



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

17.11.2025

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

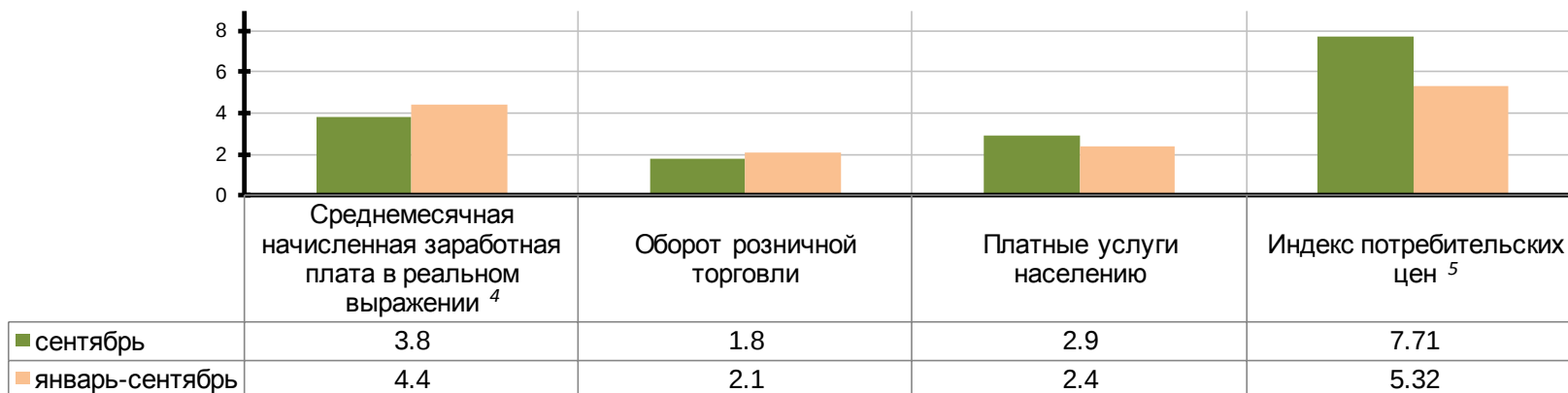
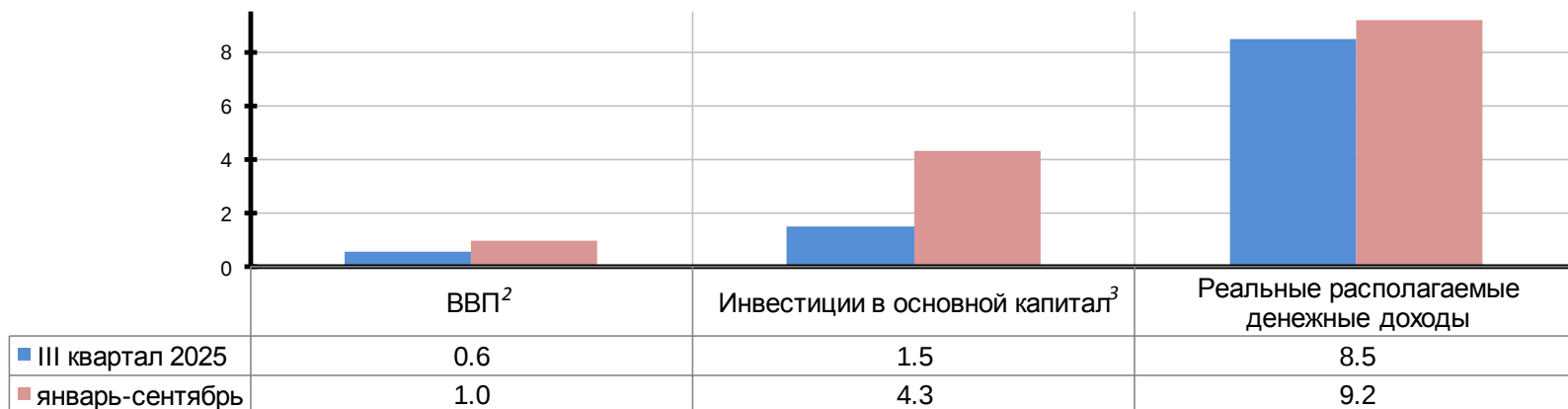
Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** в сентябре свидетельствуют о неустойчивости экономической ситуации. С одной стороны, коррекция ВВП и агрегата экономической активности (при)остановилась (ВВП, I кв.: -0.3%, II кв.: 0.0%, III кв.: +0.1%, сезонность устранена). С другой стороны, основные показатели как со стороны спроса (особенно – инвестиционного; в потреблении населения наблюдается стагнация), так и со стороны производства, достаточно быстро снижаются. В сфере производства, правда, есть позитивные исключения – сельское хозяйство и транспорт, где рост продолжается. Какая из тенденций – к стабилизации / медленному росту или к спаду, возобладает, покажет ближайшее время.
- **Промышленность** находится в пограничном состоянии, между стагнацией и снижением. В сентябре уровень выпуска по сравнению с предыдущим месяцем снизился на 1.0%, после роста на 0.6% в августе, при этом по итогам предыдущих трех месяцев объем производства практически не изменился (июль к апрелю: +0.1%, оценки с устранением сезонного и календарного факторов). Сентябрьский выпуск остаётся несколько выше уровня провального I квартала (на 0.5%), но заметно ниже пиковых значений мая (-2.4%) и, особенно, декабря (-3.6%).
- **Значение сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию** в августе увеличилось с 0.19 до 0.22, оставаясь выше критического порога (0.18). Соответственно, СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте ближайшего скользящего года (до июля 2026 г. включительно) российская экономика с высокой вероятностью войдет в стадию рецессии. Продолжению роста значения СОИ входа в рецессию способствовала негативная динамика ряда частых индикаторов, входящих в его состав: 1) повышение вероятности возникновения системного банковского кризиса (рост значения СОИ системного кризиса российского банковского сектора); 2) снижение сальдо счета текущих операций платежного баланса; 3) уменьшение позитивного влияния инерционного фактора (устойчивое снижение темпа прироста физического объема ВВП за скользящий год).
- **На мировых товарных биржах** по состоянию на конец октября – начало ноября ситуация дестабилизировалась: сочетание фундаментальных факторов (объявленное прекращение закупок золота Народным банком Китая) и крайне противоречивого новостного фона (тарифные войны, шатдаун в США, крайняя нестабильность сигналов в сфере глобальной безопасности) вызвали рывки цен на золото и, соответственно, нестабильность индикатора «золото-медь» (отметим – оба на исторически высоком уровне, что означает довольно высокий уровень воспринимаемых инвесторами рисков).
- **Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** в октябре «завис» в отрицательной области, что вполне естественно в условиях стагнации экономики (рецессии в отдельных секторах), высоких процентных ставок и рисков введения очередных санкций. Столь длительного – полугодового – периода негативных оценок ситуации менеджментом компаний не было со времен пандемии ковид (хотя там и падение на пике было гораздо глубже).
- **Инвестиционная активность** продолжает снижаться. От высоких значений середины 2024 г. до уровня дна 2022 г. «преодолено» уже 3/4 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. **В строительстве**, по состоянию на сентябрь, сохраняется тенденция к спаду. За сочетанием умеренного спада в «стройке» с обвалом в производстве стройматериалов, по всей видимости, стоит либо методологическая ошибка (более высокий вес крупнейших федеральных строек в наблюдениях), либо концентрация ресурсов на уже финализируемых проектах в ущерб запуску новых.

Макроэкономика. Главное - 2.

- 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, стимулирует 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, достигнув 39%.
- **Экспорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на август стагнирует как из-за санкций, так и вследствие общей ситуации на сырьевых рынках. Как уже отмечалось, ситуация со **входящим денежным потоком экспортеров** в целом стабилизировалась – но, скорее, «перестала ухудшаться»: стабилизация произошла на исторически довольно низком уровне.
- **Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена), по состоянию на август, довольно интенсивно снижается. Это – достаточно странно на фоне укрепления рубля и определяется, с одной стороны, кризисом спроса (инвестиционные товары!, отчасти – потребительские товары длительного пользования), с другой – ассортиментными сдвигами в пользу более дешевых товаров из-за усиливающихся бюджетных ограничений у потребителей.
- После ослабления рубля, наблюдавшегося на протяжении 2 кв. 2025 г., в октябре российская валюта неожиданно укрепилась как по отношению к доллару США (-1.9%), так и к евро (-3.5%). **Курс бивалютной корзины** (доллар США, евро) к рублю на 01.11.2025 составил 86.4 руб., снизившись на 2.7% за месяц. Укрепление рубля привело к тому, что его фактическая стоимость еще сильнее отделилась от теоретического уровня, обоснованного фундаментальными факторами (динамикой экспорта и импорта).
- В августе динамика **реальной заработной платы** немного скорректировалась – что, однако, не отменяет пока тенденции к росту реальной заработной платы (второй квартал: +0.7% в среднем за месяц, июль: +0.9%, август: - 0.9%, сезонность устранена). Соответственно, возобновился рост **реальных располагаемых доходов** населения (II кв.: +3.0% за период, III кв.: +1.7%, сезонность устранена). В **отраслевой структуре роста реальной заработной платы** ситуация несколько ухудшилась: общая динамика замедлилась – и по сравнению с июлем, и по сравнению с динамикой прошлых лет. Продолжается заметное торможение динамики заработной платы в прежних отраслях-лидерах: добыче полезных ископаемых (отметим, что в секторе наблюдается очень резкое падение рентабельности, и из-за низкого входящего денежного потока, и из-за налоговой нагрузки), менее резкое – в административной деятельности и отраслях социальной инфраструктуры.
- Динамика **потребления населения** по состоянию на сентябрь стала постепенно снижаться (второй квартал: +0.4% в среднем за месяц, июль: +0.5%, август: +0.6%, сентябрь: -0.1%, сезонность устранена). Не вполне ясно, намечается ли в данной сфере настоящее торможение (поддерживаемое кризисом потребительского кредитования) или речь идёт лишь о неочевидном статистически вытеснении традиционных покупок продовольствия населением приобретением его в организациях общественного питания. В итоге, «проблемной зоной» стал в основном рынок продовольствия (второй и третий кварталы: +0.1% в среднем за месяц, сезонность устранена). На остальных сегментах потребительского рынка ситуация не столь негативная: на рынке непродовольственных товаров и платных услуг последние два квартала небольшой рост.
- **Инфляция** в первой половине ноября существенно замедлилась. Если в октябре годовая инфляция к октябрю прошлого года составила 7.71%, то в ноябре, по данным на 10 ноября, она оценивается в 6.7-6.8%. Похоже, что фактором становится постепенно усиливающийся кризис потребительского спроса.

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 ВВП за III квартал – предварительная оценка Росстата, ВВП за январь-сентябрь – расчет ЦМАКП на основе данных Росстата

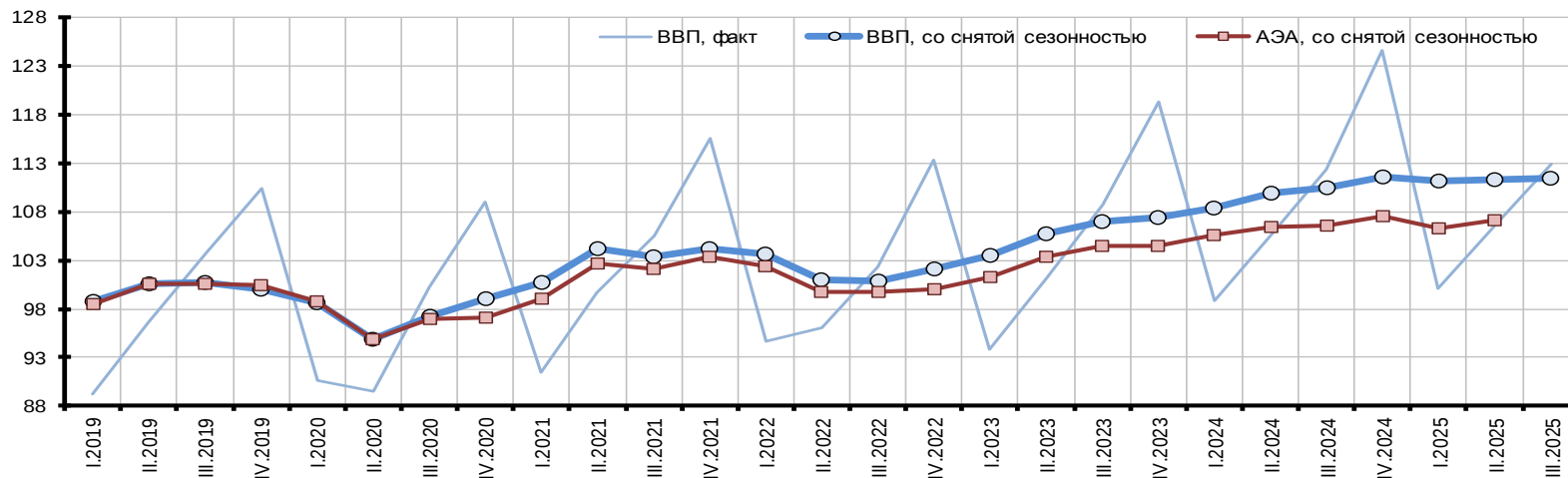
³ соответственно II квартал 2025 г. ко II кварталу 2024 г. и январь-июнь 2025 г. к январю-июню 2024 г.

⁴ соответственно август 2025 г. к августу 2024 г. и январь-август 2025 г. к январю-августу 2024 г.

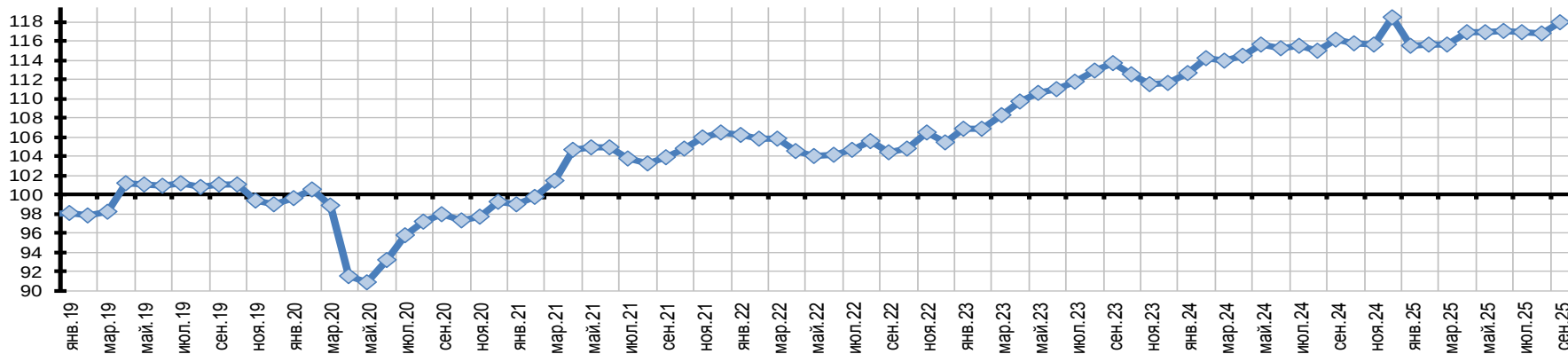
⁵ соответственно октябрь 2025 г. к октябрю 2024 г. и за период с начала 2025 г. по 10 ноября

Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)¹

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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

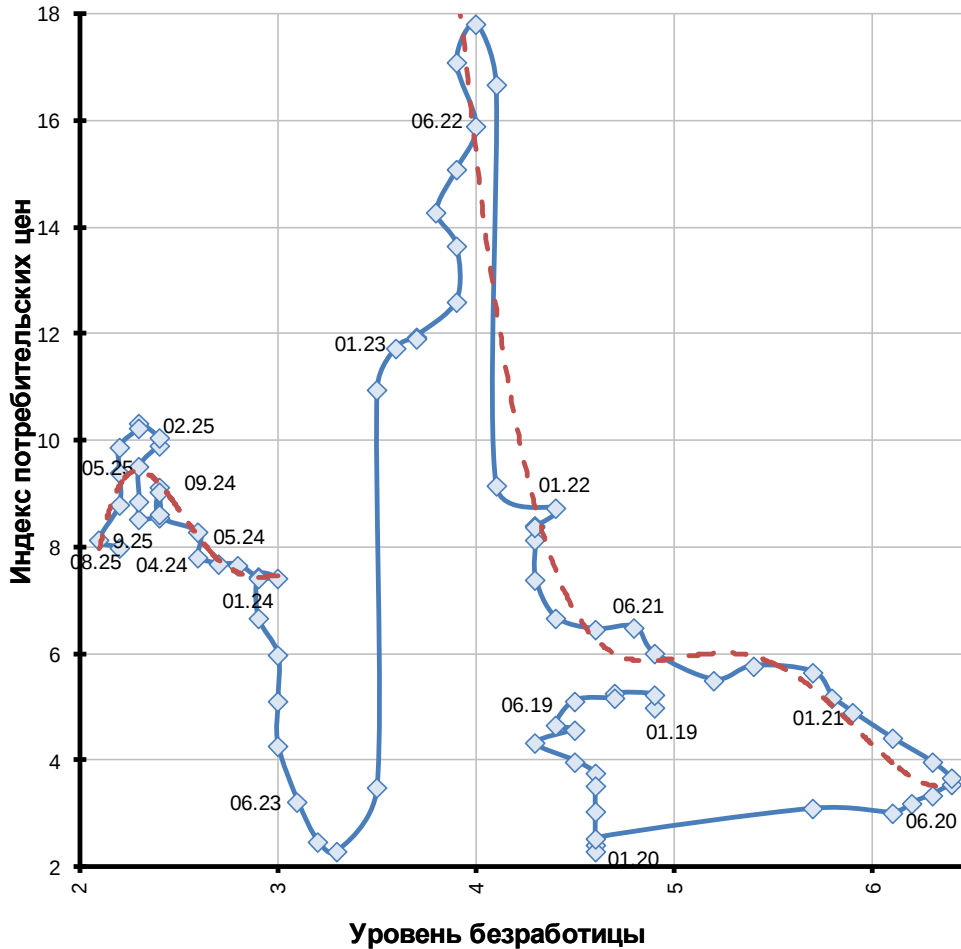


Высокочастотные данные об экономической динамике в сентябре свидетельствуют о неустойчивости экономической ситуации. С одной стороны, коррекция ВВП и агрегата экономической активности (при)остановилась (ВВП, I кв.: -0.3%, II кв.: 0.0%, III кв.: +0.1%, сезонность устранена). С другой стороны, основные показатели как со стороны спроса (особенно – инвестиционного; в потреблении населения наблюдается стагнация), так и со стороны производства, более или менее быстро снижаются. В сфере производства, правда, есть позитивные исключения - сельское хозяйство и транспорт, где рост продолжается. Какая из тенденций – к стабилизации / медленному росту или ко спаду, возобладаст, покажет ближайшее время.

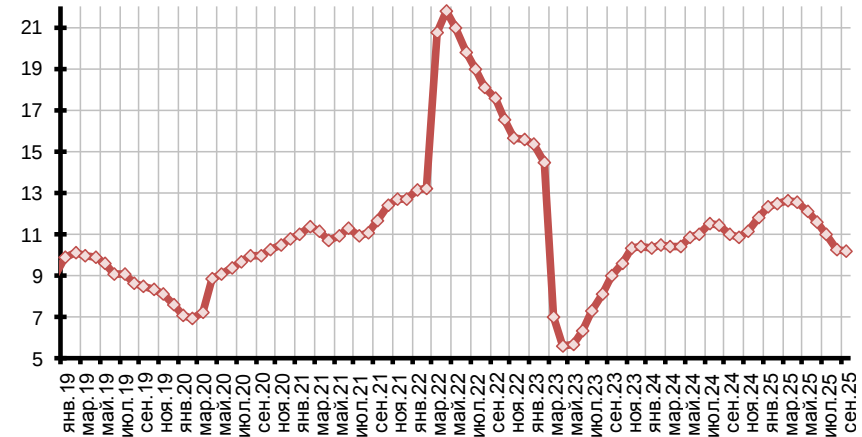
¹ Агрегат экономической активности – показатель динамики добавленной стоимости товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению. Здесь и на слайде 14 данные по АЭА за I квартал 2025 г. – предварительная оценка

Характеристики устойчивости экономической ситуации

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



Индекс несчастья Оукена¹



Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на сентябрь свидетельствуют о том, что в российской экономике, кажется, начинает формироваться новое равновесие при умеренно высокой инфляции и экстремально низкой безработице.

Уровень фундаментальной несбалансированности («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на сентябрь стабилизировался — в силу прекращения замедления инфляции и стабилизации безработицы.

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;
- снизился – и продолжает довольно уверенно падать - уровень инфляции;
- довольно высокий урожай привёл к переходу к улучшению ситуации в сельском хозяйстве;
- уровень выпуска в транспорте возрос.

Плохо:

- в основной массе гражданских секторов промышленности – спад¹;
- рентабельность в основных отраслях промышленности быстро падает, растёт разрыв между рентабельностью и процентной ставкой;
- наметился спад в сфере инвестиций, особенно – в машины и оборудование¹;
- сохраняется стагнация экспорта товаров (в текущих ценах, сезонность устранена)¹;
- наметилась стагнация потребления населения, в основном, в сфере продаж продовольствия.

Признаки улучшения:

- на мировом рынке перестало ухудшаться соотношение золото/медь – уровень воспринимаемых инвесторами рисков, по крайней мере, не нарастает;
- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска¹;
- продолжается (медленное) снижение ключевой ставки Банка России. Есть заявления, что «фалли снижения» будет продолжаться, как минимум, до второй половины 2026 г.;
- улучшилась ситуация с инфляцией по корзине потребления малообеспеченного населения. Уровень реальных пенсий, пересчитанных по этому уровню инфляции, превысил прошлогоднее значение¹;
- возникли признаки адаптации авторынка к новой ситуации¹.

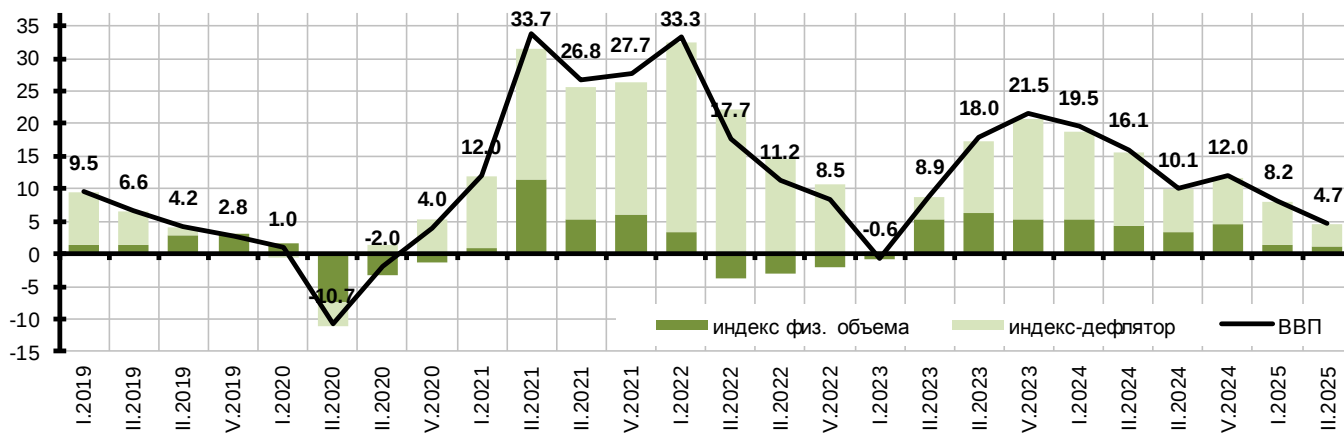
Признаки ухудшения:

- растёт разрыв между рентабельностью и процентной ставкой, дестимулирующий частные инвестиции в основной капитал;
- основным драйвером экономики является потребление домашних хозяйств, но его дальнейшее расширение упирается в возможности интенсивного наращивания оплаты труда;
- прекратилось падение входящего денежного потока экспортеров – правда, на очень низком уровне, создающем риски для воспроизводства капитала;
- 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 компаний¹;
- несмотря на снижение ключевой ставки, её реальный (с учётом инфляции) уровень в России – один из самых высоких в мире;
- нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний – на запредельно высоком уровне¹;
- 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)¹;
- сводный опережающий индикатор рецессии указывает на риск спада в конце 2025 – начале 2026 гг.

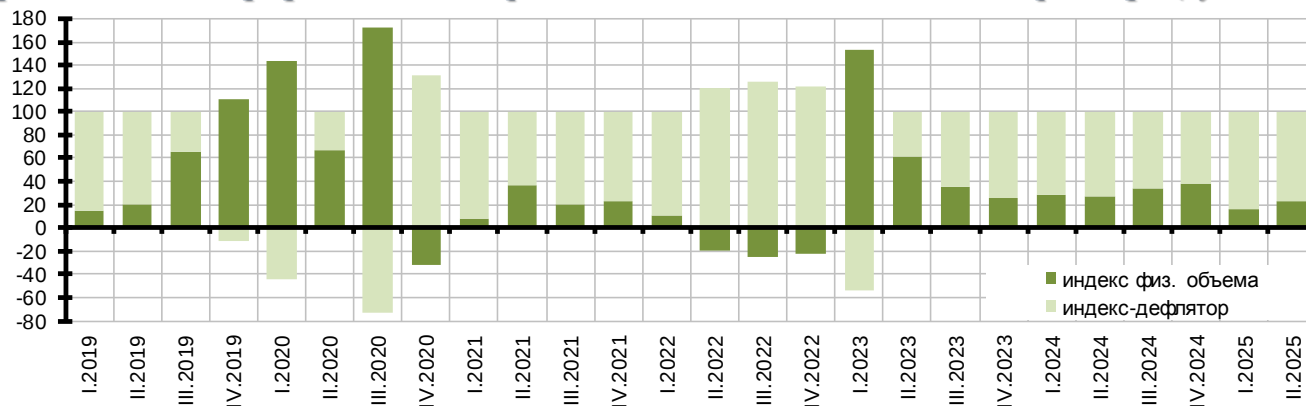
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика ВВП в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора¹

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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

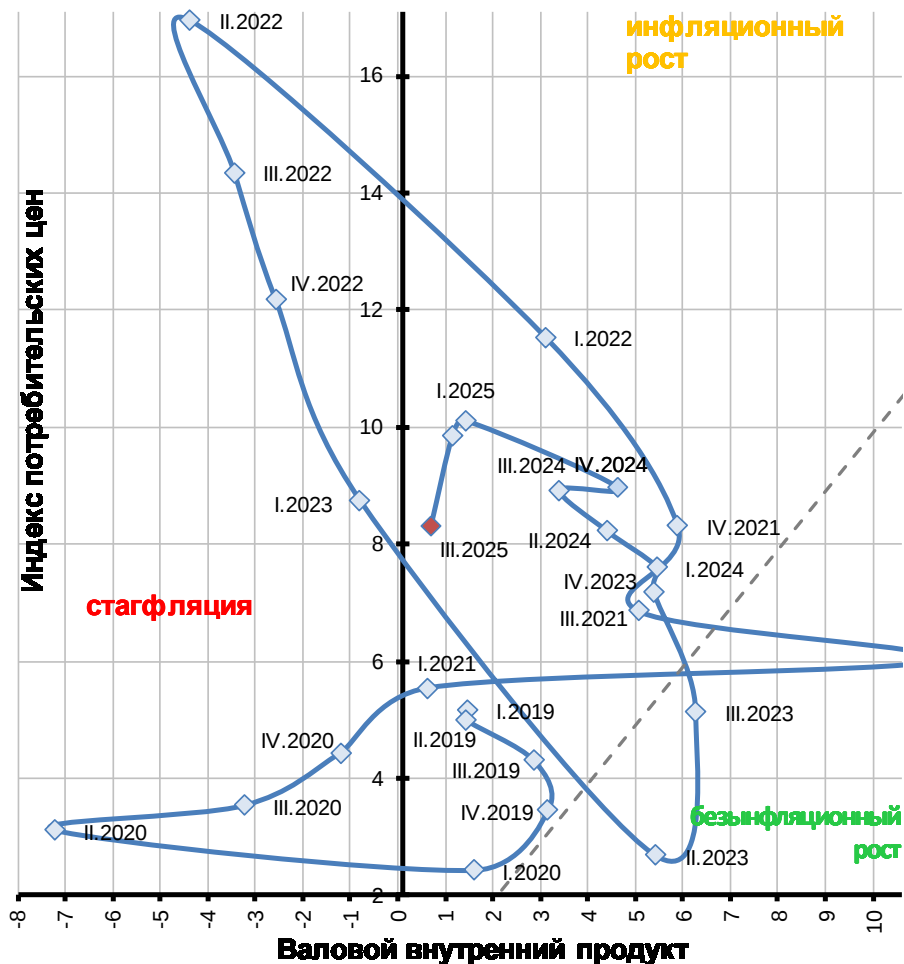


Во II кв. на уровне экономики в целом *соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска* остается, в целом, негативным: в условиях торможения спроса основная его часть (правда, во втором квартале чуть меньшая, чем в первом) «уходит» в рост цен, а не в расширение физических объёмов спроса.

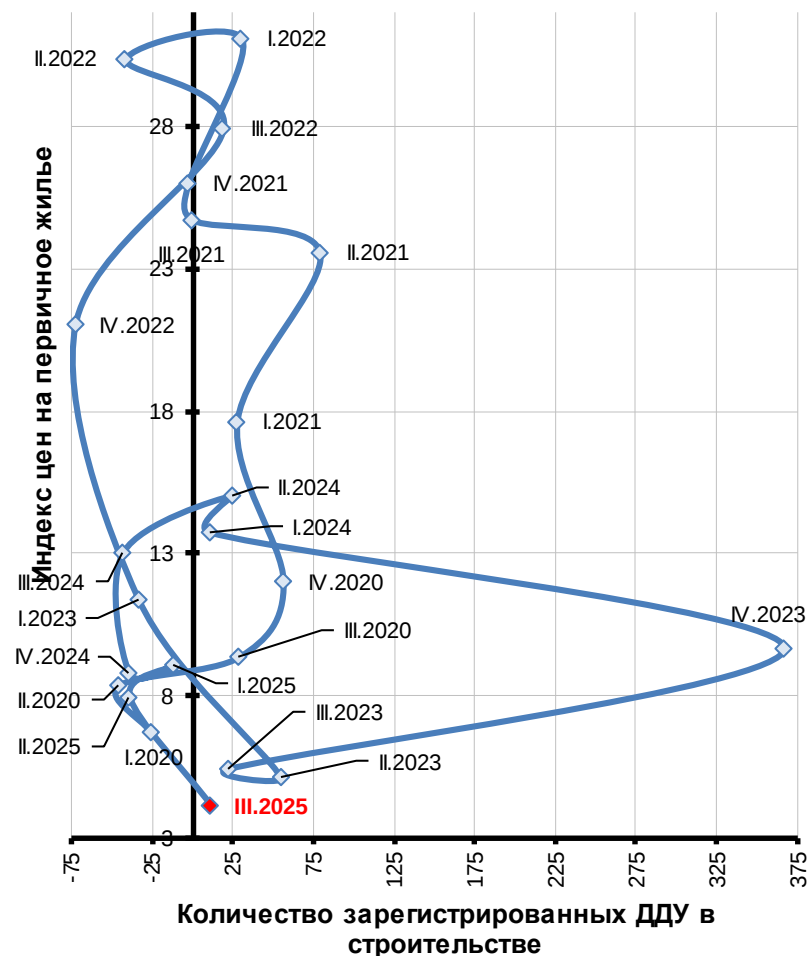
Вновь подчеркнем, что выводы здесь надо делать осторожно из-за крайне низкого качества данных о дефляторах.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика инфляции и экономического роста, квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %)¹



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 в III кв. ситуация чуточку улучшилась: на фоне очень умеренного роста цен на жильё количество зарегистрированных сделок чуть увеличилось (после трех кварталов спада – так что положительные выводы делать рано).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика промышленного производства

темпы прироста к предыдущему месяцу,
сезонность устранена, %

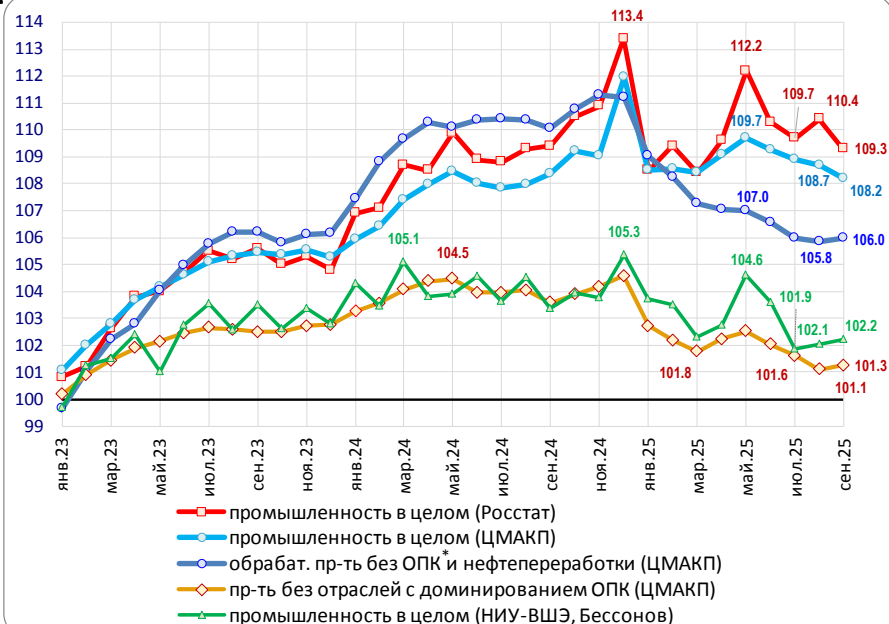
	I кв.	II кв.	III кв.	август	сентябрь
Промышленное производство					
данные Росстата	-1.5	0.6	-0.3	0.6	-1.0
оценка ЦМАКП	-1.0	0.3	-0.3	-0.2	-0.4
Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	-0.8	0.3	0.2	-0.3	0.5
Обрабатывающие производства	-1.1	0.3	-0.6	-0.1	-0.9
Производство пищевых продуктов	-0.4	0.1	0.1	-0.1	0.7
Сырьевые производства	0.0	-0.2	-0.6	-0.6	-0.3
Производство нефтепродуктов	-0.1	0.4	-1.6	-2.4	-0.4
Товары инвестиционного спроса	-2.2	-0.6	-1.8	-1.5	-2.3
Производство ТДП	-0.7	-1.5	-0.5	-2.2	-1.1
Производство непродовольственных товаров повседневного спроса	-0.8	0.4	-0.3	-0.1	1.7
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.3	0.3	-0.1	-0.4	-0.1

Индекс к соответствующему периоду предшествующего года (СППГ) – запаздывающий индикатор, отражающий итоги работы промышленности за последние 12 месяцев – последовательно понижается, но пока остаётся в слабоположительной зоне (сентябрь: 100.3% после 100.5% в августе и 100.7% в июле). При этом индекс СППГ по промышленности за вычетом отраслей с доминирующим присутствием оборонных производств оценивается в 98.9%, а в гражданских обрабатывающих отраслях (и за вычетом нефтепереработки) – в 98.2%.

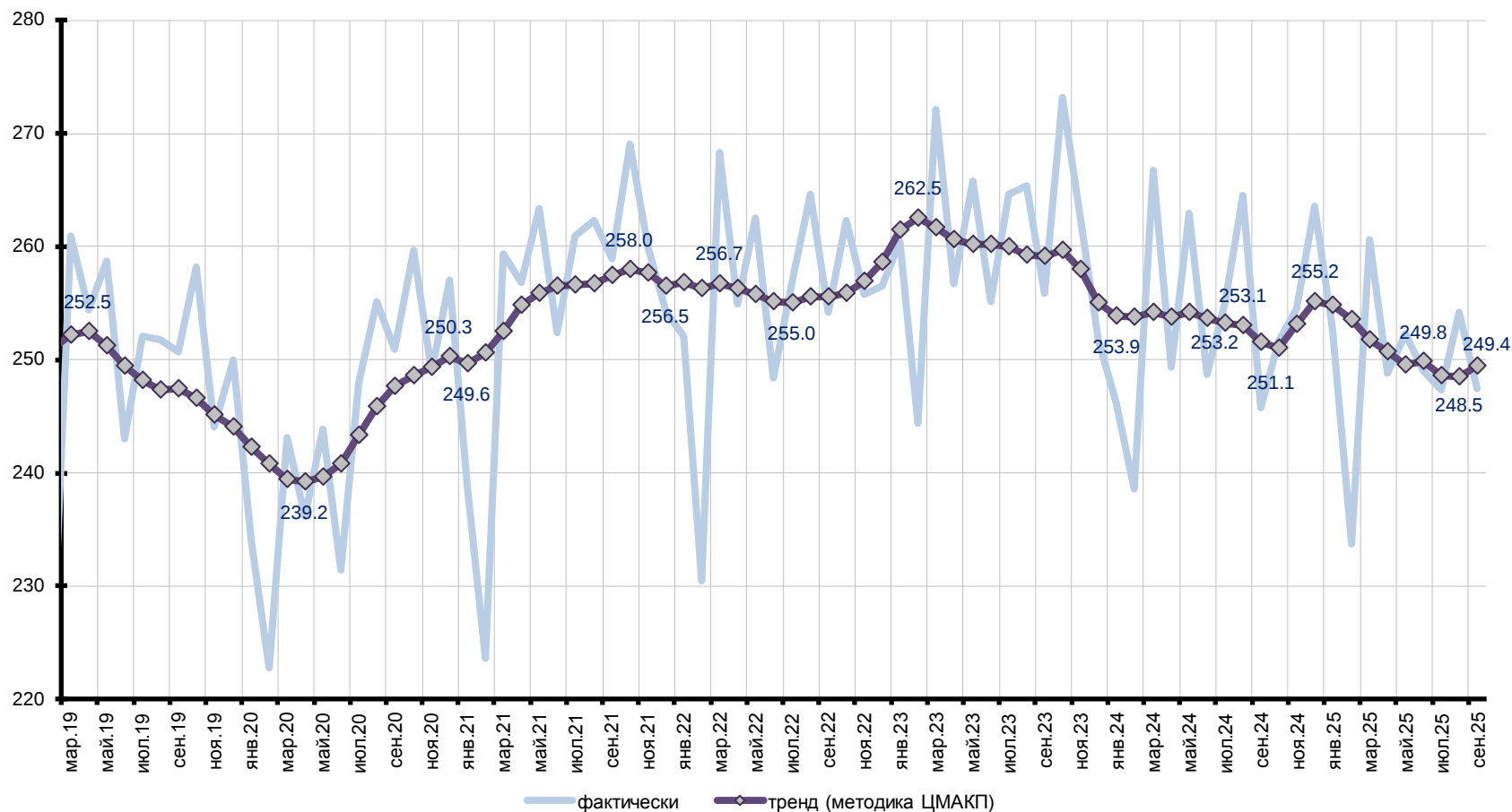
* промышленность за вычетом: производства готовых металлоизделий, не включенных в другие группировки; компьютеров, электронных и оптических изделий; летательных аппаратов; прочих транспортных средств, не включенных в другие группировки

По данным Росстата, промышленность находится в пограничном состоянии, между стагнацией и снижением. В сентябре уровень выпуска по сравнению с предыдущим месяцем снизился на 1.0%, после роста на 0.6% в августе, при этом по итогам предыдущих трех месяцев объем производства практически не изменился (июль к апрелю: +0.1%, оценки с устранением сезонного и календарного факторов). Сентябрьский выпуск остаётся несколько выше уровня провального I кв. (на 0,5%), но заметно ниже пиковых значений мая (-2.4%) и, особенно, декабря (-3.6%). По оценке ЦМАКП, в августе небольшого «подскока» объёмов производства не наблюдалось, уровень выпуска снижается уже четвёртый месяц подряд со средним темпом -0.3% в месяц.

среднемесячный уровень 2021 = 100,
с исключенной сезонностью



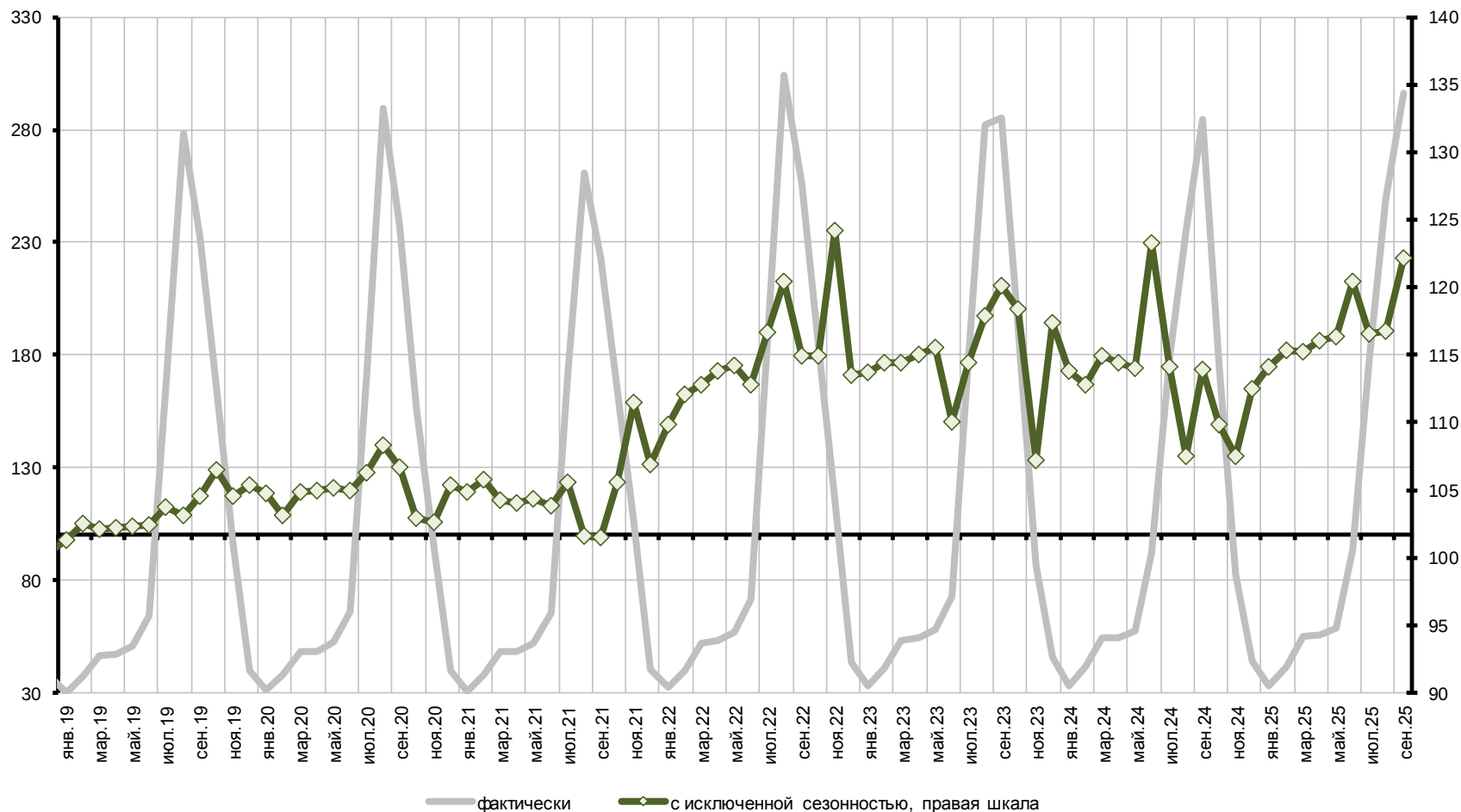
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)¹



Приостановилось снижение грузооборота транспорта (без учета трубопроводного), в сентябре наметился слабый восстановительный рост. Впрочем, с учетом имевшего место продолжительного снижения, пока интенсивность грузооборота остается на низком уровне (более низкие значения наблюдались лишь в 2020 г., на фоне «ковидного кризиса» и локдаунов).

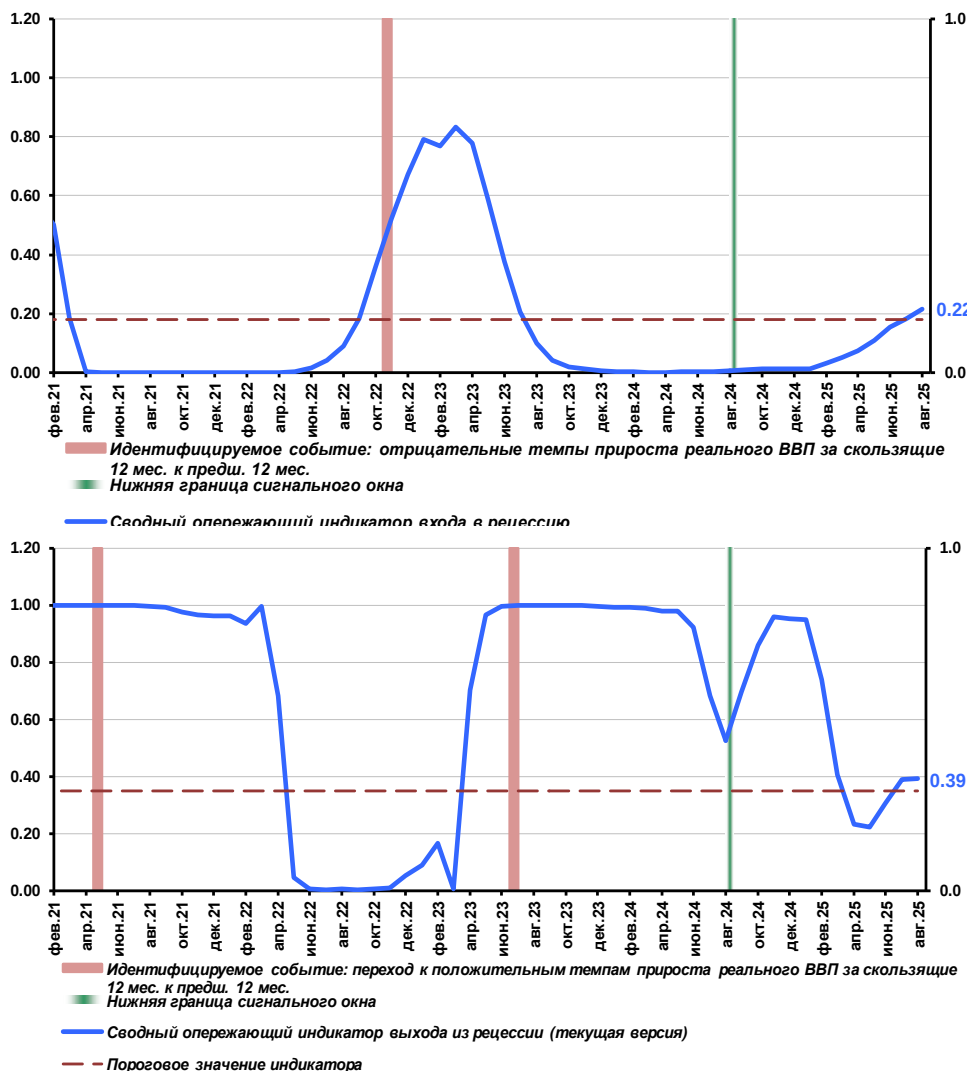
¹ является косвенным индикатором экономической активности

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



Выпуск в сельском хозяйстве, по состоянию на сентябрь, заметно подскочил, вернувшись на траекторию поступательного роста, характерную для первого полугодия. С учётом высокого веса сентября в формировании годового итога (фактор сбора урожая) это – очень позитивный тренд.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

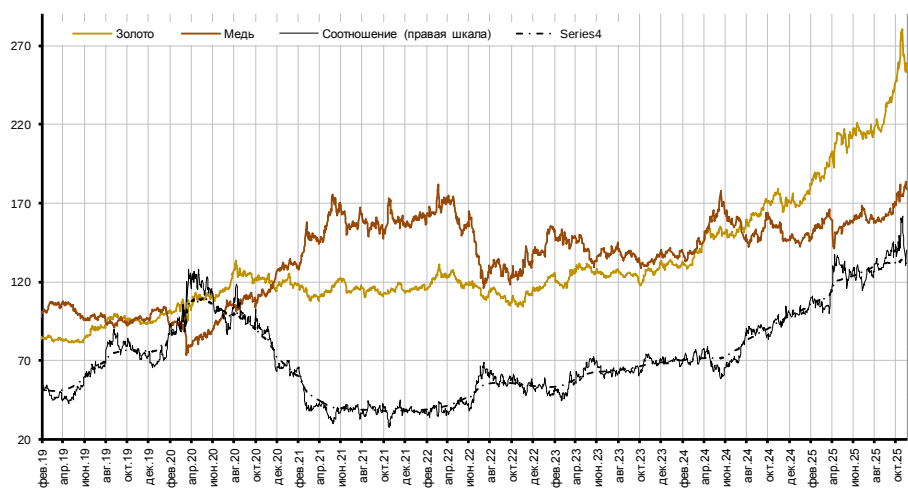


Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в августе увеличилось с 0.19 до 0.22, оставаясь выше критического порога (0.18). Соответственно, СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте ближайшего скользящего года (до июля 2026 г. включительно) российская экономика с высокой вероятностью войдет в стадию рецессии. Продолжению роста значения СОИ входа в рецессию способствовала негативная динамика ряда частых индикаторов, входящих в его состав: 1) повышение вероятности возникновения системного банковского кризиса (рост значения СОИ системного кризиса российского банковского сектора); 2) снижение сальдо счета текущих операций платежного баланса; 3) уменьшение позитивного влияния инерционного фактора (устойчивое снижение темпа прироста физического объема ВВП за скользящий год).

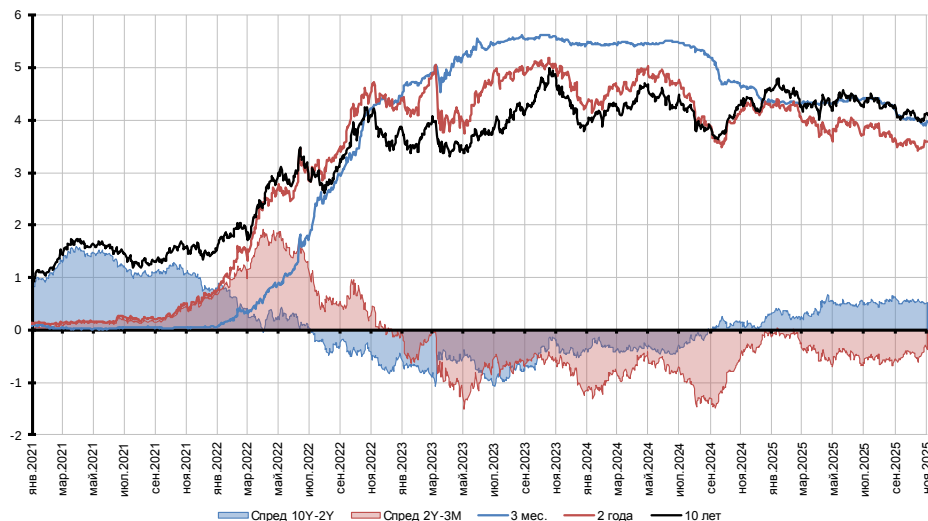
Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) выхода российской экономики из рецессии* в августе сохранялось на уровне предшествующего месяца и составляло 0.39, оставаясь выше критической отметки (0.35). Таким образом, на данный момент сигнал о том, что приближающаяся рецессия окажется затяжной (более четырех кварталов подряд), отсутствует. Несмотря на то, что рост значения СОИ возникновения системного кризиса банковского сектора и снижение счета текущих операций платежного баланса действовали в сторону повышения значения СОИ выхода из рецессии, их негативное влияние скомпенсировали замедление роста реального эффективного курса рубля (что, при продолжении данной тенденции, может способствовать улучшению сальдо торгового баланса России) и положительный прирост индикатора уверенности российского бизнеса (рассчитываемого в методологии OECD).

Индикаторы рисков в мировой экономике

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



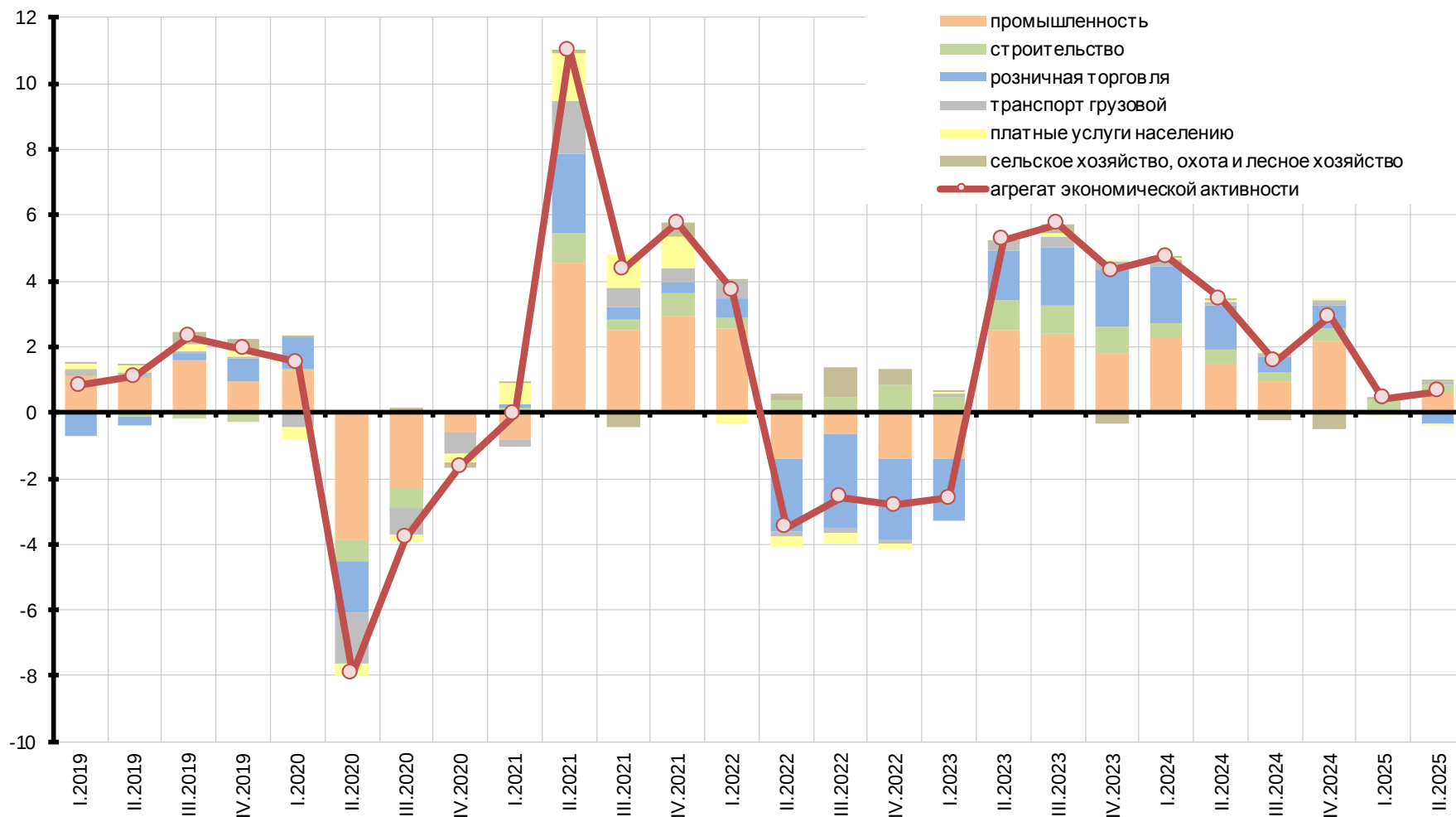
Оценки рисков финансового кризиса в США (доходности ценных бумаг США, % годовых)



На *мировых товарных биржах* по состоянию на конец октября ситуация дестабилизировалась: сочетание фундаментальных факторов (объявленное прекращение закупок золота Народным банком Китая) и крайне противоречивого новостного фона (тарифные войны, самый длительный шатдаун в США, который только что закончился, крайняя нестабильность сигналов в сфере глобальной безопасности) вызвали рывки цен на золото и, соответственно, **нестабильность индикатора** «золото-медь» (отметим – оба на исторически высоком уровне, что означает довольно высокий уровень воспринимаемых инвесторами рисков).

К началу ноября *структура доходностей на рынке казначейских бумаг США* изменилась незначительно, сохранив основные тенденции предыдущего месяца. Процесс нормализации кривой остаётся на вялотекущем уровне: спред между доходностями 10-летних и 2-летних облигаций (10Y–2Y) колеблется в слабopоложительной зоне, что продолжает указывать на умеренный оптимизм в отношении долгосрочных инфляционных и экономических ожиданий. При этом инверсия краткосрочного участка (2Y–3M) по-прежнему выражена и практически не сократилась, отражая сохраняющиеся ожидания замедления роста экономики. К началу ноября рынок остаётся в состоянии неопределённости: устойчивые ожидания мягкой дезинфляции и снижение волатильности длинного конца кривой компенсируются слабой динамикой коротких ставок, чувствительных к политике ФРС.

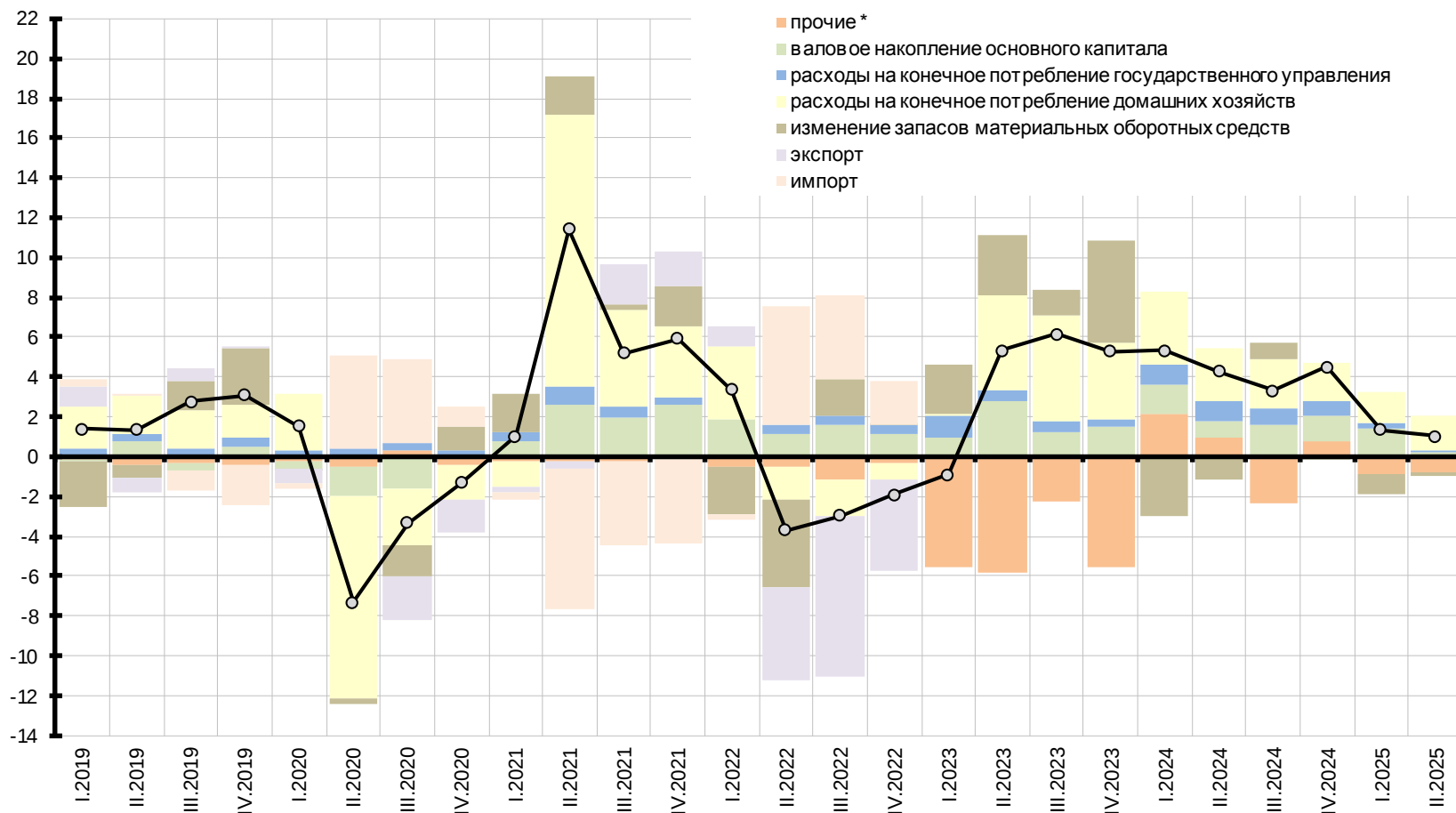
Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)¹



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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

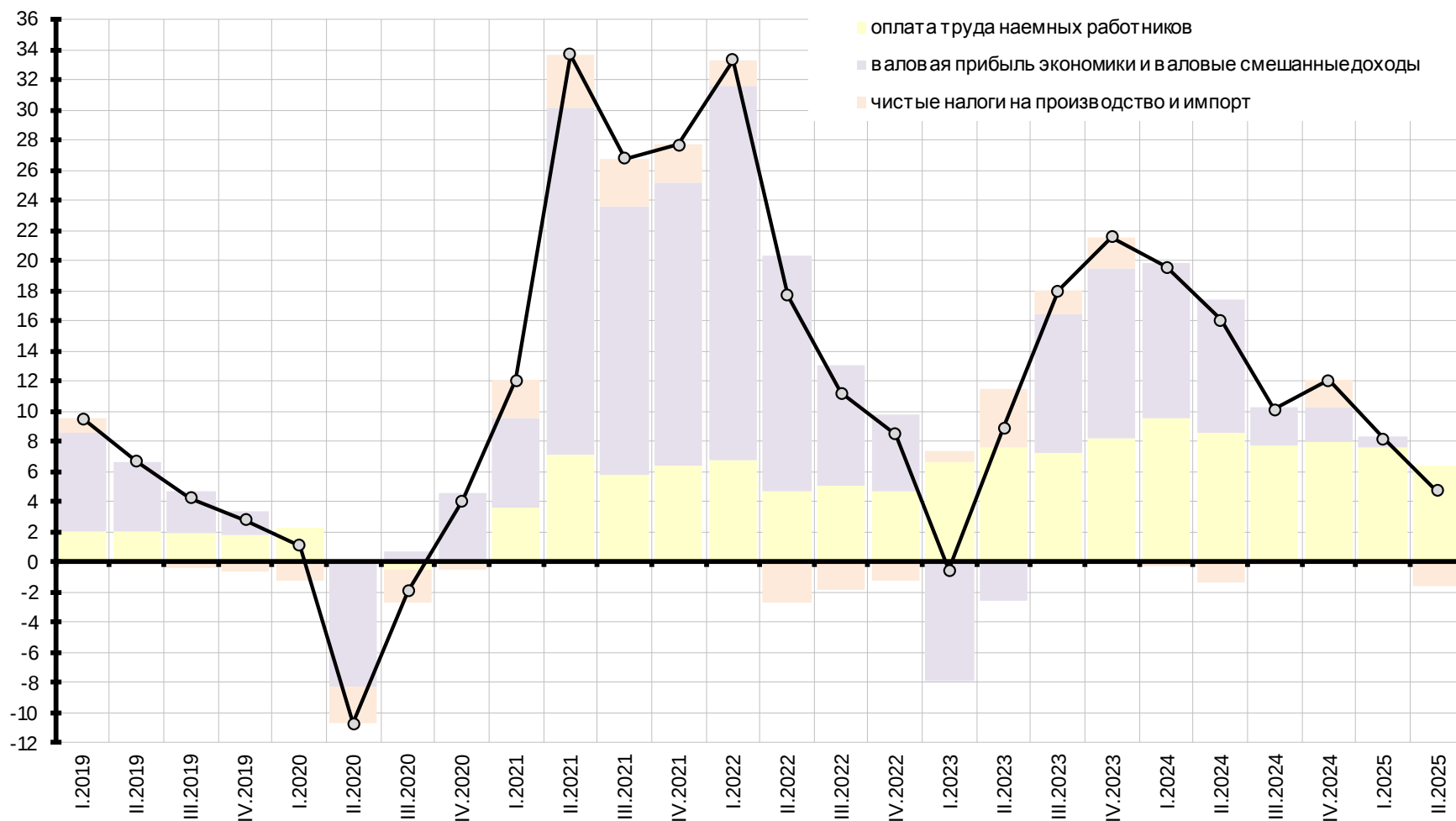


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

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).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



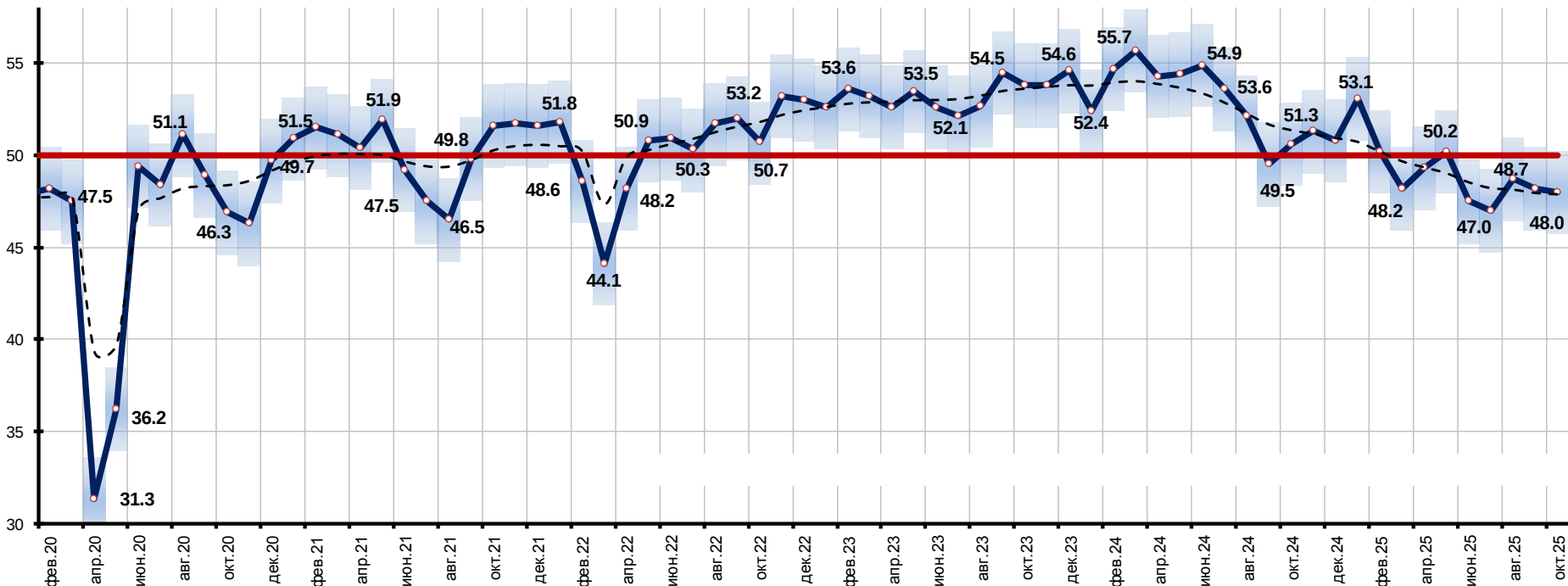
¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать методологических проблем, связанных с дефлированием отдельных компонентов ВВП по доходам

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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценки ситуации и поведение компаний

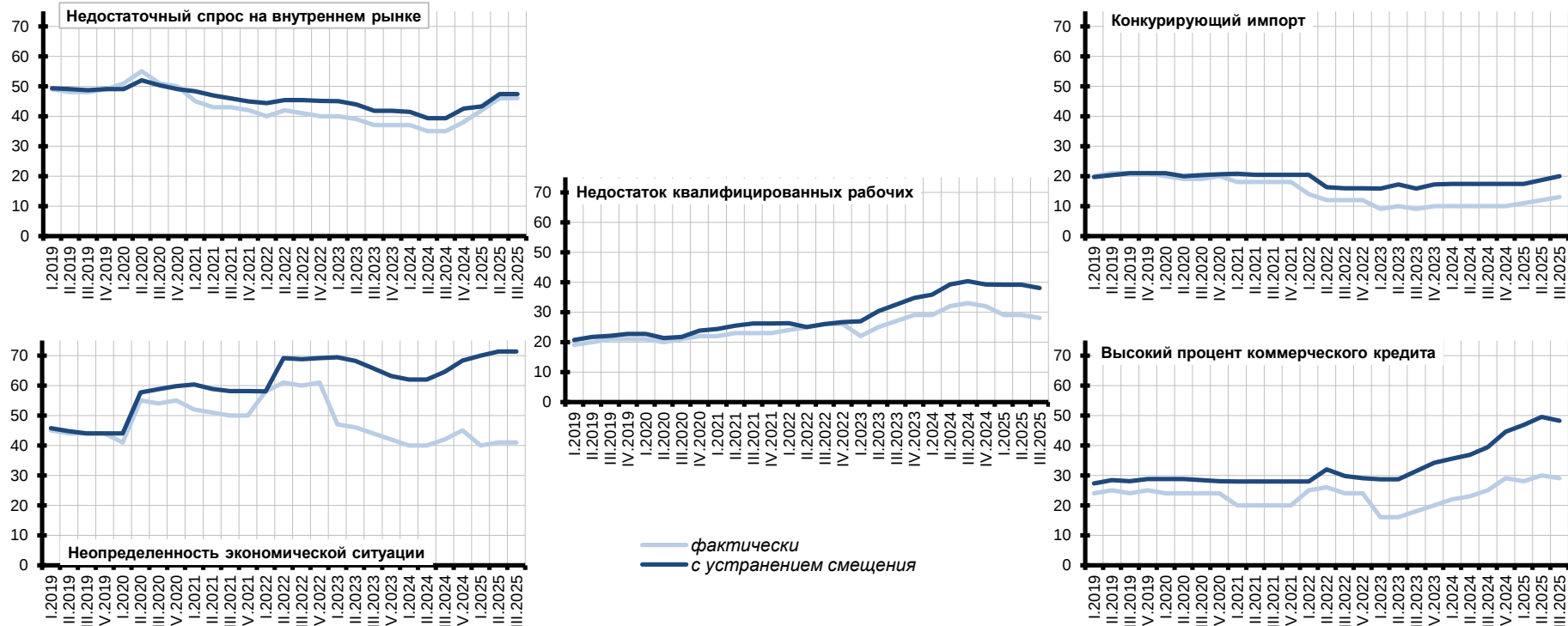
Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (%)



Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей в октябре «завис» в отрицательной области, что вполне естественно в условиях стагнации экономики (рецессии в отдельных секторах), высоких процентных ставок и рисков введения очередных санкций. Столь длительного – полугодового - периода негативных оценок ситуации менеджментом компаний не было со времен пандемии ковид (хотя там и падение на пике было гораздо глубже).

Оценки ситуации и поведение компаний¹

Факторы, ограничивающие рост в обрабатывающих производствах (по данным на последний месяц квартала)¹ фактически и с устранением смещения^{2, 3}



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.

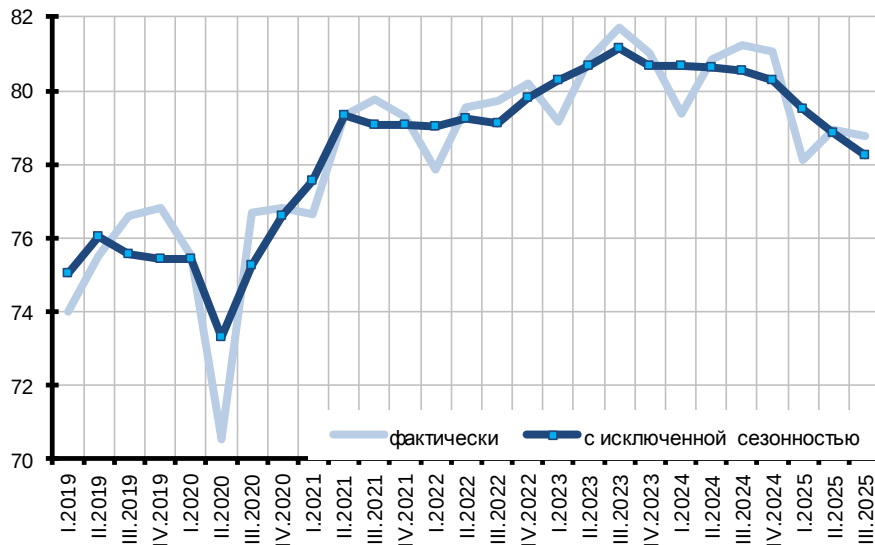
¹ Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата

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

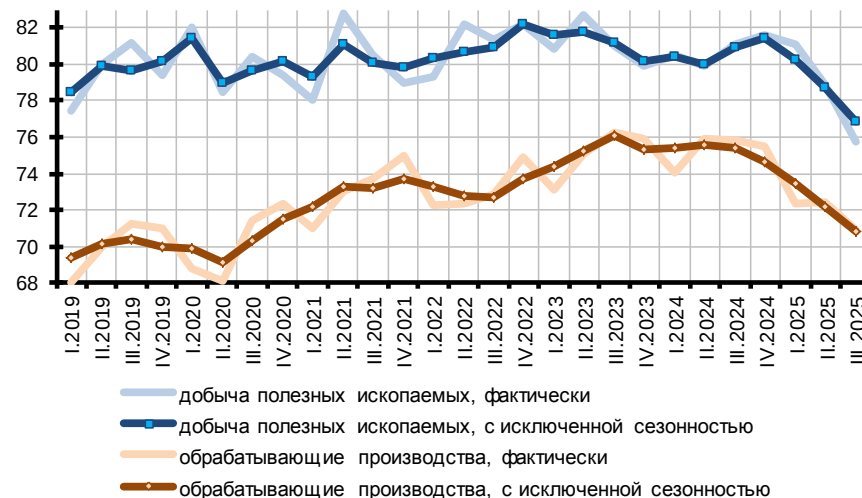
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Загрузка производственных мощностей по результатам опросов Банка России¹

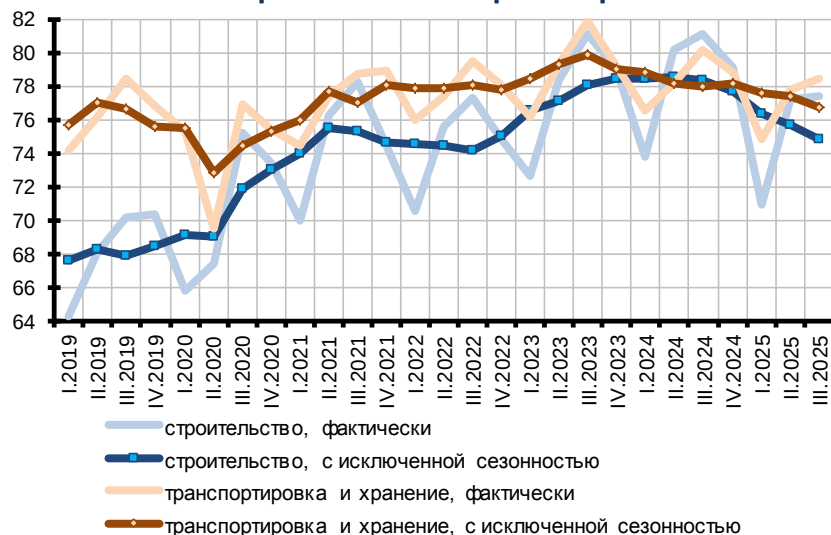
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



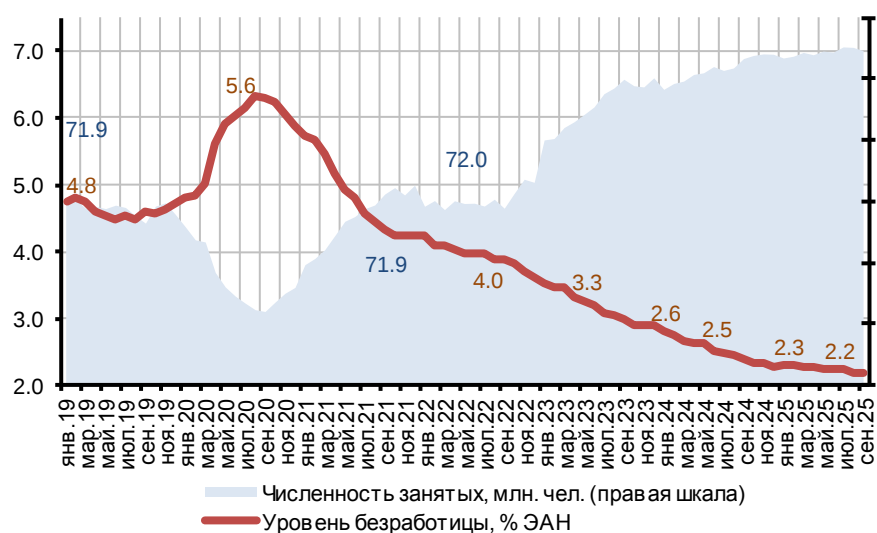
Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в III кв. в целом по экономике продолжает падать, причем фронтально. Она вышла на уровень 78% (сезонность устранена), то есть «в целом по экономике» проблемы перегрузки мощностей уже нет:

- в добыче полезных ископаемых на фоне санкций и политики ОПЕК+ уровень загрузки упал до минимального уровня с начала, как минимум, 2019 г.;
- в обрабатывающей промышленности уровень загрузки упал уже до 70% (сезонность устранена), что, как уже отмечалось, можно оценивать, как «отсутствие мощностных ограничений на рост»;
- в логистических отраслях загрузка снижается очень медленно, в настоящее время – до 77% мощностей (сезонность устранена);
- в строительстве загрузка мощностей довольно быстро падает, до 75% (сезонность устранена), что отражает развитие кризиса в отрасли.

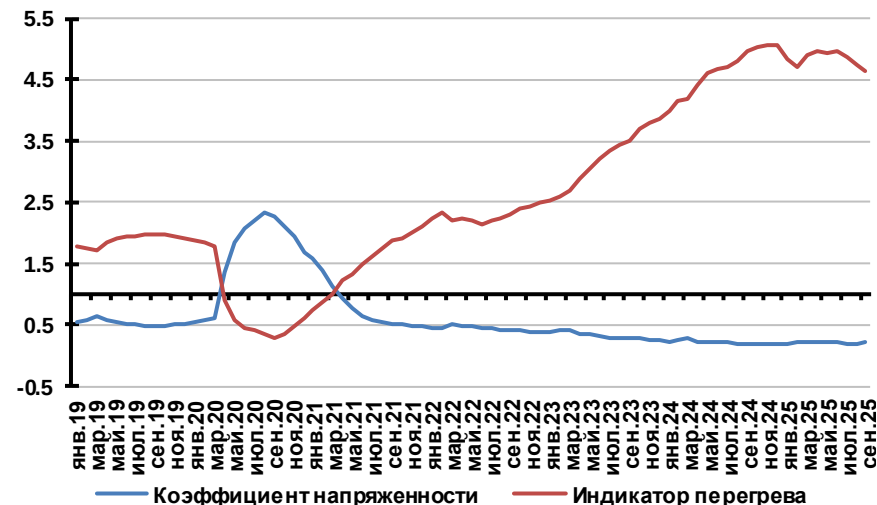
¹ Данные мониторинга предприятий по вопросу "Уровень использования производственных мощностей на предприятии", %

Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



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



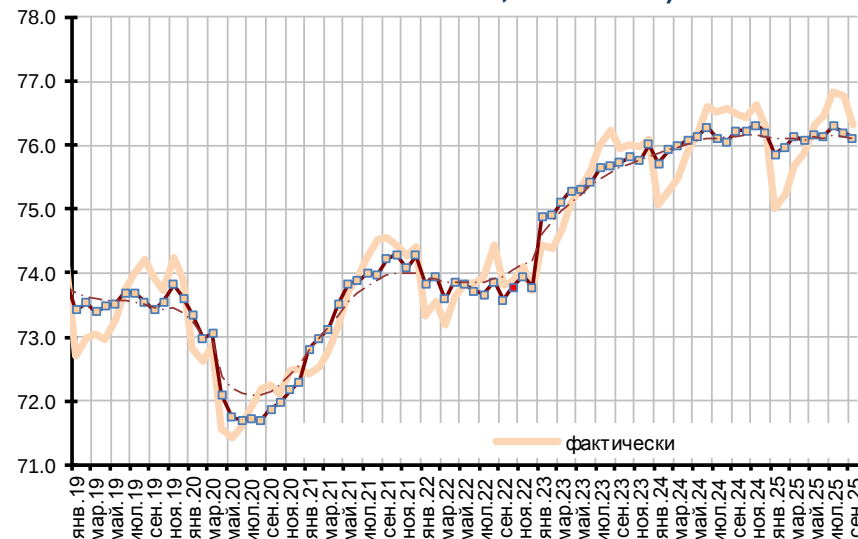
На рынке труда в сентябре сложилась неустойчивая ситуация.

Уровень безработицы стабилизировался — правда, на исторически минимальном уровне.

При этом спрос на труд (с устранением действия сезонного фактора) не только перестал расти, но и начал понемногу снижаться.

Соответственно, начал медленно снижаться коэффициент напряженности на рынке труда — впервые с 2020 г.

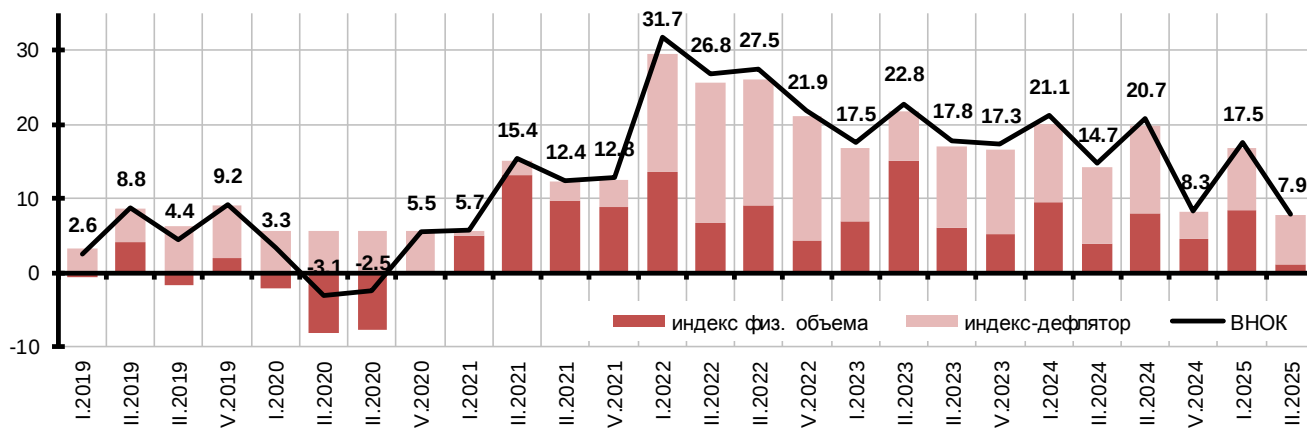
Совокупный спрос на труд в российской экономике (численность занятых+ вакансии, млн. чел.)



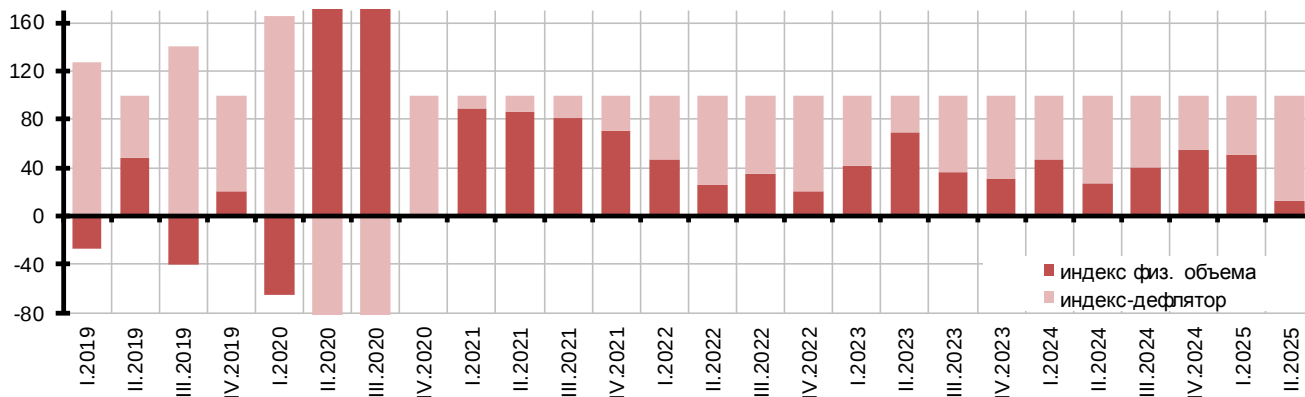
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда — численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию
Индикатор перегрева на рынке труда — количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах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

Динамика валового накопления основного капитала в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора¹

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)



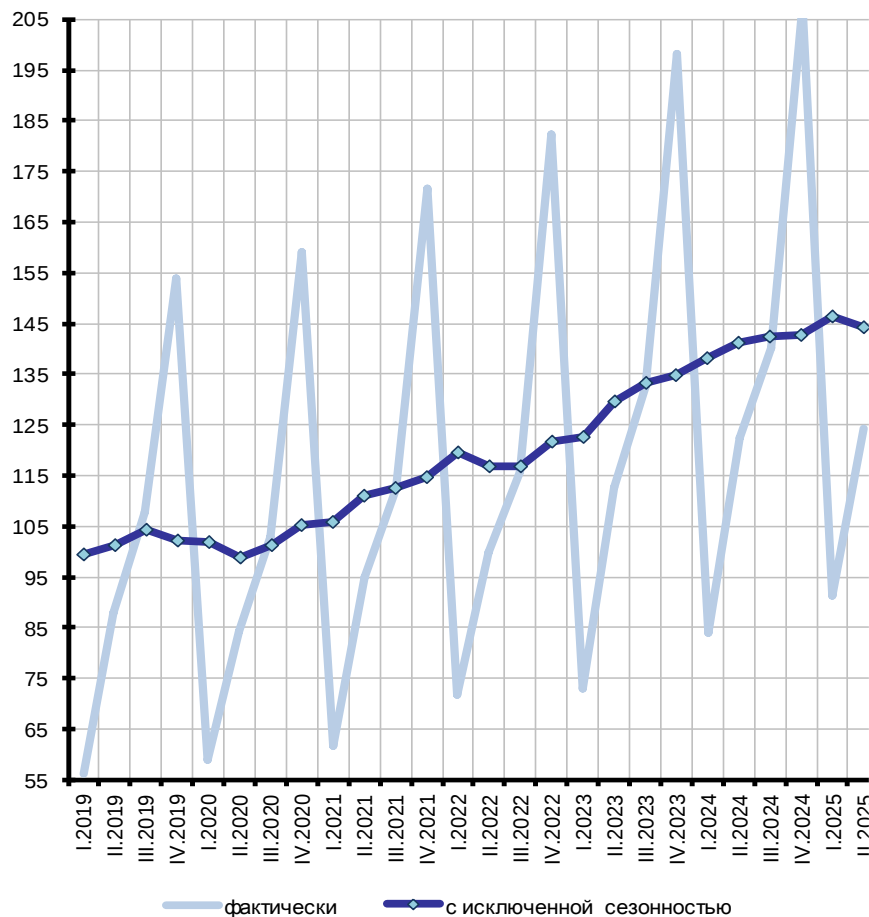
Во II кв. в инвестиционной сфере тенденция *трансмиссии спроса в рост*, похоже, начинает ломаться – и в данной сфере прирост спроса стал «уходить» не в расширение физобъёмов инвестиций, а в рост цен. Другое дело, что пока утверждать о состоявшейся смене тренда по одной точке и с учетом методологических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

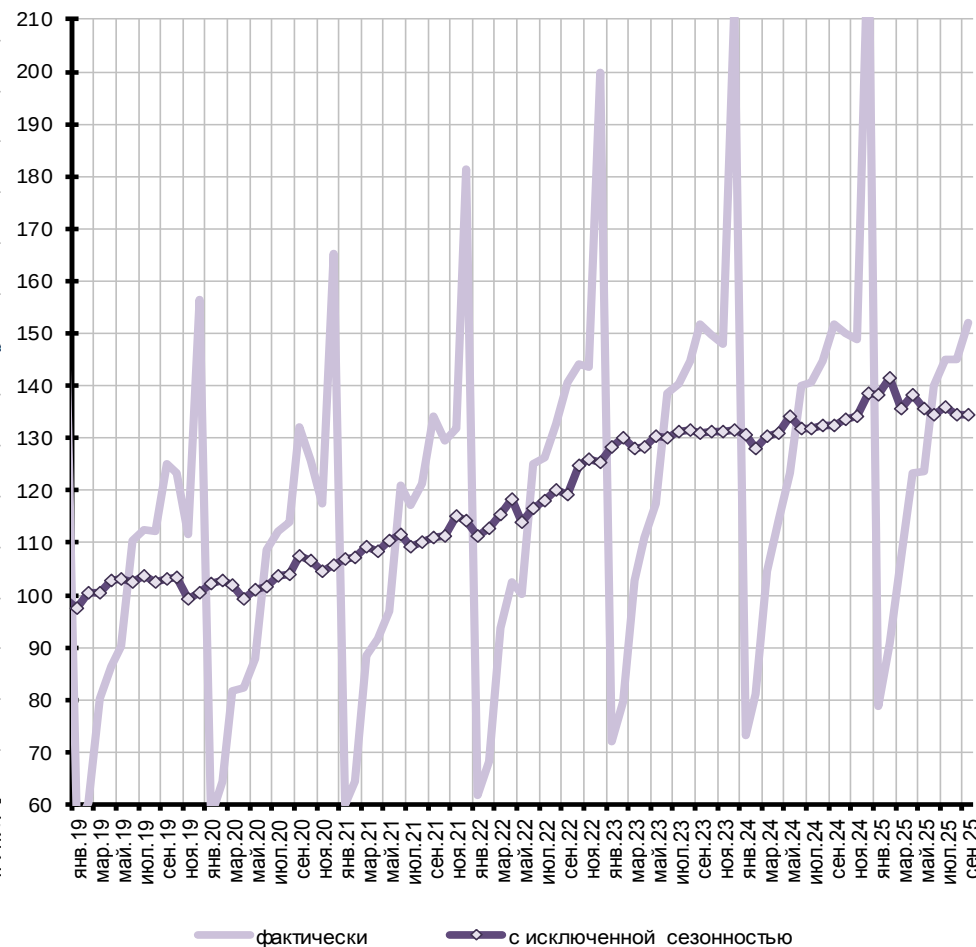
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



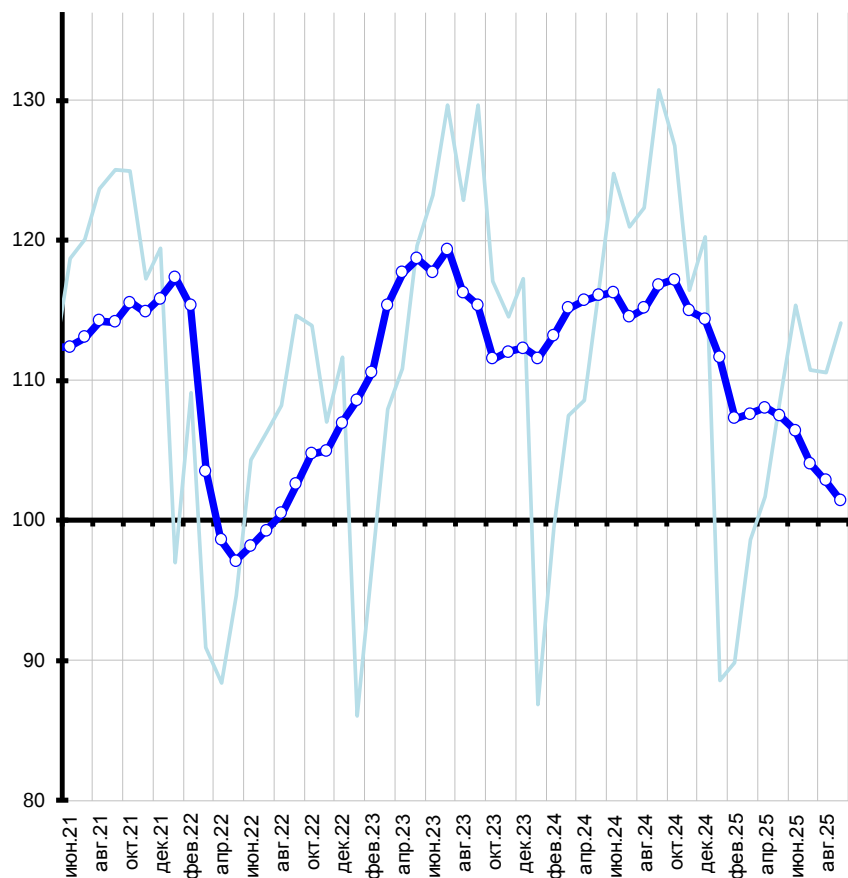
Во II кв. *инвестиции в основной капитал*, заметно снизились – и теперь можно говорить, скорее, об их стагнации (I кв.: +2.5% к пред. кварталу, II кв.: -1.4%, сезонность устранена). При этом, судя по высокочастотной динамике индикатора предложения инвестиционных товаров, ситуация довольно быстро ухудшается.

В *строительстве*, по состоянию на сентябрь, сохраняется тенденция к спаду (I кв.: -0.7% в среднем за месяц, II кв.: -0.3%, июль: +1.3%, август: -1.2%, сентябрь: -0.1%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, за сочетанием умеренного спада в «стройке» с обвалом в производстве стройматериалов, по всей видимости, стоит либо методологическая ошибка (более высокий вес крупнейших федеральных строек в наблюдениях), либо концентрация ресурсов на уже финализируемых проектах в ущерб запуску новых.

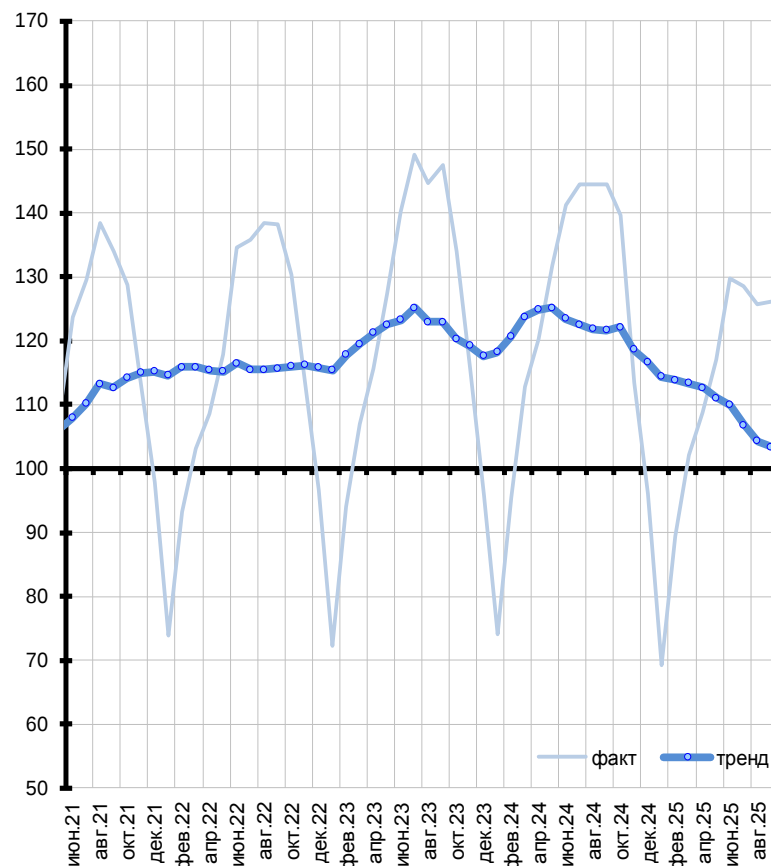
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



Предложение стройматериалов

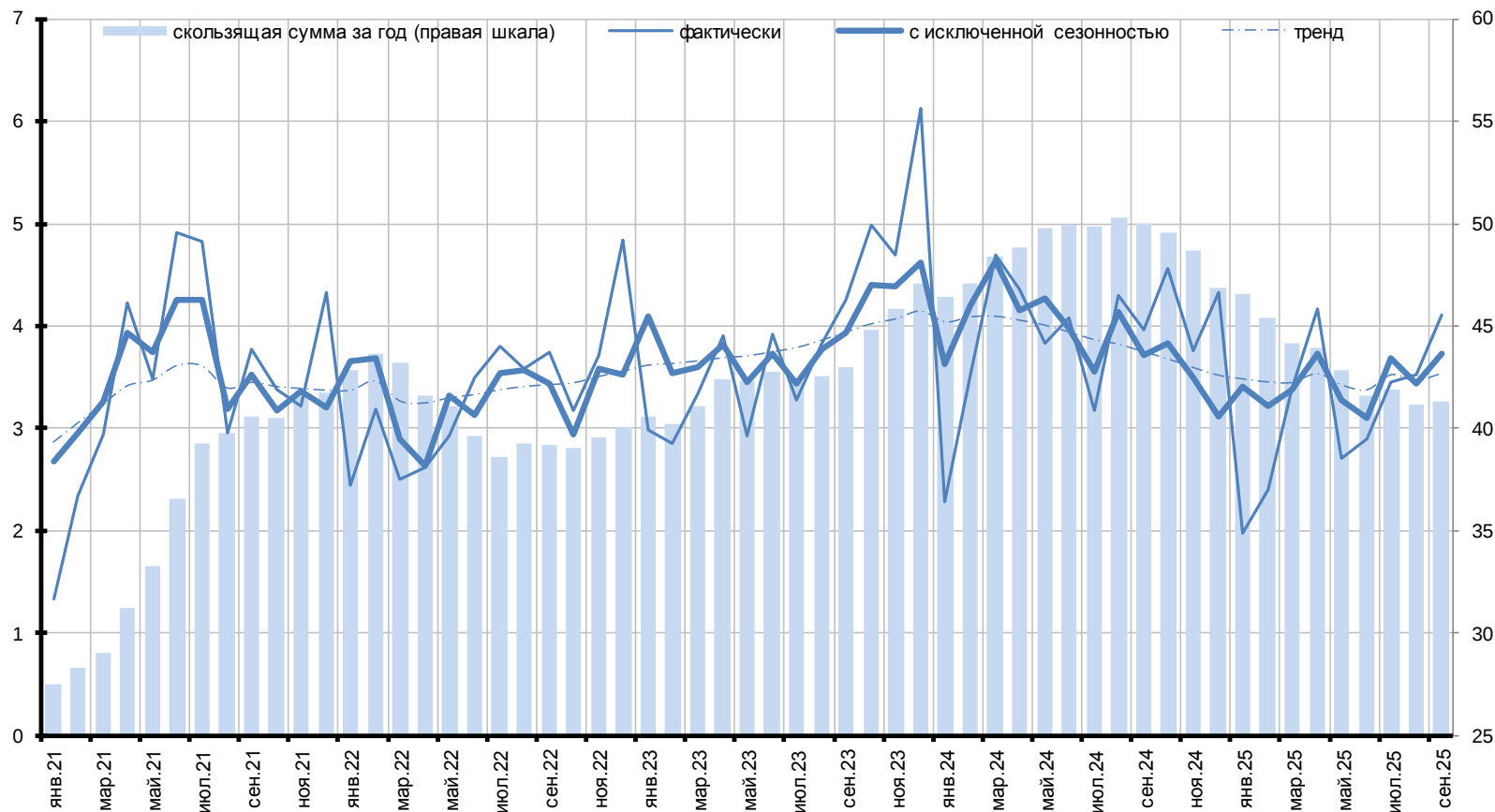


Инвестиционная активность (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения), продолжает снижаться. От высоких значений середины 2024 г. до уровня дна 2022 г. "преодолено" уже 3/4 пути (отметим, что в ковидный 2020 г. инвестактивность проседала примерно до тех же значений, что и в 2022 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.

Предложение стройматериалов упало уже почти до уровня 2019 г. – минимального за четыре года.

Оценки уточнены по сравнению с предшествующей версией записки вследствие уточнения корзины товаров-представителей по базовым стройматериалам и методики устранения сезонности

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

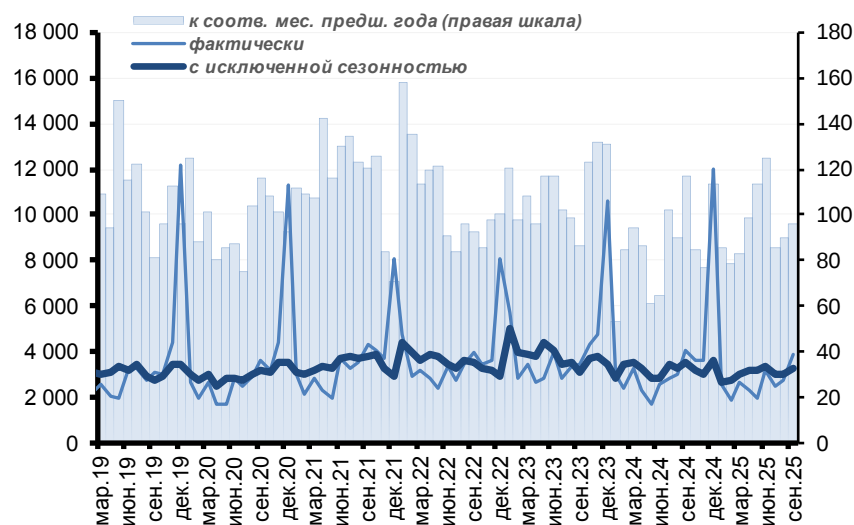


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в сентябре стабилизировалось (сезонность устранена). Данные очень неустойчивы; пока можно утверждать с определенностью, что годовой уровень запланированного к строительству жилья упал почти на 20% от максимального уровня, стабилизировавшись на показателях второго полугодия 2022 г.

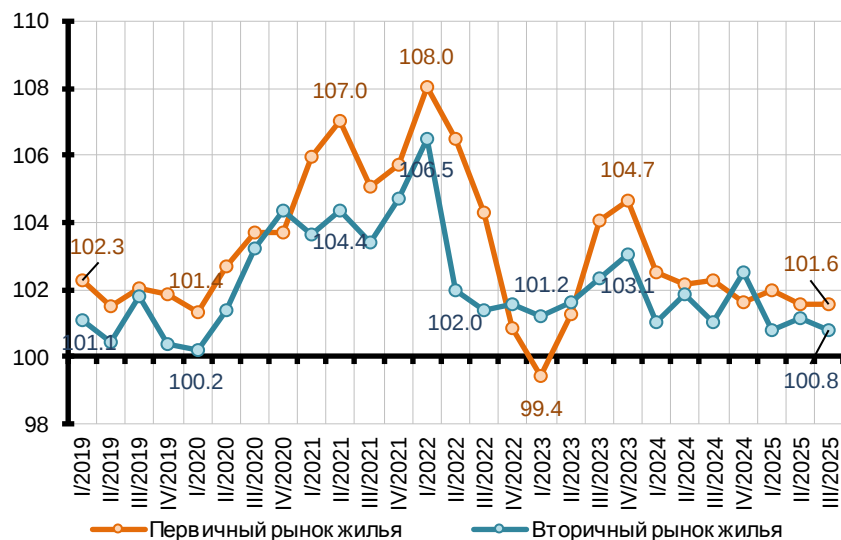
Рынок жилой недвижимости

Строительство многоквартирных домов



В сентябре 2025 г. ввод многоквартирных жилых домов оказался чуть ниже по сравнению с аналогичным месяцем прошлого года (-3.6%). За январь-сентябрь объем введенного многоквартирного жилья сократился на 6.1% по отношению к соответствующему периоду прошлого года.

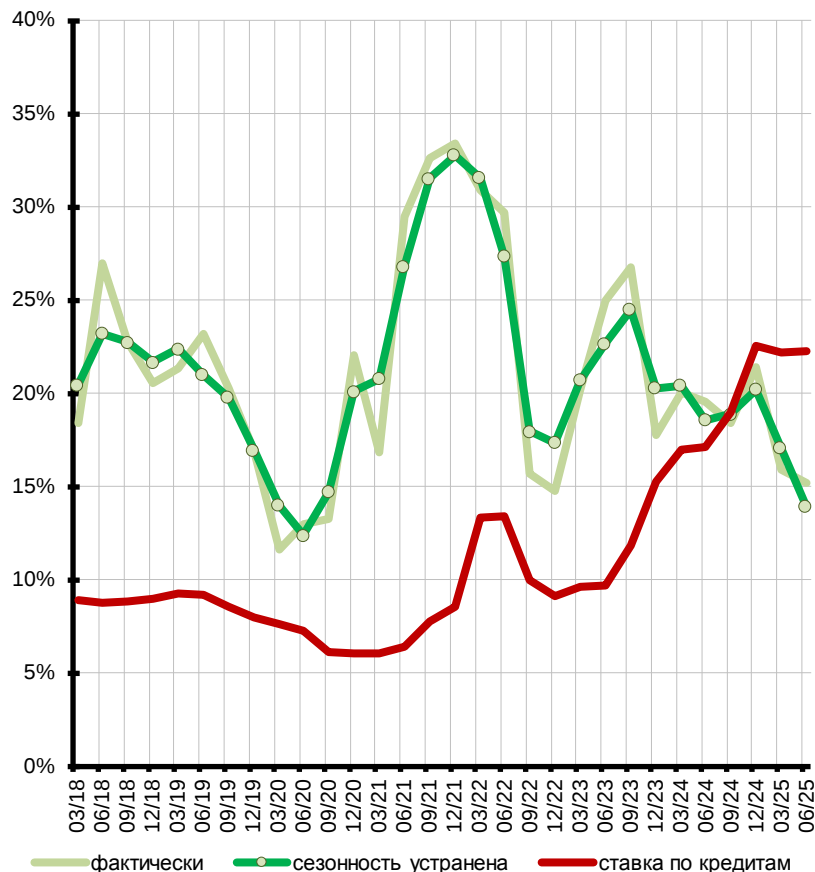
Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)



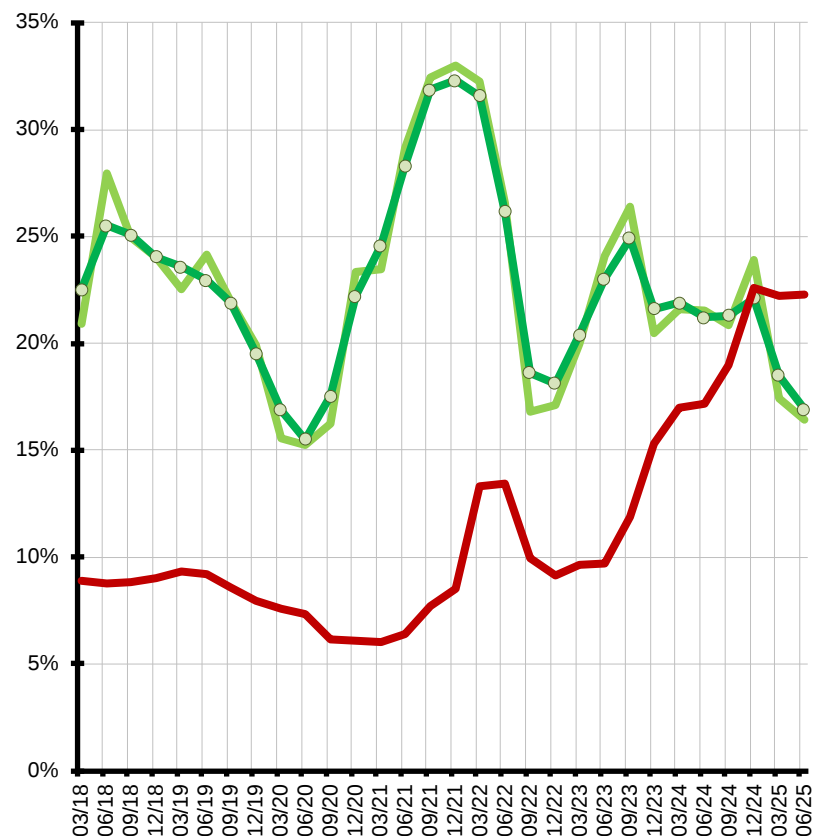
В III кв. 2025 г. продолжился слабый рост цен на *первичном и вторичном рынках жилья* (+1.6% и +0.8%, соответственно). Показатели спроса на рынке жилой недвижимости демонстрируют позитивную динамику, однако пока рано говорить о восстановлении рынка. На первичном рынке жилья количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) в III кв. по сравнению с II кв. 2025 г. увеличилось на 21.2%. Однако за 9 мес. 2025 г. было заключено на 17.2% ДДУ меньше, чем за аналогичный период 2024 г. Ипотечное кредитование в III кв. 2025 г. по сравнению со II кв. выросло на первичном (+26.5% по количеству выдач и +28.5% по их объему) и вторичном рынках жилья (+27.4% и +32.1%). Однако по сравнению с показателями за аналогичный период 2024 г. ипотечное кредитование за 9 месяцев 2025 г. существенно снизилось. На первичном рынке жилья: -25.9% по количеству выдач и -19.2% по их объему. На вторичном рынке жилья: -54.5% и -46.3%, соответственно.

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

Рентабельность оборотного капитала¹



Чистая рентабельность собственного капитала²

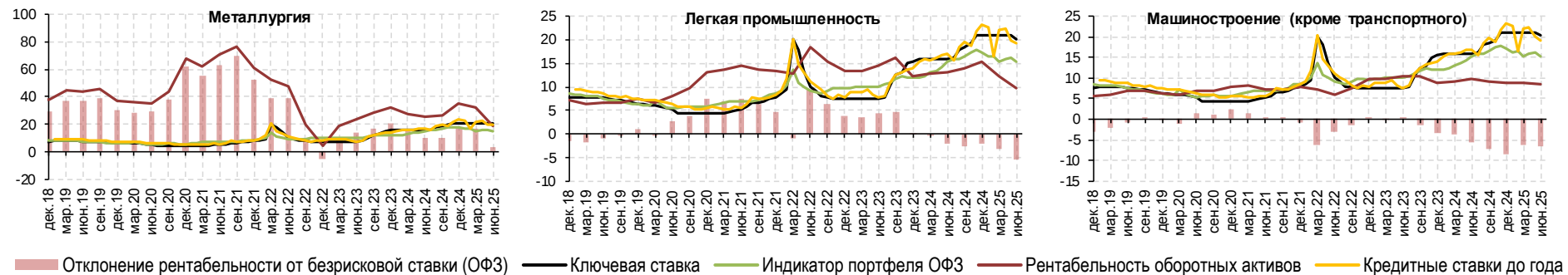


Во II кв. продолжилось падение *рентабельности* в промышленности. Её уровень практически сравнялся с рекордно низкими значениями периода COVID.

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 (%) ^{1,2}



	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		
Пищевая промышленность	18			21			21			23			23			23			22			21			20			19			18			18			17			16		
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	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
"Обрабатывающие производства"																																										

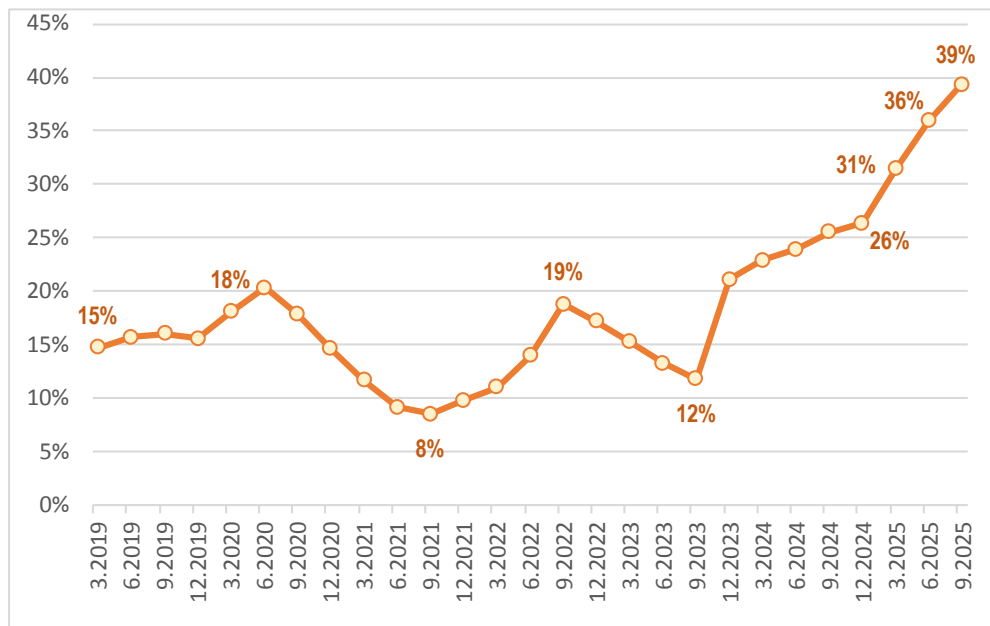
Рентабельность, по состоянию на II кв. 2025 г., продолжает снижаться. Группа отраслей, в которых доходность по ОФЗ выше рентабельности или практически равна ей (что, как уже отмечалось, обесмысливает неизбежно рискованные инвестиции в основной капитал), охватила уже все отрасли промышленности, кроме 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).

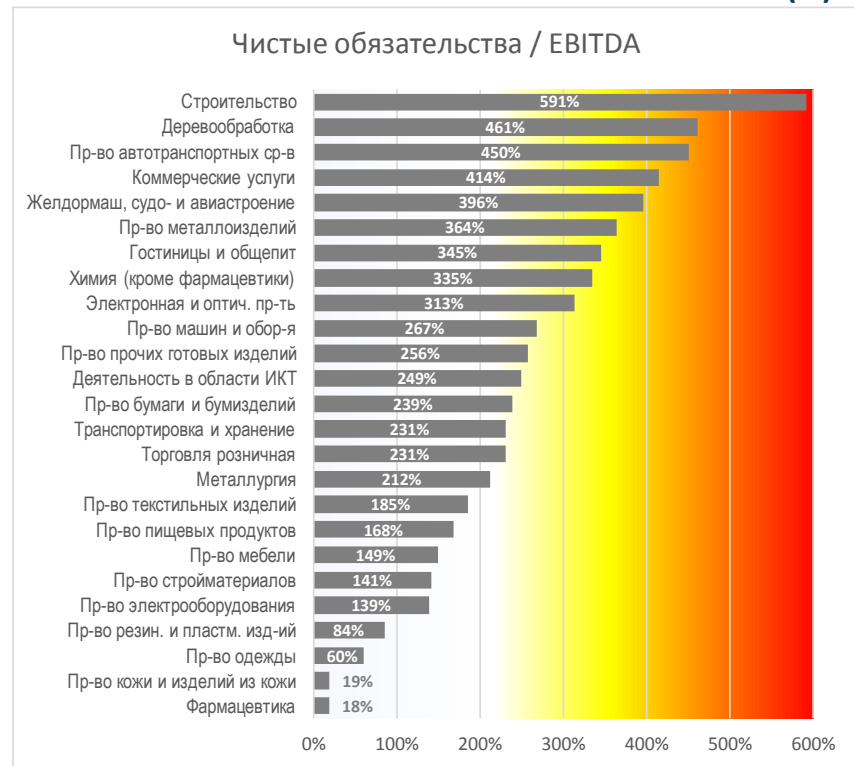
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере выхода данных по рентабельности за III кв. 2025 г.

Долговое давление на компании

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



Обязательства компаний по отношению к EBITDA (%)



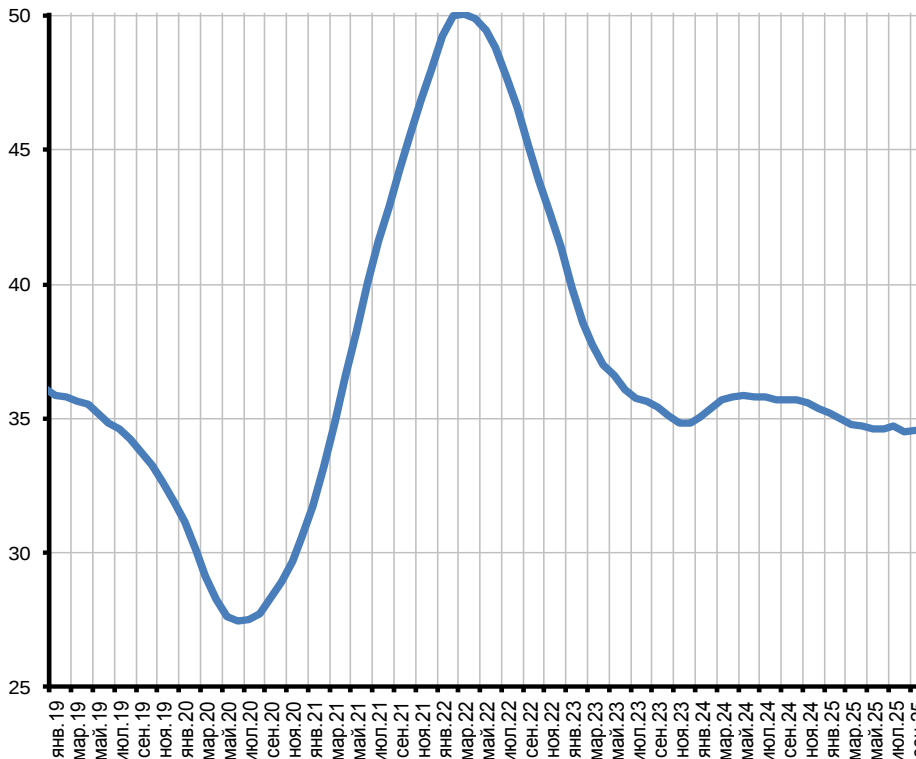
Нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний быстро увеличивается и по состоянию на III квартал 2025 г. обновился исторический максимум, достигший 39%.

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

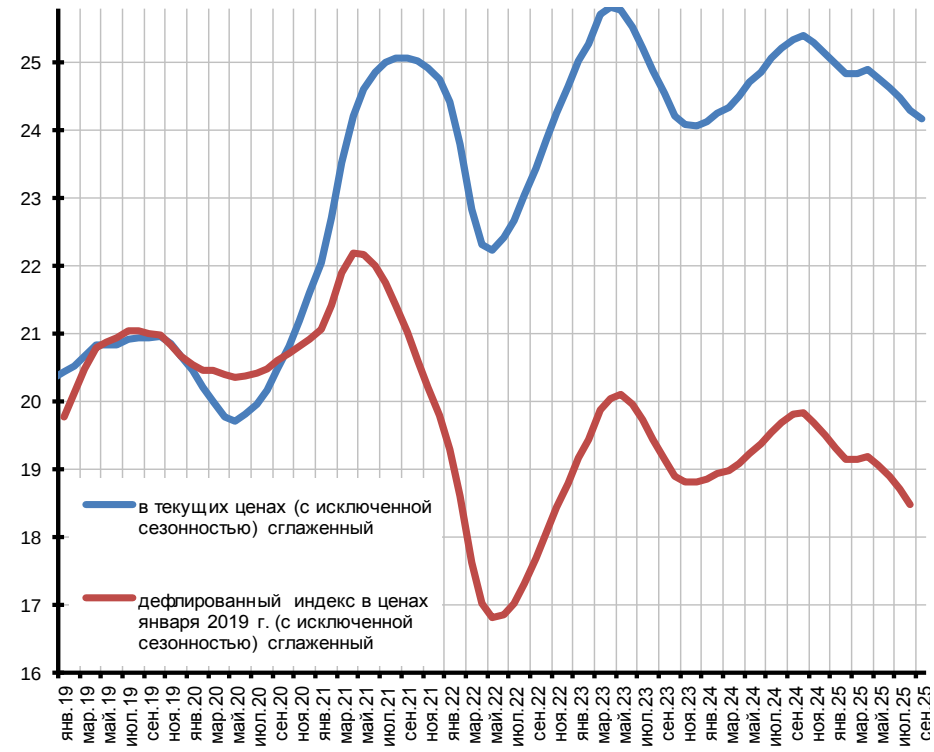
¹ EBITDA – прибыль (включая амортизацию) компаний до выплаты налогов и процентов по кредитам.

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

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров² (млрд. долл.)



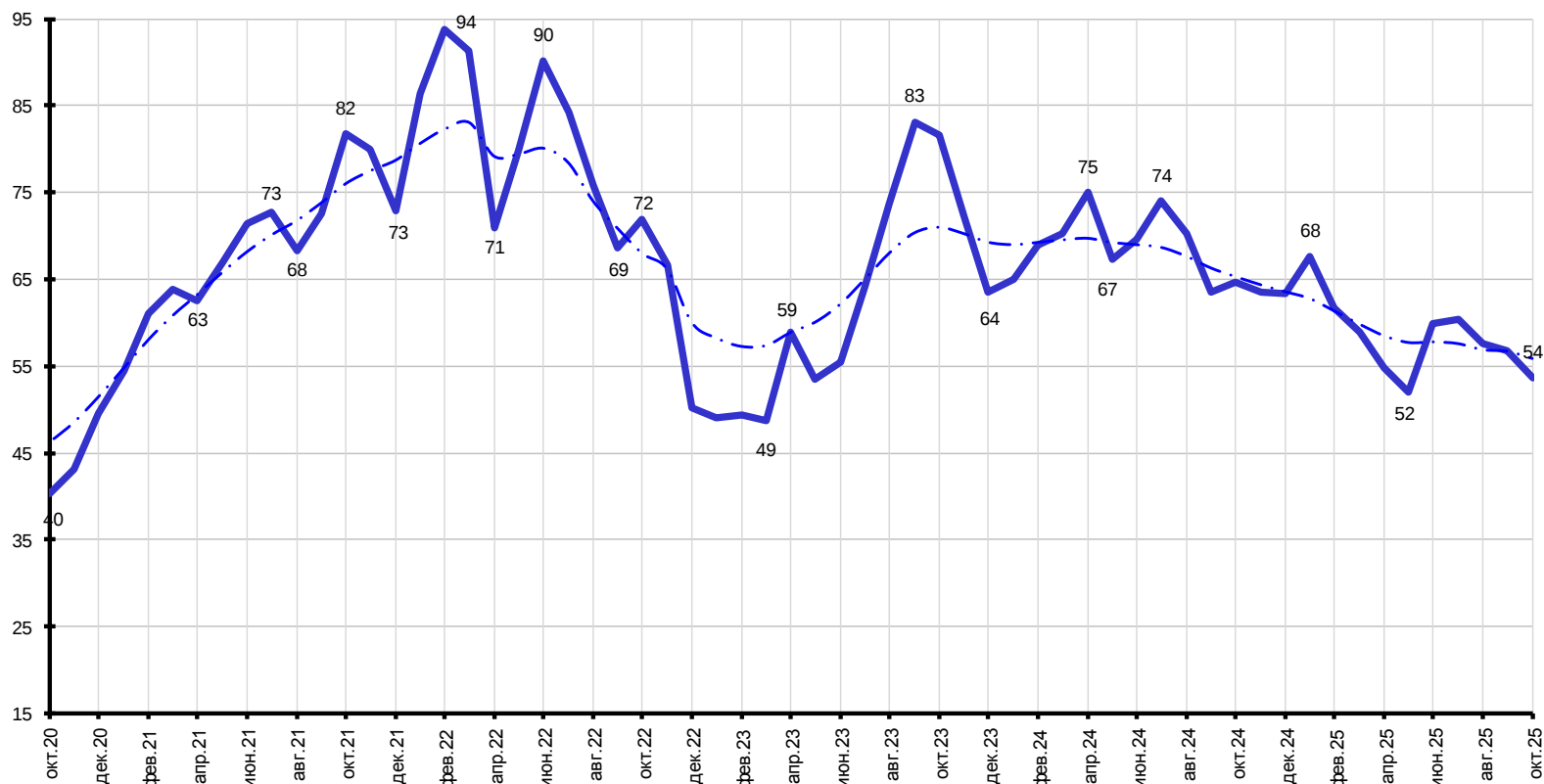
Экспорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на сентябрь стагнирует, причём не один месяц подряд – как из-за санкций, так и вследствие общей ситуации на сырьевых рынках.

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена), по состоянию на сентябрь довольно интенсивно снижается. Это – достаточно странно на фоне укрепления рубля и определяется, с одной стороны, кризисом спроса (инвестиционные товары!, отчасти – потребительские товары длительного пользования), с другой – ассортиментными сдвигами в пользу более дешёвых товаров из-за усиливающихся бюджетных ограничений у потребителей.

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)

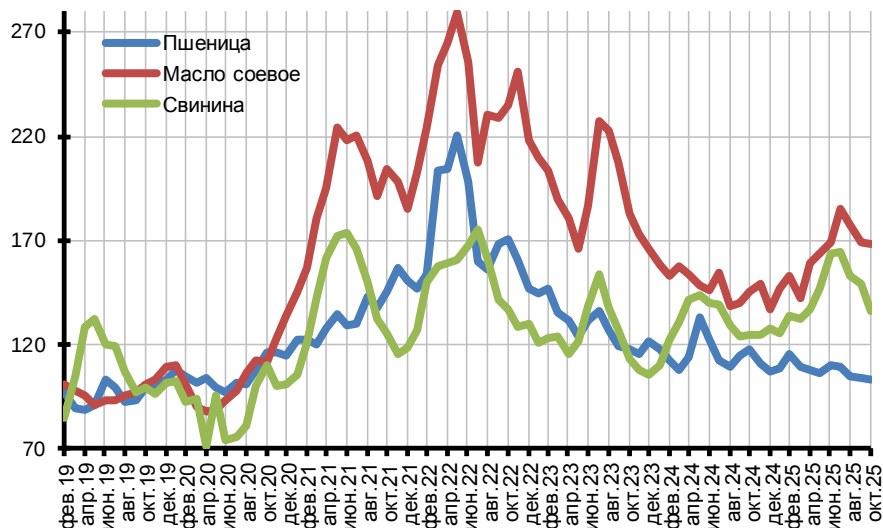
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в октябре 2025 г. составила 53.7 долл./барр. после 56.8 долл./барр. в сентябре. Цены в октябре существенно снизились на фоне эскалации торговой войны между США и Китаем – выросли опасения по поводу замедления роста мировой экономики и спроса на нефть. Также достижение мирного соглашения между Израилем и ХАМАС при посредничестве США снизило риски перебоев поставок. Во второй половине октября цены на нефть немного восстановились, так как появились надежды на возобновление переговоров между США и Китаем по спорным торговым вопросам (в первую очередь по китайскому экспорту редкоземельных металлов). Помимо этого, США оказывают давление на Китай и Индию с целью сокращения закупок российской нефти. Д.Трамп ввел санкции в отношении крупнейших российских нефтяных компаний ПАО «Роснефть» и ПАО «Лукойл». В целом на рынке пока наблюдается избыток предложения из-за политики ОПЕК+ и США по наращиванию добычи нефти.

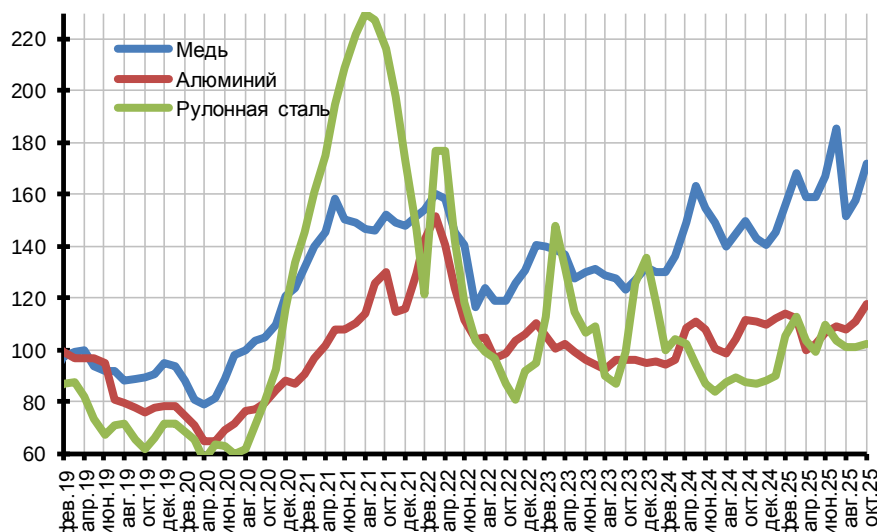
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



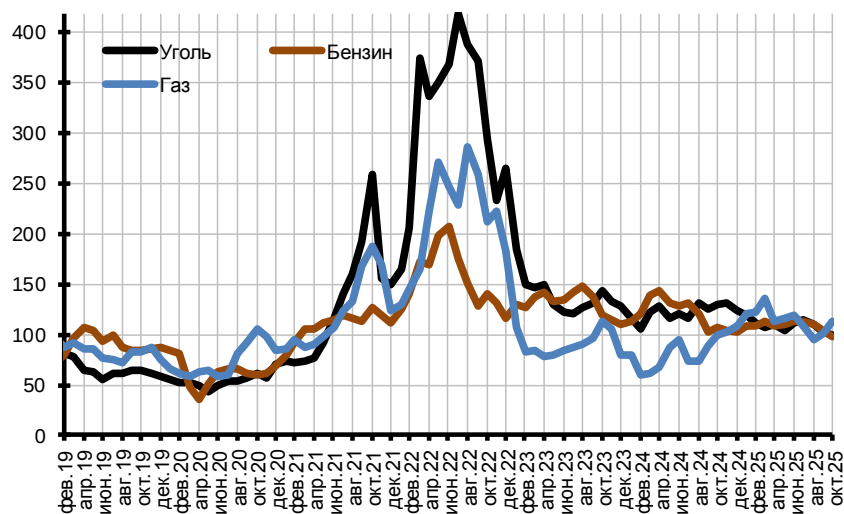
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
Свинина – фьючерс на свинину, CME

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)

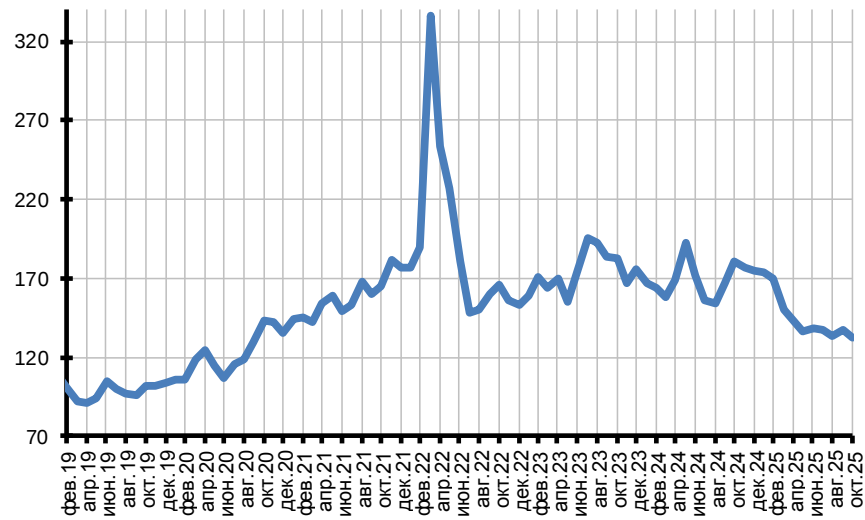
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на октябрь, продолжают довольно интенсивно снижаться; как уже отмечалось, это, скорее всего, связано с выходом на рынок сельхозпродукции нового урожая в Северном полушарии.

На рынках основных видов металлов, возобновилась тенденция к росту цен – не очень, правда, стабильная (на рынке стали была и сохраняется стабильность цен).

Цены на топливо, в целом, как и ранее, балансируют «между лёгким снижением и стабильностью» (и, тоже как и ранее - за исключением чуть возрастающих цен на газ на фоне начала подготовки европейских стран к зиме).

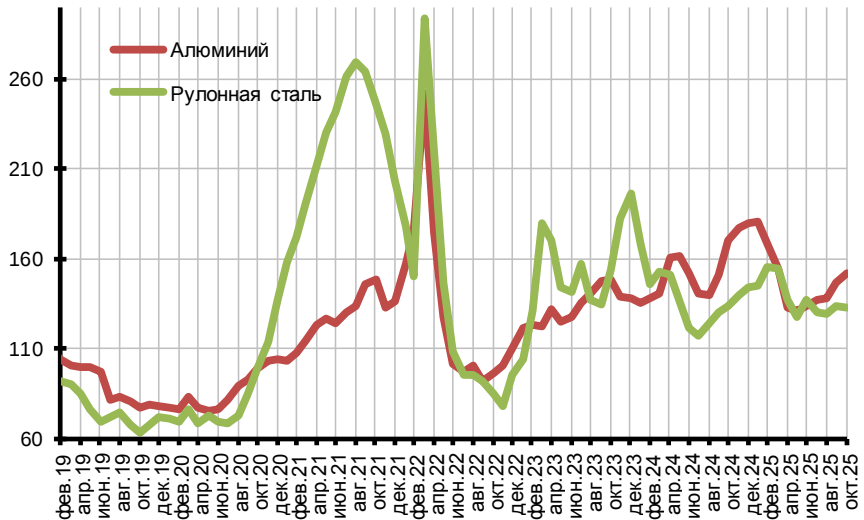
**Входящий денежный поток экспортеров: динамика мировых цен на отдельные товары
российского экспорта, руб. (цены пересчитаны по текущему валютному курсу, средний
уровень 2018 г. =100)**

Цены на пшеницу*



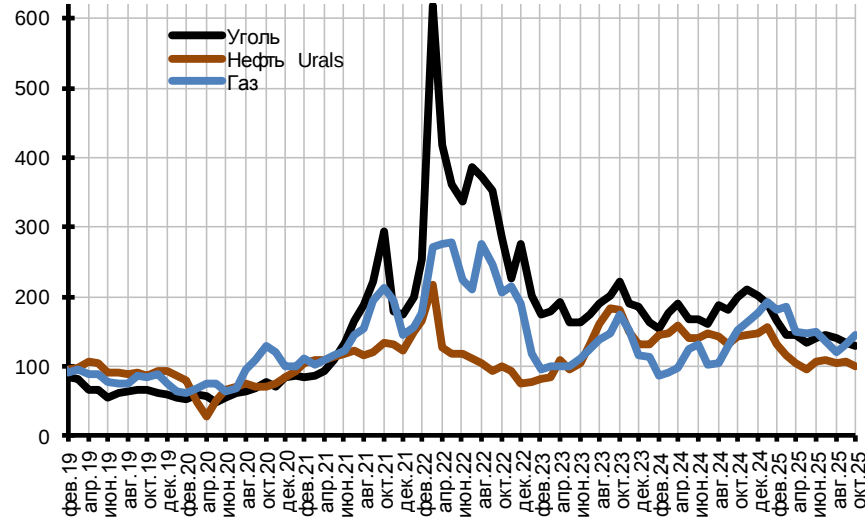
* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*

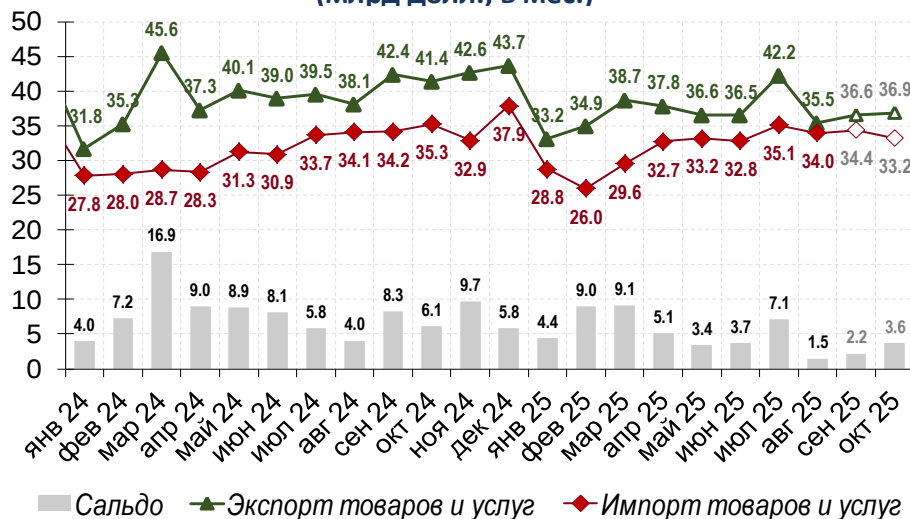


* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
Фьючерс на природный газ (производные данные)

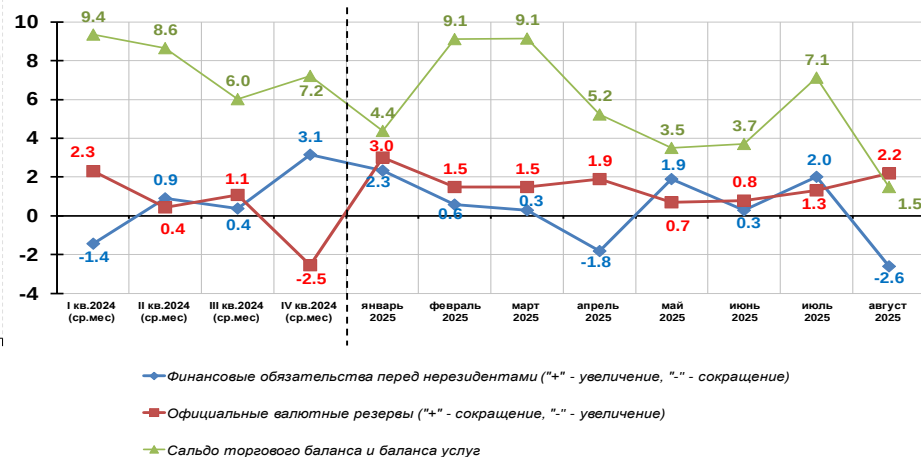
Как уже отмечалось, по состоянию на октябрь ситуация с входящим денежным потоком экспортеров в целом стабилизировалась – но, скорее, в смысле, «перестала ухудшаться»: стабилизация произошла на исторически довольно низком уровне.

Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

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



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



С одной стороны, несмотря на то, что в октябре не наблюдалось заметного роста объема экспорта, экспортеры нарастили продажу ранее полученной валютной выручки с учетом необходимости ее конвертации в рубли для финансирования своей деятельности на фоне сохранения высокой ставки по рублевым кредитам и погашения ранее привлеченных рублевых обязательств. Также дополнительную роль сыграло продолжение операций по продаже иностранной валюты Банком России в интересах Минфина². С другой стороны, спрос импортеров на валюту в этот период был весьма умеренным.

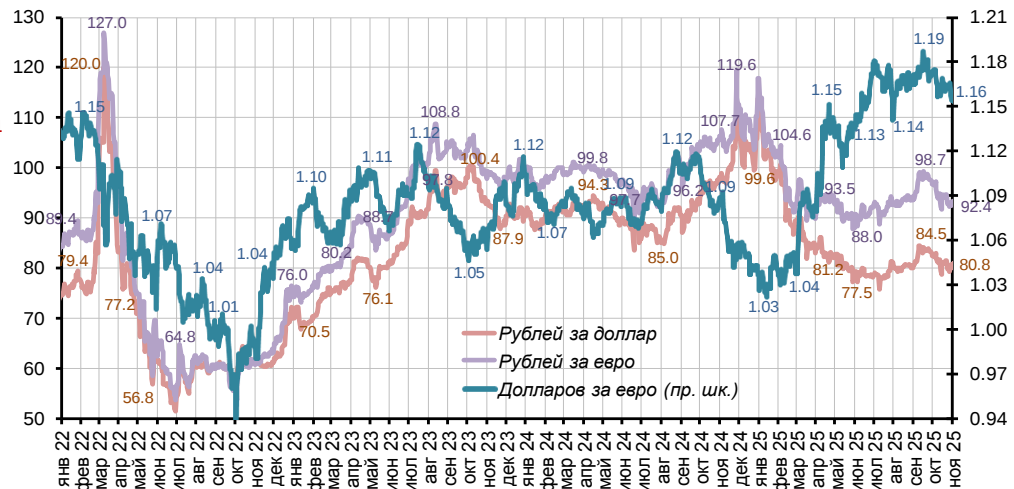
Соответственно, предложение превысило спрос на иностранную валюту на российском валютном рынке, что и привело к небольшому укреплению рубля в октябре. Кроме того, важно отметить, что колебания рубля вверх-вниз, характерные для последних месяцев и с трудом объясняемые динамикой фундаментальных факторов, происходят и из-за низкой ликвидности российского валютного рынка, обусловленной как непосредственно санкционным давлением, так и переходом значительной части расчетов по внешним операциям в рубли (так, по состоянию на август доля рублевых расчетов составила 56% и 54% по экспорту и импорту соответственно).

¹ В сентябре-октябре 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

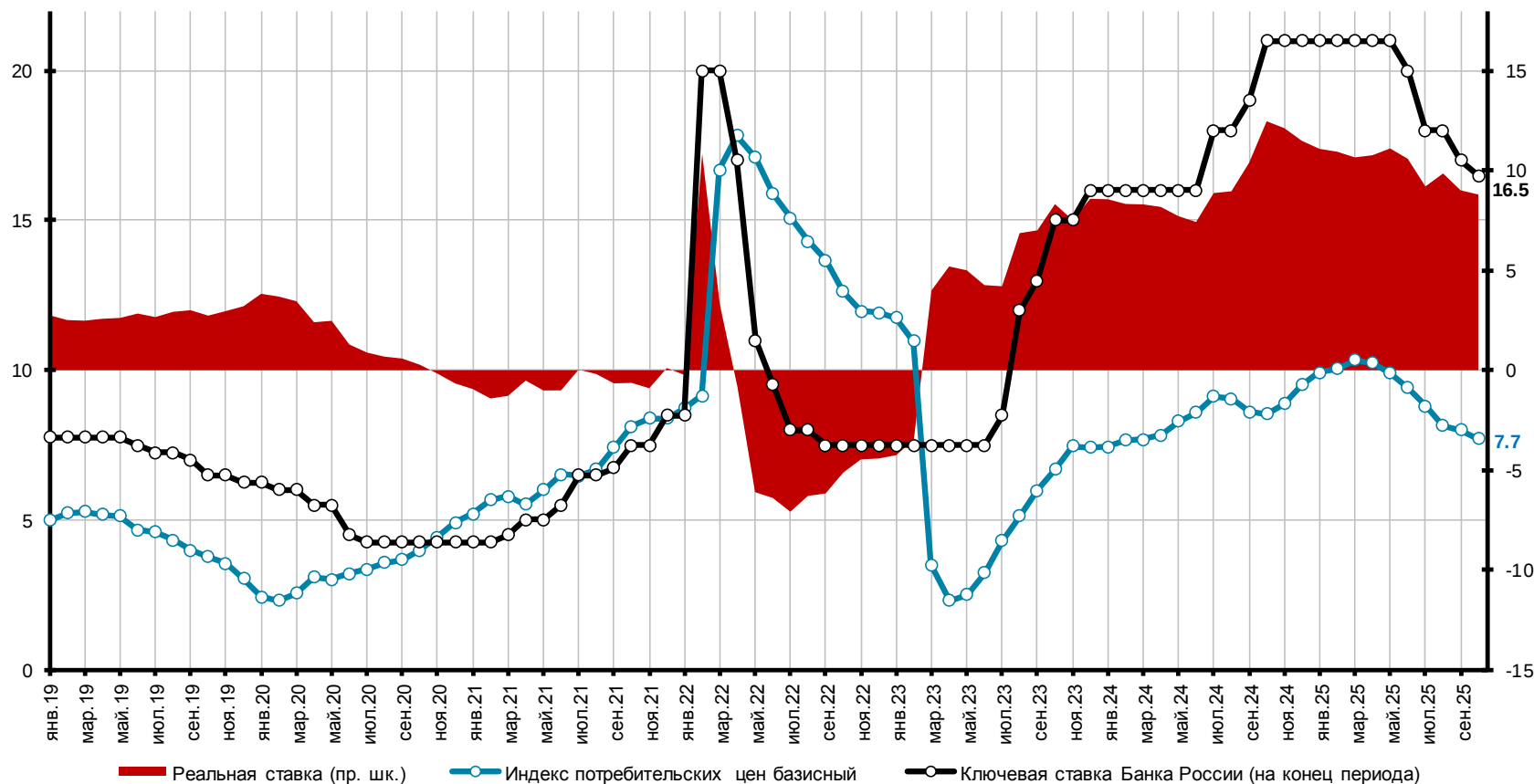
Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные



Укрепление рубля привело к тому, что его фактическая стоимость еще сильнее отделилась от *теоретического уровня*, обоснованного фундаментальными факторами (динамикой экспорта и импорта).

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 октября 2025 г., уровень *реальной процентной ставки* (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) составил 8.8% годовых. Совет директоров Банка России 24 октября 2025 г. принял решение снизить ключевую ставку до уровня 16.5% годовых на фоне, с одной стороны, сохранения жестких денежно-кредитных условий, с другой стороны – реализации проинфляционных рисков (увеличение дефицита бюджета, ожидаемое повышение ставки НДС до 22%). Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 19 декабря 2025 г.

¹ Реальная ставка - разница между ключевой и инфляцией

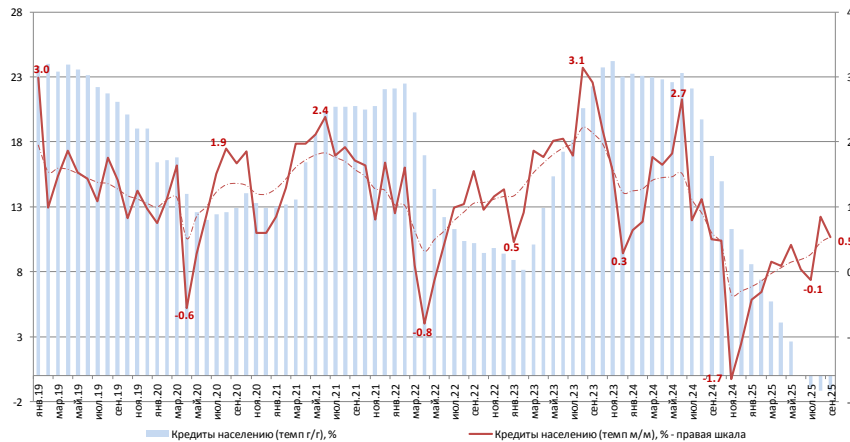
Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Бразилия	15.0	4.7	10.3
Россия	16.5	7.7	8.8
Индия	5.5	0.3	5.3
Китай	3.0	0.2	2.8
США	4.0	3	1.0
Австралия	3.6	3.2	0.4
Великобритания	4.0	3.8	0.2
ЕС	2.15	2.1	0.05
Канада	2.25	2.4	-0.15
Швейцария	0.0	0.2	-0.2
Япония	0.5	2.9	-2.4

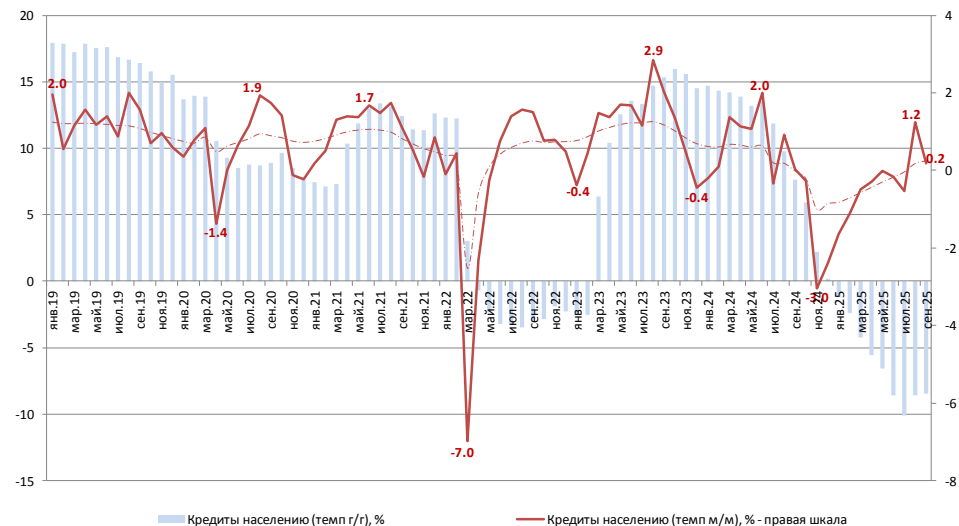
В октябре *уровень реальных процентных ставок* вырос в крупных развивающихся экономиках (Индии, Бразилии) вследствие замедления темпов инфляции, тогда как аналогичный показатель в странах коллективного Запада (за исключением Великобритании) уменьшился из-за ускорения темпов роста потребительских цен. Несмотря на очередное снижение Банком России ключевой ставки на октябрьском заседании, *уровень реальной процентной ставки в России* продолжает превосходить показатели крупнейших стран БРИКС, кроме Бразилии.

Кредитование населения

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



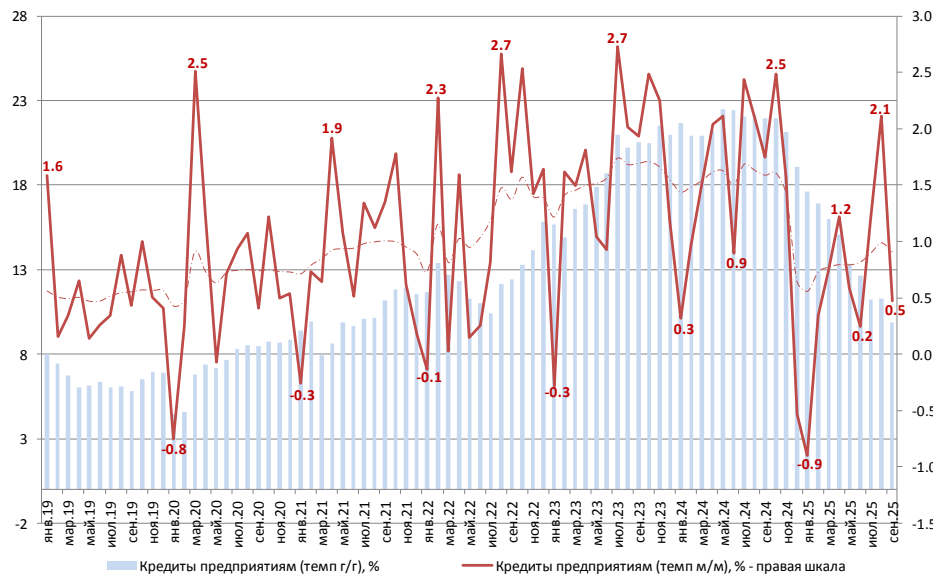
Динамика портфеля кредитов населению (темпы прироста в реальном выражении, %)



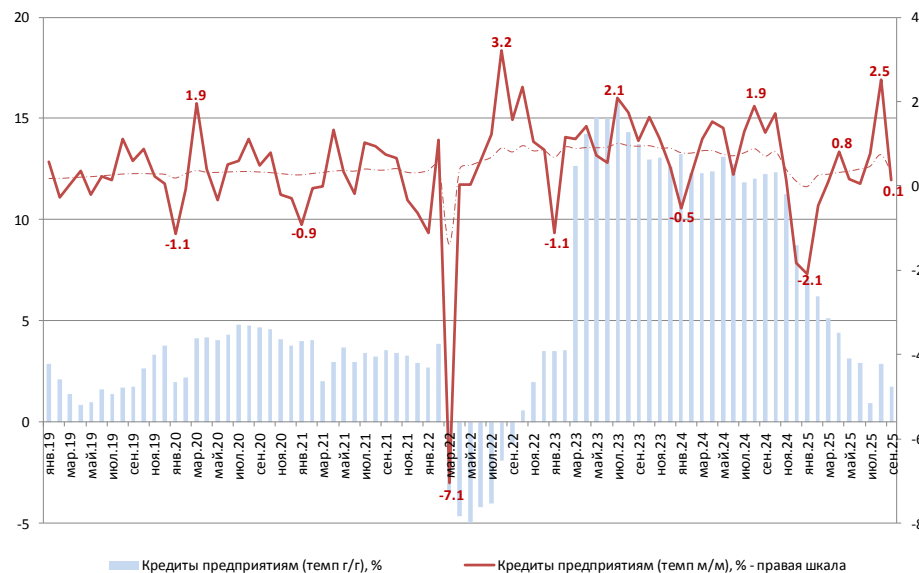
В сентябре темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +0.5%, что на 0.3 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Потребительское кредитование в сентябре сократилось на -0.1% после околонулевой динамики августа вследствие снижения новых кредитов в сегменте кредитов наличными. Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в сентябре был стабильным (+0.8%), как и в августе (+0.9%).

Кредитование предприятий

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



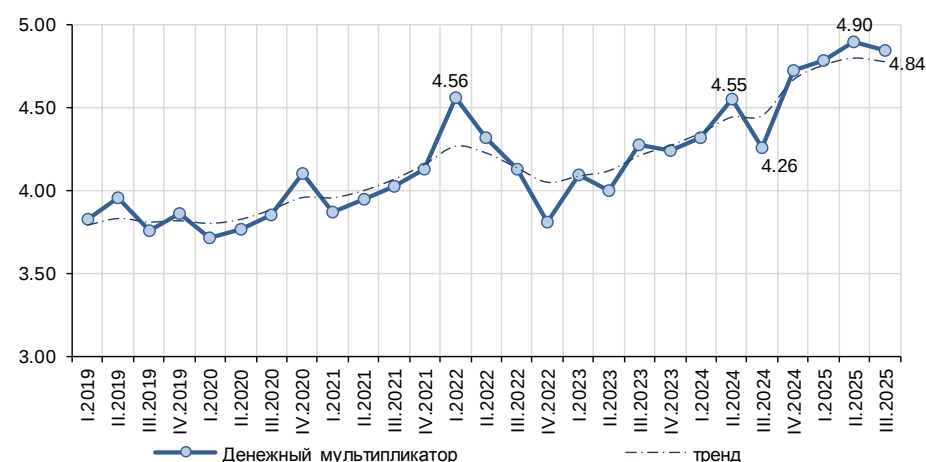
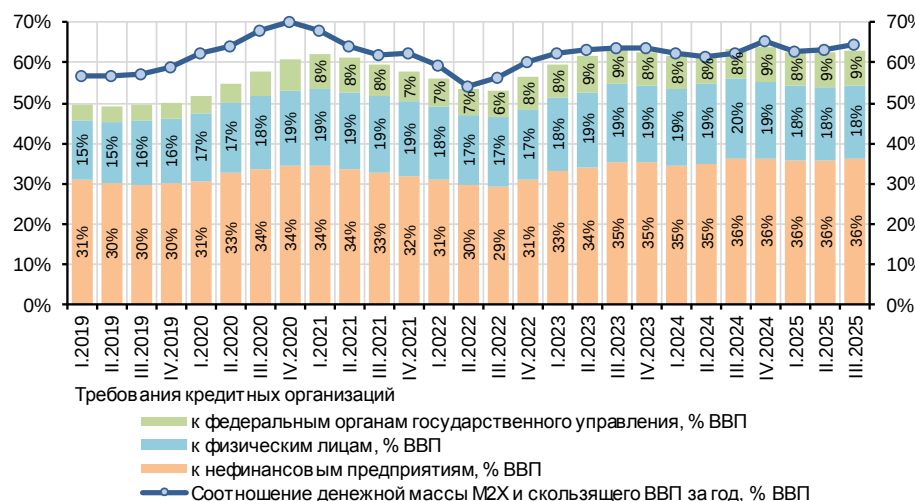
Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Вновь замедлилась активность в сегменте *корпоративного кредитования*. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в сентябре составил 9.9%, что на 1.4 проц. п. ниже августовского значения.

В сентябре корпоративный кредитный портфель увеличился на 0.5 трлн. руб. (+0.5% с элиминированием влияния валютной переоценки). Больше половины прироста пришлось на застройщиков жилья. Кроме того, кредиты привлекали нефтегазовые и транспортные компании.

Монетизация и денежный мультипликатор^{1,2}



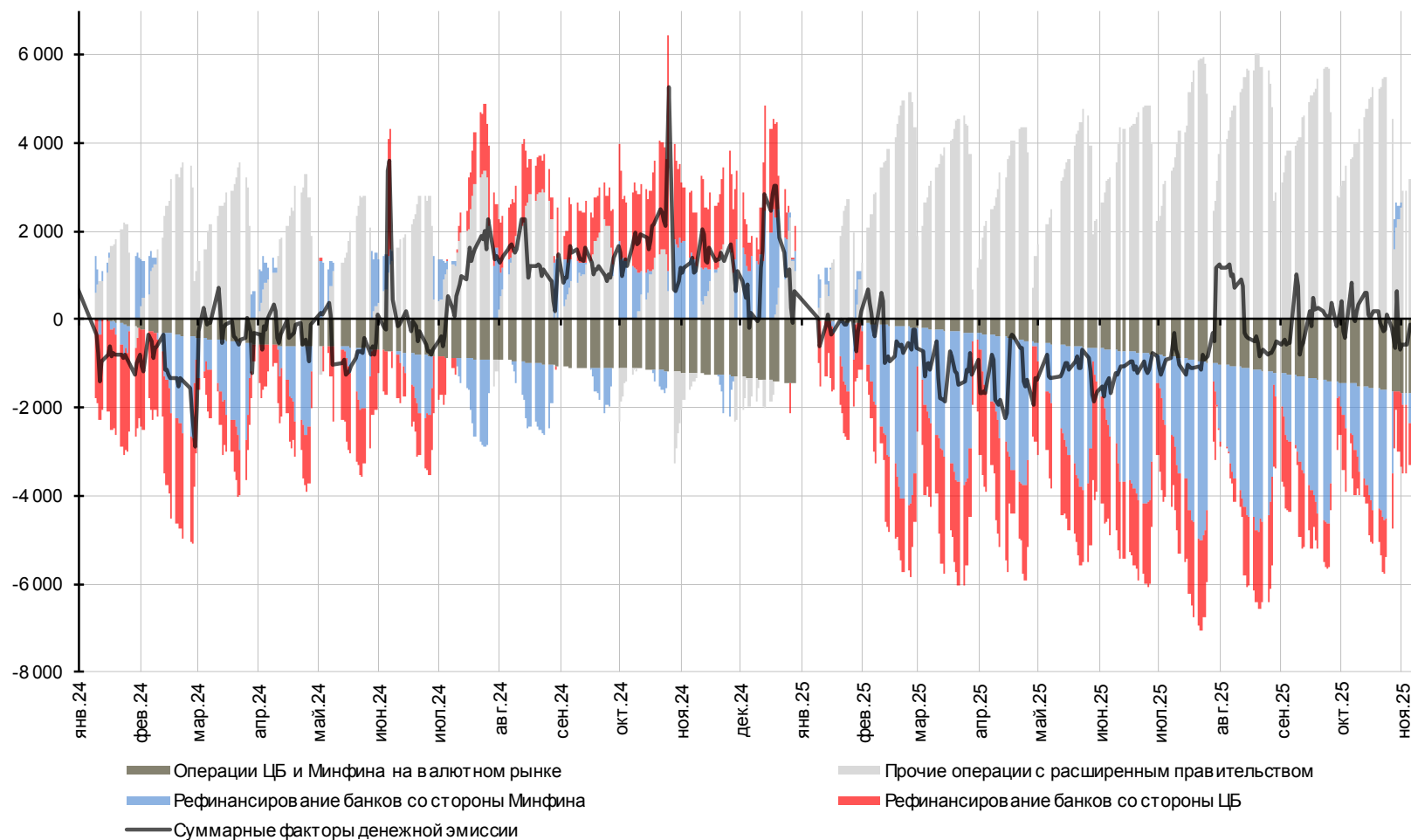
Рост *денежной массы* (в широком определении) с исключенной валютной переоценкой заметно ускорился в III кв. 2025 г. (+3.1%) после начавшегося во II кв. восстановления (+1.3%). В годовом выражении динамика денежной массы стала несколько обгонять рост номинального ВВП. Таким образом возобновился рост уровня монетизации экономики.

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

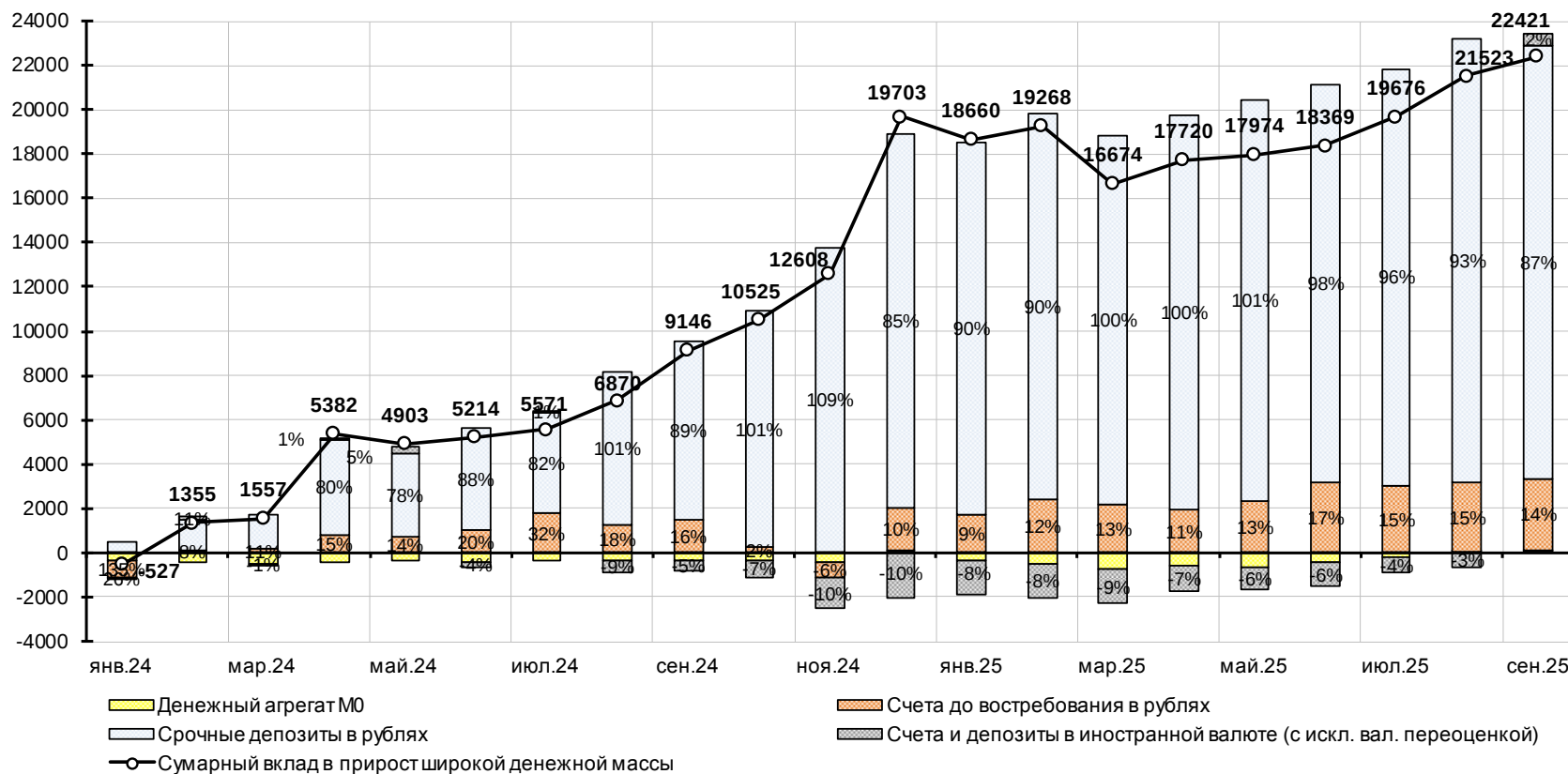
² ВВП за III кв. 2025 г. – оценка ЦМАКП

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



В течение октября 2025 г. наблюдалась абсолютно идентичная сентябрю картина: сохранялись как интенсивность поступления ликвидности в экономику по каналу чистых расходов бюджета, так и стерилизация денежного предложения (*отток ликвидности*) – зеркальные операции Минфина на рынке финансовых активов (РЕПО и депозиты), дополненные продажей валюты Банком России в интересах Минфина. Сохранялись и поступления ликвидности через операций по рефинансированию банков Банком России. В результате совокупный баланс факторов денежной эмиссии (за исключением фактора наличных денег) остается в околонулевой зоне, обуславливая стагнацию денежной базы.

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

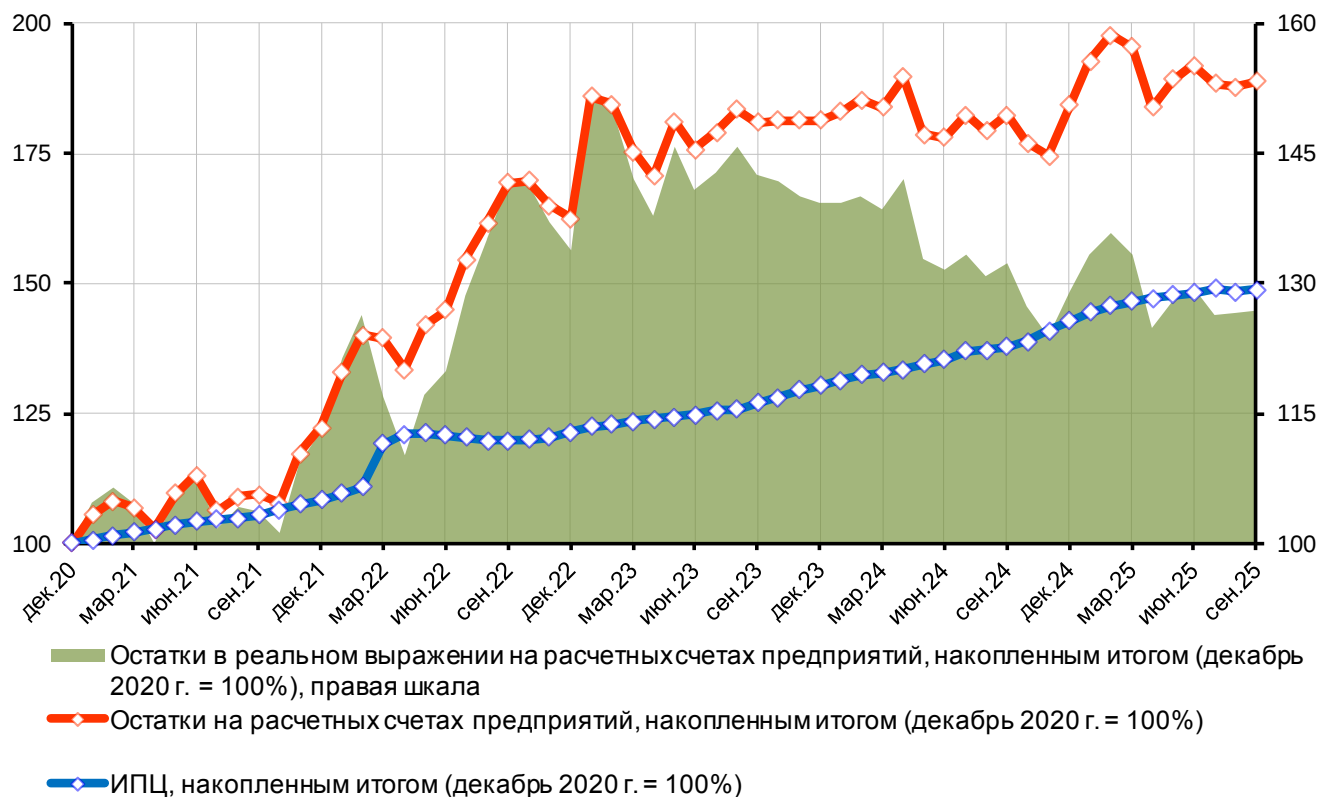


В III кв. возобновился уверенный рост *широкой денежной массы* (M2X) с исключенной валютной переоценкой. Уровень конца прошлого года был достигнут уже в июле, а в августе-сентябре рост дополнительно ускорился. Основными драйверами этого в июле-августе выступали рублевые срочные депозиты предприятий (увеличившиеся на 1.4 трлн руб.), а в сентябре – валютные средства в банках (выросли на 1.2 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%

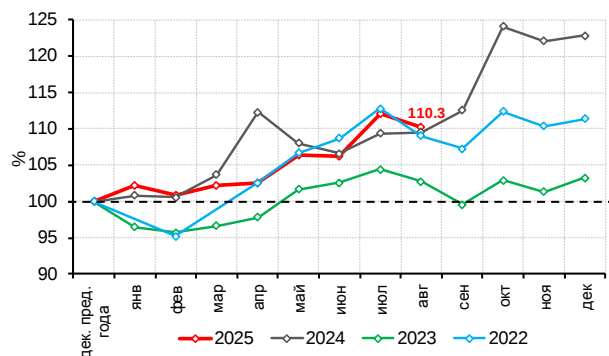


Объем рублевых средств на *расчетных счетах предприятий* (нефинансовых организаций) остается на устойчиво высоком уровне по сравнению со второй половины 2024 г., но немного ниже своих пиковых значений, достигнутых в начале 2025 г. Слабая динамика остатков средств на счетах в последние месяцы не дает оснований полагать о возможном улучшении ситуации с платежами, что, в свою очередь, может вести к обострению ситуации с *ликвидностью хозяйственного оборота*. В сентябре¹ после предыдущих двух месяцев снижения объем средств на расчетных счетах предприятий немного вырос – на 84 млрд руб., тогда как объем средств на депозитах сократился значительно – на 494 млрд руб. Стоит отметить, что сокращение средств на депозитах произошло после их увеличения в предыдущие два месяца в совокупности на 1.3 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.

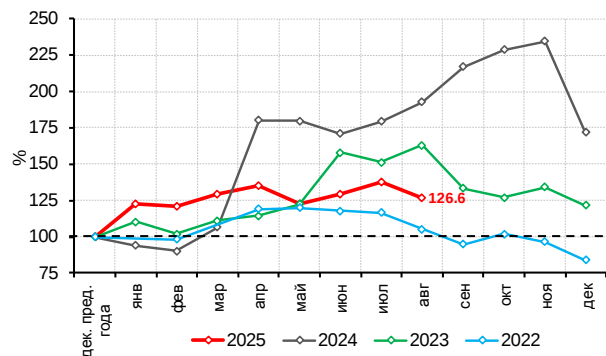
¹ Согласно итоговым данным Банка России за этот месяц

Проблема неплатежей

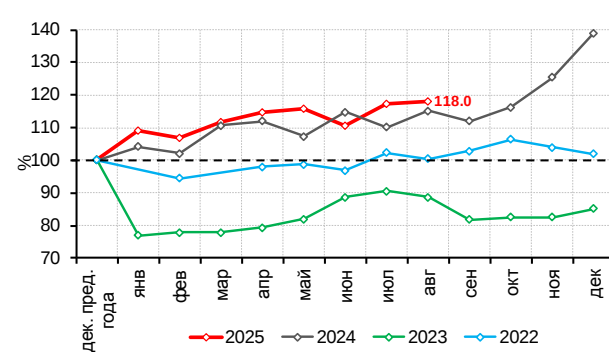
Динамика просроченной кредиторской задолженности, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обрабатывающие производства без нефтепереработки¹

В целом по экономике сохраняется негативная тенденция динамики уровня *просроченной кредиторской задолженности*, несмотря на небольшое снижение ее уровня к началу сентября. В то же время о значимом обострении ситуации с неплатежами говорить еще рано. С начала года объем *просроченной кредиторской задолженности* растет на 10.3% – с тем же темпом, что в 2022 и 2024 гг.

В добывающем секторе экономики объем просроченной кредиторской задолженности заметно уменьшился – с начала 2025 г. накопленный темп роста снизился с +37.4% месяцем ранее до +26.6%. В отрасли добычи угля впервые с начала года наблюдается существенное сокращение задолженности – на 43 млрд руб., правда, несмотря на это снижение, объем просроченной задолженности пока еще в два раза превышает уровень на начало 2025 г. (204 млрд руб. против 100 млрд руб. соответственно). В другой отрасли этого сектора – добыча сырой нефти и природного газа – объем просроченной задолженности немного вырос и к началу сентября составил 274 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.

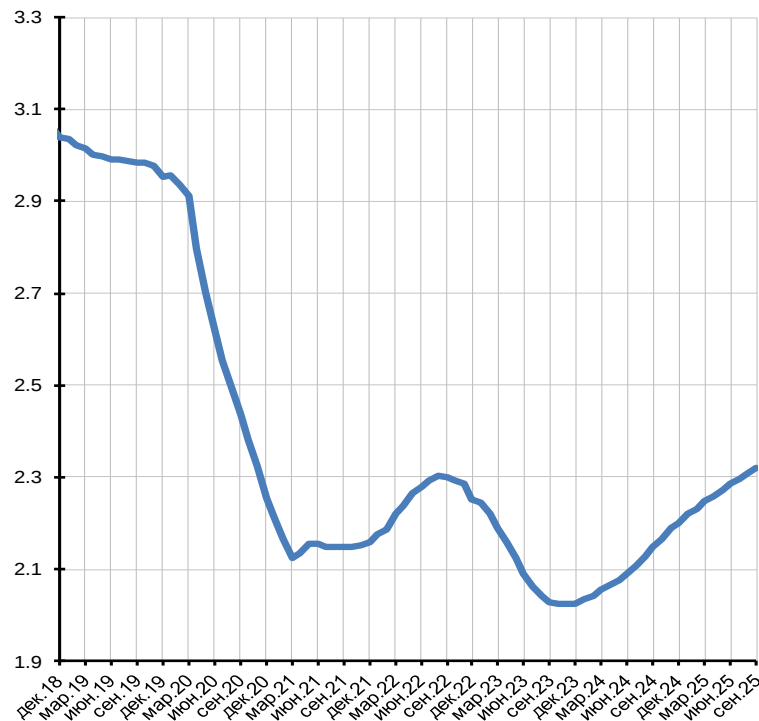
В обрабатывающем секторе экономики (за исключением нефтепереработки) ситуация с неплатежами остается напряженной – объем просроченной кредиторской задолженности с начала 2025 г. растет уже на 18%, что выше соответствующего темпа в прошлом, неблагоприятном с точки зрения динамики просроченной задолженности, году.

На начало сентября доля просроченной задолженности в общем объеме кредиторской задолженности остается на высоком уровне относительно начала 2025 г. – 4.8% против 4.3% соответственно. При этом минимальный уровень с 2020 г. составляет 4%.

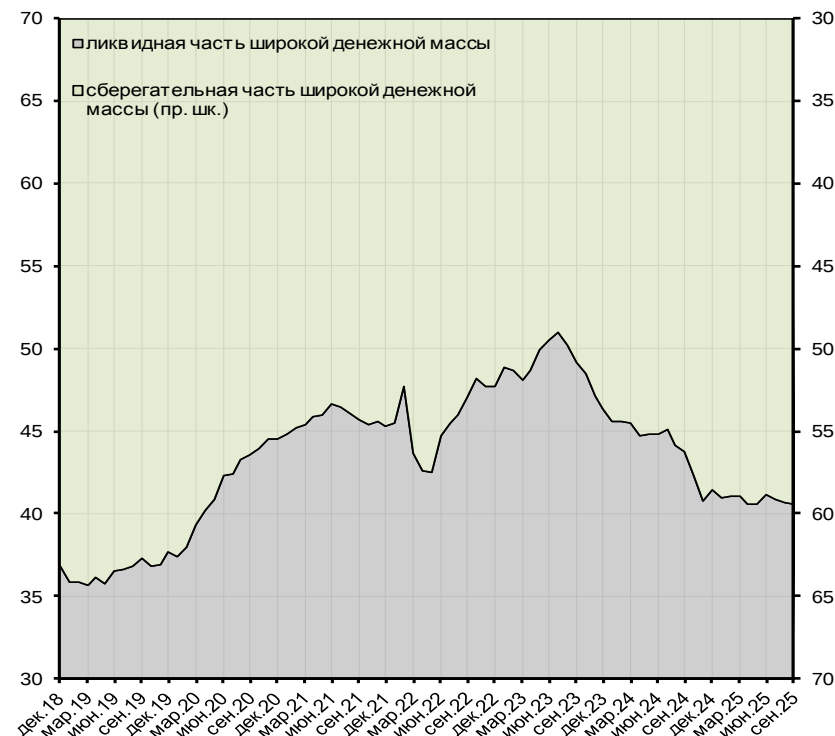
¹ Отрасль нефтепереработки представлена компаниями, входящими, в основном, в крупные вертикально-интегрированные холдинги. Возникающая их кредиторская задолженность, скорее всего, относится к внутрихолдинговым операциям. Учитывая также высокую долю в просроченной кредиторской задолженности, которую занимает 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)

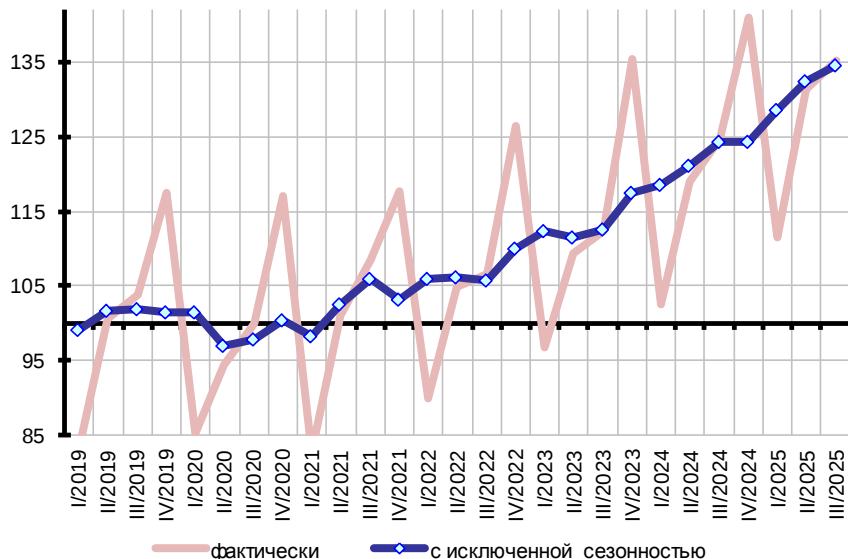
² Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки

Ситуация в части монетарного давления на инфляцию остается противоречивой. С одной стороны, скорость обращения ликвидной части денежных средств населения продолжает увеличиваться, и ее уровень на начало октября 2025 г. уже превысил предшествующий локальный максимум второго полугодия 2022 г.

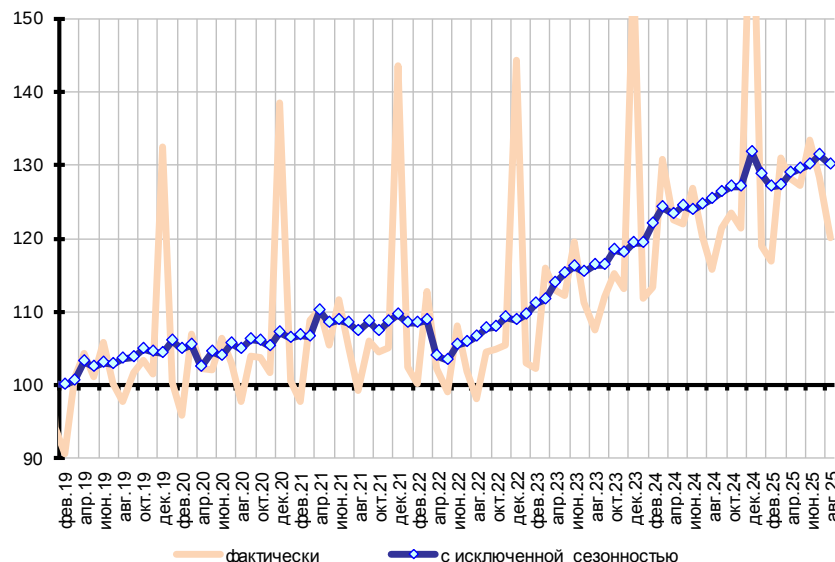
С другой стороны, несмотря на снизившиеся ставки по депозитам, доля ликвидной части широкой денежной массы не увеличивается, оставаясь на исторически невысоком уровне.

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

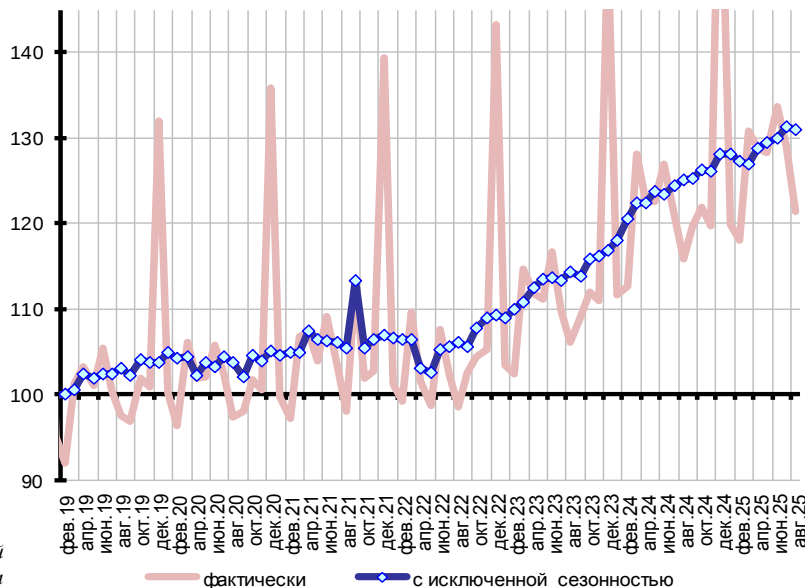
Реальные располагаемые доходы населения



Реальная начисленная заработная плата



Агрегат основных реальных денежных доходов¹



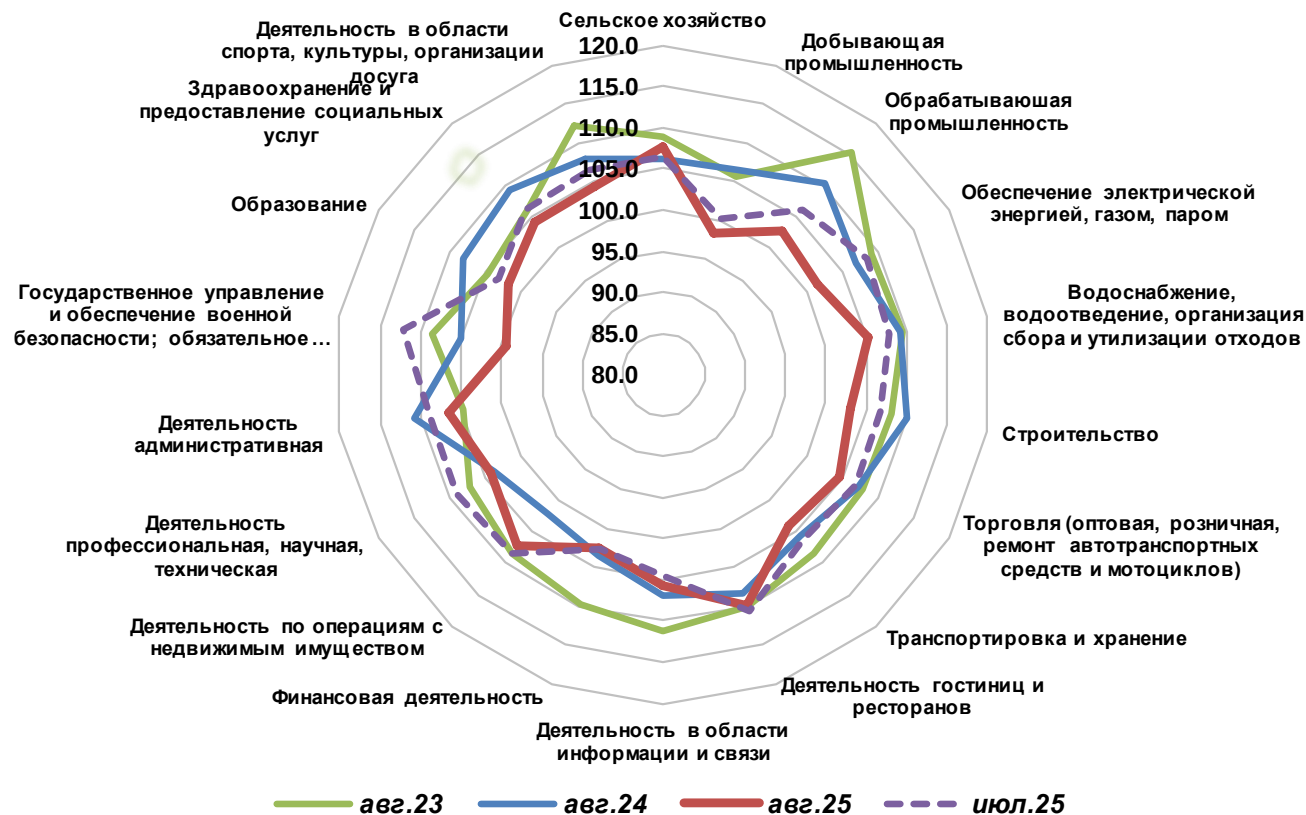
В августе динамика *реальной заработной платы* немного скорректировалась – что, однако, не отменяет пока тенденции к ее росту (второй квартал: +0.7% в среднем за месяц, июль: +0.9%, август: - 0.9%, сезонность устранена).

Динамика *основных реальных денежных доходов населения*¹, в целом, следует за *реальной заработной платой* (второй квартал: +0.8% в среднем за месяц, июль: +1.1%, август: - 0.3%, сезонность устранена).

Соответственно, возобновился рост *реальных располагаемых доходов населения* (II кв.: +3.0% за период, III кв.: +1.7%, сезонность устранена).

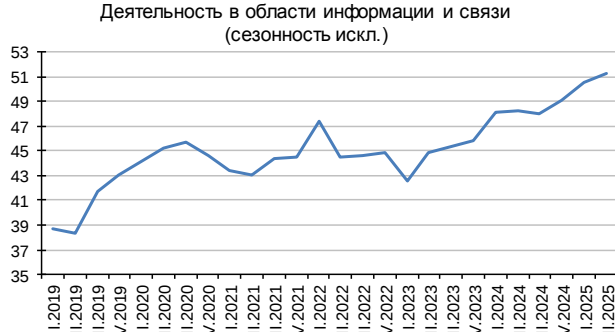
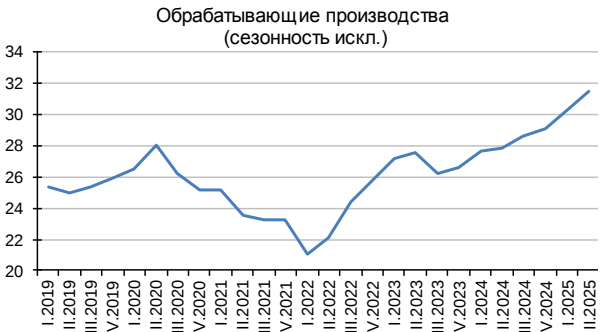
¹ Агрегат включает взвешенные размеры среднемесячной начисленной заработной платы, среднемесячной начисленной пенсии (ПФР) и начисленные проценты по рублевым вкладам и депозитам, приведенные к постоянным ценам с помощью ИПЦ

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



По состоянию на август в *отраслевой структуре роста реальной заработной платы* ситуация несколько ухудшилась: общая динамика замедлилась – и по сравнению с июлем, и по сравнению с динамикой прошлых лет. Продолжается заметное торможение динамики заработной платы в прежних отраслях-лидерах: добыче полезных ископаемых (отметим, что в секторе наблюдается очень резкое падение рентабельности, и из-за низкого входящего денежного потока, и из-за высокой налоговой нагрузки), менее резкое – в административной деятельности и отраслях социальной инфраструктуры.

Соотношение фонда оплаты труда и валовой добавленной стоимости (%)¹



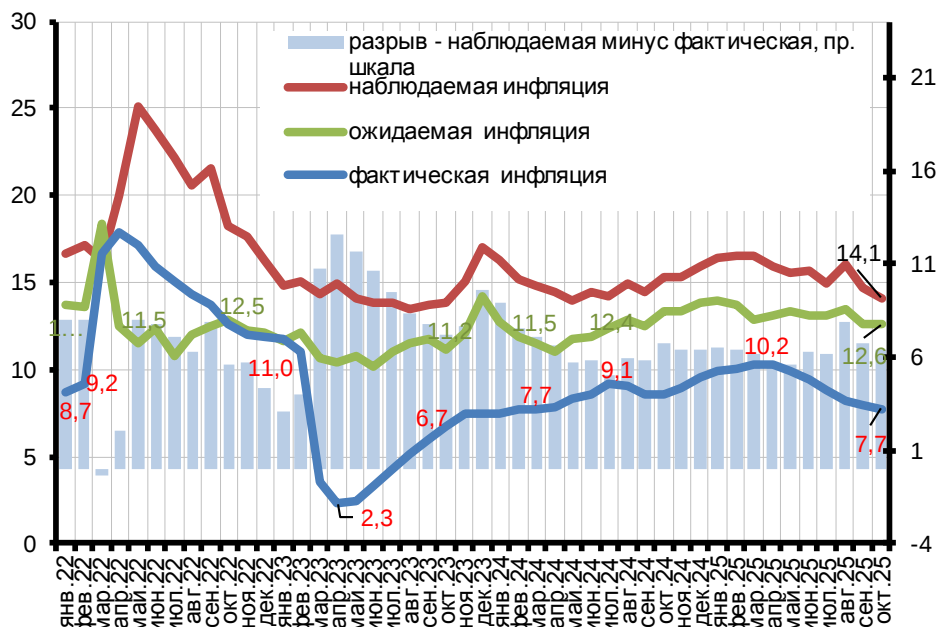
	I.2019	II.2019	III.2019	IV.2019	I.2020	II.2020	III.2020	IV.2020	I.2021	II.2021	III.2021	IV.2021	I.2022	II.2022	III.2022	IV.2022	I.2023	II.2023	III.2023	IV.2023	I.2024	II.2024	III.2024	IV.2024	I.2025	II.2025
Всего по обследуемым видам экономической деятельности	26.4	26.6	23.5	25.1	28.8	31.1	25.3	25.7	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 отмечалось, вероятно возможности дальнейшего ускоренного роста в большинстве отраслей уже исчерпаны.

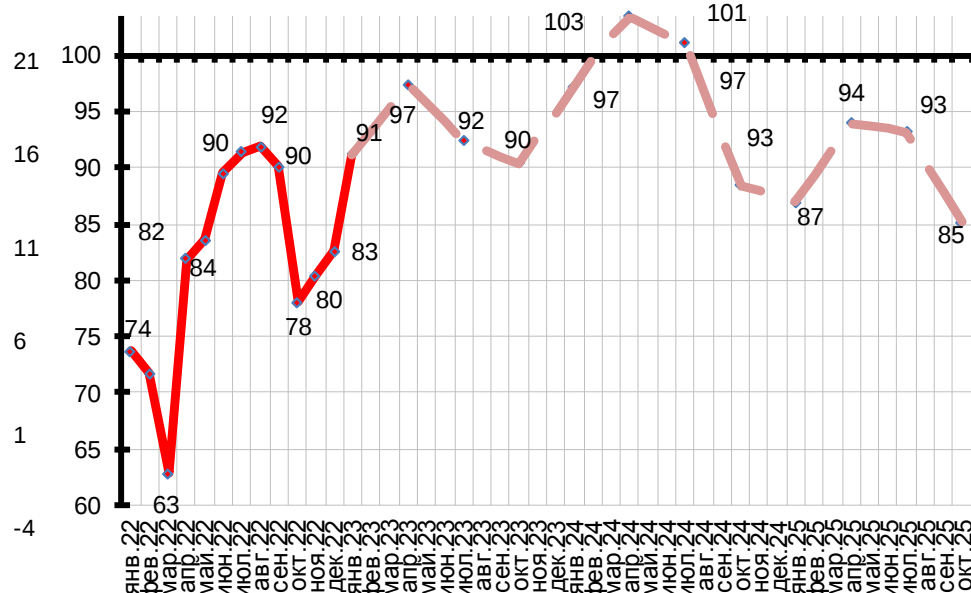
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценки макроэкономических показателей населением

Инфляционные ожидания (годовых, в %) ¹



Индекс уровня жизни (пункты) ¹



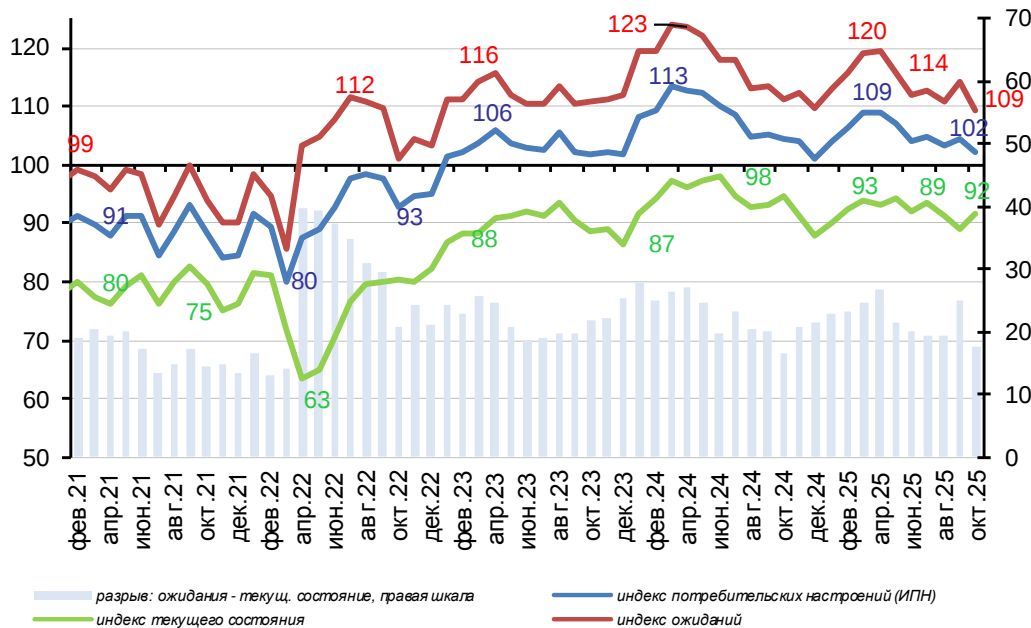
Оценки населением макроэкономической ситуации по состоянию на октябрь сохранили сложившийся ранее характер:

- *инфляционные ожидания* постепенно снижаются, оставаясь очень заметно выше и наблюдаемых, и фактических. С учётом очень сильного падения фактической инфляции в **октябре** и ноябре, возможно, что снижение наблюдаемой инфляции стало индикатором для фактической;
- по состоянию на октябрь, продолжается ухудшение *оценок уровня жизни*, обновившее исторический минимум, причем масштабы этого снижения уже имеют характер «перелёта» по отношению к, в общем-то, не кризисной, а стагнирующей экономике. Отметим, что стабильно негативные уже в течение года оценки ситуации населением сами по себе становятся фактором, углубляющим и затягивающим кризис.

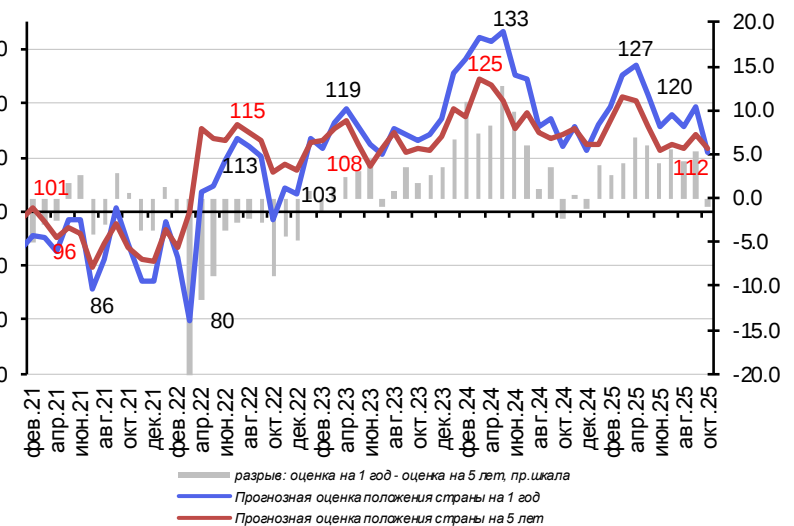
¹ Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Вопрос об уровне производства и уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

Потребительские настроения населения

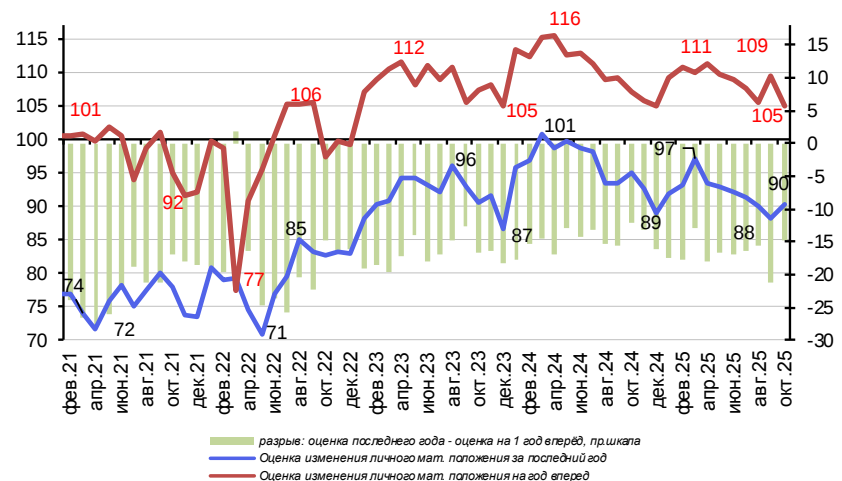
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹
(пункты)



Оценка населением экономического положения
страны (пункты)



Оценка населением личного материального
положения (пункты)



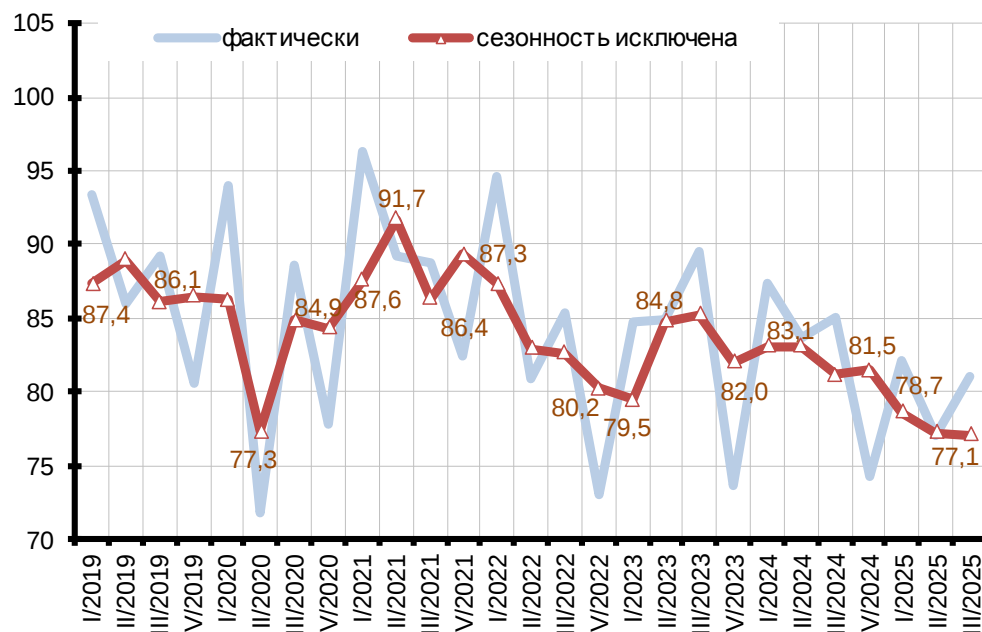
В части *потребительских настроений* населения в октябре ситуация остаётся противоречивой:

- индекс текущего состояния немного подрос (оставшись в зоне негативных оценок);
- при этом, индекс ожиданий закономерно снизился;
- соответственно, разрыв между ожиданиями и фактическим состоянием снова снизился - до минимального за год значения. Такая рационализация сама по себе является положительным, антикризисным, фактором.

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 ставка²



В сфере *потребительского поведения* населения в III кв. сохранилась описанная ранее парадоксальная ситуация: одновременно стабилизировалась на минимальном уровне норма потребления (сезонность устранена). При этом норма сбережения продолжает снижаться.

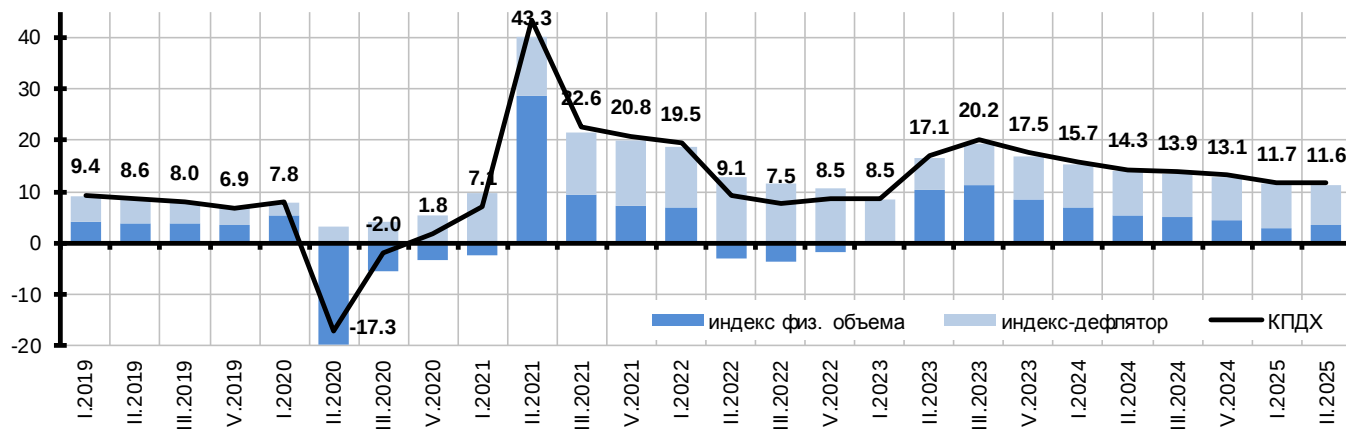
Если речь не идет о статистической ошибке / «недосчёте» – налицо, скорее всего, уход населения (в условиях высокой инфляции и снижения ставок по депозитам) в другие финансовые активы.

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

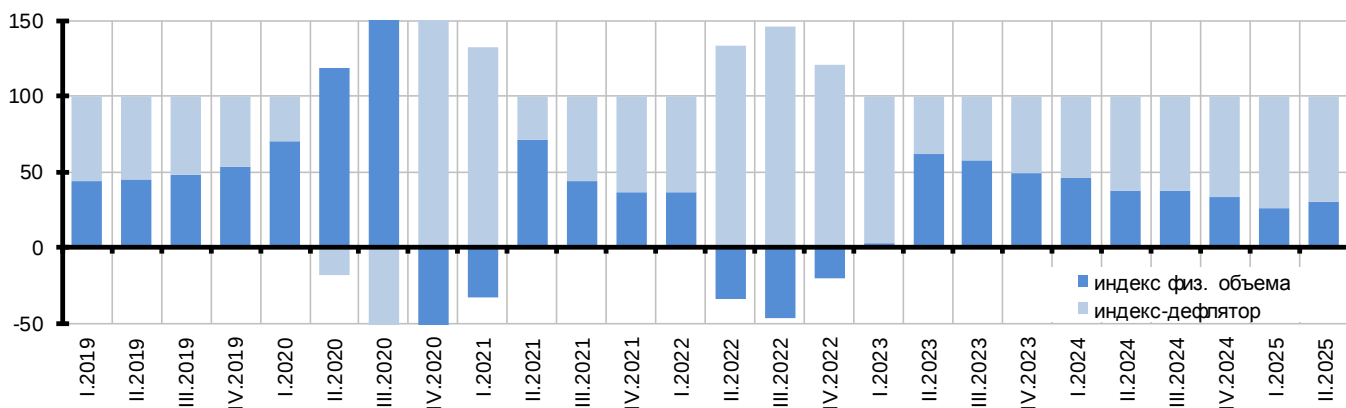
² Методология Росстата 2018 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов

Динамика конечного потребления домашних хозяйств в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора¹

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)

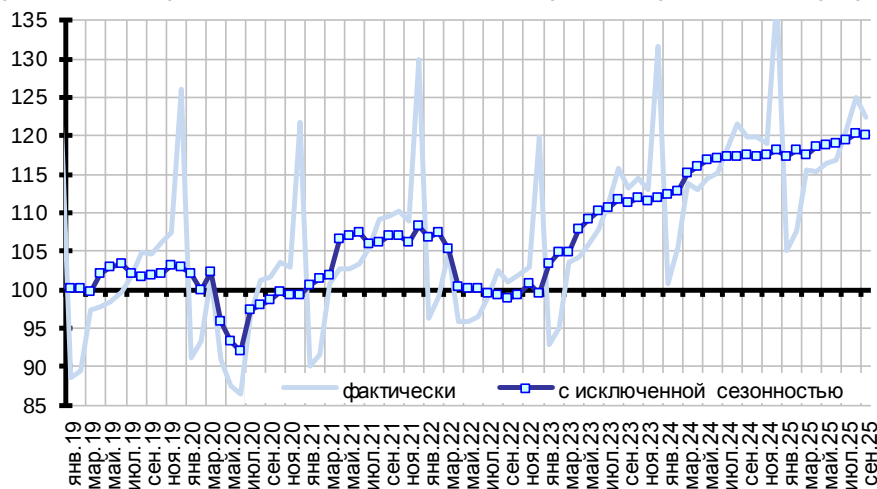


Во II кв. в потребительской сфере соотношение прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств перестало ухудшаться: хотя основная часть прироста спроса все равно «уходит в цены», доля в этом приросте расширения физического объема продаж перестала снижаться, и даже чуть повысилась.

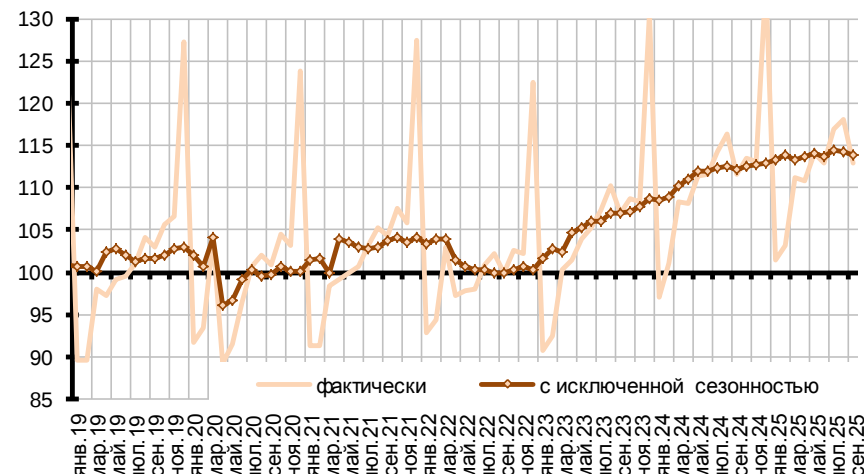
¹Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

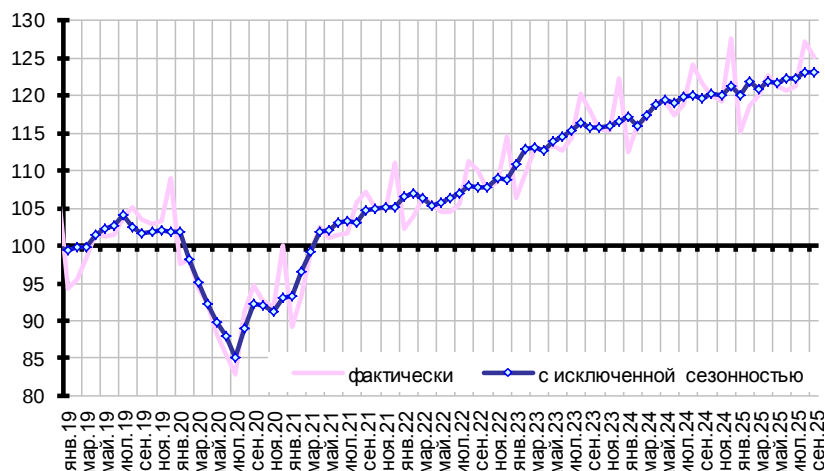
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



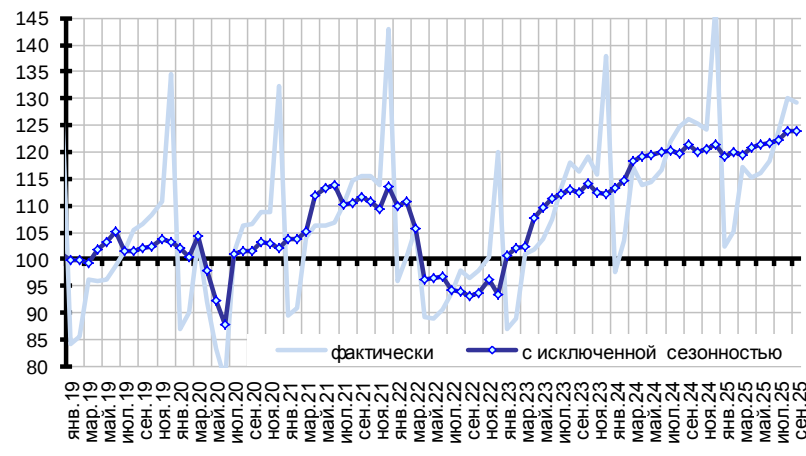
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



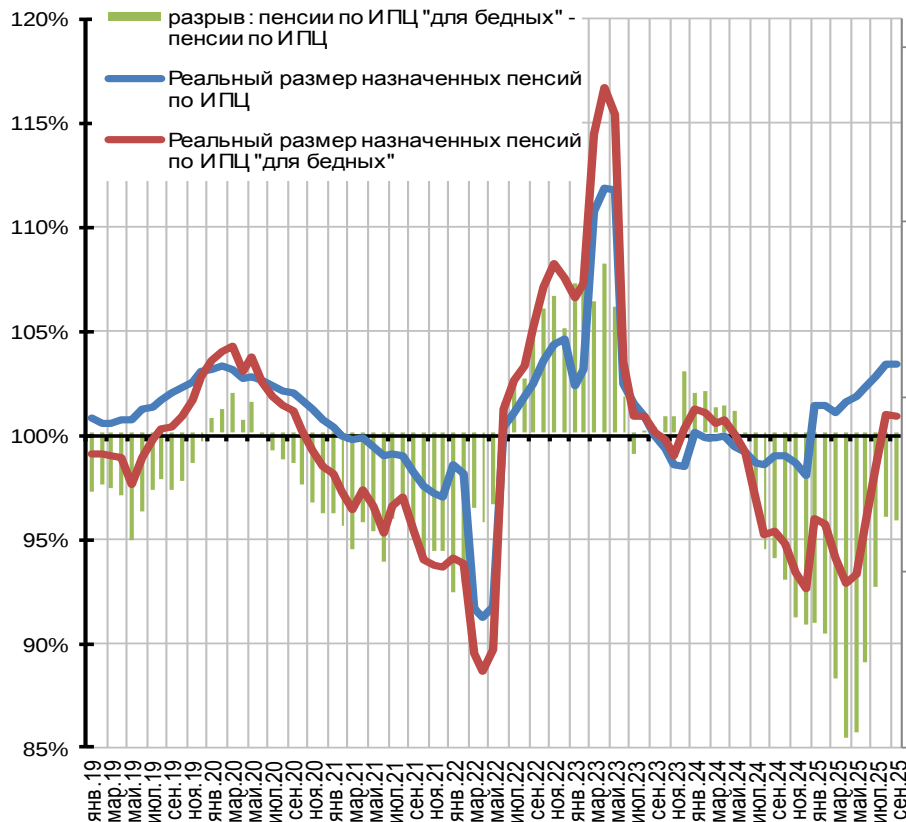
Оборот непродовольственными товарами



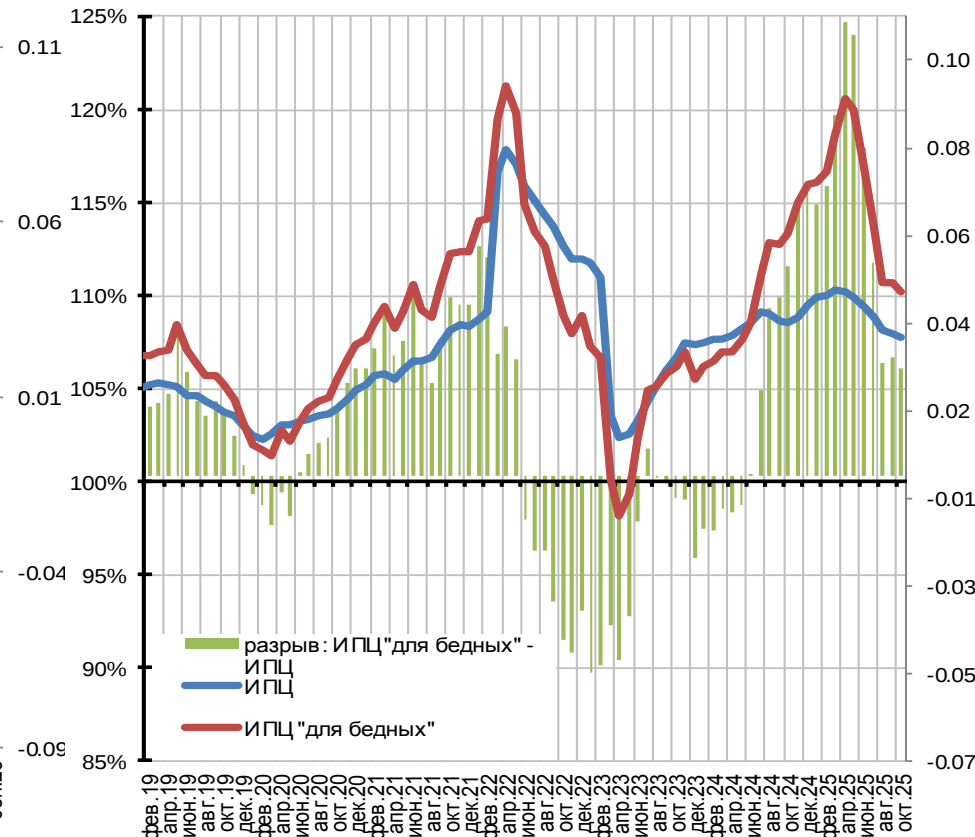
Потребление населения по состоянию на сентябрь стало притормаживать (второй квартал: +0.4% в среднем за месяц, июль: +0.5%, август: +0.6%, сентябрь: -0.1%, сезонность устранена). Не вполне ясно, намечается ли в данной сфере настоящее торможение (поддерживаемой кризисом потребительского кредитования) или речь идёт лишь о неочениваемом статистически вытеснении традиционных покупок продовольствия населением приобретением его в организациях общественного питания. В итоге, «проблемной зоной» стал в основном рынок продовольствия (второй и третий кварталы: +0.1% в среднем за месяц, сезонность устранена). На остальных сегментах потребительского рынка ситуация не столь негативная: на рынке непродовольственных товаров и платных услуг последние два квартала наблюдается небольшой рост.

Инфляция «по корзине потребления малообеспеченных»¹

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



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

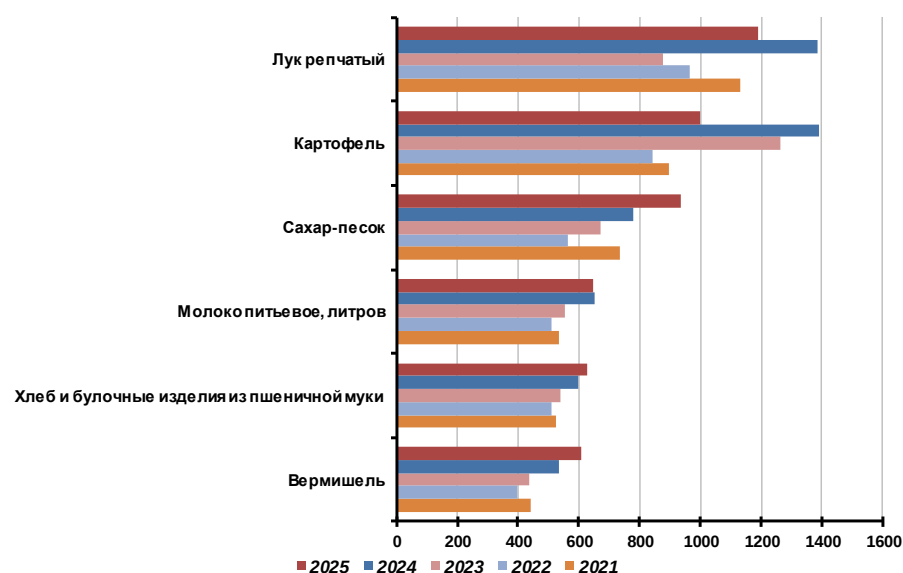


Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции по состоянию на октябрь стал постепенно улучшаться: ИПЦ «по корзине потребления малообеспеченного населения» все еще выше, чем в среднем, его снижение идёт с опережающим темпом, и, соответственно, разрыв между ними быстро сокращается.

В итоге, по данным на сентябрь, реальный размер пенсий (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, остаётся выше прошлогоднего уровня, хотя и ниже оценки «по средней инфляции».

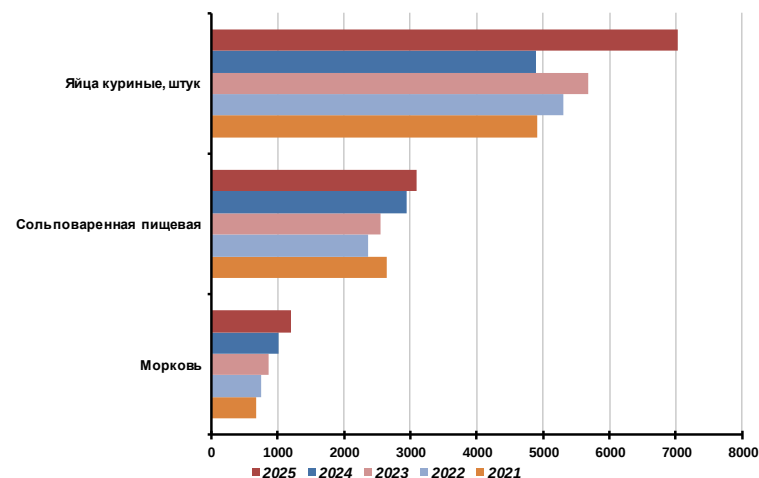
¹ Корзина потребления малообеспеченных - скорректированный индекс, включающий в себя: минимальный набор продуктов питания (без животного масла, алкогольных напитков, «прочих продовольственных товаров»), медикаменты, синтетические моющие средства, услуги ЖКХ (без услуг гостиниц) и транспорта. Пенсии –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

Покупательная способность среднестатистических денежных доходов населения по основным продуктам питания в янв.-сентябре (кг в месяц)



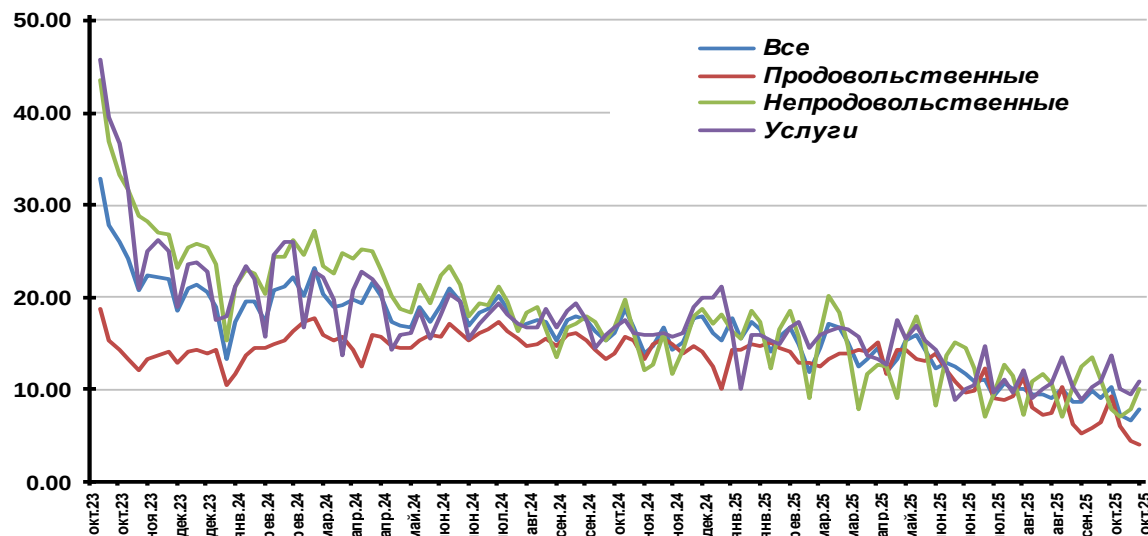
Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия по состоянию на III кв. 2025 г., в целом, изменилась слабо, и в целом, по данным за «скользящий год» несколько улучшилась – причем, по очень широкому кругу товаров (особенно по дешевевшим в начале года источникам «дешевого белка» – продуктам птицеводства).

Исключениями остаются товары-лидеры удорожания в 2024-начале 2025 гг.: плодоовощная продукция (лук и картофель).



Основные направления потребительских расходов^{1, 2}

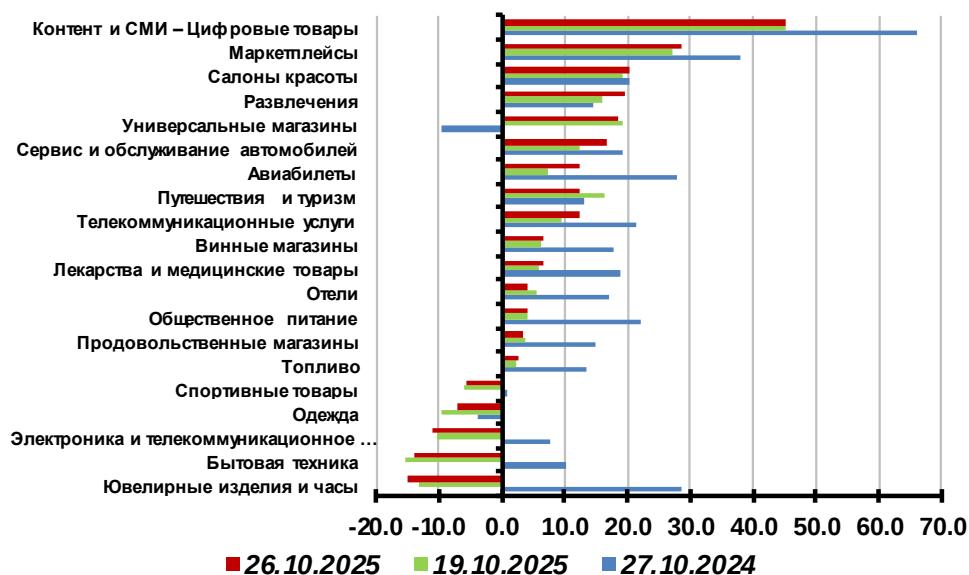
Изменение расходов физических лиц на товары и услуги (% к соотв. периоду прошлого) года



В части *потребительского поведения* по состоянию на октябрь, можно отметить разнонаправленную динамику: падение расходов на продовольствие - неустойчивый рост на непродовольственные товары и услуги.

В *структуре потребительских расходов* резко выделяется торможение расходов на цифровой контент (возможно, результат торможения Интернета / популярных сервисов), а также углубляющийся кризис в продажах электроники и бытовой техники (кризис потребкредитования) и снижение продаж «ювелирки» (высокие ставки по депозитам).

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

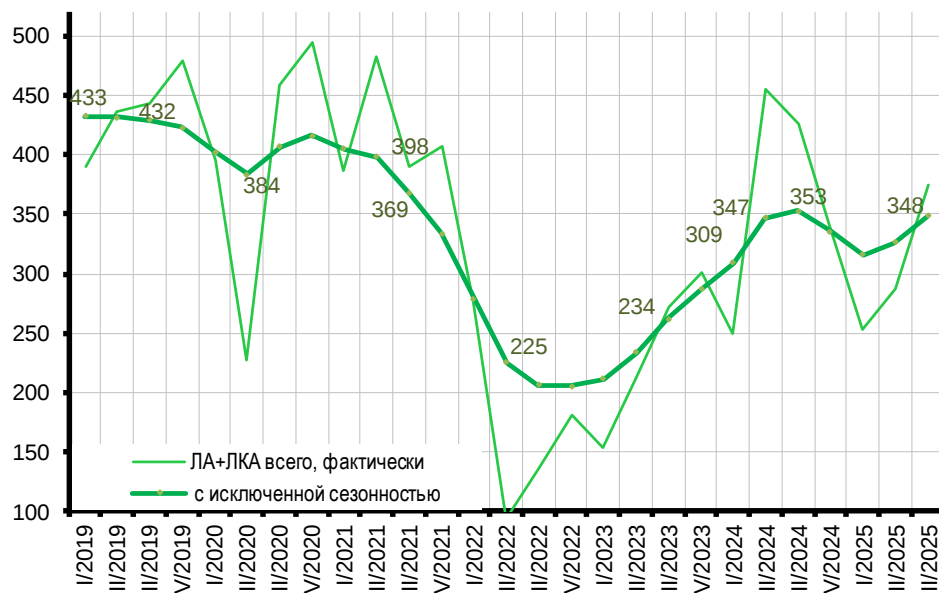


¹ По данным еженедельного исследования Сбера «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

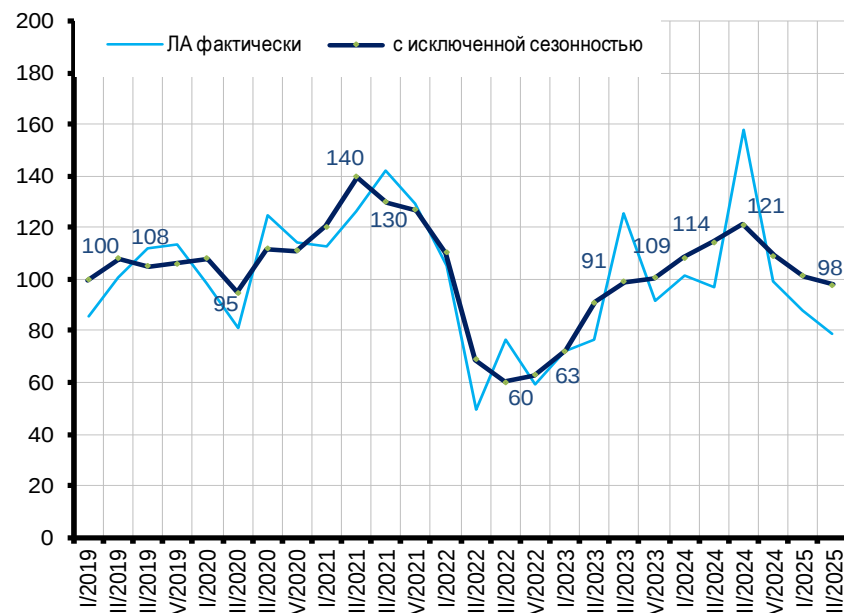
Возможное противоречие с данными Росстата связано с отсутствием снятия сезонности в случае данных Сбера и учётом наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли, а также со спецификой представления данных Сбером за скользящий год. Данные с октября 2023 г. по настоящее время несопоставимы 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.

Продажи новых автомобилей

Легковых автомобилей (ЛА) и легких коммерческих автомобилей (ЛКА) всего (тысяч штук)¹



Продажи легковых автомобилей населению всего в постоянных ценах (2018 г. =100%)¹



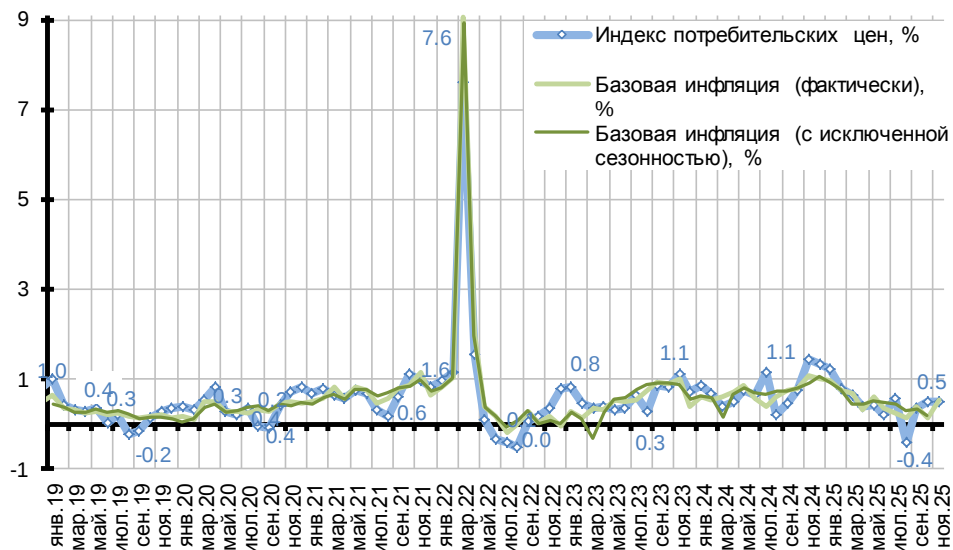
На рынках легковых автомобилей и ЛКА во II-III кв. ситуация, если и не изменилась к лучшему, то, по крайней мере, перестала быть однозначно негативной. С одной стороны, продажи (в штуках, сезонность устранена) начали постепенно расти, таким образом, тенденция к падению, возникшая на рубеже 2024-2025 гг., преодолена. С другой стороны, стоимостные объёмы продаж (в постоянных ценах, сезонность устранена) продолжают снижаться. Такая, противоречивая картина - сочетание роста количества проданных машин со снижением продаж в сопоставимых ценах, скорее всего, объясняется сильными структурными сдвигами в продажах в пользу дешёвых моделей, не учитываемые при построении индекса «в сопоставимых ценах» (со введением «нового утильсбора» этот сдвиг, вероятно, лишь усилится).

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.

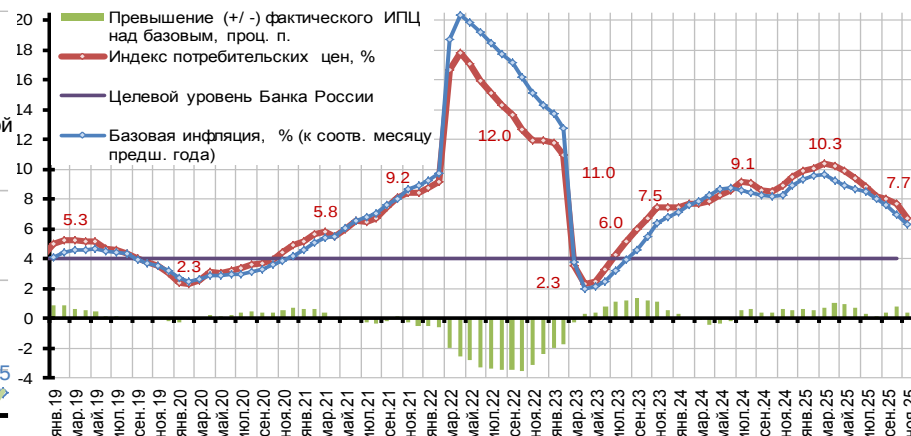
¹Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция на потребительском рынке

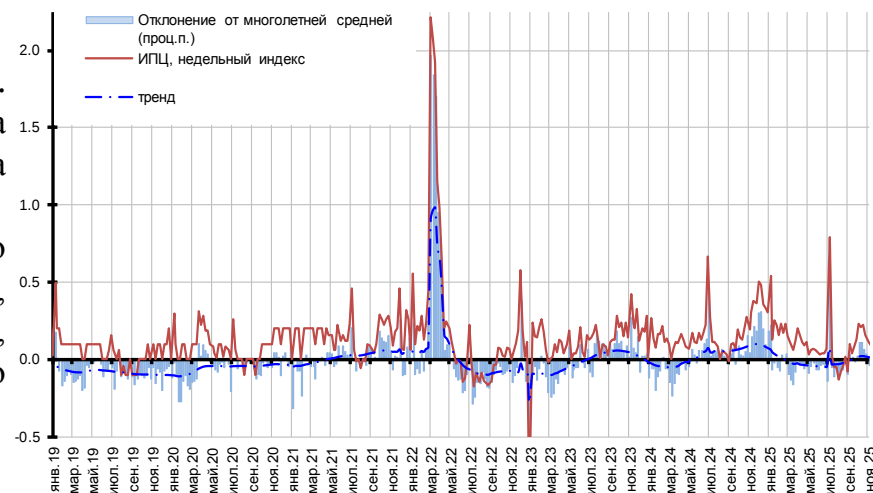
Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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



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



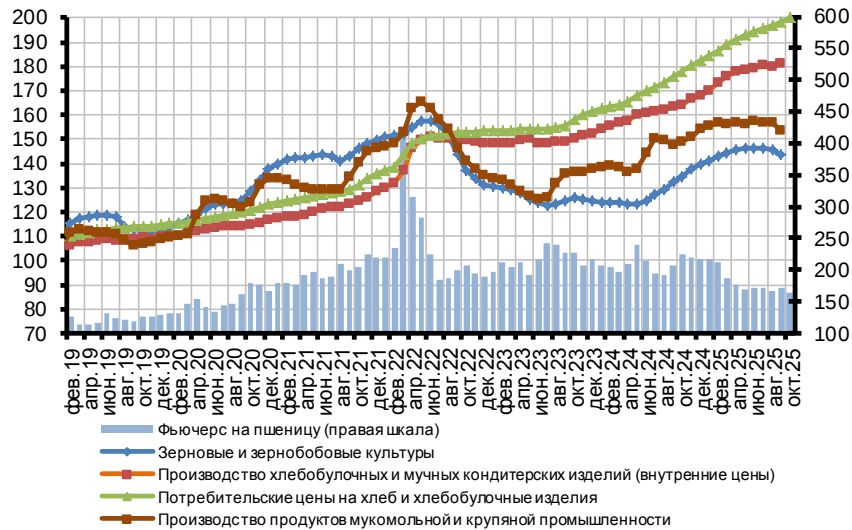
Инфляция в первой половине ноября существенно замедлилась. Если в октябре годовая инфляция к октябрю прошлого года составила 7.71%, то в ноябре, по данным на 10 ноября, она оценивается в 6.7-6.8%.

Похоже (судя по остановке роста / абсолютному снижению цен по широкому кругу непродовольственных товаров), что фактором, помимо очевидного торможения роста цен на нефтепродукты, становится постепенно усиливающийся кризис потребительского спроса.

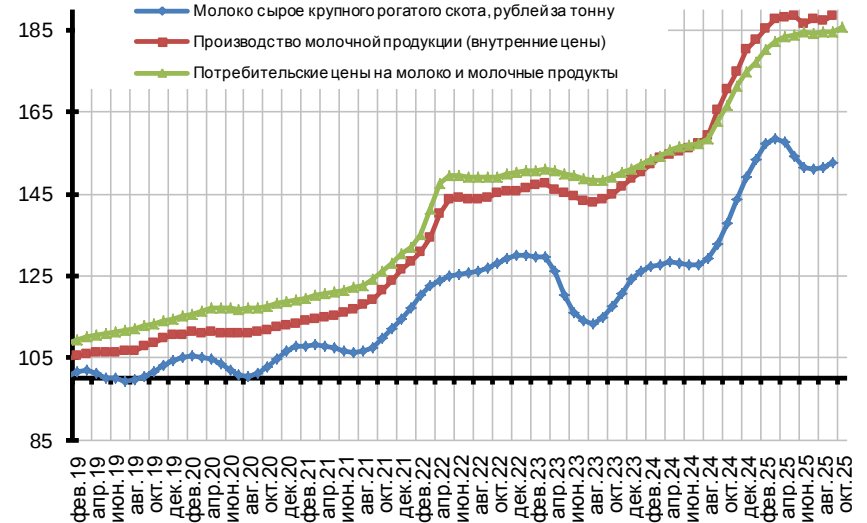
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

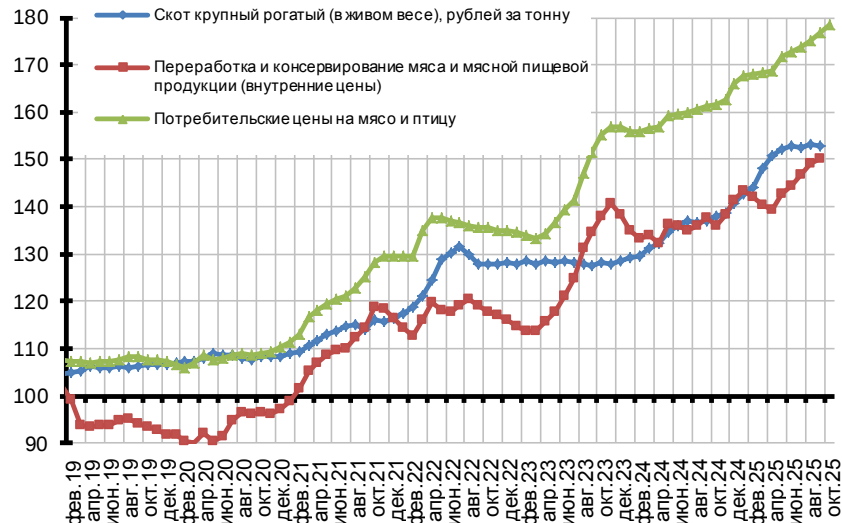
Цены на хлеб



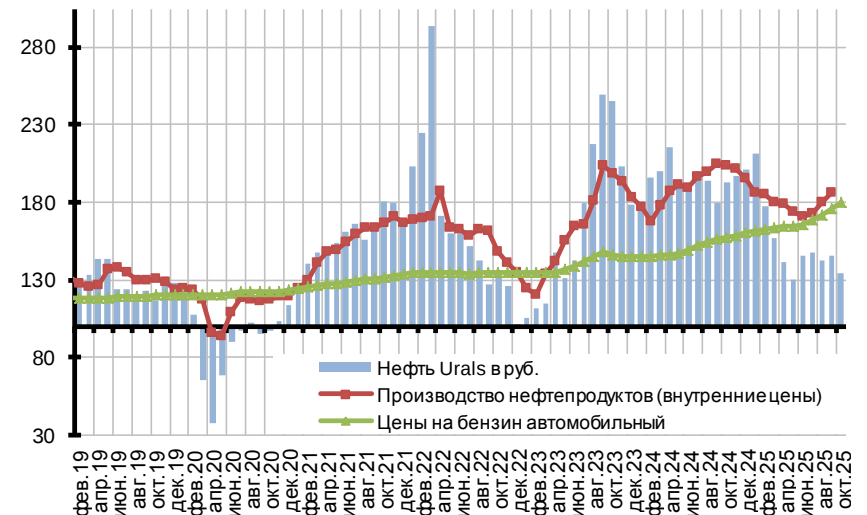
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

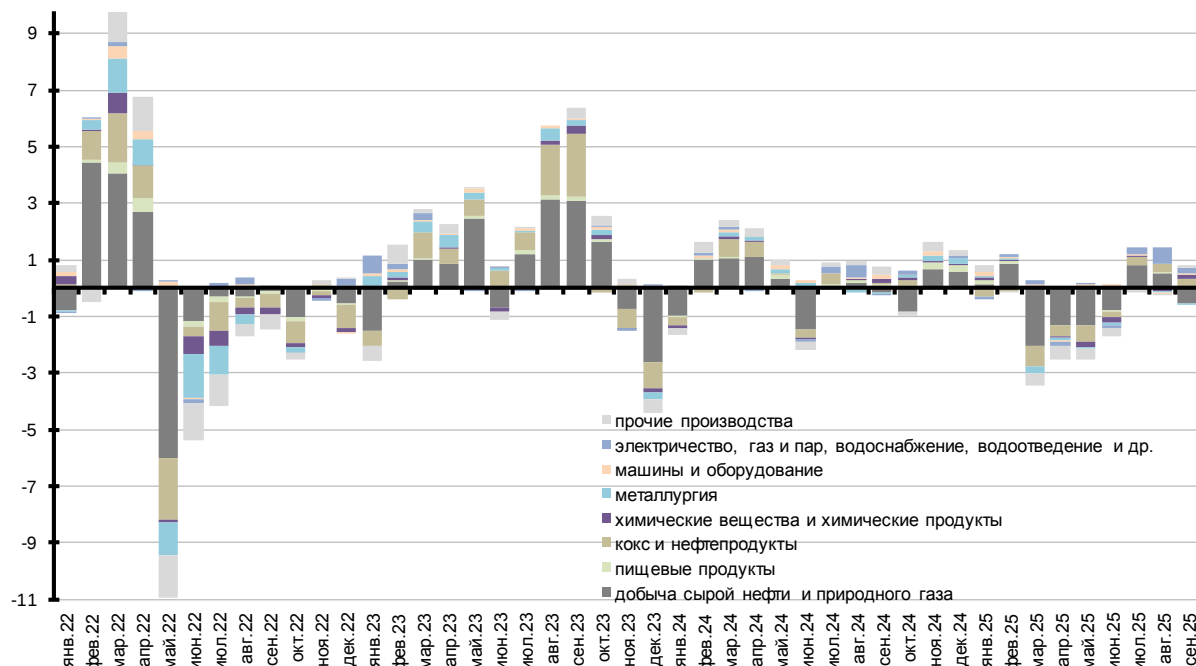


Цены на топливо

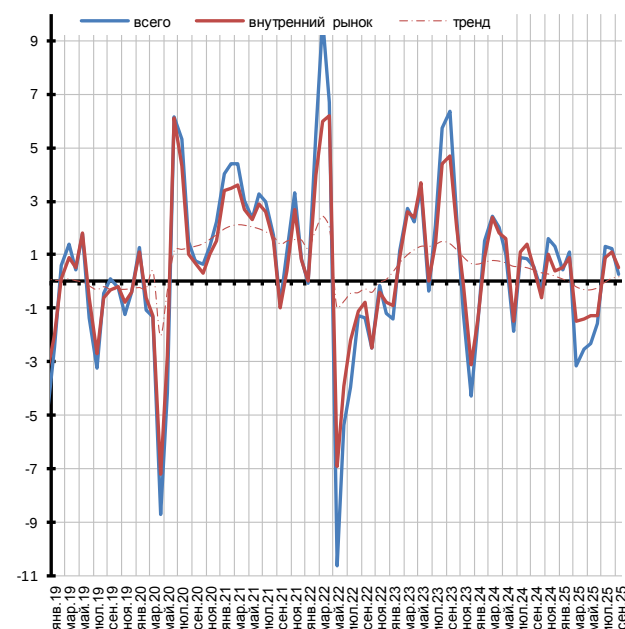


Структура цен производителей в промышленности

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



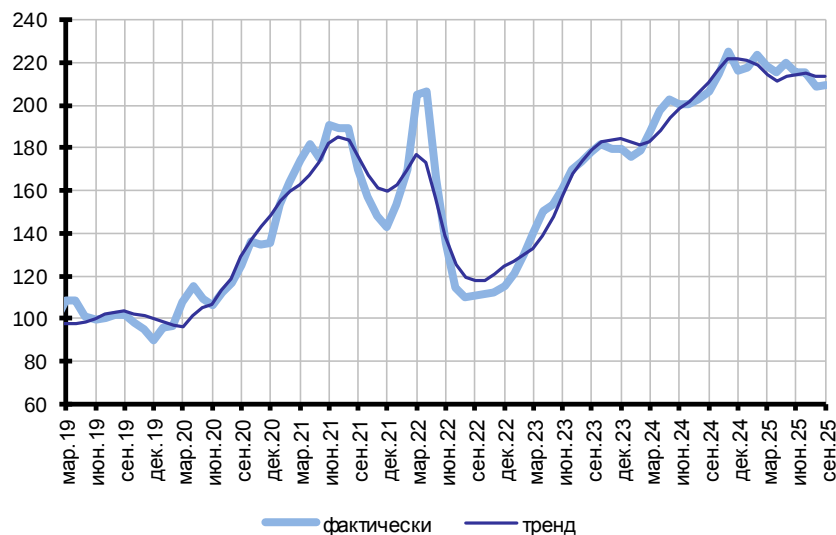
Индекс цен производителей (%)



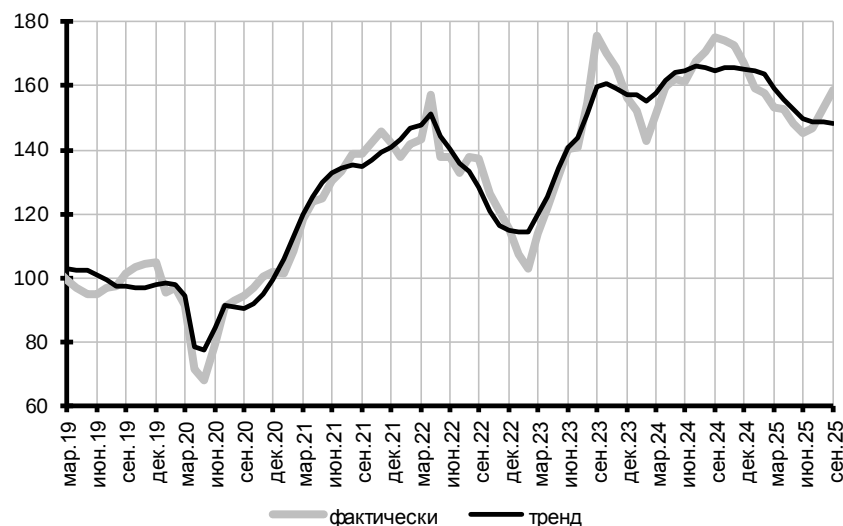
На рынках промышленной продукции по состоянию на сентябрь рост цен сильно замедлился; существенным фактором стало сочетание снижения долларовых цен на экспортируемое сырье и укрепления рубля.

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

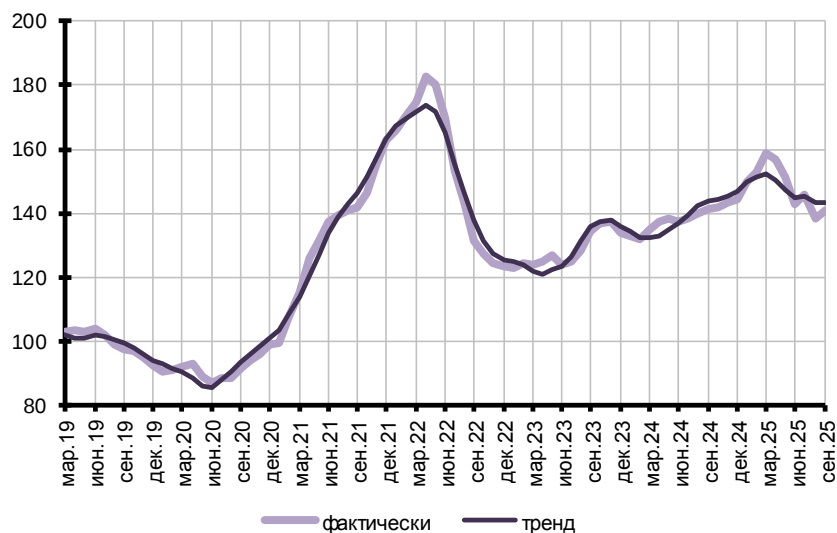
Добыча металлических руд



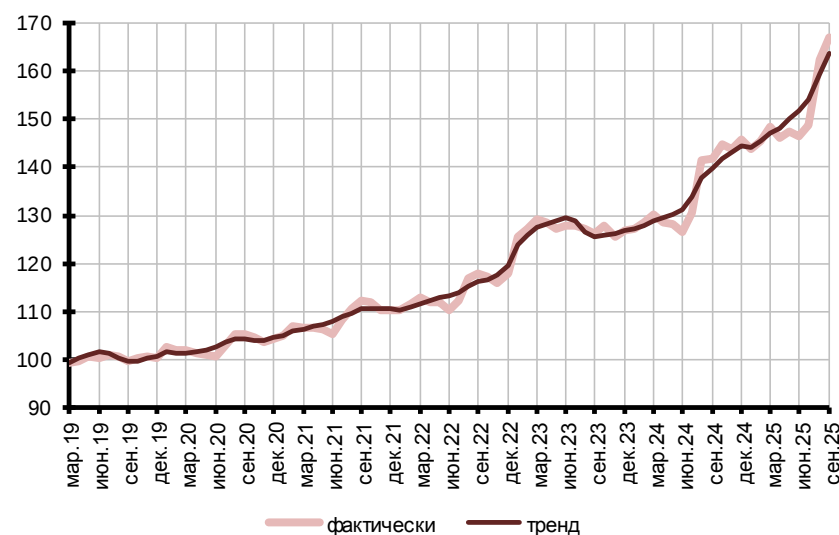
Производство нефтепродуктов



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

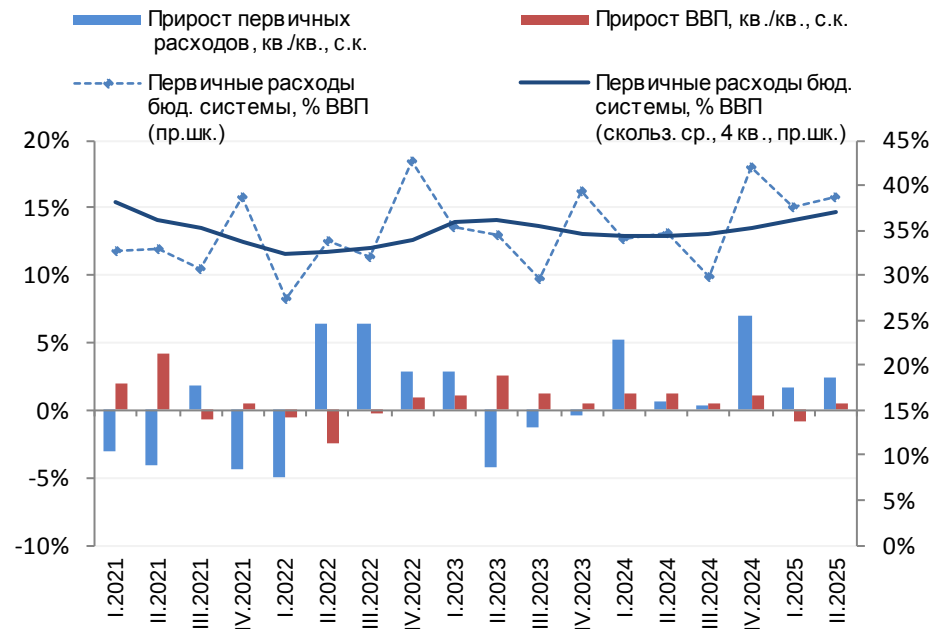
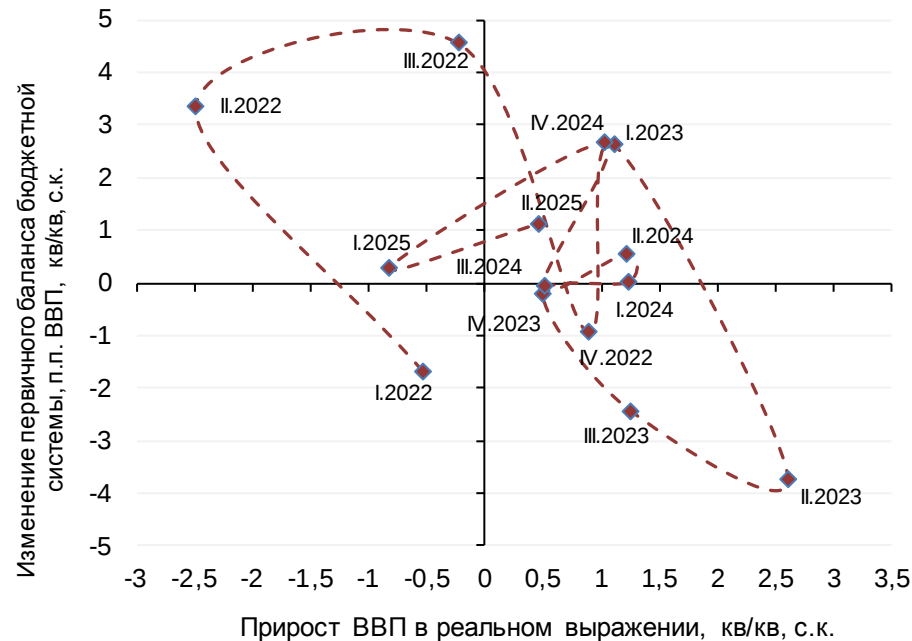


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



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 предыдущему кварталу на фоне прироста ВВП за тот же период на 0.5%. Отмечается увеличение объёма первичных расходов бюджетной системы в % к 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.

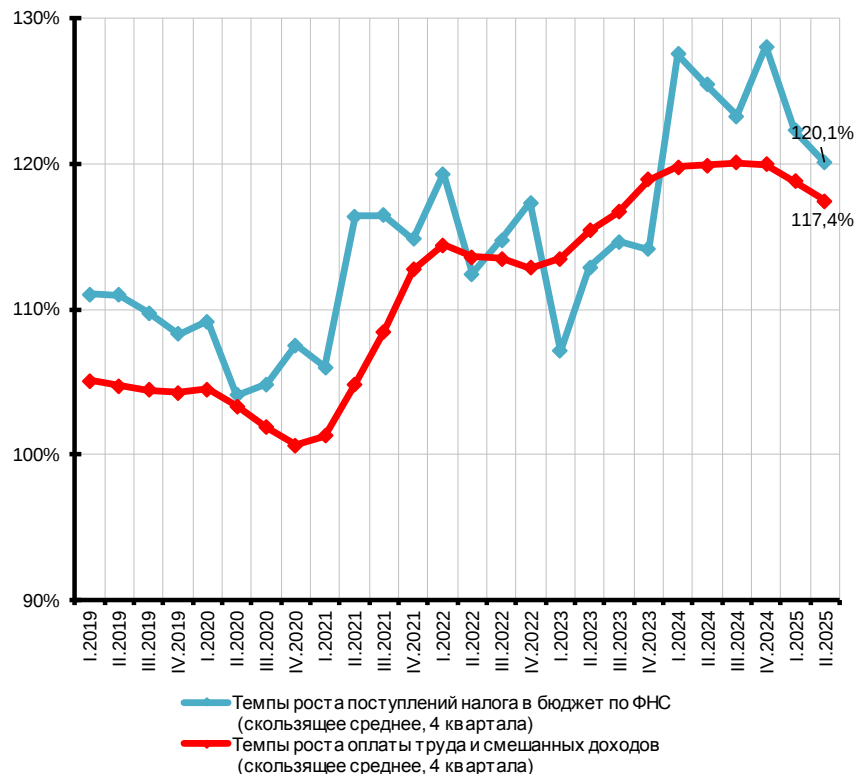
Во II кв. 2025 г. бюджетный импульс вырос, оказав дополнительную поддержку экономике (+1.1% ВВП относительно +0.3% ВВП в I кв.) В соответствии с актуальными планами следует ожидать его затухания в течение года. Запланированная консолидация, хотя и необходима для повышения устойчивости бюджета, может 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

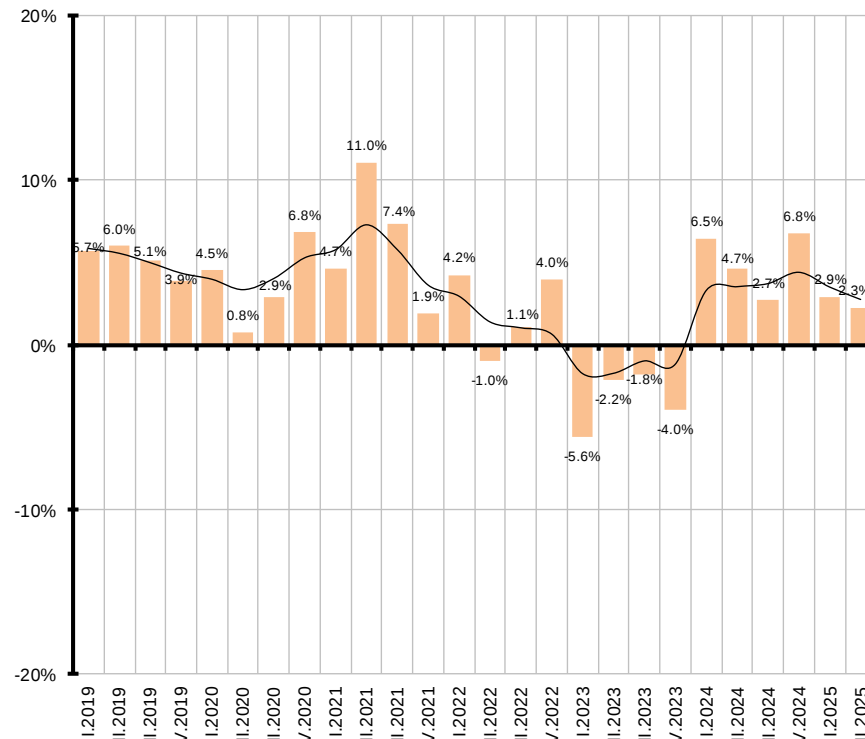
Мпрд руб.	8 мес. 2025			8 мес. 2024			Среднее (8 мес. 2019-2025 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	48 231	6,4%	100,0%	45 347	26,9%	100,0%	11,8%	100,0%
Нефтегазовые доходы в том числе	6 027	-20,2%	12,5%	7 555	56,2%	16,7%	10,7%	17,3%
Нефть и нефтепродукты	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 произошло из-за более крепкого курса рубля, сокращения импорта подакцизных товаров, отмены экспортных пошлин на удобрения и прекращение 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)».

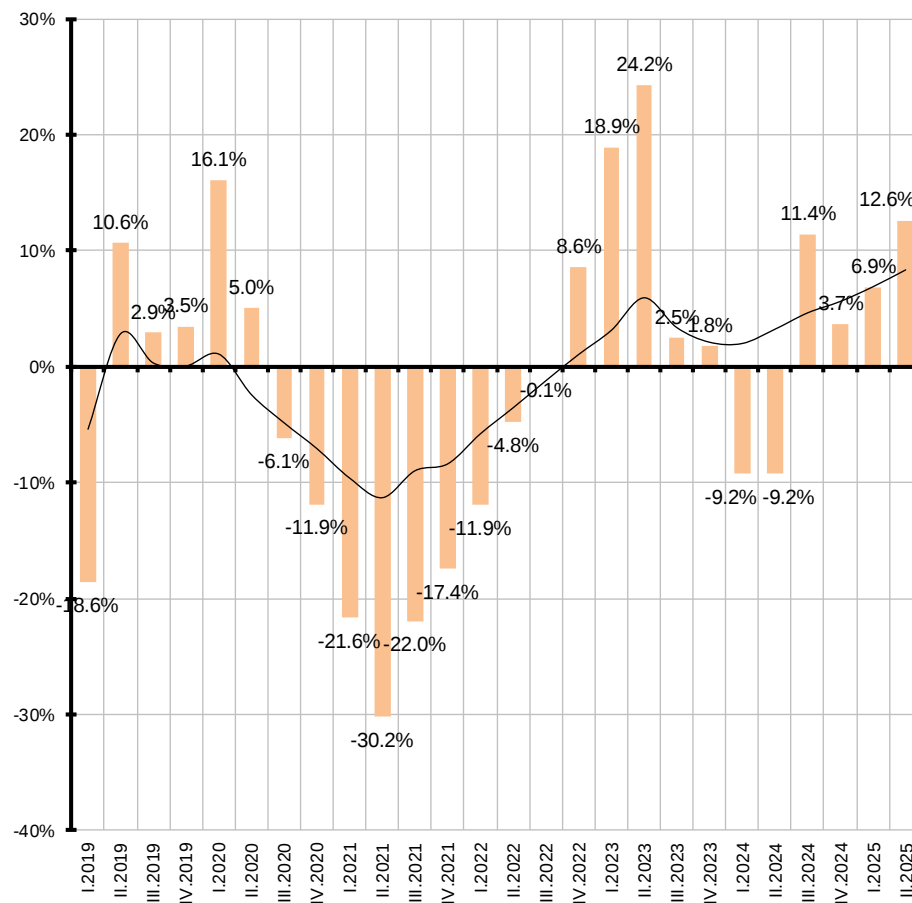
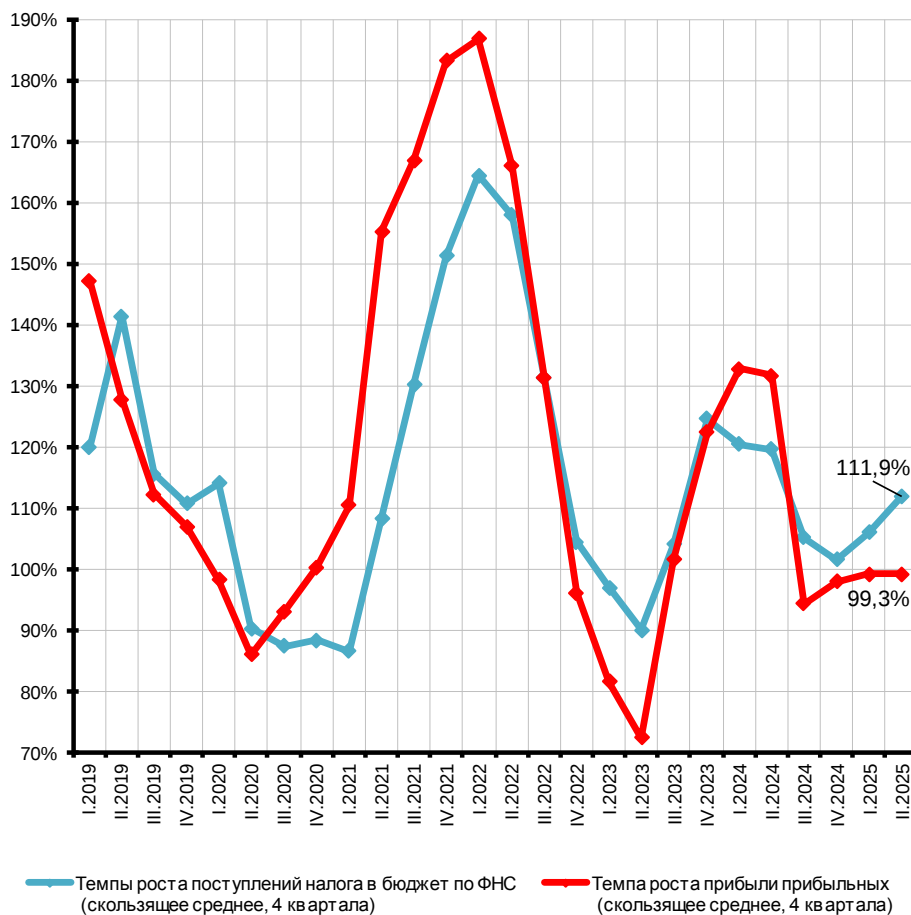
Во II кв. 2025 г. поступления НДФЛ замедлились до 120.5% (скользящее среднее за 4 квартала) против 122.3% в I кв. 2025 г.. Это замедление соответствует тенденции в налоговой базе - оплате труда и смешанных доходов, рост который также замедляется. При этом сборы НДФЛ продолжают опережать рост налоговой 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)



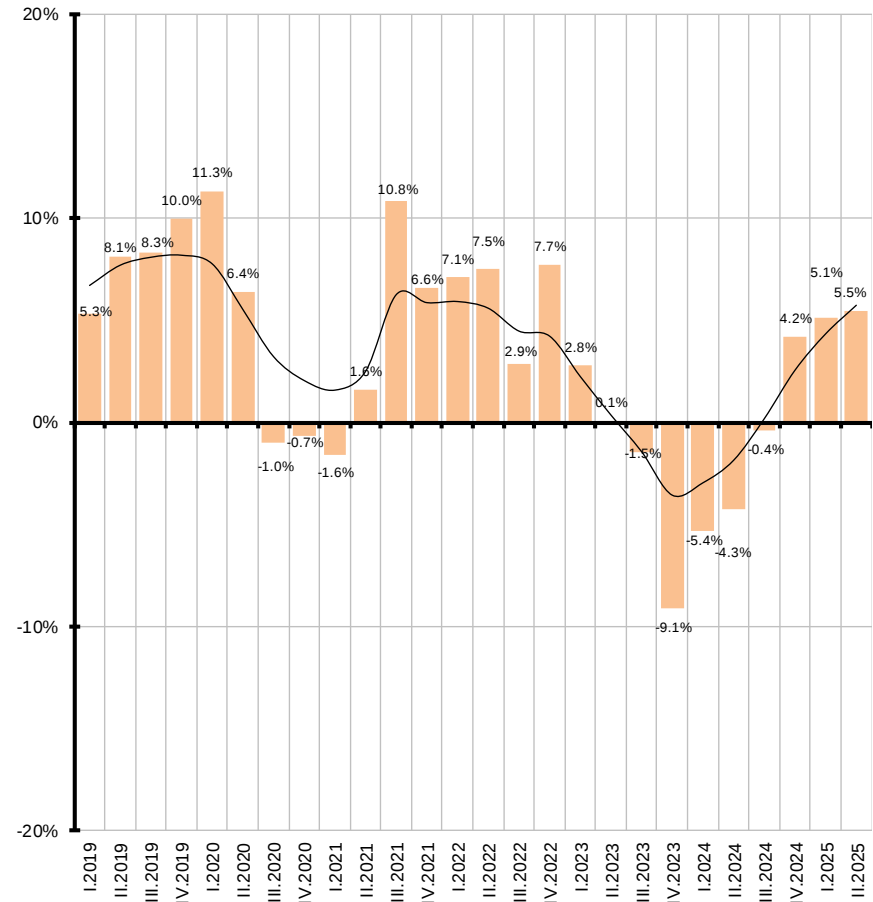
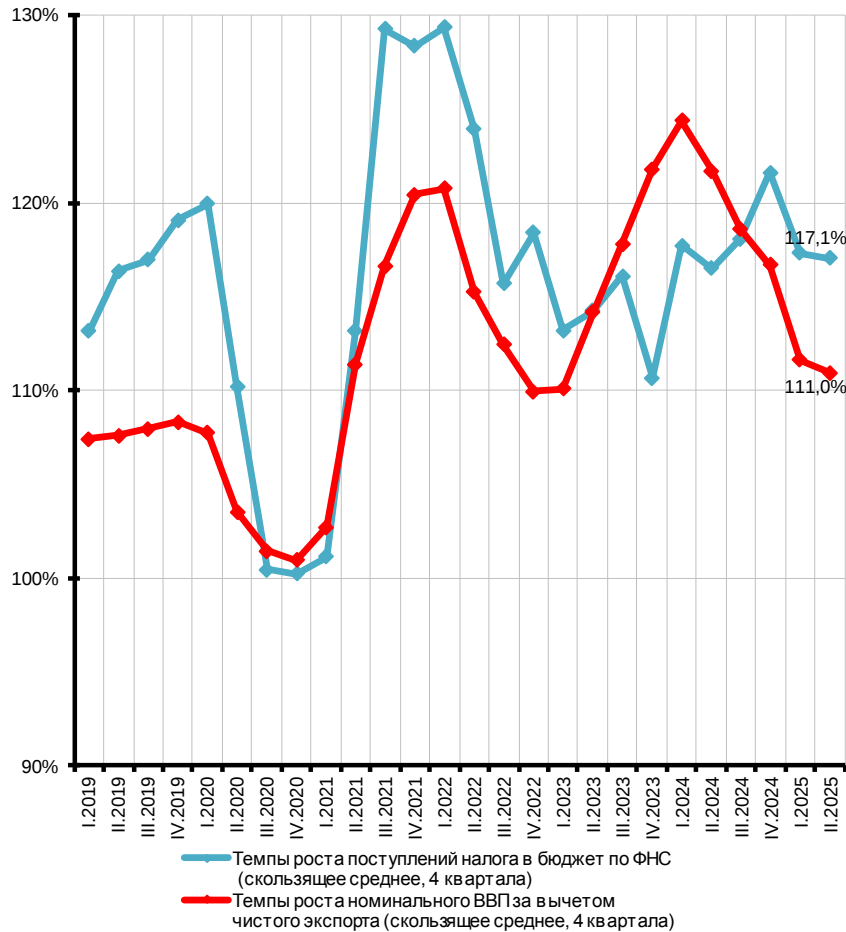
Во II кв. 2025 г. отмечается лёгкое снижение динамики прибыли прибыльных компаний. При этом наблюдается прирост поступлений *налога на прибыль*, что определяется повышением налоговой ставки в результате принятых налоговых новаций. В свою очередь, это отражает также прирост собираемости налога.

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)



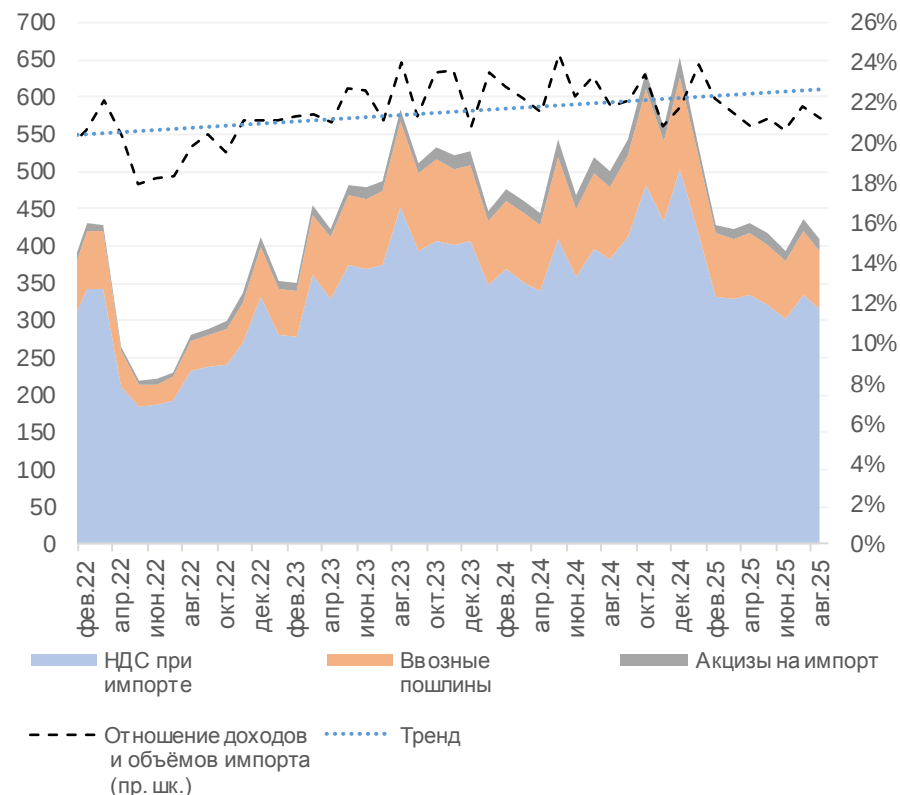
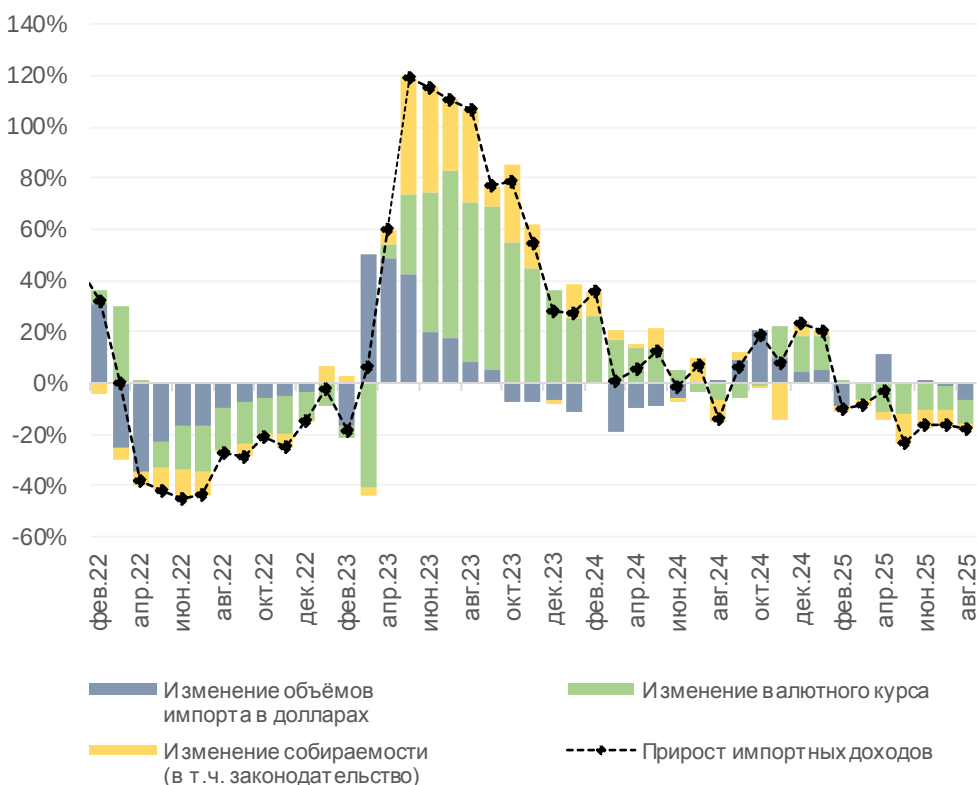
По итогам II кв. 2025 г. динамика поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России, соответствует динамике показателя квази-налоговой базы – ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта (оценка ЦМАКП за 2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

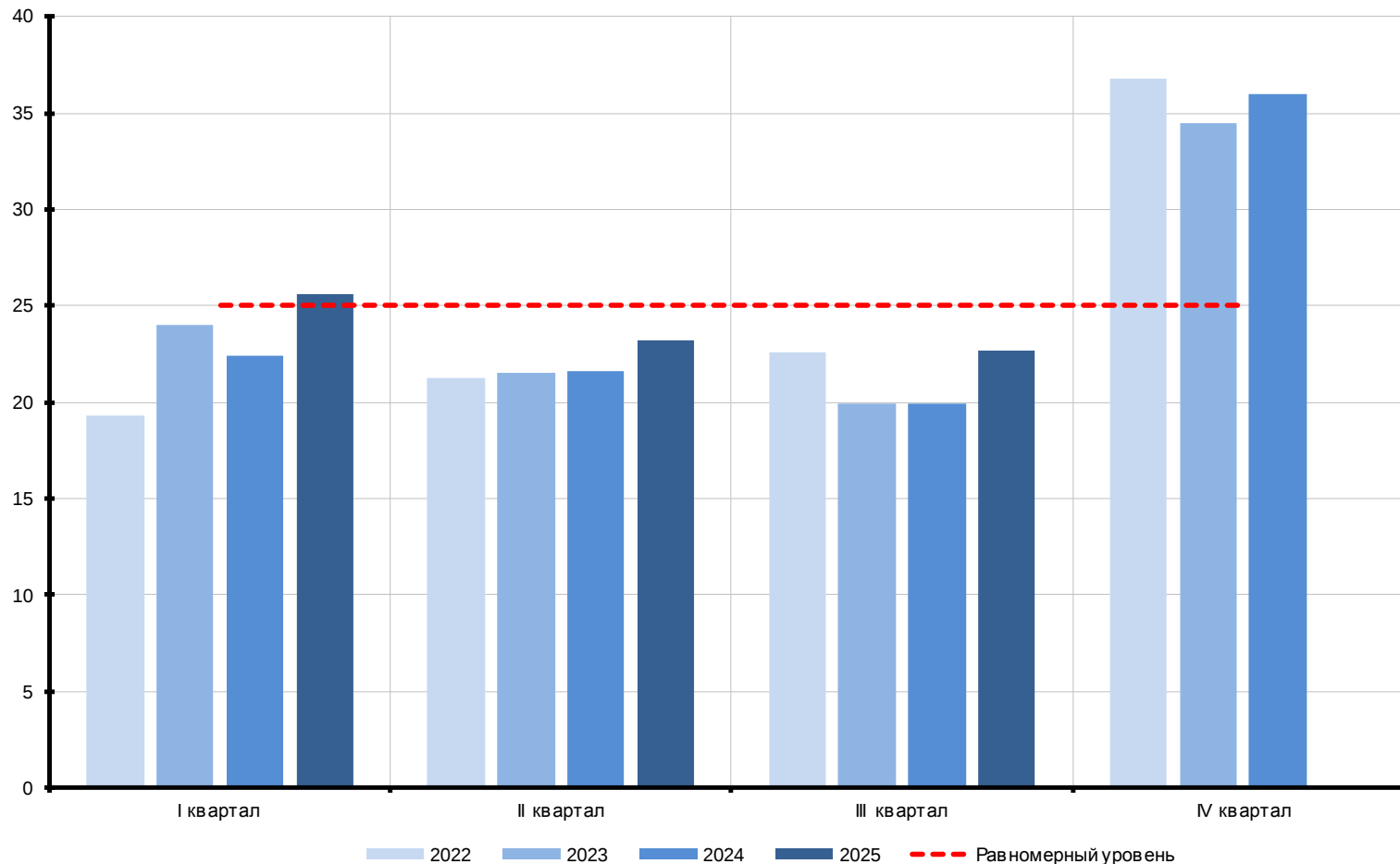
Источники данных: Росстат, ФНС

Бюджетные доходы от импорта



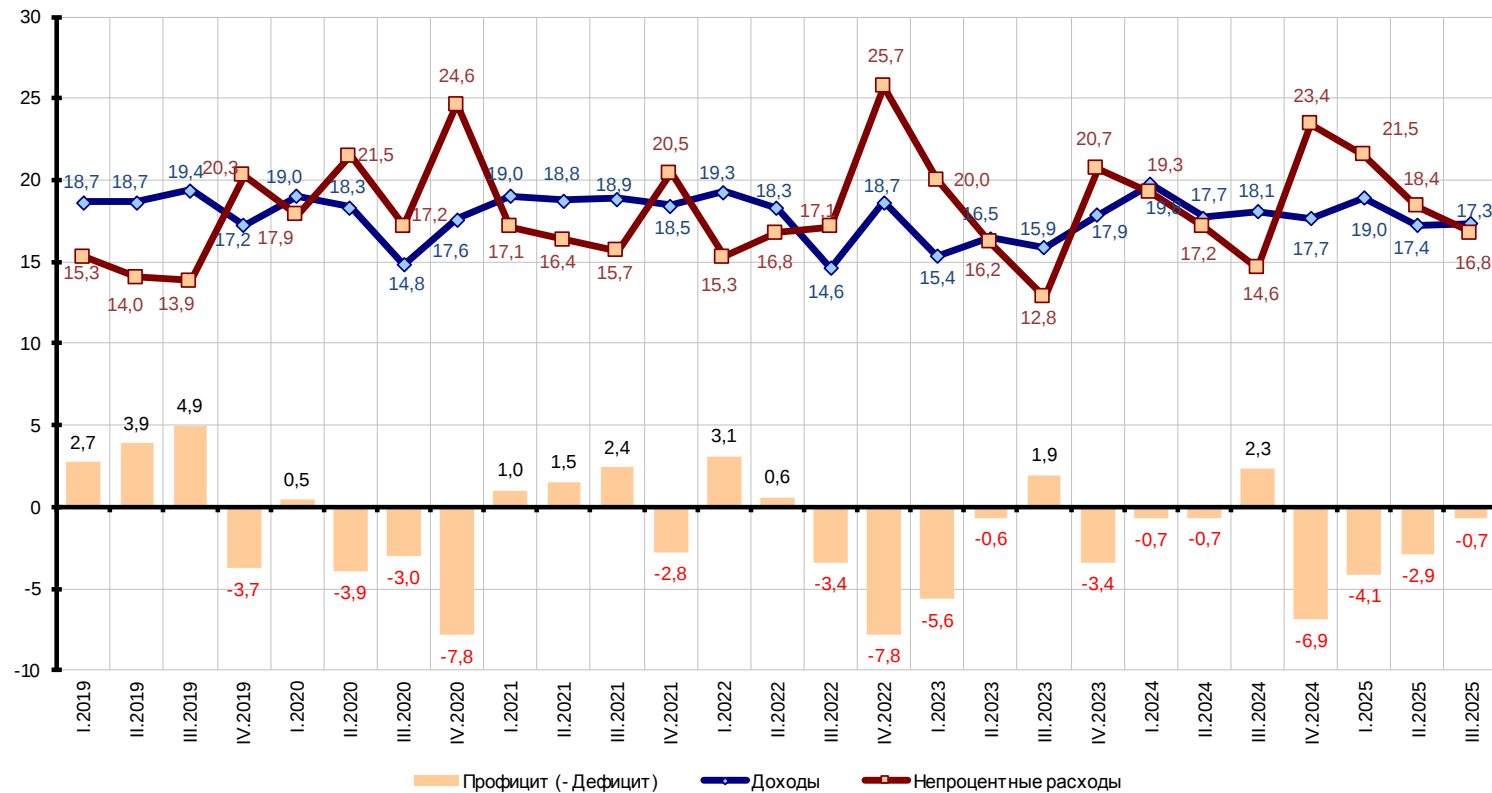
Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. По итогам августа их совокупный объём составил 3.48 трлн руб. (14.7% от всех доходов), снизившись на 10% относительно аналогичного периода 2024 г. Отрицательная динамика наблюдалась по НДС на ввозимые товары (-9%), ввозные пошлины (-10.7%) и акцизы (-25.2%) в связи со снижением импорта подакцизной продукции и реализуемой политикой 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 сохранения на уровне прошлого года совокупного объёма импорта в долларовом выражении (+0.04%), укрепление курса рубля (среднее значение за январь-август 2025 г. и 2024 г. – 85.2 руб./долл. и 90.1 руб./долл., соответственно) и снижение объёмов налогооблагаемого импорта (в том числе, подакцизных товаров) являются факторами сжатия бюджетных доходов от импорта.

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.

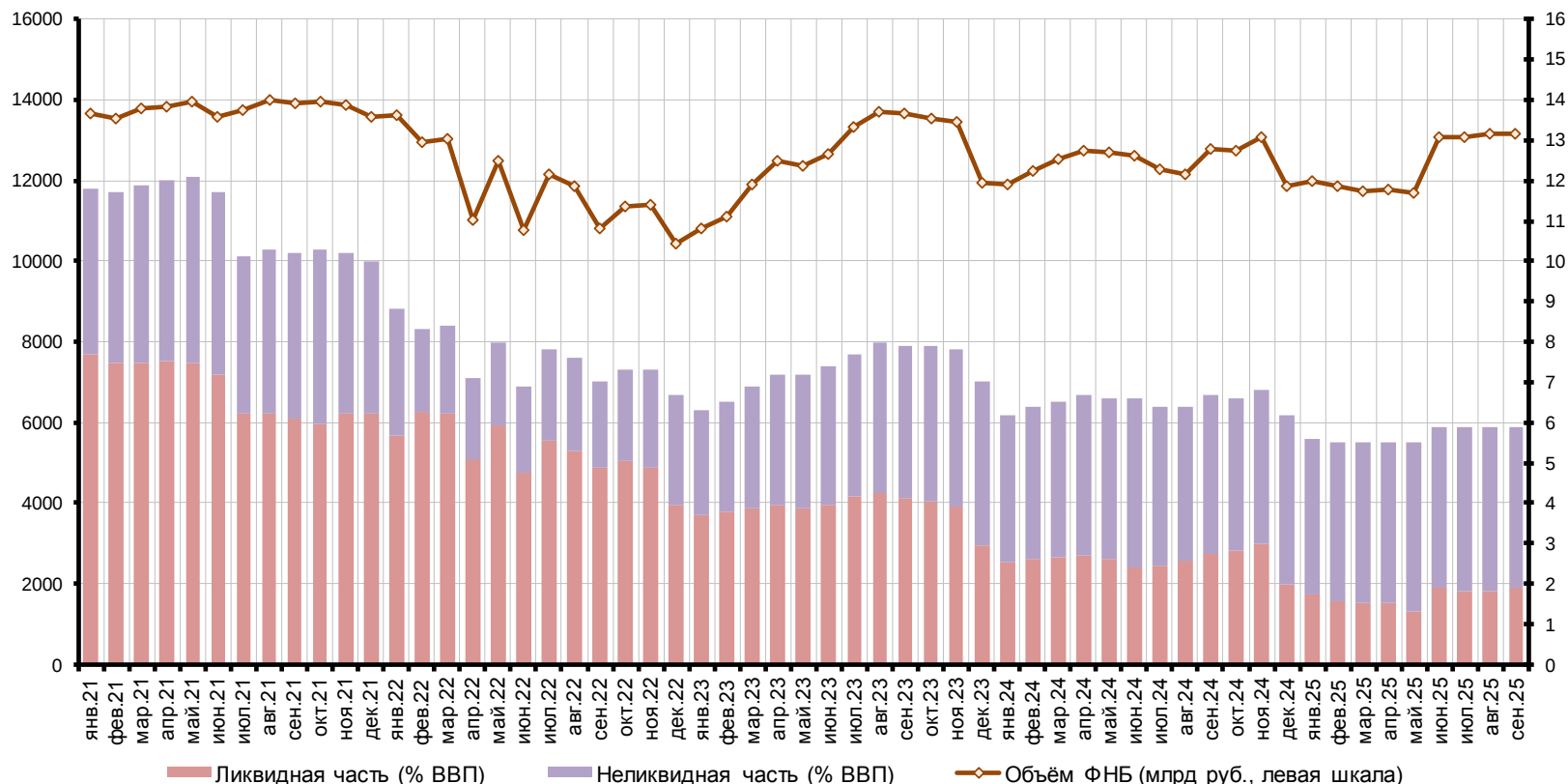
Федеральный бюджет



По итогам 9 мес. 2025 г. доходы *федерального бюджета* составили 26.94 трлн руб., расходы – 30.73 трлн руб., дефицит – 3.79 трлн руб. (17.8%, 20.3% и 2.5% ВВП, соответственно). По сравнению с аналогичным периодом 2024 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 2.5%. Наблюдается снижение объёма нефтегазовых поступлений на 20.6% ввиду более низких цен на нефть (58.9 долл./барр. за 9 мес. 2025 г. против 69.3 долл./барр. за 9 мес. 2024 г.) и укрепления национальной валюты (84.9 руб./долл. против 90.2 руб./долл.). В свою очередь, нефтегазовые доходы выросли на 13.2%, прежде всего, за счёт значительного прироста доходов, связанных с внутренним производством (внутренний НДС и акцизы, налог на прибыль, НДФЛ) ввиду реализованных изменений налогообложения. В III кв. 2025 г. рост непроцентных расходов федерального бюджета замедлился, их объём составил 16.8% квартального* ВВП. Дефицит бюджета достиг 0.7% квартального ВВП (400 млрд руб.), при этом первичный профицит бюджета, по нашим оценкам, мог составить 0.5% квартального ВВП.

* - оценка ЦМАКП

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.