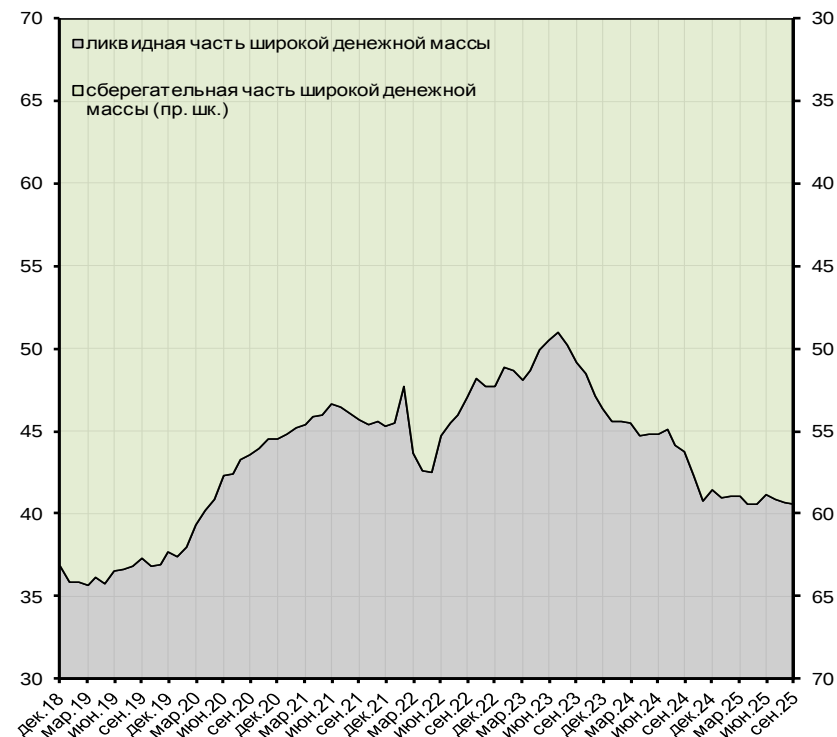
¹ Отрасль нефтепереработки представлена компаниями, входящими, в основном, в крупные вертикально-интегрированные холдинги. Возникающая их кредиторская задолженность, скорее всего, относится к внутрихолдинговым операциям. Учитывая также высокую долю в просроченной кредиторской задолженности, которую занимает нефтепереработка в обрабатывающей промышленности (около 40%), возникающие в этой отрасли колебания объема просроченной задолженности в целом могут исказить общую ситуацию с неплатежами в обрабатывающей промышленности, поэтому отрасль нефтепереработки исключена из анализа.

Оборачиваемость денежных средств

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



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



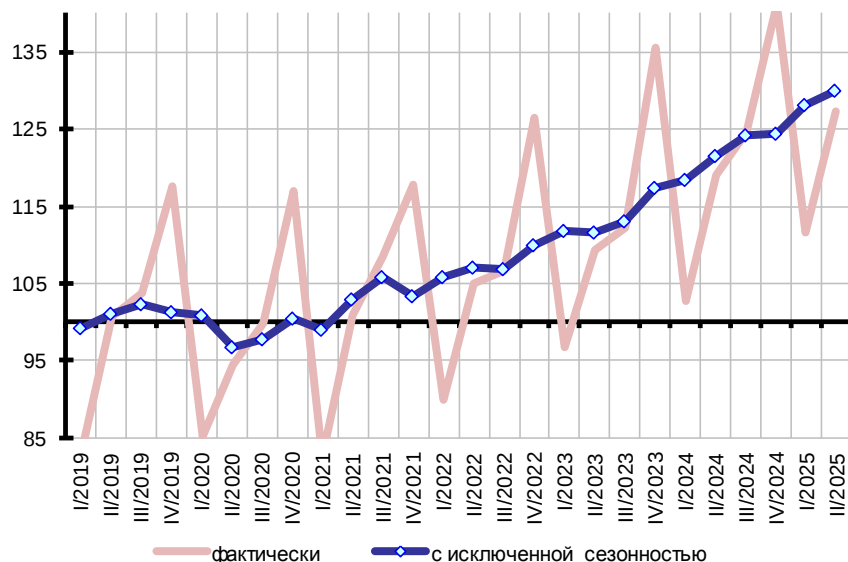
¹ Отношение величины потребления населения (сумма розничного товарооборота и платных услуг) к величине рублевых транзакционных денежных средств населения (наличные деньги и текущие счета)

² Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки

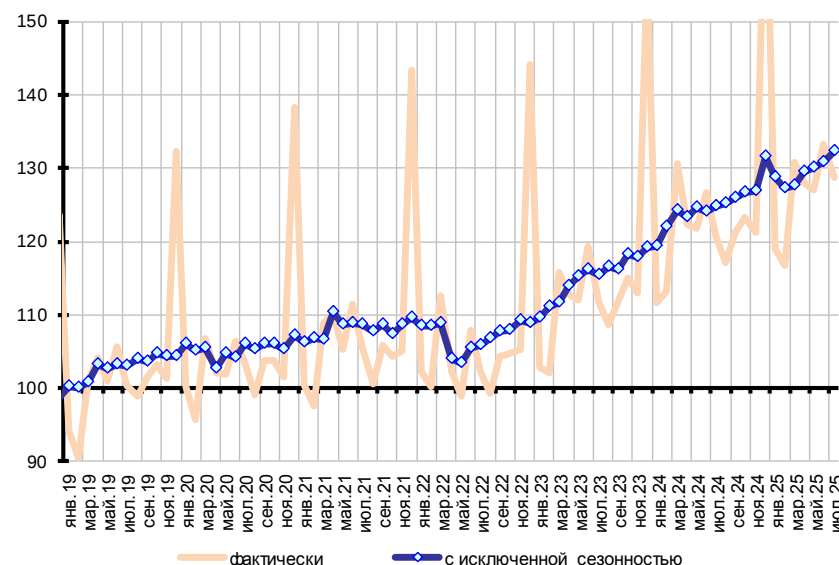
Ситуация в части монетарного давления на инфляцию остается противоречивой. С одной стороны, скорость обращения ликвидной части денежных средств населения увеличивается и дошла до локального максимума второго полугодия 2022 г. С другой стороны, несмотря на снизившиеся депозитные ставки, доля ликвидной части широкой денежной массы не увеличивается, оставаясь на исторически невысоком уровне.

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

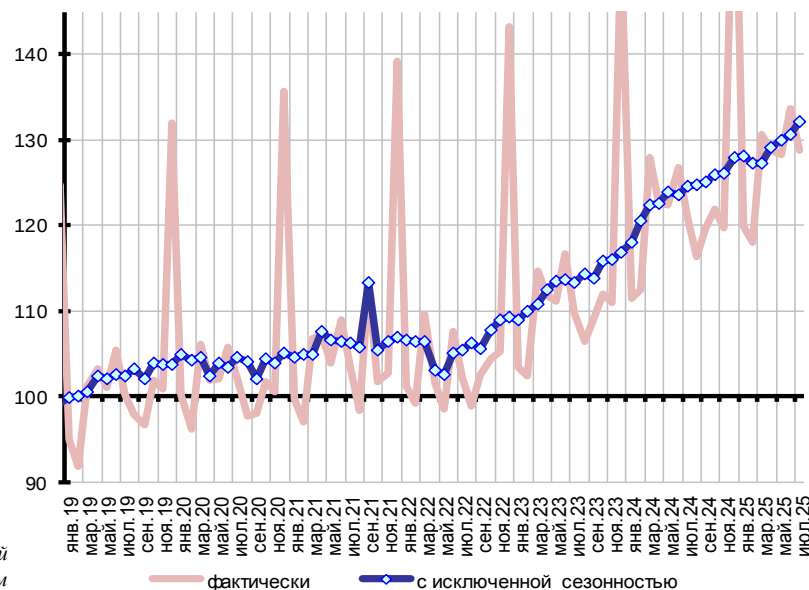
Реальные располагаемые доходы населения



Реальная начисленная заработная плата



Агрегат основных реальных денежных доходов¹



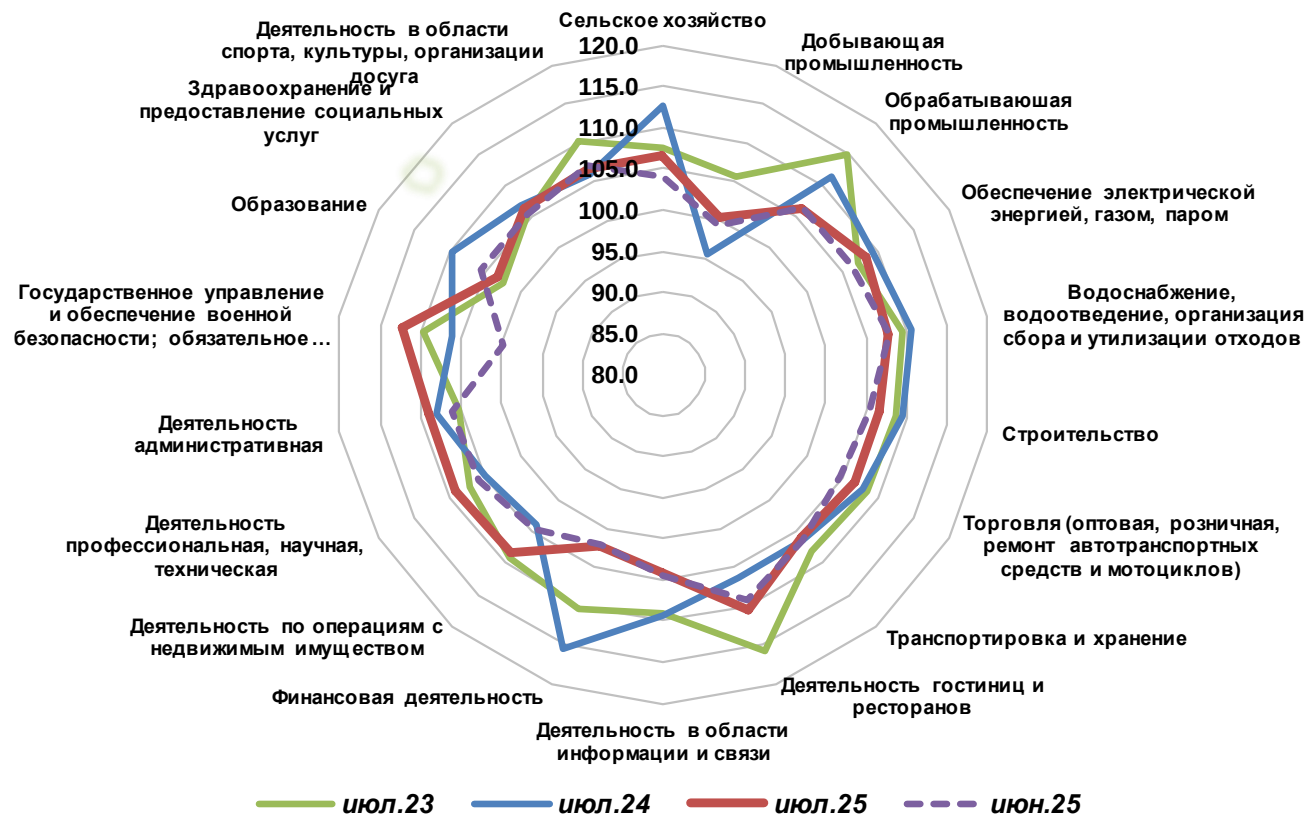
В мае-июле уровень *реальной заработной платы* оставался на траектории довольно интенсивного роста (второй квартал: +0.9% в среднем за месяц, июль: +1.1%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, ресурсом для ускоренного роста заработной платы сейчас выступает сжатие валовой прибыли — и этот ресурс быстро исчерпывается.

Динамика *основных реальных денежных доходов населения*¹ следует за приростом реальной зарплаты (второй квартал: +0.9% в среднем за месяц, июль: +1.1%, сезонность устранена).

Соответственно, возобновился рост *реальных располагаемых доходов населения* (II кв.: +1.3% за период, сезонность устранена).

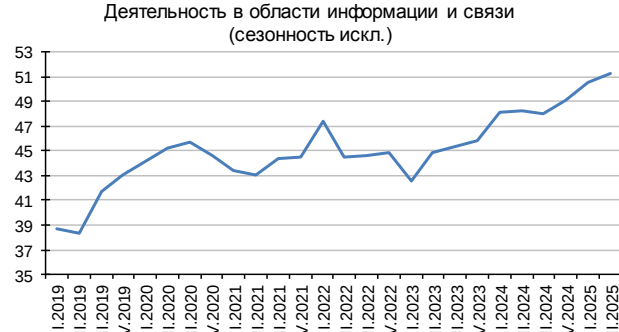
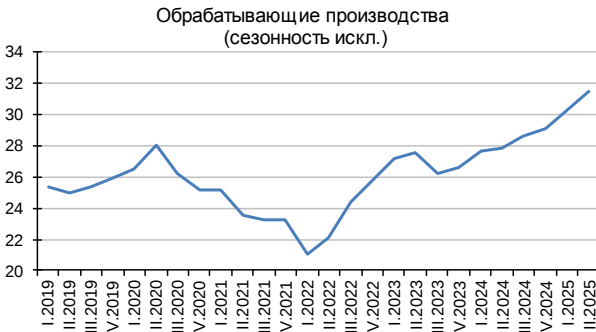
¹ Агрегат включает взвешенные размеры среднемесячной начисленной заработной платы, среднемесячной начисленной пенсии (ПФР) и начисленные проценты по рублевым вкладам и депозитам, приведенные к постоянным ценам с помощью ИПЦ

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



По состоянию на июль в *отраслевой структуре роста реальной заработной платы* ситуация, в целом, остаётся довольно «гармоничной»: прирост зарплаты идёт, в целом, равномерно – без совсем явно выраженных лидеров и аутсайдеров. Разве что подросла зарплата в госуправлении и обороне (коррекция после «просадки» в июне) и продолжается ещё коррекция в добывающей промышленности.

Соотношение фонда оплаты труда и валовой добавленной стоимости (%)

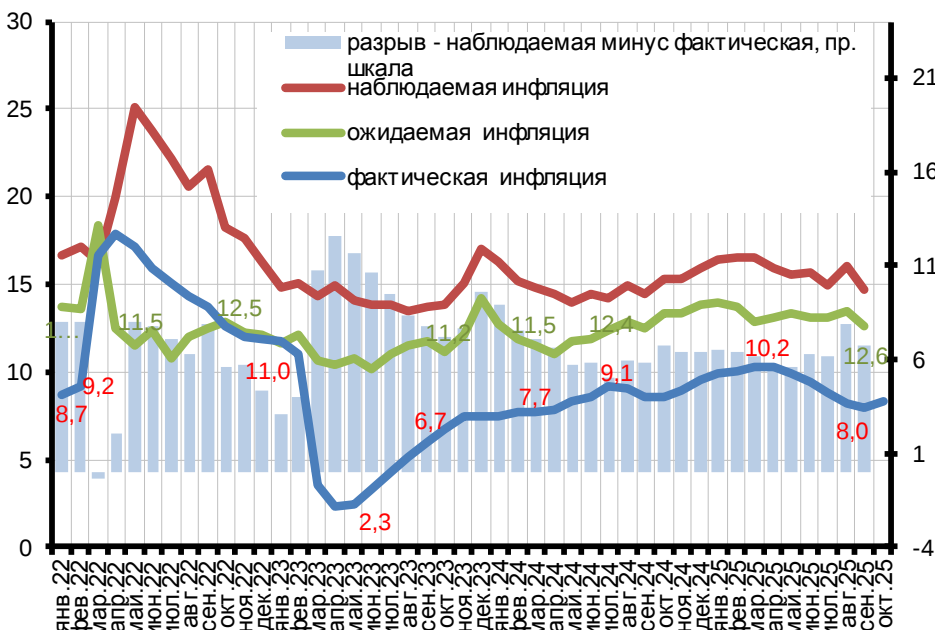


	I.2019	II.2019	III.2019	IV.2019	I.2020	II.2020	III.2020	IV.2020	I.2021	II.2021	III.2021	IV.2021	I.2022	II.2022	III.2022	IV.2022	I.2023	II.2023	III.2023	IV.2023	I.2024	II.2024	III.2024	IV.2024	I.2025	II.2025
Всего по обследуемым видам экономической деятельности	26.4	26.6	23.5	25.1	28.8	31.1	25.3	25.7	27.2	25.9	22.0	22.6	23.6	24.2	21.9	23.0	26.1	25.9	21.6	22.6	26.3	25.9	23.0	24.5	27.8	28.5
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	23.2	19.8	9.4	13.6	23.8	18.5	8.5	12.4	23.0	17.8	8.2	11.0	23.1	18.6	8.5	12.4	26.1	21.2	10.1	14.2	27.0	22.1	11.1	17.0	28.2	22.9
Добыча полезных ископаемых	7.6	8.4	8.6	9.7	9.8	18.1	12.2	12.3	8.9	8.5	7.5	7.0	5.7	7.5	9.5	10.0	10.2	10.0	8.0	8.6	9.4	8.9	8.8	10.9	10.4	12.4
Обрабатывающие производства	28.3	25.5	24.5	23.1	29.2	29.1	25.0	22.1	28.0	25.0	22.2	20.5	23.4	23.6	23.1	22.5	30.4	28.9	24.5	22.6	31.2	29.8	27.3	24.8	33.7	33.7
Строительство	38.1	26.6	22.4	15.5	38.8	28.1	24.3	15.3	43.0	31.0	26.9	17.4	41.8	29.3	25.5	16.4	40.6	28.4	25.3	17.5	44.6	31.4	27.8	19.5	45.4	33.5
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	22.9	22.2	20.6	19.8	26.9	28.2	22.7	21.3	24.1	21.2	19.1	18.1	19.9	18.4	18.5	17.5	24.5	21.3	19.7	18.8	23.1	20.3	21.0	20.1	24.6	22.7
Транспортировка и хранение	30.0	30.8	28.3	29.4	33.2	37.4	31.0	31.2	32.3	31.2	28.9	28.9	28.9	28.8	27.5	27.5	26.8	29.2	27.0	26.8	27.2	29.3	27.4	28.1	28.1	30.7
Деятельность в области информации и связи	48.7	42.1	37.3	33.1	56.3	47.5	41.5	33.5	57.5	44.4	39.6	32.2	64.1	45.0	40.5	32.6	57.7	46.1	40.2	32.2	65.4	49.8	42.2	35.0	68.4	53.3

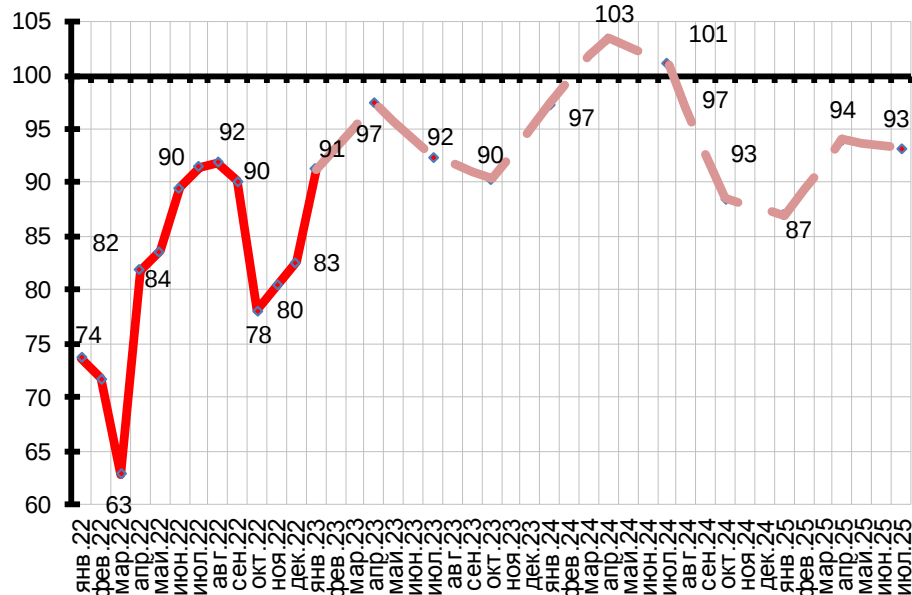
Давление *оплаты труда на добавленную стоимость* по состоянию на II кв. продолжает расти, почти не снижая динамики (сезонность устранена). При этом в большинстве групп отраслей доля ФОТ в валовой добавленной стоимости превышает 25% (в ИКТ – 50%). Как уже отмечалось, вероятно возможности дальнейшего ускоренного роста в большинстве отраслей уже исчерпаны.

Оценки макроэкономических показателей населением

Инфляционные ожидания (годовых, в %) ¹



Индекс уровня жизни (пункты) ^{1, 2}



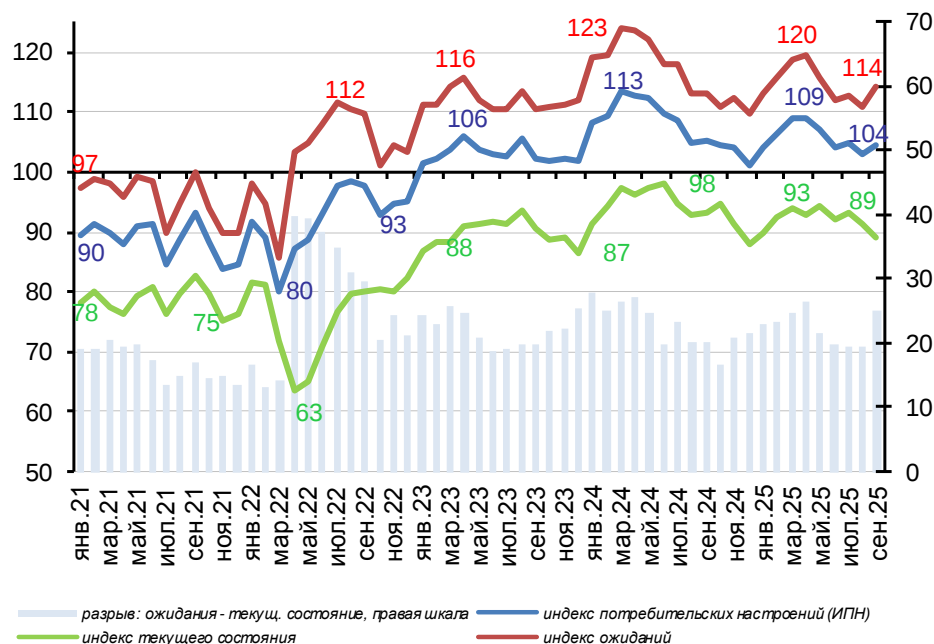
Оценки населением макроэкономической ситуации по состоянию на сентябрь сохранили сложившийся ранее характер:

- *инфляционные ожидания* остаются высокими, хотя и немного снизились. Субъективные оценки инфляции стабилизировались на уровне порядка 15%, ожидания снизились до 12,6% (как отмечалось, здесь, скорее, наблюдается стабилизация). Разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией (6,7 проц. п.) очень велик – как уже отмечалось, сама картина инфляции, наблюдаемая населением и оцениваемая статистически несовместимы;
- по состоянию на июль, тренд в *оценках уровня жизни* снова переломился. Тенденция к улучшению не закрепились – и тренд по-прежнему находится «в зоне негатива».

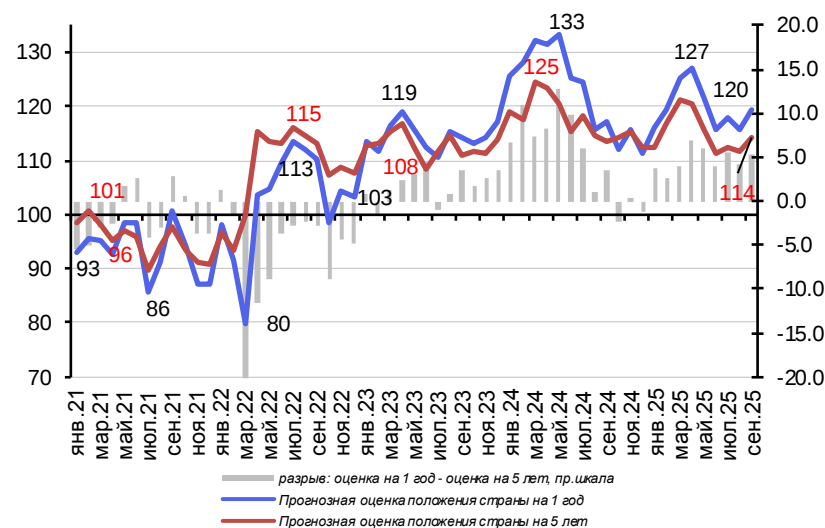
¹ Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Вопрос об уровне производства и уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

Потребительские настроения населения

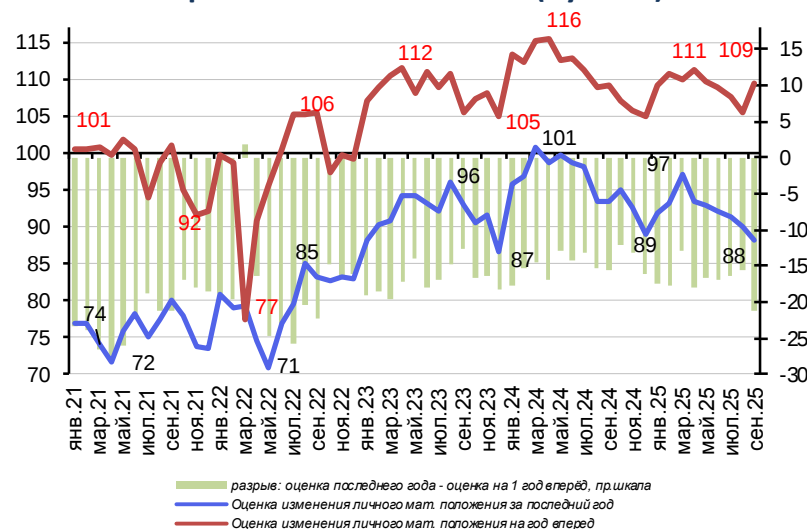
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)



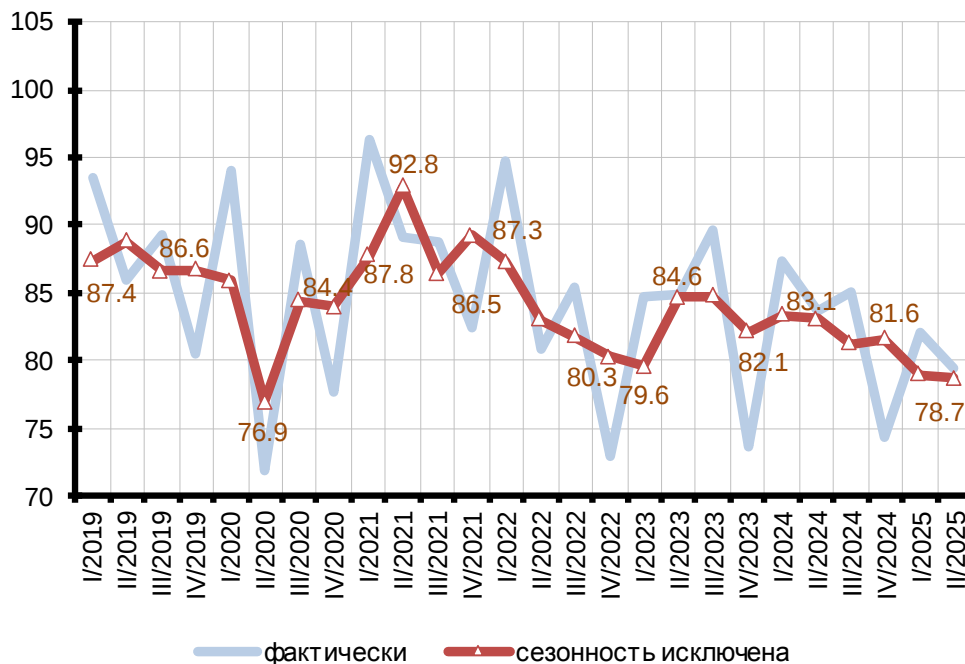
В части *потребительских настроений населения* в сентябре ситуация может быть охарактеризована как «неустойчивая стабилизация»:

- индекс текущего состояния, скорее, понемногу снижается (закрепившись, к сожалению, в негативной зоне);
- на этом фоне довольно заметно улучшились ожидания;
- соответственно, подскочил разрыв между оценками перспектив и текущего состояния (что само по себе является фактором риска).

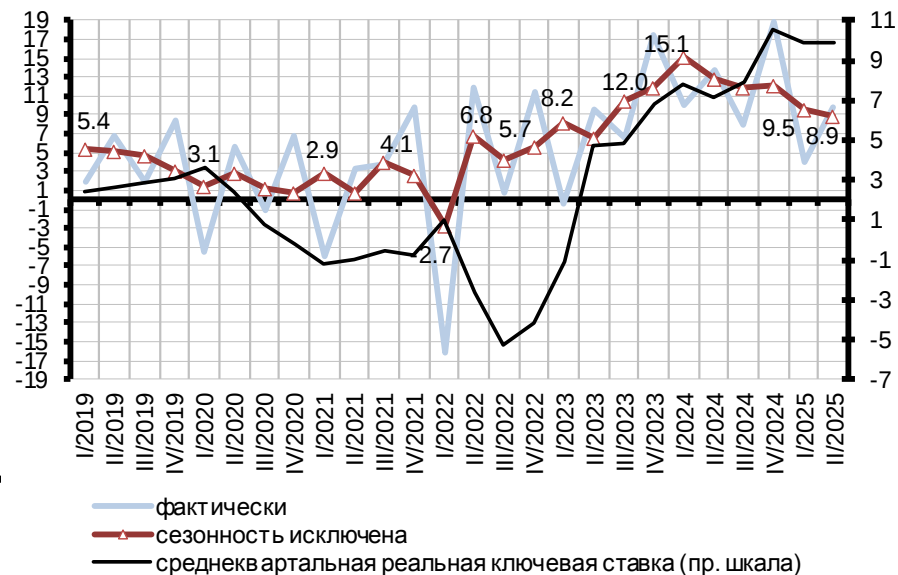
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Норма потребления и норма сбережений населения

Норма потребления (% к располагаемым доходам) ¹



Норма сбережения во вкладах (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка ²



В сфере *потребительского поведения* населения во II кв. сложилась парадоксальная ситуация: одновременно продолжалось (уже лёгкое) снижение нормы потребления – и, параллельно, сокращается норма сбережения.

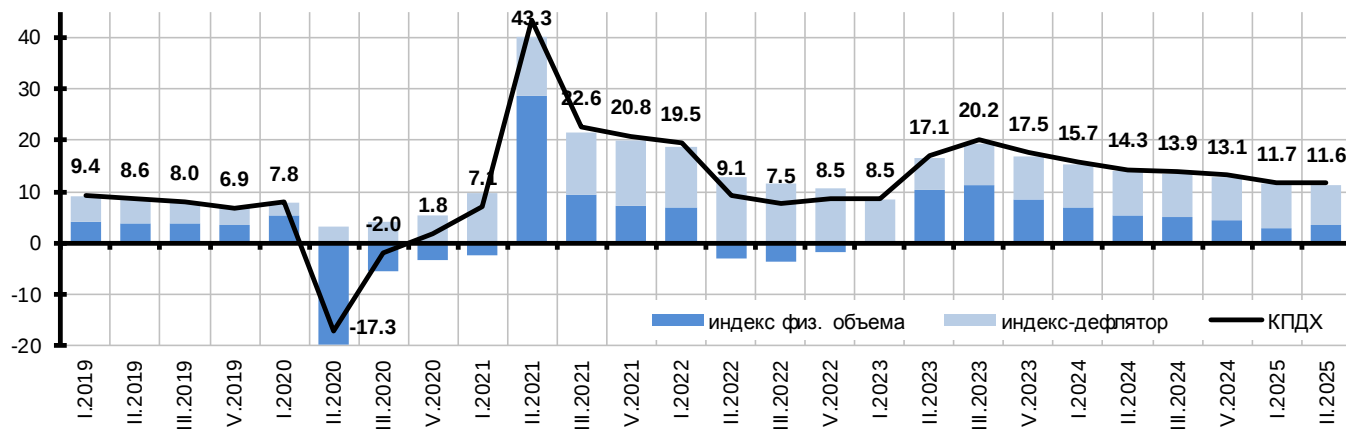
Если речь не идет о статистической ошибке или «ошибке счёта» – налицо, скорее всего, влияние выплат населения по кредитам, конкурирующих в качестве направления использования доходов (рефинансирование долга сейчас невозможно) и с потреблением товаров и услуг, и с наращиванием организованных сбережений.

¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2024 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2023-2024 гг. – предварительные оценки Росстата

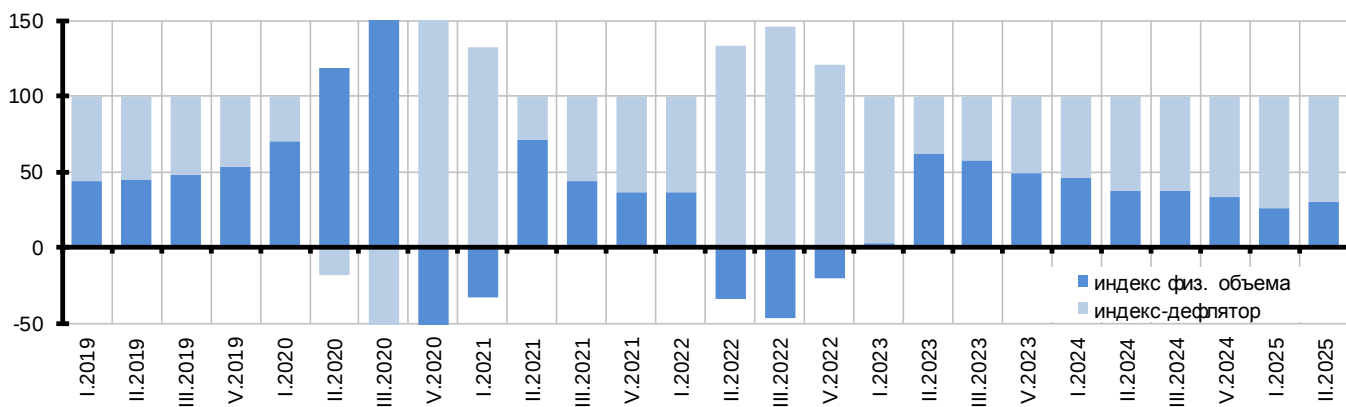
² Методология Росстата 2018 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов

Динамика конечного потребления домашних хозяйств в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



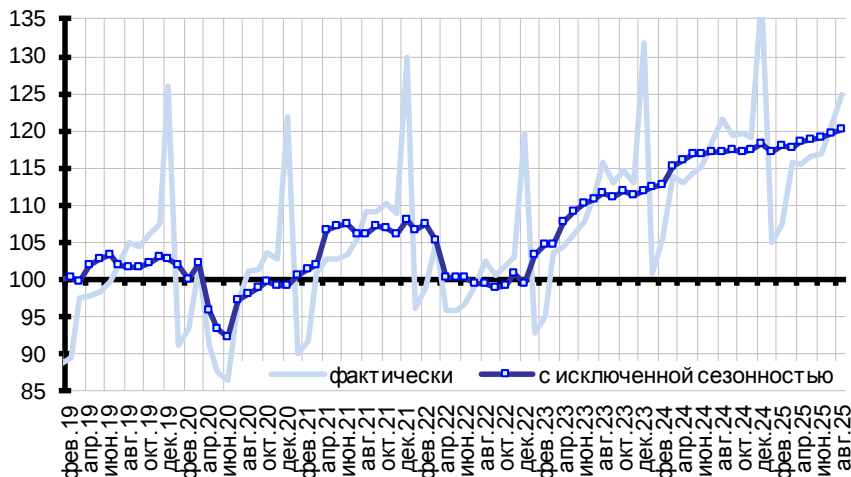
Разложение прироста конечного потребления домашних хозяйств на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)



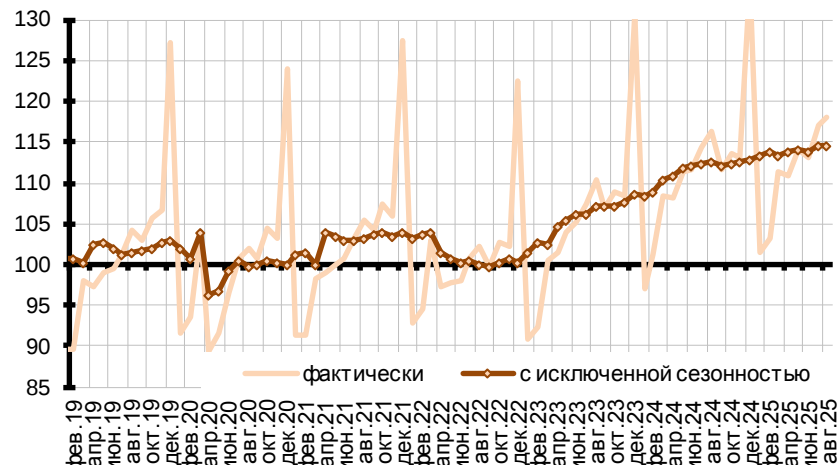
Во II кв. в потребительской сфере соотношение прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств перестало ухудшаться: хотя основная часть прироста спроса все равно «уходит в цены», доля в этом приросте расширения физического объема продаж перестала снижаться, и даже чуть повысилась.

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

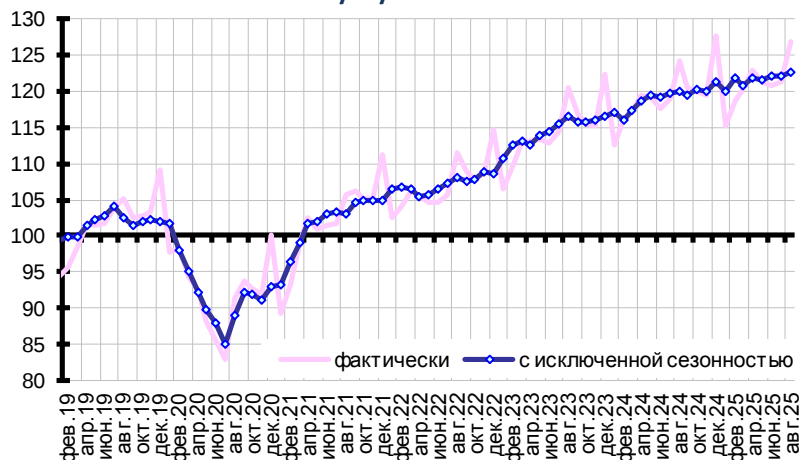
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



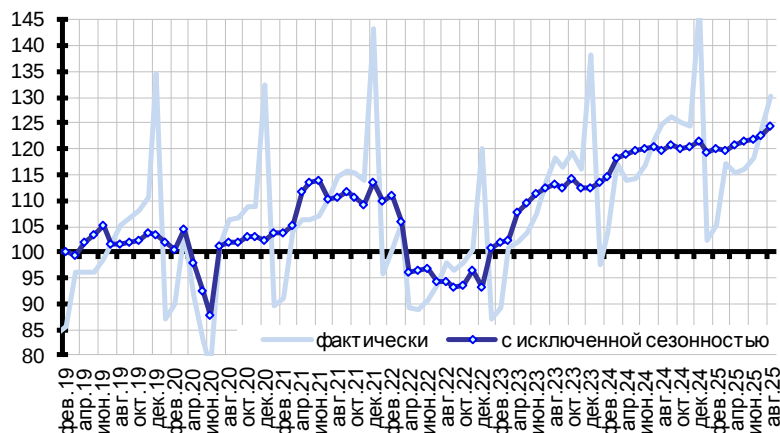
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



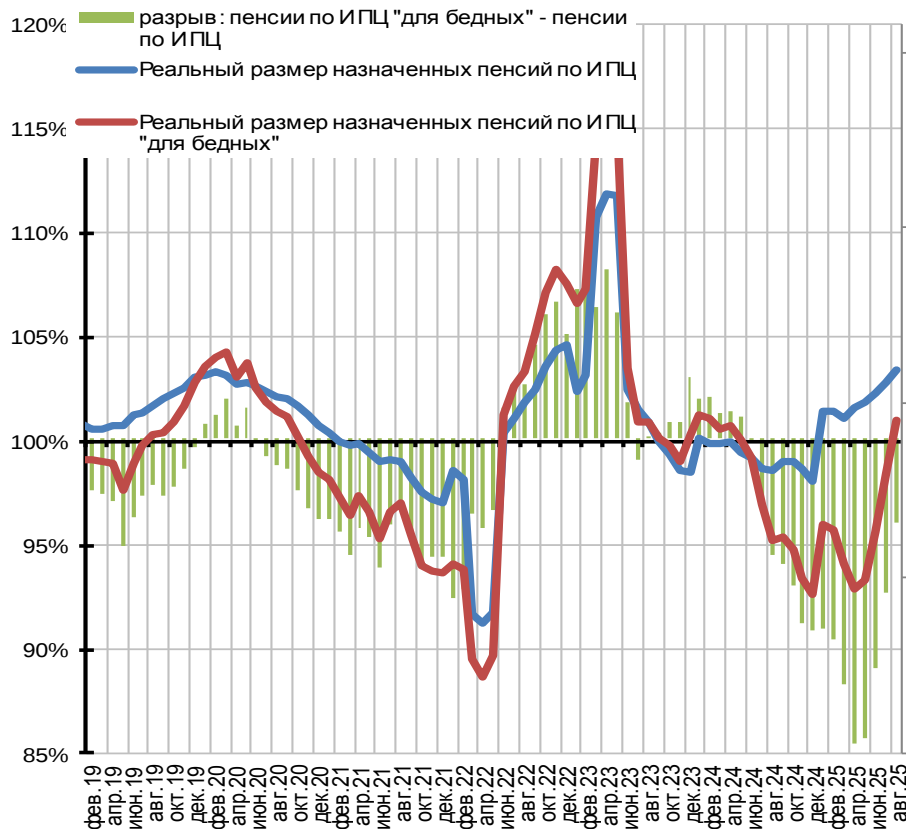
Оборот непродовольственными товарами



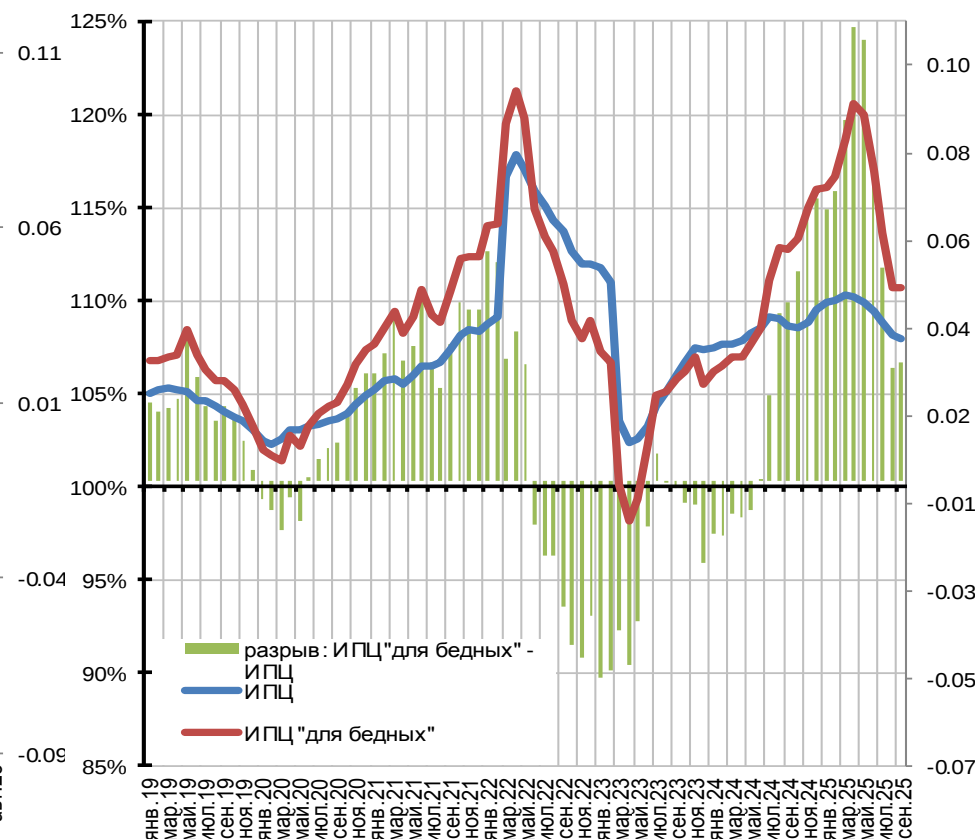
Динамика потребления населения по состоянию на июнь-август продолжает возрастать, так что сейчас уже можно говорить о новой тенденции к оживлению потребительского спроса. Объем потребления населения медленно, но поступательно растёт (второй квартал: +0.4% в среднем за месяц, июль: +0.5%, август: +0.6%, сезонность устранена). При этом, рост принял практически фронтальный характер и в той или иной мере охватил все основные сегменты потребительского спроса – потребление продовольствия, непродовольственных товаров и услуг. Это – довольно естественная ситуация в условиях «перекачки» валовой добавленной стоимости в оплату труда, что обусловило её заметный рост. Сейчас потребление населения (на фоне кризиса в инвестиционной сфере и «стоящего» экспорта) – практически единственный надёжный драйвер экономического роста.

Инфляция «по корзине потребления малообеспеченных»¹

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



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

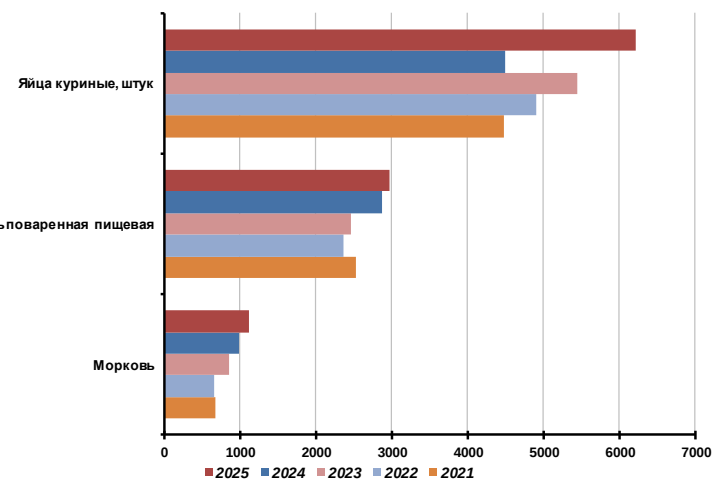
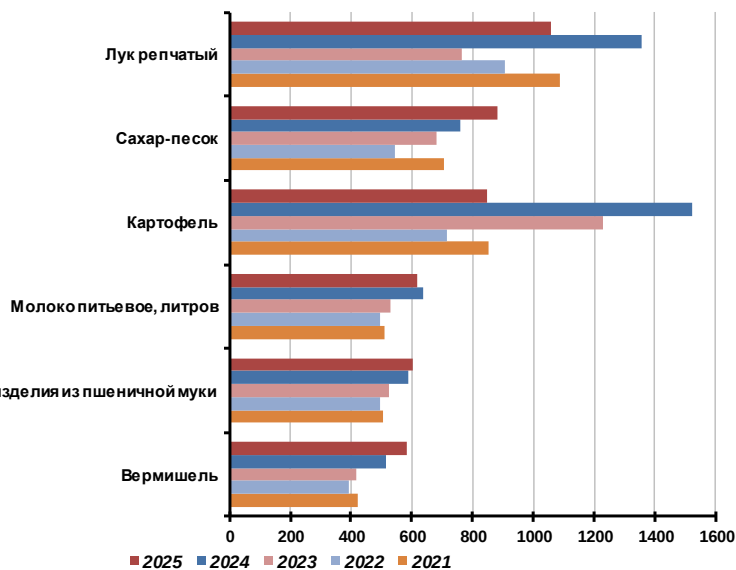


Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции по состоянию на сентябрь стал постепенно улучшаться: хотя ИПЦ «по корзине потребления малообеспеченного населения» все еще выше, чем в среднем, этот разрыв быстро сократился.

В итоге, по данным на август, реальный размер пенсий (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, наконец, превысил прошлогодний уровень.

¹ Корзина потребления малообеспеченных - скорректированный индекс, включающий в себя: минимальный набор продуктов питания (без животного масла, алкогольных напитков, «прочих продовольственных товаров»), медикаменты, синтетические моющие средства, услуги ЖКХ (без услуг гостиниц) и транспорта. Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным СФР

Покупательная способность среднестатистических денежных доходов населения по основным продуктам питания в I полугодии (кг в месяц)¹



Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия по состоянию на середину 2025 г., в целом, почти не изменилась.

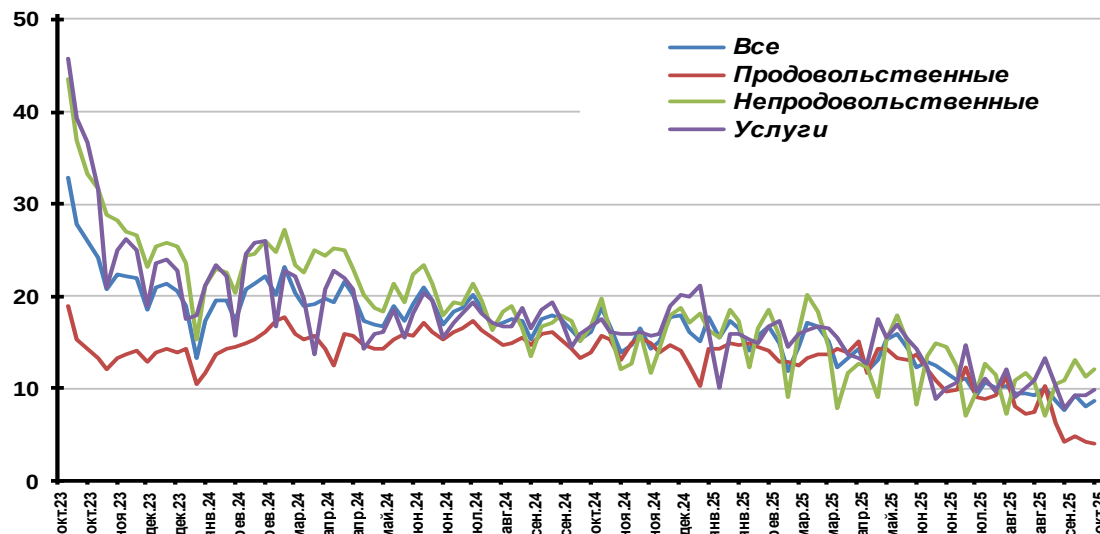
По-прежнему, исключениями остаются товары-лидеры удорожания в 2024-начале 2025 гг.: плодоовощная продукция (лук, картофель, яблоки и др.).

Улучшилась доступность дешевевших в первом полугодии продуктов птицеводства – яиц и курятины, являющихся основным источником белка для малообеспеченного населения, а также сахара («домашний консервант»).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Основные направления потребительских расходов^{1, 2}

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



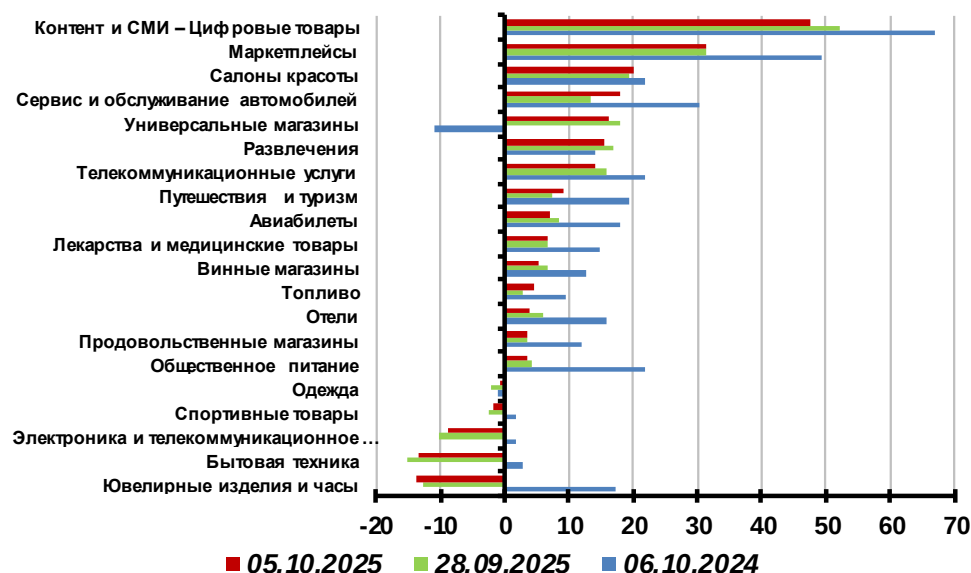
В части *потребительского поведения* по состоянию на октябрь, можно отметить неустойчивую стабилизацию – на фоне падения расходов на продовольствие и тенденции к росту на непродовольственные товары.

В *структуре потребительских расходов* по-прежнему отсутствуют значимые «зоны роста» – при том, что по ряду позиций (электроника, бытовая техника) наблюдается выраженный спад. Характерно уменьшение продаж ювелирных изделий – снижается отвлечение ресурсов в «неинституциональные» формы сбережений.

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

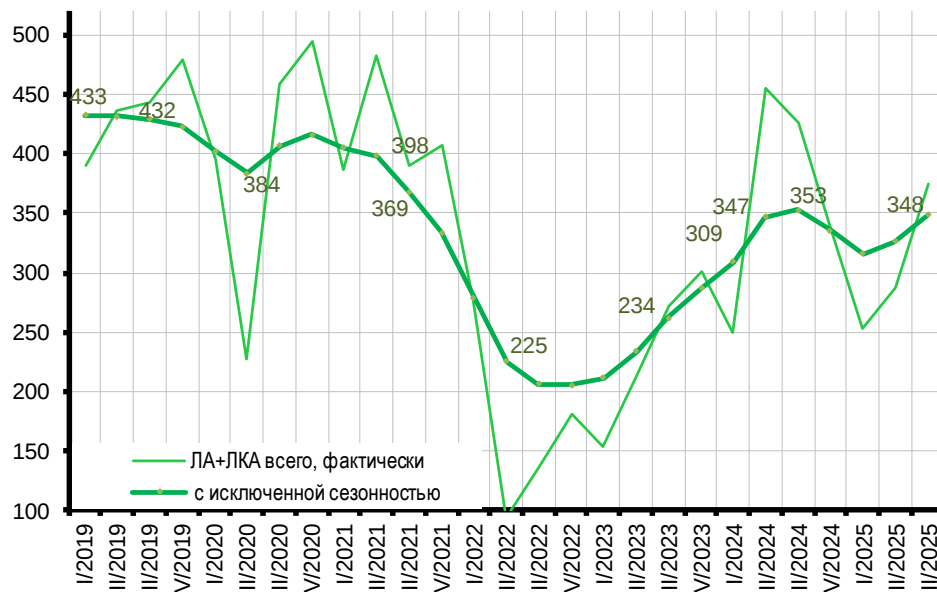
Возможное противоречие с данными Росстата связано с отсутствием снятия сезонности в случае данных Сбера и учётом наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли, а также со спецификой представления данных Сбером за скользящий год. Данные с октября 2023 г. по настоящее время несопоставимы с данными за период с января 2020 г. по сентябрь 2023 г. вследствие изменения в июле 2025 г. Сбером классификации потребительских расходов и представления данных за период с октября 2023 г. в соответствии с изменениями.

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

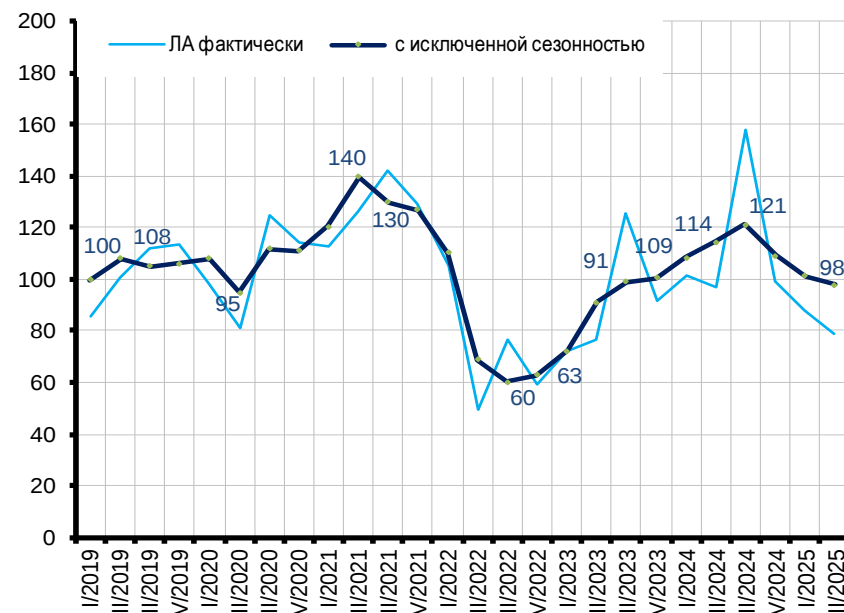


Продажи новых автомобилей

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



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

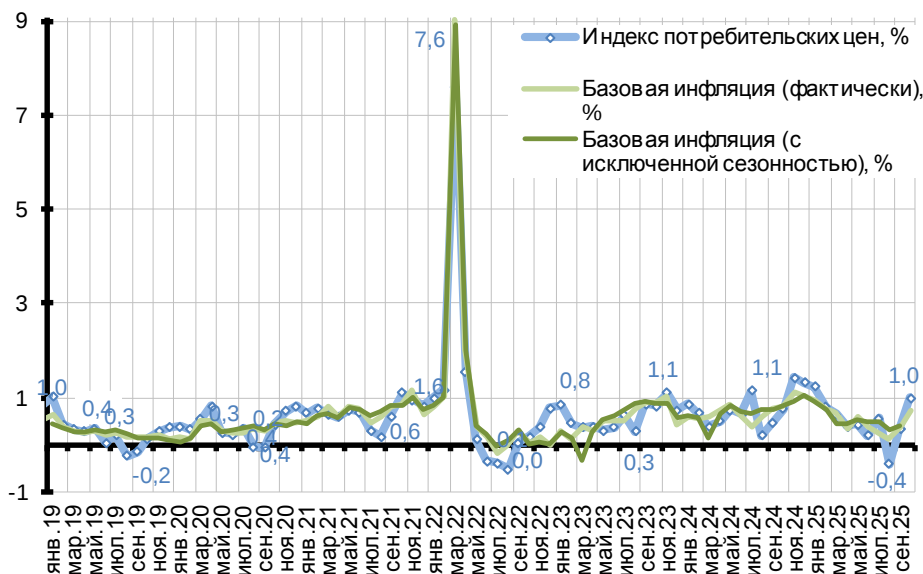


На рынках легковых автомобилей и ЛКА во II-III кв. снижение, начавшееся в III кв. прошлого года, переломлено – продажи (в штуках) начали постепенно расти. Конкретно в сфере продаж легковых автомобилей (в постоянных ценах) продолжается спад. Сочетание роста количества проданных машин со снижением продаж в сопоставимых ценах, скорее всего, означает сильные структурные сдвиги в продажах в пользу дешёвых моделей, не учитываемые при построении индекса «в сопоставимых ценах».

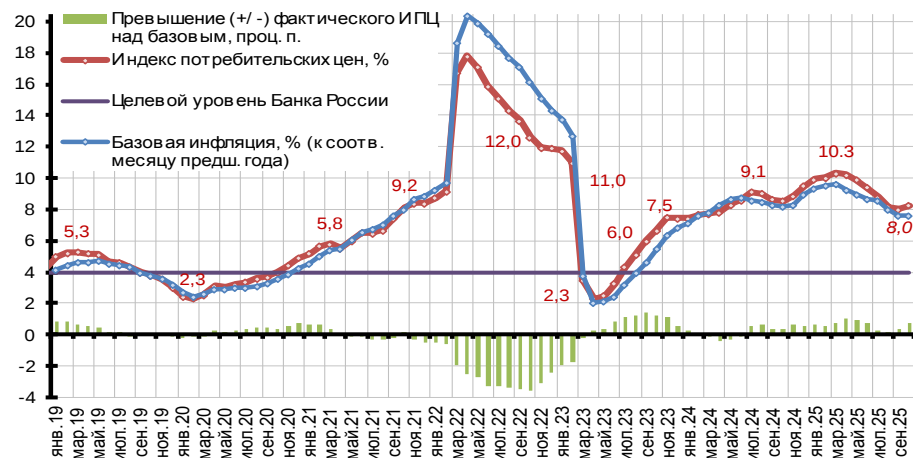
Источник данных: исходные помесячные (по 2023 г.) и поквартальные данные о продаже ЛА и ЛКА опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса. Продажи ЛА в постоянных ценах – Росстат, продажи вне официальных дилерских сетей (т.н. «серый импорт») вместе с данными от автодилеров основаны на методологии АО «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В январе-сентябре 2025 г. объем рынка оценен компанией в 0.92 млн. автомобилей, спад на 23% к 2024 г.

Инфляция на потребительском рынке

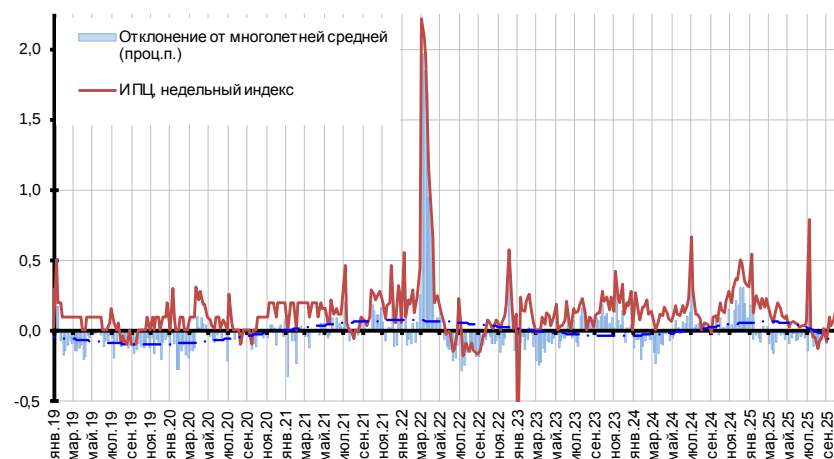
Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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



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



Инфляция в конце сентября-начале октября заметно усилилась (отметим – имеющая существенно немонетарный характер, на фоне очень жесткой процентной политики и «крепкого рубля»). Довольно быстрое завершение сезонного удешевления плодоовощной продукции на фоне роста цен на ряд видов продовольствия и нефтепродукты привело к «развороту» инфляционного тренда – причем с темпом, превышающим нормальную сезонную тенденцию.

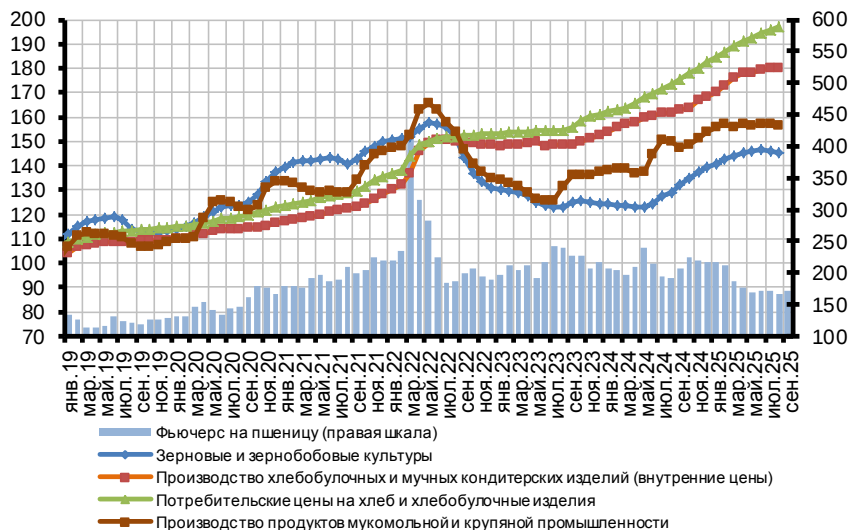
Соответственно, если тенденция сохранится, в октябре инфляция в годовом выражении может впервые с марта возрасти до 8.25-8.3% (против 8.0% в сентябре к сентябрю 2024 г.).

Как будет реагировать Банк России на усиление инфляции, имеющей существенно немонетарный характер, плюс на ожидаемое повышение НДС – пока неясно.

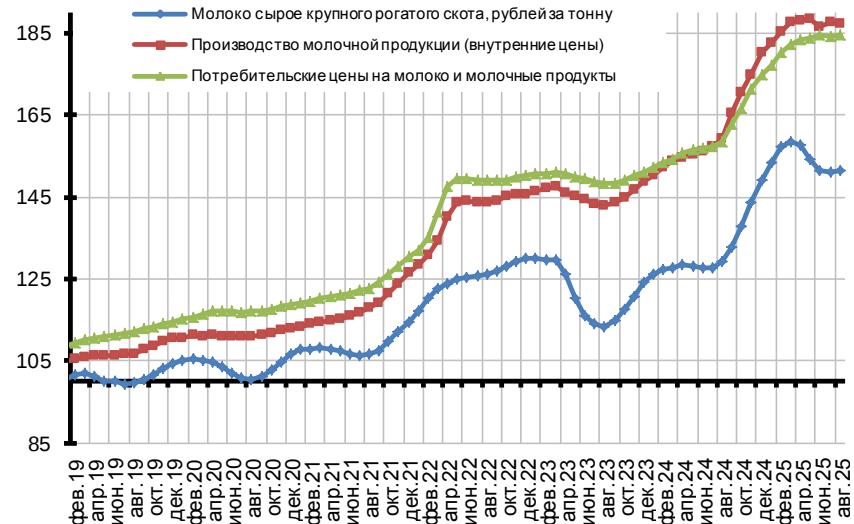
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

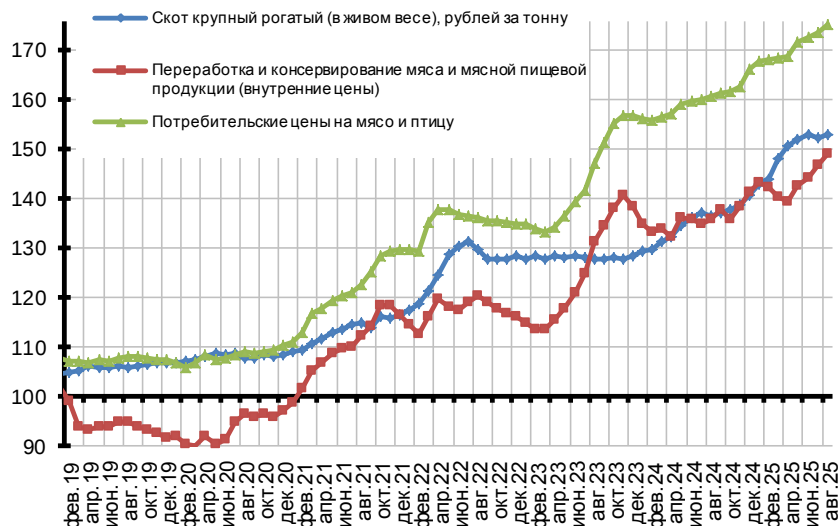
Цены на хлеб



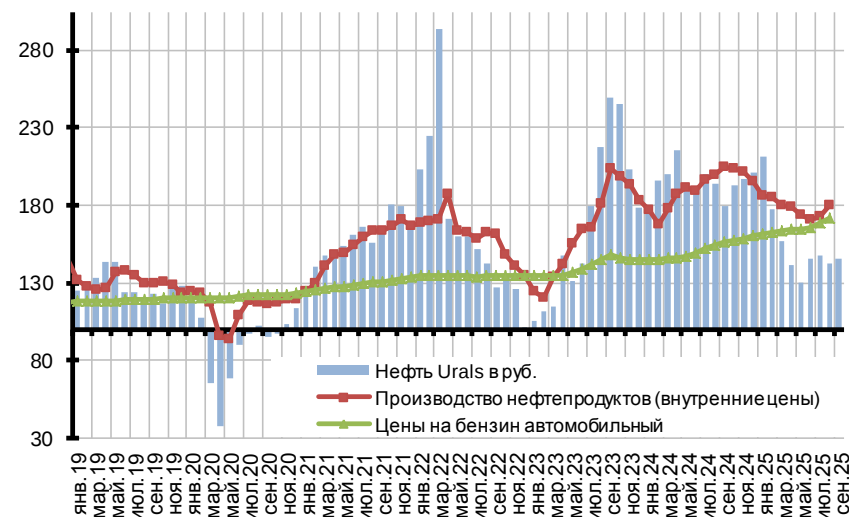
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

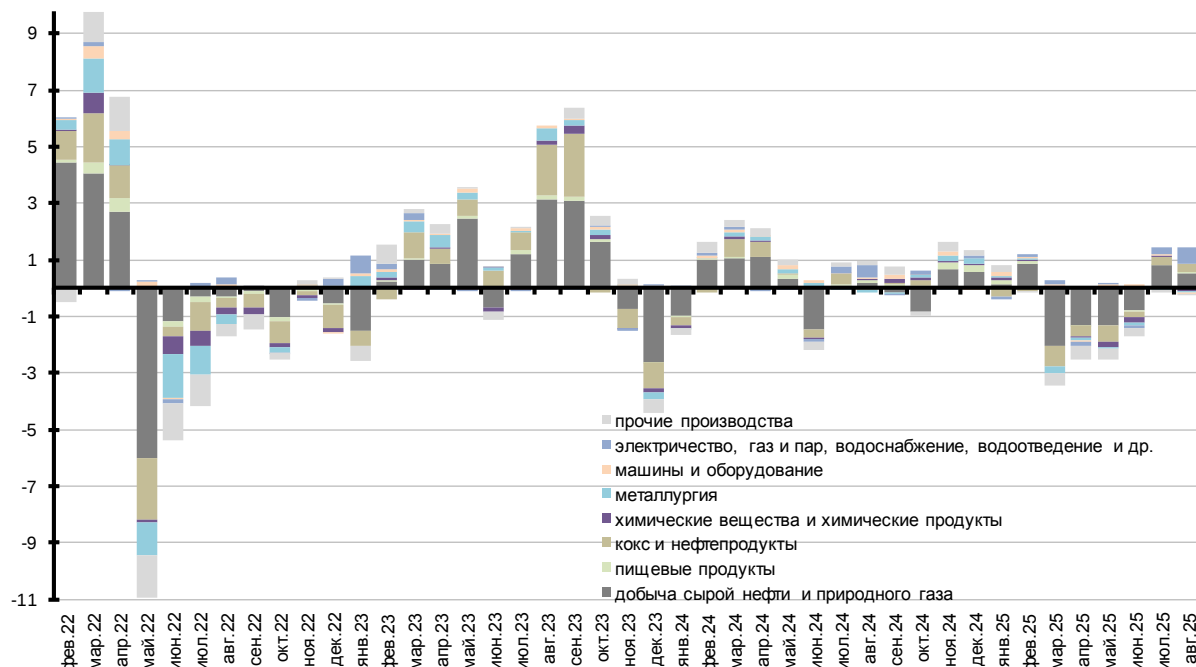


Цены на топливо

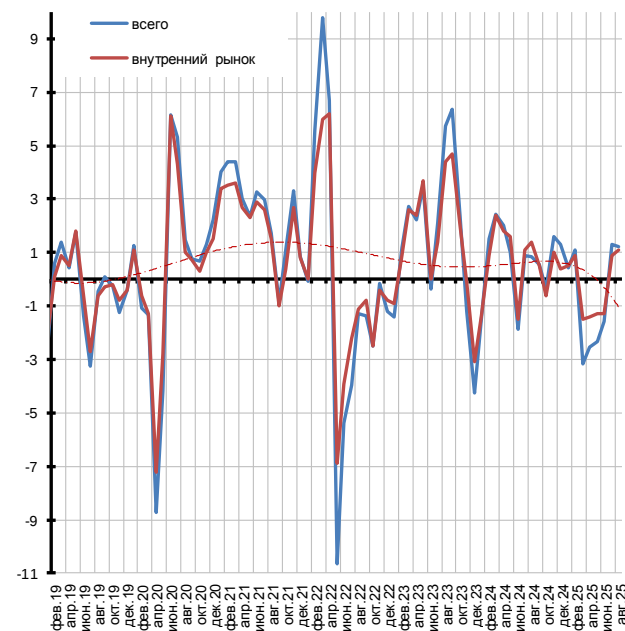


Структура цен производителей в промышленности

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



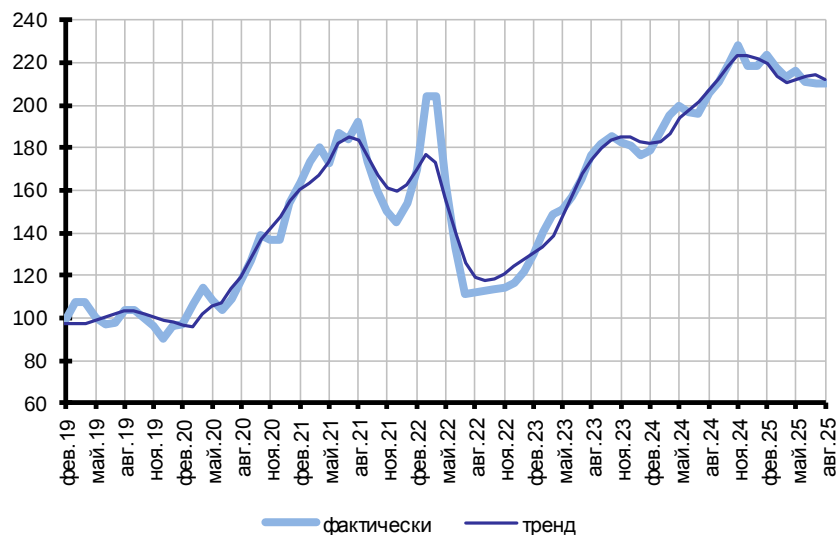
Индекс цен производителей (%)



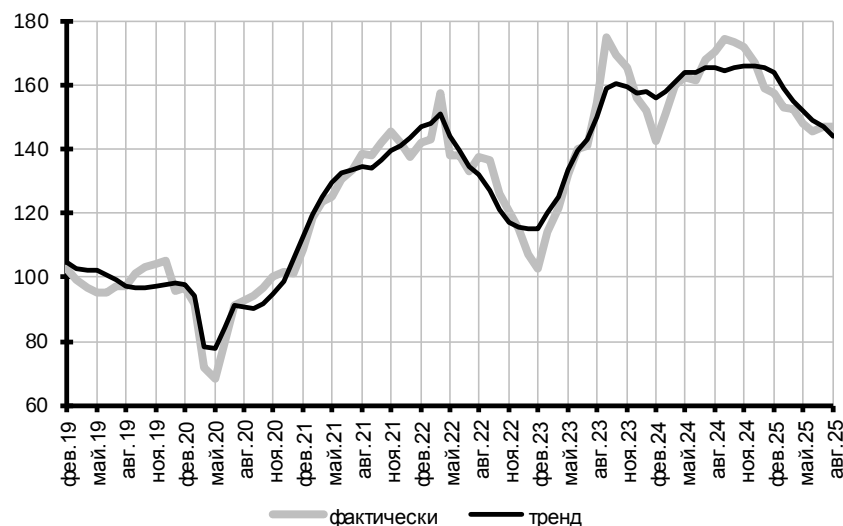
На рынках промышленной продукции по состоянию на июль-август возобновился рост цен — с низкими темпами, зато почти фронтальный. Таким образом, четырёхмесячный эпизод промышленной дефляции завершен.

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

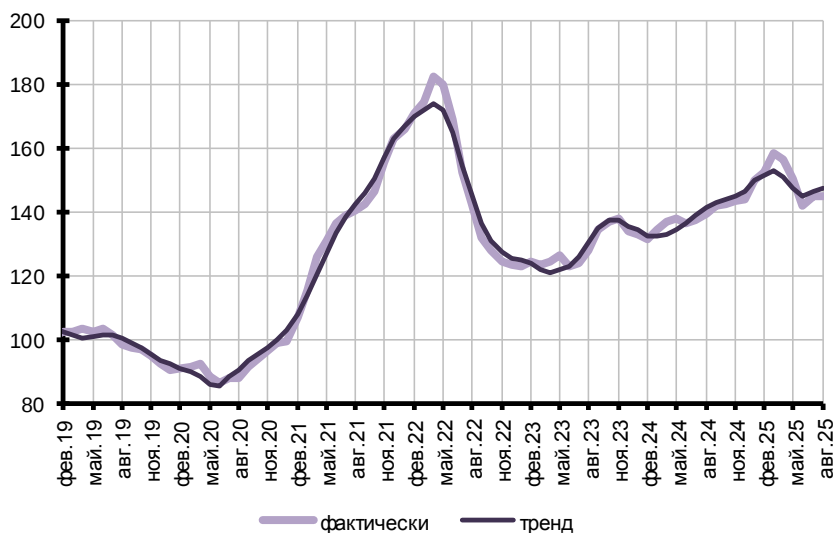
Добыча металлических руд



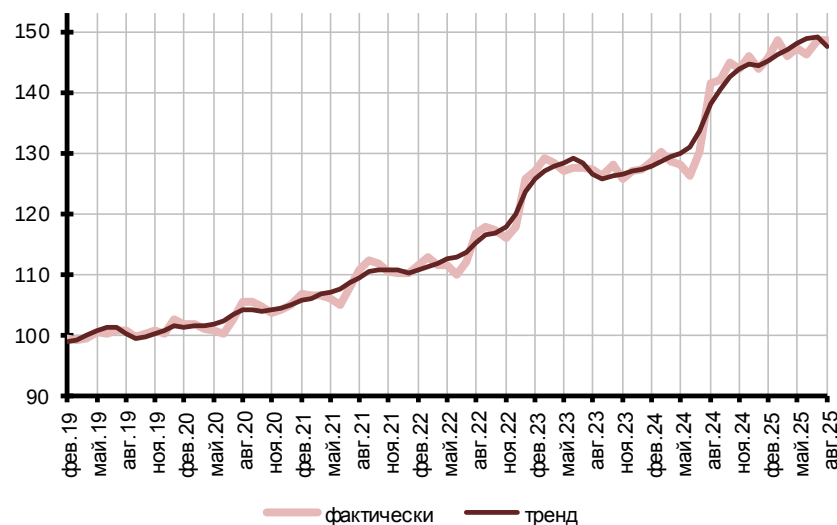
Производство нефтепродуктов



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

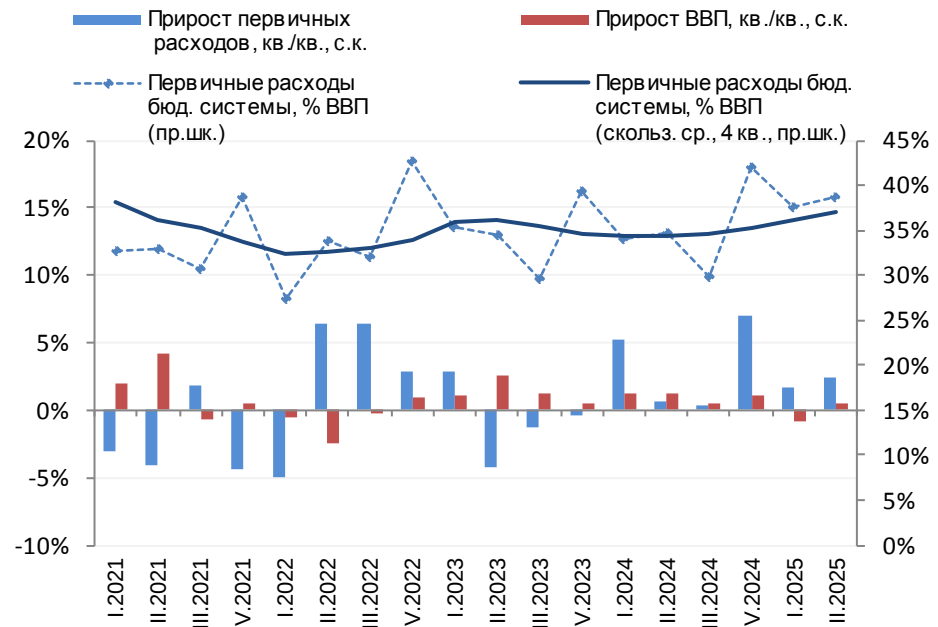
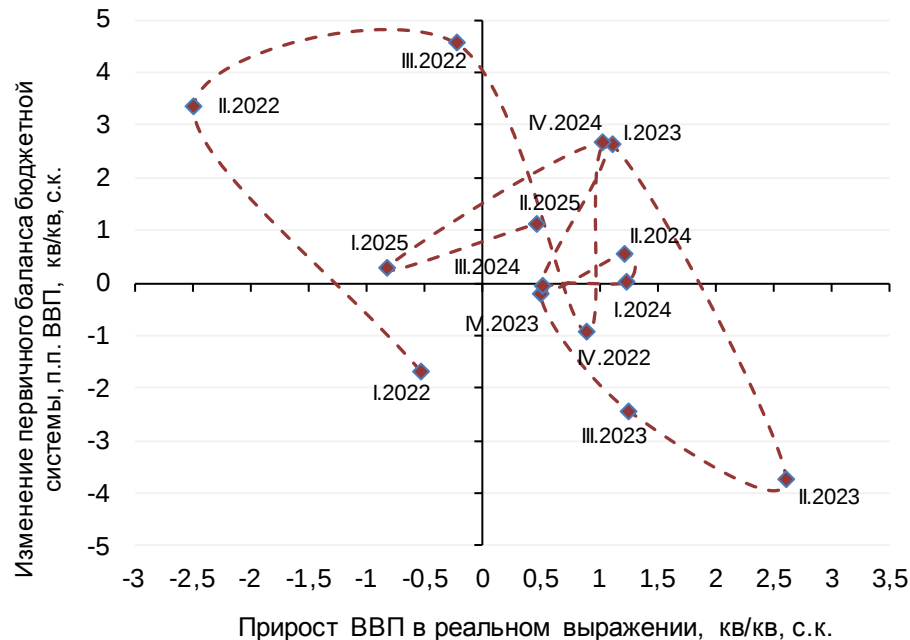


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



Бюджетная система как фактор роста

По итогам II кв. 2025 г. по нашим оценкам *темпы прироста первичных расходов* бюджетной системы в реальном выражении составил 2.5% к прошлому кварталу на фоне квартального прироста ВВП на 0.5%. При этом отмечается увеличение объёма первичных расходов бюджетной системы в % от ВВП. К концу II кв. 2025 г. сглаженный показатель (скользящее среднее за 4 квартала) первичных расходов вырос до 37.1% ВВП – наибольшее значение с 2021 г. Такое увеличение свидетельствует о продолжающемся расширении роли бюджетных расходов в экономике, особенно, в условиях замедления экономического роста. Однако учитывая авансовый характер расходов в первой половине 2025 г., во второй половине следует ожидать стабилизации их динамики



Бюджетный импульс определяется как разница между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. В свою очередь, положительный бюджетный импульс определяется снижением бюджетного сальдо – разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной системы.

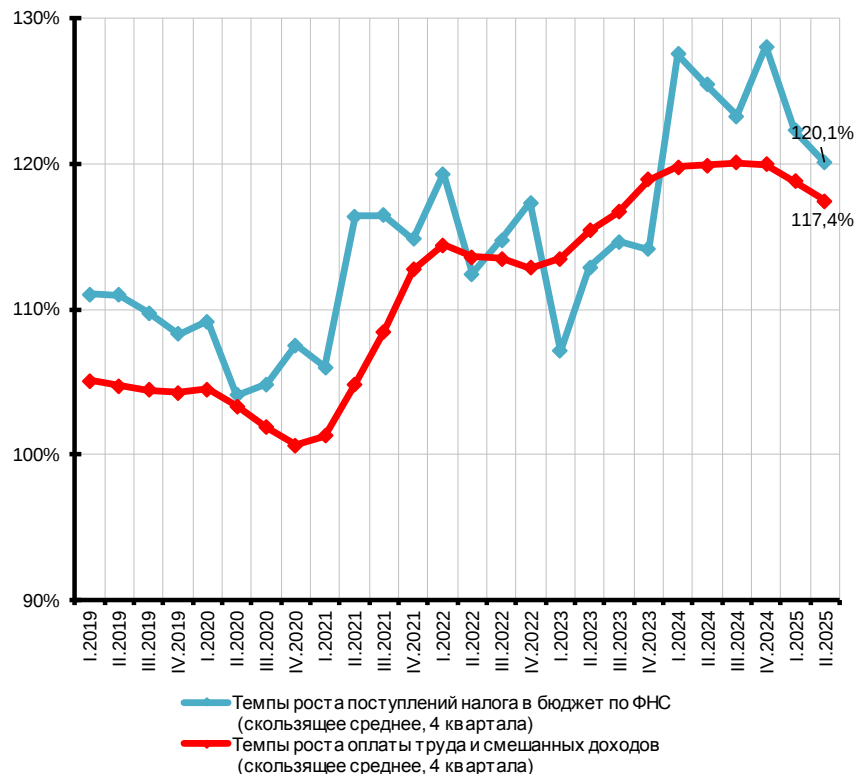
Во II кв. 2025 г. бюджетный импульс вырос, оказав дополнительную поддержку экономике (+1.1% ВВП относительно +0.3% ВВП в I кв. 2025 г.) В соответствии с актуальными планами мы ожидаем его затухание в течение года. Запланированная консолидация, хотя и необходима для повышения устойчивости бюджета, может стать ещё одним сдерживающим рост экономики фактором. Это требует взвешенного подхода к корректировке бюджетной политики, балансирующего между поддержкой роста и бюджетной устойчивостью.

Структура доходов бюджетной системы

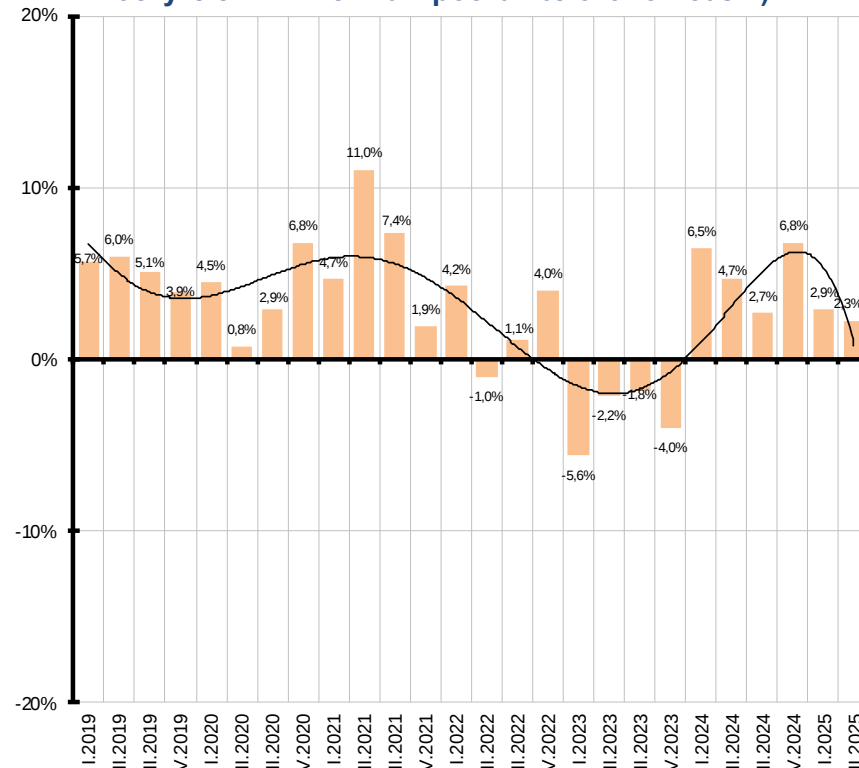
Мпрд руб.	8 мес. 2025			8 мес. 2024			Среднее (8 мес. 2019-2025 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	48 231	6,4%	100,0%	45 347	26,9%	100,0%	11,8%	100,0%
Нефтегазовые доходы в том числе	6 027	-20,2%	12,5%	7 555	56,2%	16,7%	10,7%	17,3%
Нефть и нефтепродукты	3 408	-22,0%	7,1%	4 372	56,8%	9,6%	3,1%	11,3%
Газ и газовый конденсат	1 337	-18,0%	2,8%	1 630	21,0%	3,6%	14,3%	3,8%
Налог на дополнительный доход	1 282	-17,5%	2,7%	1 554	121,7%	3,4%	28,2%	2,1%
Ненефтегазовые доходы в том числе	42 204	11,7%	87,5%	37 792	22,3%	83,3%	13,3%	83,9%
Налоги на доходы и прибыль	12 983	16,7%	26,9%	11 125	12,4%	24,5%	13,9%	25,7%
Налоги на потребление	10 922	6,4%	22,6%	10 262	15,5%	22,6%	12,4%	23,1%
Налоги на имущество	1 234	7,6%	2,6%	1 147	5,6%	2,5%	6,3%	3,0%
Налоги, сборы и платежи за добычу ресурсов	372	24,5%	0,8%	299	-4,5%	0,7%	24,0%	0,7%
Таможенные пошлины	715	-37,7%	1,5%	1 147	33,3%	2,5%	13,2%	2,0%
Страховые взносы	10 450	13,6%	21,7%	9 200	28,1%	20,3%	13,2%	20,3%
Прочие доходы	5 527	19,8%	11,5%	4 612	71,9%	10,2%	2,6%	17,1%

По итогам января-августа 2025 г. *доходы бюджетной системы в целом* превысили аналогичный показатель 2024 г. (+6.4%) за счет роста ненефтегазовых доходов (+11.7%). В свою очередь, нефтегазовые доходы по отношению к прошлому году снизились на 20.2%, что определяется более низкими ценами на энергоносители и укреплением курса национальной валюты. Прирост ненефтегазовых доходов обеспечен, преимущественно, увеличением поступлений налогов на доходы и прибыль (в связи с принятыми налоговыми новациями), НДС, акцизов, а также страховыми взносами и прочими неналоговыми доходами (высокие процентные доходы от размещения бюджетных средств и др.). Снижение поступлений таможенных пошлин определяется более крепким курсом рубля, снижением импорта подакцизных товаров, отменой экспортных пошлин на удобрения и прекращением действия экспортных пошлин, привязанных к курсу рубля. Прирост поступлений за добычу ненефтегазовых ресурсов (+24.5%) отражает повышение ставки налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) на алмазы, золото, железную руду, уголь и сырьё для производства удобрений.

Налог на доходы физических лиц



Прирост собираемости (отношение темпов роста поступлений к темпам роста налоговой базы)



Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)».

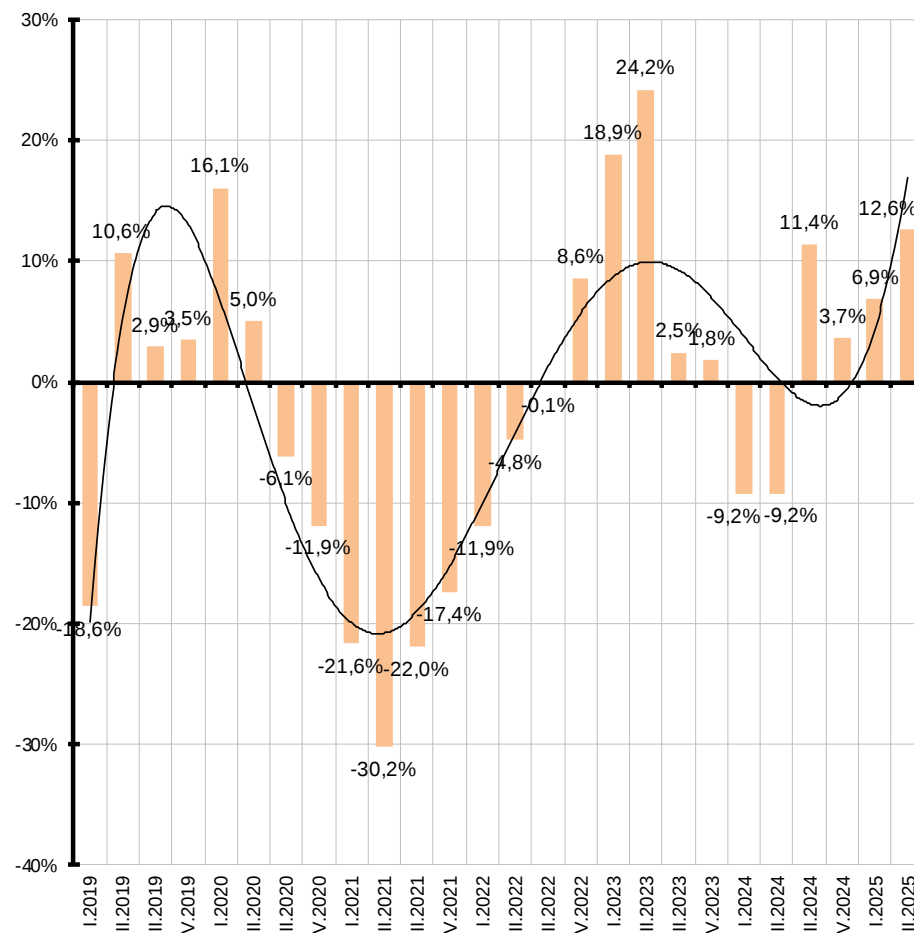
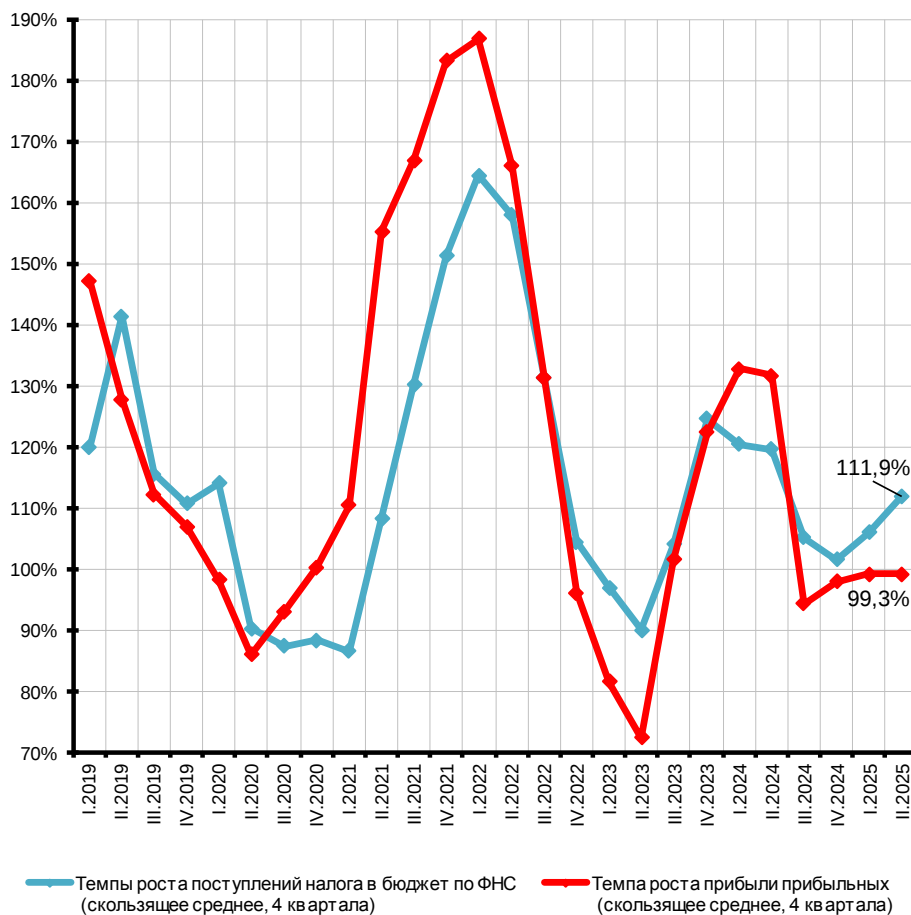
Во II кв. 2025 г. поступления НДФЛ замедлились до 120,5% (скользящее среднее за 4 квартала) против 122,3% в I кв. 2025 г.. Это замедление соответствует тенденции в налоговой базе - оплате труда и смешанных доходов, рост который также замедляется. При этом сборы НДФЛ продолжают опережать рост налоговой базы благодаря эффекту от введения прогрессивной шкалы и улучшению администрирования. В ближайшей перспективе динамика поступлений будет зависеть от динамики доходов населения и совокупного эффекта налоговой реформы.

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

Источники данных: Росстат, ФНС

Налог на прибыль

Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



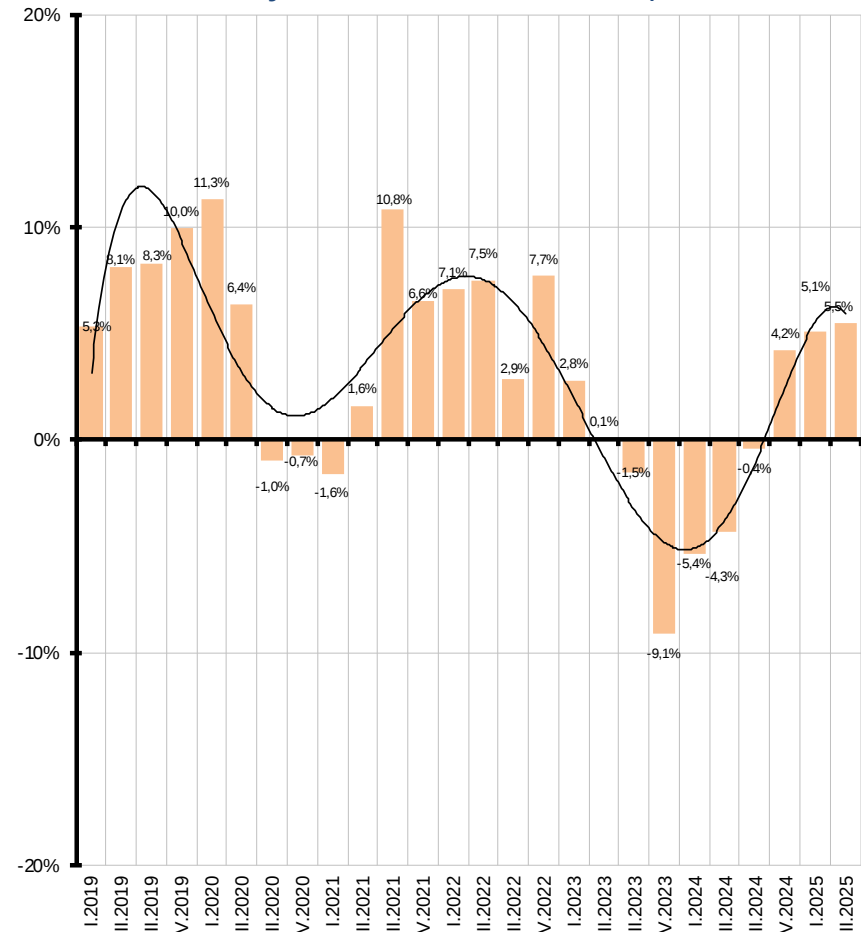
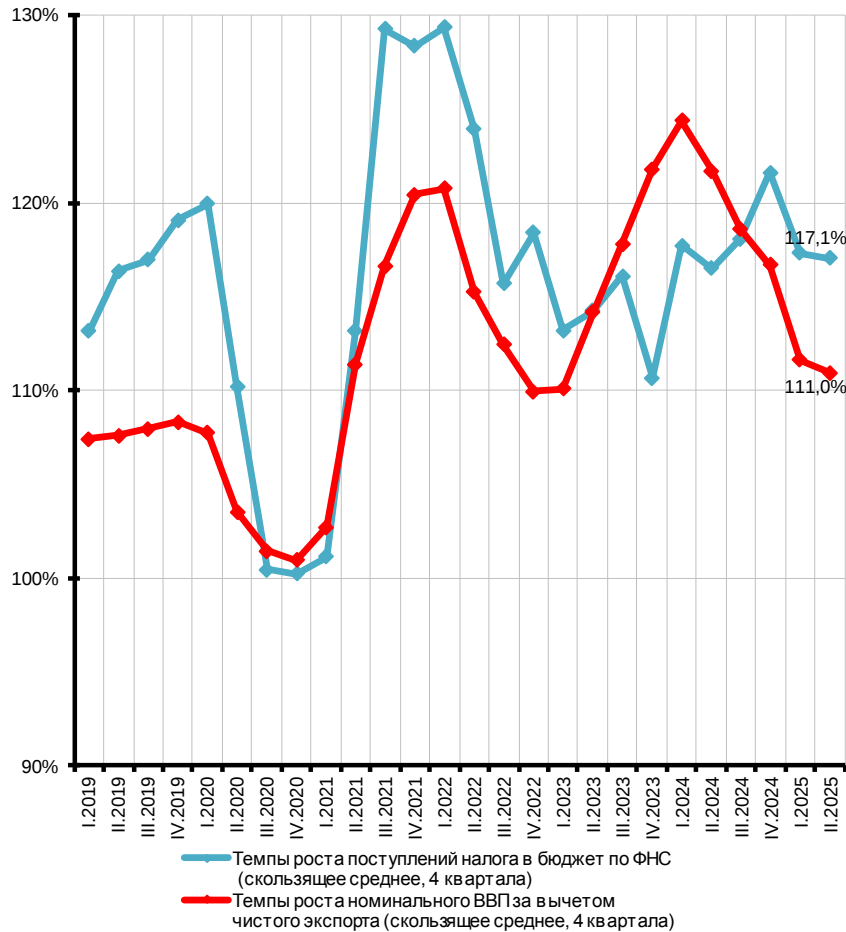
Во II кв. 2025 г. отмечается лёгкое снижение динамики прибыли прибыльных компаний. При этом наблюдается прирост поступлений *налога на прибыль*, что определяется повышением налоговой ставки в результате принятых налоговых новаций. В свою очередь, это отражает также прирост собираемости налога.

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

Источники данных: Росстат, ФНС

Налог на добавленную стоимость

Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



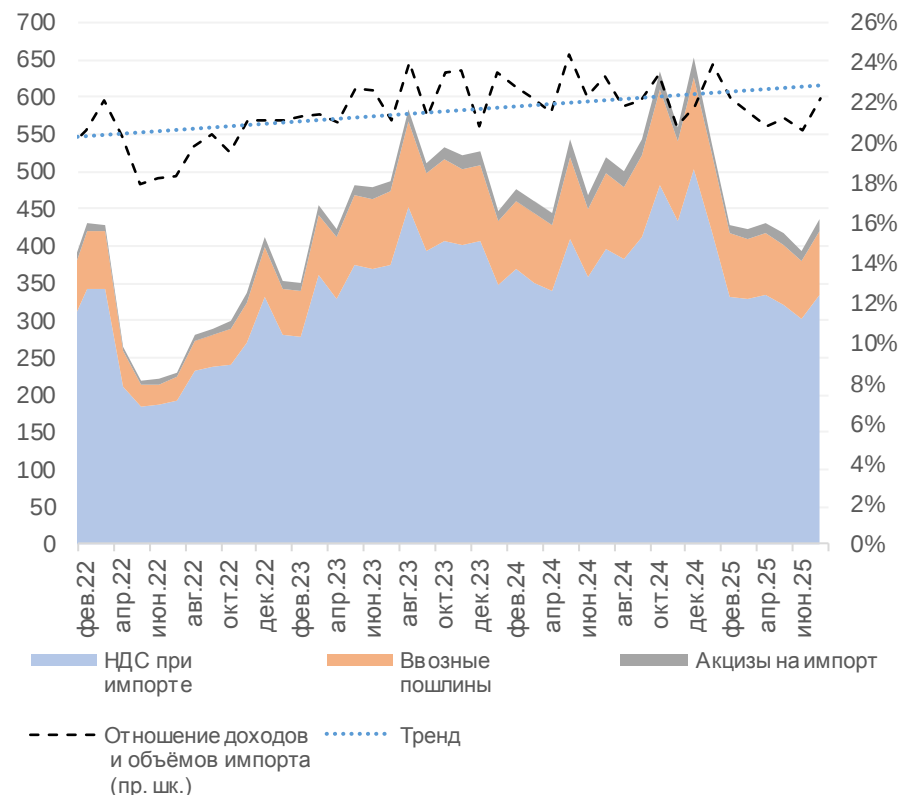
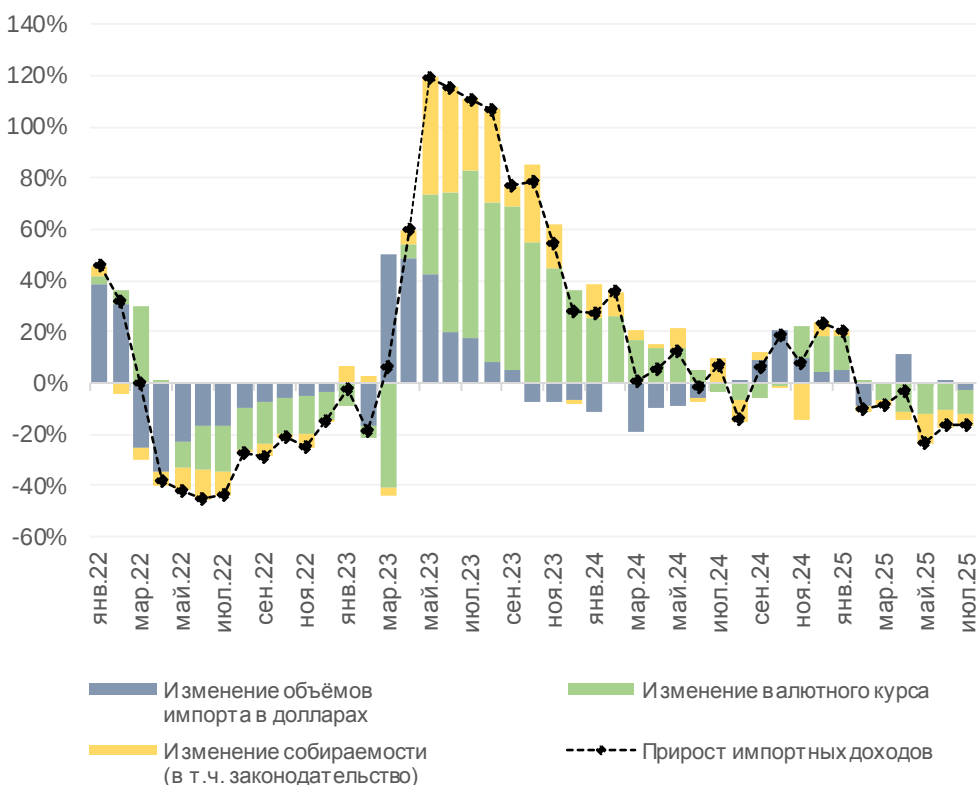
По итогам II кв. 2025 г. динамика поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России, соответствует динамике показателя квази-налоговой базы – ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта (оценка ЦМАКП за 2 кв. по данным Росстата).

Более высокие темпы роста поступления «внутреннего» НДС определяются расширением числа плательщиков НДС (за счёт определённых организаций и предпринимателей, применяющих упрощённую систему налогообложения), возросшими ставками на отдельные продукты и виды деятельности, ростом потребления и оборота розничной торговли (в том числе, в новых регионах), а также результатом работы по увеличению собираемости налога.

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

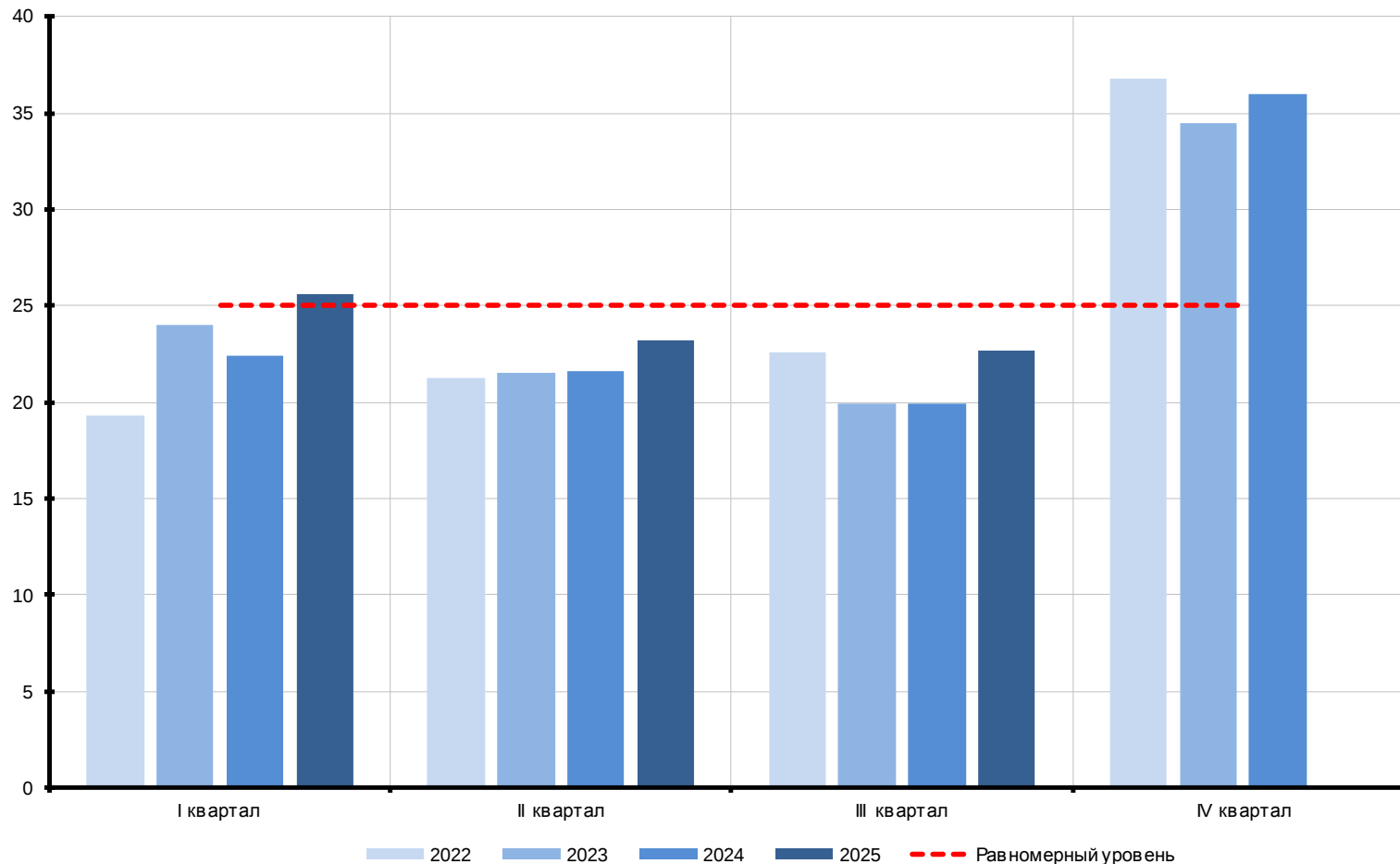
Источники данных: Росстат, ФНС

Бюджетные доходы от импорта



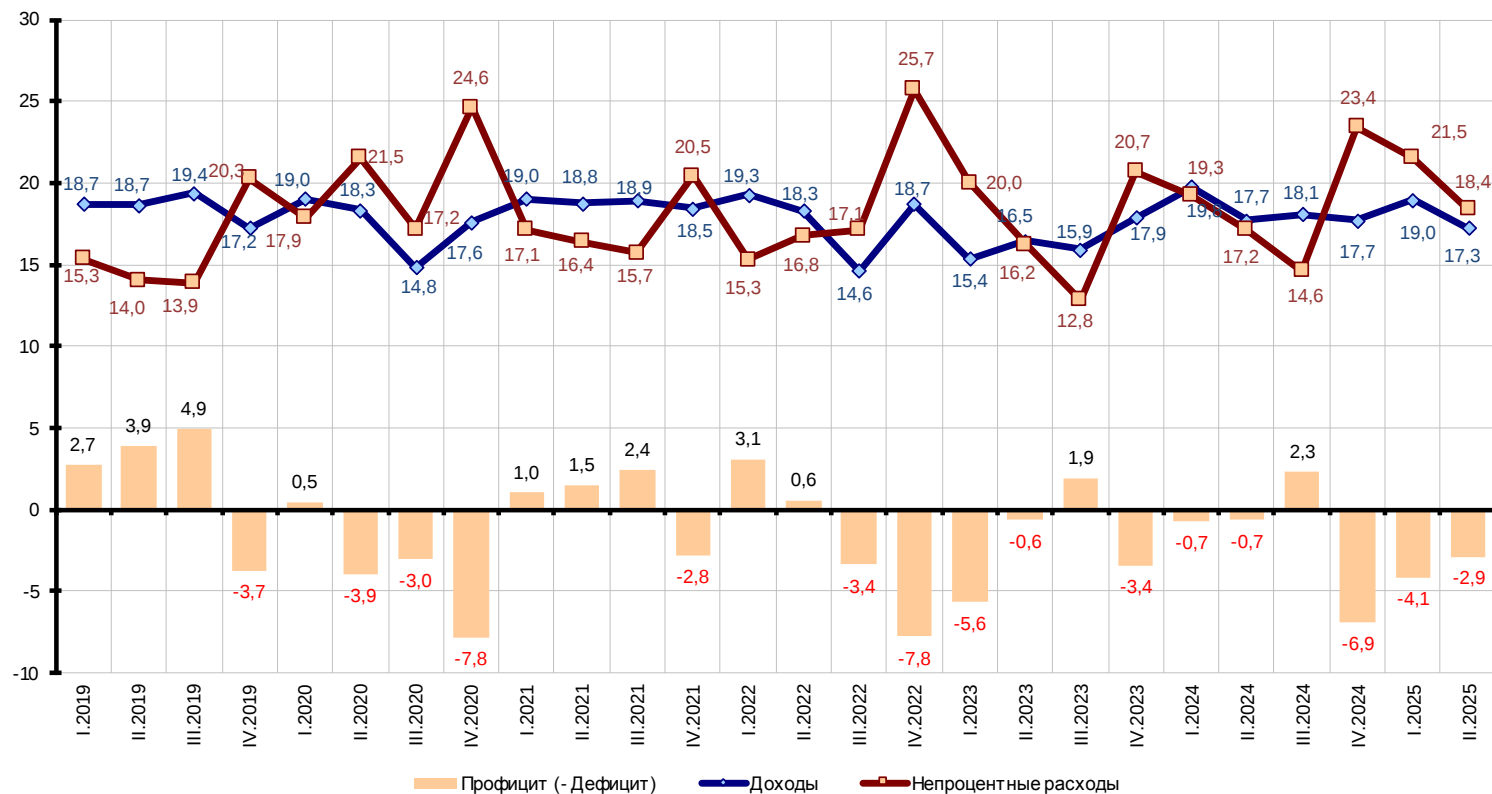
Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. По итогам июля их совокупный объём составил 3.06 трлн руб. (15% от всех доходов), снизившись на 8.8% относительно аналогичного периода 2024 г. Отрицательную динамику наблюдалась по НДС на ввозимые товары (-7.7%), ввозные пошлины (-9.7%) и акцизы (-25.1%) – в связи со снижением импорта подакцизной продукции в рамках реализуемой политики импортозамещения. В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать изменение объёма импорта в долларах, курс рубля, а также изменение собираемости, включая изменения в законодательстве. В условиях небольшого прироста совокупного объёма импорта в долларовом выражении (+0.8%) доходов, укрепление курса рубля (среднее значение за январь-июль 2025 г. и 2024 г. – 85.9 руб./долл. и 90.2 руб./долл., соответственно) и снижение доли импорта подакцизных товаров являются основным фактором снижения бюджетных доходов от импорта – особенно в марте-июле 2025 г.

Исполнение расходов федерального бюджета



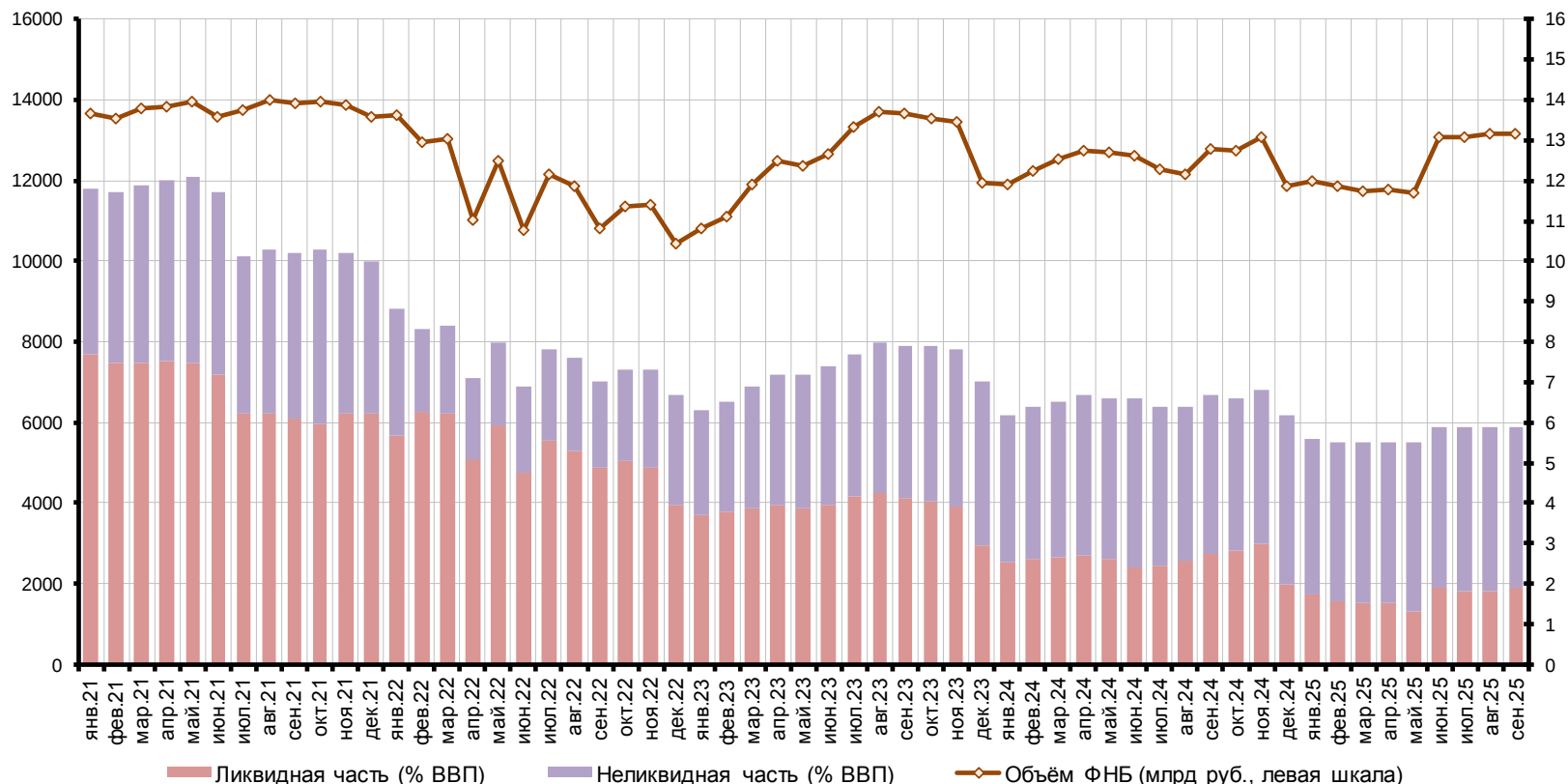
Исполнение расходов федерального бюджета за III кв. 2025 г. составило 22.7% (от утверждённых бюджетных назначений на 1 сентября 2025 г.). Как и в прошлых двух кварталах, отмечаются высокие относительно исторической динамики темпы исполнения расходов, что определяется их опережающим авансированием. Планируемый уровень бюджетных расходов превышает расходы за 2024 г. на 6.9%, при этом их объём за январь-сентябрь 2025 г. превышает аналогичный показатель прошлого года на 19.5%, что демонстрирует значительное увеличение темпов исполнения расходов в течение года. При условии осуществления расходов в соответствии с текущими планами их исполнение в IV кв. 2025 г. составит порядка 28%, что зафиксирует более равномерное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в течение текущего года.

Федеральный бюджет



По итогам I пол. 2025 г. доходы *федерального бюджета* составили 17.59 трлн руб., расходы – 20.98 трлн руб., дефицит – 3.39 трлн руб. (18.1%, 21.6% и 3.5% ВВП, соответственно). По сравнению с аналогичным периодом 2024 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 2.9%. Исполнение федерального бюджета по доходам составляет 45.7%. Наблюдается снижение объёма нефтегазовых поступлений на 16.9% ввиду более низких цен на нефть (59.2 долл./барр. в I пол. 2025 г. против 69.4 долл./барр. в I пол. 2024 г.) и укрепления национальной валюты (87.1 руб./долл. против 90.7 руб./долл.). В свою очередь, нефтегазовые доходы выросли на 12.8%, прежде всего, за счёт значительного прироста доходов, связанных с внутренним производством (внутренний НДС и акцизы, налог на прибыль, НДФЛ) в связи с реализуемой налоговой реформы. В II кв. 2025 г. продолжился существенный рост непроцентных расходов федерального бюджета, объём которых достиг 18.4% квартального ВВП, что значительно превышает многолетний уровень для данного временного периода. Дефицит бюджета составил 2.9% квартального ВВП (1.4 трлн руб.), значительная часть которого образовалась за счёт процентных расходов в размере 850 млрд руб.

Фонд национального благосостояния



На начало октября 2025 г. *объем ФНБ* составил 5.9% ВВП или 13.16 трлн руб., увеличившись на 20 млрд руб. относительно начала сентября. Минфин оценивает объем ликвидной части ФНБ, размещенной на счетах в Банке России, в 4.16 трлн руб. или 1.9% ВВП. Ликвидная часть увеличилась на 237.3 млрд руб. преимущественно в результате ослабления курса рубля и размещения средств в другие разрешенные финансовые активы. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 209.2 млрд юаней, 173.1 т золота. По итогам сентября объем неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 9.0 трлн руб. или 4.0% ВВП, сократившись на 216.9 млрд руб. за счёт снижения стоимости акций ПАО «Сбербанк» (-257.9 млрд руб.), ПАО «Аэрофлот» (-12.6 млрд руб.) и новых инвестиций. В сентябре средства Фонда, полученные за счёт продажи золота и частичного погашения ранее приобретённых облигаций, в целях финансирования инфраструктурных проектов были размещены на депозите в ВЭБ.РФ (26.5 млрд руб.), а также направлены на приобретение облигаций ППК «Фонд развития территорий» (0.2 млрд руб.) и привилегированных акций Банка ГПБ (АО) (30 млрд руб.).



Материал подготовили:

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

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Эксперт

Эксперт

Белоусов Д.Р.

Сальников В.А.

Ипатова И.Б.

Михайленко К.В.

Михеева О.М.

Поляков И.В.

Ахметов Р.Р.

Галимов Д.И.

Дешко А.В.

Медведев И.Д.

Панкова В.А.

Сабельникова Е.М.

Аблаев Э.Ю.

Ломоносов Д.К.