



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА  
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

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

# **Анализ макроэкономических тенденций**

***Обновляется ежемесячно***

**14.12.2025**

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

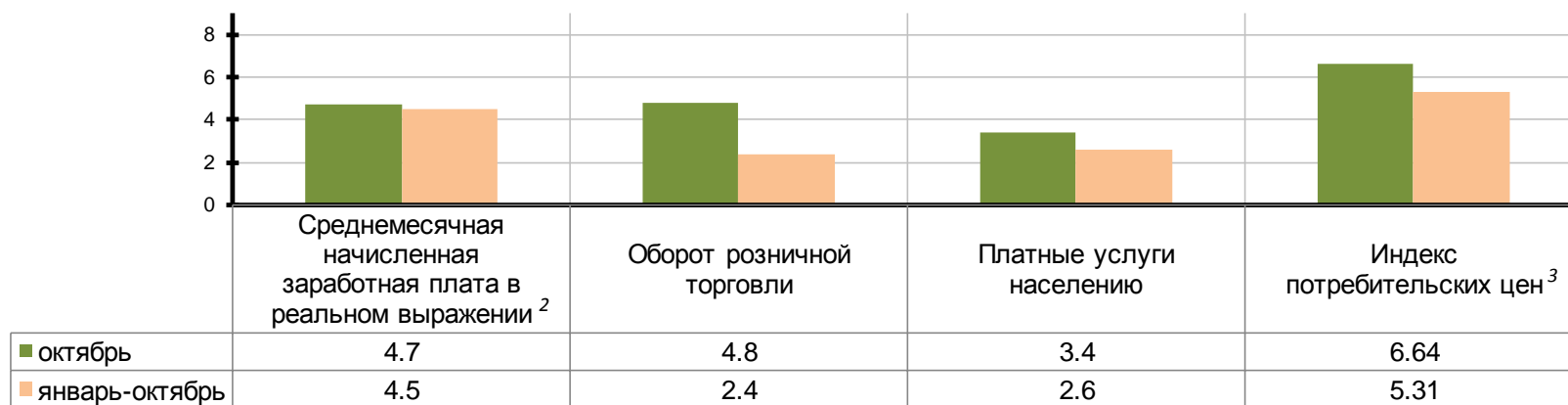
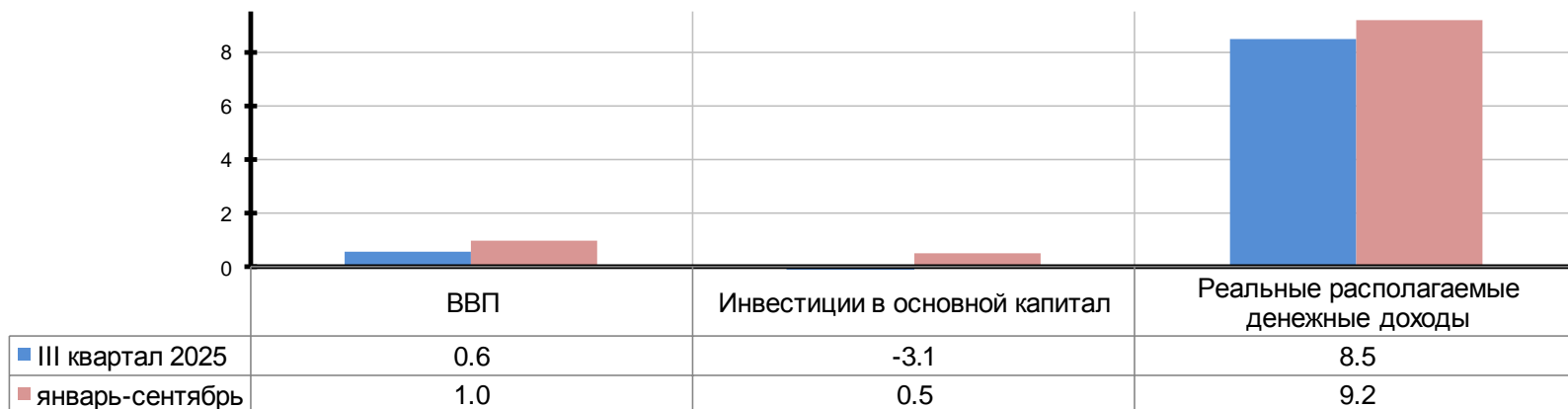
# Макроэкономика. Главное.

- Высокочастотные данные об **экономической динамике** в октябре свидетельствуют о неустойчивости экономической ситуации. С одной стороны, коррекция ВВП приостановилась (ВВП, I кв.: -0.3%, II кв.: 0.0%, III кв.: +0.1%, сезонность устранена). По АЭА уже два месяца наблюдается довольно внятный рост, очевидно, за счёт промышленности и транспорта. С другой стороны, в промышленности рост сосредоточен вокруг «околооборонных» отраслей (отчасти – добывающих производств и нефтепереработки), а в транспорте пока лишь идет компенсация предшествующего «провала». Со стороны компонентов спроса – ситуация весьма сложная; из них растёт лишь потребительский – и то, скорее «предкризисно», в ожидании повышения НДС и утильсбора на автомобили.
- В октябре **объём промышленного производства** резко подскочил – на 3.0% к предыдущему месяцу (сезонность устранена). Наши оценки фиксируют аналогичную картину. Основной вклад (около 2/3) в резкий октябрьский прирост производства внесли сектора с доминирующим присутствием продукции ОПК. Оставшаяся часть общепромышленного прироста выпуска обеспечена, главным образом, увеличением добычи полезных ископаемых и восстановлением объёмов нефтепереработки. Выпуск в «гражданском ядре» обрабатывающей промышленности в последние три месяца стагнирует.
- **Значение сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию** в сентябре продолжало расти и достигло 0.24, 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.
- Сезонно скорректированный **индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** в ноябре остался в отрицательной (менее 50%) зоне. Столь длительный период нахождения этого индикатора в негативной зоне не имеет аналогов со времен пандемии ковид (хотя масштабы «негатива», безусловно, тогда были качественно выше).
- В III кв. **инвестиции в основной капитал** продолжили довольно интенсивно падать (I кв.: +2.9% к предш. кв., II кв.: -3.7%, III кв.: -1.7%, сезонность устранена). Таким образом, кризис в данной сфере перешёл в открытую форму; при этом, применительно к «физическим» инвестициям, ситуация, по всей видимости, заметно хуже. *Инвестиционная активность*, аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, продолжает быстро снижаться (октябрь к предыдущему месяцу: -1.9% после -1.6% в сентябре, сезонность устранена). По сравнению со среднемесячным уровнем 2024 г. предложение инвестиционных товаров в сентябре составило лишь 85% (!). Как уже отмечалось, такие расхождения объясняются либо ошибкой наблюдения, либо концентрацией ресурсов застройщиков / инвесторов на финальных стадиях строительства, уже не предполагающих высоких затрат стройматериалов (закупок оборудования).
- **Экспорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на октябрь по-прежнему стагнирует; как и ранее, пока сохраняется динамическое, неустойчивое равновесие между адаптацией российских экспортеров к санкционным режимам, с одной стороны, и действиями стан-инициаторов санкций (причем, на фоне общей нестабильности конъюнктуры), с другой.
- **Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена), по состоянию на октябрь продолжил снижаться, на фоне сжатия инвестиционных рынков и довольно слабого роста потребительских. Примечательно, что не происходит «саморегулирования» системы «крепкий рубль – низкий импорт»: укрепление рубля, «при прочих равных», ведет к повышению конкурентоспособности импорта и его росту (а это, в свою очередь – к ослаблению рубля). Чего, до самого недавнего времени, не наблюдалось.

## Макроэкономика. Главное - 2.

- **Нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний** быстро увеличивается: по состоянию на III квартал 2025 г. обновился исторический максимум, на выплату процентов стало уходить уже 38% прибыли компаний.
- По состоянию на ноябрь ситуация со **входящим денежным потоком от экспортеров** стала понемногу улучшаться, но пока медленно и далеко не фронтально. Заметно улучшилась ситуация с рублевыми ценами на газ, немного – на металлы. В обоих случаях рублевые цены на экспорт находятся на исторически умеренном уровне (на фоне возросших издержек, высоких процентных платежей и др.!). В то же время, для нефтяных компаний ситуация продолжает медленно ухудшаться – и рублевые цены исторически низки. Аналогичная, кризисная, ситуация – с потоком доходов от экспорта пшеницы, здесь цены находятся на уровне кризисной «ковидной зимы» 2021 г.
- Рост остатков средств на счетах в октябре не дает оснований полагать о возможном улучшении ситуации с платежами, что, в свою очередь, может вести к обострению ситуации с **ликвидностью хозяйственного оборота**. В октябре после предыдущих нескольких месяцев стагнации объем средств на расчетных счетах предприятий заметно вырос – на 216 млрд руб., в то же время объем средств на депозитах возрос гораздо значительнее – на 800 млрд руб. Предприятия 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.
- В сентябре **реальная заработная плата** слегка подскочила, компенсировав предшествующее локальное падение (II кв.: +0.8% в среднем за месяц, июль: +1.0%, август: -0.8%, сентябрь: +1.0%, сезонность устранена). В краткосрочной перспективе прирост реальной зарплаты, вероятно, возобновится – в более длительной есть очевидные ограничения со стороны финансового положения компаний и государства. Динамика *основных реальных денежных доходов населения* скорее растёт – вслед за реальной заработной платой (второй квартал: +0.8% в среднем за месяц, июль: +1.1%, август: -0.4%, сентябрь: +0.6%, сезонность устранена); здесь оснований утверждать о стабилизации нет.
- **Потребление населения** по состоянию на октябрь, формально, резко подскочило (II кв.: +0.5% в среднем за месяц, III кв.: +0.4%, октябрь: +1.3%, сезонность устранена). Практически весь этот скачок связан с потреблением непродовольственных товаров (октябрь: +2.0%, сезонность устранена) и связана, по всей видимости, с опережающей реакцией населения на ожидаемое повышение НДС и утилизационного сбора на автомобили, с переносом покупок вперед, «пока дешевле». На рынках продовольствия и услуг сохраняется обычный поступательный рост (октябрь: +0.9% и +0.4% соответственно, сезонность устранена).
- **Инфляция** продолжает быстро снижаться – исходя из данных на 15 декабря, уровень инфляции по итогам года оценивается в 5.5-5.6%. За такой динамикой стоят два фактора: кризис спроса (что проявляется в низкой динамике цен на основную массу непродовольственных товаров) и укрепление рубля. В силу наметившегося роста спроса и ослабления рубля ещё есть вероятность ускорения инфляции в самом конце месяца.

# Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года<sup>1</sup>



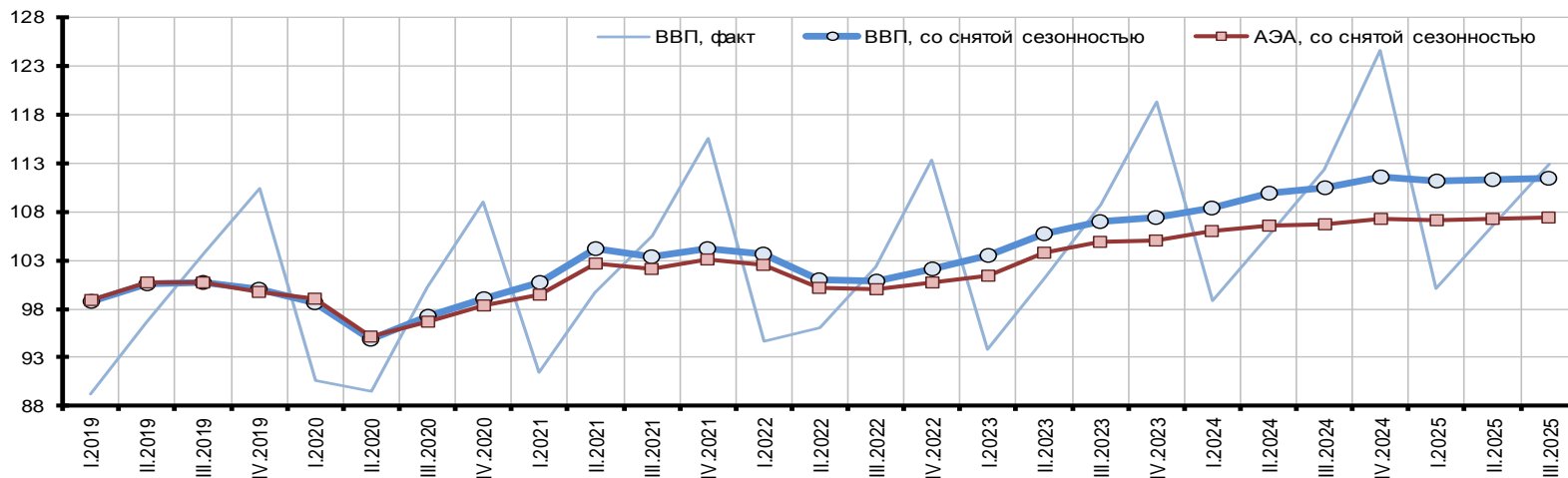
<sup>1</sup> здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

<sup>2</sup> соответственно сентябрь 2025 г. к сентябрю 2024 г. и январь-сентябрь 2025 г. к январю-сентябрю 2024 г.

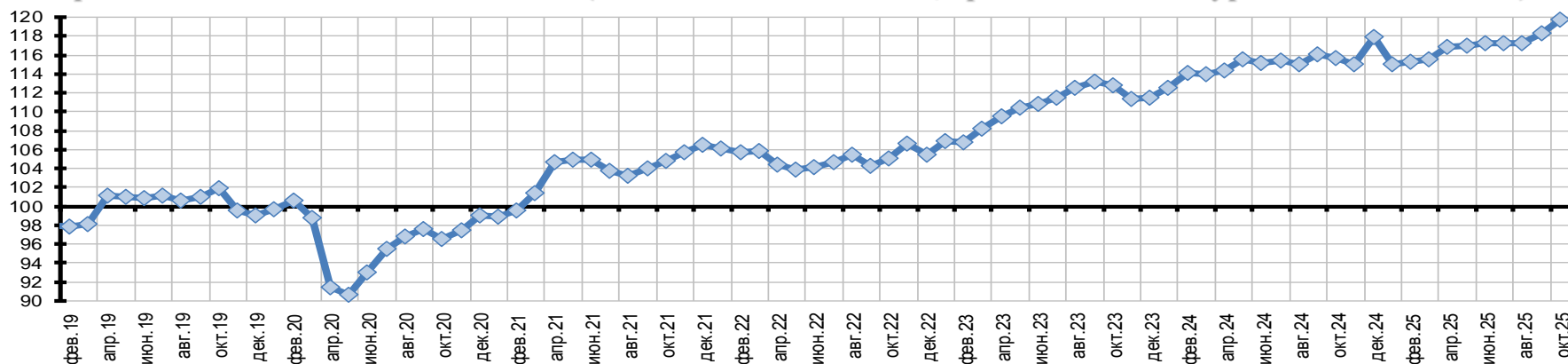
<sup>3</sup> соответственно ноябрь 2025 г. к ноябрю 2024 г. и за период с начала 2025 г. по 8 декабря

# Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)<sup>1</sup>

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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

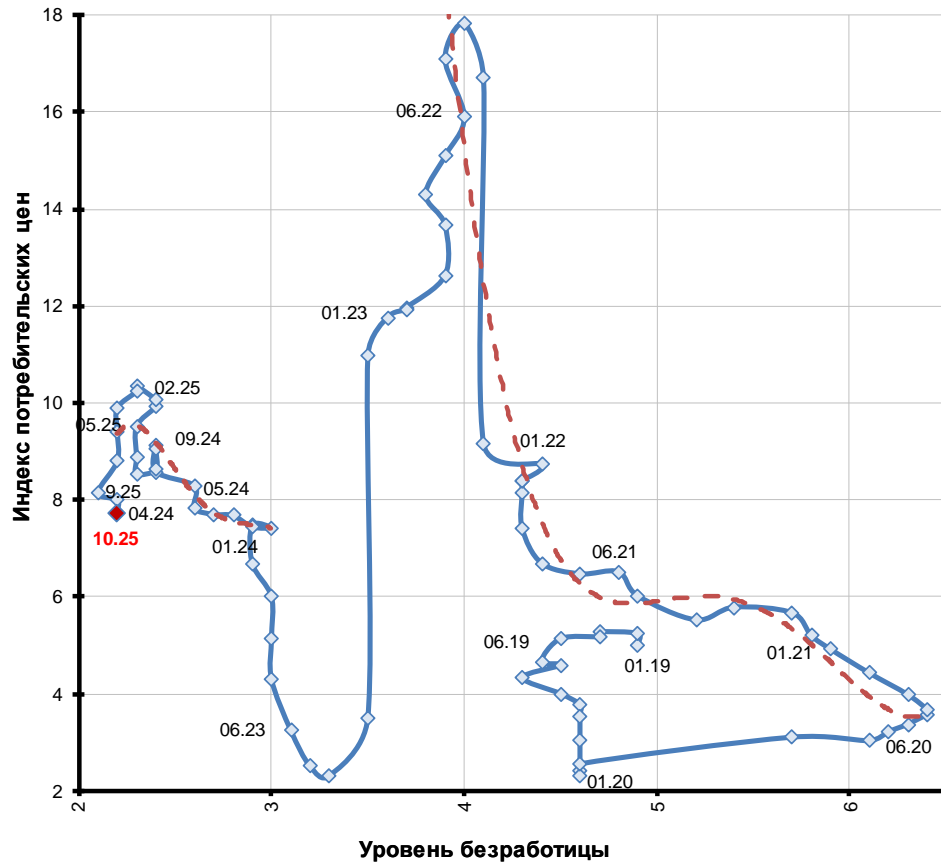


Высокочастотные данные об экономической динамике в октябре свидетельствуют о неустойчивости экономической ситуации. С одной стороны, коррекция ВВП приостановилась (ВВП, I кв.: -0.3%, II кв.: 0.0%, III кв.: +0.1%, сезонность устранена). По АЭА уже два месяца наблюдается довольно внятный рост (очевидно, за счёт промышленности и транспорта). С другой стороны, в промышленности рост сосредоточен вокруг оборонных отраслей (отчасти добывающих производств и нефтепереработки), а в транспорте пока лишь идет компенсация предшествующего «провала». Со стороны компонентов спроса – ситуация весьма сложная, из них растёт лишь потребительский спрос – и то, скорее «предкризисно», в ожидании повышения НДС и утильсбора на автомобили.

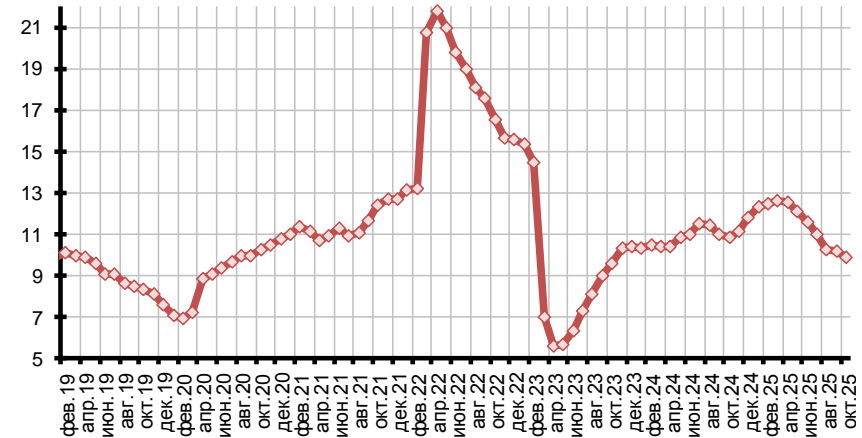
<sup>1</sup> Агрегат экономической активности – показатель динамики добавленной стоимости товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению. Здесь и на слайде 14 данные по АЭА 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 Оукена<sup>1</sup>



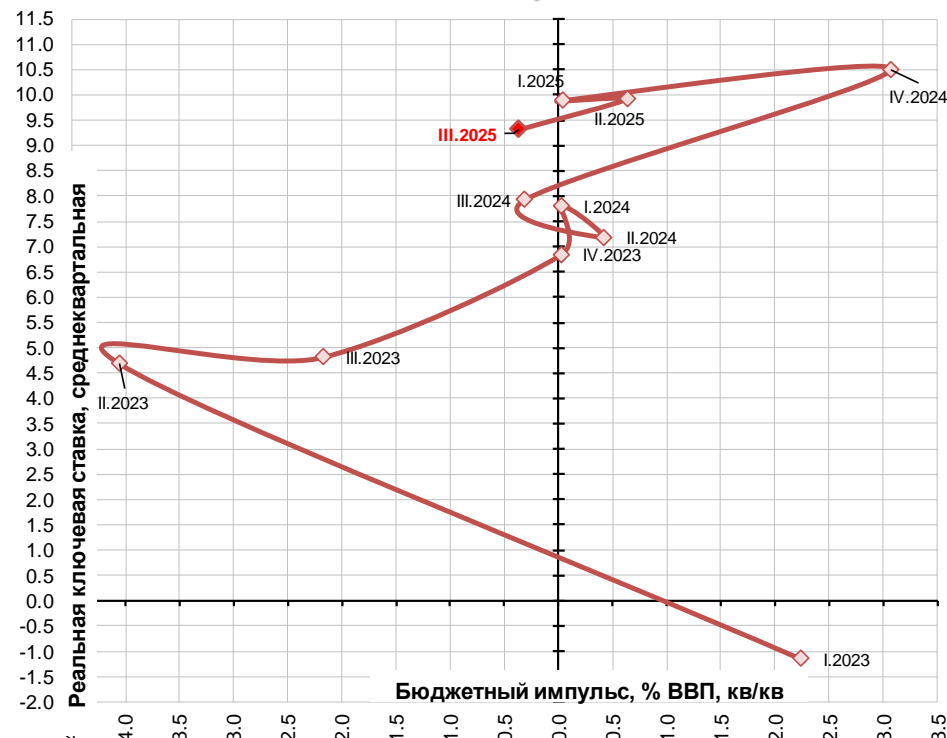
Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на октябрь свидетельствуют, что в российской экономике, похоже, завершилось функционирование в предшествующем состоянии сбалансированности (январь 2024-июль 2025 гг.). Похоже, что сейчас только начинает нащупываться новый баланс.

Уровень фундаментальной несбалансированности («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на октябрь продолжает медленно снижаться, вслед за уменьшением инфляции (при почти стабильной безработице).

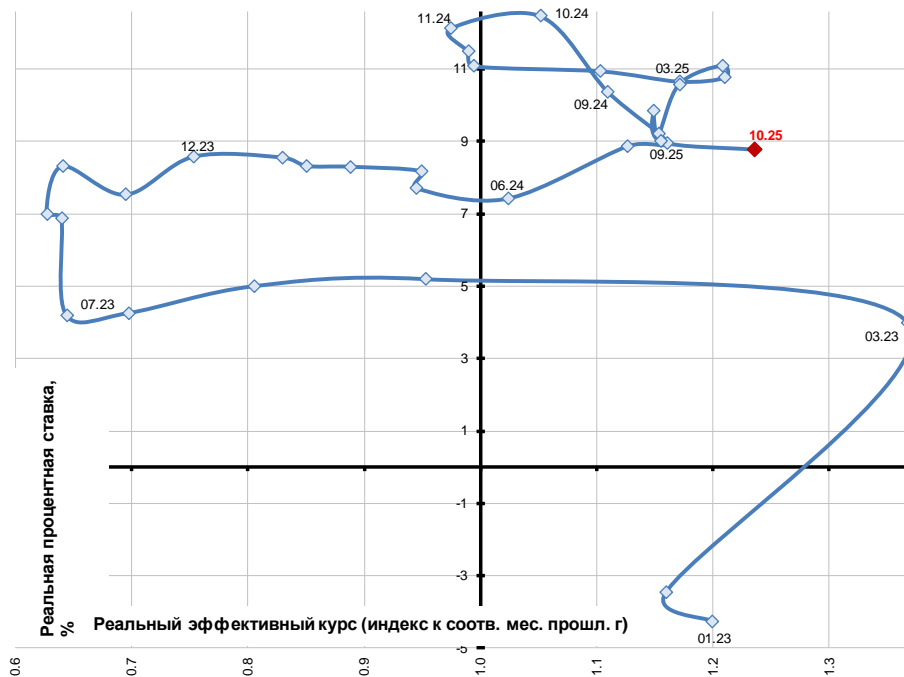
<sup>1</sup> Сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

# Характеристики макроэкономической политики

## Соотношение реальной ключевой ставки и бюджетного импульса



## Соотношение реальной ключевой ставки и реального эффективного валютного курса рубля



Впервые за последний год *макрофинансовая политика* в III квартале стала абсолютно дестимулирующей: она сочетает отрицательный бюджетный стимул (идет чистое изъятие доходов из экономики по фискальным каналам) и высокую положительную процентную ставку. Если ситуация выйдет за пределы «предположительно сезонной» и закрепится в следующем году – резкое торможение экономического роста станет неизбежным.

Одновременно, по соотношению монетарных условий (реальной ключевой ставки и индекса реального эффективного обменного курса) российская экономика в октябре закрепились в квадранте «растущий эффективный курс – высокая реальная ставка». Такое соотношение очень выгодно для подавления инфляции, но дестимулирует инвестиции как из собственных, так и из заёмных средств и, отчасти – текущую операционную деятельность, тем самым сдерживая рост.

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



# Экономика: что хорошо и что плохо

## Хорошо:

- сохраняется рост заработной платы и реальных располагаемых доходов населения<sup>1</sup>;
- снизился и продолжает уверенно падать уровень инфляции;
- подскочили продажи непродовольственных товаров, остальные компоненты потребления населения медленно, но довольно уверенно растут;
- возрос уровень выпуска в промышленности;
- возрос уровень выпуска в транспорте<sup>1</sup>.

## Признаки улучшения:

- рынок труда, похоже, стабилизируется;
- стабилизировалась ситуация в сфере ипотечного кредитования;
- есть признаки притока на российский рынок прямых иностранных инвестиций;
- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска<sup>1</sup>;
- продолжается (медленное) снижение ключевой ставки Банка России. Есть заявления, что «ралли снижения» будет продолжаться, как минимум, до второй половины 2026 г.<sup>1</sup>;
- улучшилась ситуация с инфляцией по корзине потребления малообеспеченного населения. Уровень реальных пенсий, пересчитанных по уровню инфляции, превысил прошлогоднее значение<sup>1</sup>;
- возникли признаки адаптации авторынка к новой ситуации<sup>1</sup>.

## Плохо:

- в основной массе гражданских секторов промышленности – стагнация после волны предшествующего спада<sup>1</sup>;
- **рентабельность в основных отраслях промышленности быстро падает, растёт разрыв между рентабельностью и процентной ставкой;**
- **усиливается спад в сфере инвестиций, особенно – в машины и оборудование<sup>1</sup>;**
- сохраняется стагнация экспорта товаров (в текущих ценах, сезонность устранена)<sup>1</sup>.

## Признаки ухудшения:

- снижение инфляции, вероятно, связано с дефицитом спроса – о чем свидетельствует остановка роста цен на непродовольственные товары на фоне проблем с рентабельностью в обрабатывающей промышленности;
- ожидается, начиная с 2026 г., сочетание бюджетной консолидации с жесткой денежно-кредитной политикой, что будет дополнительно сдерживать рост;
- основным драйвером экономики является потребление домашних хозяйств, но его дальнейшее расширение упирается в возможности интенсивного наращивания оплаты труда<sup>1</sup>;
- США ввели дополнительные санкции против российских нефтяных компаний;
- стабилизация входящего денежного потока экспортеров произошла на очень низком уровне, создающем риски для воспроизводства капитала<sup>1</sup>;
- в структуре ВВП по доходам наметилось выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (инвестиционного ресурса)<sup>1</sup>;
- приняли затяжной характер негативные оценки ситуации в экономике со стороны населения и менеджмента компаний<sup>1</sup>;
- нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний – на запредельно высоком уровне<sup>1</sup>;
- сводный опережающий индикатор рецессии указывает на риск спада в конце 2025 – начале 2026 гг.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных



## Текущие тенденции в зеркале краткосрочного прогноза: изменение основным макропараметров

### Некоторые макроэкономические показатели трендового прогноза в ноябре и октябре 2025 гг. (умеренно-благоприятный сценарий, темпы прироста, %)

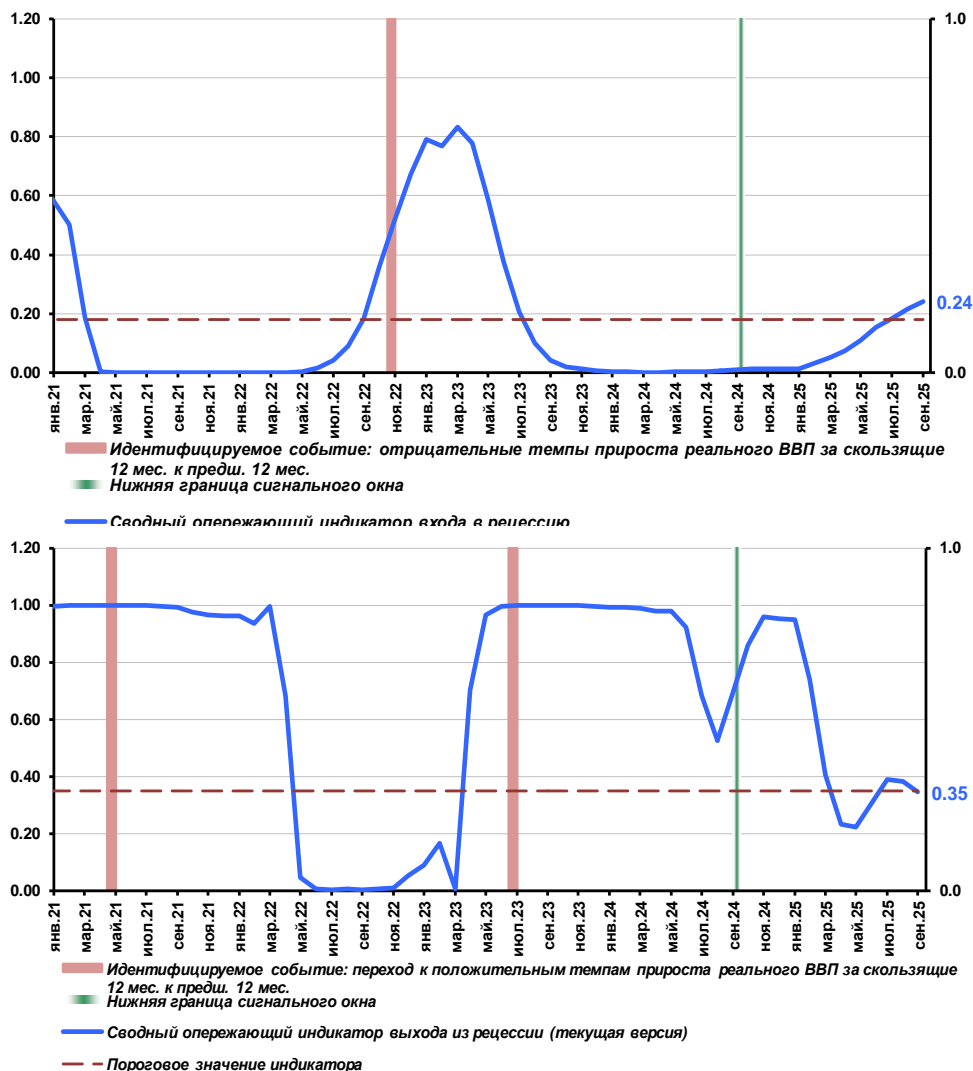
	2025	2026
<b>Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)</b>		
ноябрь	~ 6.5	5.0 - 5.2
октябрь (лаг 1 мес)	7.5 - 7.6	5.25 - 5.55
август (лаг 3 мес)	7.05 - 7.5	4.5 - 4.7
разница (ноябрь - октябрь)	-1.12	-0.33
разница (ноябрь - август)	-0.80	0.51
<b>Валовой внутренний продукт</b>		
ноябрь	0.8 - 0.9	0.8 - 1.0
октябрь	0.8 - 0.9	1.2 - 1.5
август (лаг 3 мес)	1.0 - 1.4	1.5 - 1.8
разница (ноябрь - октябрь)	0.0	-0.4
разница (ноябрь - август)	-0.3	-0.7
<b>Инвестиции в основной капитал</b>		
ноябрь	1.8 - 1.9	0.3 - 0.7
октябрь	1.5 - 1.7	0.3 - 0.7
август (лаг 3 мес)	1.7 - 2.0	2.5 - 3.0
разница (ноябрь - октябрь)	0.2	-0.1
разница (ноябрь - август)	-0.1	-2.3
<b>Потребление населения</b>		
ноябрь	2.2 - 2.3	1.5 - 1.8
октябрь	2.4 - 2.5	1.9 - 2.3
август (лаг 3 мес)	2.0 - 2.4	2.2 - 2.5
разница (ноябрь - октябрь)	-0.2	-0.4
разница (ноябрь - август)	0.0	-0.7
<b>Уровень безработицы (% рабочей силы)</b>		
ноябрь	2.3 - 2.5	2.5 - 2.8
октябрь	2.3 - 2.5	2.5 - 2.8
август (лаг 3 мес)	2.2 - 2.5	2.5 - 2.8

Направление текущих макроэкономических тенденций хорошо видно из сопоставления трендовых прогнозов на текущий и следующий годы, сделанных по последним данным (ноябрь) и по данным с месячным и квартальным лагами.

Хорошо видно, что ценой существенного успеха в подавлении инфляции в текущем году (более чем на 1 проц. п по сравнению с ожиданиями квартальной давности – и в декабре текущие оценки ещё существенно ниже; возможно за счет частичного «переноса» эффекта на 2026 г.) стало очень сильное торможение в сфере инвестиций (особенно от их ожидаемого уровня в 2026 г.) и, в меньшей степени – потребления населения.

Соответственно, потери в экономическом росте от сверхжесткой монетарной политики и подавления инфляции любой ценой оцениваются примерно в 0.5 проц. п. ВВП в год (оценки в ноябре по сравнению с оценками августа).

# Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

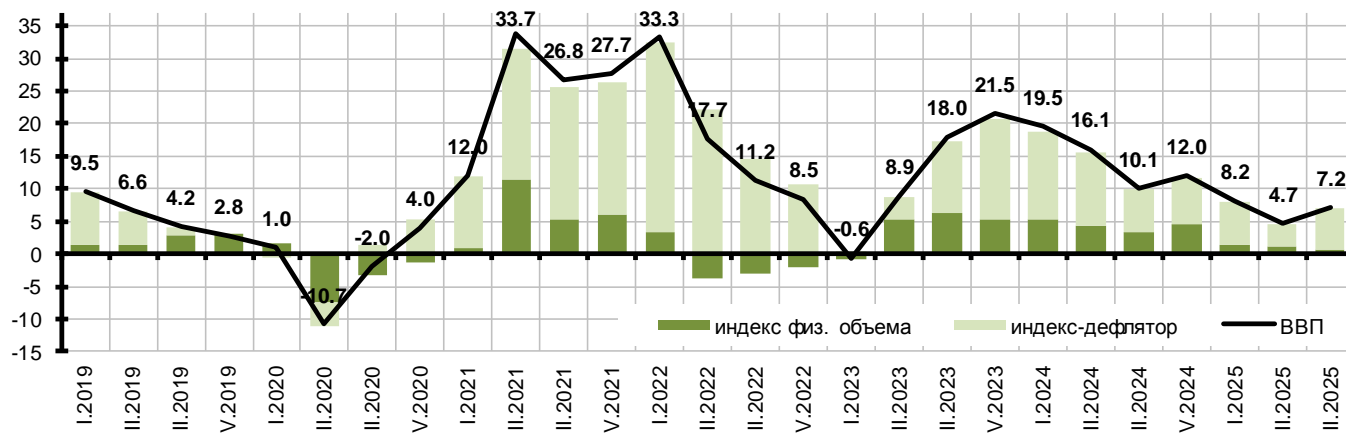


Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в сентябре продолжало расти и достигло 0.24, оставаясь выше критического порога (0.18). Соответственно, СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте ближайшего скользящего года (до июля 2026 г. включительно) 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) ухудшение экономической динамики в США (снижение значений сводного опережающего индикатора экономической динамики по США, рассчитываемого OECD); 3) уменьшение позитивного влияния инерционного фактора (устойчивое замедление темпа прироста физического объема ВВП за скользящий год).

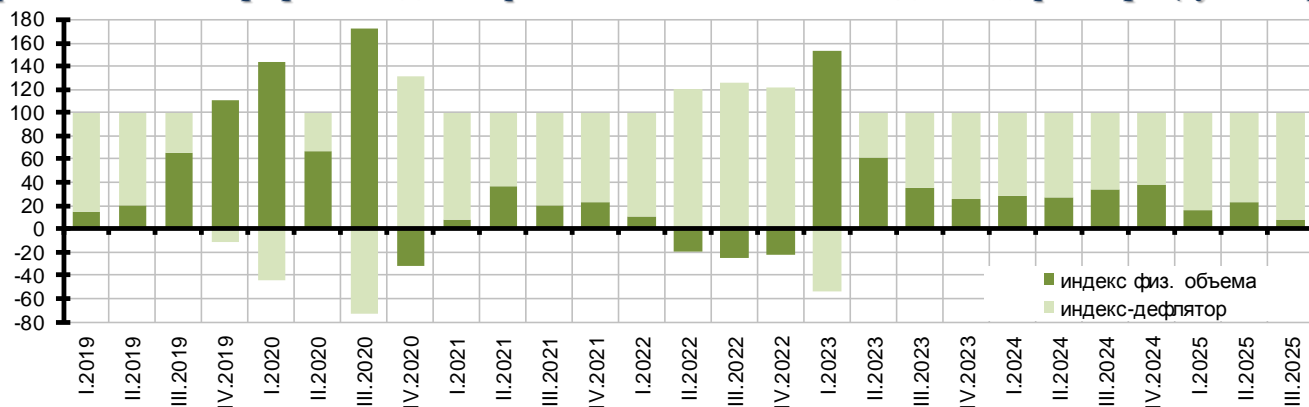
Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) выхода российской экономики из рецессии* в сентябре снизилось до 0.345 и оказалось ниже критической отметки (0.35). Таким образом, индикатор вновь (как и во II кв. 2025 г.) подал сигнал о том, что приближающаяся рецессия может оказаться затяжной (более четырех кварталов подряд). Однако для того, чтобы сигнал был устойчивым, он должен сохраняться на протяжении двенадцати последовательных месяцев. Снижению значения СОИ выхода из рецессии поспособствовали: 1) накопленный эффект роста реального курса рубля (может вести к дальнейшему ухудшению сальдо торгового баланса России) и 2) прогнозируемое замедление роста экономики США (снижение значений сводного опережающего индикатора экономической динамики по США, рассчитываемого OECD).

# Динамика ВВП в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора<sup>1</sup>

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



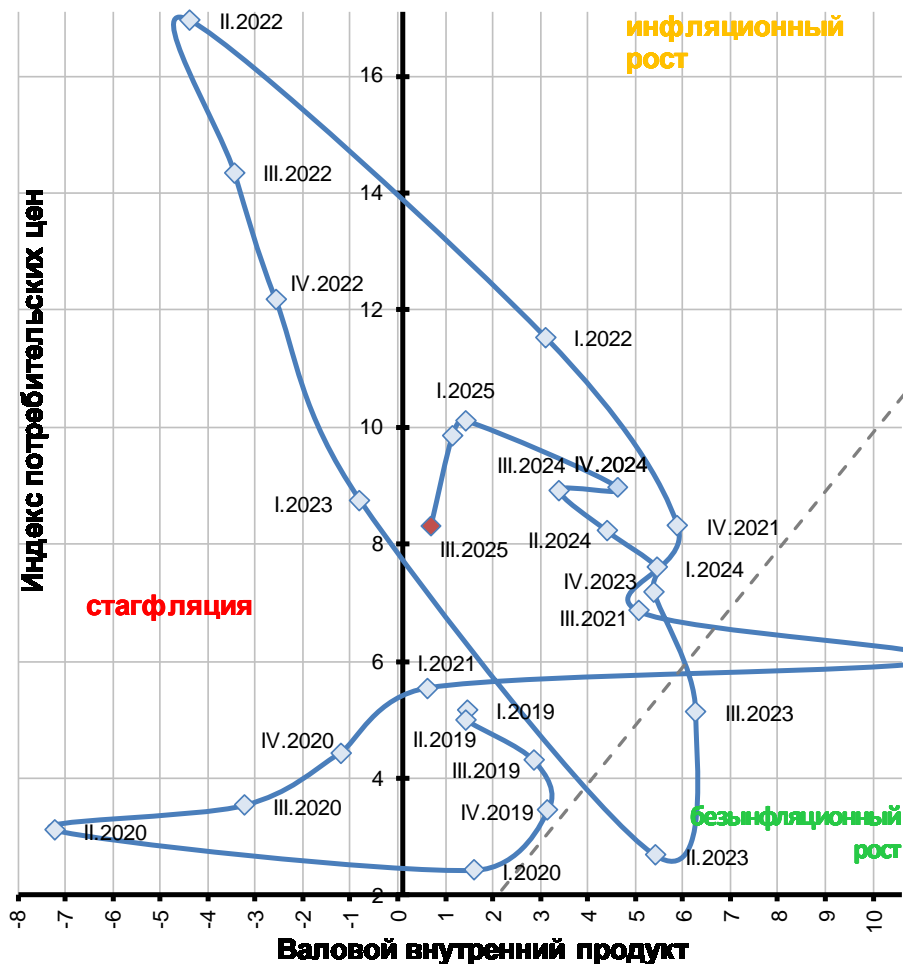
Разложение прироста ВВП на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)



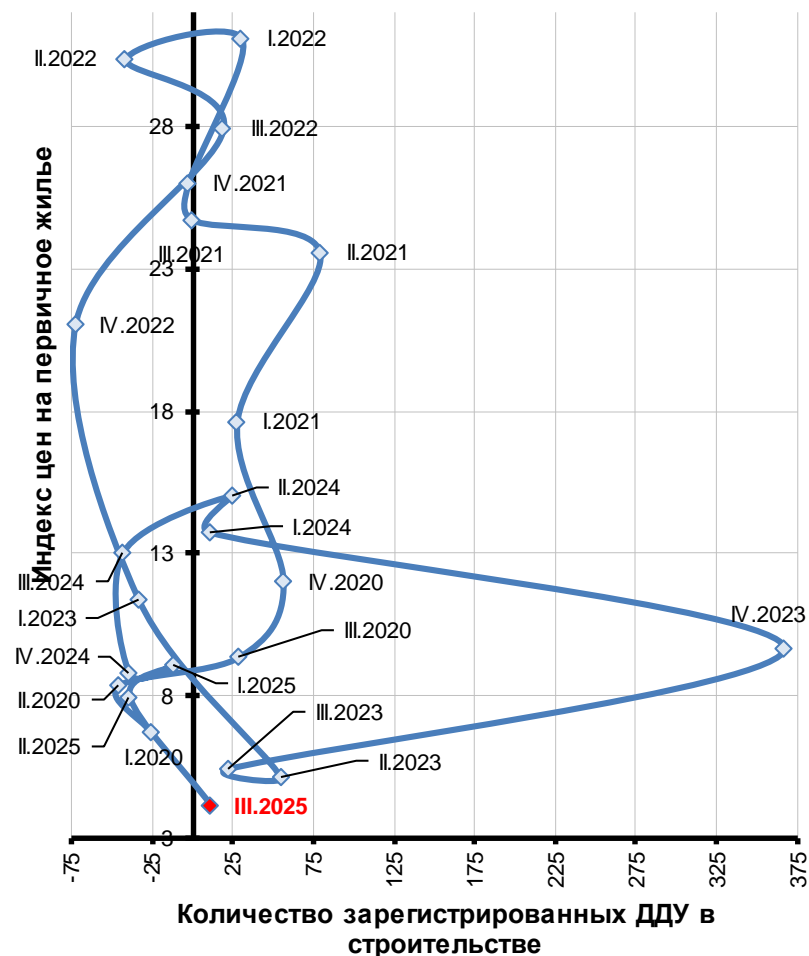
В III кв. на уровне экономики в целом соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска ухудшилось: в ситуации, когда прирост спроса почти остановился, а цены продолжают расти, почти весь прирост спроса в текущих ценах «уходит» в рост цен, а не в расширение физических объемов ВВП.

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

## Динамика инфляции и экономического роста, квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %)<sup>1</sup>



## Динамика индекса цен на первичное жилье и количества договоров долевого участия (ДДУ), квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %)<sup>1</sup>



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).

<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Динамика промышленного производства

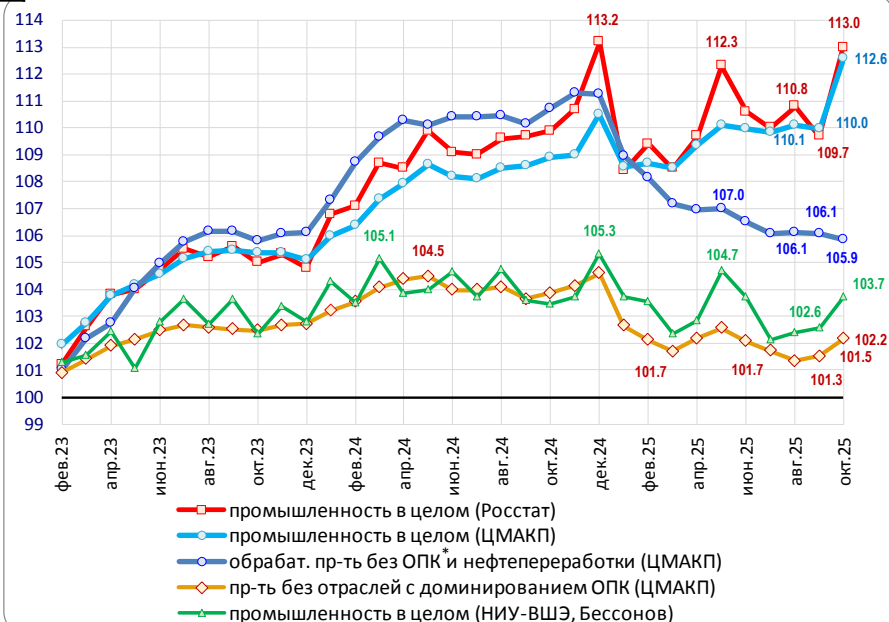
Темпы прироста к предыдущему месяцу,  
сезонность устранена, %

	I кв.	II кв.	III кв.	сентябрь	октябрь
<b>Промышленное производство</b>					
данные Росстата	-1.4	0.6	-0.3	-1.0	3.0
оценка ЦМАКП	-0.6	0.4	0.0	-0.1	2.4
<b>Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)</b>					
<b>Добыча полезных ископаемых</b>	-0.8	0.3	0.2	0.6	0.7
<b>Обрабатывающие производства</b>	-0.6	0.5	-0.1	-0.6	3.6
Производство пищевых продуктов	-0.4	0.1	0.1	0.6	0.3
Сырьевые производства	0.0	-0.2	-0.5	-0.2	0.4
Производство нефтепродуктов	-0.1	0.5	-1.3	0.2	1.7
Товары инвестиционного спроса	-2.1	-0.6	-1.5	-1.9	0.0
Производство ТДП	-0.6	-1.7	-2.0	-3.6	-7.3
Производство непродовольственных товаров повседневного спроса	-0.7	0.4	-0.2	1.7	3.2
<b>Электро-, тепло- и газоснабжение</b>	0.3	0.3	0.0	0.1	0.9

По данным Росстата, в октябре объём промышленного производства резко подскочил – на 3.0% к предыдущему месяцу (сезонность устранена). Относительно соответствующего периода предшествующего года (СППГ) также фиксируется аналогичное по масштабу увеличение индекса – до 103.1% после 100.3% в сентябре. Оценки ЦМАКП фиксируют такую же картину.

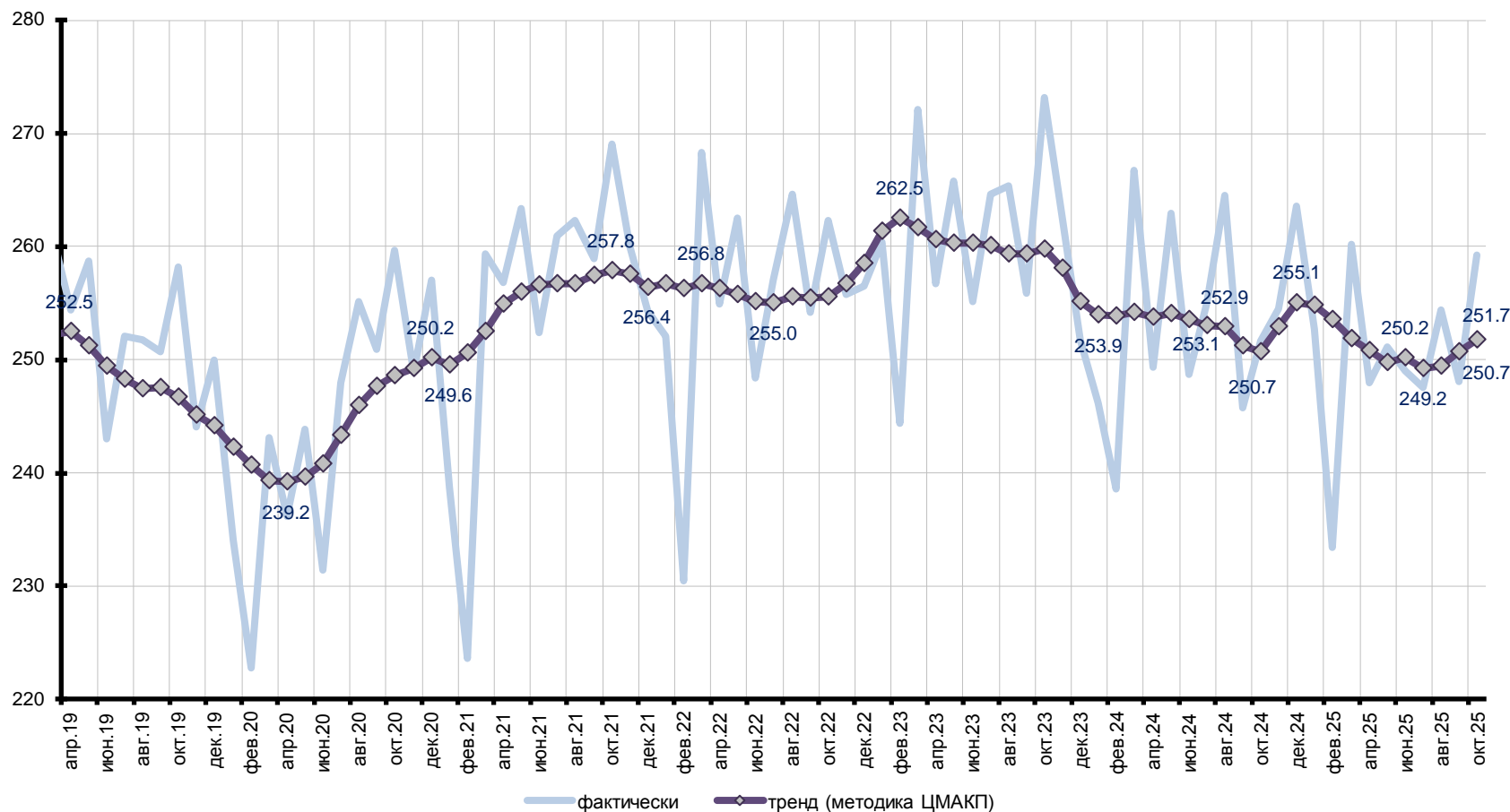
Среднемесячный уровень 2021 = 100,  
с исключенной сезонностью

Анализ показывает, что основной вклад (около 2/3) в резкий октябрьский прирост производства внесли сектора с доминирующим присутствием продукции ОПК. Оставшаяся часть общепромышленного прироста выпуска обеспечена, главным образом, увеличением добычи полезных ископаемых и восстановлением объёмов нефтепереработки. Выпуск в «гражданском ядре» обрабатывающей промышленности в последние три месяца стагнирует. При этом из-за предшествующего снижения уровня выпуска, на котором удаётся «удерживаться» этим производствам, ниже декабрьского на 4.9% (сезонность устранена).



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

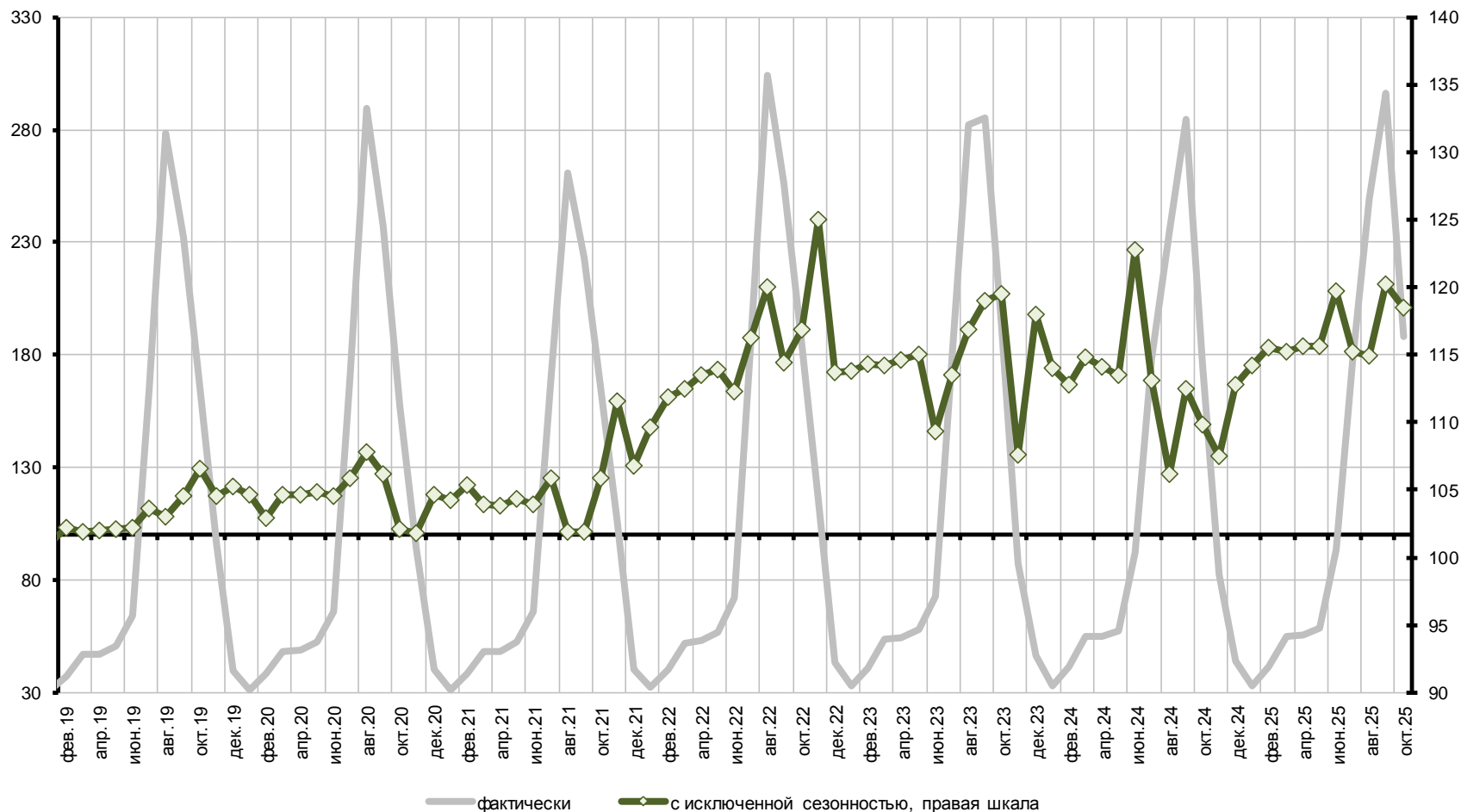
# Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)<sup>1</sup>



Интенсивность грузооборота транспорта (без учета трубопроводного), в сентябре-октябре начала восстанавливаться. Впрочем, с учетом предшествующего продолжительного снижения, пока динамика грузооборота остается на невысоком уровне (на 3.1% меньше, чем в среднем за 2023 г., после которого началось снижение).

<sup>1</sup> является косвенным индикатором экономической активности

## Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



*Выпуск в сельском хозяйстве, по состоянию на октябрь, чуть подсел, немного скорректировав сентябрьский рост. Впрочем, сейчас речь идёт, скорее, об эффекте сдвига из-за погодных условий (с октября на сентябрь) сбора урожая – не более.*

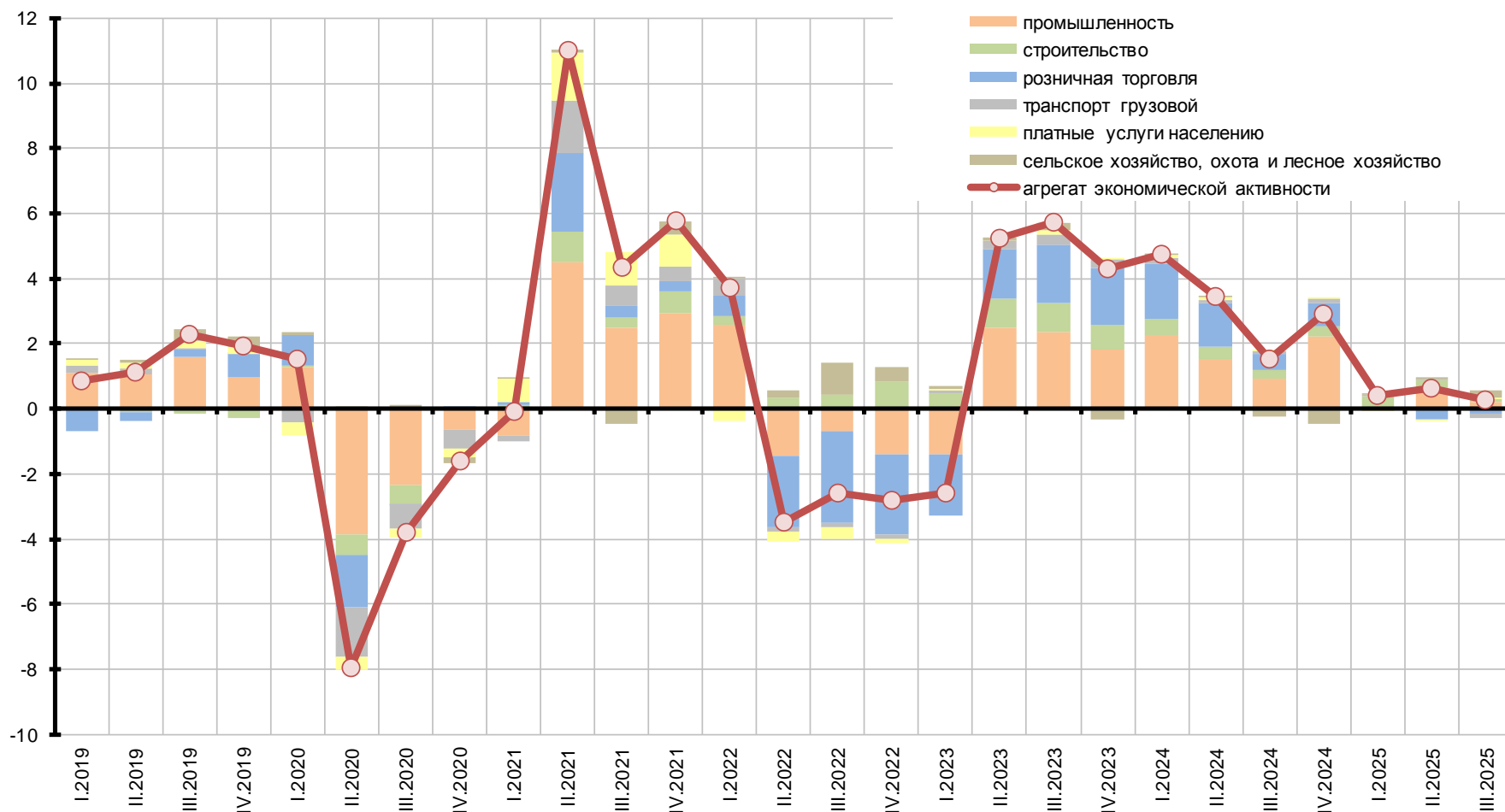


## 16

График показывает динамику ставок по кредитам в рублях на 10 лет (черная линия) и спреда 10Y-2Y (синяя линия) с января 2021 по ноябрь 2025 года. Также отображены спреды 2Y-3M (красная линия) и 3 мес. (синяя линия). Ставка по кредитам на 10 лет достигла исторического максимума в 5,5% в начале 2024 года. Спред 10Y-2Y достиг максимума в 5,5% в начале 2024 года. Спред 2Y-3M достиг максимума в 5,5% в начале 2024 года. Спред 3 мес. достиг максимума в 5,5% в начале 2024 года.

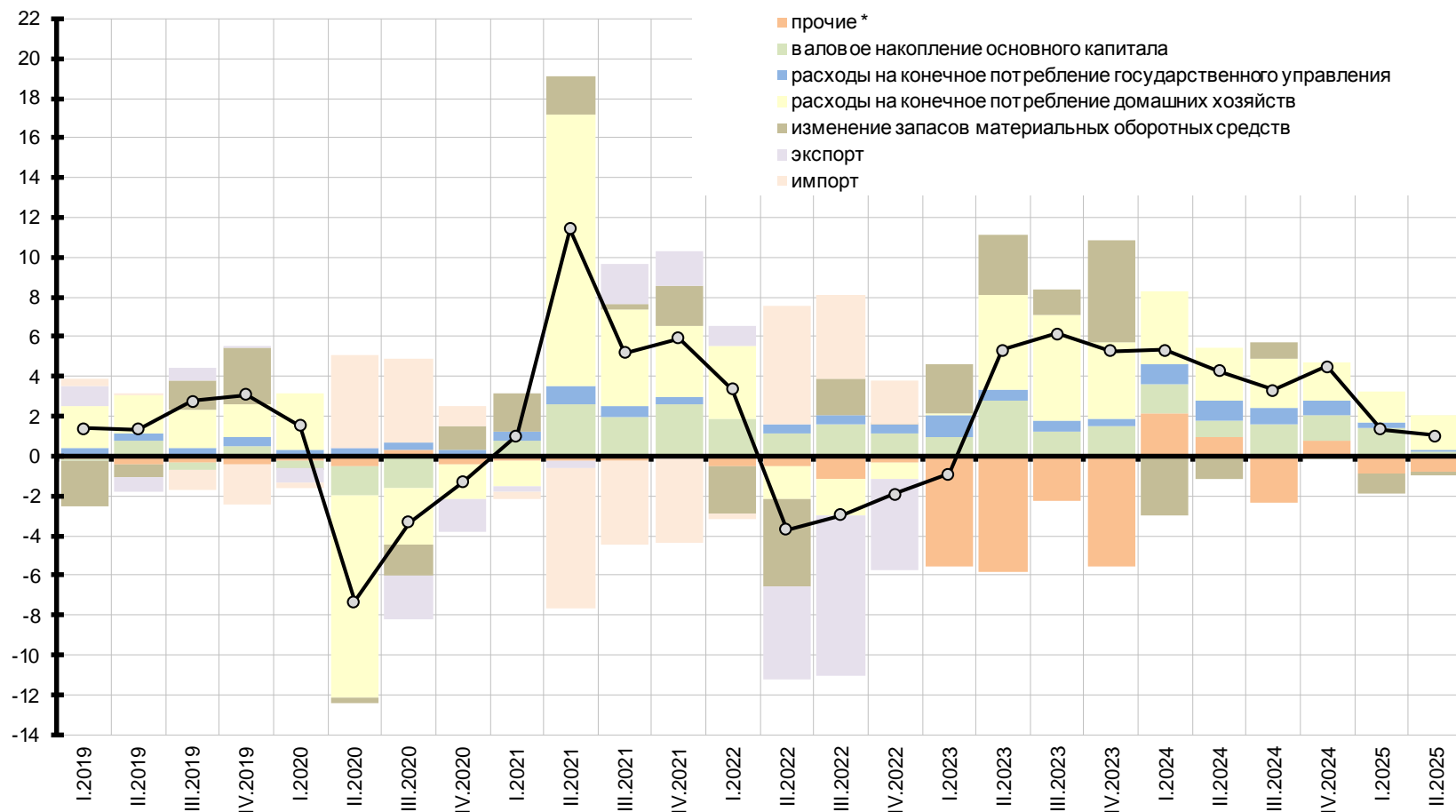
К началу декабря структура доходностей на рынке казначейских бумаг США изменилась незначительно, сохранив ключевые тенденции предыдущего месяца. Процесс нормализации кривой остаётся постепенным: спред между доходностями 10-летних и 2-летних облигаций (10Y-2Y) удерживается в слабоположительной зоне и в ноябре несколько расширился, что продолжает указывать на умеренный оптимизм в отношении долгосрочных инфляционных и экономических ожиданий. Инверсия краткосрочного участка (2Y-3M) по-прежнему выражена, лишь незначительно сократившись за месяц, что отражает сохраняющиеся ожидания замедления роста экономики и осторожной политики ФРС. В результате рынок остаётся в состоянии балансировки между устойчивыми ожиданиями мягкой дезинфляции и снижением волатильности длинного конца кривой, с одной стороны, и инерционной динамикой коротких ставок, чувствительных к сигналам регулятора, - с другой.

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



Структура факторов производства в III кв. 2025 г. (в годовом измерении - за скользящий год) почти не изменилась по сравнению с предшествующим кварталом. Уменьшение всех основных компонентов шло примерно в одном масштабе (промышленность «просела» чуть сильнее), и закономерно «ушел в ноль» вклад строительства – вместе с остановкой роста выпуска в отрасли. Торговля по-прежнему «в минусе», но уже в маленьком, шок сжатия потребкредитования почти преодолен, а доходы населения растут.

## Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)<sup>1</sup>

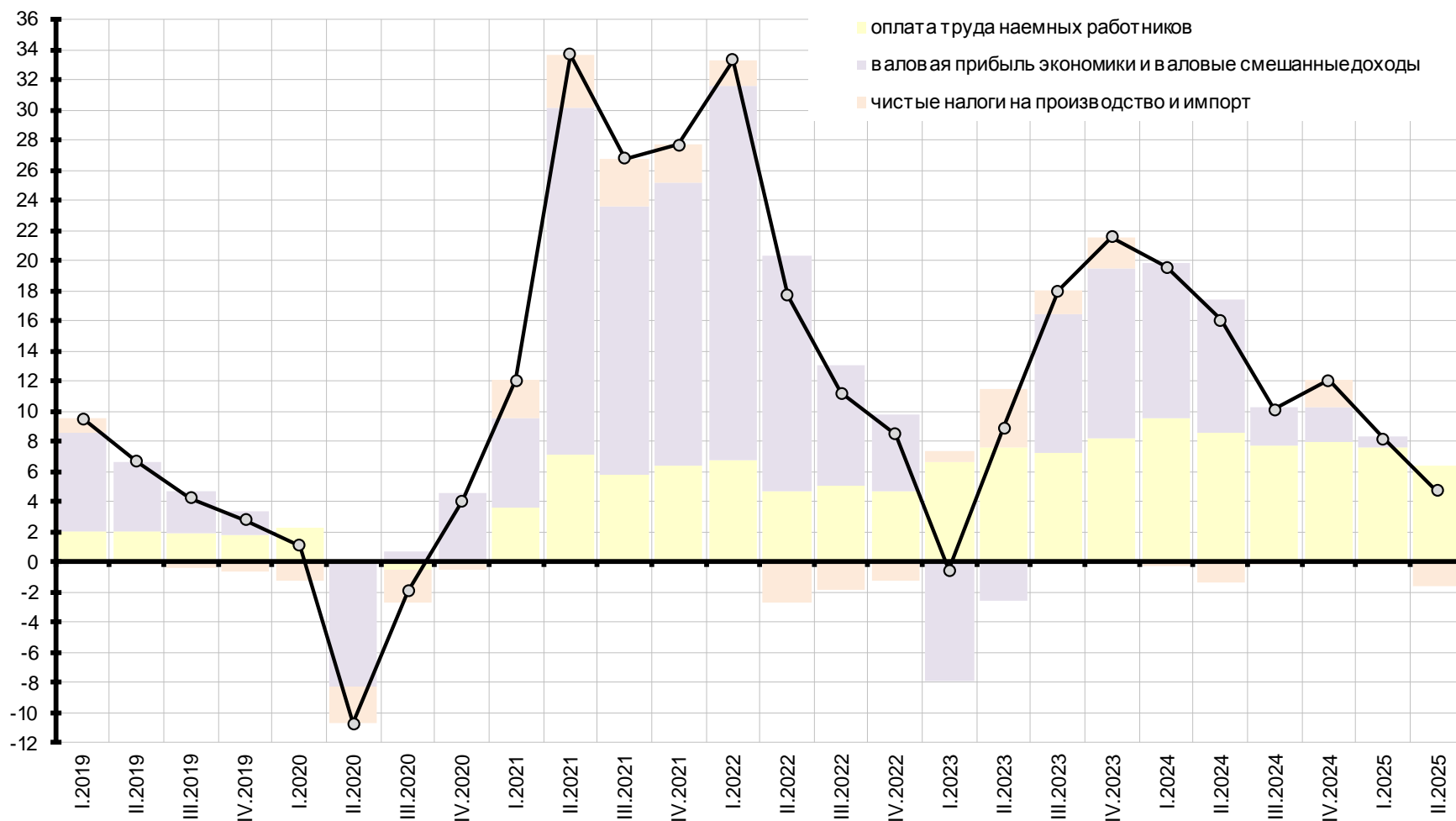


\* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

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).

<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



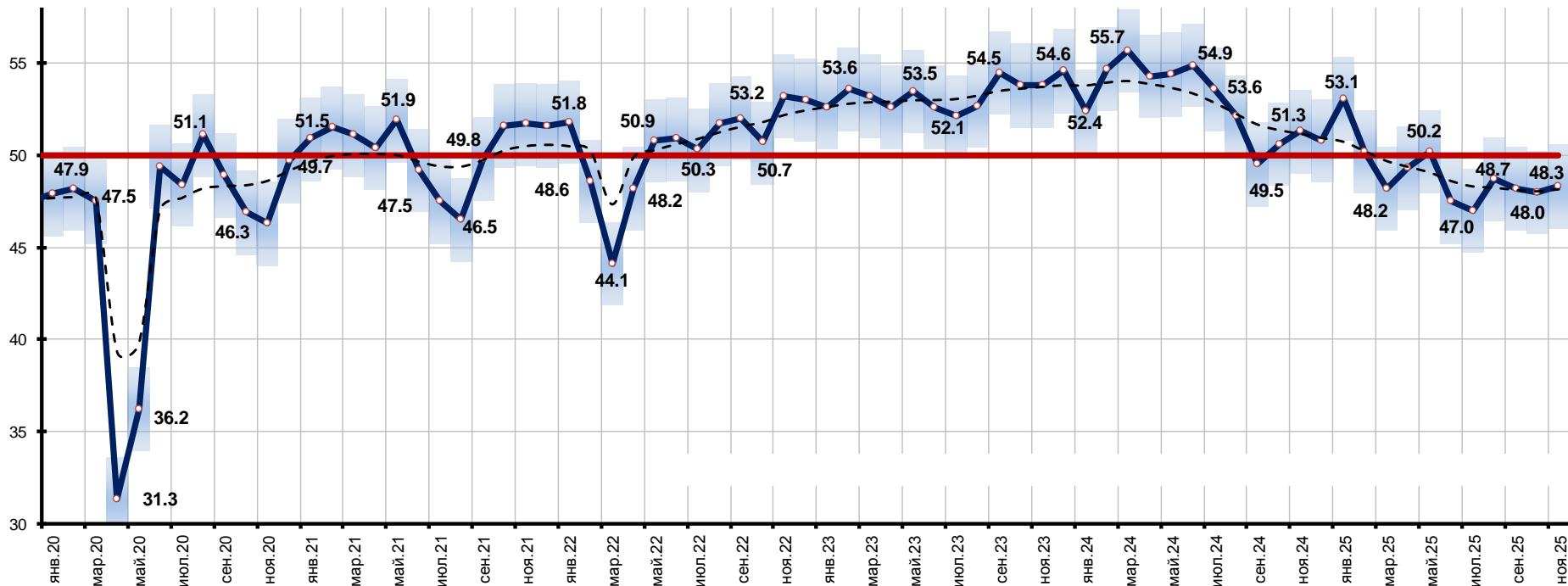
<sup>1</sup> В текущих ценах для того, чтобы избежать методологических проблем, связанных с дефлированием отдельных компонентов ВВП по доходам

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.

<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Оценки ситуации и поведение компаний

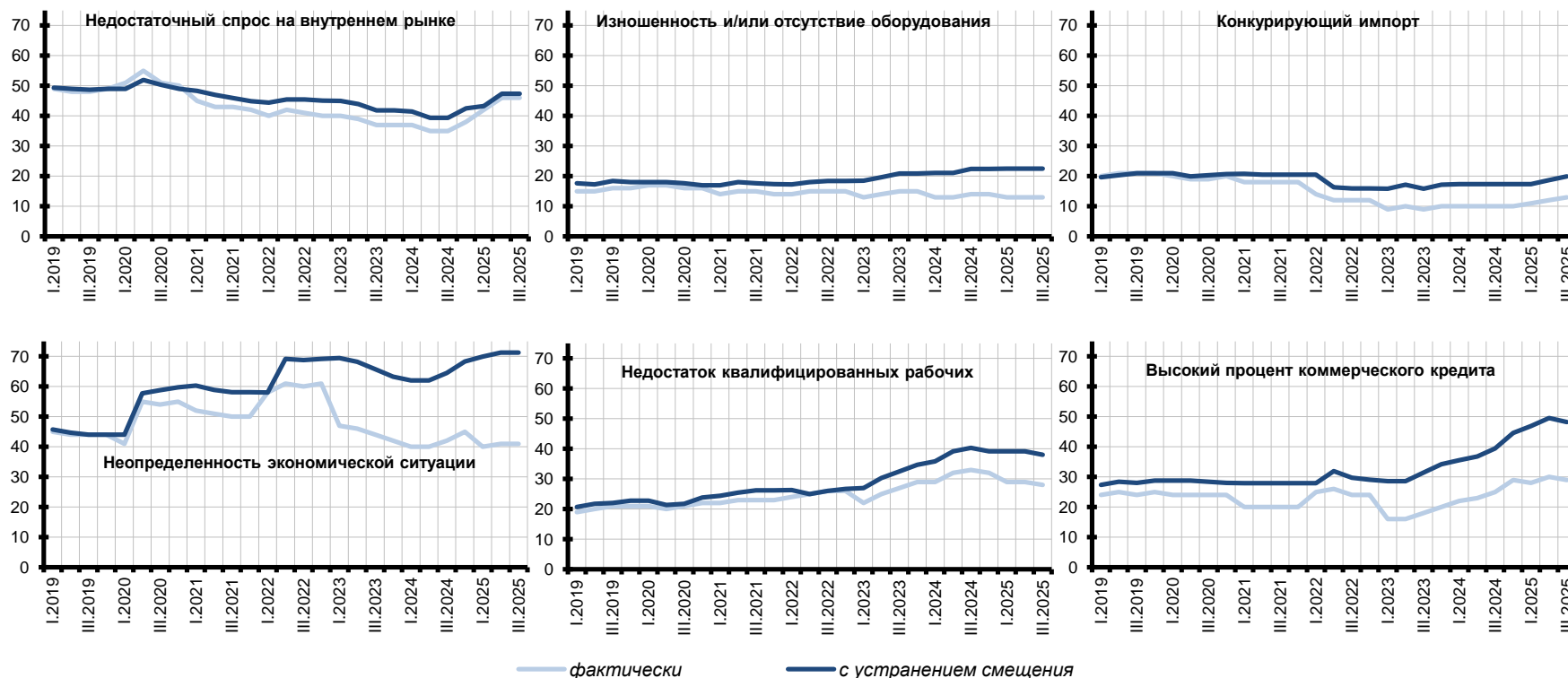
## Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (%)



Сезонно скорректированный индекс *S&P Global PMI®* обрабатывающих отраслей в ноябре остался в отрицательной (менее 50%) зоне. Столь длительный период нахождения этого индикатора в негативной зоне не имеет аналогов со времен пандемии ковид (хотя масштабы «негатива», безусловно, тогда были выше).

# Оценки ситуации и поведение компаний<sup>1</sup>

Факторы, ограничивающие рост в обрабатывающих производствах (по данным на последний месяц квартала)<sup>1</sup> фактически и с устранением смещения<sup>2, 3</sup>



Из *отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях* в III кв. лишь усилились ранее сложившиеся 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;
- медленно растет (но пока малозначимы, по 20% каждый) значимость нехватки оборудования и влияние конкурирующего импорта.

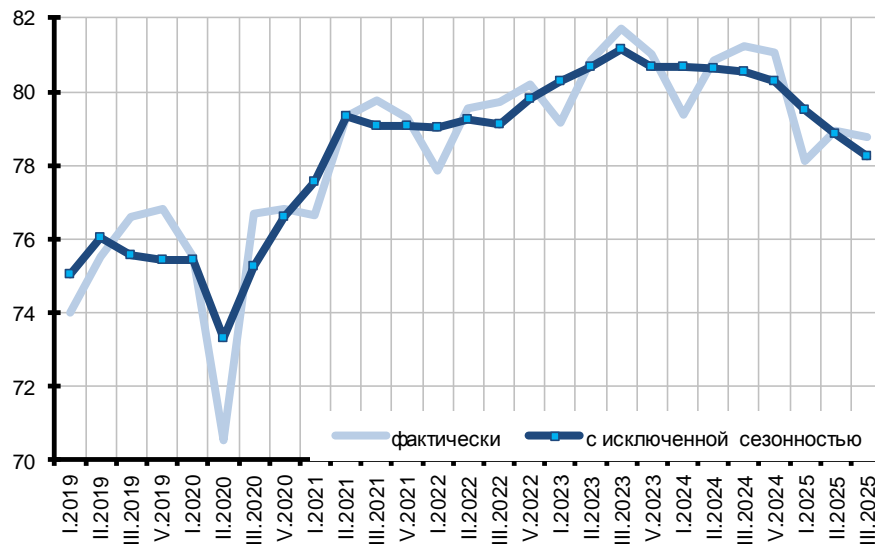
<sup>1</sup> Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата

<sup>2</sup> Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. [http://www.forecast.ru/ ARCHIVE/Analytics/PROM2024/stavka\\_2024-10-24-1.pdf](http://www.forecast.ru/ ARCHIVE/Analytics/PROM2024/stavka_2024-10-24-1.pdf)

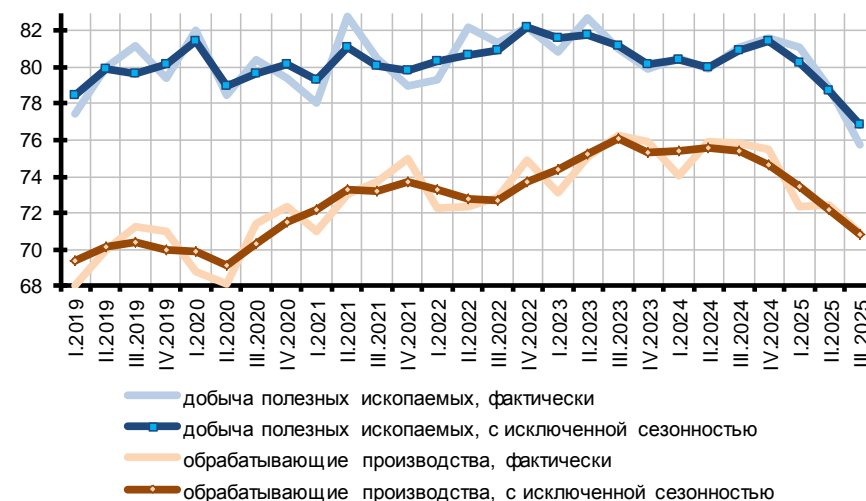
<sup>3</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Загрузка производственных мощностей по результатам опросов Банка России<sup>1 2</sup>

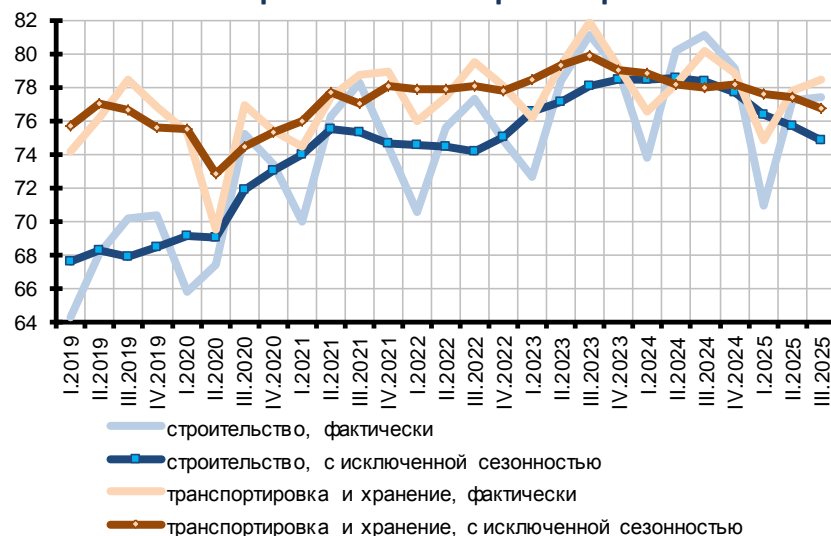
## Экономика в целом



## 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+ загрузка мощностей упала до минимального уровня с начала 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.

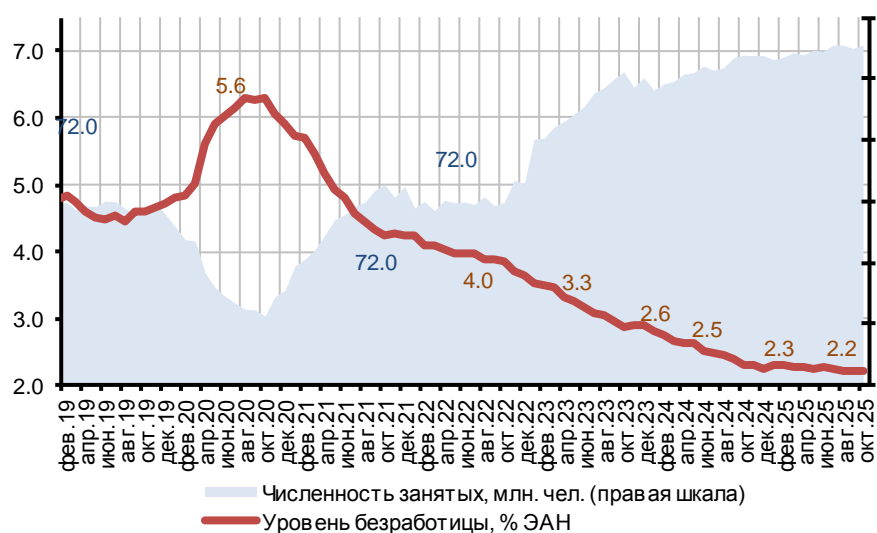
<sup>1</sup> Данные мониторинга предприятий по вопросу "Уровень использования производственных мощностей на предприятии", %

<sup>2</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

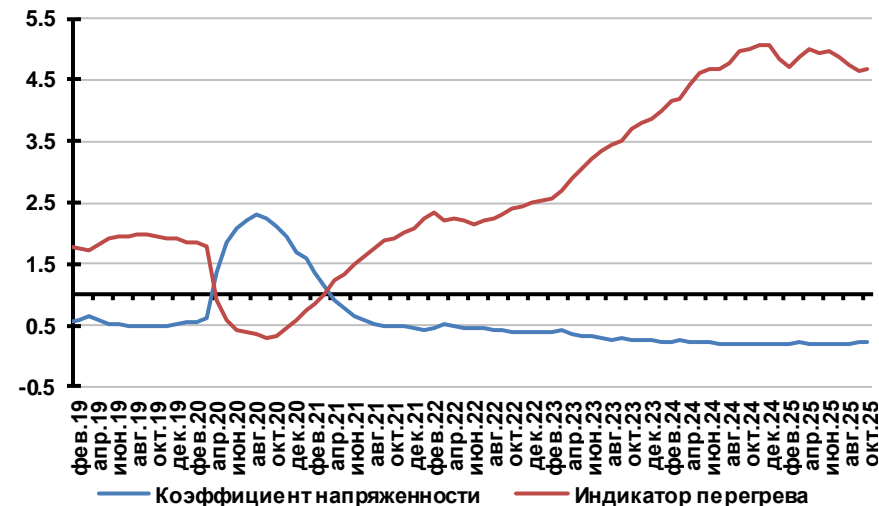


# Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



Коэффициент напряженности по безработице и индикатор перегрева на рынке труда,<sup>1</sup> сезонность устранена



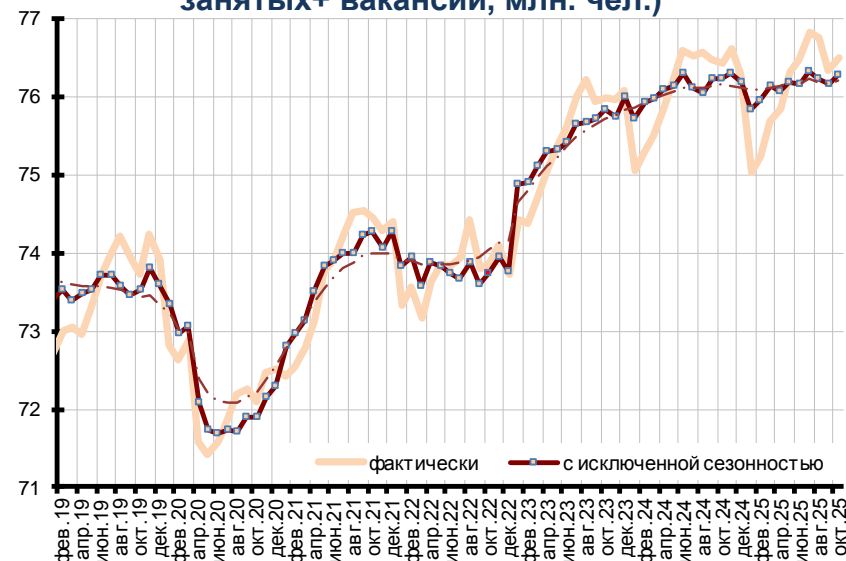
На рынке труда в октябре сохранилась всё та же, характерная для последних месяцев, ситуация «накануне качественного перехода».

Уровень безработицы по-прежнему стабилен, причем, на минимальных исторических значениях (что, похоже, маскирует уход проблем «вглубь компаний» — на уровень скрытой безработицы в форме частичной занятости и др.).

Спрос на труд (с устранением действия сезонного фактора) в целом стабилизировался. О какой-либо тенденции в настоящее время говорить не представляется возможным.

Индикатор перегрева на рынке труда довольно устойчиво снижается, уже с середины года, правда, на исторически очень высоком уровне.

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

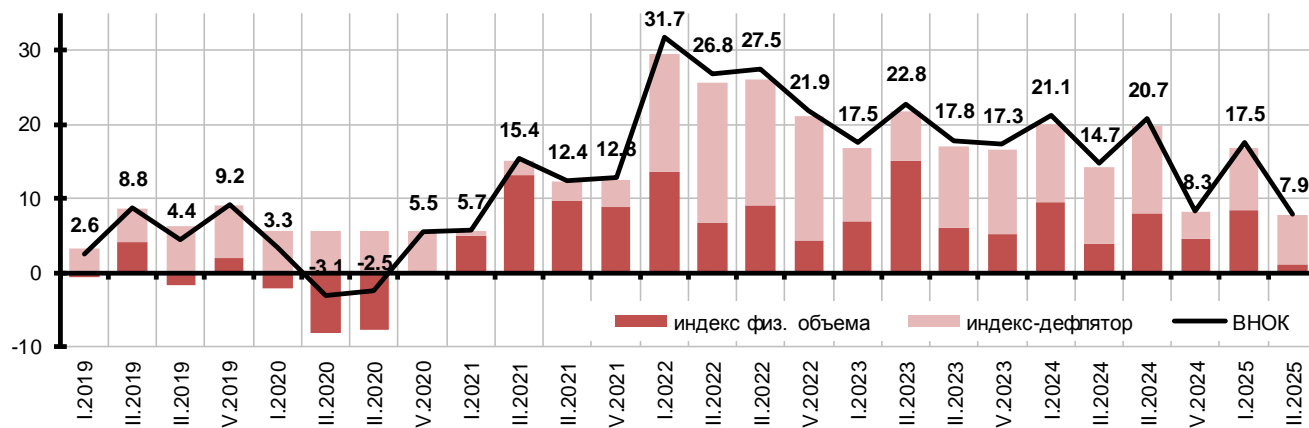


<sup>1</sup> Коэффициент напряженности на рынке труда — численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

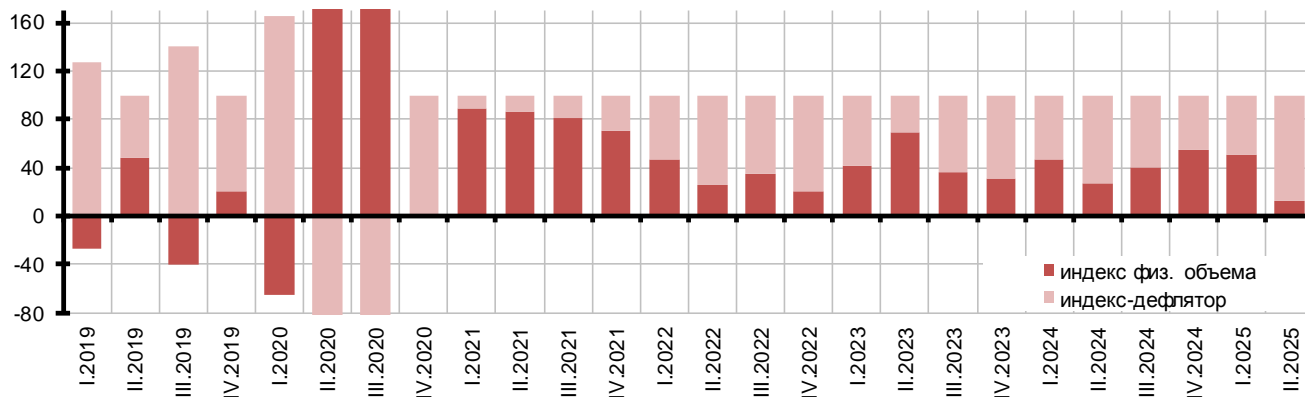
Индикатор перегрева на рынке труда — количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах службы занятости

# Динамика валового накопления основного капитала в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора<sup>1</sup>

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)



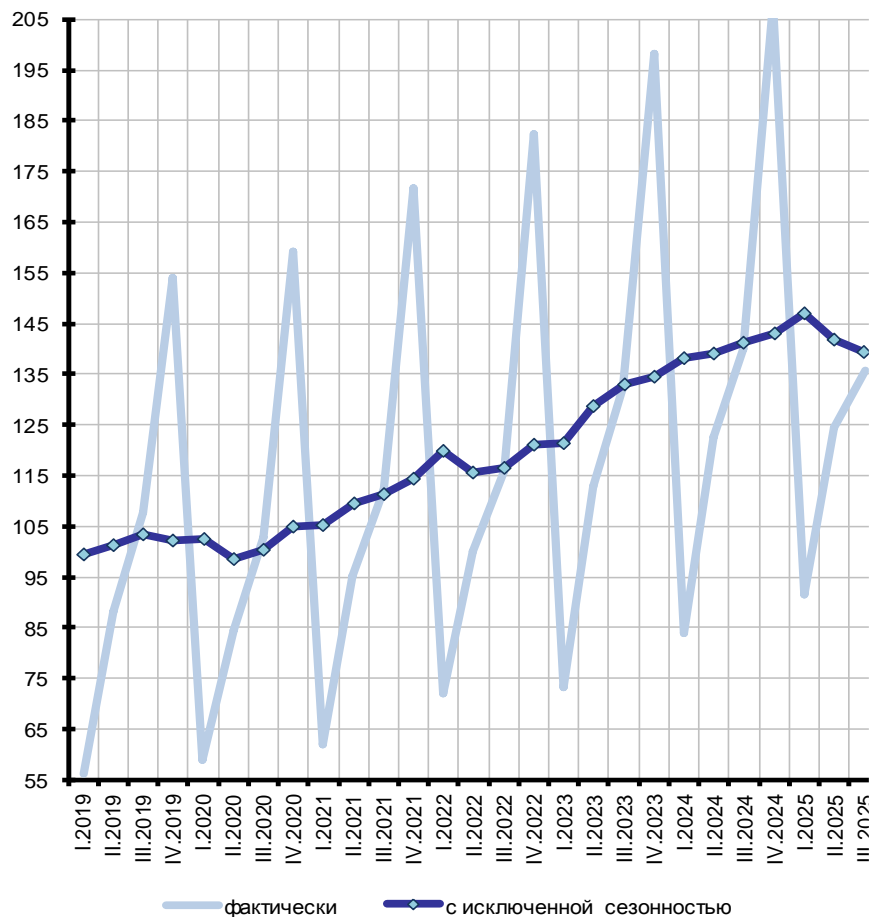
Во II кв. в инвестиционной сфере тенденция *трансмиссии спроса в рост*, похоже, начинает ломаться — и в данной сфере прирост спроса стал «уходить» не в расширение физобъёмов инвестиций, а в рост цен. Другое дело, что пока утверждать о состоявшейся смене тренда по одной точке и с учетом методологических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

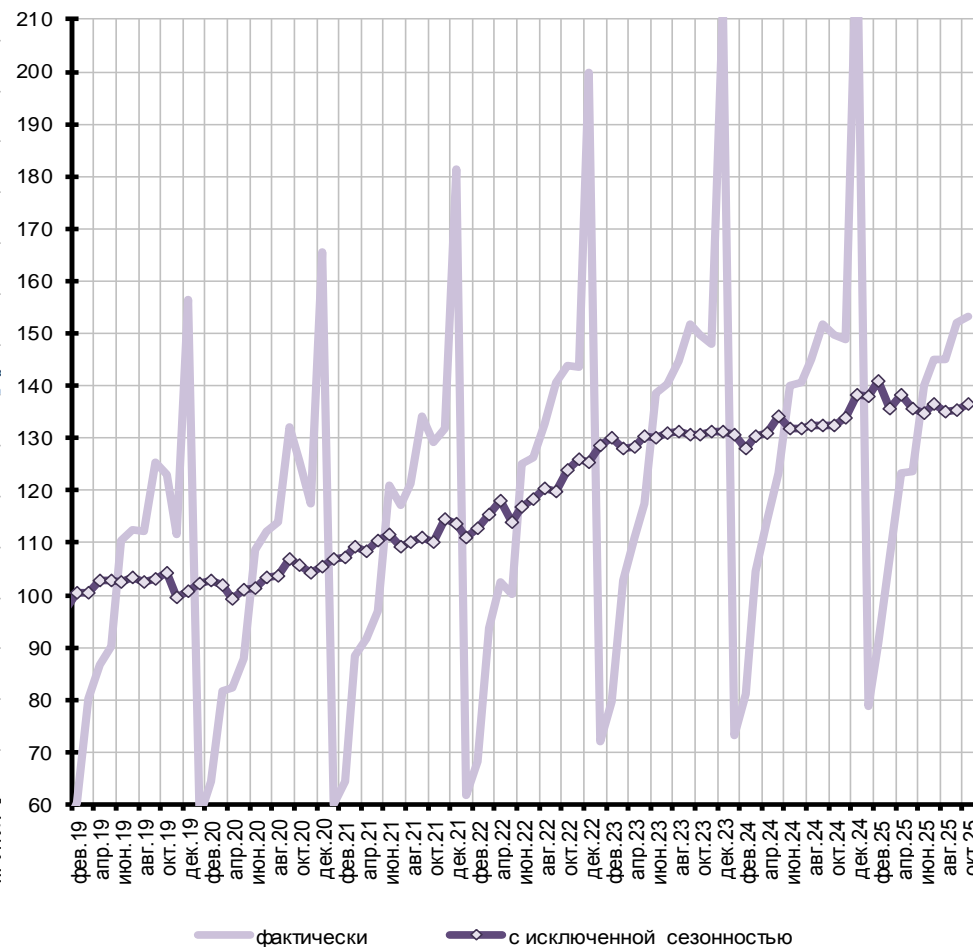
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



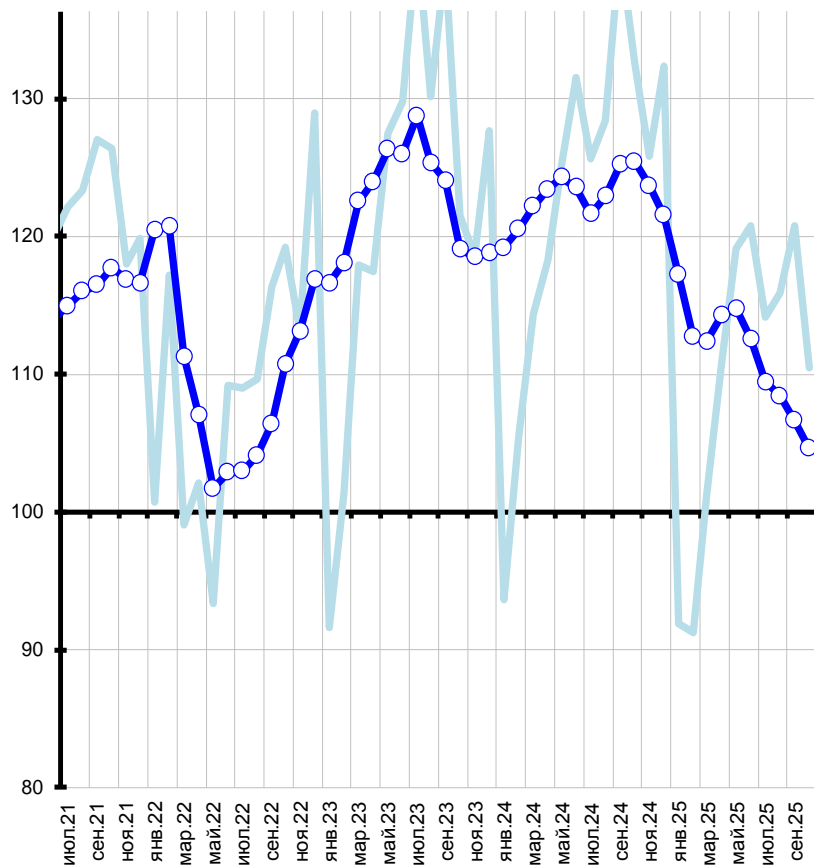
Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



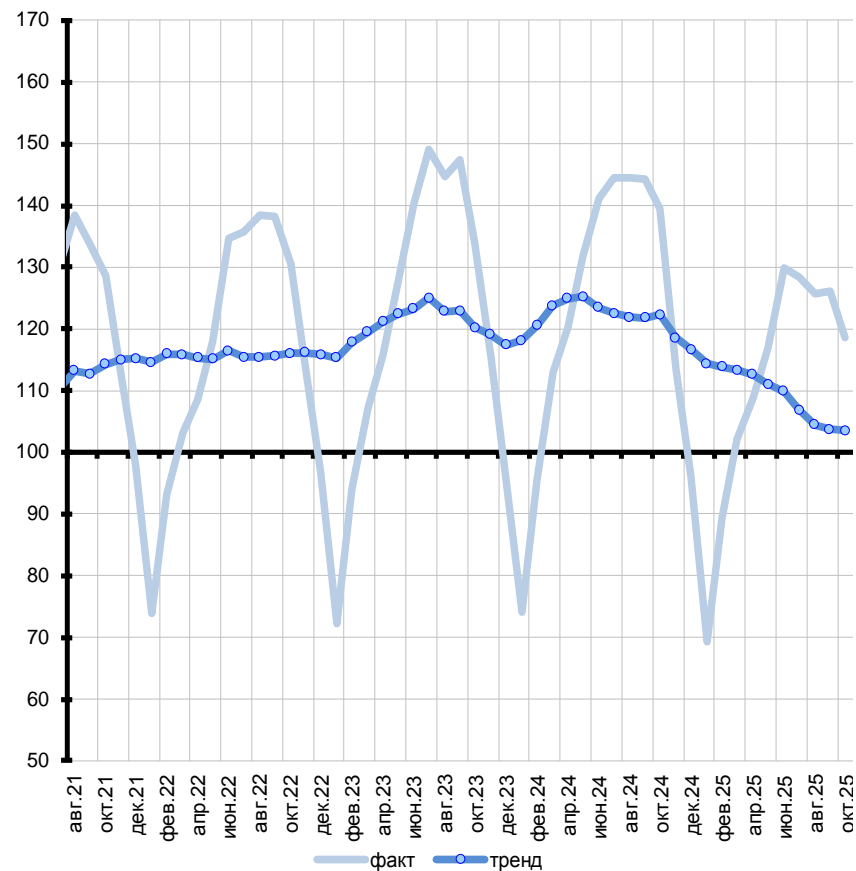
В III кв. *инвестиции в основной капитал* продолжили довольно интенсивно падать (I кв.: +2.9% к предш. кв., II кв.: -3.7%, III кв.: -1.7%, сезонность устранена). Таким образом, кризис в данной сфере перешёл в открытую форму; при этом, применительно к «физическим» инвестициям, ситуация, по всей видимости, заметно хуже. В *строительстве* отмечена стабилизация (I кв.: -0.6% в среднем за месяц, II кв.: -0.2%, III кв.: +0.1%, октябрь: +0.9%, сезонность устранена). При этом в производстве стройматериалов наблюдается настоящий «обвал». Как уже отмечалось, такие расхождения объясняются либо ошибкой наблюдения (высокий вес исполняющихся «госпроектов» - недооценка ИЖС, «смещение» наблюдений в пользу вводимых объектов в ущерб объектам на стадии строительства/монтажа оборудования), либо концентрацией ресурсов застройщиков на финальных стадиях строительства, уже не предполагающим высоких затрат стройматериалов.

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

## Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



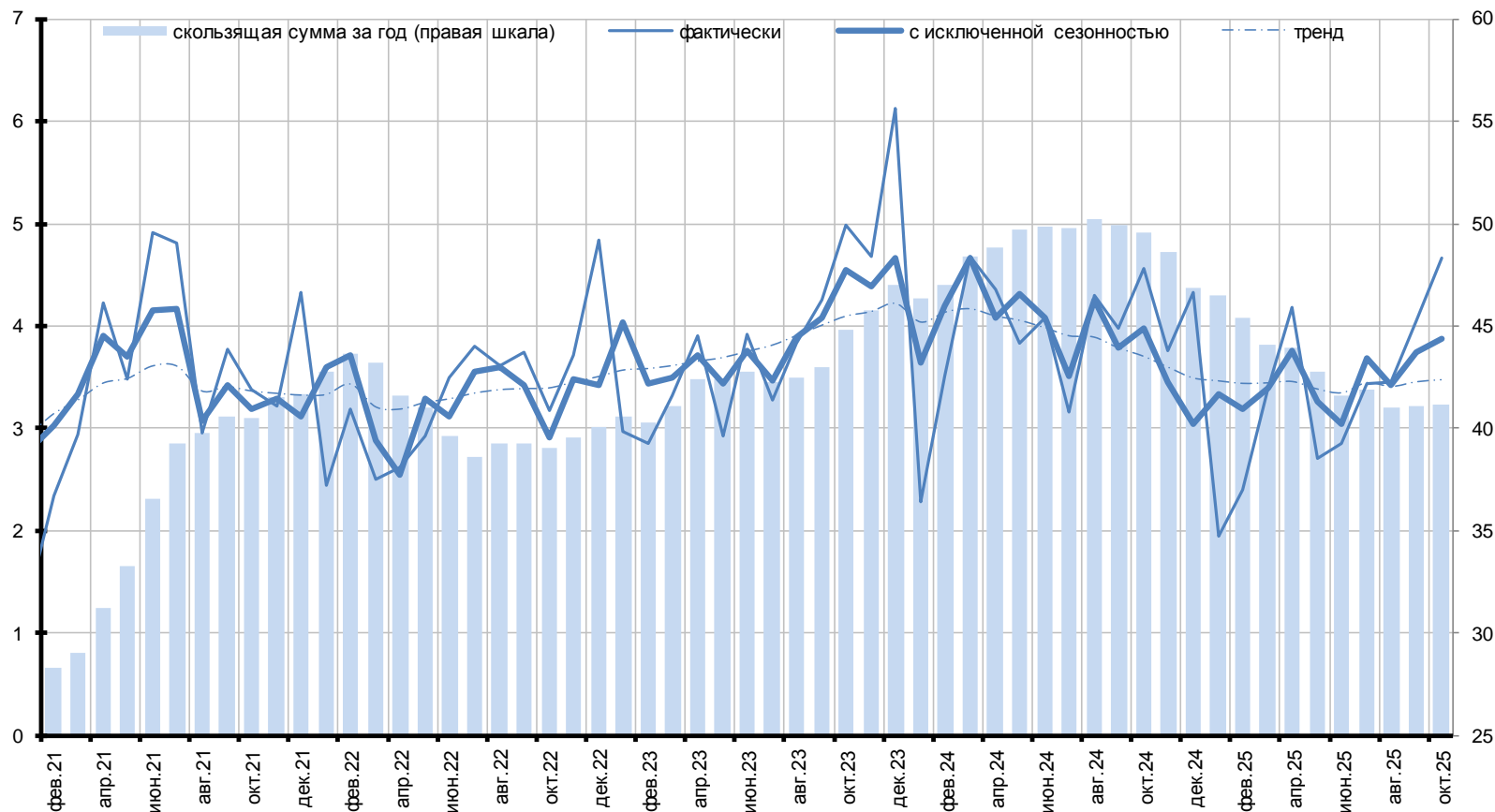
## Предложение стройматериалов



*Инвестиционная активность* (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения), продолжает быстро снижаться (октябрь к предыдущему месяцу: -1.9% после -1.6% в сентябре, сезонность устранена). Впрочем, с учетом уже накопленной глубины спада, положительно характеризовать ситуацию не приходится. По сравнению со среднемесячным уровнем 2024 г. предложение инвестиционных товаров в сентябре составило лишь 85.2% (!). Одновременно, это лишь на 3% больше антирекорда последних пяти лет, установленного во II кв. 2022 г. как следствие введения санкций.

Одна из основных причин инвестиционного провала – длительная сверхжесткая денежно-кредитная политика.

# Размещение деклараций проектов строительства МКД<sup>1</sup> (жилая площадь в млн кв. м)

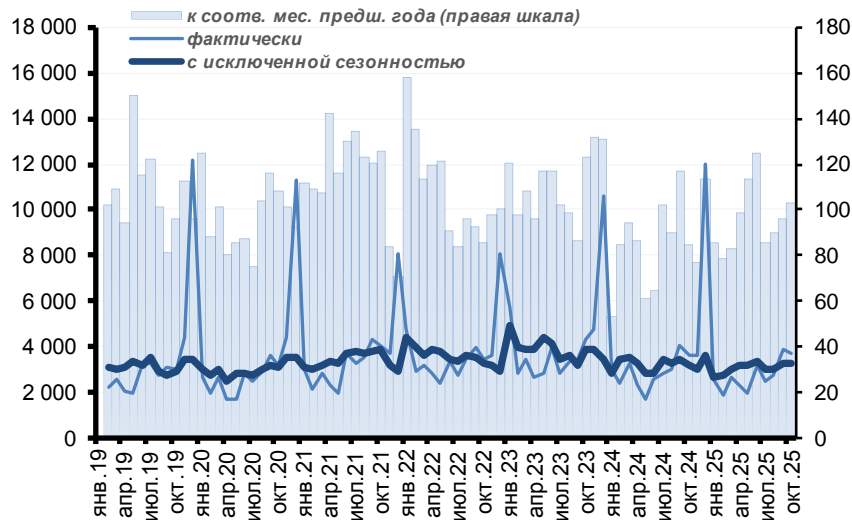


<sup>1</sup> Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в октябре уже второй месяц растёт (сезонность устранена); впрочем, как уже отмечалось, данные очень неустойчивы. В годовом выражении имеет место стабилизация на уровне, соответствующему лету 2022 г.

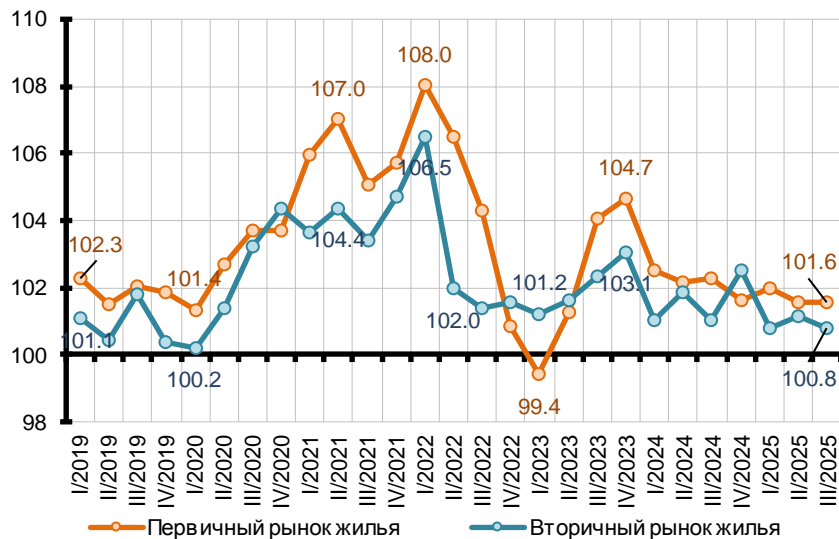
# Рынок жилой недвижимости

## Строительство многоквартирных домов



В октябре 2025 г. объем ввода многоквартирных жилых домов вырос на 2.9% по отношению к аналогичному месяцу прошлого года. За январь-октябрь объем введенного многоквартирного жилья оказался ниже на 5.0% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

## Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %) <sup>1</sup>

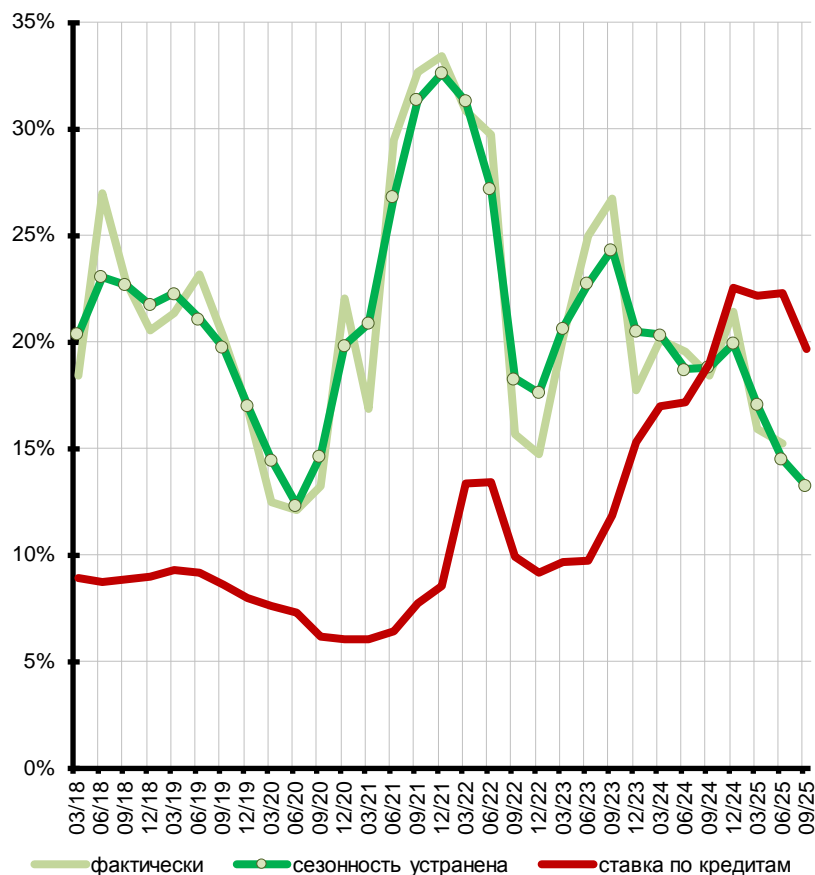


В III кв. 2025 г. продолжился слабый рост цен на *первичном и вторичном рынках жилья* (+1.6% и +0.8%, соответственно). Показатели спроса на рынке жилой недвижимости имеют позитивную динамику, однако пока рано говорить о восстановлении рынка. На первичном рынке жилья количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) в III кв. по сравнению со 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.

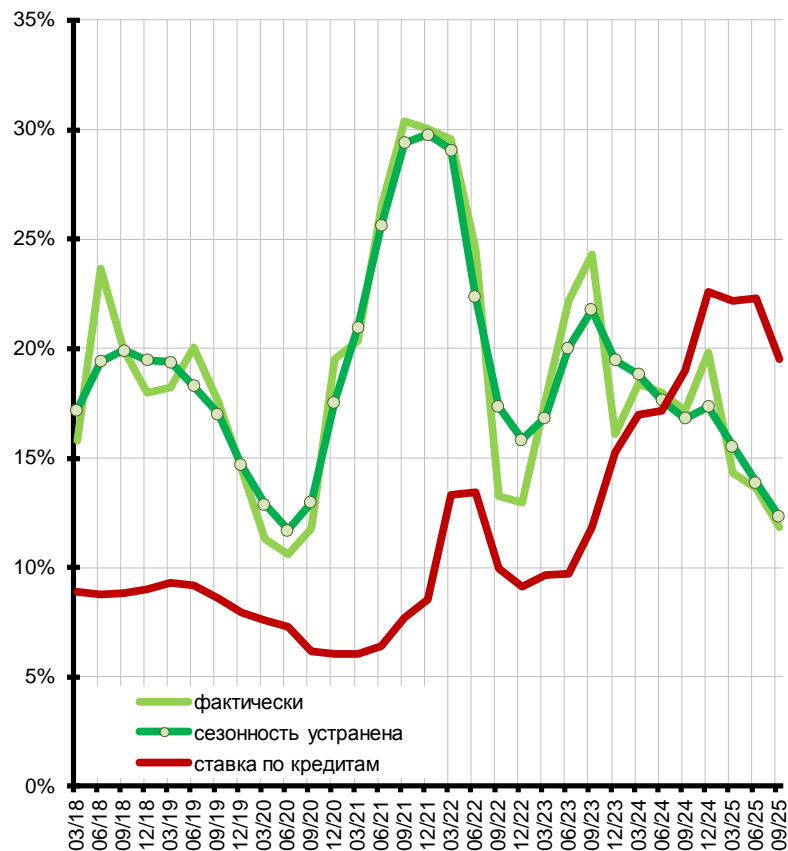
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Рентабельность оборотного капитала<sup>1, 3</sup>



Рентабельность собственного капитала<sup>2, 3</sup>



В III кв. (по данным на сентябрь) продолжилось падение *рентабельности* в промышленности. Её уровень практически сравнялся с рекордно низкими значениями периода COVID. Разрыв со ставкой по кредитам достиг абсолютного рекорда по II кв., в III кв. он существенно не изменился. 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.

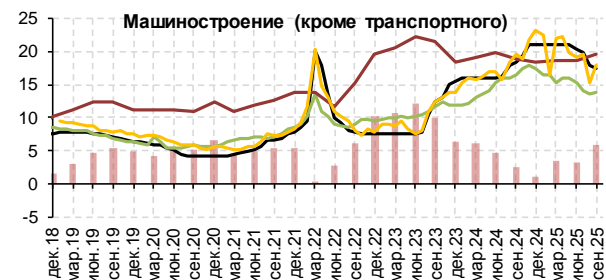
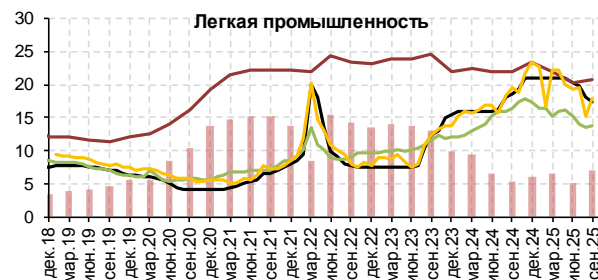
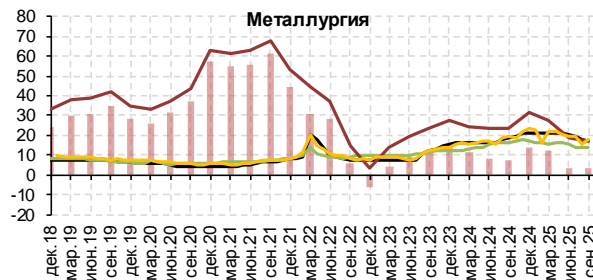
<sup>1</sup> отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу

<sup>2</sup> отношение прибыли-убытка до налогообложения к собственному капиталу

<sup>3</sup> соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных



# Динамика рентабельности и стоимости альтернативных вложений по группам отраслей (%) <sup>1,2</sup>



Отклонение рентабельности от безрисковой ставки (ОФЗ) — Ключевая ставка — Индикатор портфеля ОФЗ — Рентабельность оборотных активов — Кредитные ставки до года

	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			III.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	июл	авг	сен
Рентабельность по группам отраслей																																													
Металлургия	44			38			15			3			14			20			23			28			25			23			24			31			27			18			17		
Пищевая промышленность	28			30			31			32			33			32			31			30			28			26			25			24			22			22			21		
Нефтегазовый сектор	26			15			15			21			21			26			25			20			21			21			19			13			12			8			8		
Легкая промышленность	22			24			23			23			24			24			25			22			22			22			23			22			20			21			21		
Деревообработка	36			23			3			-6			-5			-5			2			4			4			4			3			7			5			-4			-9		
Пр-во изделий из бумаги	35			31			27			23			21			21			23			23			23			22			21			20			16			10			8		
Химический комплекс	47			43			30			20			17			15			23			24			21			20			17			20			25			21			21		
Производство стройматериалов	23			21			18			19			19			21			21			19			21			21			19			16			12			6			6		
Машиностроение (кроме трансп-го)	14			12			15			20			21			22			22			18			19			20			19			19			19			19			20		
Транспортное машиностроение	6			-2			-5			-9			-1			4			5			-1			3			6			9			13			6			3			1		
Сред рентабельность-ОФЗ																																													
Металлургия	35.3	34.2	30.9	26.6	27.4	28.5	6.2	6.4	6.0	-6.2	-6.2	-6.1	4.4	4.1	4.1	9.4	9.5	9.4	13.0	12.5	11.8	15.3	15.7	15.6	12.6	12.4	11.6	9.9	9.3	8.1	7.7	7.7	7.2	13.8	13.4	13.9	11.0	10.9	12.1	2.4	2.3	3.1	3.0	3.7	3.4
Пищевая промышленность	18.7	17.6	14.3	19.1	19.8	20.9	22.0	22.2	21.8	22.7	22.7	22.8	23.2	23.0	22.9	22.3	22.4	22.3	20.7	20.2	19.5	17.2	17.6	17.5	16.0	15.8	15.0	12.6	12.0	10.9	9.0	9.0	8.4	6.1	5.7	6.2	6.0	5.9	7.1	5.7	5.6	6.4	6.9	7.5	7.2
Нефтегазовый сектор	17.0	15.9	12.5	4.3	5.0	6.1	6.4	6.6	6.2	11.3	11.4	11.4	11.7	11.4	11.3	15.8	15.9	15.8	14.5	14.0	13.3	8.2	8.6	8.5	9.3	9.1	8.3	7.8	7.2	6.1	5.2	5.1	4.6	1.2	0.8	1.3	-3.3	-3.4	-2.2	-3.6	-3.7	-2.9	-5.9	-5.3	-5.6
Легкая промышленность	12.9	11.8	8.5	13.5	14.3	15.4	14.5	14.7	14.3	13.5	13.6	13.6	14.3	14.0	13.9	13.7	13.8	13.7	14.2	13.7	13.0	9.7	10.1	10.0	10.5	10.3	9.5	8.3	7.7	6.6	6.0	5.9	5.4	5.9	5.4	6.0	5.5	5.4	6.6	4.4	4.3	5.1	6.7	7.4	7.1
Деревообработка	26.9	25.9	22.5	11.7	12.4	13.5	-6.1	-5.9	-6.4	-15.9	-15.8	-15.8	-14.5	-14.8	-14.9	-15.0	-14.9	-15.0	-8.4	-8.8	-9.6	-8.7	-8.3	-8.4	-7.7	-7.9	-8.7	-9.9	-10.5	-11.6	-12.6	-12.6	-13.1	-10.6	-11.0	-10.5	-11.2	-11.3	-10.1	-20.2	-20.3	-19.5	-23.3	-22.6	-22.9
Пр-во изделий из бумаги	25.6	24.5	21.2	19.8	20.6	21.7	18.0	18.2	17.8	13.0	13.1	13.1	11.0	10.7	10.6	10.8	10.9	10.8	12.5	12.0	11.3	10.3	10.7	10.6	11.0	10.8	10.0	8.8	8.2	7.1	5.2	5.2	4.6	2.2	1.7	2.2	-0.4	-0.5	0.7	-5.7	-5.8	-5.0	-5.9	-5.2	-5.5
Химический комплекс	38.3	37.2	33.9	32.4	33.2	34.3	21.2	21.4	21.0	10.2	10.3	10.3	7.0	6.8	6.7	4.8	4.9	4.7	12.5	12.1	11.4	11.5	11.8	11.8	8.8	8.5	7.8	6.6	5.9	4.8	1.0	0.9	0.4	2.2	1.8	2.3	9.0	8.8	10.1	5.4	5.3	6.1	7.0	7.6	7.4
Производство стройматериалов	13.7	12.6	9.3	10.3	11.1	12.2	9.5	9.7	9.3	9.3	9.4	9.4	9.0	8.8	8.7	11.0	11.1	11.0	10.7	10.3	9.5	6.5	6.9	6.8	9.0	8.8	8.0	7.0	6.4	5.2	5.2	5.2	4.6	1.7	1.3	1.8	-0.5	-0.7	0.6	-4.1	-4.2	-3.4	-8.1	-7.5	-7.8
Машиностроение (кроме трансп-го)	4.6	3.5	0.2	0.8	1.6	2.7	6.4	6.6	6.2	10.0	10.1	10.1	11.0	10.8	10.7	12.1	12.2	12.1	11.1	10.7	9.9	6.0	6.4	6.3	7.1	6.9	6.1	6.3	5.7	4.6	3.1	3.0	2.5	1.0	0.6	1.1	2.3	2.2	3.4	2.6	2.5	3.3	5.5	6.1	5.8
Транспортное машиностроение	-3.3	-4.4	-7.7	-12.8	-12.0	-10.9	-14.0	-13.8	-14.2	-18.2	-18.2	-18.1	-10.9	-11.2	-11.3	-6.4	-6.4	-6.5	-5.8	-6.3	-7.0	-13.5	-13.1	-13.2	-8.8	-9.0	-9.8	-7.5	-8.1	-9.2	-6.6	-6.7	-7.2	-4.4	-4.8	-4.3	-9.9	-10.0	-8.8	-13.1	-13.2	-12.4	-13.5	-12.8	-13.1
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	16.0	16.0	16.0
Кредитные ставки до 1 года "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	21.7	20.9	17.7
Кредитные ставки до 1 года "Обрабатывающие производства"	9.2	11.7	20.3	14.7	13.1	11.0	10.3	9.5	8.1	7.4	8.3	7.7	8.9	8.9	8.8	9.5	8.2	7.6	8.1	10.9	12.4	13.2	13.7	13.9	15.3	16.1	15.8	16.1	16.9	16.9	15.7	18.4	19.7	18.9	21.7	23.3	22.6	16.6	22.1	22.3	20.0	19.2	19.6	15.3	18.0

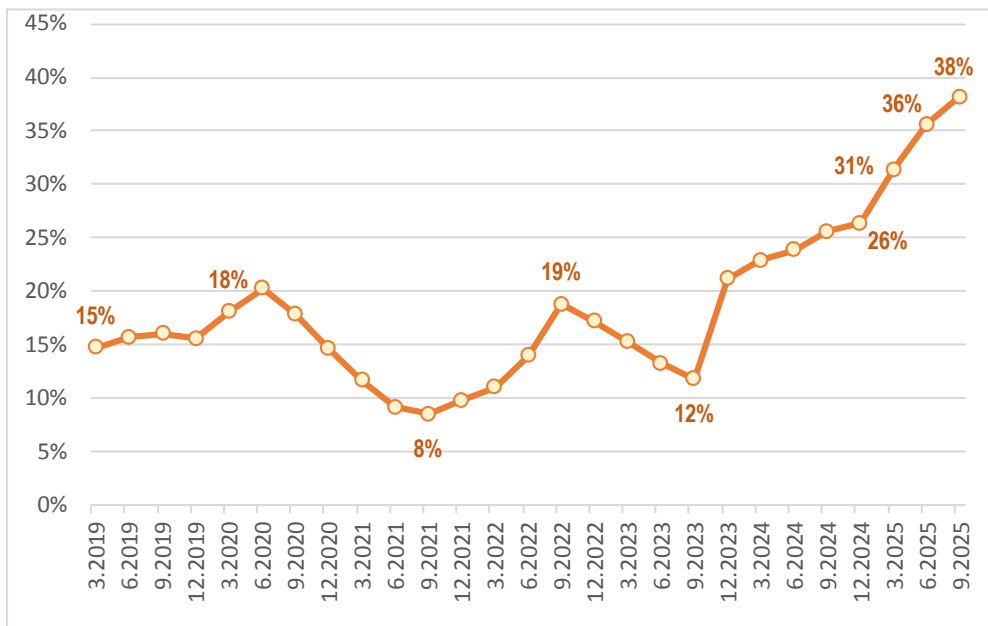
Рентабельность, по состоянию на III кв. 2025 г., продолжает сокращаться. В большинстве отраслей она либо существенно ниже ставки по безрисковому «держанию денег» (доходность по ОФЗ), либо примерно сравнялась с ним. Такая ситуация существенно снижает мотивацию бизнеса к инвестированию. Единственная группа отраслей, где дельта «рентабельность минус доходность ОФЗ» надежно положительно - это потребительские отрасли и химическая промышленность, ситуация почти на грани – в машиностроении без учёта транспортного и в металлургии.

<sup>1</sup> В качестве показателя рентабельности, начиная с этого выпуска, используется соотношение прибыли до налогообложения и собственного капитала. Ранее использовалось соотношение чистой прибыли и оборотного капитала

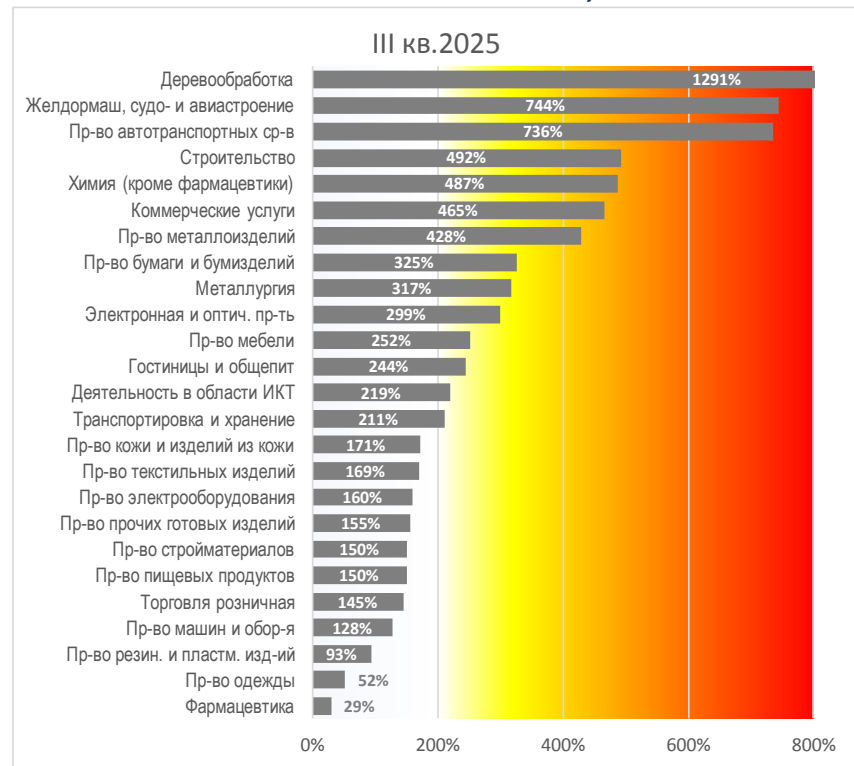
<sup>2</sup> Кредитные ставки для нефтегазового сектора – ставки для «добычи полезных ископаемых» (В). Для прочих групп отраслей – ставки «обрабатывающих производств» (С).

# Долговое давление на компании

Соотношение процентных платежей и прибыли до уплаты процентов (EBIT)



Чистые обязательства компаний, % к EBITDA



Проблема *долговой нагрузки на доходы*, как уже отмечалось, имеет структурный характер. По состоянию на сентябрь на очень высоком уровне она в деревообработке, транспортном машиностроении, химии, коммерческих услугах, производстве металлоизделий.

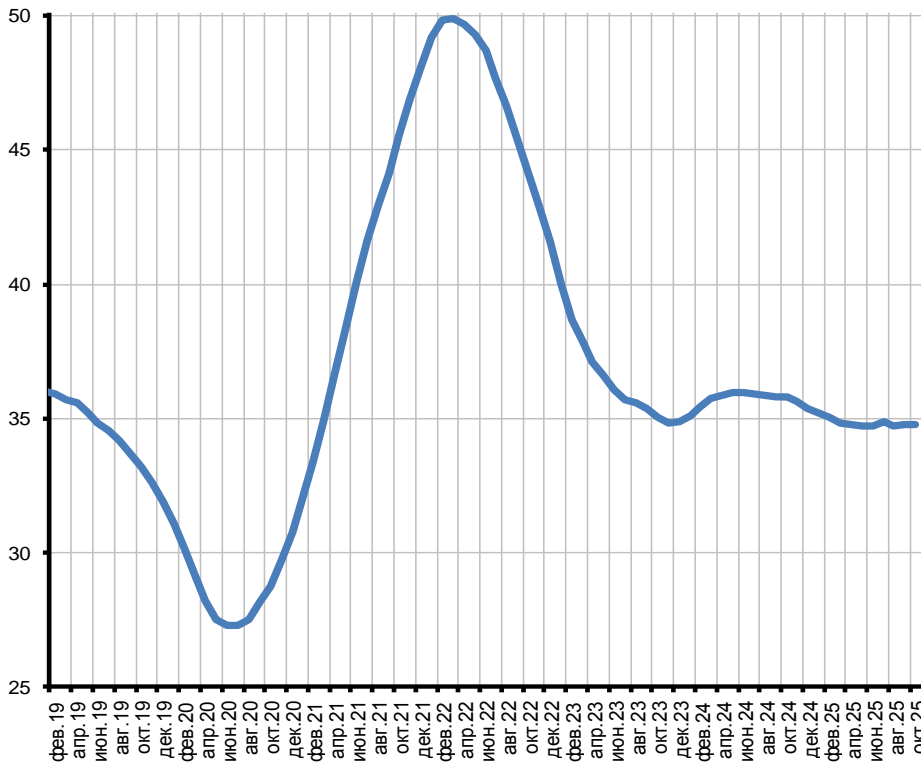
Сам по себе накопленный уровень чистых обязательств в большинстве отраслей не очень высокий, но "всё портит" крайне высокая процентная ставка, затрудняющая обслуживание долга. *Нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний* быстро увеличивается: по состоянию на III кв. 2025 г. обновился исторический максимум, на выплату процентов стало уходить уже 38% прибыли компаний.

*EBIT* – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата и процентов к уплате

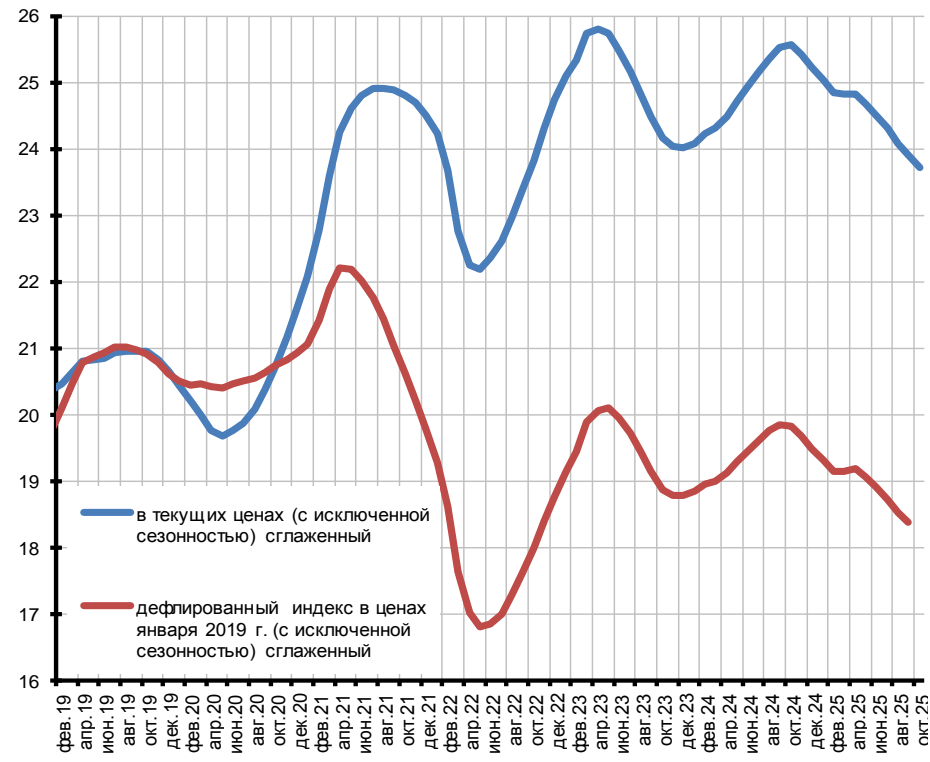
*EBITDA* – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата, процентов к уплате и отраслевой оценке амортизации

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

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)<sup>1</sup>



Динамика импорта товаров<sup>1, 2</sup> (млрд. долл.)



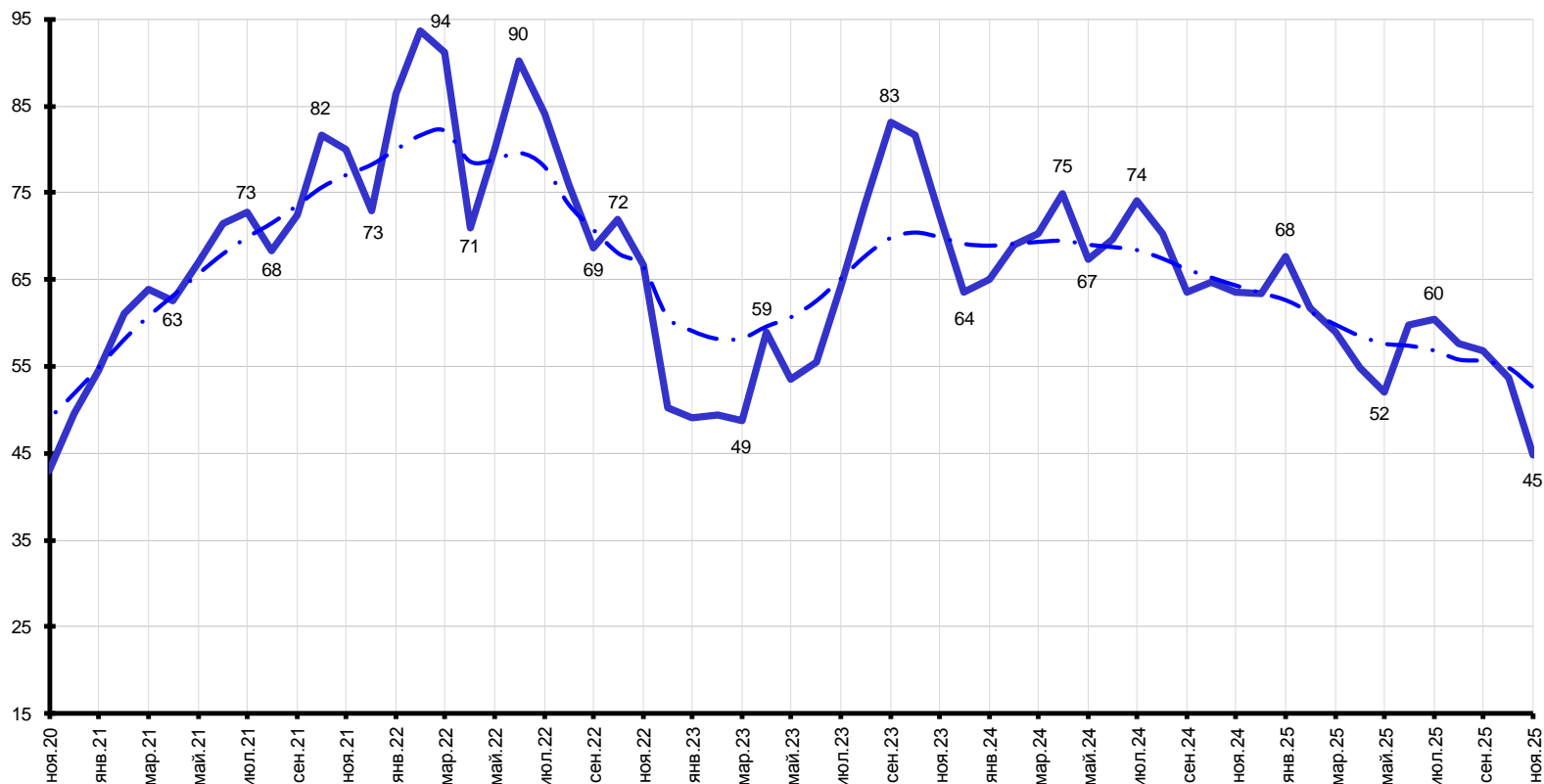
*Экспорт товаров* (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на октябрь по-прежнему стагнирует; как и ранее, пока сохраняется динамическое, неустойчивое равновесие между адаптацией российских экспортеров к санкционным режимам, с одной стороны, и действиями стан-инициаторов санкций (причем, на фоне общей нестабильности конъюнктуры), с другой.

*Импорт товаров* (в текущих ценах, сезонность устранена), по состоянию на октябрь, продолжил снижаться на фоне сжатия инвестиционных рынков и довольно слабого роста потребительских. Примечательно, что не происходит «саморегулирования» системы «крепкий рубль – низкий импорт»: укрепление рубля, «при прочих равных», ведет к повышению конкурентоспособности импорта и его росту (а это, в свою очередь – к ослаблению рубля). Чего, до самого недавнего времени, не наблюдалось.

<sup>1</sup> На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

<sup>2</sup> 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)

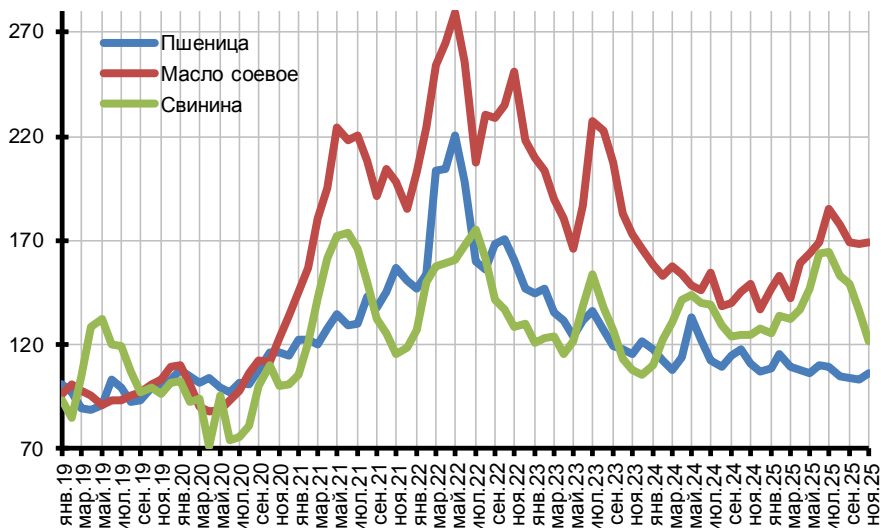
## Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена нефти марки Urals в ноябре 2025 г. упала до 44.9 долл./барр. после 53.7 долл./барр. в октябре. В течение ноября цены на нефть колебались вокруг постоянного уровня. В начале месяца страны ОПЕК+ приняли решение об очередном увеличении добычи нефти с декабря. После этого в планах объединения временно приостановить дальнейшее расширение добычи. Цены на нефть немного росли в преддверии окончания шатдауна в США и перед вступлением в силу американских санкций против деятельности российских нефтяных ПАО «Роснефть» и ПАО «Лукойл». Но в целом на рынке наблюдается профицит нефти, что оказывает давление на цены. Дисконт марки Urals по сравнению с маркой Brent существенно увеличился из-за санкций США, превысив 23 долл./барр.

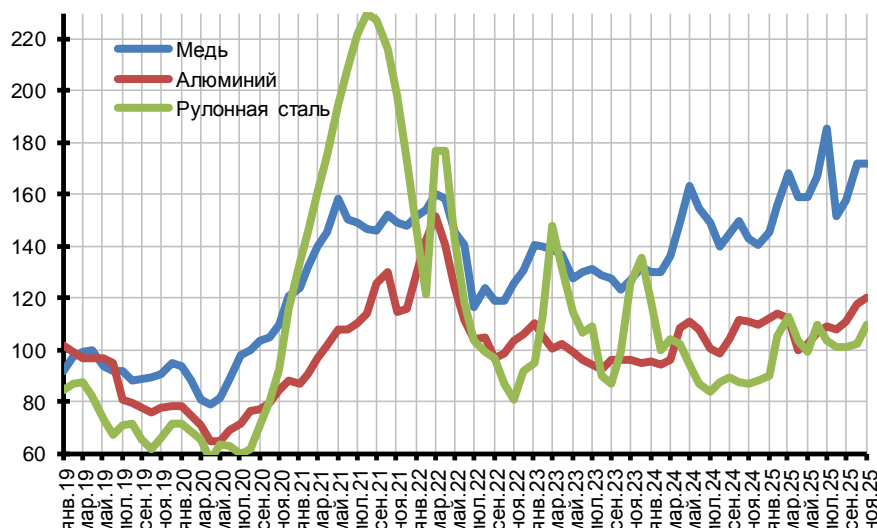
# Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

## Цены на продукцию сельского хозяйства\*



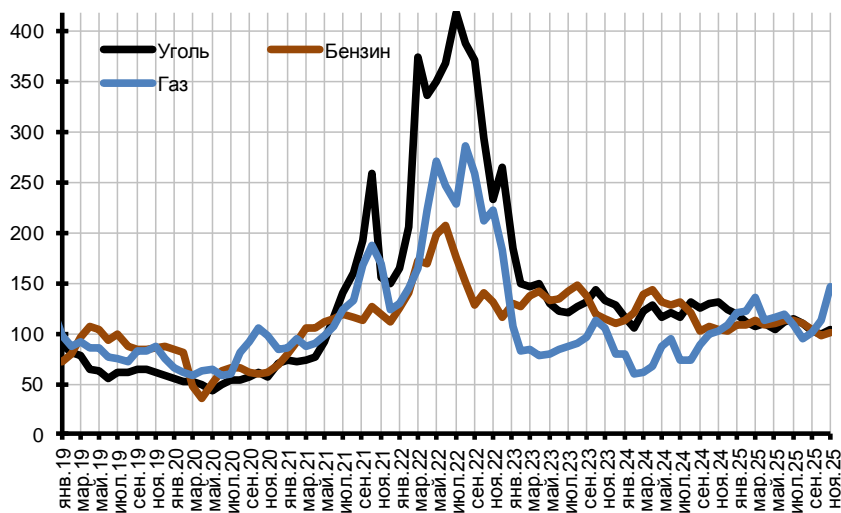
\* Пшеница – US Wheat Futures, CME  
Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME  
Свинина – фьючерс на свинину, CME

## Цены на металлы\*



\* Ролонная 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)

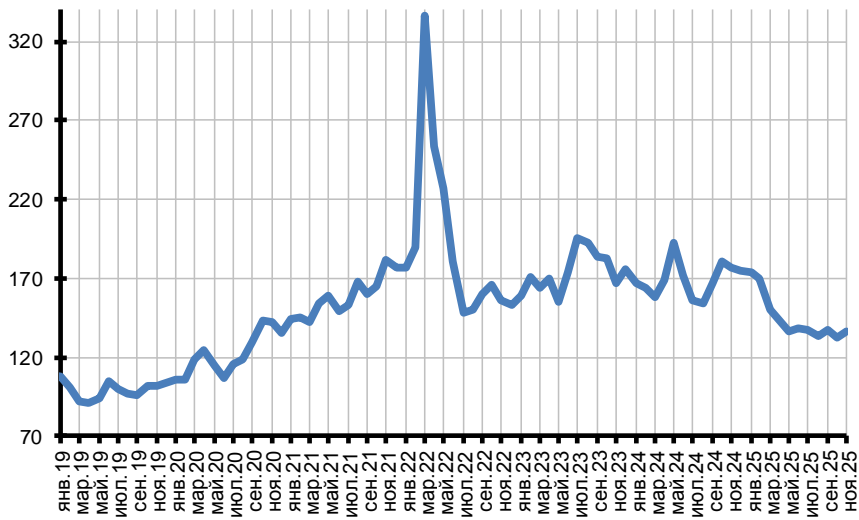
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на ноябрь, ведут себя разнонаправленно. На сою и пшеницу они стабилизировались (на пшеницу – с очень лёгким трендом к росту), на свинину – падают.

На рынках основных видов металлов, как уже отмечалось, имеют место слабо-повышательные тенденции (на рынке алюминия – устойчивый рост, на рынках стали и меди – неустойчивый).

Цены на топливо, в целом стабилизировались, цены на газ – стали расти (вероятно, из-за дополнительных закупок в Европе «под зимний сезон», в третьем квартале европейские ПГХ были заполнены ещё довольно слабо).

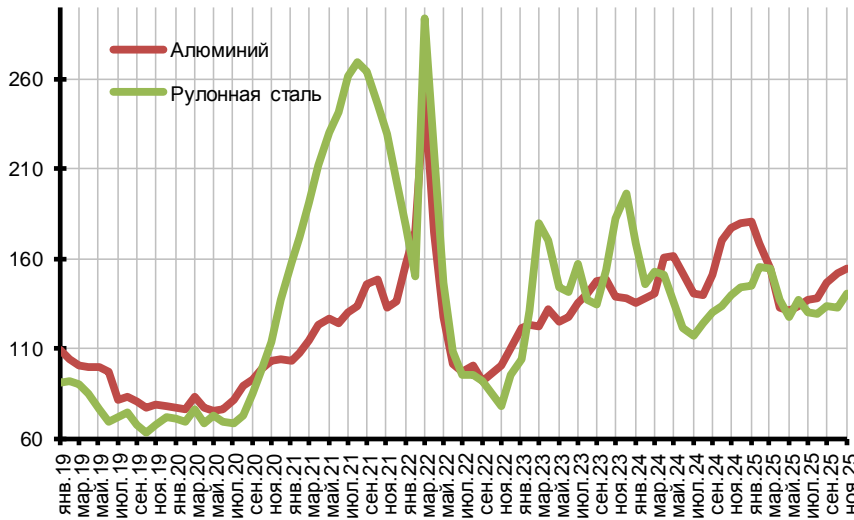
**Входящий денежный поток экспортеров: динамика мировых цен на отдельные товары  
российского экспорта, руб. (цены пересчитаны по текущему валютному курсу, средний  
уровень 2018 г. =100)**

Цены на пшеницу\*



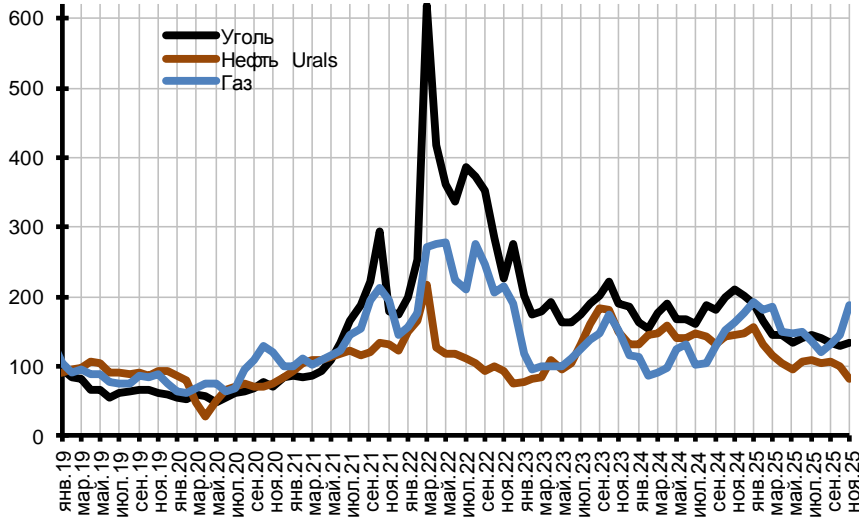
\*Пшеница – US Wheat Futures, CME

Цены на металлы\*



\* Ролонная сталь – US Steel Coil Futures, CME  
Алюминий – Aluminum Futures, CME

Цены на топливо\*

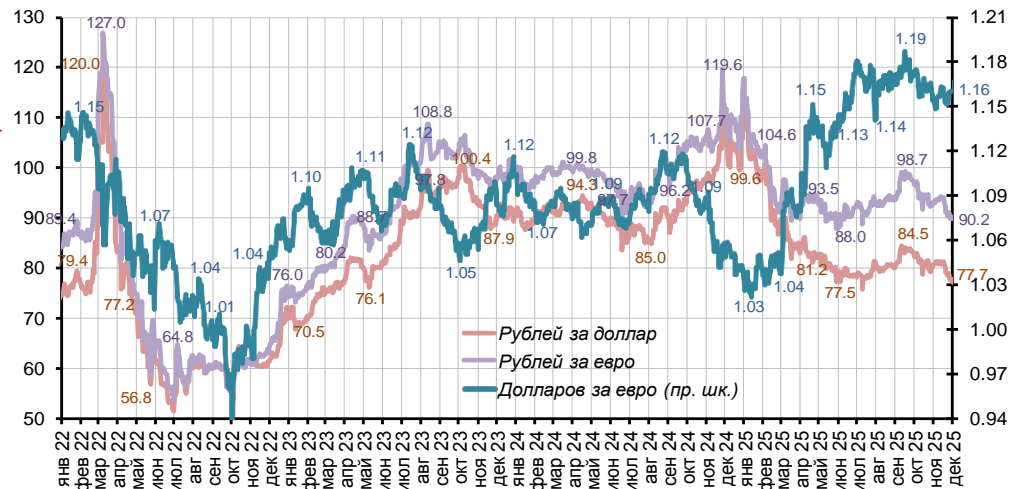


\* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE  
Фьючерс на природный газ (производные данные)

По состоянию на ноябрь ситуация с *входящим денежным потоком экспортеров* стала понемногу улучшаться, но пока медленно и далеко не фронтально. Заметно улучшилась ситуация с рублевыми ценами на газ, немного – на металлы. В обоих случаях рублевые цены на экспорт находятся на исторически невысоком уровне (на фоне возросших издержек, высоких процентных платежей и др.!). В то же время, для нефтяных компаний ситуация продолжает медленно ухудшаться – и рублевые цены исторически низки. Аналогичная, кризисная, ситуация – с потоком доходов от экспорта пшеницы, здесь цены находятся на уровне кризисной «ковидной зимы» 2021 г.

## 36

### Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные

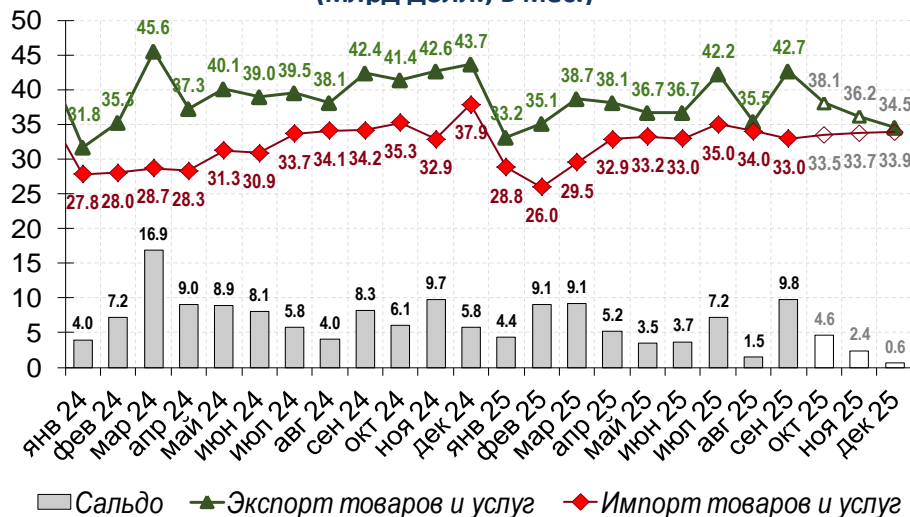


<sup>1</sup> Фундаментальный курс рассчитан на основе эконометрической модели, построенной на данных за скользящий год как зависимость курса рубля к бивалютной корзине от экспорта и импорта товаров (с лагом, равным 4 месяцам).



# Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

Динамика экспорта и импорта<sup>1</sup>: товары + услуги  
(млрд долл., в мес.)



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

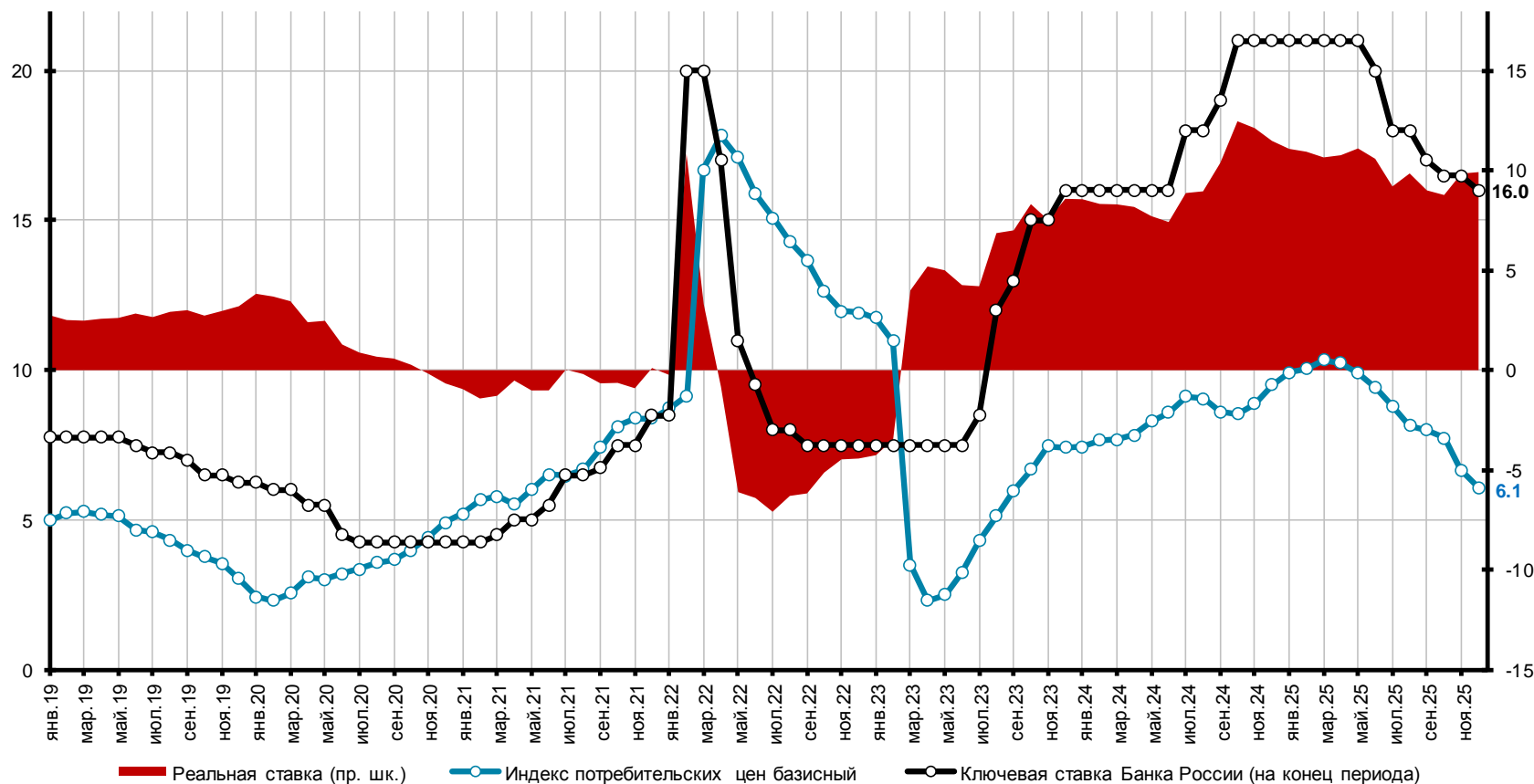


Укреплению рубля в ноябре способствовали такие факторы как: 1) приток средств от экспорта, реализованного в предшествующие месяцы и поступающего на российский рынок с лагом; 2) стагнация импорта, обусловленная как внешним санкционным давлением, так и административными мерами по стимулированию импортозамещения, в частности, увеличению утилизационного сбора на автомобили); 3) продолжение операций по продаже иностранной валюты Банком России в интересах Минфина<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> В октябре-декабре 2025 г. по экспорту и импорту приведены оценки ЦМАКП.

<sup>2</sup> 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.

## Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



По состоянию на середину декабря 2025 г., уровень *реальной процентной ставки* (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) составил 9.9% годовых. Совет директоров Банка России 19 декабря 2025 г. принял решение снизить ключевую ставку до уровня 16% годовых на фоне, с одной стороны, сохранения жестких денежно-кредитных условий, с другой стороны – роста инфляционных ожиданий населения и сохранения высокой кредитной активности. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 13 февраля 2026 г.

<sup>1</sup> Реальная ставка - разница между ключевой и инфляцией

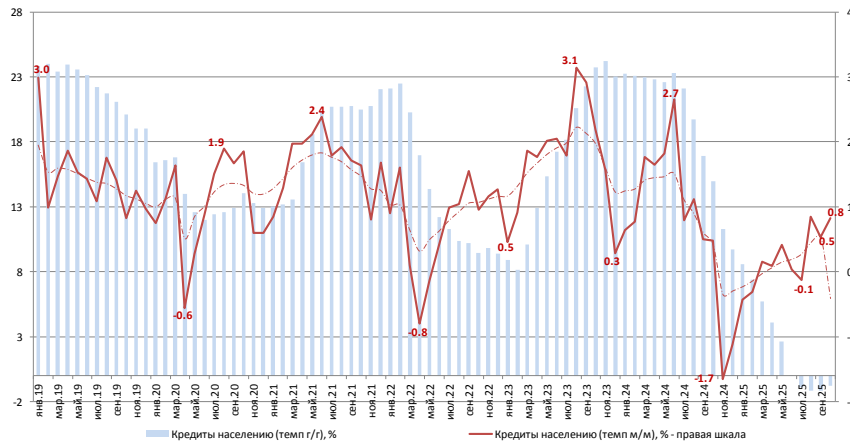
## Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Бразилия	15.0	4.5	10.5
<b>Россия</b>	<b>16.0</b>	<b>6.1</b>	<b>9.9</b>
Индия	5.3	0.7	4.5
Китай	3.0	0.7	2.3
США	3.75	2.7	1.1
Великобритания	3.75	3.2	0.6
Австралия	3.6	3.4	0.2
Канада	2.25	2.2	0.05
ЕС	2.15	2.1	0.05
Швейцария	0.0	0.0	0.0
Япония	0.75	3	-2.3

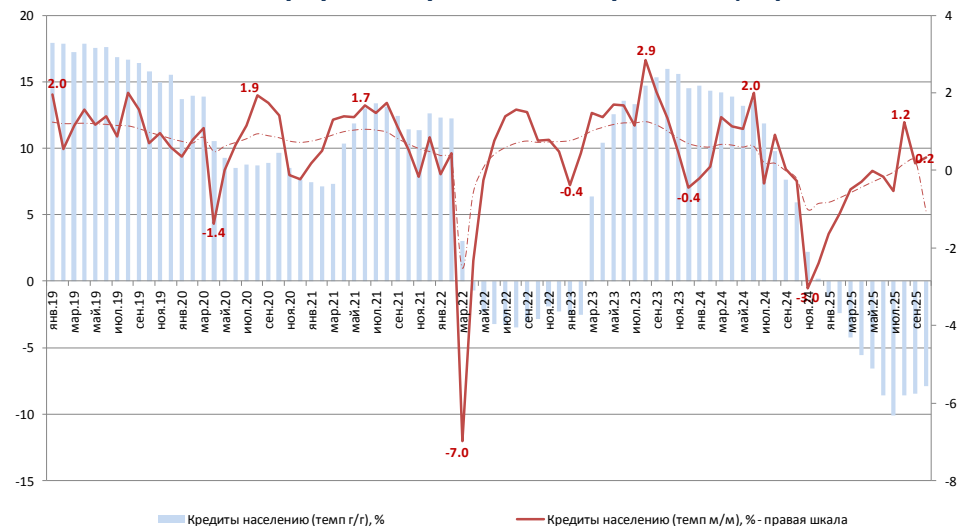
В ноябре-декабре *уровень реальных процентных ставок* вырос в России, Бразилии, США, Великобритании, Канаде и Швейцарии вследствие замедления темпов инфляции в этих странах. Аналогичный показатель в Китае, Индии и Австралии уменьшился из-за ускорения темпов роста потребительских цен. *Уровень реальной процентной ставки в России* продолжает кратно превосходить показатели крупнейших стран БРИКС, за исключением Бразилии.

# Кредитование населения

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



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

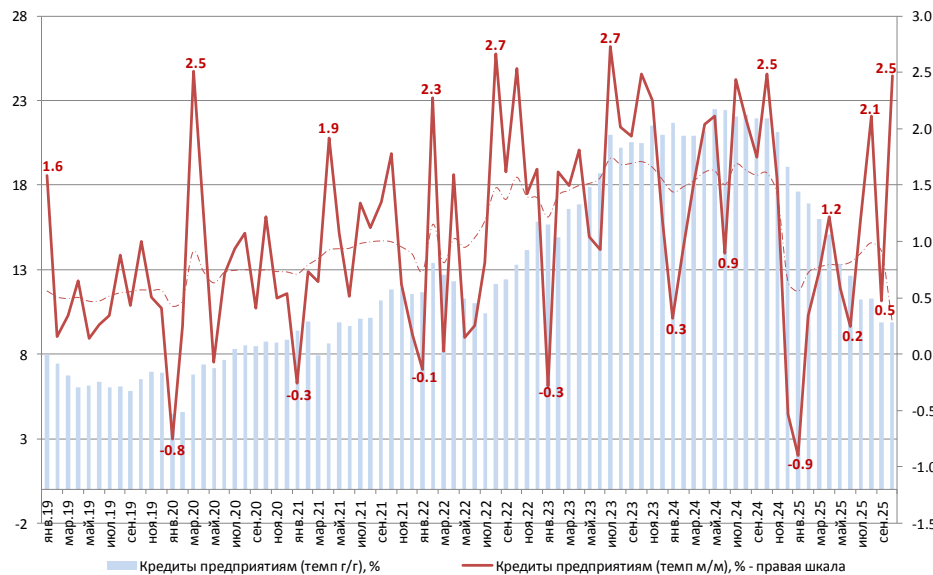


В октябре темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +0.8%, что на 0.3 проц. п. выше, чем месяцем ранее.

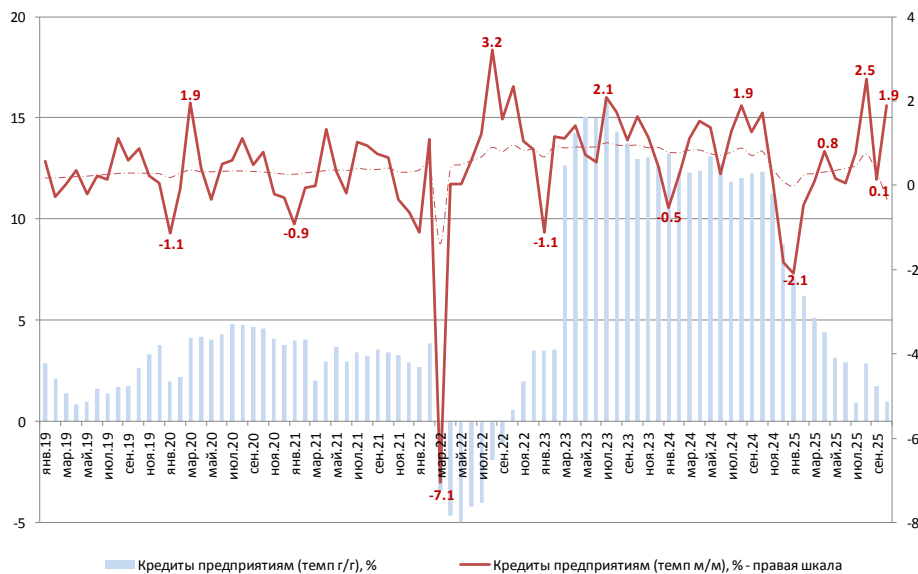
Потребительское кредитование в октябре сократилось на 0.4%, как и в сентябре, вследствие снижения выдач новых кредитов в сегменте кредитов наличными. Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в октябре был умеренным (+1.2%), как и в сентябре (+0.8%).

# Кредитование предприятий

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



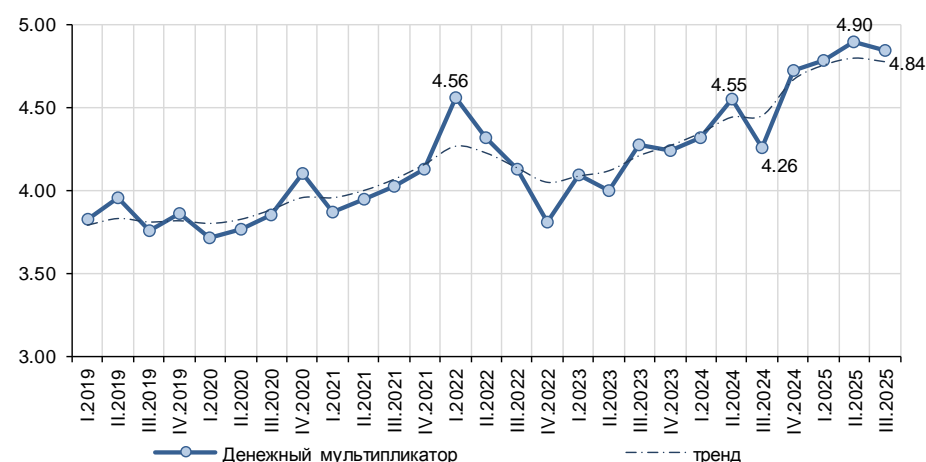
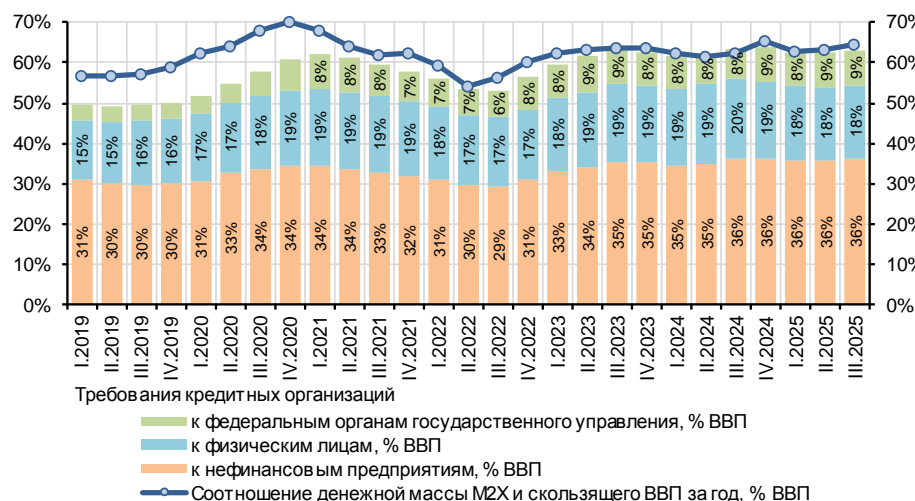
Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Активность в сегменте *корпоративного кредитования* стабилизировалась. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в октябре составил 9.8%, что всего на 0.1 проц. п. ниже сентябрьского значения.

В октябре корпоративный кредитный портфель увеличился на 2 трлн. руб. (+2.5% с элиминированием влияния валютной переоценки). Это объясняется фактором сезонности: в преддверии новогодних праздников компании наращивают запасы, готовясь к скачку потребительского спроса, а также испытывают потребность в оборотных средствах в ожидании получения оплаты по государственным контрактам.

# Монетизация и денежный мультипликатор<sup>1,2</sup>



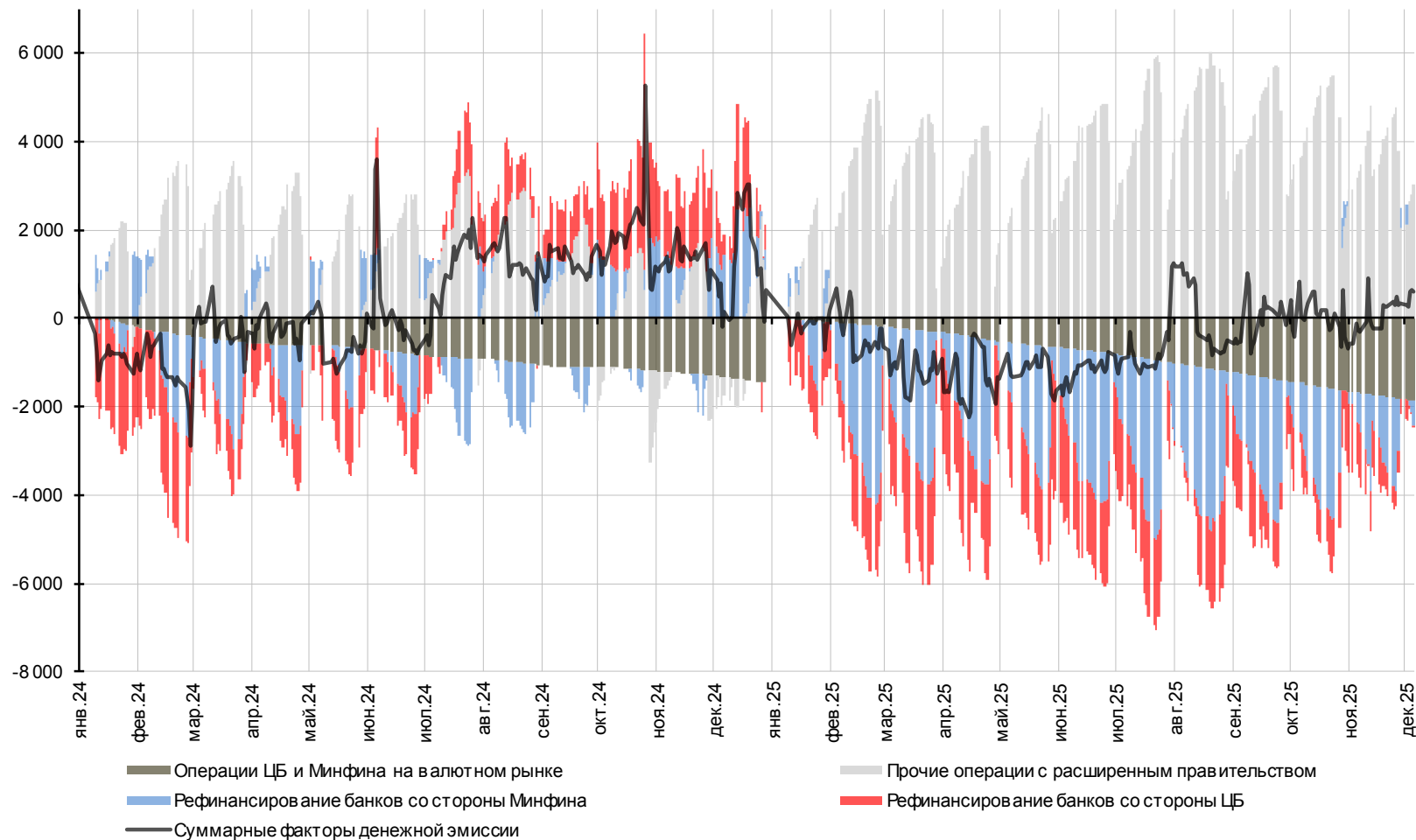
Рост *денежной массы* (в широком определении) с исключенной валютной переоценкой заметно ускорился в III кв. 2025 г. (+3.1%) после начавшегося во II кв. восстановления (+1.3%). В годовом выражении динамика денежной массы стала несколько обгонять рост номинального ВВП. Таким образом возобновился рост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

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

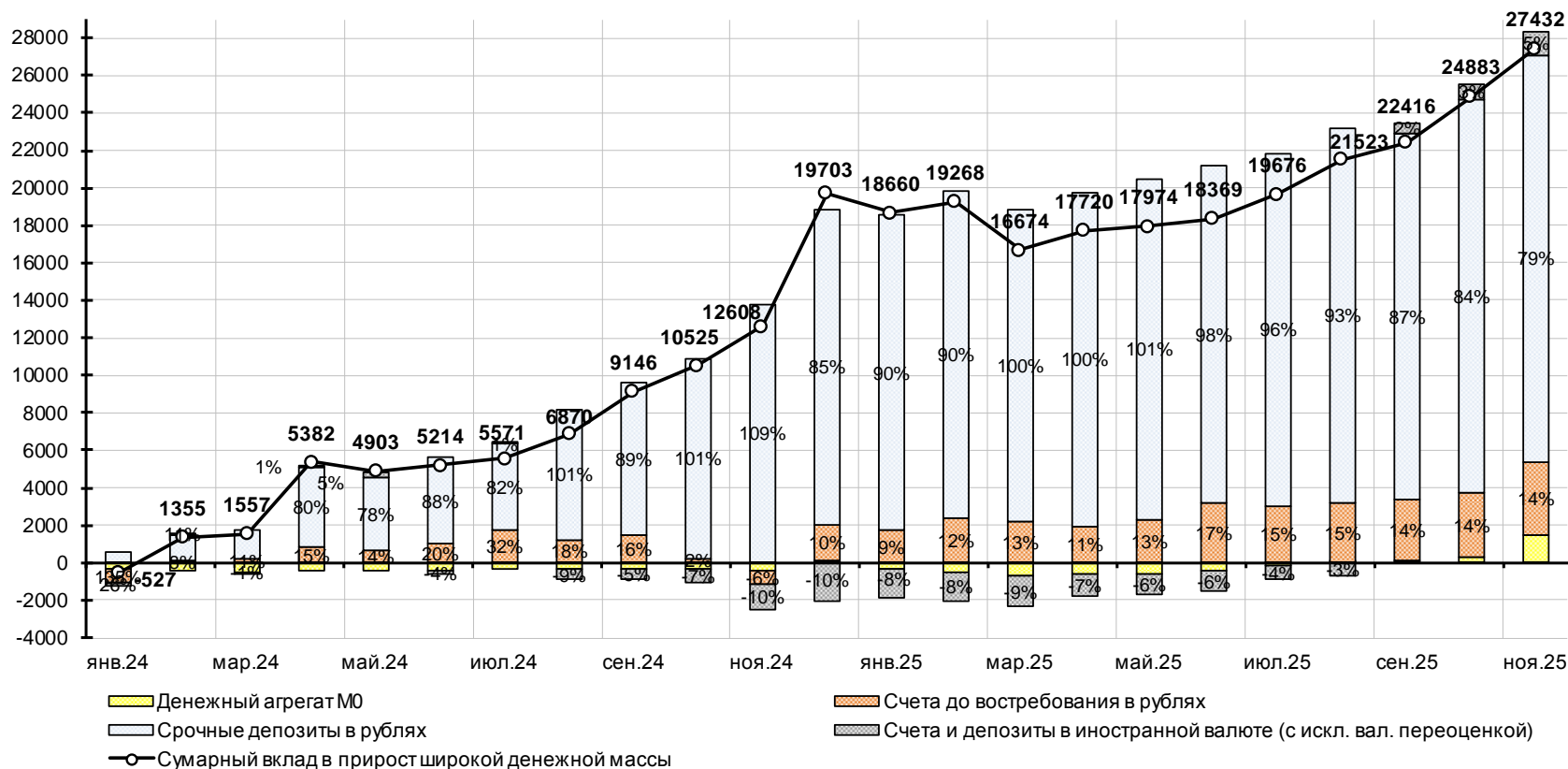
<sup>2</sup> ВВП за III кв. 2025 г. – оценка ЦМАКП

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



В течение ноября 2025 г., как и ранее, наблюдалось наращивание интенсивности *поступлений ликвидности в экономику* по каналу чистых расходов бюджета. Однако, учитывая наращивание внутреннего госдолга (начиная с октября), влияние операций с расширенным правительством на приток ликвидности в банковский сектор снижалось. На фоне этого, соответственно, снижалась и необходимость стерилизации (абсорбирования ликвидности) денежного предложения. Учитывая сохранение интенсивности оттока ликвидности в результате операций по продаже валюты Банком России в интересах Минфина, прочие зеркальные (поступлению бюджетных средств) операции Минфина на рынке финансовых активов (РЕПО и депозиты) сокращали свою интенсивность. В результате совокупный баланс факторов денежной эмиссии (за исключением фактора наличных денег) остается в околонулевой зоне, обуславливая стагнацию денежной базы.

# Факторы роста широкой денежной массы<sup>1</sup> (млрд руб., накопленным итогом с начала 2024 года)



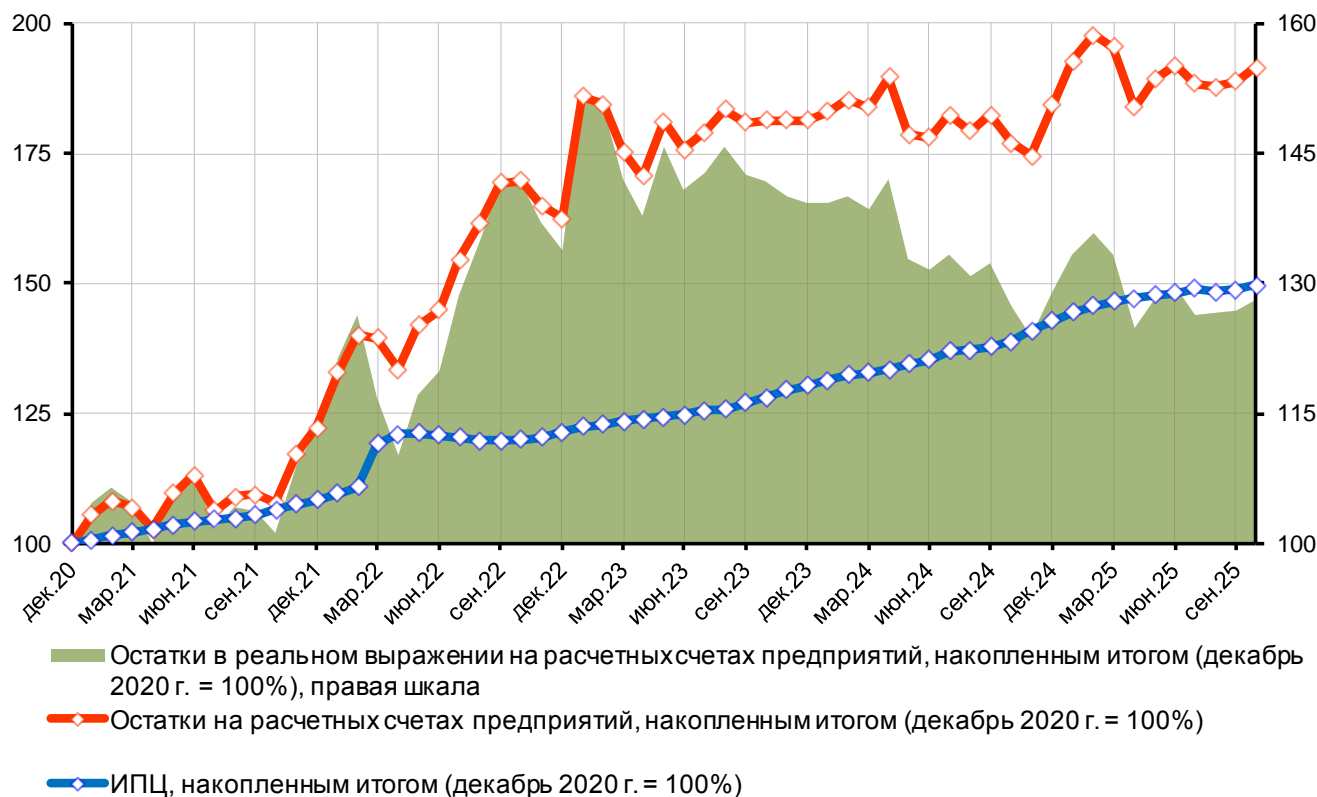
В октябре-ноябре 2025 г. наблюдалось ускорение роста *широкой денежной массы* (M2X) с исключенной валютной переоценкой. Основными драйверами этого роста выступали рублевые счета предприятий: срочные депозиты предприятий выросли на 1.7 трлн руб., а счета до востребования – на 1.0 трлн руб. По счетам населения октябрьский прирост на 0.7 трлн руб. был почти полностью перекрыт снижением в ноябре на 0.5 трлн руб. В ноябре, согласно оперативным оценкам Банка России, темп прироста в годовом выражении M2X с исключенной валютной переоценкой составил 11.9%.

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



# Ликвидность хозяйственного оборота

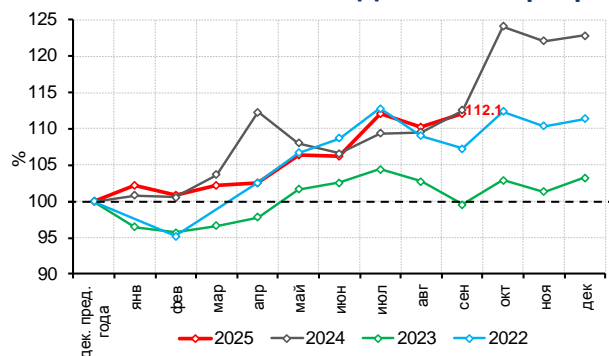
Динамика остатков средств на расчетных счетах предприятий<sup>1</sup>, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%



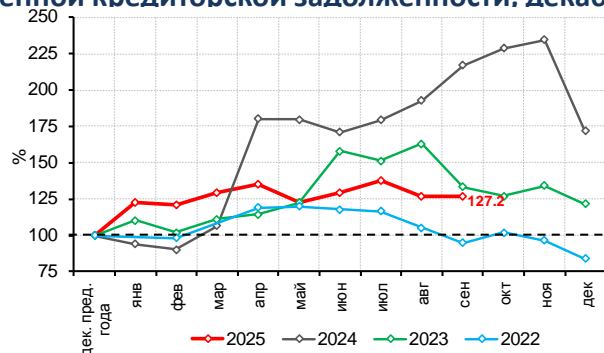
Объем рублевых средств на *расчетных счетах предприятий* (нефинансовых организаций) остается на устойчиво высоком уровне по сравнению со второй половиной 2024 г., но еще немного ниже своих пиковых значений, достигнутых в начале 2025 г. Рост остатков средств на счетах в октябре не дает оснований полагать о возможном улучшении ситуации с платежами, что, в свою очередь, может вести к обострению ситуации с *ликвидностью хозяйственного оборота*. В октябре, после предыдущих нескольких месяцев стагнации, объем средств на расчетных счетах предприятий заметно вырос – на 216 млрд руб., в то же время объем средств на депозитах увеличился гораздо значительно – на 800 млрд руб. Предприятия, видимо, 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.

# Проблема неплатежей

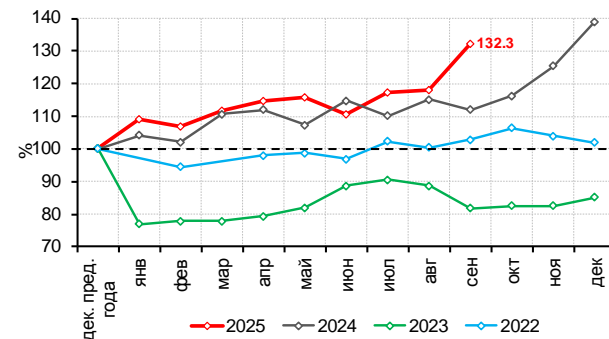
Динамика просроченной кредиторской задолженности, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обрабатывающие производства без нефтепереработки<sup>1</sup>

В целом по экономике сохраняется негативная тенденция динамики уровня *просроченной кредиторской задолженности*, хотя о значимом обострении ситуации с неплатежами говорить еще рано. С начала года объем просроченной кредиторской задолженности растет на 12.1% – с тем же темпом, что и в предыдущем году.

В *добывающем секторе экономики* объем просроченной кредиторской задолженности пока сохраняется на прежнем уровне – с начала 2025 г. накопленный темп роста составляет около 27%. В отрасли добычи угля просроченная задолженность пока не растет, правда, ее объем в два раза превышает уровень на начало 2025 г. (208 млрд руб. против 100 млрд руб. соответственно). В другой отрасли этого сектора – добыча сырой нефти и природного газа – объем просроченной задолженности пока остается на уровне начала года около 265 млрд руб. Однако такой объем заметно ниже, чем был во втором полугодии 2024 г. – в среднем 350 млрд руб.

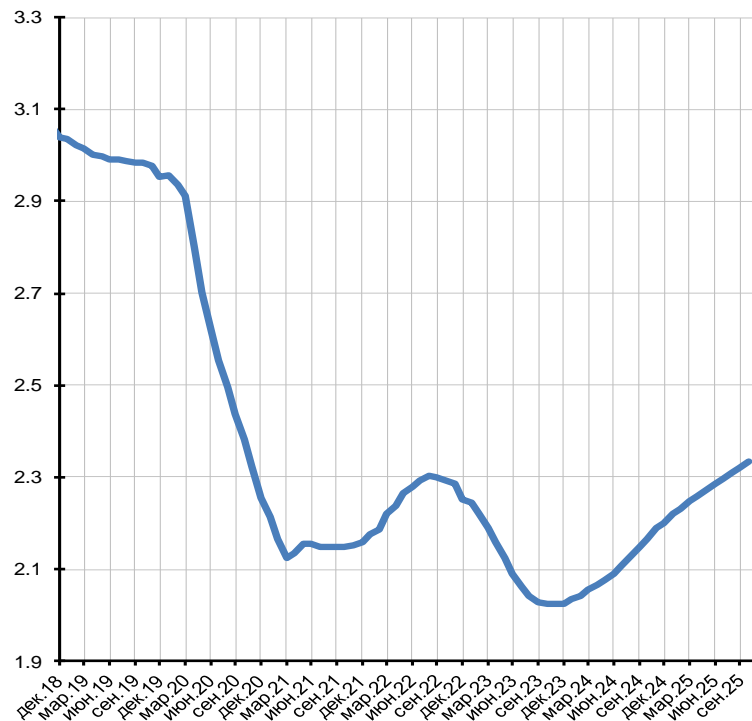
В *обрабатывающем секторе экономики* (за исключением нефтепереработки) ситуация с неплатежами резко ухудшилась – объем просроченной кредиторской задолженности с начала 2025 г. растет уже на 32%, что существенно выше соответствующего темпа в прошлом, неблагоприятном с точки зрения динамики просроченной задолженности, году. Драйвером ухудшения стала отрасль «Производство прочих транспортных средств и оборудования» (желдормаш, судо- и авиастроение) – прирост задолженности за один месяц составил почти 200 млрд руб. или 63% в относительном выражении. Без учета этой отрасли и нефтепереработки в целом в обрабатывающем секторе объем просроченной задолженности даже немного уменьшился. Стоит отметить, что и в 2024 г. ускорение просроченной задолженности в последние два месяца была вызвано в основном негативной динамикой в производстве прочих транспортных средств и отчасти в металлургии.

На начало октября *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%.

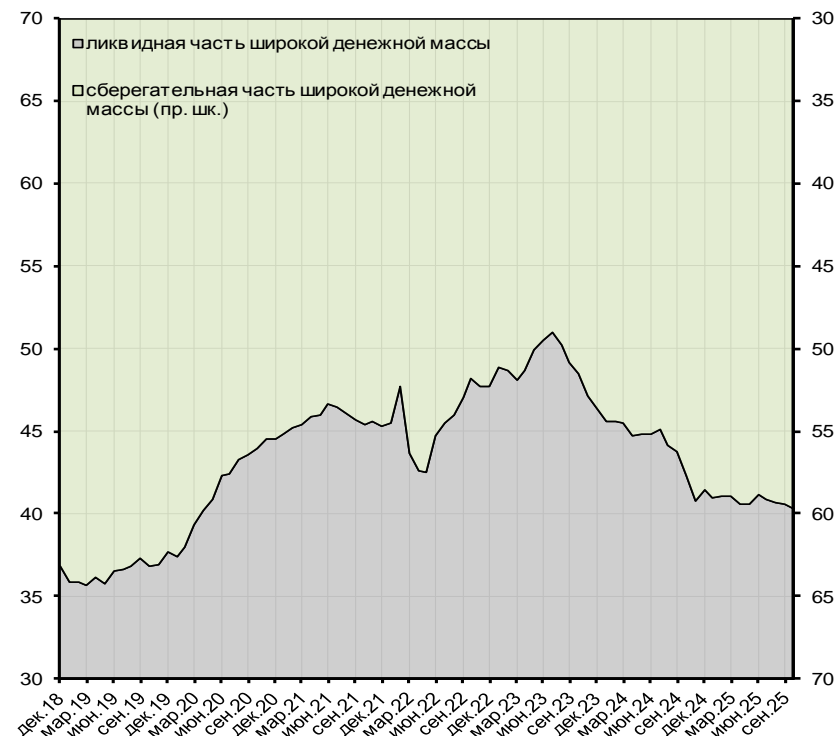
<sup>1</sup> Отрасль нефтепереработки представлена компаниями, входящими, в основном, в крупные вертикально-интегрированные холдинги. Возникающая их кредиторская задолженность, скорее всего, относится к внутрихолдинговым операциям. Учитывая также высокую долю в просроченной кредиторской задолженности, 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 год<sup>1</sup> (раз в год)



Доля сберегательной и ликвидной части широкой денежной массы<sup>2</sup> (в %)



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

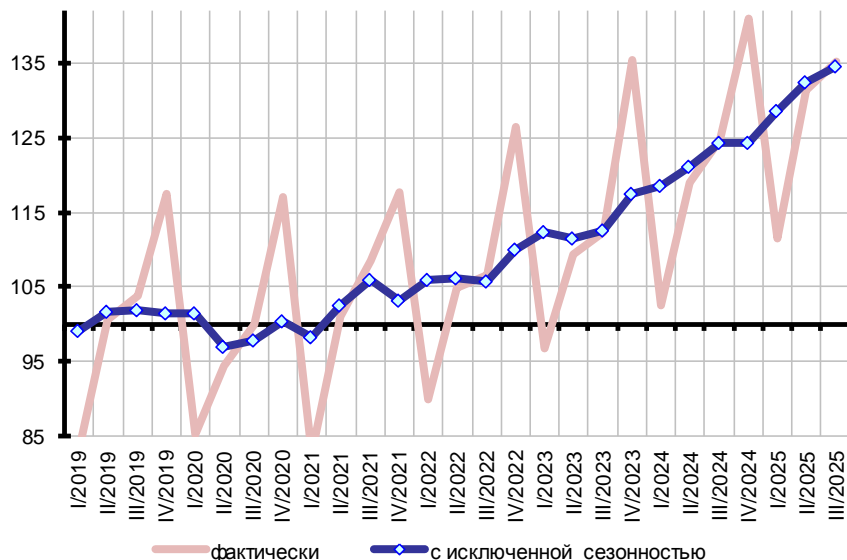
<sup>2</sup> Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки

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 ноября 2025 г. уже превысил предшествующий локальный максимум второго полугодия 2022 г.

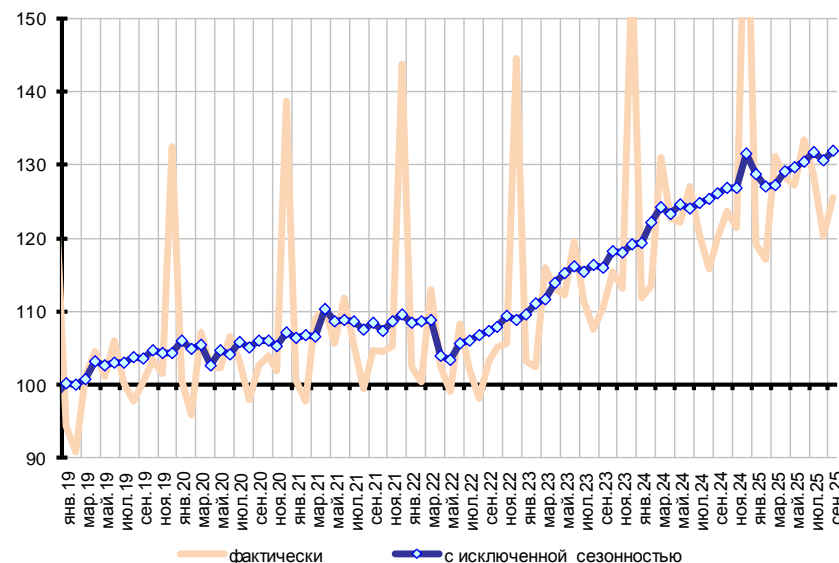
С другой стороны, несмотря на снизившиеся ставки по депозитам, доля ликвидной части широкой денежной массы не увеличивается (даже медленно снижается), оставаясь на исторически невысоком уровне.

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

## Реальные располагаемые доходы населения<sup>2</sup>



## Реальная начисленная заработная плата

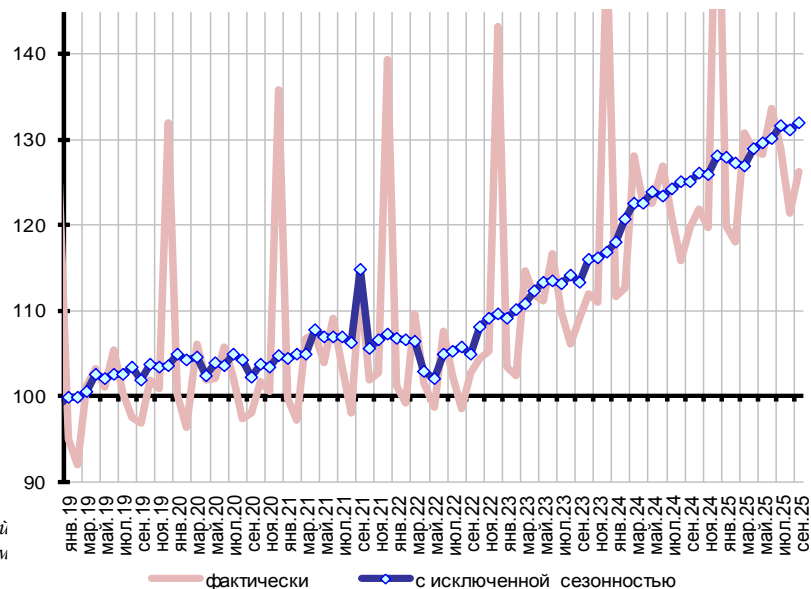


В сентябре *реальная заработная плата* слегка подскочила, по крайней мере, компенсировав предшествующее локальное падение (II кв.: +0.8% в среднем за месяц, III кв.: +0.3%, в том числе в сентябре: +0.9%, сезонность устранена). В краткосрочной перспективе прирост реальной зарплаты, вероятно, возобновится — в более длительной есть очевидные ограничения со стороны финансового положения компаний и государства.

Динамика *основных реальных денежных доходов населения* скорее, растёт вслед за реальной заработной платой (II кв.: +0.8% в среднем за месяц, июль: +1.1%, август: - 0.4%, сентябрь: +0.6%, сезонность устранена); здесь оснований утверждать о стабилизации нет.

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

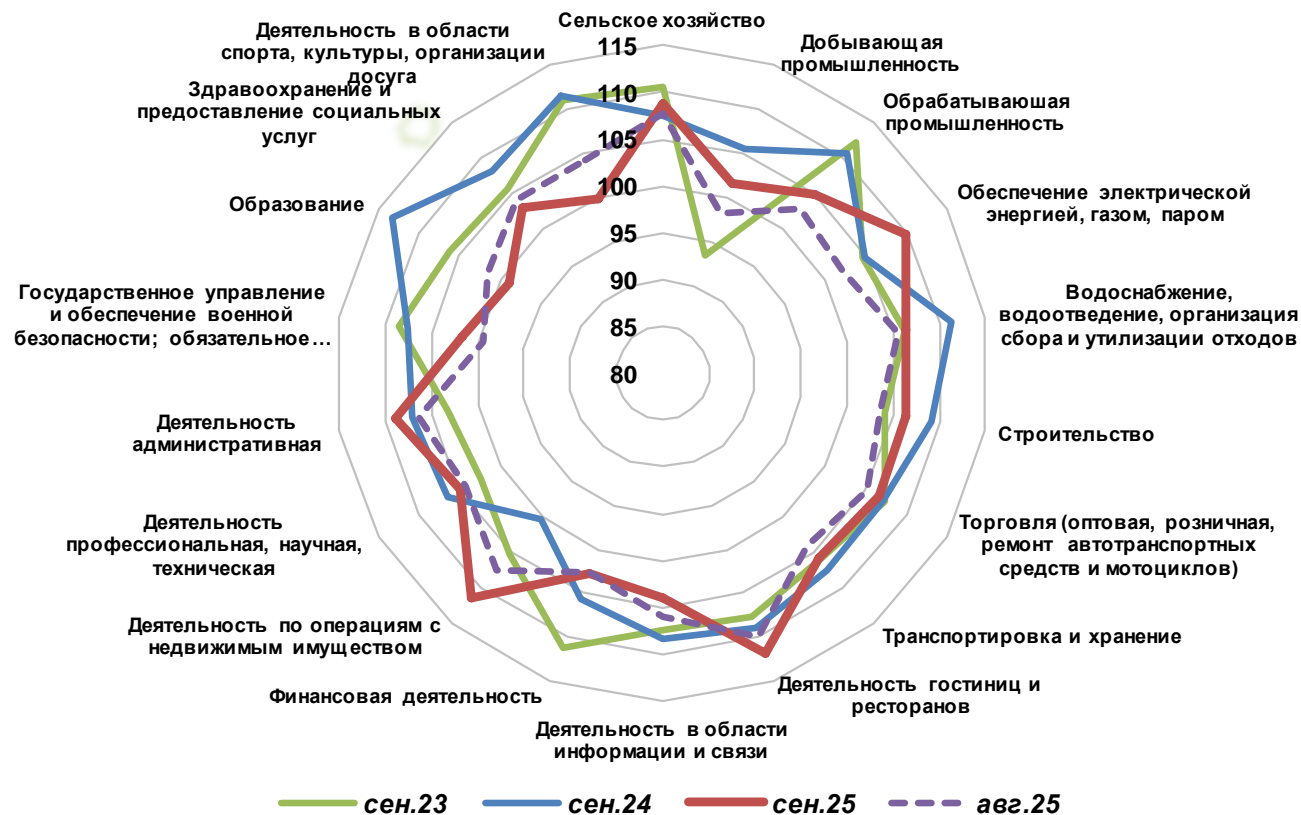
## Агрегат основных реальных денежных доходов<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 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

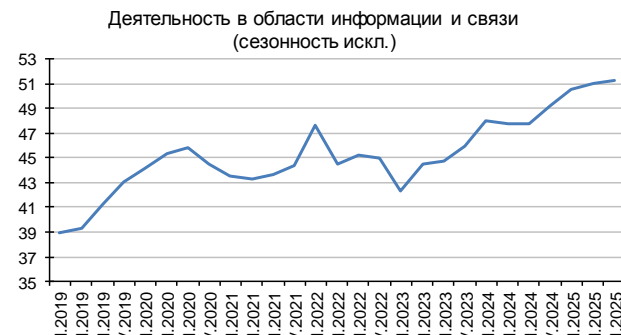
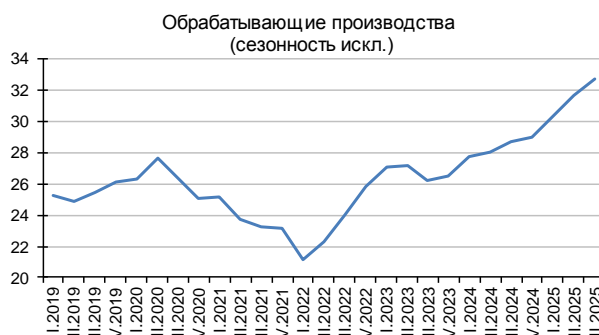
<sup>2</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



По состоянию на сентябрь в *отраслевой структуре роста реальной заработной платы* ситуация стала крайне замысловатой – довольно заметные скачки в сельском хозяйстве (премии в связи с уборочной?), электроэнергетике, административной деятельности, операциях с недвижимостью и т.д. В то же время, в ряде отраслей и секторов – и тоже не вполне очевидном наборе: добыче полезных ископаемых, транспорте, финансах, науке и образовании – прироста в реальном выражении по отношению к прошлому году нет.

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



	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	III.2025
<b>Всего по обследуемым видам экономической деятельности</b>	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	25.4
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	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	10.8
Добыча полезных ископаемых	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	11.7
Обрабатывающие производства	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	31.5
Строительство	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	30.3
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	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	24.0
Транспортировка и хранение	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	30.4
Деятельность в области информации и связи	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	45.2

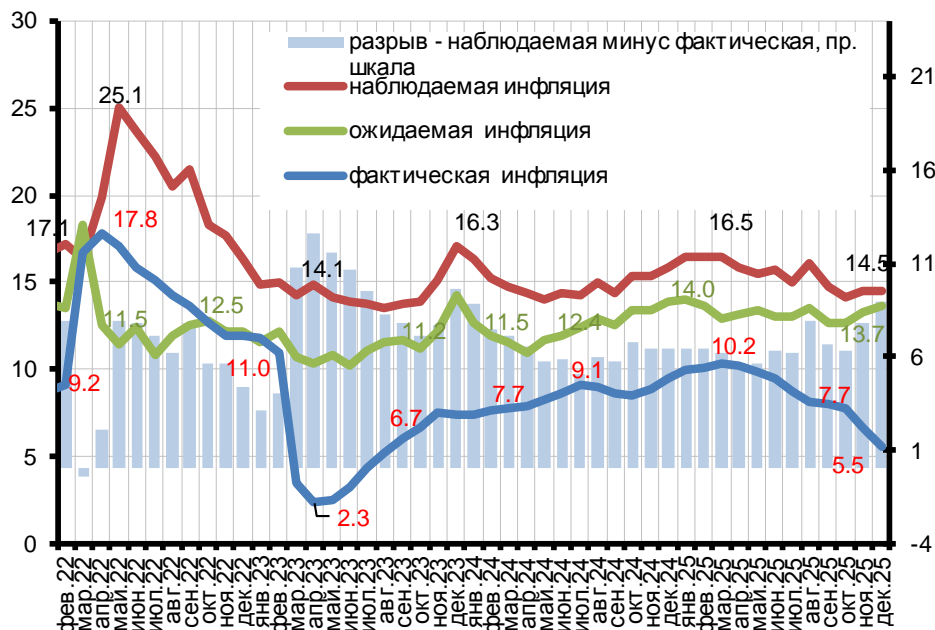
Давление *оплаты труда на добавленную стоимость* по состоянию на III кв. интенсивно растет – причем с почти постоянной динамикой (сезонность устранена).

Спектр отраслей, в которых доля ФОТ в добавленной стоимости превышает 20%, по-прежнему очень широк, его небольшое снижение имеет чисто сезонный характер.

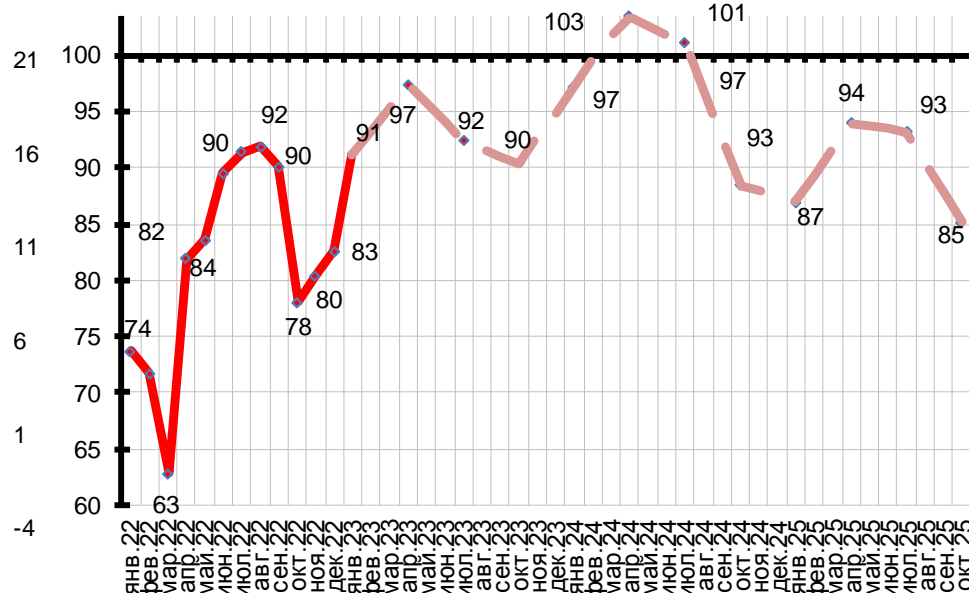
Данные, представленные на графиках, - с исключением сезонного фактора. Данные, представленные в таблице, - исходные, без исключения сезонности.

# Оценки макроэкономических показателей населением

## Инфляционные ожидания (годовых, в %) <sup>1</sup>



## Индекс уровня жизни (пункты) <sup>1, 2</sup>



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

- инфляционные ожидания и наблюдаемая инфляция неожиданно возросли (на фоне укрепления рубля!), причём на фоне довольно интенсивного снижения фактической инфляции. Соответственно, разрыв наблюдаемой и фактической инфляции снова резко возрос. Отчасти, причина, видимо, в сохраняющемся довольно высоком уровне «продовольственной инфляции», к которой особенно чувствительно население;
- 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.

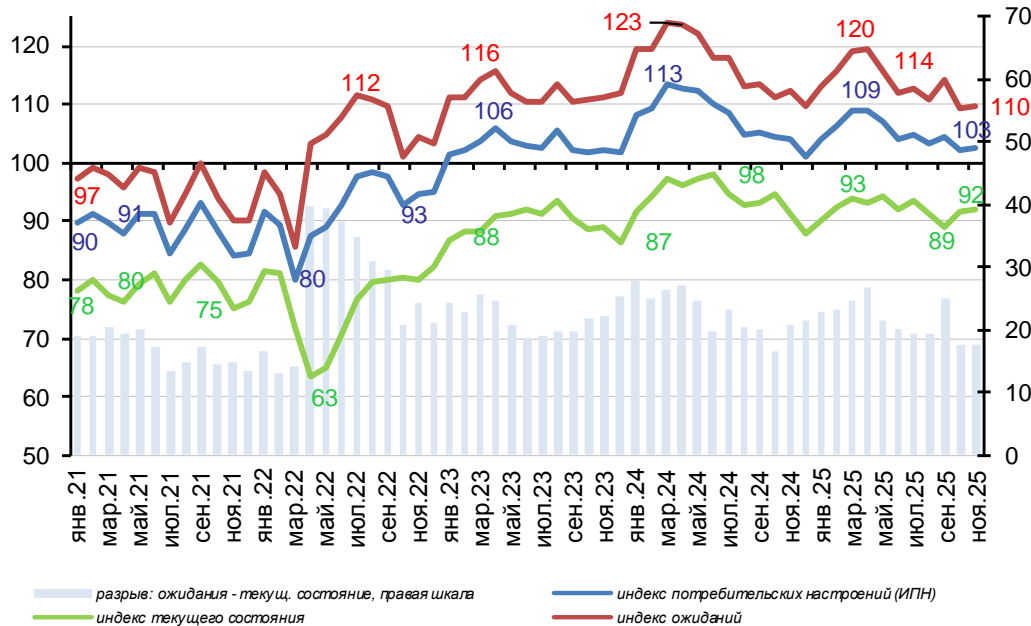
<sup>1</sup> Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Вопрос об уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

<sup>2</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

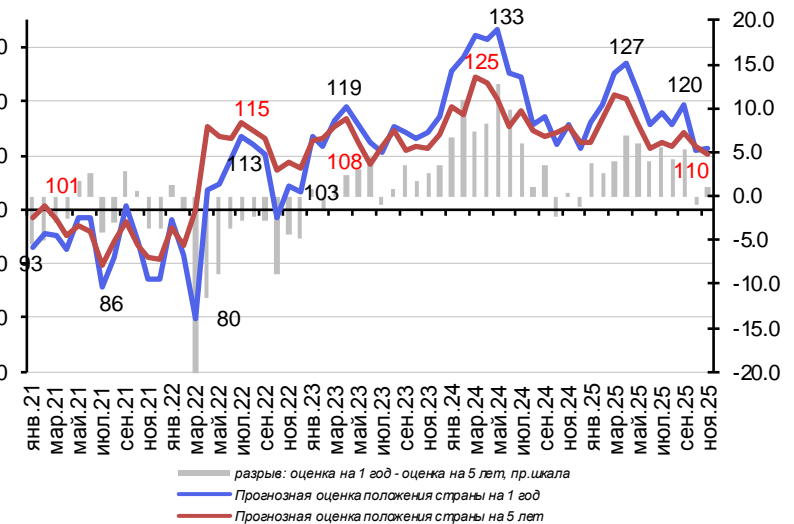


# Потребительские настроения населения

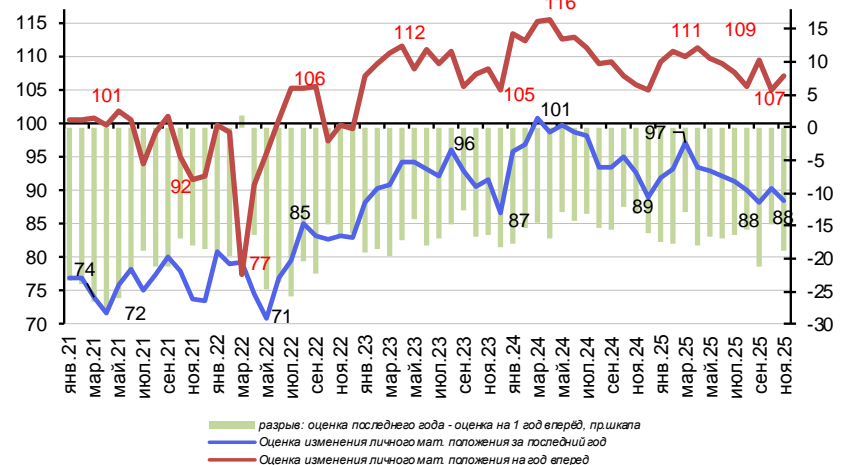
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса<sup>1</sup>  
(пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)



В части *потребительских настроений населения* в ноябре сохраняются ранее сформировавшиеся тренды:

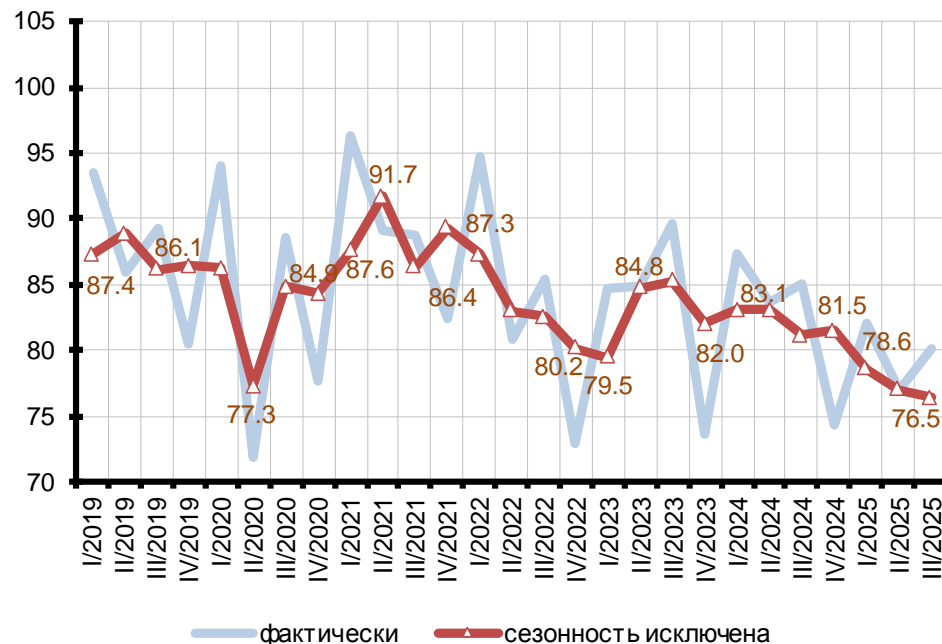
- медленно растёт индекс текущего состояния (оставаясь в зоне негативных оценок);
- при этом, индекс ожиданий стабилизировался после предшествующего снижения;
- разрыв между ожиданиями и фактическим состоянием закрепился на исторически невысоком уровне.

<sup>1</sup> Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО "инФОМ" и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе

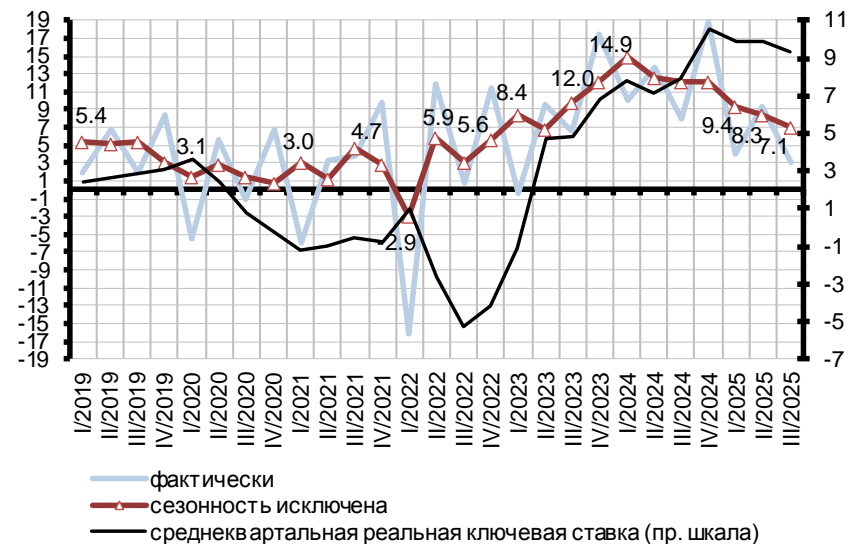


# Норма потребления и норма сбережений населения

Норма потребления (% к располагаемым доходам) <sup>1, 3</sup>



Норма сбережения во вкладах (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка <sup>2, 3</sup>



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.

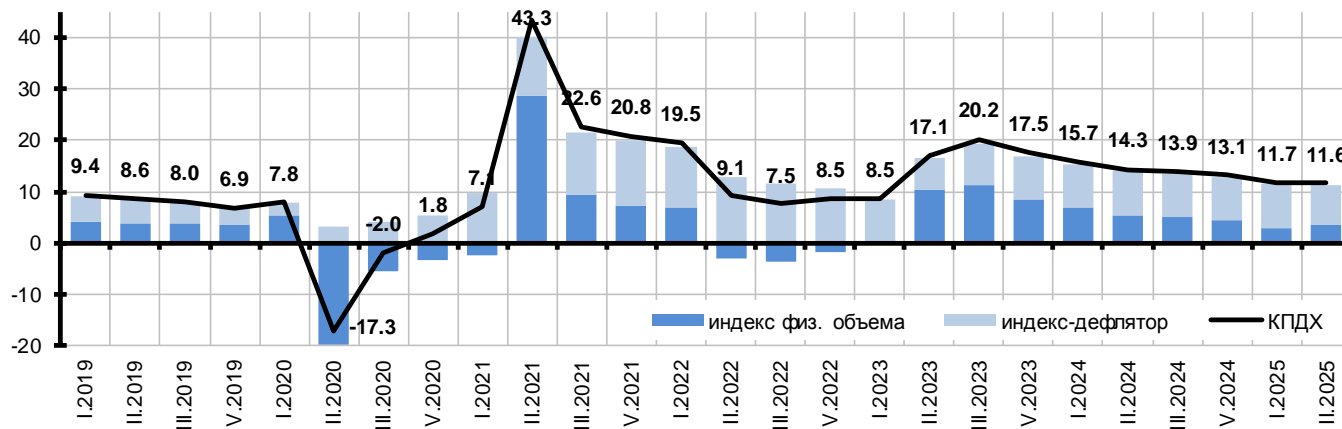
<sup>1</sup> Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2024 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2023-2024 гг. – предварительные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

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

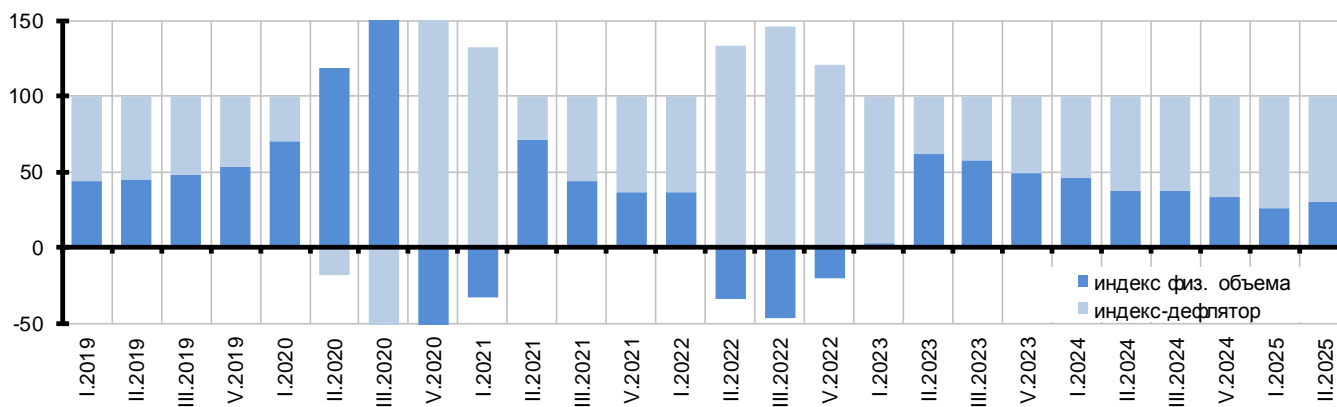
<sup>3</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Динамика конечного потребления домашних хозяйств в текущих ценах, индекса физического объема и индекса-дефлятора<sup>1</sup>

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)

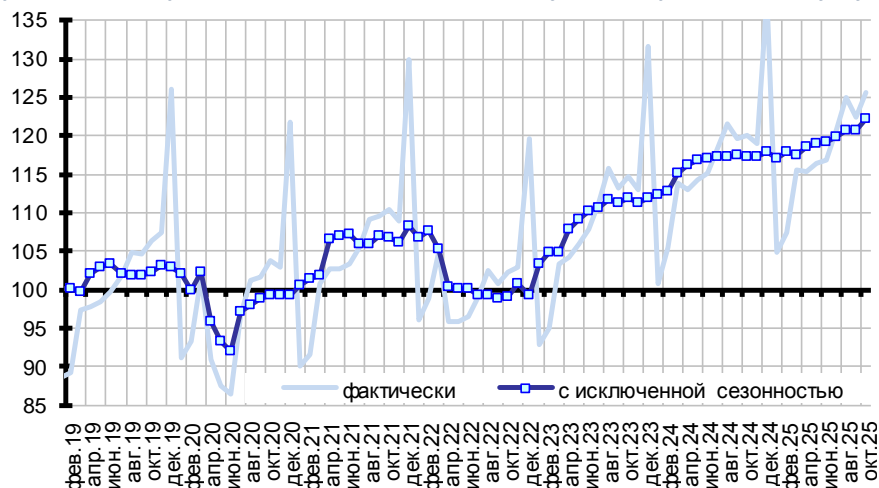


Во II кв. в потребительской сфере соотношение *прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств* перестало ухудшаться, правда, соотношение это стабилизировалось на неблагоприятном уровне. Основная часть прироста спроса «уходит в цены», однако доля в этом приросте расширения физического объема продаж перестала снижаться, и даже чуть повысилась.

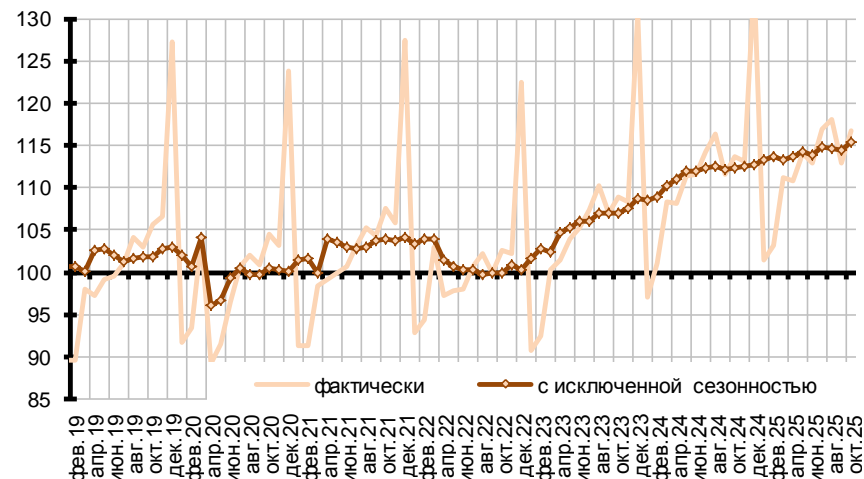
<sup>1</sup>Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

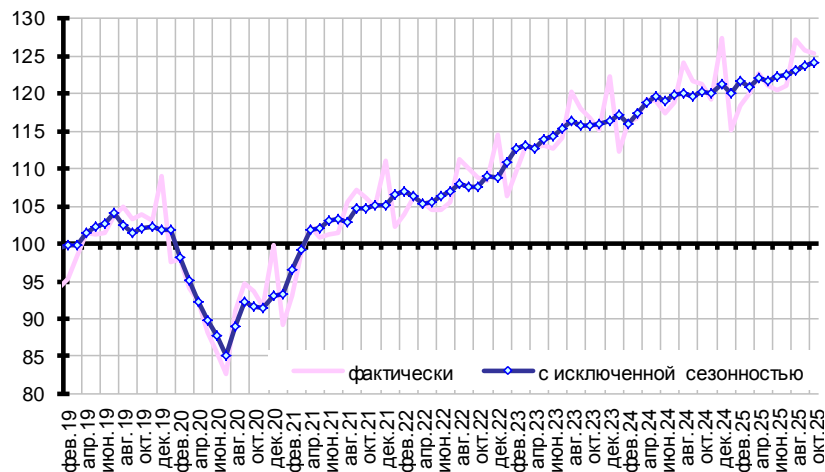
## Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



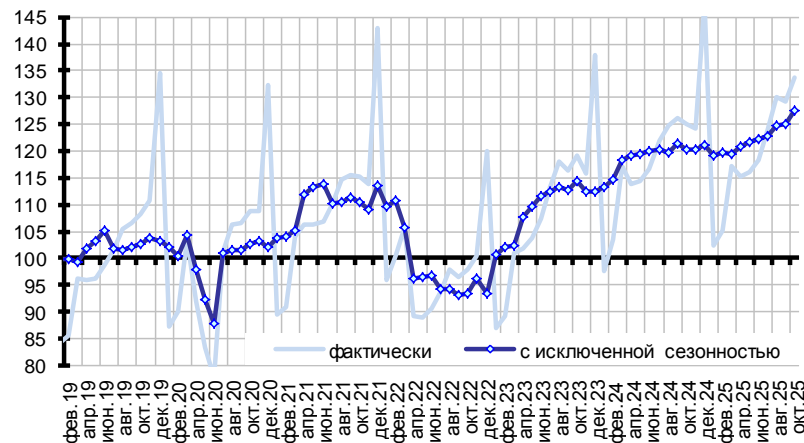
## Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



## Платные услуги населению



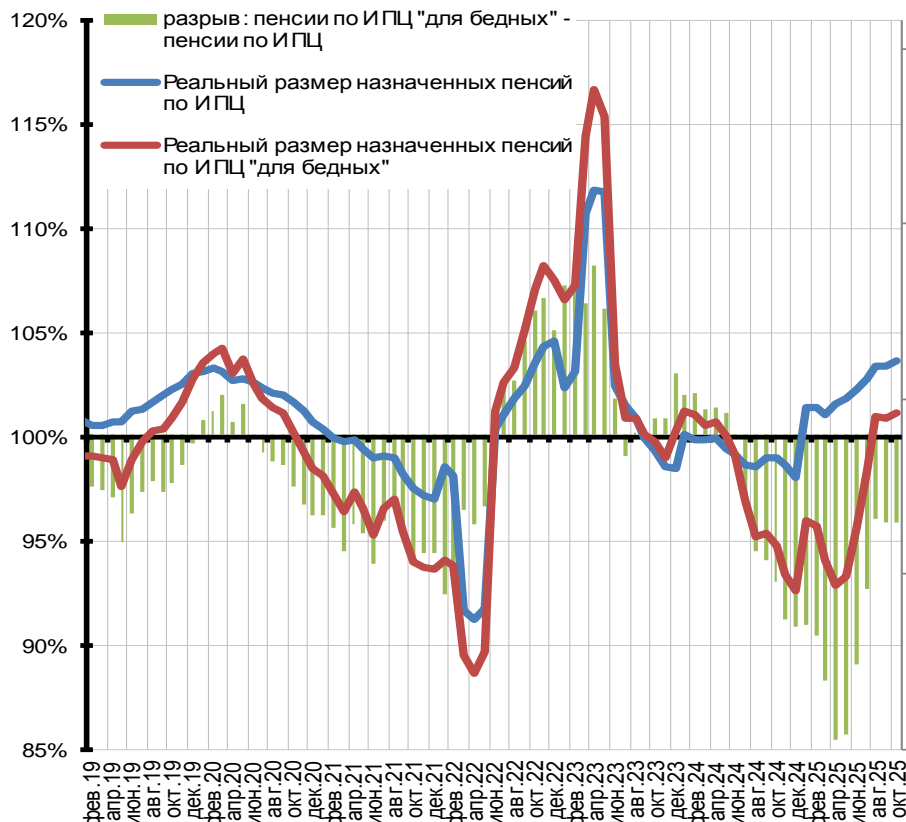
## Оборот непродовольственными товарами



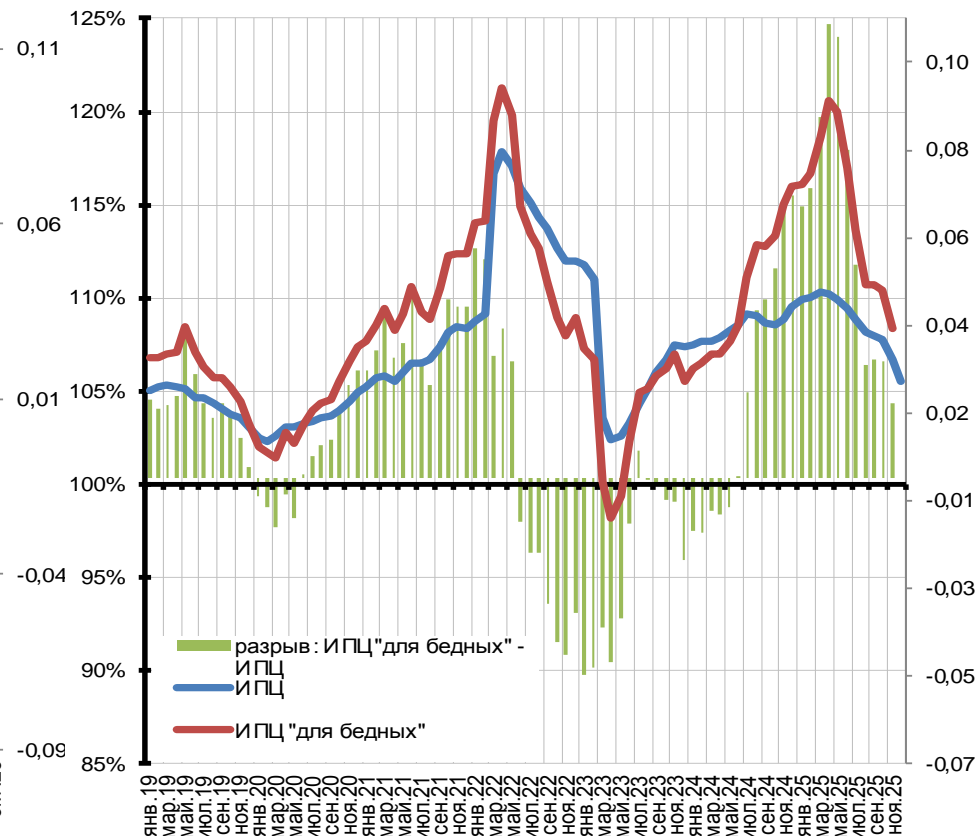
Потребление населения по состоянию на октябрь, формально, резко подскочило (II кв.: +0.5% в среднем за месяц, III кв.: +0.4%, октябрь: +1.3%, сезонность устранена). Практически весь этот скачок связан с потреблением непродовольственных товаров (октябрь: +2.0%, сезонность устранена) и, по всей видимости, с опережающей реакцией населения на ожидаемое повышение НДС и утилизационного сбора на автомобили, с переносом покупок вперед, «пока дешевле». На рынках продовольствия и услуг сохраняется обычный поступательный рост (октябрь: +0.9% и +0.4% соответственно, сезонность устранена)

# Инфляция «по корзине потребления малообеспеченных»<sup>1</sup>

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



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

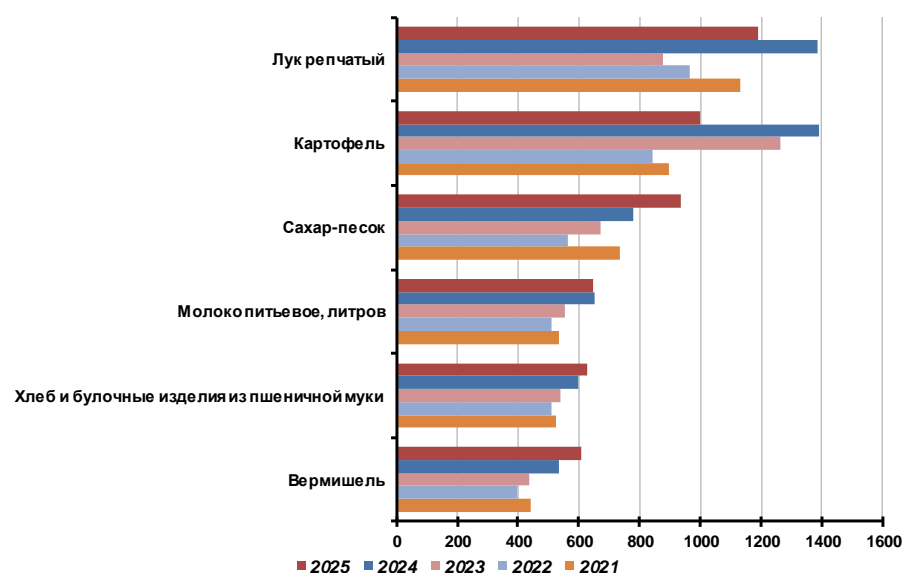


Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции по состоянию на ноябрь продолжает улучшаться: ИПЦ «по корзине потребления малообеспеченного населения» быстро сближаются, хотя и остаётся выше общего уровня инфляции.

В итоге, по данным на октябрь, *реальный размер пенсий* (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, уже три месяца остаётся выше прошлогоднего уровня, хотя и ниже оценки «по ИПЦ», и этот разрыв стабилизировался.

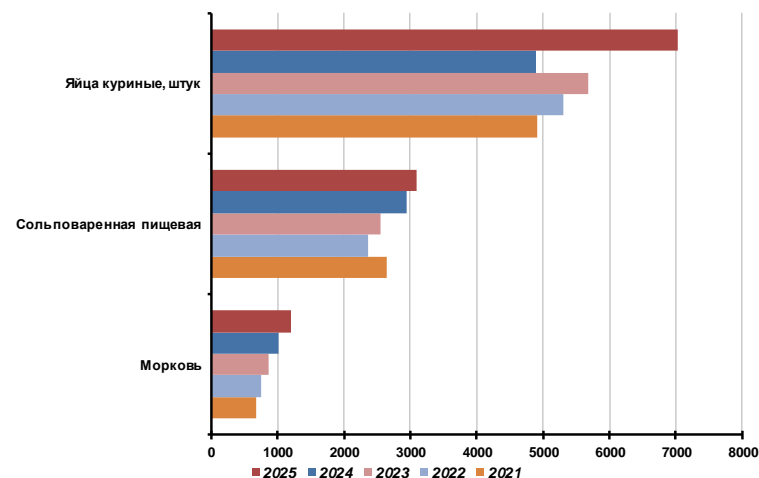
<sup>1</sup> Корзина потребления малообеспеченных - скорректированный индекс, включающий в себя: минимальный набор продуктов питания (без животного масла, алкогольных напитков, «прочих продовольственных товаров»), медикаменты, синтетические моющие средства, услуги ЖКХ (без услуг гостиниц) и транспорта.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

# Покупательная способность среднестатистических денежных доходов населения по основным продуктам питания в янв.-сентябре (кг в месяц)<sup>1</sup>



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 источникам «дешевого белка» – продуктам птицеводства, где в первом полугодии отмечалось удешевление).

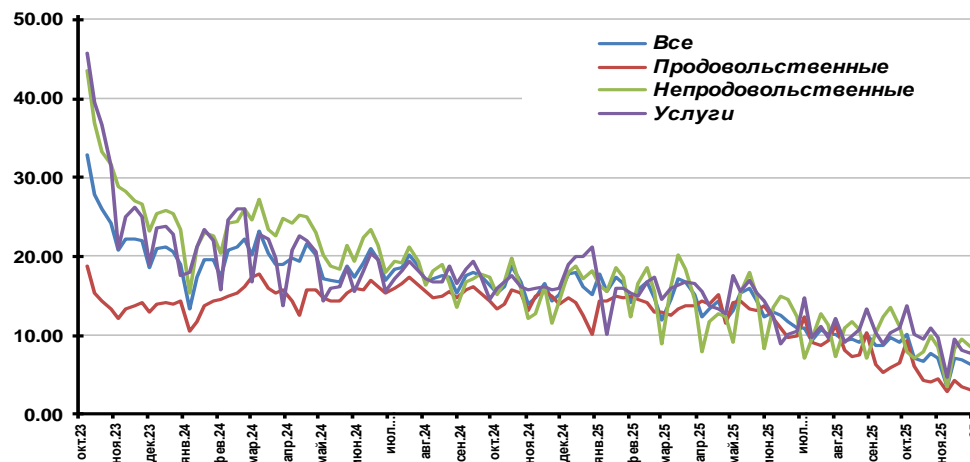
Исключениями остаются товары-лидеры удорожания в конце прошлого и первой половине 2025 г., прежде всего, плодоовощная продукция (лук и картофель).



<sup>1</sup>Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Основные направления потребительских расходов<sup>1,2</sup>

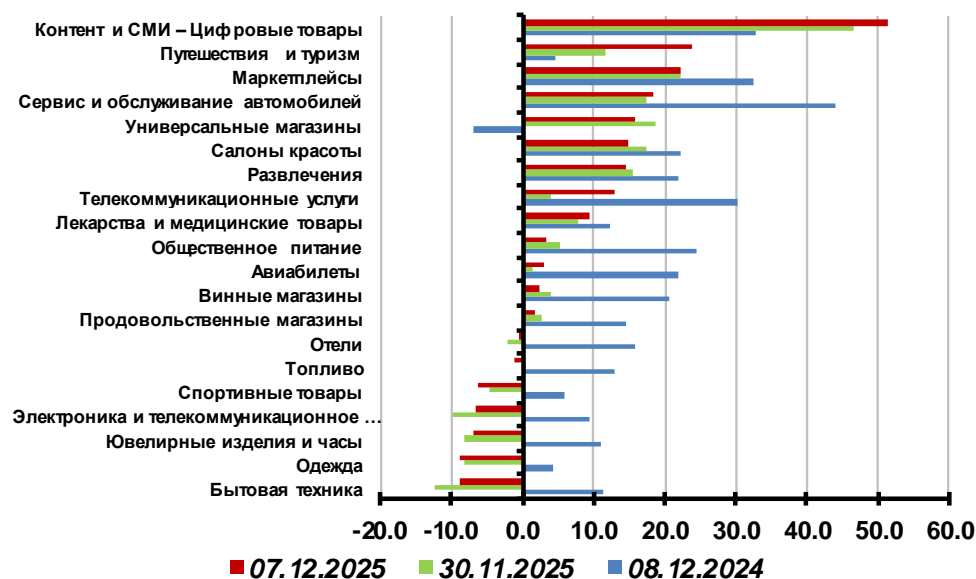
## Изменение расходов физических лиц на товары и услуги (% к соотв. периоду прошлого года)



В части *потребительского поведения* по состоянию на декабрь, можно отметить разнонаправленную динамику: падение расходов на продовольствие – скачок спроса на услуги.

В *структуре потребительских расходов* ситуация резко поменялась по сравнению с прошлым Обзором: выросли продажи цифровых товаров, расходы на туризм, продажи товаров как на маркетплейсах, так и в универмагах. Все это (как и рост продаж в других форматах) – скорее всего, проявление сезонного роста спроса (в случае товаров – усиленное фактором ожидания повышения НДС). В то же время, сохраняется, хотя и замедлилось, снижение продаж электроники (потребкредитование!), снижение продаж «ювелирки» (высокие ставки по депозитам).

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

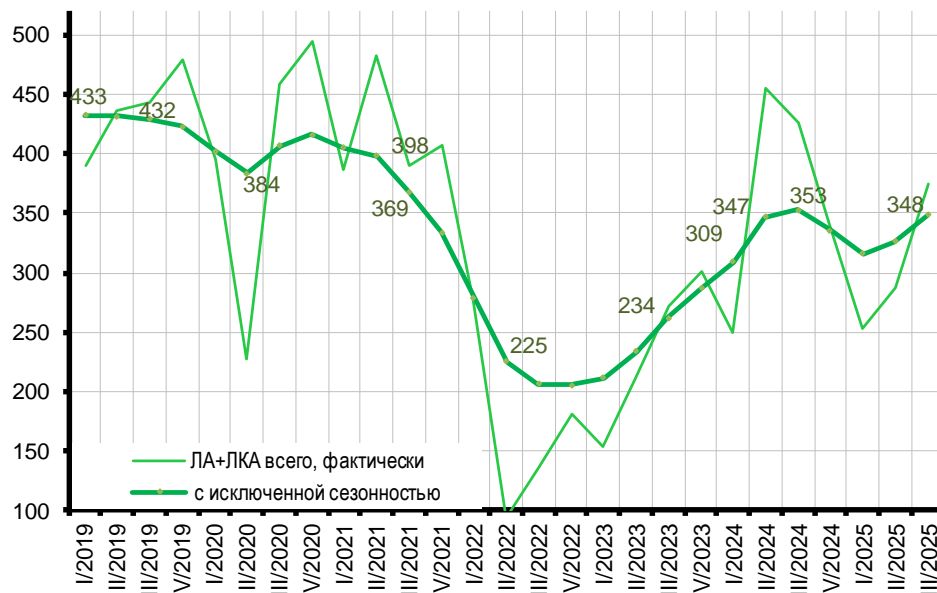


<sup>1</sup> По данным еженедельного исследования Сбера «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

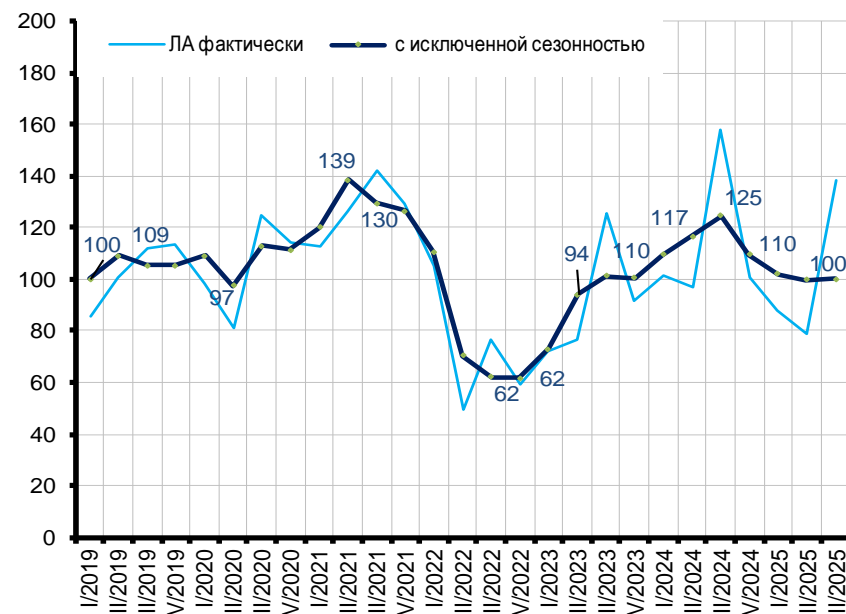
Возможное противоречие с данными Росстата связано с отсутствием снятия сезонности в случае данных Сбера и учётом наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли, а также со спецификой представления данных Сбером за скользящий год. Данные с октября 2023 г. по настоящее время несопоставимы 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<sup>1</sup>

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



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



На рынках легковых автомобилей и ЛКА во II-III кв. 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 (и IV кв., видимо, даст разовый скачок продаж на «эффекте утильсбора и НДС»). 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» (с введением «нового утильсбора» этот сдвиг, вероятно, лишь усилится).

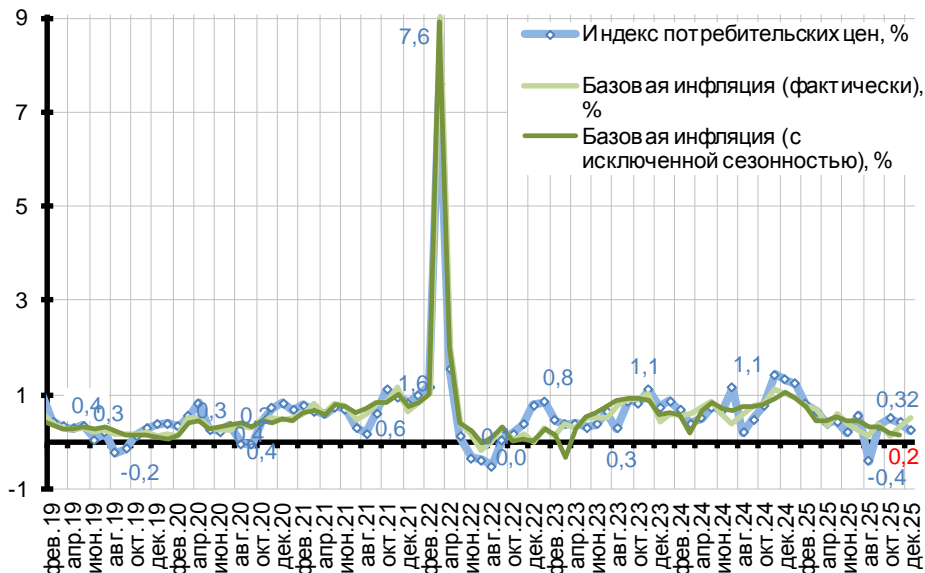
Источник данных: исходные помесячные (по 2023 г.) и поквартальные данные о продаже ЛА и ЛКА опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса. Продажи ЛА в постоянных ценах – Росстат, продажи вне официальных дилерских сетей (т.н. «серый импорт») вместе с данными от автодилеров основаны на методологии АО «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В январе-ноябре 2025 г. объём рынка оценен компанией в 1.19 млн. автомобилей, спад на 17.5% к 2024 г.

<sup>1</sup>Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

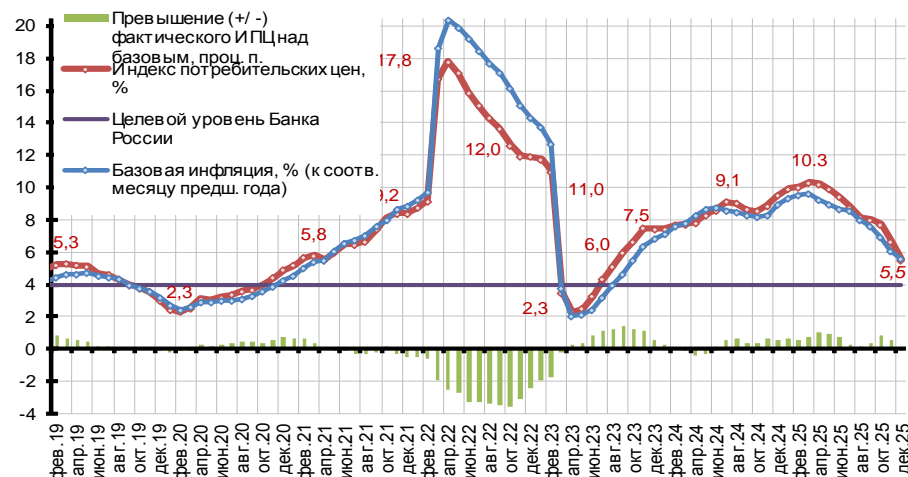


# Инфляция на потребительском рынке

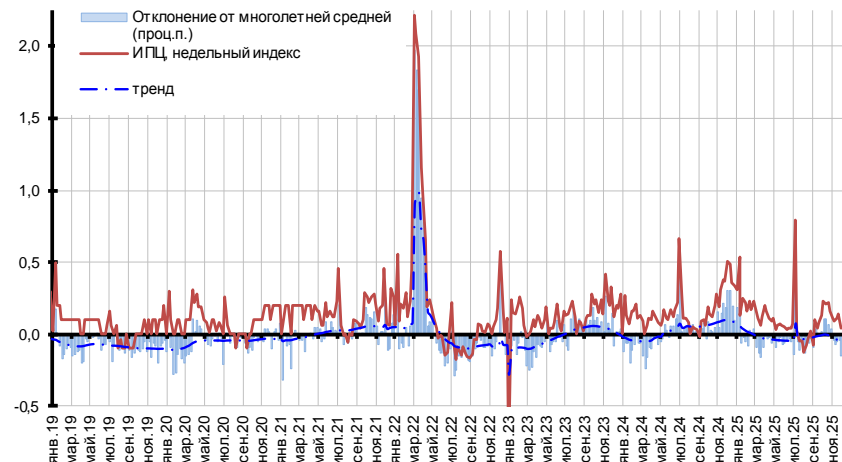
Инфляция на потребительском рынке  
(темпы прироста, %)



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



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



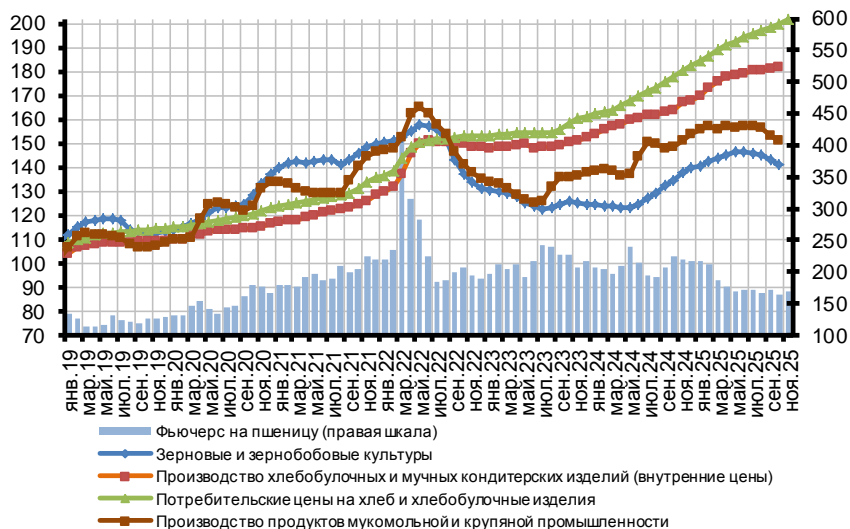
Инфляция продолжает быстро снижаться – исходя из данных на 15 декабря, уровень инфляции по итогам 2025 г. оценивается в 5.5-5.6% (ноябрьская оценка – порядка 6.7%).

За такой динамикой стоят два фактора: кризис спроса из-за очень жесткой денежно-кредитной политики (что проявляется в очень низкой динамике цен на основную массу непродовольственных товаров) и укрепление рубля. Впрочем, в силу наметившегося роста спроса на непродовольственные товары и ослабления рубля ещё есть вероятность ускорения инфляции в самом конце месяца. Отметим также наличие потенциала «инфляции издержек» на рынках нефтепродуктов и молочной продукции.

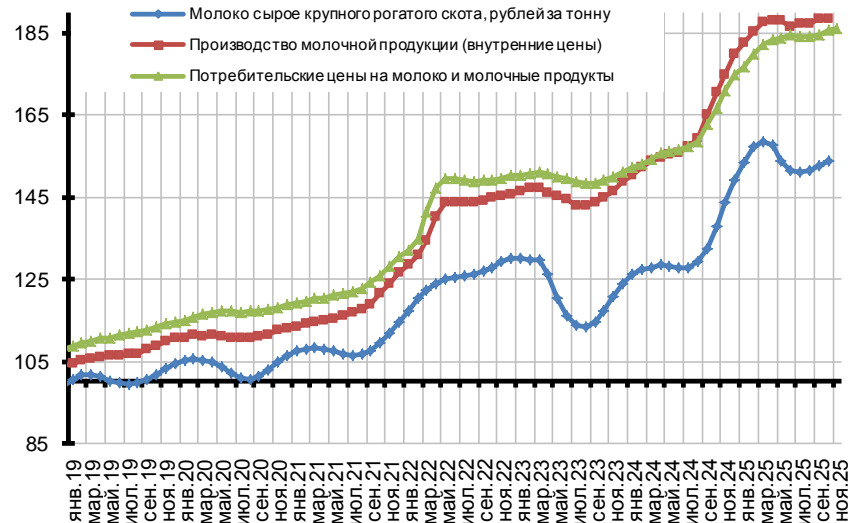
# Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

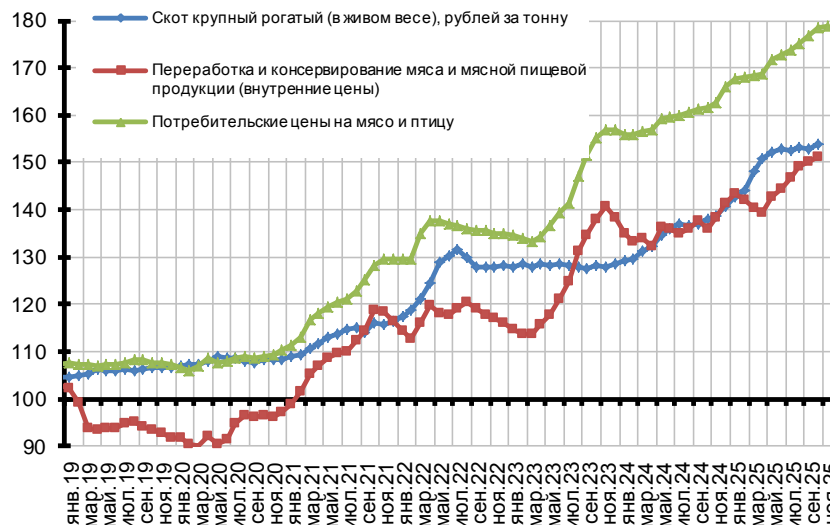
## Цены на хлеб



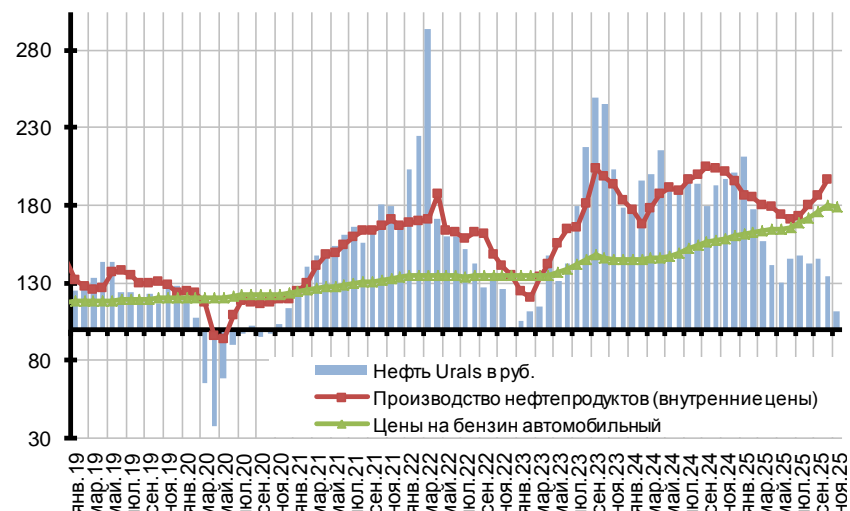
## Цены на молоко и молочную продукцию



## Цены на мясо

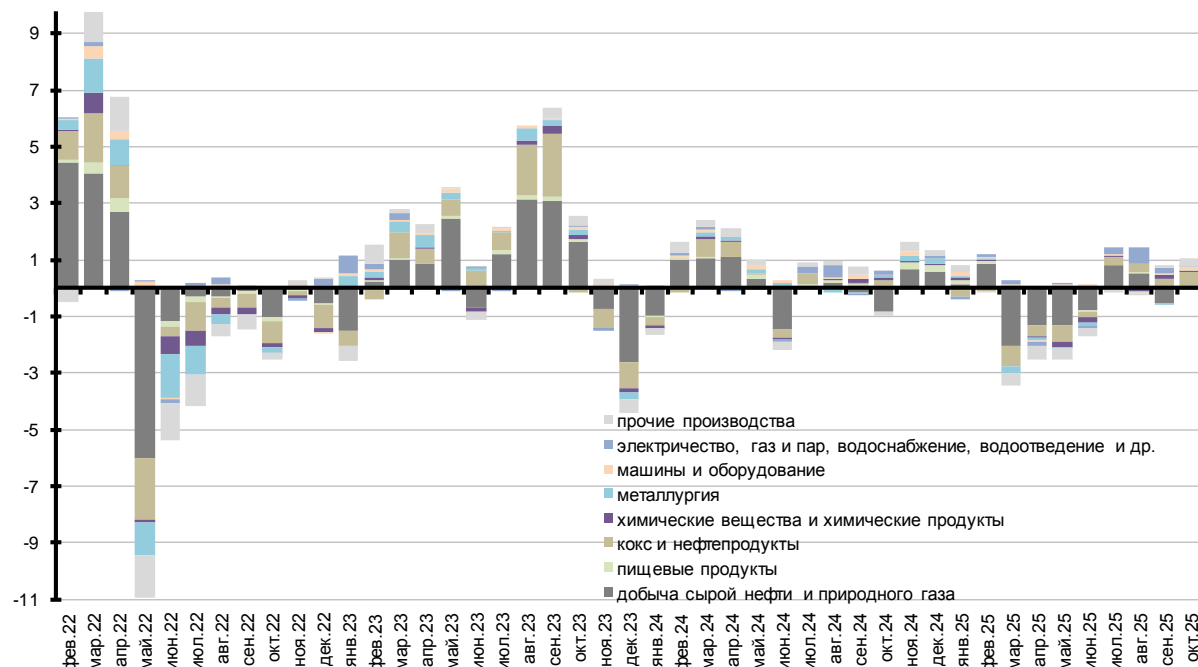


## Цены на топливо

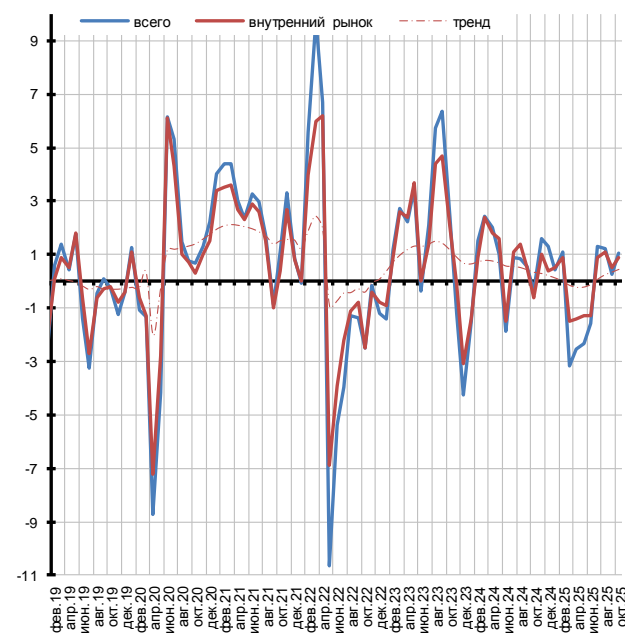


# Структура цен производителей в промышленности

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



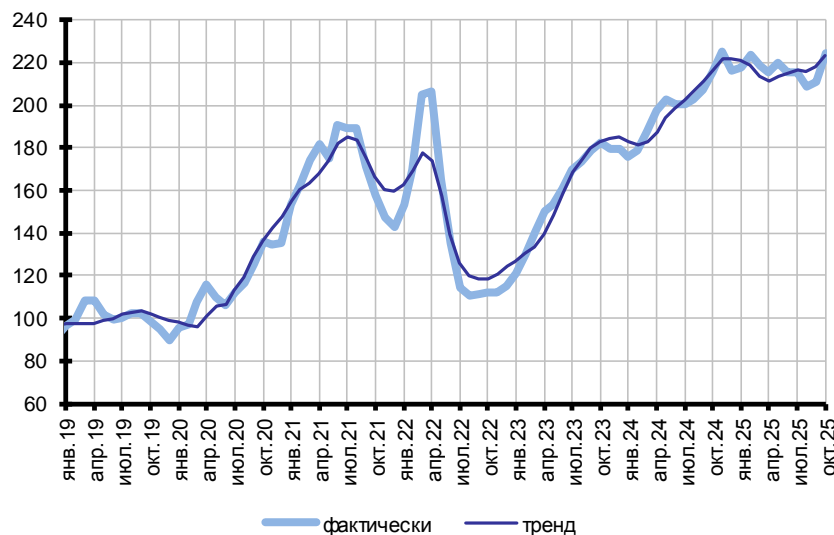
Индекс цен производителей (%)



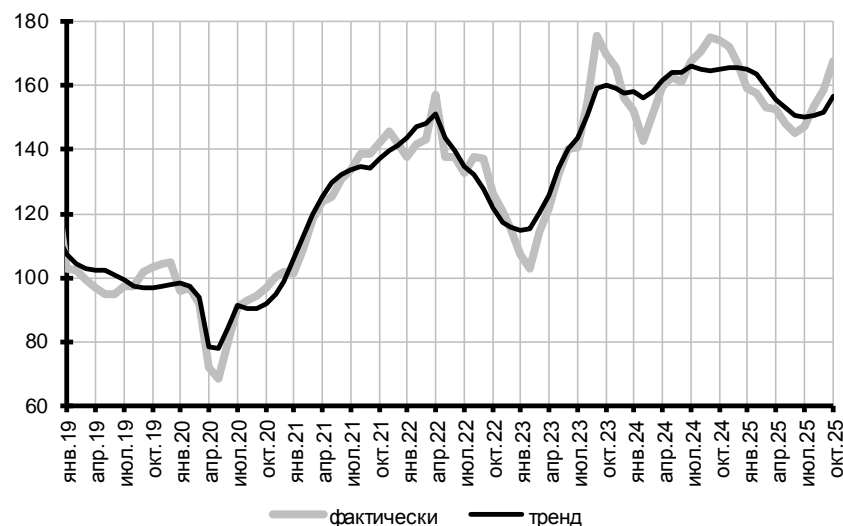
На рынках промышленной продукции по состоянию на октябрь сохраняется медленный, но уже ставший практически фронтальным, рост цен.

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

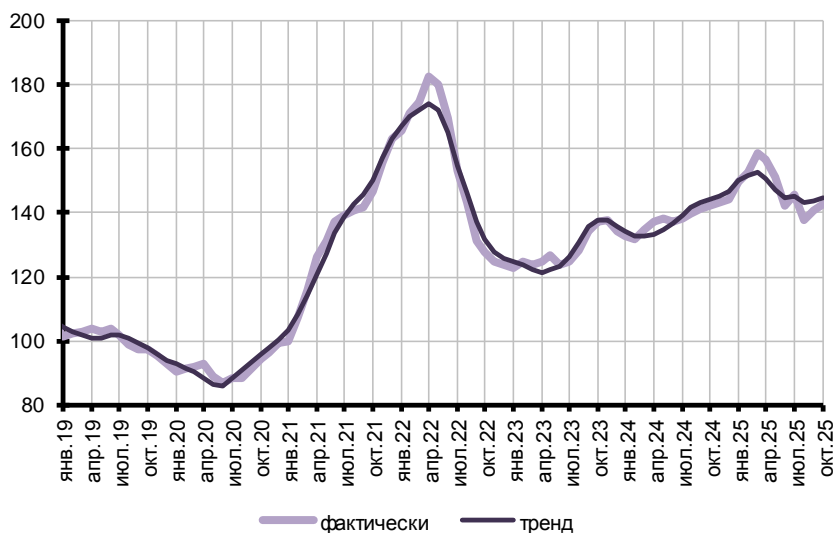
## Добыча металлических руд



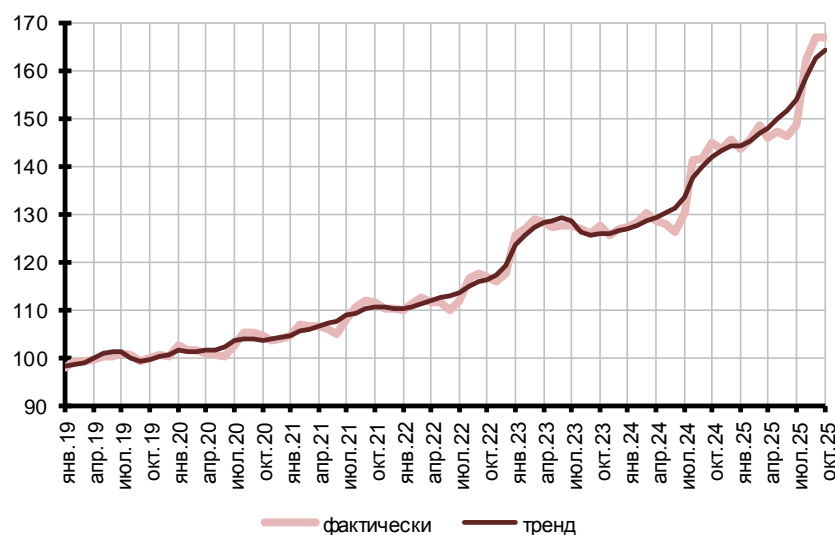
## Производство нефтепродуктов



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

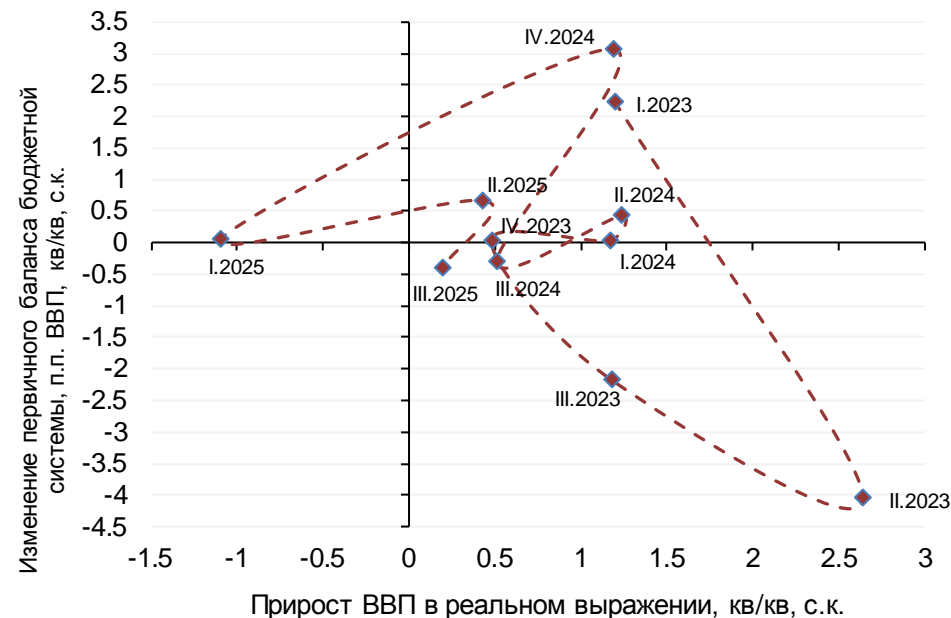
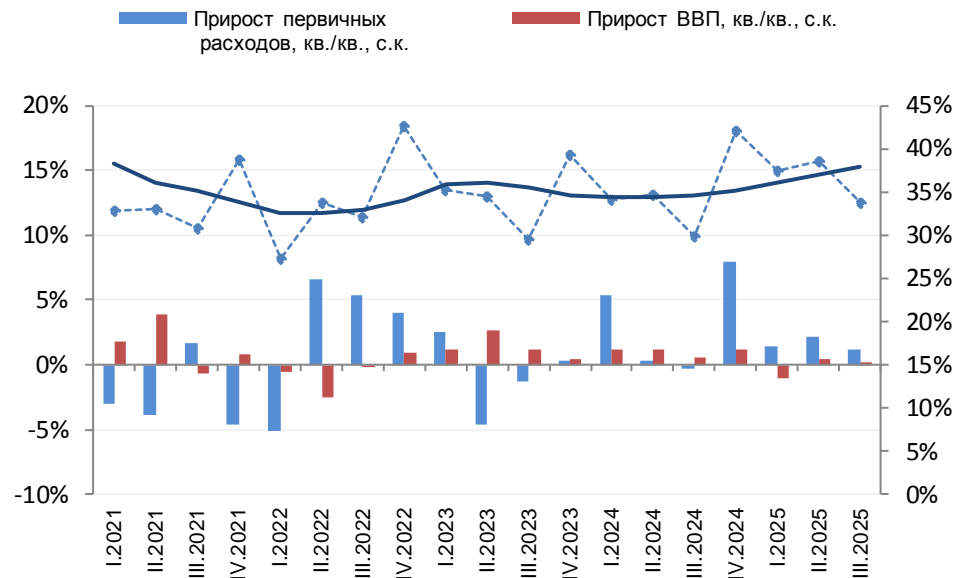


## Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



# Бюджетная система как фактор роста

По итогам III кв. 2025 г. по нашим оценкам *темпы прироста первичных расходов* бюджетной системы в реальном выражении составил 1.9% к прошлому кварталу на фоне квартального прироста ВВП на 0.2%. При этом отмечается снижение объёма первичных расходов бюджетной системы по доле в ВВП, характерное для III кв. При этом к концу III кв. 2025 г. сглаженный показатель (скользящее среднее за 4 квартала) первичных расходов вырос до 38% ВВП – наибольшее значение с 2020 г. Такое увеличение свидетельствует о продолжающемся расширении роли бюджетных расходов в экономике, особенно, в условиях замедления экономического роста. Учитывая актуальные планы, в IV кв. 2025 г. и в 2026 г. следует ожидать корректировку их динамики и объёма.



В III кв. 2025 г. бюджетный импульс оказался отрицательным (-0.4% ВВП относительно +0.6% ВВП во II кв. 2025 г.) В соответствии с актуальными планами мы ожидаем продолжение затухания бюджетного импульса в течение года. Запланированная консолидация, хотя и необходима для повышения устойчивости бюджета, может стать сдерживающим рост экономики фактором. Это требует взвешенного подхода к корректировке бюджетной политики, балансирующего между поддержкой роста и бюджетной устойчивостью.

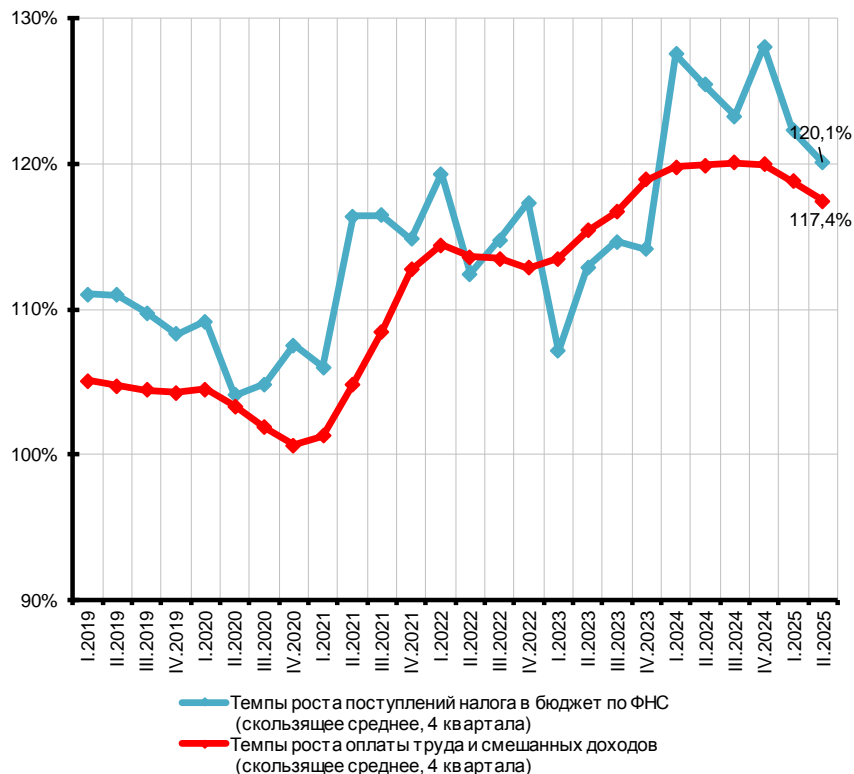
*Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Соответственно, положительный бюджетный импульс определяется снижением разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной системы (бюджетного сальдо).*

# Структура доходов бюджетной системы

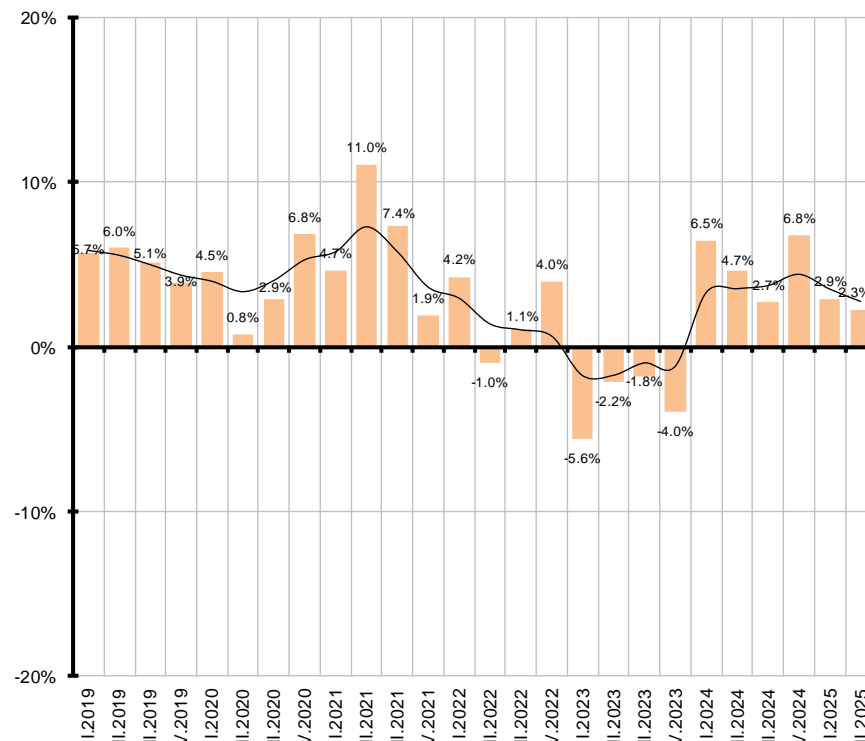
Мпрд руб.	10 мес. 2025			10 мес. 2024			Среднее (10 мес. 2019-2025 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	60 928	6,3%	100,0%	57 327	21,3%	100,0%	11,8%	100,0%
Нефтегазовые доходы в том числе	7 498	-21,4%	12,3%	9 539	32,3%	16,6%	8,7%	17,5%
Нефть и нефтепродукты	4 275	-21,1%	7,0%	5 418	30,3%	9,5%	0,7%	11,3%
Газ и газовый конденсат	1 614	-22,3%	2,6%	2 076	18,3%	3,6%	15,9%	3,9%
Налог на дополнительный доход	1 609	-21,4%	2,6%	2 046	57,7%	3,6%	13,3%	2,3%
Ненефтегазовые доходы в том числе	53 430	11,8%	87,7%	47 788	19,3%	83,4%	13,4%	83,4%
Налоги на доходы и прибыль	16 489	16,6%	27,1%	14 141	12,4%	24,7%	14,2%	25,3%
Налоги на потребление	13 994	7,4%	23,0%	13 031	15,1%	22,7%	12,0%	23,4%
Налоги на имущество	1 734	6,1%	2,8%	1 635	9,2%	2,9%	7,5%	3,1%
Налоги, сборы и платежи за добычу ресурсов	492	27,0%	0,8%	387	-2,8%	0,7%	24,0%	0,7%
Таможенные пошлины	899	-39,3%	1,5%	1 481	25,4%	2,6%	14,7%	2,0%
Страховые взносы	13 116	14,9%	21,5%	11 414	22,6%	19,9%	13,4%	19,9%
Прочие доходы	6 707	17,7%	11,0%	5 699	52,2%	9,9%	0,7%	19,8%

По итогам января-октября 2025 г. *доходы бюджетной системы в целом* превысили аналогичный показатель 2024 г. (+6.3%) за счет роста ненефтегазовых доходов (+12%). В свою очередь, нефтегазовые доходы по отношению к прошлому году снизились на 21%, что определяется более низкими ценами на энергоносители и укреплением рубля. Прирост ненефтегазовых доходов обеспечен, преимущественно, увеличением поступлений налогов на доходы и прибыль (в связи с принятыми налоговыми новациями), внутреннего 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 (+27%) 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)».

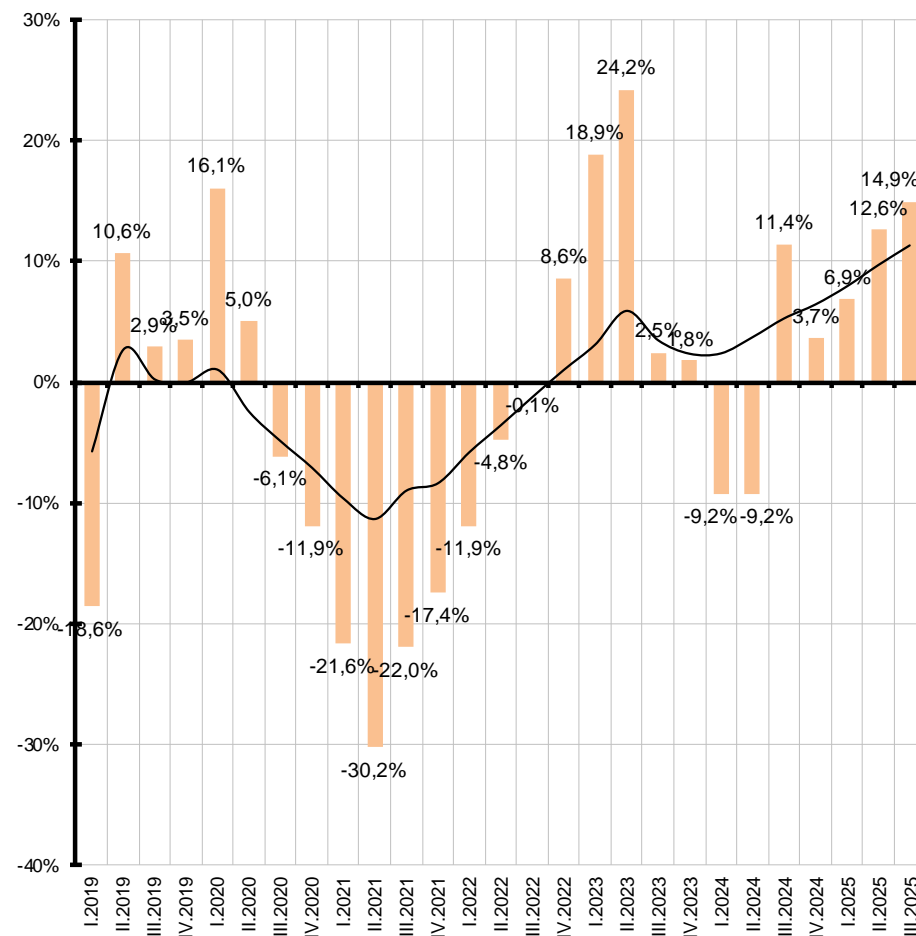
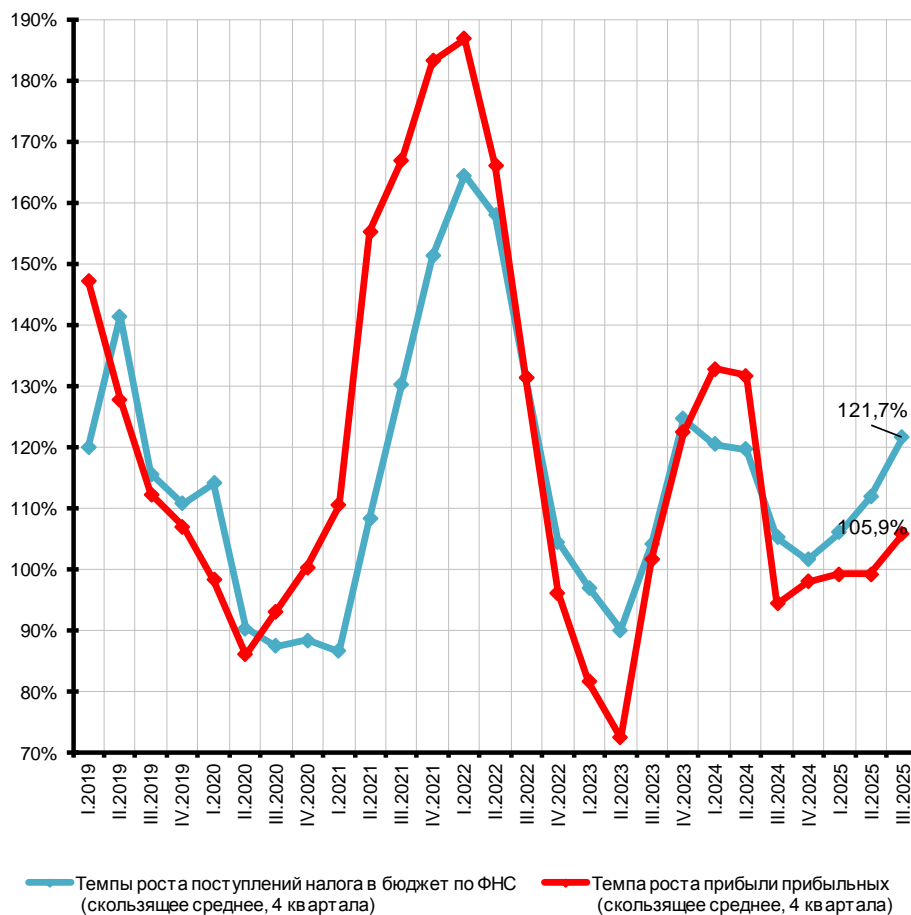
Во II кв. 2025 г. поступления НДФЛ замедлились до 120,5% (скользящее среднее за 4 квартала) против 122,3% в I кв. 2025 г. Это замедление соответствует тенденции в налоговой базе — динамике оплате труда и смешанных доходов, рост который также замедляется. При этом сборы НДФЛ продолжают опережать рост 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



# Налог на прибыль

Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)

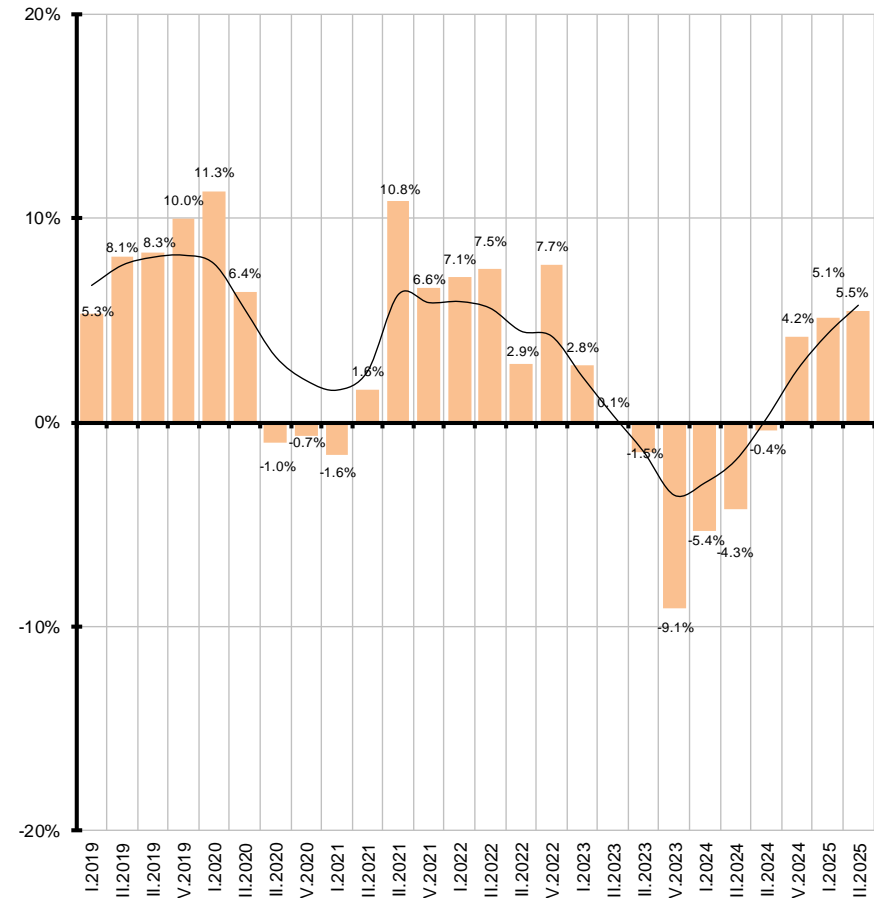
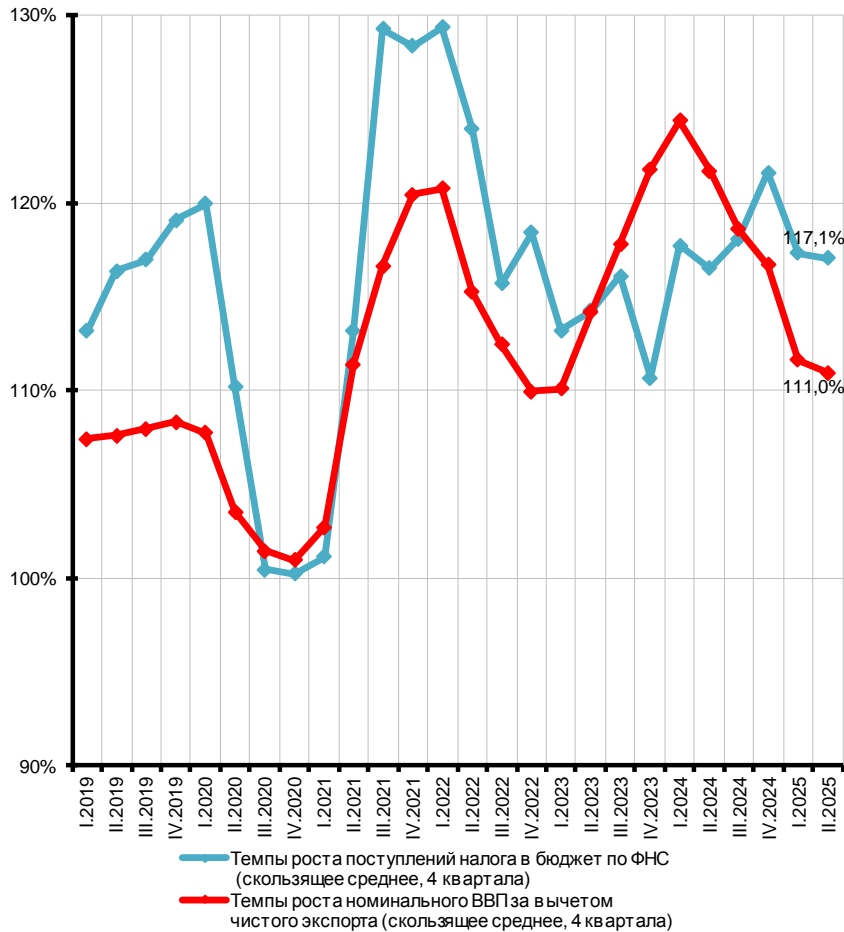


В III кв. 2025 г., при всех наблюдающихся проблемах, всё же фиксируются в целом, положительные темпы роста прибыли прибыльных организаций (по тренду, скользящего среднего за год). На этом фоне наблюдается прирост поступлений *налога на прибыль*, превышающий прирост налоговой базы в силу изменения налоговой ставки. В свою очередь, это также отразилось на приросте собираемости налога.

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

# Налог на добавленную стоимость

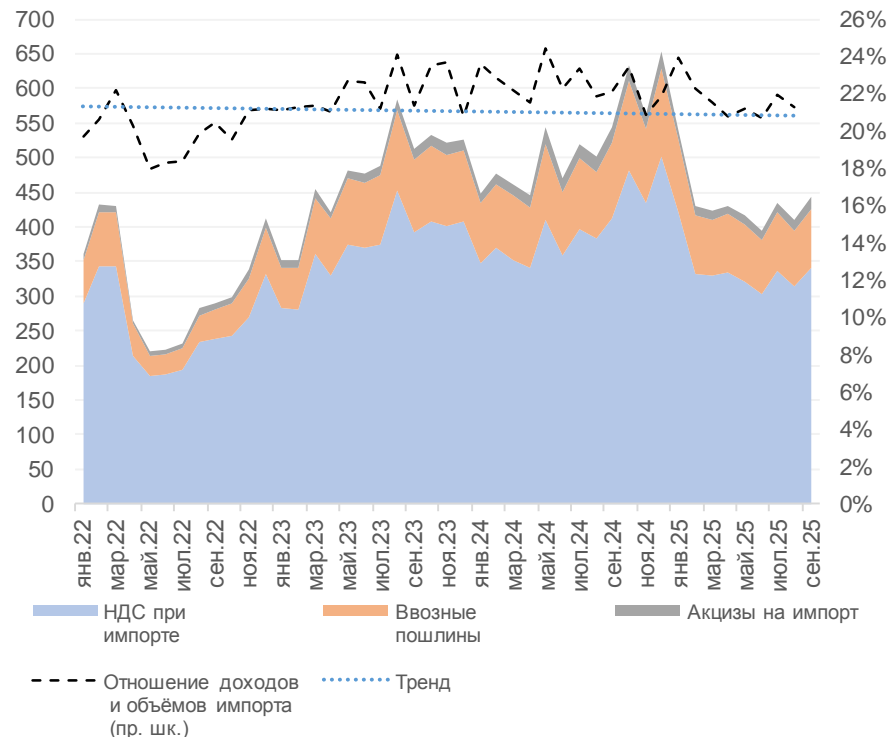
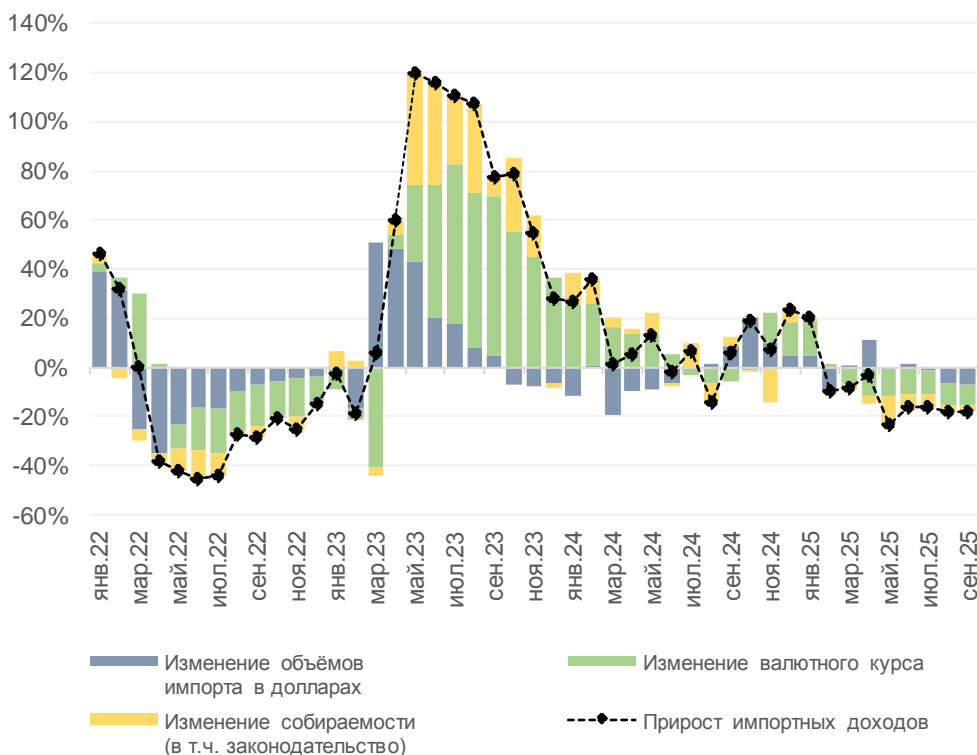
Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



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.

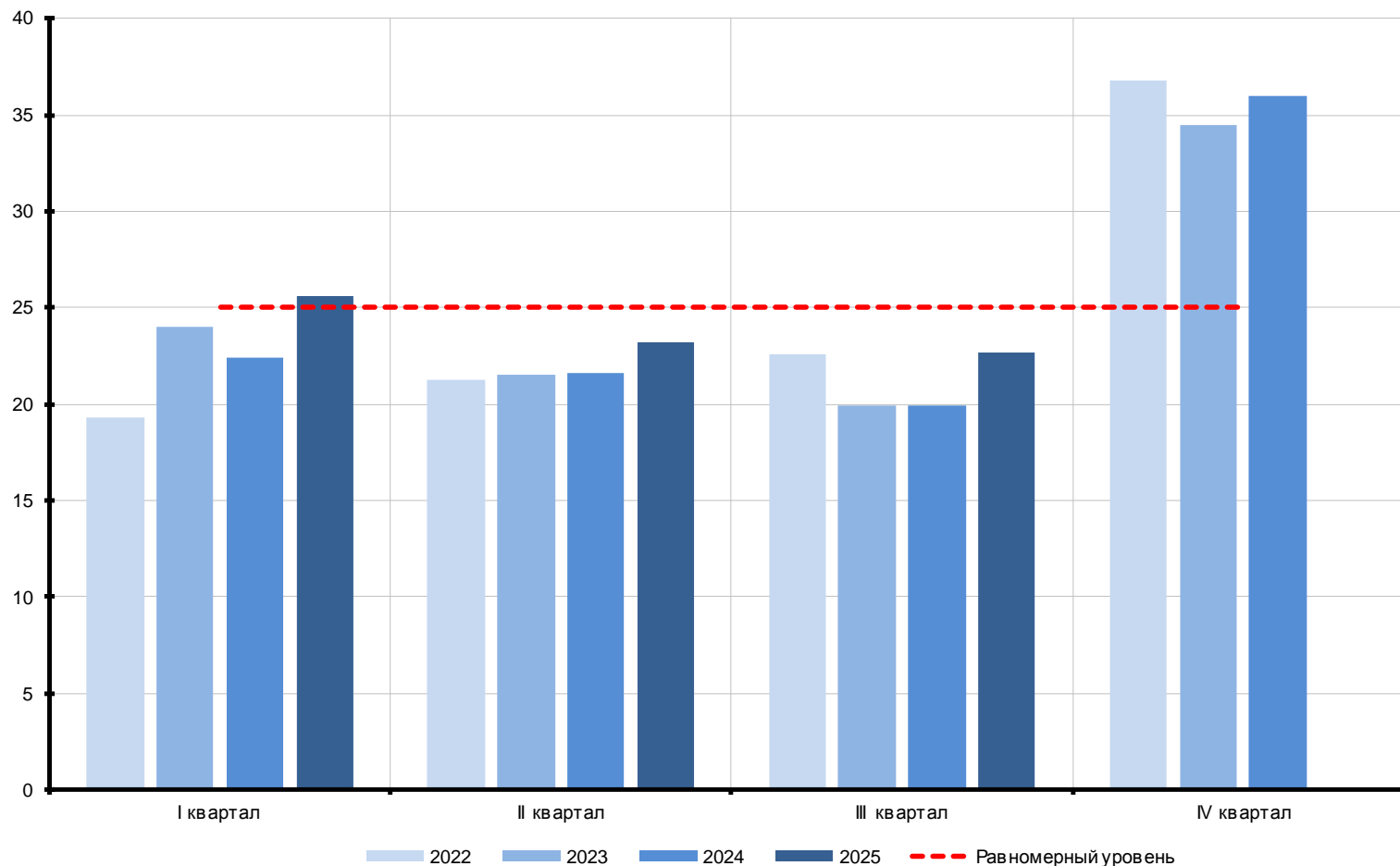
# Бюджетные доходы от импорта



Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. По итогам сентября их совокупный объем составил 4.37 трлн руб. (12.9% от всех доходов), снизившись на 11% относительно аналогичного периода 2024 г. Отрицательная динамика наблюдалась по НДС на ввозимые товары (-10.1%), ввозные пошлины (-12.1%) и акцизы (-24.3%) — в связи со снижением импорта подакцизной продукции в рамках реализуемой политики импортозамещения.

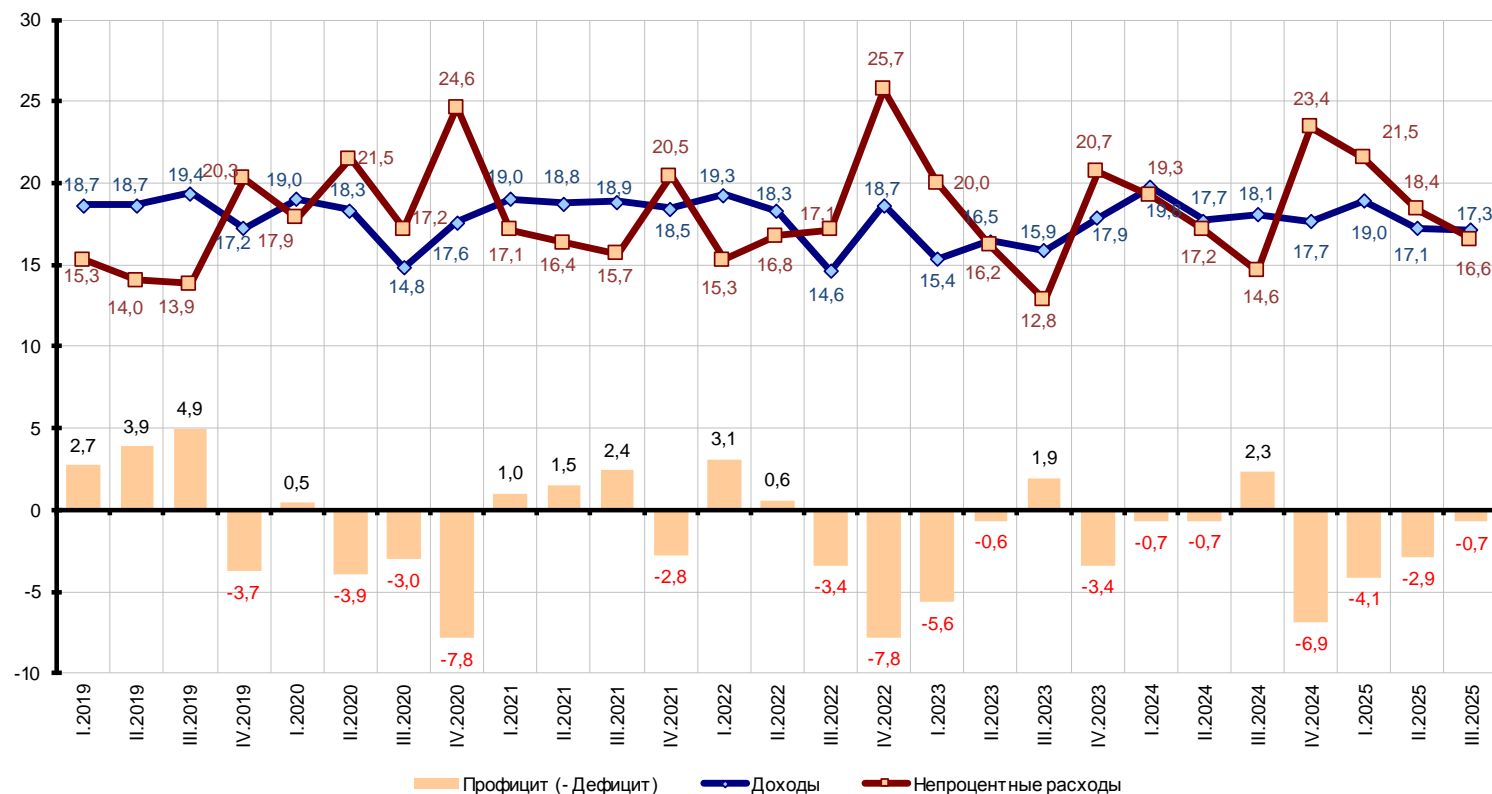
В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать изменение объема импорта в долларах, курс рубля, а также изменение собираемости, включая изменения в законодательстве. Снижение совокупного объема импорта в долларовом выражении (-0.9%) доходов наряду с укреплением курса рубля (среднее значение за январь-сентябрь 2025 г. и 2024 г. — 84.9 руб./долл. и 90.2 руб./долл., соответственно) и снижением доли импорта подакцизных товаров являются основными факторами снижения бюджетных доходов от импорта, особенно, во II и III кв. 2025 г.

## Исполнение расходов федерального бюджета



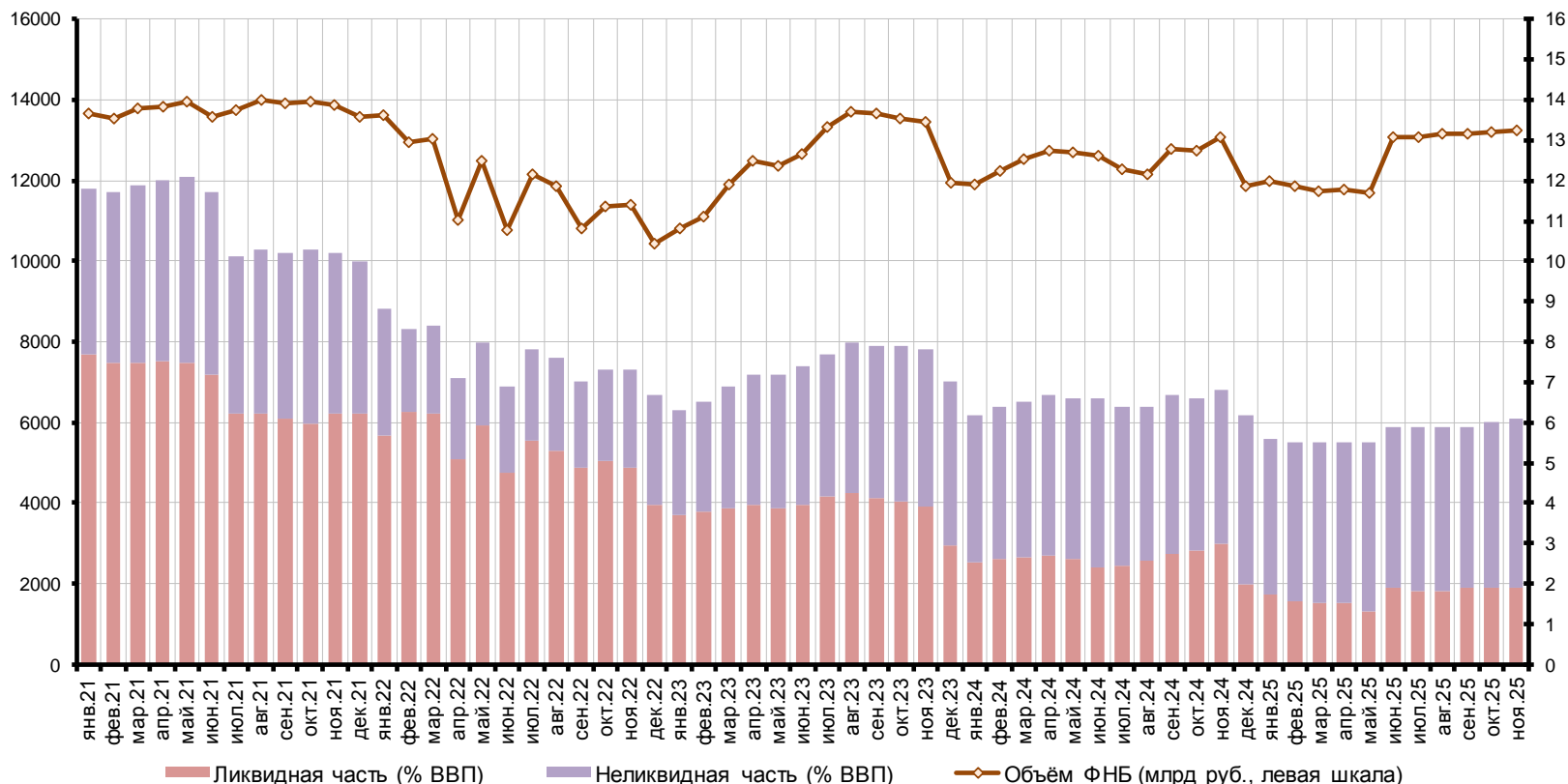
*Исполнение расходов федерального бюджета за III кв. 2025 г. составило 22.7% от утверждённых бюджетных назначений на 1 сентября 2025 г. Как и в прошлых двух кварталах, отмечаются высокие относительно исторической динамики темпы исполнения расходов, что определяется их опережающим авансированием. Планируемый уровень бюджетных расходов превышает расходы за 2024 г. на 6.9%, при этом их объём за январь-сентябрь 2025 г. выше аналогичного показателя 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, ненефтегазовые 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 16.6% 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.

## Фонд национального благосостояния



На начало декабря 2025 г. *объем ФНБ* составил 6.1% ВВП или 13.26 трлн руб., увеличившись на 57.6 млрд руб. относительно начала ноября. Минфин оценивает объем ликвидной части ФНБ, размещенной на счетах в Банке России, в 4.11 трлн руб. или 1.9% ВВП. Ликвидная часть снизилась на 42.9 млрд руб. преимущественно в результате укрепления курса рубля и размещения средств в другие разрешенные финансовые активы. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 209.2 млрд юаней, 173.04 т золота. По итогам ноября объем неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 9.14 трлн руб. или 4.2% ВВП, увеличившись на 100.4 млрд руб. за счёт роста стоимости акций ПАО «Сбербанк» (+97.2 млрд руб.), ПАО «Аэрофлот» (+13.6 млрд руб.) и новых инвестиций. В ноябре 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 (1.98 млрд руб.), а также направлены на приобретение облигаций ППК «Фонд развития территорий» (1.23 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

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.