



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ
Тел.: 8-499-129-17-22, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

Анализ макроэкономических тенденций

Обновляется ежемесячно

26.02.2026

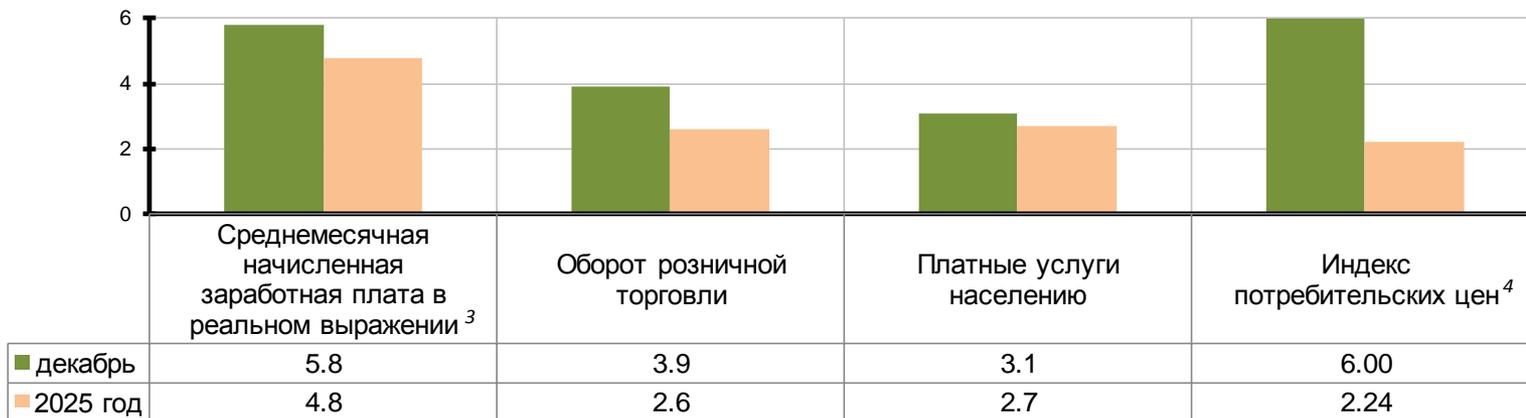
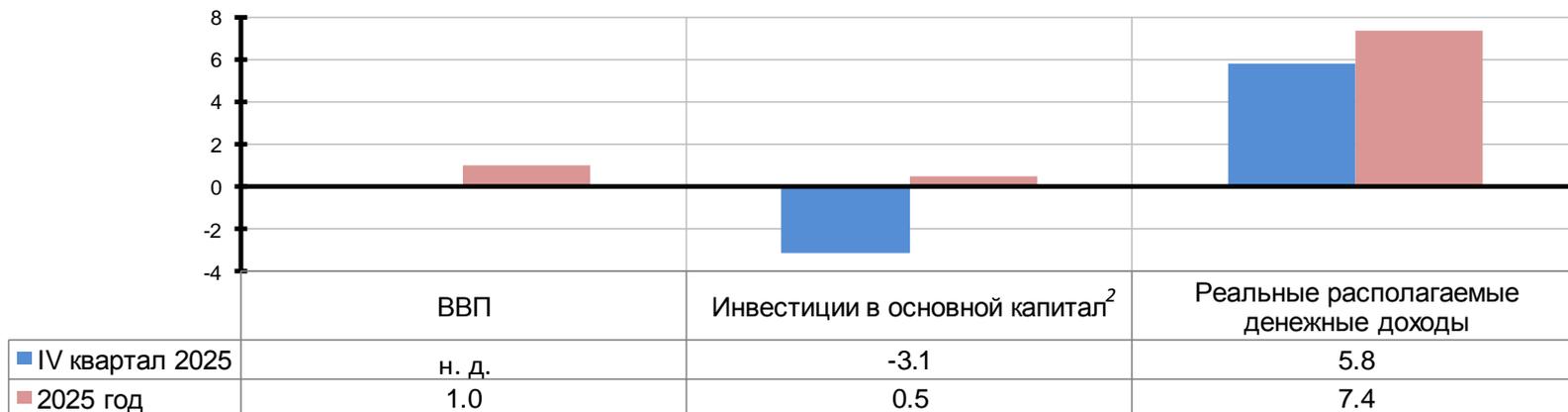
Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** свидетельствуют о неоднозначности ситуации – признаки улучшения соседствуют с признаками нарастания экономических проблем. Коррекция ВВП приостановилась и в четвёртом квартале отмечен заметный прирост (ВВП, I кв.: -0.5%, II кв.: +0.1%, III кв.: +0.2%, IV кв.: +0.8, сезонность устранена). По АЭА произошел скачок в самом конце года (по всей видимости - строительство, торговля). В промышленности рост сосредоточен вокруг оборонных отраслей (отчасти также нефтепереработки и пищевой). Со стороны компонентов спроса – ситуация весьма сложная. Отмечен скачок инвестиций в строительство – но там, скорее всего, имеет место лишь статистический эффект. Потребительский спрос рос, но скорее в ожидании повышения НДС. Соответственно, есть риск коррекции в начале текущего года.
- **Макрофинансовая политика** осталась дестимулирующей, сочетающей отрицательный бюджетный импульс (чистое изъятие доходов из экономики по фискальным каналам) и высокую положительную процентную ставку. Как уже отмечалось, закрепление такой ситуации может стать важнейшим фактором втягивания экономики в стагнацию (ср. ситуацию 2010-2013 гг.). По соотношению монетарных условий (реальной ключевой ставки и индекса реального эффективного обменного курса) российская экономика в декабре закрепились в квадранте «растущий эффективный курс – высокая реальная ставка». Как уже отмечалось, такая ситуация очень выгодна для текущего подавления инфляции, но сдерживает инвестиции, уменьшая долгосрочный потенциал роста и, тем самым, увеличивает долгосрочный потенциал инфляции. Экономика продолжает находиться «в одном шаге» от впадения в стагфляцию.
- **В структуре компонентов доходов** (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год»), в принципе, сохранились и усилились ранее сформировавшиеся тенденции: оплата труда наёмных работников продолжает быстро вытеснять валовую прибыль (инвестиционный ресурс; уже «ушел в минус» по отношению к прошлогоднему). Особенностью (еще в III кв.!) стало быстрое повышение чистых налогов на производство и импорт.
- **Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** остался в отрицательной (менее 50%) зоне, правда, с лёгкой тенденцией к росту. Как уже отмечалось, столь длительный период негативных ожиданий менеджмента не имеет аналогов в последние годы.
- **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.
- **Экспорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) перешел к очень медленному увеличению – скорее всего из-за ценового фактора. С учётом динамики мировых цен, в физическом выражении уровень российского экспорта, вероятно, несколько снижается из-за новой волны санкций США против российских нефтяных компаний.
- **Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена), по состоянию на декабрь, «развернулся» и стал возрастать. Пока не вполне ясно, идет ли речь о новой тенденции, связанной с укреплением рубля, или о лишь временном «подскоке».
- 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.

Макроэкономика. Главное - 2

- Ситуация с **входящим денежным потоком от экспортеров** сильно неоднородна на различных рынках. Как уже отмечалось, рублевые цены на металлы довольно быстро восстанавливаются – и уже, в целом, вышли на исторически нормальные уровни (без учета «санкционных» дисконтов, маржи и т.п.). Рублевые цены на газ – в целом растут и тоже «почти нормальны» (с теми же, естественно, оговорками). Рублевые цены на нефть стабилизировались – причем, на фоне «новых санкций», и соответственно, возросшего дисконта. Ситуация с потоком доходов от экспорта пшеницы продолжает медленно ухудшаться, выйдя на уровень 2020 г.
- **Рубль вернулся к укреплению** как по отношению к доллару США (-3.6%), так и к евро (-2.7%). Курс *бивалютной корзины* (доллар США, евро) к рублю на 01.02.2026 составил 82.3 руб., снизившись на 3.2% за месяц. При этом фактический курс рубля хоть и двигался сонаправленно со своим фундаментально обоснованным уровнем (объясняющимся динамикой экспорта и импорта), по-прежнему держался заметно ниже него, поскольку, помимо фактора торгового баланса, на курс рубля оказывали влияние и другие обстоятельства. *Укреплению рубля* в январе способствовали такие факторы как: заметный приток средств от экспорта, реализованного в предшествующие месяцы и поступающего на российский рынок с лагом, в сочетании с сезонным замедлением импорта; продолжение операций по продаже иностранной валюты Банком России в интересах Минфина.
- Уровень **реальной процентной ставки** (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) составил 9.65% годовых. Совет директоров Банка России 13 февраля 2026 г. принял решение снизить ключевую ставку до уровня 15.5% годовых на фоне, с одной стороны, продолжения возврата российской экономики к траектории сбалансированного роста, с другой стороны – сохранения устойчивых показателей текущего роста цен в диапазоне 4-5%. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 20 марта 2026 г.
- **Реальная заработная плата** подскочила и стабилизировалась на весьма высоком уровне (II кв.: +0.8% в среднем за месяц, III кв.: +0.4%, октябрь: +1.1%, ноябрь: +0.1%, сезонность устранена). Не вполне понятно, сохранится ли эта тенденция дальше, с учётом усиливающихся финансовых ограничений для компаний. Соответственно, сохраняется рост *реальных располагаемых доходов населения* (II кв.: +2.9% к предш. кв., III кв.: +1.1%, IV кв.: +1.4%, сезонность устранена).
- **Потребление населения** резко подскочило (II кв.: +0.5% в среднем за месяц, III кв.: +0.4%, IV кв.: 0.7%, сезонность устранена). В принципе, рост физобъёмов (отчасти, связанный с недооценкой инфляции в декабре) отмечен по широкому спектру потребительских товаров и услуг. Но наиболее сильный рост наблюдается по непродовольственным товарам (II кв.: +0.8% в среднем за месяц, III кв.: +0.7%, IV кв.: +1.1%, сезонность устранена), где дополнительным фактором стало «опережающее потребление» перед повышением НДС. |
- **Инфляция** после короткого скачка в начале января («перенос НДС», повышение части регулируемых тарифов, вероятно, «перенос 0.2-0.3 проц. п инфляции с декабря) стала довольно быстро снижаться. В настоящее время (по данным на 16 февраля), инфляции в годовом выражении (февраль к февралю) оценивается в 5.8%. Как уже отмечалось, за этой динамикой стоят проблемы сохраняющегося кризиса спроса, во-первых, и укрепления рубля (которое очень «вредно» для доходов бюджета и компаний-экспортеров, но создаёт пространство для сдерживания динамики цен), во-вторых. *На рынках промышленной продукции* отмечен очередной виток фронтального снижения цен – отчасти, из-за проблем с влиянием укрепления рубля на рублевые цены по импорту, отчасти, вероятно – из-за «санкционного дисконта», в условиях ограниченных возможностей сбыта, в очень значительной мере – из-за проблем со сбытом на внутреннем рынке.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



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

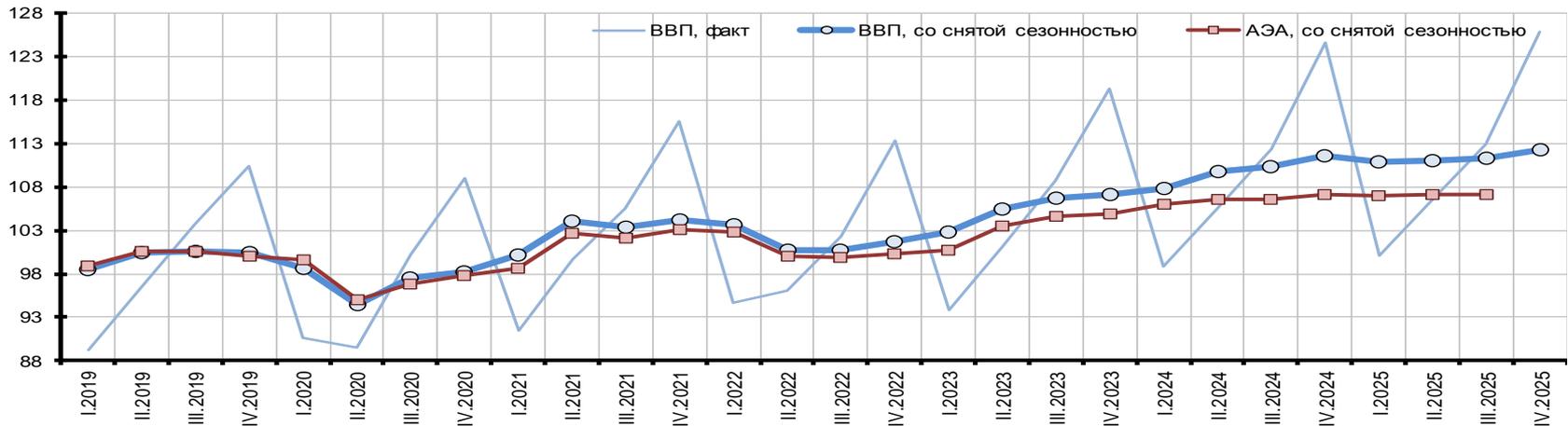
² соответственно III квартал 2025 г. к III кварталу 2024 г. и январь-сентябрь 2025 г. к январю-сентябрю 2024 г.

³ соответственно ноябрь 2025 г. к ноябрю 2024 г. и январь-ноябрь 2025 г. к январю-ноябрю 2024 г.

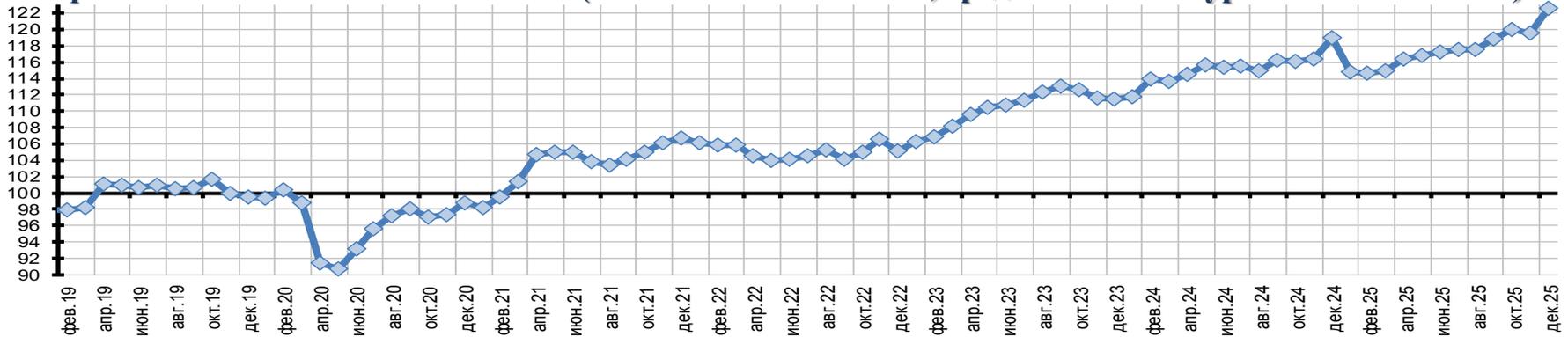
⁴ соответственно январь 2026 г. к январю 2025 г. и за период с начала 2026 г. по 9 февраля

Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)¹

ВВП² (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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



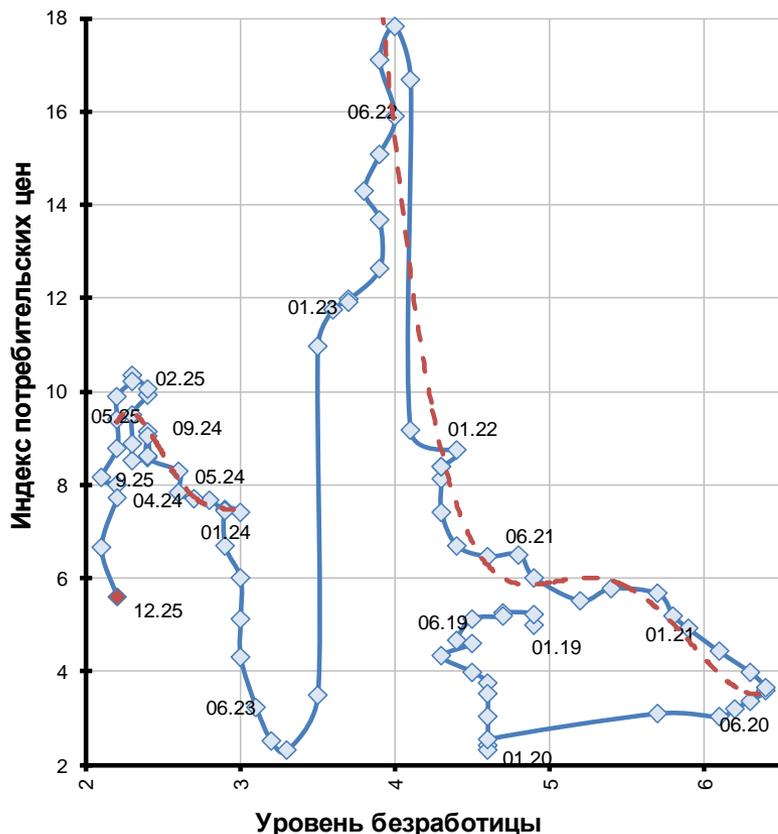
Высоочастотные данные об экономической динамике в конце прошлого года свидетельствуют о неоднозначности ситуации – признаки улучшения соседствуют с признаками нарастания экономических проблем. Коррекция ВВП приостановилась и в четвёртом квартале отмечен заметный прирост (ВВП, I кв.: -0.5%, II кв.: +0.1%, III кв.: +0.2%, IV кв.: +0.8, сезонность устранена). По АЭА произошел скачок в самом конце года (по всей видимости - строительство, торговля). В промышленности рост сосредоточен вокруг оборонных отраслей (отчасти также нефтепереработки и пищевой). Со стороны компонентов спроса – ситуация весьма сложная. Отмечен скачок инвестиций в строительство, но там, скорее всего, имеет место лишь статистический эффект. Потребительский спрос рос, но, скорее «предкризисно», в ожидании повышения НДС. Соответственно, есть риск коррекции в начале текущего года.

¹ промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению. Здесь и на слайде 14 данные по АЭА за I квартал 2025 г. – предварительная оценка

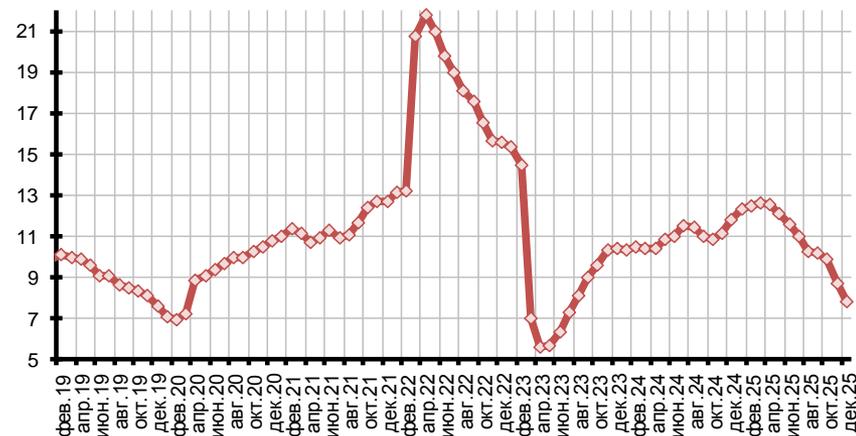
² Здесь и далее ВВП за четвертый квартал 2025 г. – оценка МЭР (1.0% к четвертому кварталу 2024 г.). Данные по ВВП за 2022-2025 гг. не пересматривались и не соответствуют годовой оценке Росстата

Характеристики устойчивости экономической ситуации

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



Индекс несчастья Оукена¹



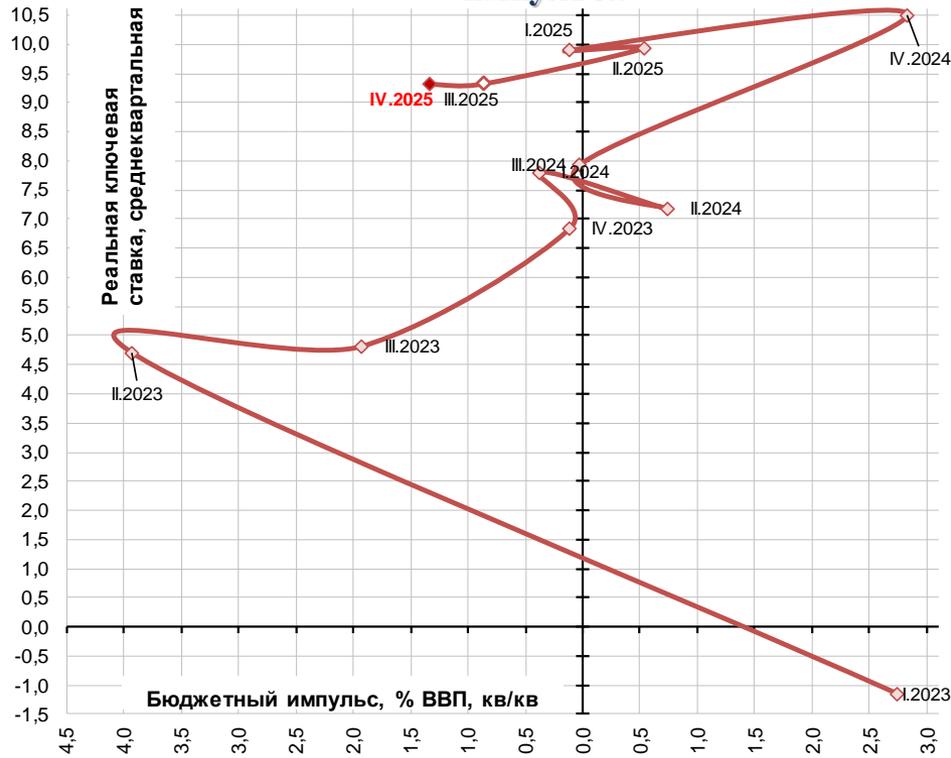
Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на декабрь свидетельствуют, что российская экономика вышла из прежней зоны сбалансированности (январь 2024 - июль 2025 гг.). Как будет выглядеть следующий баланс – покажет время.

Уровень фундаментальной несбалансированности («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на декабрь быстро падает – из-за параллельного снижения инфляции и (несильного) безработицы.

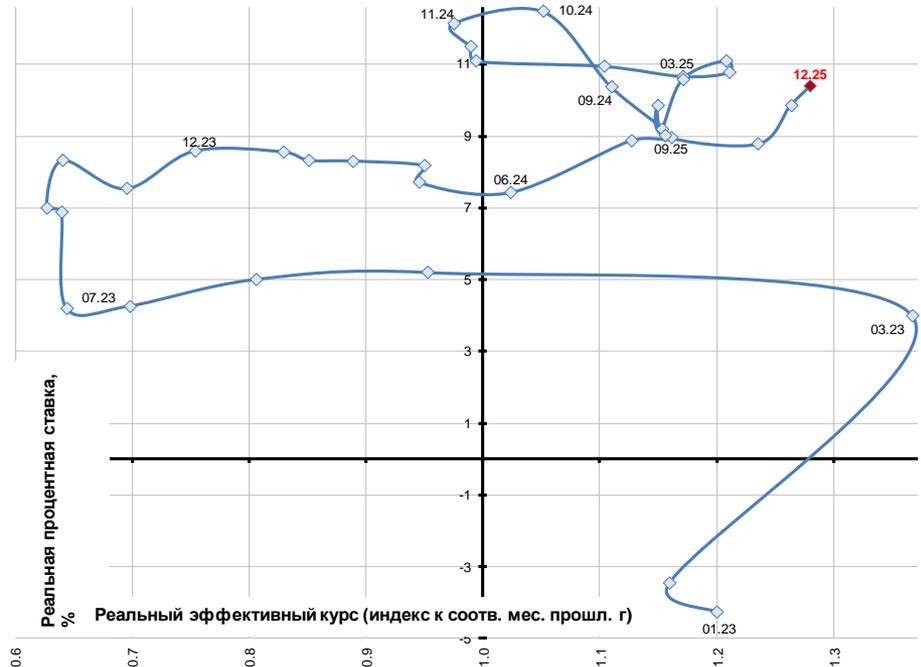
¹ Сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

Характеристики макроэкономической политики

Соотношение реальной ключевой ставки и бюджетного импульса



Соотношение реальной ключевой ставки и реального эффективного валютного курса рубля



Макрофинансовая политика в IV кв. осталась дестимулирующей, сочетающей отрицательный бюджетный импульс (чистое изъятие доходов из экономики по фискальным каналам) и высокую положительную процентную ставку. Как уже отмечалось, закрепление такой ситуации может стать важнейшим фактором втягивания экономики в стагнацию (ср. ситуацию 2010-2013 гг.).

По соотношению монетарных условий (реальной ключевой ставки и индекса реального эффективного обменного курса) российская экономика в декабре закрепились в квадранте «растущий эффективный курс – высокая реальная ставка». Как уже отмечалось, такая ситуация очень выгодна для текущего подавления инфляции, но сдерживает инвестиции, уменьшая долгосрочный потенциал роста и, тем самым, увеличивая долгосрочный потенциал инфляции. «Так замыкается круг».

¹Бюджетный 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 населения¹;
- продолжает, в целом, падать уровень инфляции. Скачок потребительских цен в начале года был локализован;
- основные компоненты потребления населения медленно, но довольно уверенно растут.

Признаки улучшения:

- рынок труда, похоже, стабилизируется;
- наметилось лёгкое расширение стоимостных объёмов экспорта товаров;
- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска¹;
- продолжается (медленное) снижение ключевой ставки Банка России. Есть заявления, что «ралли снижения» будет продолжаться, как минимум, до второй половины 2026 г. ¹;
- улучшилась ситуация с инфляцией по корзине потребления малообеспеченного населения. Уровень реальных пенсий, пересчитанных по уровню инфляции, превысил прошлогоднее значение¹;
- возникли признаки адаптации авторынка к новой ситуации¹.

Плохо:

- в основной массе гражданских секторов промышленности – стагнация¹;
- **рентабельность в основных отраслях промышленности быстро падает, растёт разрыв между рентабельностью и процентной ставкой;**
- **усиливается спад в сфере инвестиций, особенно – в машины и оборудование¹;**

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;
- **в конце года был отмечен кратковременный «подскок» экономической активности, связанный с «разовыми» факторами – скачком спроса на непродовольственные товары накануне повышения утильсбора и НДС, а также недооценкой роста цен в декабре. С высокой вероятностью он сменится маятниковым снижением активности и ВВП в первом квартале. Однако, как в конце прошлого года не было «волны роста», так и сейчас нет, как таковой, рецессии. Но стагнация имеет уже затяжной характер;**
- основным драйвером экономики является потребление домашних хозяйств, но его дальнейшее расширение упирается в возможности интенсивного наращивания оплаты труда¹;
- стабилизация входящего денежного потока экспортеров произошла на очень низком уровне¹;
- в структуре ВВП по доходам наметилось выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (инвестиционного ресурса) ¹;
- приняли затяжной характер негативные оценки ситуации в экономике со стороны населения и менеджмента компаний¹;
- нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний – на запредельно высоком уровне¹.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Текущие тенденции в зеркале краткосрочного прогноза: изменение основным макропараметров

Некоторые макроэкономические показатели прогноза в январе 2026 г. и октябре 2025 гг. (умеренно-благоприятный сценарий, темпы прироста, %)

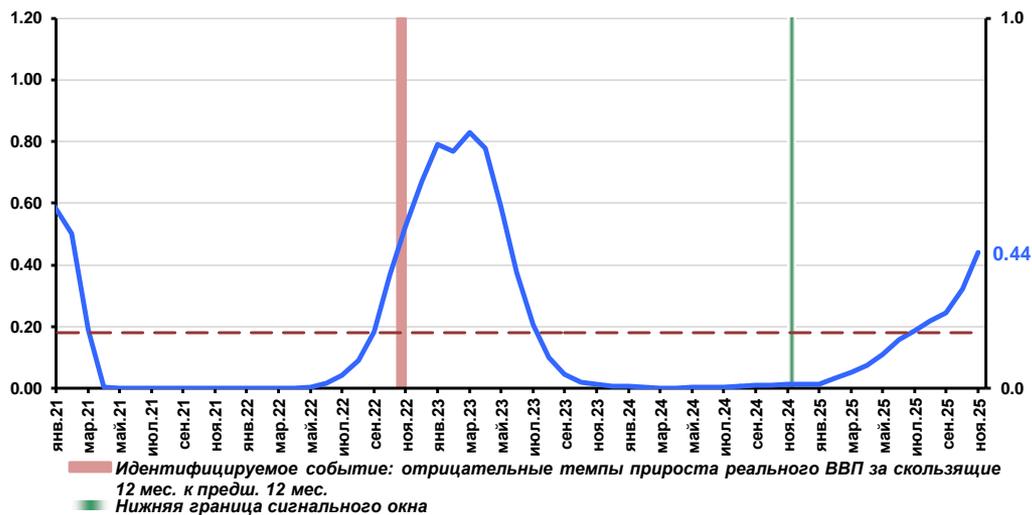
	2025	2026
Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)		
январь 2026	5,59	6.0 - 6.2
октябрь 2025 (лаг 3 мес)	7.5 - 7.6	5.25 - 5.55
август 2025 (лаг 6 мес)	7.05 - 7.5	4.5 - 4.7
разница (январь - октябрь)	-1,89	0,67
разница (январь - август)	-1,57	1,51
Валовой внутренний продукт		
январь 2026	1,0	0.5 - 0.9
октябрь 2025 (лаг 3 мес)	0.8 - 0.9	1.2 - 1.5
август 2025 (лаг 6 мес)	1.0 - 1.4	1.5 - 1.8
разница (январь - октябрь)	0,1	-0,6
разница (январь - август)	-0,3	-0,9
Инвестиции в основной капитал		
январь 2026	0,2 - 0,3	-0.3 - 0.0
октябрь 2025 (лаг 3 мес)	1.5 - 1.7	0.3 - 0.7
август 2025 (лаг 6 мес)	1.7 - 2.0	2.5 - 3.0
разница (январь - октябрь)	-1,4	-0,6
разница (январь - август)	-1,7	-2,9
Потребление населения		
январь 2026	2,6	0.8 - 1.0
октябрь 2025 (лаг 3 мес)	2.4 - 2.5	1.9 - 2.3
август 2025 (лаг 6 мес)	2.0 - 2.4	2.2 - 2.5
разница (январь - октябрь)	0,1	-1,2
разница (январь - август)	0,3	-1,4
Уровень безработицы (% рабочей силы)		
январь 2026	2,2	3.0 - 2.7
октябрь 2025 (лаг 3 мес)	2.3 - 2.5	2.5 - 2.8
август 2025 (лаг 6 мес)	2.2 - 2.5	2.5 - 2.8
разница (ноябрь - октябрь)	0,0	0,2
разница (ноябрь - август)	-0,1	0,2

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

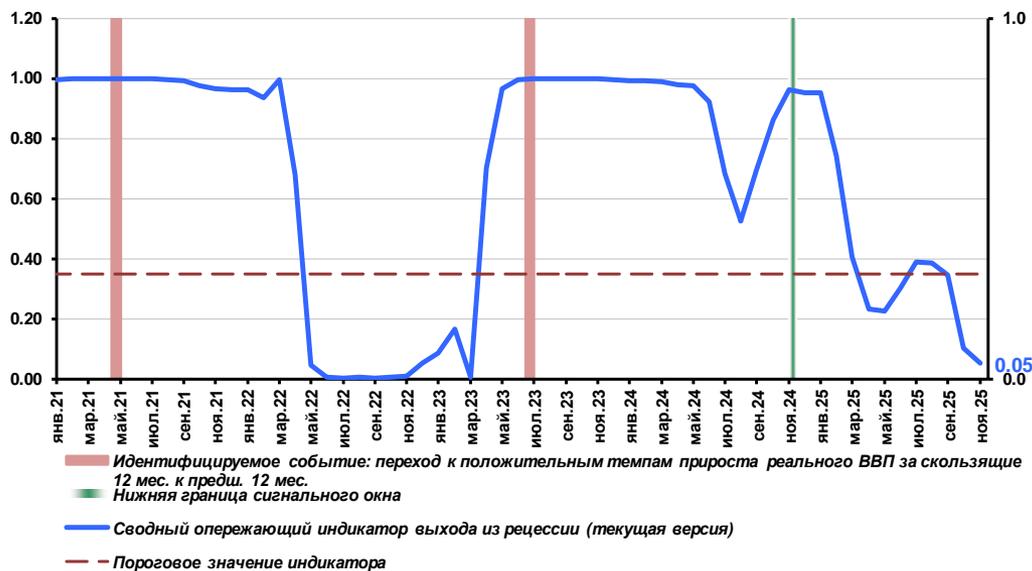
Хорошо видно, что ценой существенного успеха в подавлении инфляции (почти на 2 проц. пункта по сравнению с ожиданиями квартальной давности и на 1.6 проц. пункта выше, чем полгода назад) стало очень существенное снижение динамики инвестиций в 2025 и, скорее всего, в текущем году (впервые возник реальный риск их абсолютного спада).

Соответственно, потери в экономическом росте от довольно умеренного замедления инфляции – вполне заметны.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



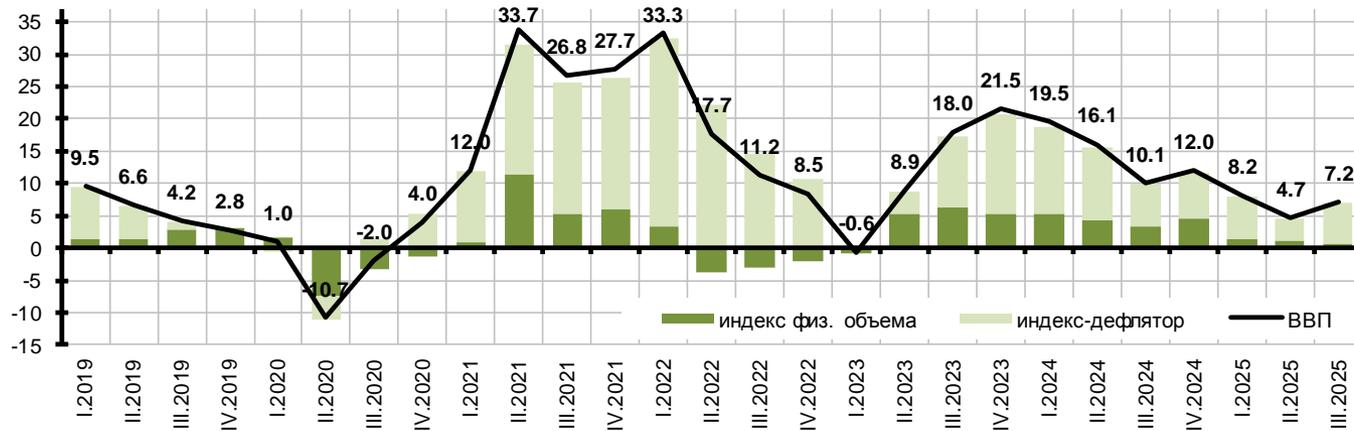
Значение сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию в ноябре 2025 г. заметно увеличилось и достигло 0.44 (месяцем ранее оно составляло 0.32), оставаясь выше критического порога (0.18). Это означает, что СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте скользящего года (до июля 2026 г. включительно) российская экономика с высокой вероятностью войдет в рецессию. Продолжению роста значения СОИ входа в рецессию способствовала негативная динамика частных индикаторов, входящих в его состав: ухудшение экономической динамики в США (снижение значений сводного опережающего индикатора экономической динамики по США, рассчитываемого OECD); повышение вероятности возникновения системного банковского кризиса (рост значения соответствующего СОИ); снижение сальдо счета текущих операций платежного баланса России (за скользящий год); уменьшение позитивного влияния инерционного фактора (устойчиво снижается темп прироста физического объема ВВП за скользящий год).



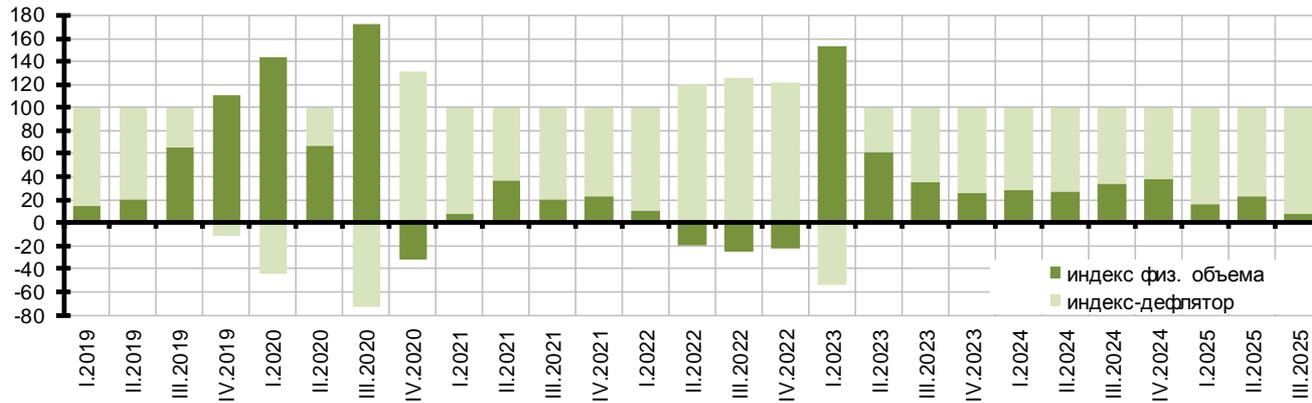
Значение сводного опережающего индикатора (СОИ) выхода российской экономики из рецессии в ноябре 2025 г. продолжало снижаться и составило 0.05 (месяцем ранее было равно 0.10), оставаясь заметно ниже критического порога (0.35). Таким образом, данный СОИ третий месяц подряд продолжал подавать сигнал о том, что приближающаяся рецессия может оказаться затяжной (длящейся более года). Однако для того, чтобы сигнал был «засчитан», система должна подавать его на протяжении двенадцати последовательных месяцев.

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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

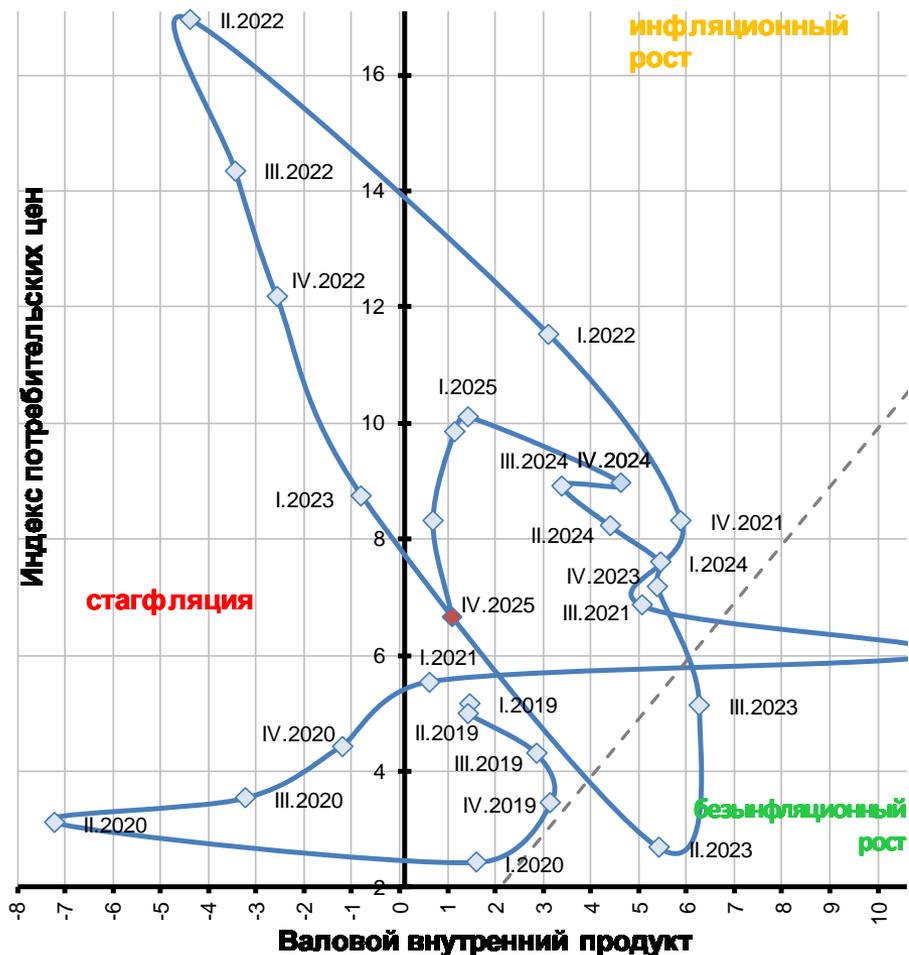


В III кв. на уровне экономики в целом соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска ухудшилось: в ситуации, когда прирост спроса почти остановился, а цены продолжают расти, почти весь прирост спроса в текущих ценах «уходит» в рост цен, а не в расширение физических объёмов ВВП.

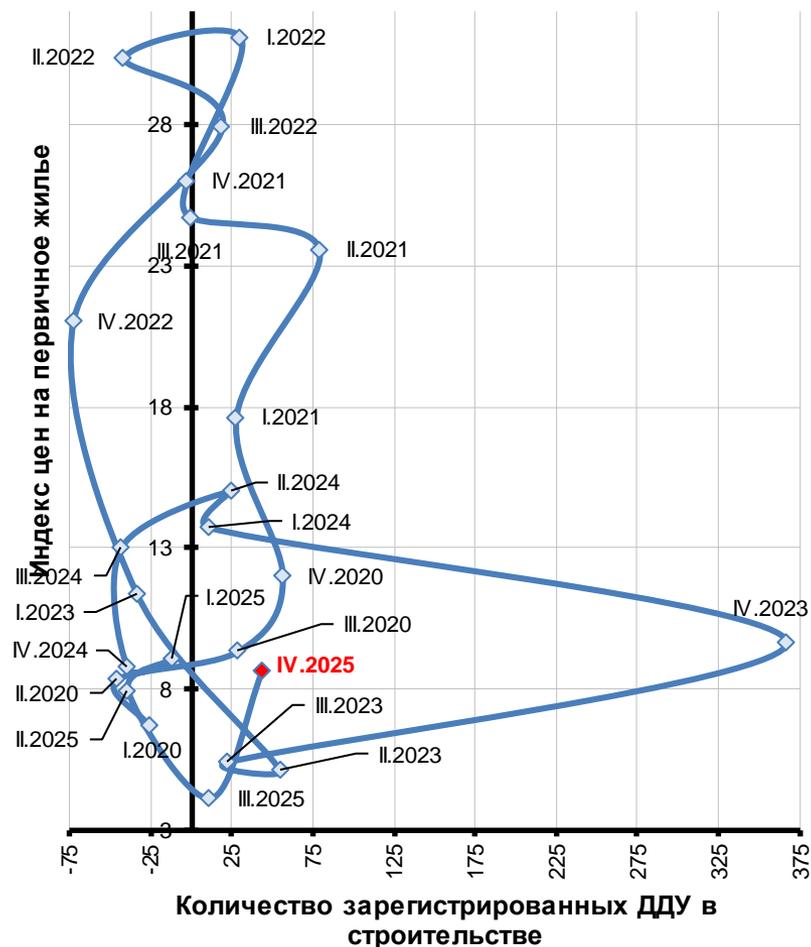
Подчеркнем, что выводы здесь надо делать осторожно из-за крайне низкого качества данных о дефляторах.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



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



В IV кв. ситуация в *российской экономике* оставалась, в целом, напряженной. Хотя уровень инфляции несколько снизился, экономическая динамика тоже остается умеренной – и без явных признаков улучшения. Соответственно, экономика продолжает находиться «в одном шаге» от впадения в стагфляцию.

На рынке жилья в IV кв. ситуация чуточку улучшилась: на фоне очень умеренного роста цен на жильё количество зарегистрированных сделок несколько увеличилось (пока, конечно, положительные выводы делать рано).

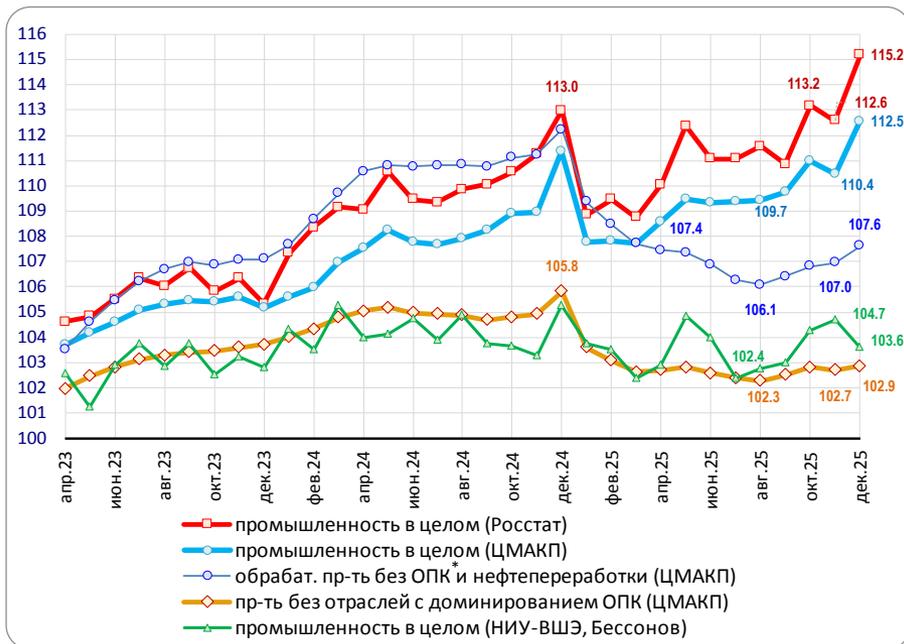
Динамика промышленного производства

Темпы прироста к предыдущему месяцу,
сезонность устранена, %

	II кв.	III кв.	IV кв.	ноябрь	декабрь
Промышленное производство					
данные Росстата	0.6	-0.3	1.7	-0.2	2.3
оценка ЦМАКП	0.5	0.1	0.8	-0.5	1.9
Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	0.4	0.2	-0.1	-0.2	-0.6
Обрабатывающие производства	0.6	0.1	1.6	-0.5	3.6
Производство пищевых продуктов	0.1	-0.1	0.0	-0.5	0.6
Сырьевые производства	-0.3	-0.7	0.5	0.5	0.4
Производство нефтепродуктов	0.5	-1.2	0.7	0.2	0.5
Товары инвестиционного спроса	-0.7	-2.1	1.1	0.1	3.5
Производство ТДП	-1.8	-1.7	-0.9	-0.7	2.3
Производство непродовольственных товаров повседневного спроса	0.6	-0.4	1.3	1.8	-0.5
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.2	-0.1	-0.5	-1.6	0.1

В декабре произошёл резкий рост *объёмов промышленного производства* – на 2.3% к ноябрю, в результате выпуск достиг исторического максимума (сезонность устранена). Индекс относительно соответствующего периода предшествующего года (СППГ) подскочил в декабре до 103.7% после 100.4% в ноябре. Оценки ЦМАКП фиксируют аналогичную картину, но с меньшей волатильностью.

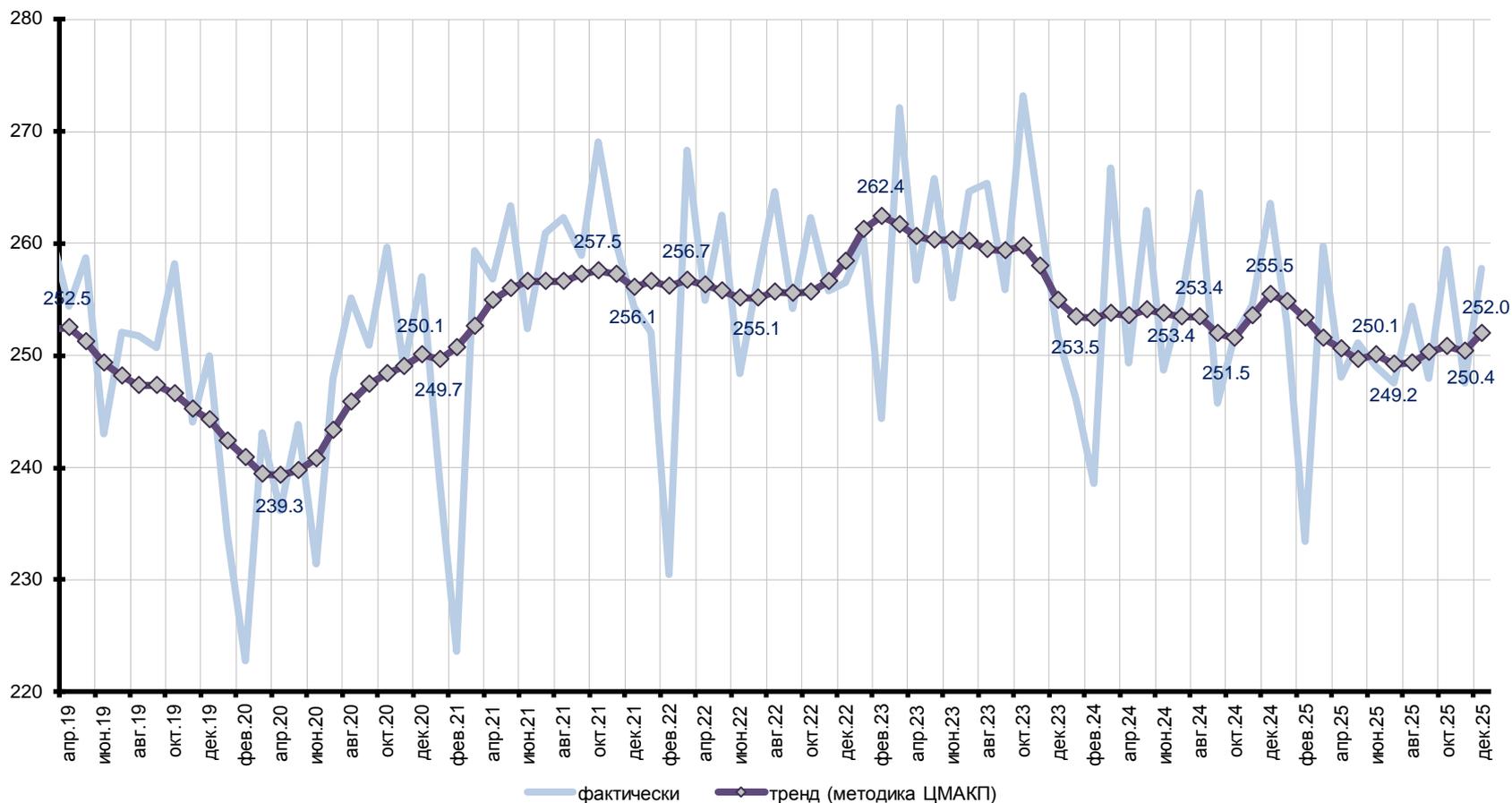
**Среднемесячный уровень 2021 = 100,
с исключенной сезонностью**



Однако, следует подчеркнуть, что такие данные не свидетельствуют о благоприятной конъюнктуре. Весь позитив последних нескольких месяцев связан преимущественно с увеличением выпуска в секторах со значимым присутствием оборонных производств. Выпуск по гражданскому сегменту промышленности стагнирует со II кв. 2025 г. (после снижения в I кв.).

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

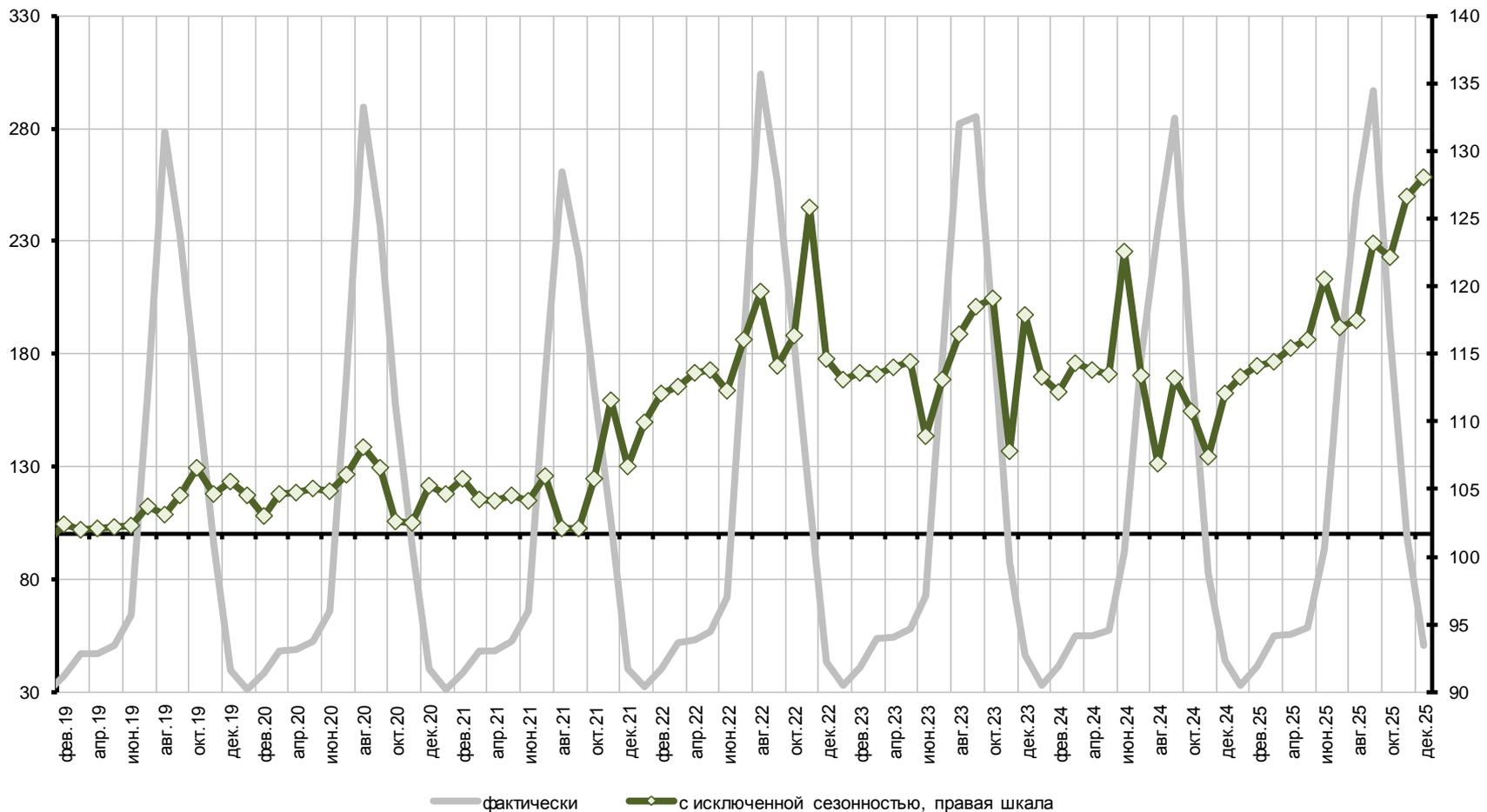
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)¹



Интенсивность *грузооборота транспорта (без учета трубопроводного)* в IV квартале проявлялась в едва заметных признаках восстановления (после снижения в первой половине прошлого года и последующей стагнации). В целом же, интенсивность грузооборота остается умеренной (на 3.4% меньше, чем среднемесячный уровень 2023 г., когда грузооборот был на исторически самом высоком уровне).

¹ является косвенным индикатором экономической активности

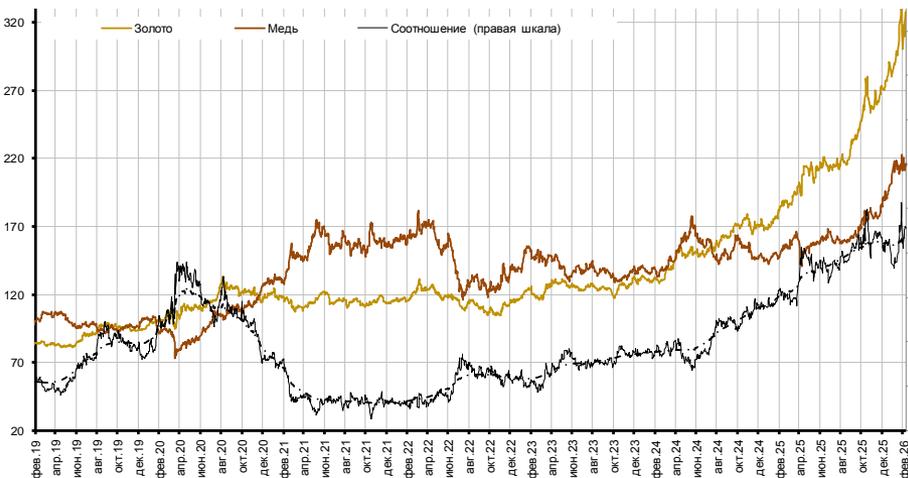
Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



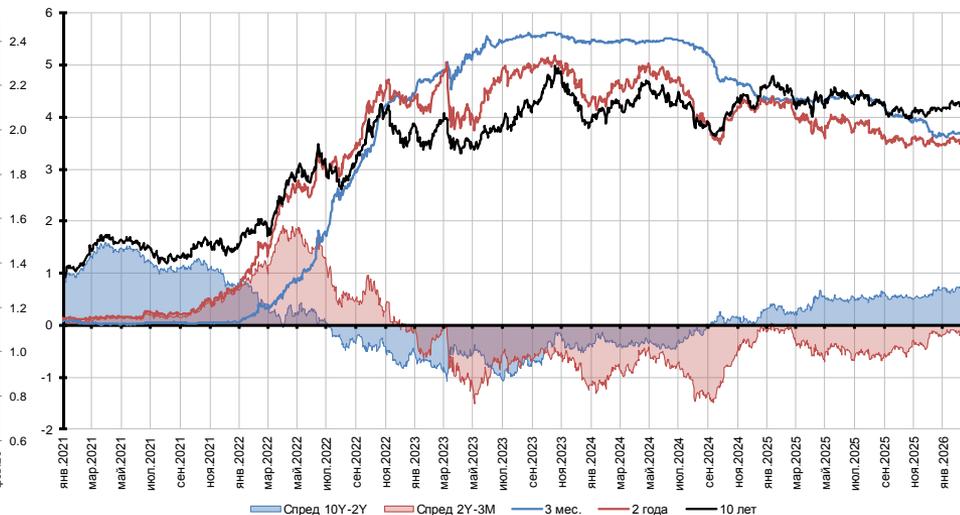
Выпуск в сельском хозяйстве, по состоянию на декабрь, чуть заметно подскочил (действие сезонного фактора устранено). Впрочем, в силу окончания сельскохозяйственного сезона, особого значения эта динамика не имеет.

Индикаторы рисков в мировой экономике

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



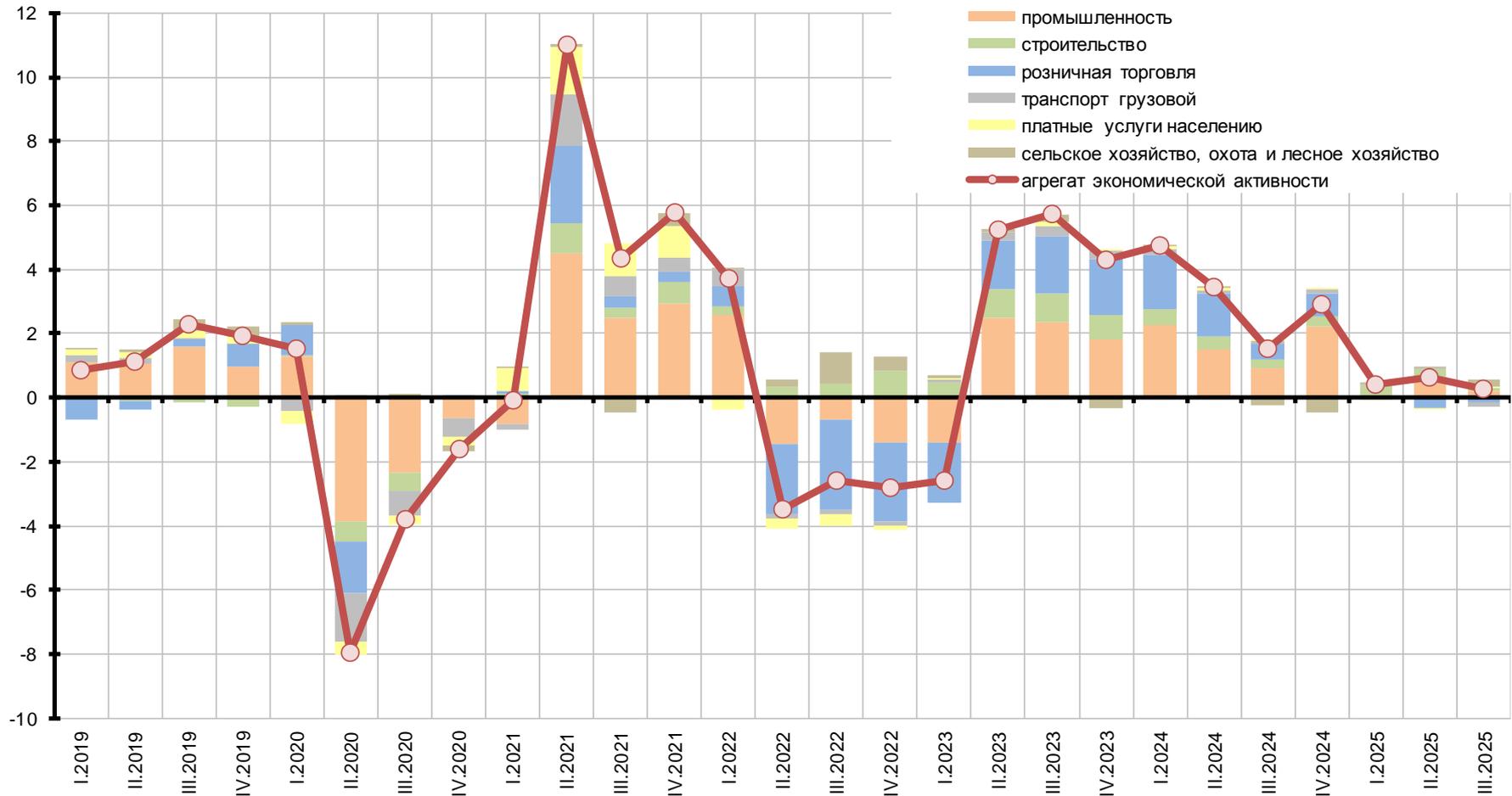
Оценки рисков финансового кризиса в США (доходности ценных бумаг США, % годовых)



На мировых товарных биржах по состоянию на февраль ситуация может быть охарактеризована как неустойчивая стабилизация. Цены на золото (защитный актив) после сильнейшего скачка (реакция на смягчение денежно-кредитной политики в США, переход ряда стран, включая Китай, к приобретению золота вместо американских бумаг, рост воспринимаемых инвесторами рисков) скорректировались и, в целом, вышли на стабилизацию, хотя и очень неустойчивую. Цены на медь («электротехнический товар», индикатор инвестиций в физические активы) также, в целом стабилизировались. Соответственно, индикатор воспринимаемой напряженности «цены на золото / на медь» тоже, в целом, стабилен – хотя и с довольно сильными колебаниями.

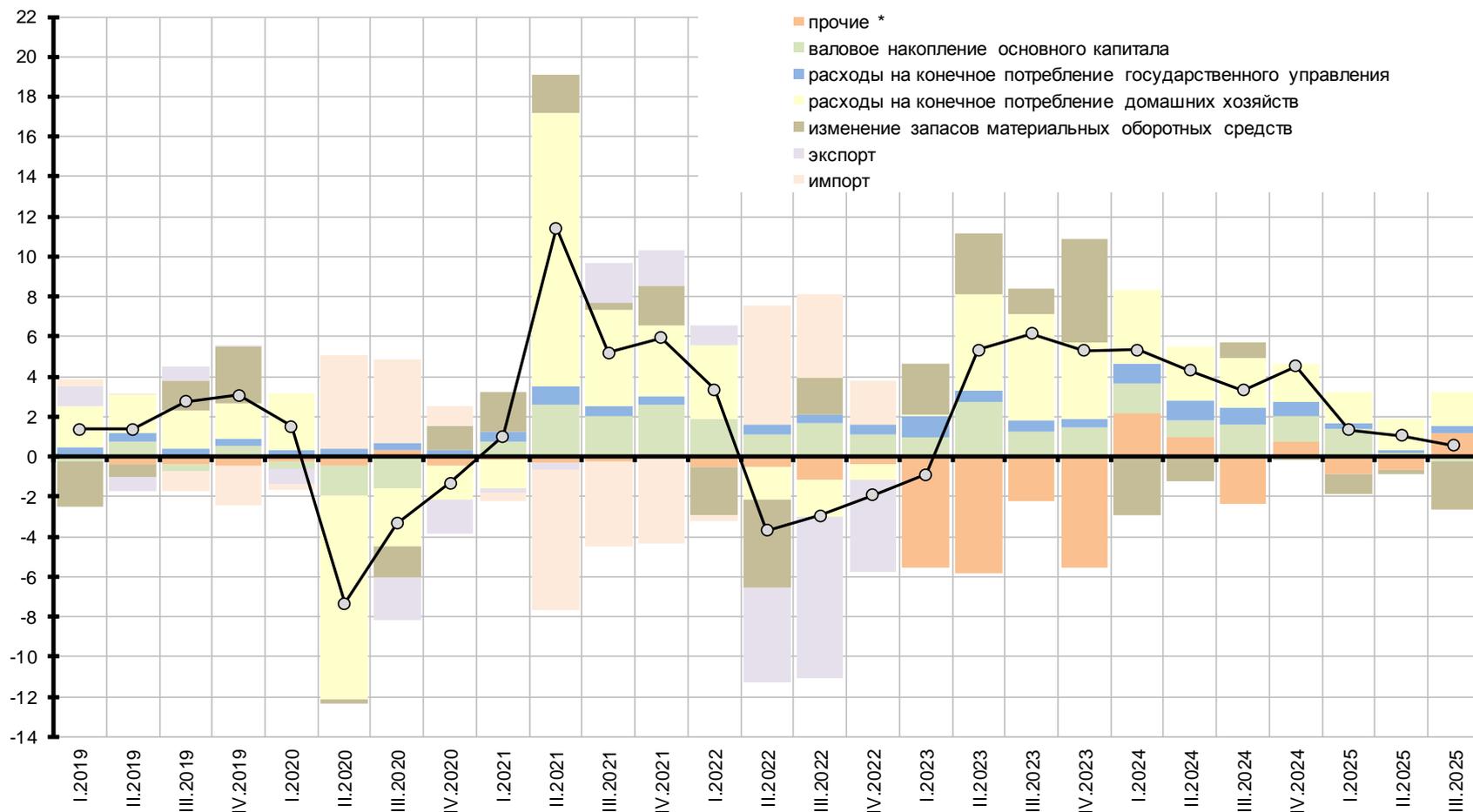
К середине февраля структура доходностей на рынке казначейских бумаг США сместилась умеренно, в целом сохранив ключевые тенденции предыдущих месяцев. Процесс нормализации кривой остаётся постепенным: спред между доходностями 10-летних и 2-летних облигаций (10Y-2Y) уверенно удерживается в положительной зоне и за январь-первую половину февраля несколько расширился, что отражает более устойчивые ожидания по длинному концу (при этом сам наклон остаётся умеренным, без выраженного ускорения). Инверсия краткосрочного участка (2Y-3M) по-прежнему присутствует, но стала заметно менее глубокой по сравнению с концом прошлого года, что указывает на ослабление ожиданий резкого замедления экономики и частичную переоценку траектории политики ФРС. В результате рынок продолжает балансировать между улучшением долгосрочных ожиданий и снижением турбулентности на дальнем участке кривой, с одной стороны, и инерционностью ставок денежного рынка, чувствительных к риторике и данным, – 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.

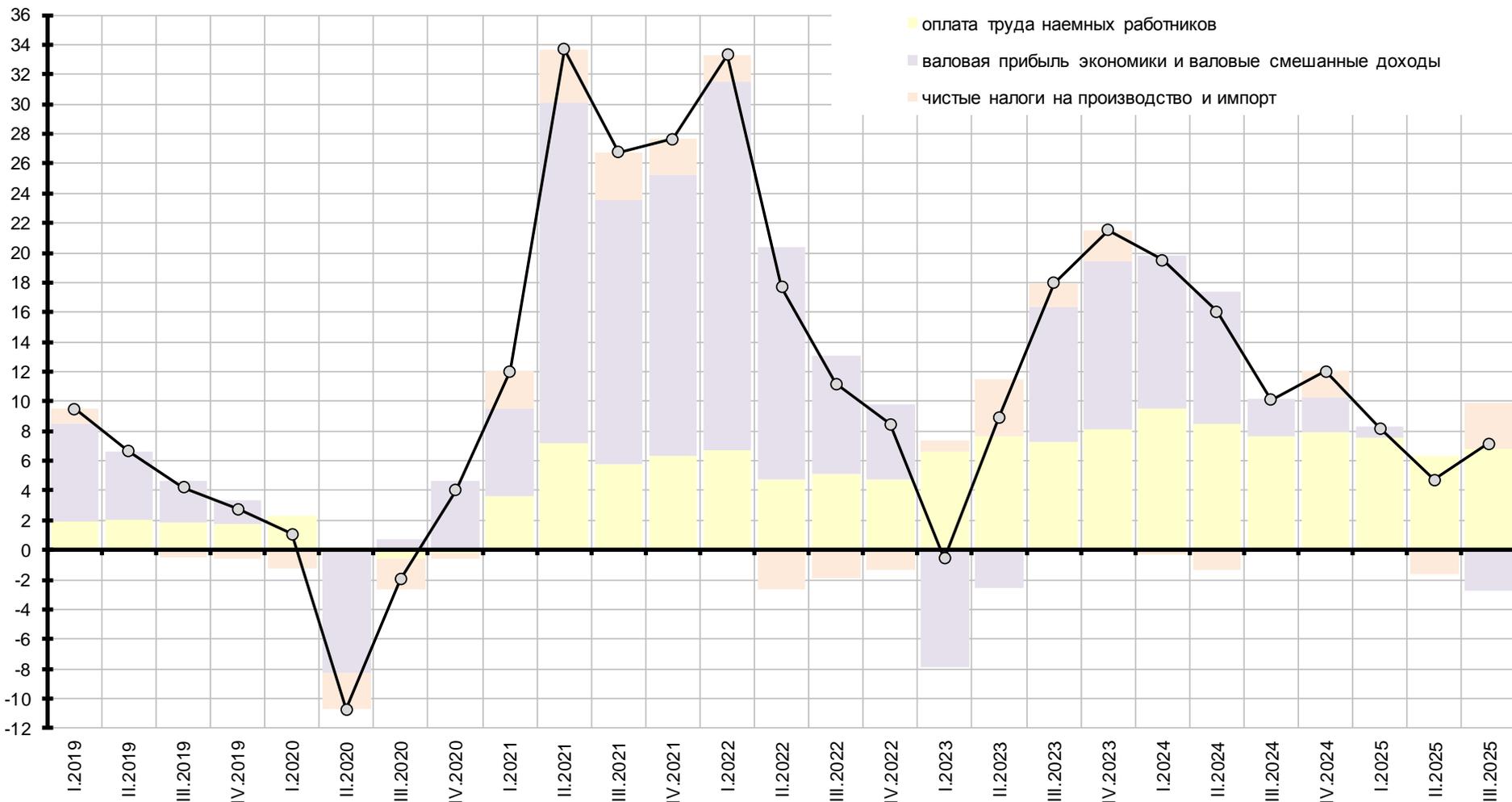
Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)¹



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

Баланс компонентов конечного спроса в III кв. стал заметно неустойчивым. К по-прежнему остающемуся основой экономического роста расширению потребительского спроса (устойчивый фактор) добавился чистый экспорт (весьма конъюнктурный фактор), но сильно «ушел в минус» прирост запасов (фактор, крайне зависимый от краткосрочных ожиданий бизнеса и стоимости кредитов на формирование оборотного капитала).

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

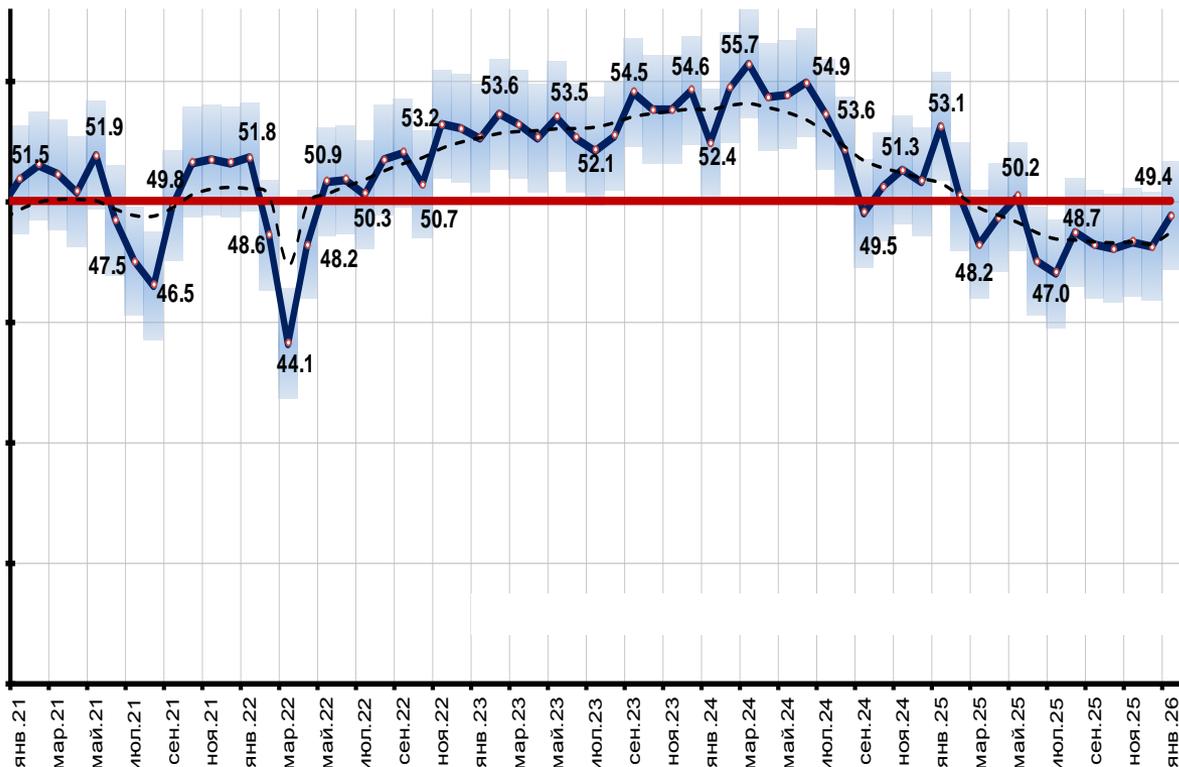


В III кв. в структуре *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год»), в принципе, сохранились и усилились ранее сформировавшиеся тенденции: оплата труда наёмных работников продолжает быстро вытеснять валовую прибыль (инвестиционный ресурс; уже «ушел в минус» по отношению к прошлогоднему). Особенностью (еще в III кв.!) стало быстрое повышение чистых налогов на производство и импорт.

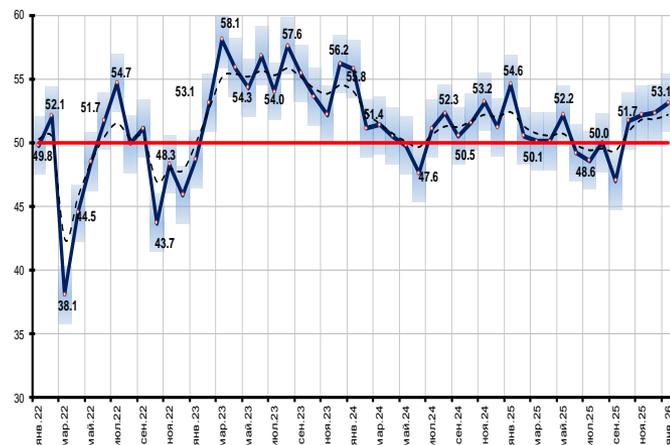
Оценки ситуации и поведение компаний в обрабатывающей промышленности и сервисных компаниях

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

Индекс менеджеров в обрабатывающей промышленности



Индекс менеджеров в сервисных компаниях

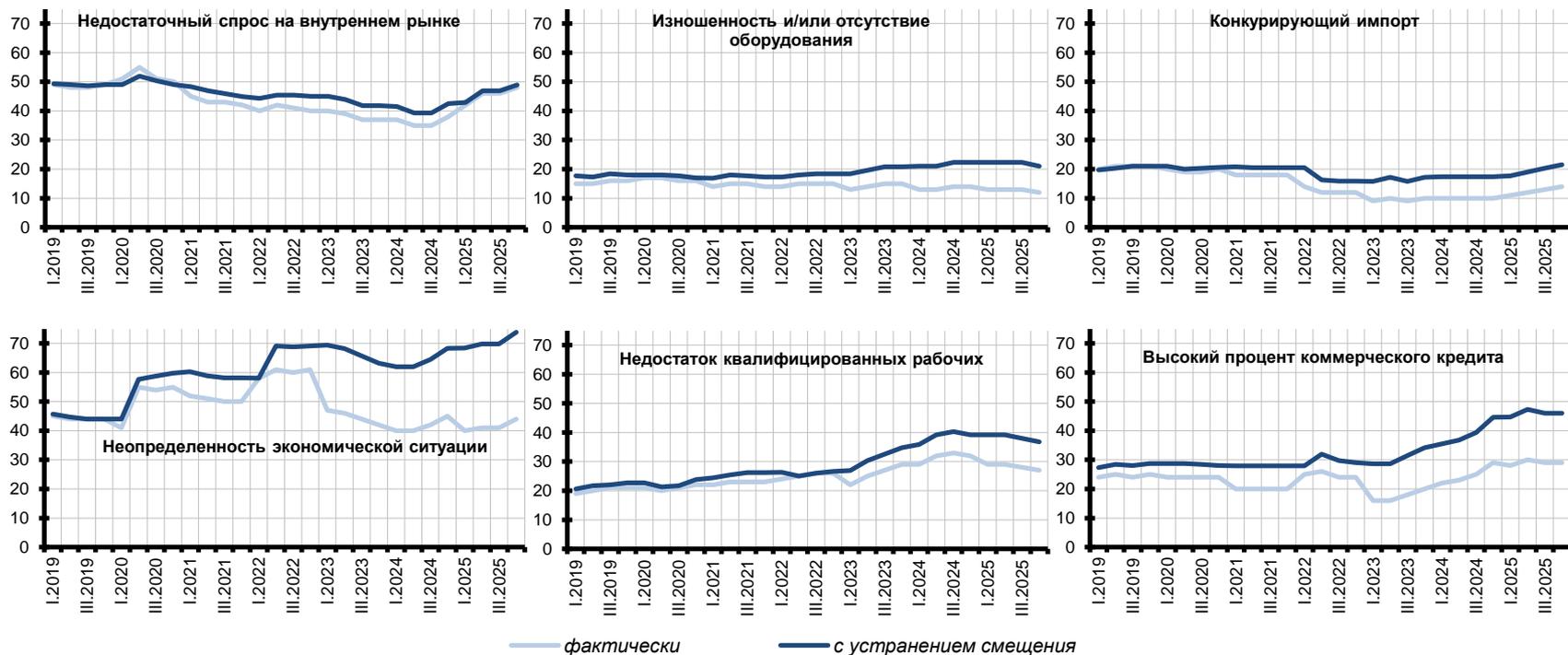


Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей в январе остался в отрицательной (менее 50%) зоне, правда, с лёгкой тенденцией к росту. Как уже отмечалось, столь длительный период негативных ожиданий менеджмента не имеет аналогов в последние годы.

В то же время, индекс PMI в сервисных отраслях находится в устойчиво положительной области. Это, похоже, отражает известный «размен» в производстве и потреблении – в пользу услуг (сервисы, цифровизация) против стагнирующего предложения товаров.

Оценки ситуации и поведение компаний¹

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



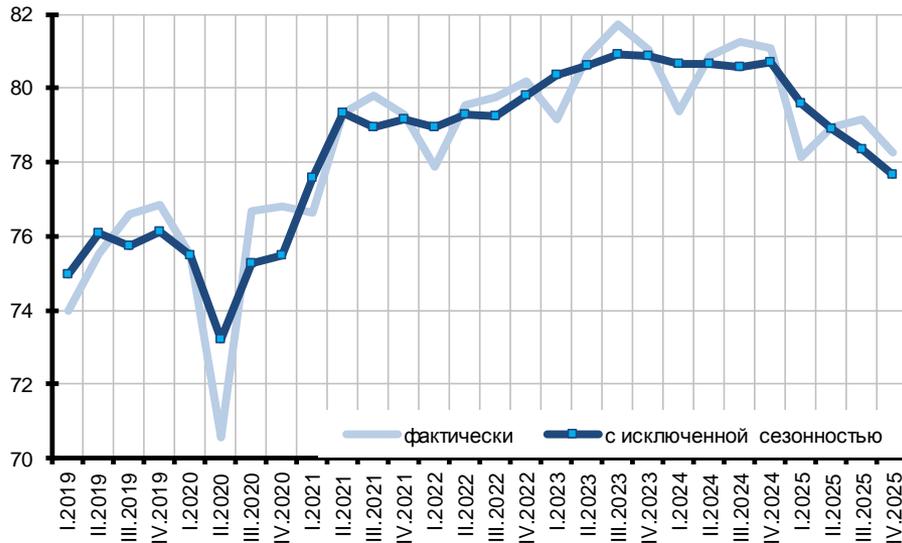
- Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях в IV кв. сохраняются ранее сложившиеся тенденции:
- важнейшим ограничением остаётся неопределённость экономической ситуации (более 70% значимости с тенденцией к медленному росту, здесь и далее – с устранением методологических ошибок;
 - вторыми по значимости остаются (примерно по 50% значимости) дефицит спроса на внутреннем рынке (тенденция к росту!) и высокий процент по кредитам (медленное снижение значимости вместе с ключевой ставкой ЦБ);
 - новой фактор – быстрое снижение значимости ограничений со стороны факторов производства: дефицита рабочих (значимость снижается быстро) и производственного аппарата (значимость невелика и снижается очень слабо).

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

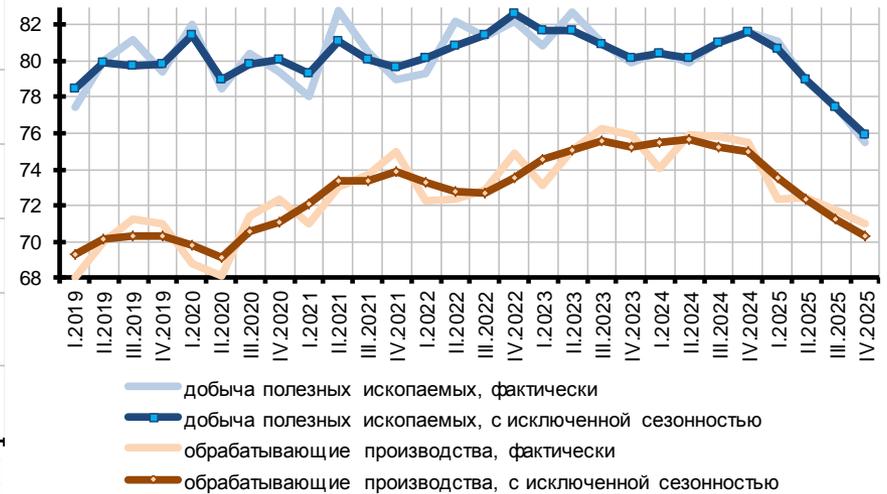
² Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analytics/PROM2024/stavka_2024-10-24-1.pdf

Загрузка производственных мощностей по результатам опросов Банка России¹

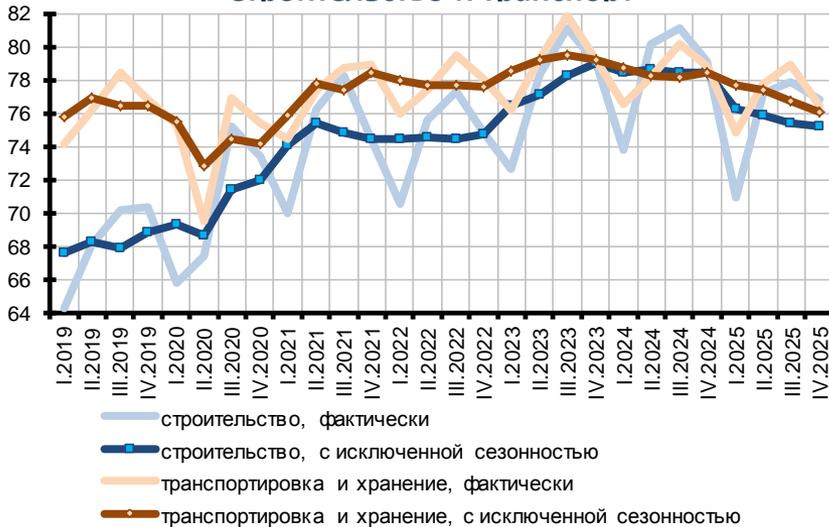
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



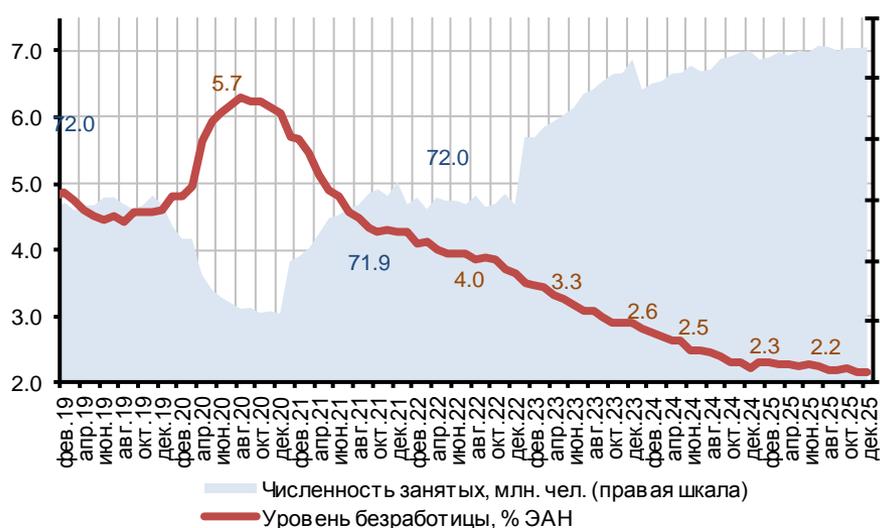
Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в IV кв. в целом по экономике быстро падает. Она вышла на уровень менее 78% (сезонность устранена), то есть, как уже отмечалось, «в целом по экономике» проблемы перегрузки мощностей уже нет, а снижение загрузки имеет фронтальный характер:

- в добыче полезных ископаемых на фоне санкций и политики ОПЕК+ загрузка мощностей продолжает быстро падать, уже устранив ранее острую проблему избыточной загрузки;
- 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 низкими темпами, но поступательно, в настоящее время – до 76% мощностей (сезонность устранена), что, в целом, «накладывается» на низкую динамику транспортных перевозок;
- в строительстве загрузка мощностей падает тоже медленно, выйдя на уровень в 75% (сезонность устранена).

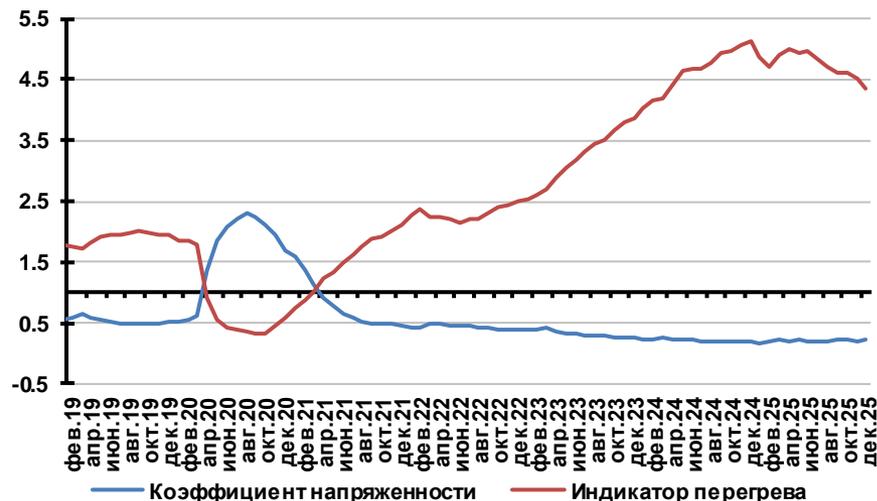
¹ Данные мониторинга предприятий по вопросу "Уровень использования производственных мощностей на предприятии", %

Рынок труда

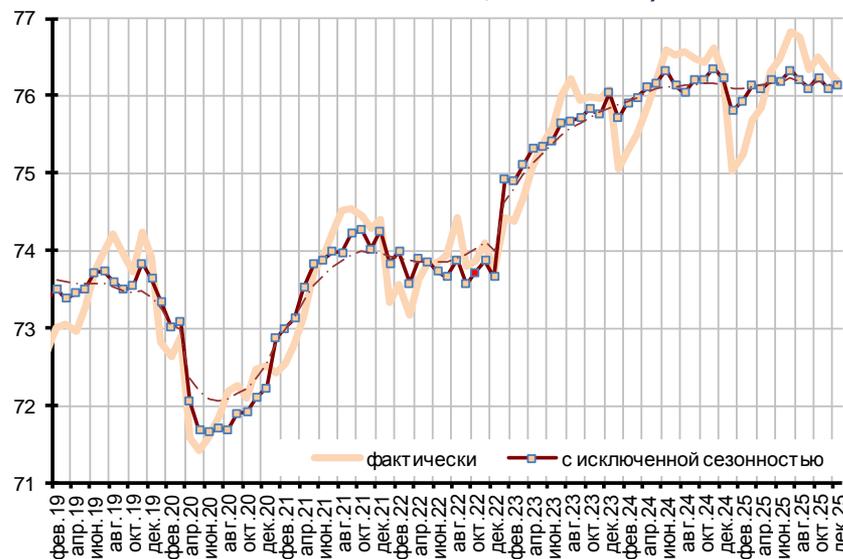
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



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



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



На рынке труда в декабре сохранилась, в целом, стабильная, но потенциально неустойчивая ситуация.

Уровень безработицы уже год стабилен – причем, с тенденцией к постепенному снижению, обновляющему исторические минимумы.

Спрос на труд (с устранением действия сезонного фактора) стабилизировался с небольшой, но довольно устойчивой тенденцией ко снижению – очевидно, это результат тенденций к стагнации экономики.

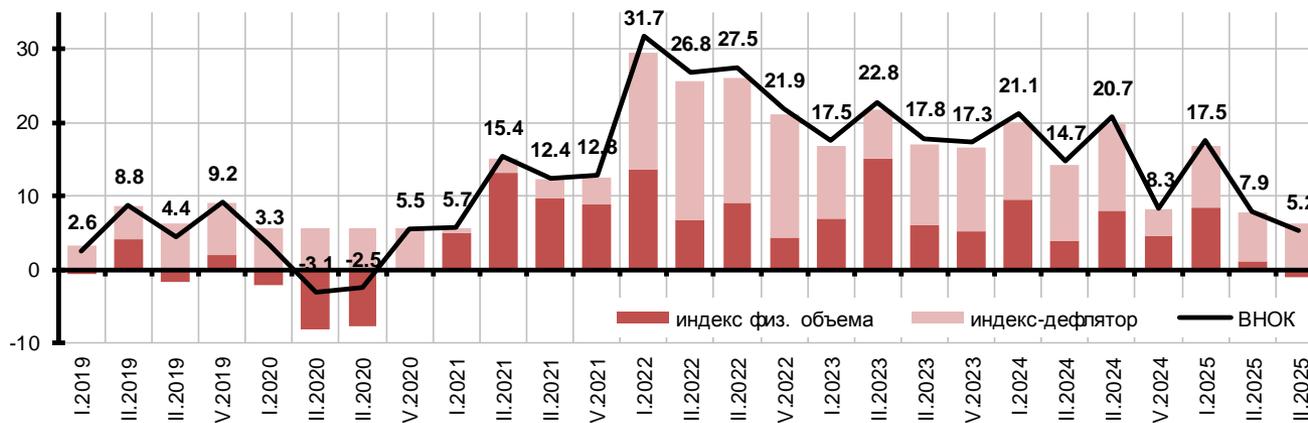
Индикатор перегрева на рынке труда быстро снижается, хотя и находится все еще на исторически высоком уровне.

¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчете на одну вакансию

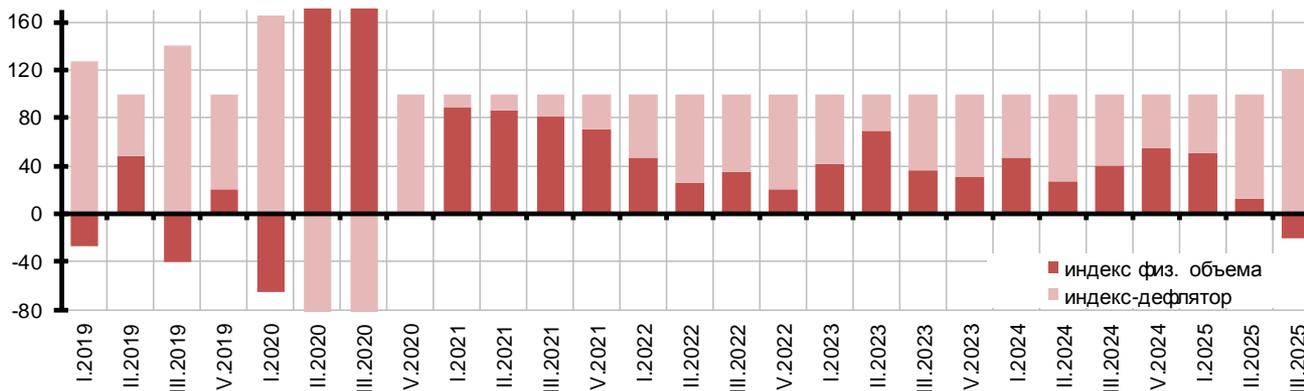
Индикатор перегрева на рынке труда – количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах службы занятости

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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

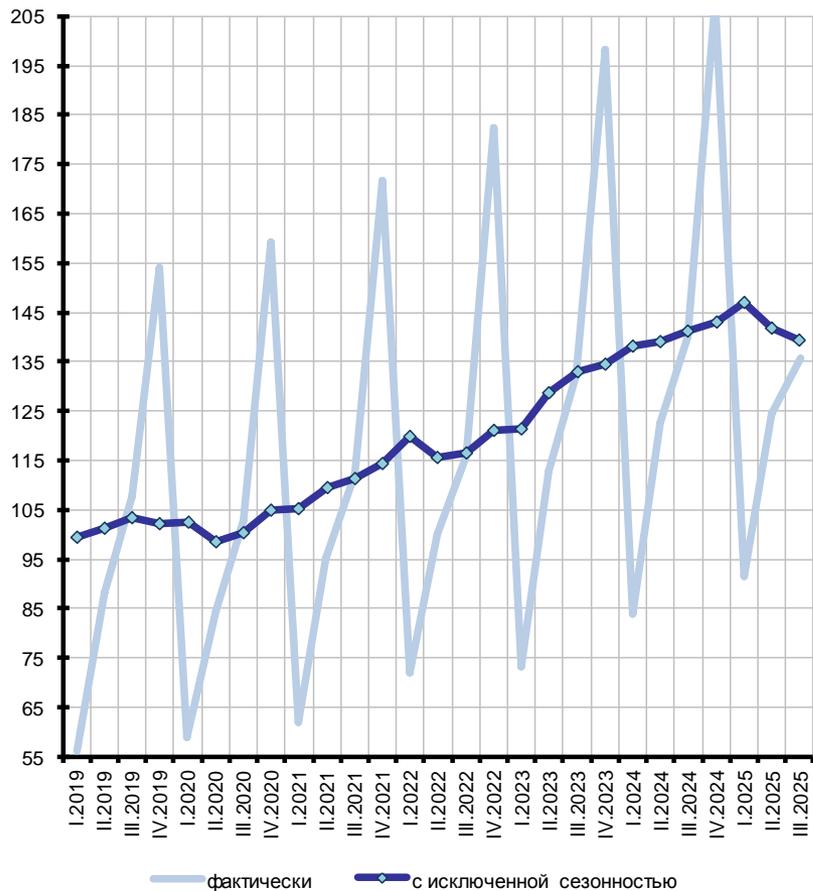


В III кв. в инвестиционной сфере ситуация с *трансмиссией* спроса в рост накопления явно изменилась к худшему: весь прирост спроса по-видимому стал «уходить в цены», а индекс физобъёма ВНОК стал отрицательным, впервые с шока I кв. 2020 г.

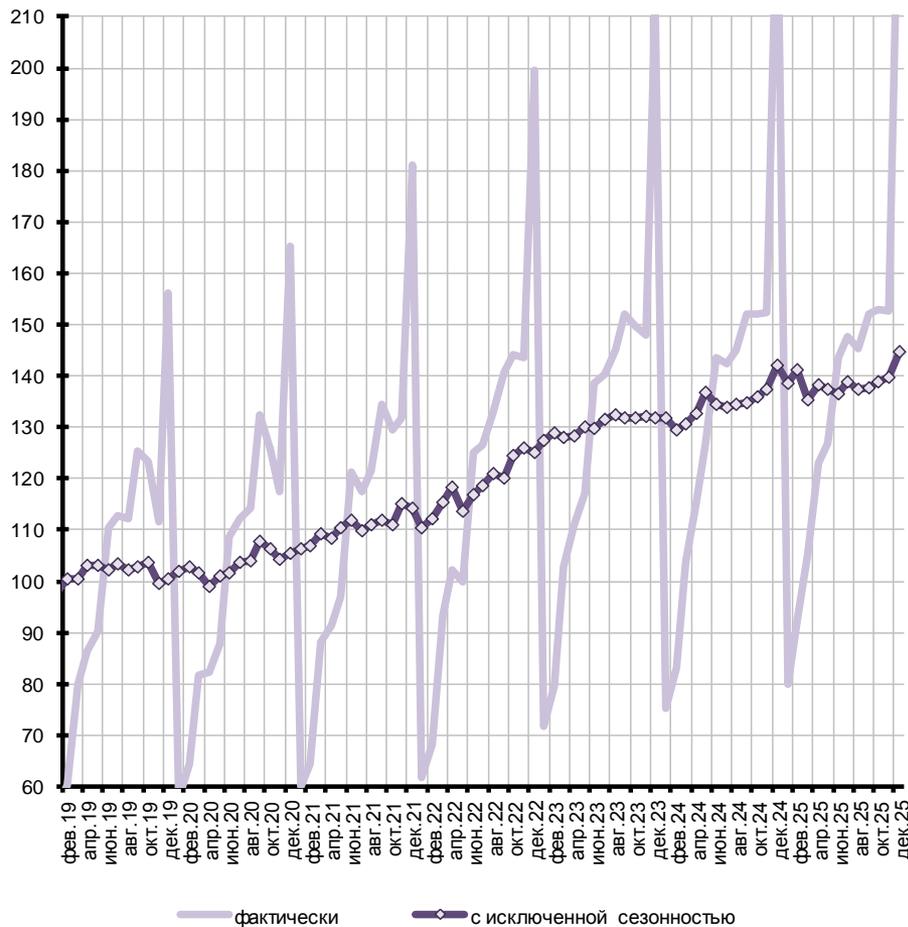
Очень низкое качество информации (индекс-дефлятор по импортному оборудованию не учитывает рост долларовых цен) и методологические проблемы (показатель ВНОК включают в себя, в том числе, и приобретение военной техники с длительным сроком эксплуатации) не дают делать однозначных выводов.

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



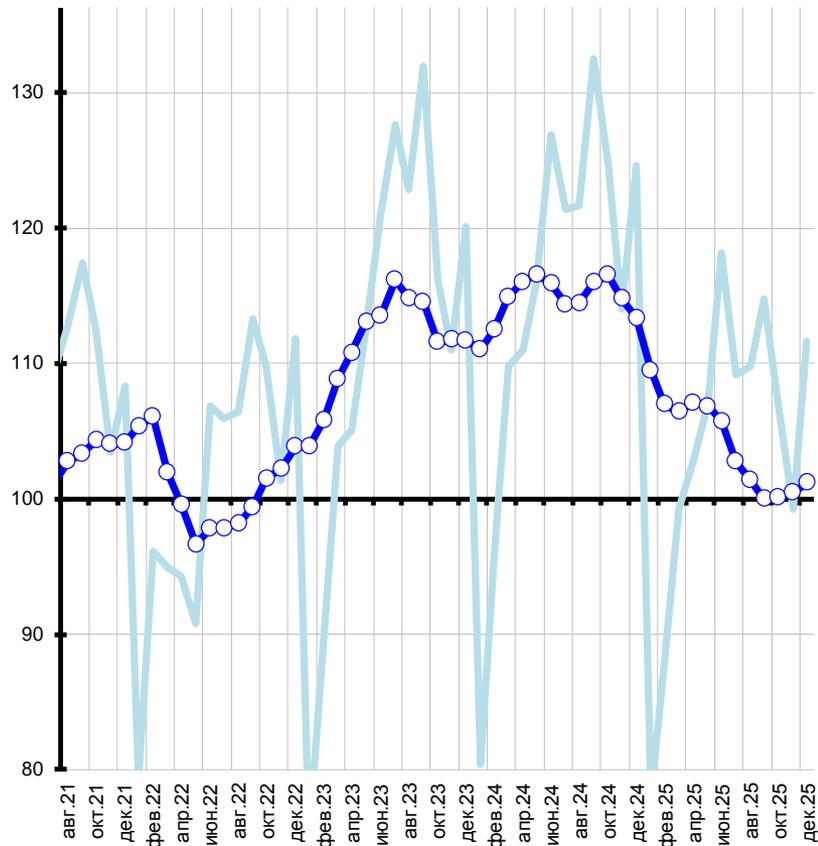
Строительство (% к среднemesячному значению 2018 г.)



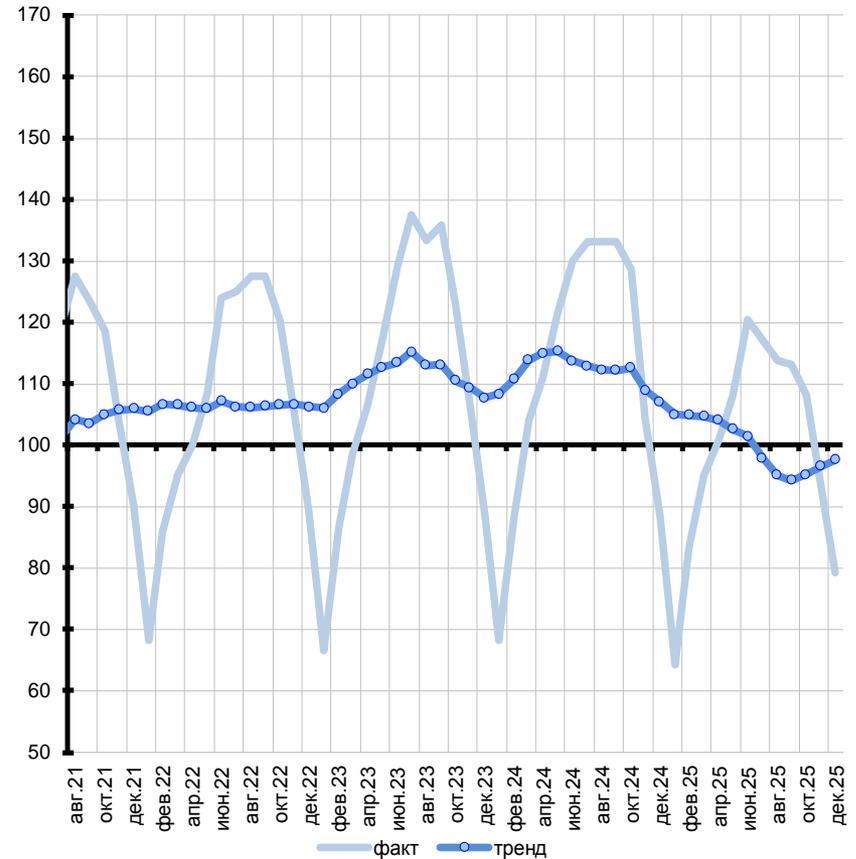
В III кв. *инвестиции в основной капитал* продолжили довольно интенсивно падать (I кв.: +2.9% к предш. кв., II кв.: -3.7%, III кв.: -1.7%, сезонность устранена). Таким образом, кризис в данной сфере перешёл в открытую форму; при этом, применительно к «физическим» инвестициям, ситуация, по всей видимости, заметно хуже. В *строительстве* в конце года отмечен «подскок» (II и III кв. – по 0.3% в среднем за месяц, октябрь: +0.9%, ноябрь: +0.5%, декабрь: +3.6%, сезонность устранена), что никак не соответствует данным о производстве стройматериалов. Скорее всего, причина – в необычно масштабном (не «снятым» полностью сезонным фильтром), но в целом, обычном для конца года скачке вводов в эксплуатацию строительных объектов. В начале 2026 г., соответственно, можно ожидать «чисто статистической» коррекции – которая, аналогично, не будет означать поворота к худшему.

Оценка текущей инвестиционной активности (среднемесячное значение 2021 г. = 100)

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



Предложение стройматериалов



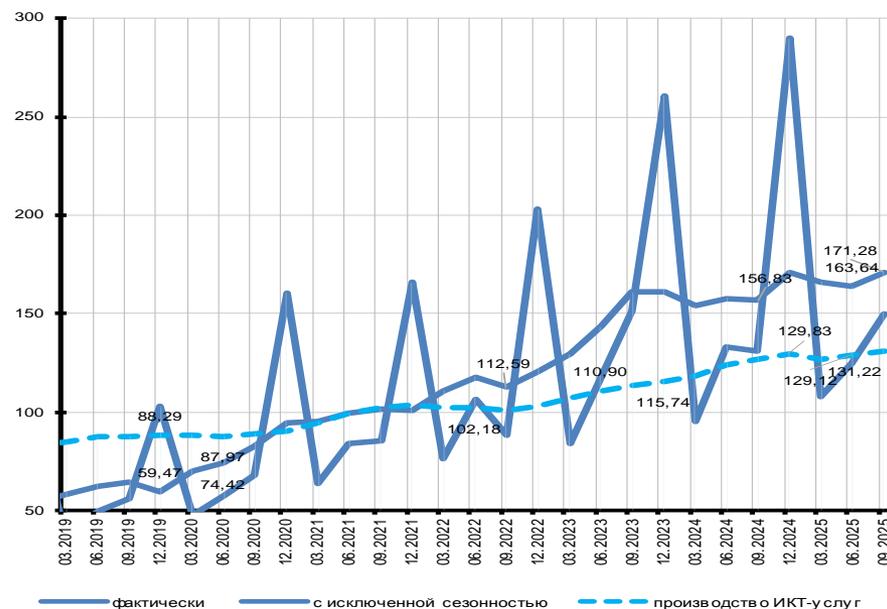
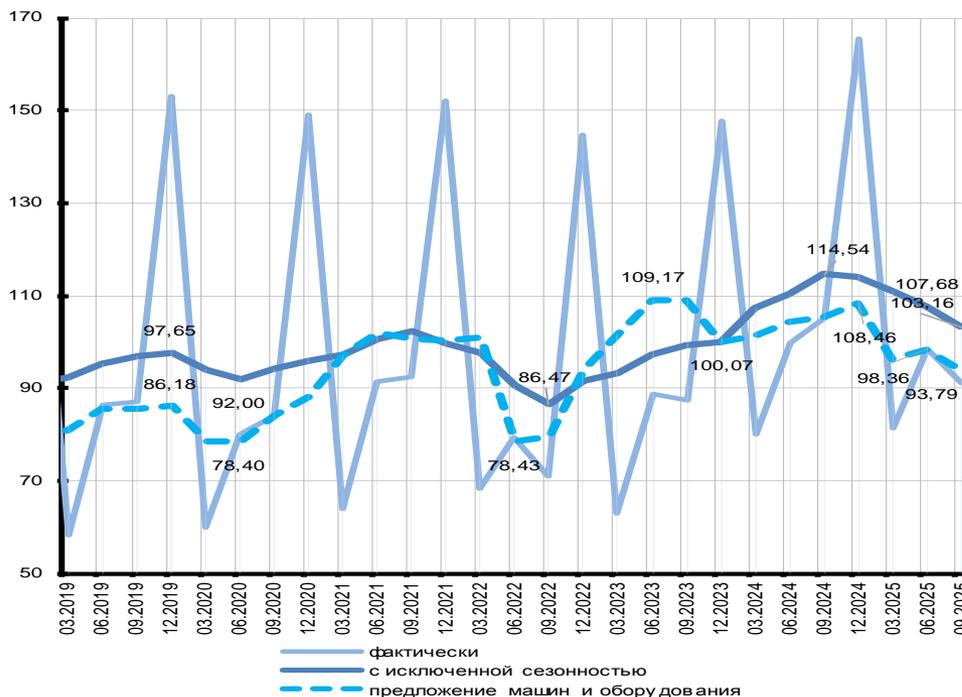
Инвестиционная активность (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ), после быстрого падения, продолжавшегося со второй половины 2024 г., в конце прошлого года стабилизировалась. И хотя в последние несколько месяцев начали просматриваться признаки ее восстановления, с учетом уже накопленной глубины спада, положительно характеризовать ситуацию не приходится. По сравнению со среднемесячным уровнем середины 2024 г. предложение инвестиционных товаров в декабре оценивается в 88.2%. Одновременно, это лишь на 4% 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.

Инвестиции в машины и оборудование и в объекты интеллектуальной собственности

Инвестиции в машины и оборудования и объем предложения машин и оборудования

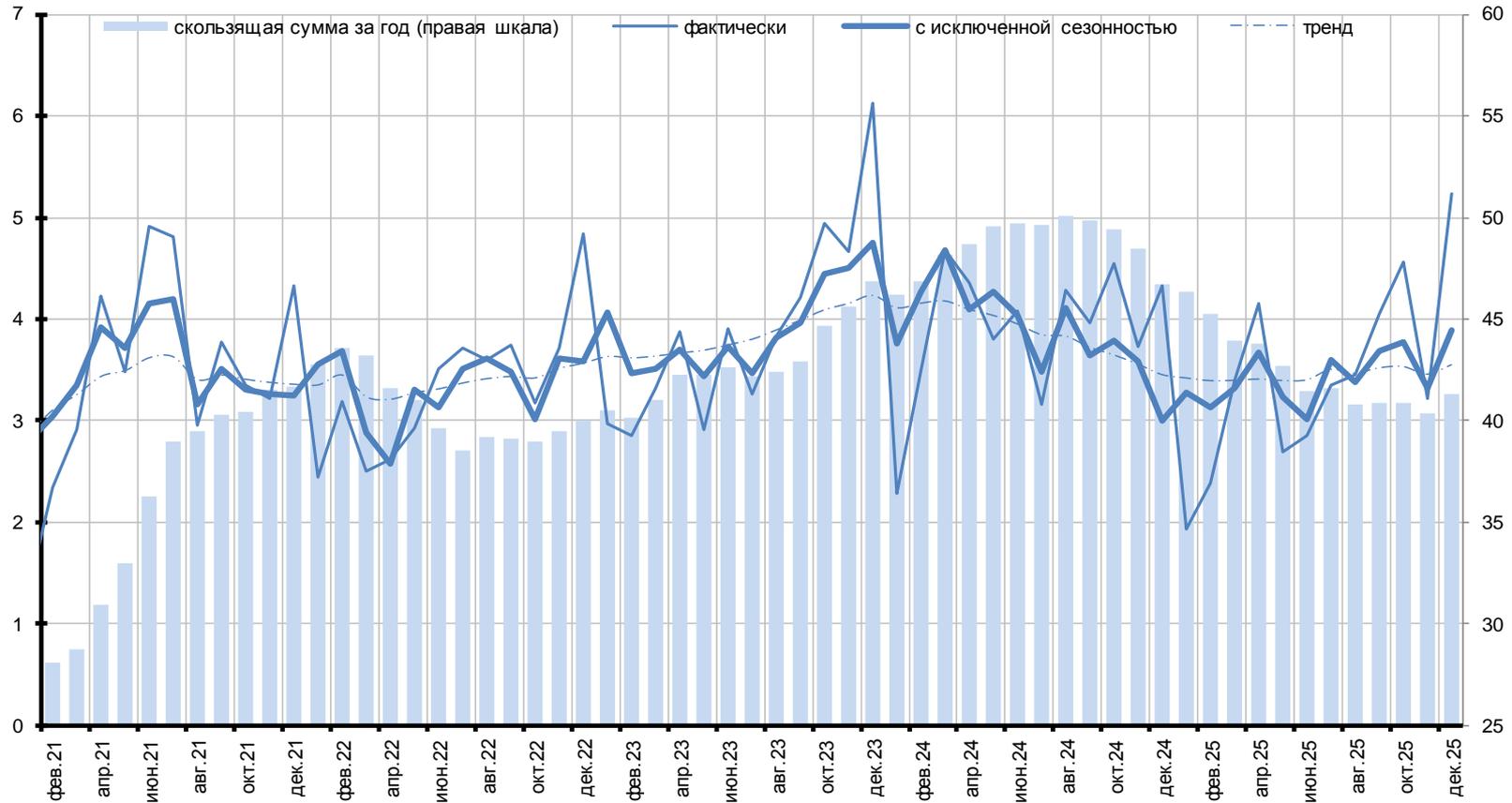
Инвестиции в объекты интеллектуальной собственности и предложение ИКТ-услуг



В части инвестиций в производимые активы ситуация остаётся крайне сложной. *Уровень инвестиций в машины и оборудование* снижается уже с середины 2025 г. (сезонность устранена), причём это хорошо подтверждается динамикой предложения машин и оборудования.

В части *инвестиций в объекты интеллектуальной собственности* (главным образом, программное обеспечение; сезонность устранена) наблюдается стабилизация. При этом, ранее накоплен, переставший возрастать в последние полгода, значительный разрыв с динамикой производства ИТ-услуг. Если не учитывать действие чисто статистического фактора (объекты все же разные), корневая причина, похоже – в «скрытом импорте» кода/программного обеспечения и/или в неполном импортозамещении, когда российский продукт содержит значительные объёмы «замещаемого» кода и/или библиотек, утилит и т.д.

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

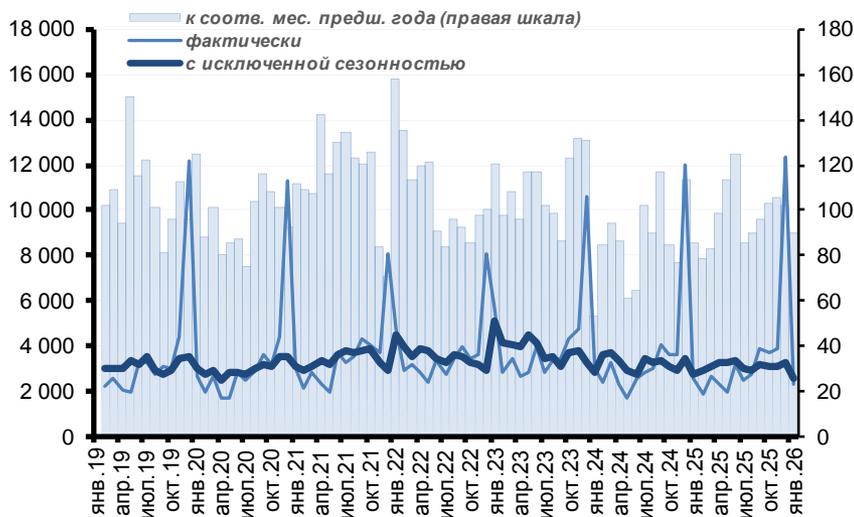


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в декабре чуть подскочило (сезонность устранена). Впрочем, это лишь локальный эффект, отчасти связанный с компенсацией снижения в предшествующий месяц, отчасти, вероятно – с чисто статистическими причинами. Реально речь идет лишь о стабилизации на уровне, примерно, лета 2022 г.

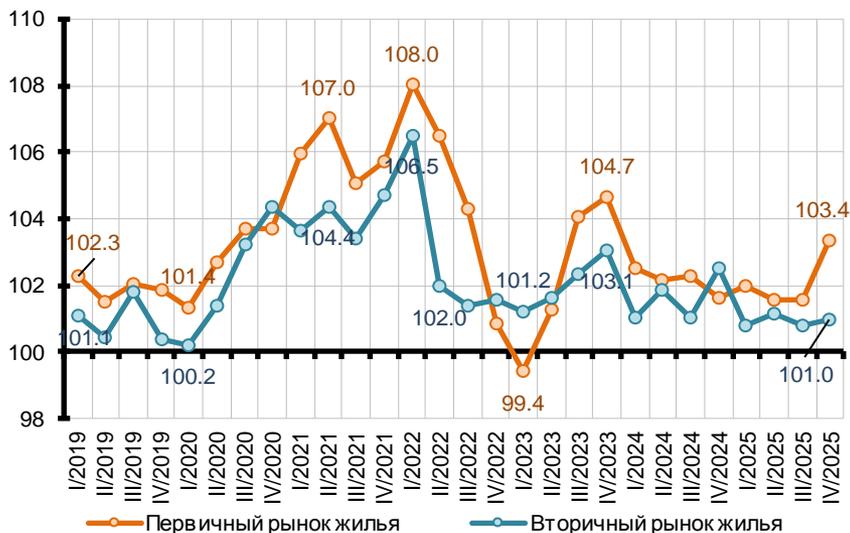
Рынок жилой недвижимости

Строительство многоквартирных домов



В декабре 2025 г. объем ввода многоквартирных жилых домов вырос на 2.3% по отношению к аналогичному месяцу прошлого года. Тем не менее, по итогам 2025 г. показатель снизился на 2.1% по сравнению с 2024 г. В январе 2026 г. объем введенного многоквартирного жилья оказался ниже на 9.9% относительно января 2025 г.

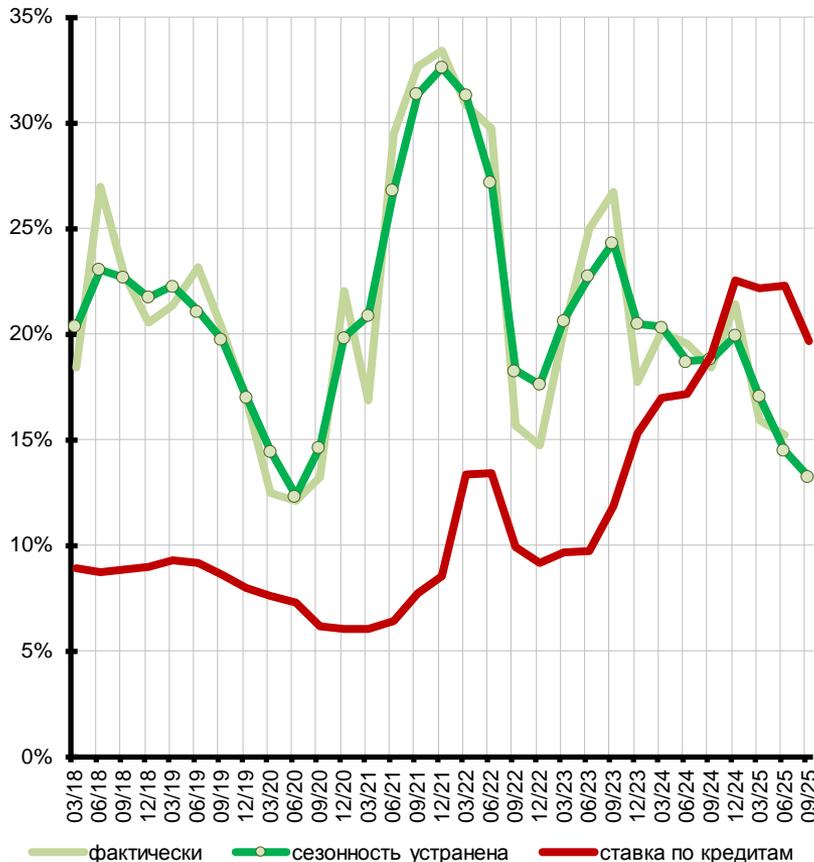
Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)



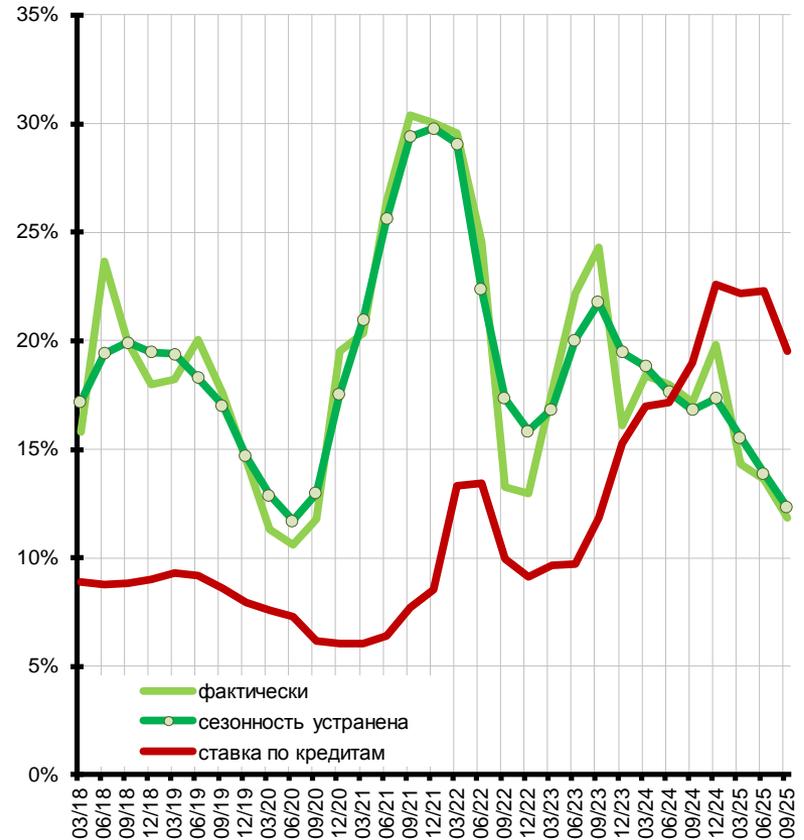
В IV кв. 2025 г. на *первичном рынке жилья* ускорился рост цен (+3.4%), на *вторичном рынке жилья* сохраняется слабая положительная динамика цен (+1.0%). Спрос на рынке жилой недвижимости растет, о чем свидетельствует увеличение числа сделок и выдач ипотечных кредитов. На *первичном рынке жилья* количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) в IV кв. по сравнению со III кв. 2025 г. увеличилось на 50.6%. Ипотечное кредитование при этом выросло на 64.4% по количеству выдач и на 64.0% по их объему. Скорее всего, активность покупателей в конце года связана с ожидающимися в 2026 г. изменениями условий выдачи семейной ипотеки (с 1 февраля на одну семью можно будет оформить лишь одну семейную ипотеку; обсуждается введение дифференциации ставок по ипотеке в зависимости от количества детей в семье). На *вторичном рынке жилья* в IV кв. по сравнению со III кв. 2025 г. также отмечен рост ипотечного кредитования: +39.6% по количеству выдач и +46.3% по их объему, что, по-видимому, связано со смягчением денежно-кредитной политики Банка России.

Ставка по кредитам и рентабельность промышленности

Рентабельность оборотного капитала^{1, 3}



Рентабельность собственного капитала^{2, 3}



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.

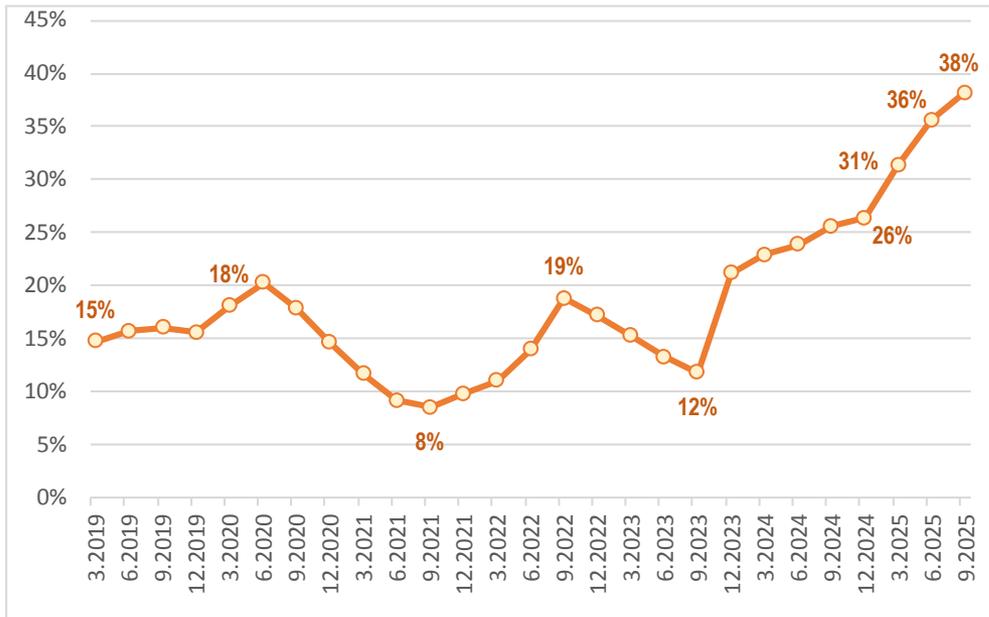
¹ отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу

² отношение прибыли-убытка до налогообложения к собственному капиталу

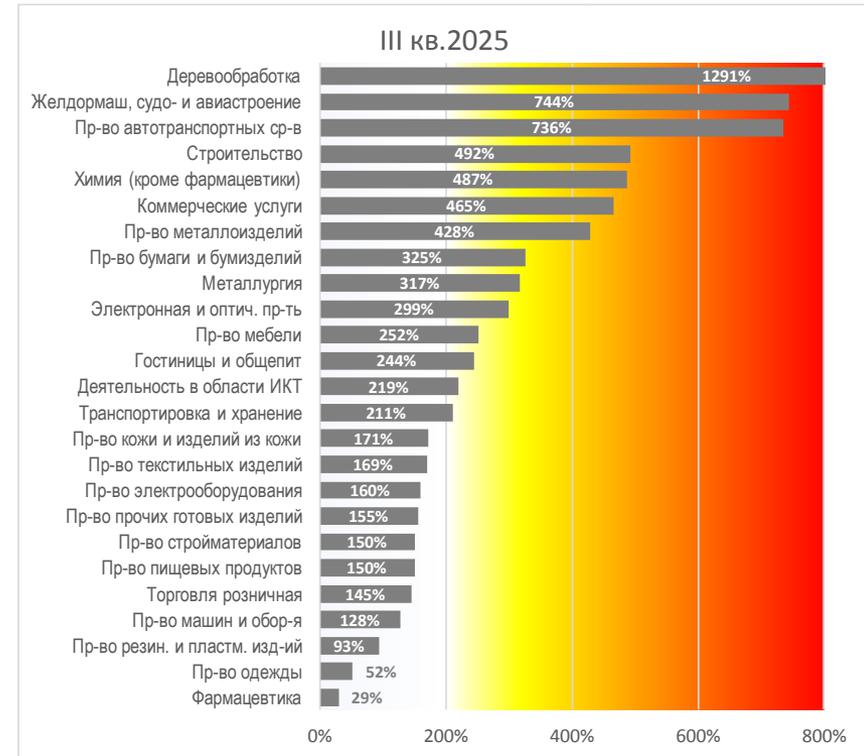
³ соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Долговое давление на компании

Соотношение процентных платежей и прибыли до уплаты процентов (ЕВИТ)¹



Чистые обязательства компаний, % к EBITDA¹



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.

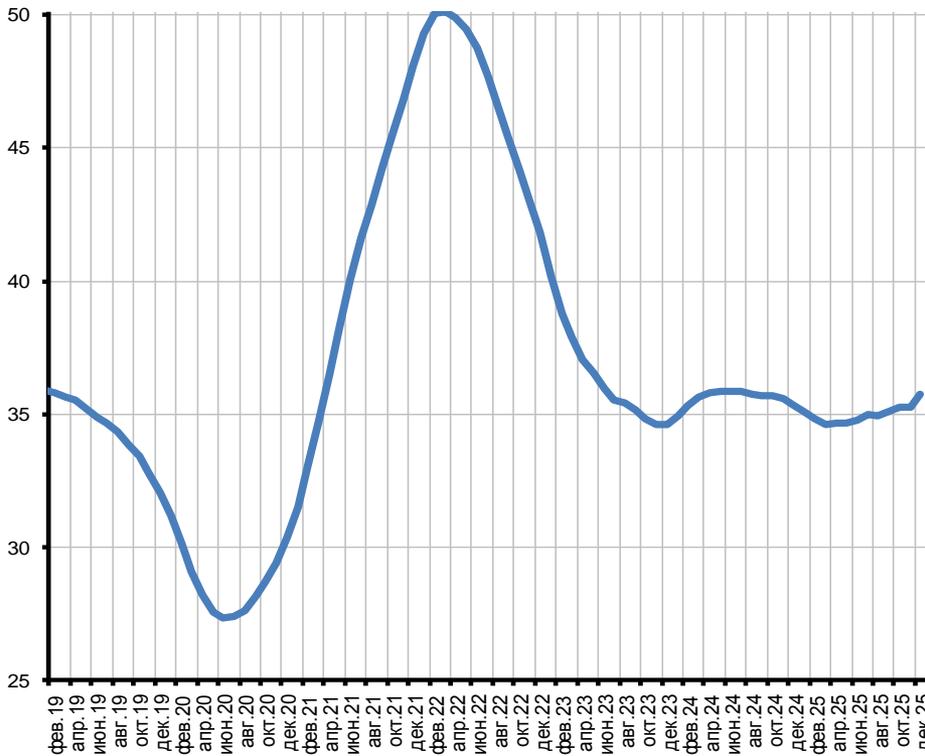
EBIT – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата и процентов к уплате

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

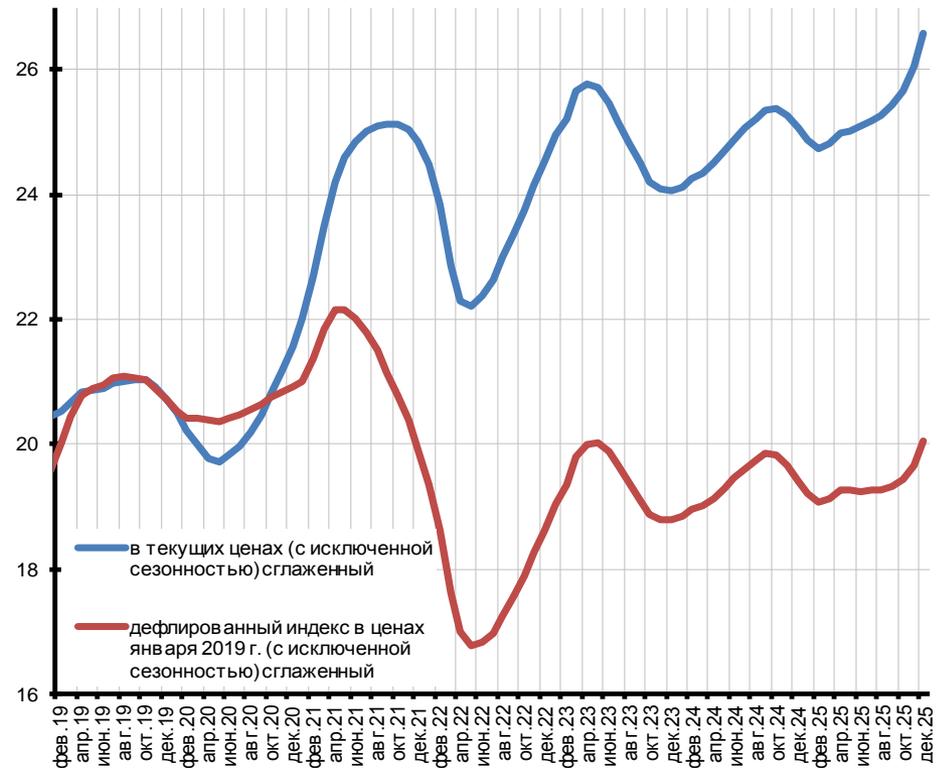
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере выхода данных по рентабельности за IV кв. 2025 г.

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

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.) ¹



Динамика импорта товаров^{1, 2} (млрд. долл.)



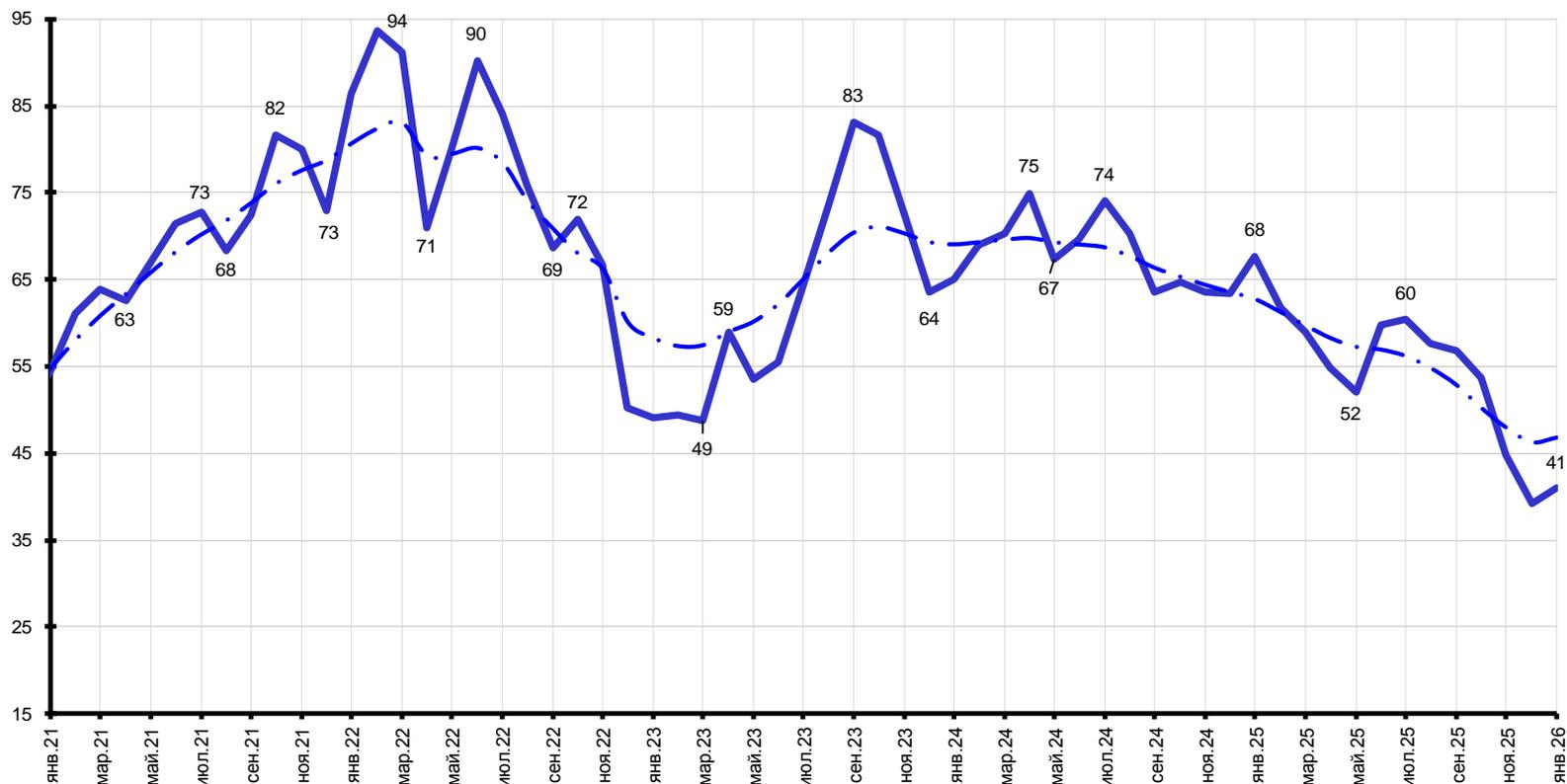
Экспорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на декабрь стал очень медленно увеличиваться – вероятнее всего из-за ценового фактора. С учётом динамики мировых цен, в физическом выражении уровень российского экспорта, вероятно, несколько снижается из-за новой волны санкций США против российских нефтяных компаний.

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена), по состоянию на декабрь, «развернулся» и стал возрастать в текущих ценах. Пока не вполне ясно, идет ли речь о новой тенденции, связанной с укреплением рубля, или о лишь временном «подскоке».

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

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

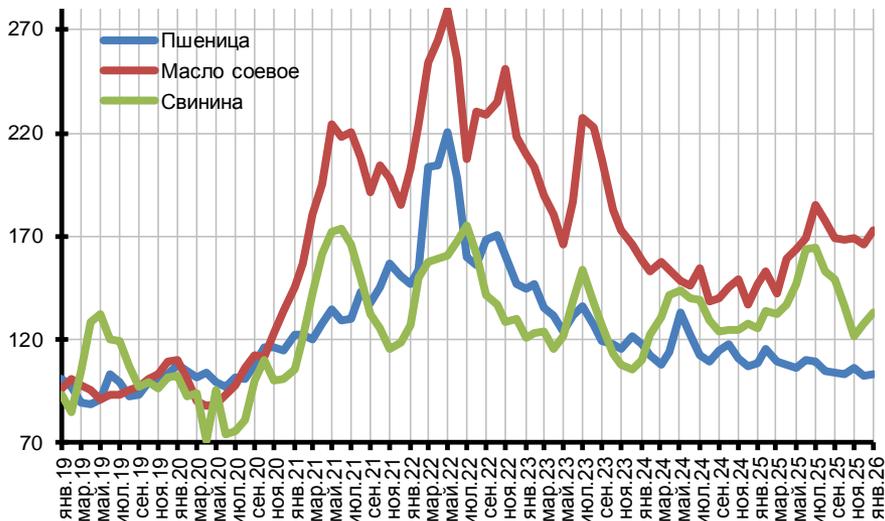
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в январе 2026 г. составила 41.0 долл./барр. после 39.2 долл./барр. в декабре 2025 г. В январе мировые цены на нефть преимущественно росли на фоне увеличения геополитической напряженности. 3 января США провели военную операцию в Венесуэле и продолжают захватывать танкеры с венесуэльской нефтью. Сохраняется напряженность в отношениях между США и Ираном – вероятны новые военные действия против последнего, что может привести к перебоям в поставках нефти. 13 января Президент США Д.Трамп объявил о введении 25% импортных пошлин для стран, торгующих с Ираном (начали действовать с 7 февраля), из-за отсутствия прогресса по ядерной сделке. При этом в самом Иране в первой декаде января продолжались масштабные протесты против властей. На фоне роста цен на нефть ОПЕК+ пока не планирует наращивать добычу. Из-за давления американского Президента на торговых партнеров они постепенно сокращают закупки нефти из России (например, Индия), поэтому нефть марки Urals продолжает торговаться с большим дисконтом (больше 25 долл./барр.).

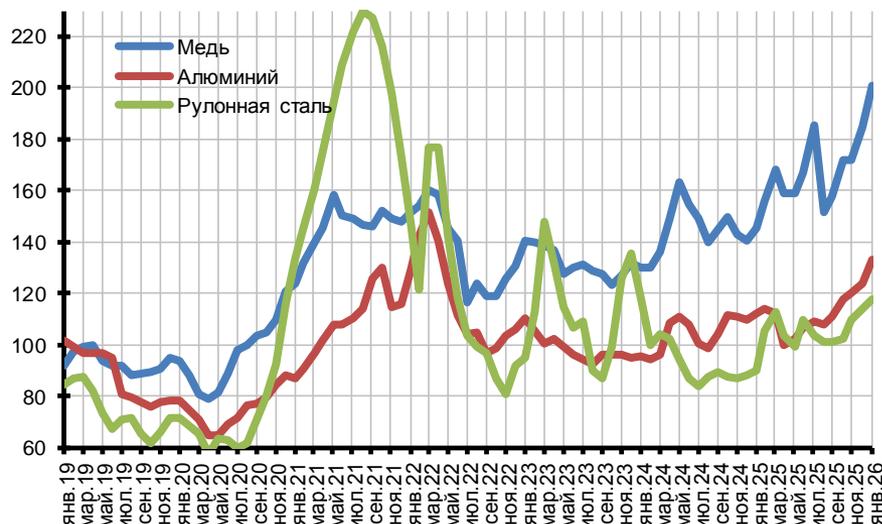
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



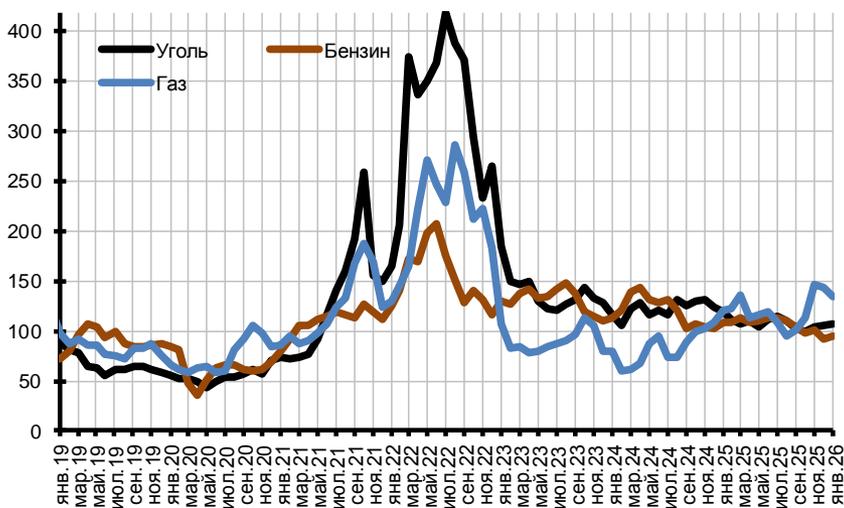
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*



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

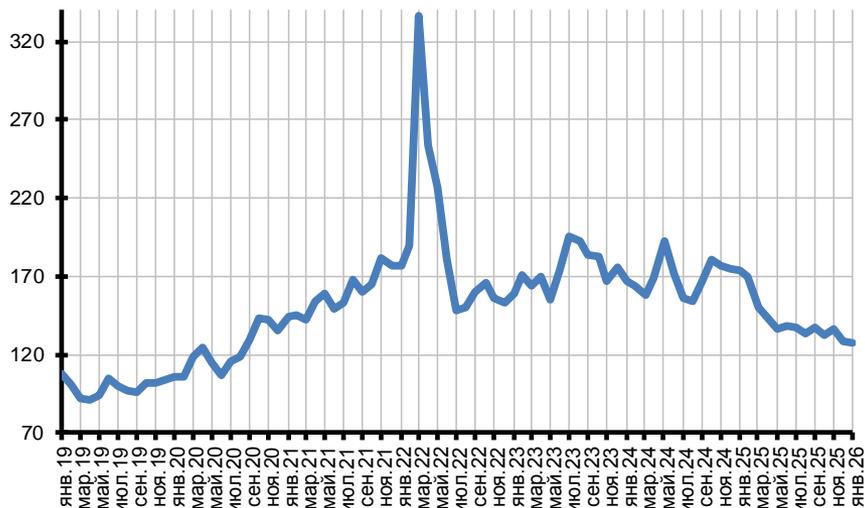
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на январь, весьма нестабильны. Определенно можно говорить о тренде на удешевление пшеницы. Цены на свинину чуть отскочили, но после очень интенсивного снижения. Цены на сою тоже неустойчивые – и тоже, скорее, можно говорить о тренде к снижению.

На рынках основных видов металлов, как уже отмечалось, имеют место повышательные тенденции, причем почти фронтальные на всех рынках (вероятно, итог развертывания металлоемких военных программ в ЕС, Китае и США).

Цены на топливо, как уже отмечалось, в целом довольно стабильны (с легкой тенденцией к удорожанию угля, и столь же легкой – удешевления бензина). Исключение – скачок цен на газ из-за аномальных погодных условий в Северном полушарии.

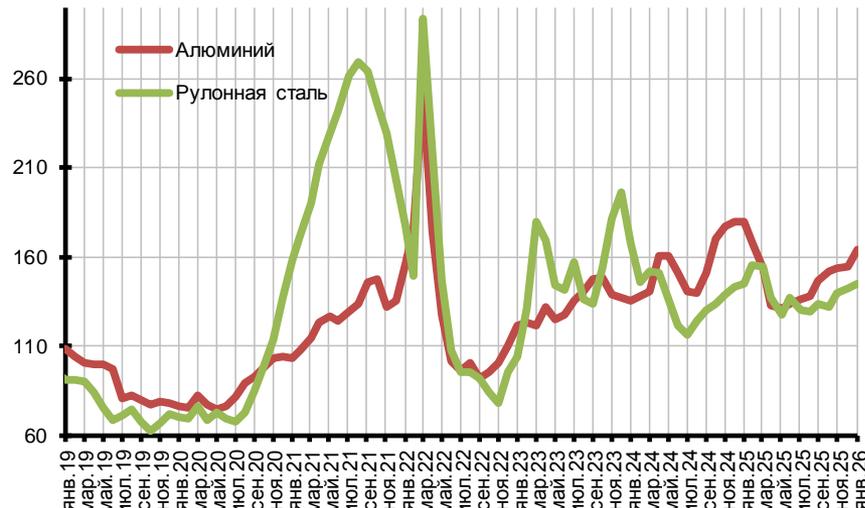
Входящий денежный поток экспортеров: динамика мировых цен на отдельные товары российского экспорта, руб. (цены пересчитаны по текущему валютному курсу, средний уровень 2018 г. =100)

Цены на пшеницу*



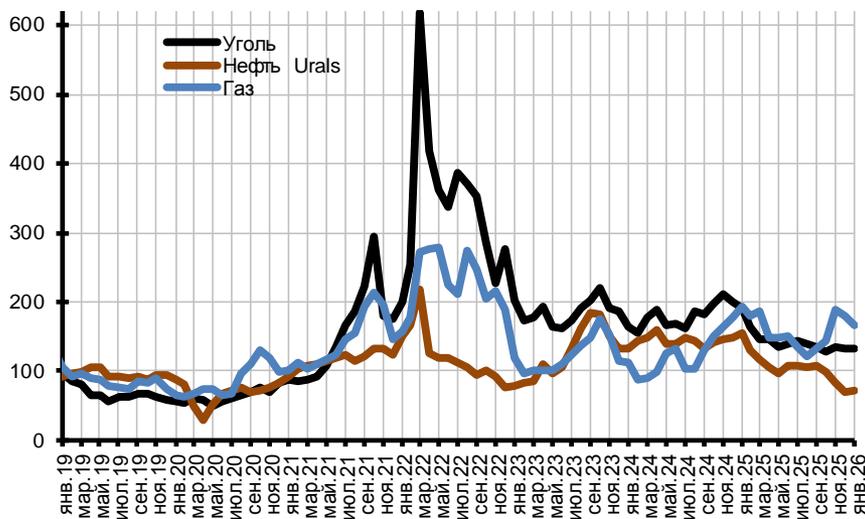
* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*



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

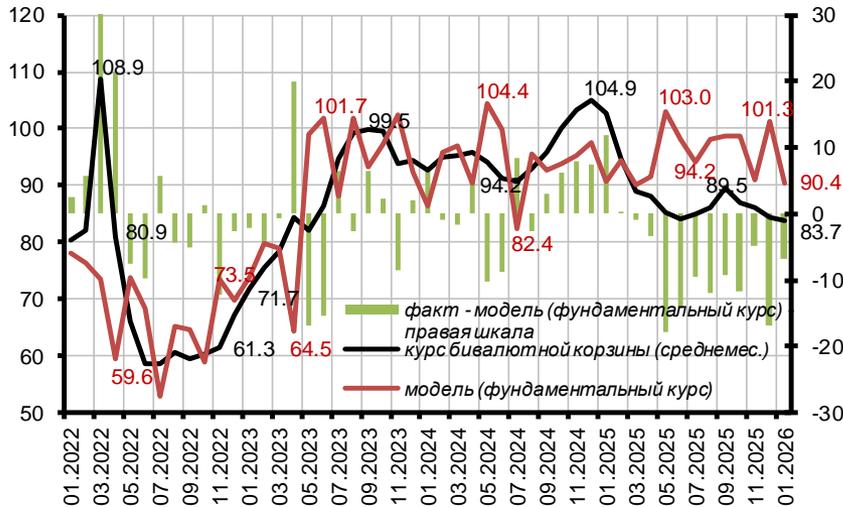
По состоянию на январь ситуация с *входящим денежным потоком экспортеров* сильно неоднородна на различных рынках. Как уже отмечалось, рублевые цены на металлы довольно быстро восстанавливаются – и уже, в целом, вышли на исторически нормальные уровни (без учета «санкционных» дисконтов, маржи и т.п.).

Рублевые цены на газ – в целом растут и тоже «почти нормальны» (с теми же, естественно, оговорками). Рублевые цены на нефть стабилизировались – причем, на фоне «новых санкций», и соответственно, возросшего дисконта.

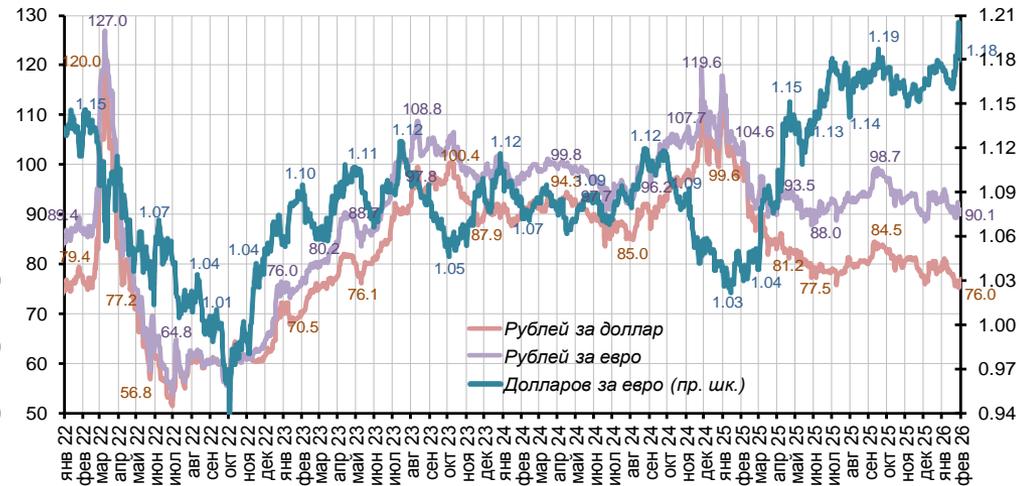
Ситуация с потоком доходов от экспорта пшеницы продолжает медленно ухудшаться, вернувшись на уровень 2020 г.

Валютный курс

Фундаментальный¹ и фактический курс рубля к бивалютной корзине



Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные



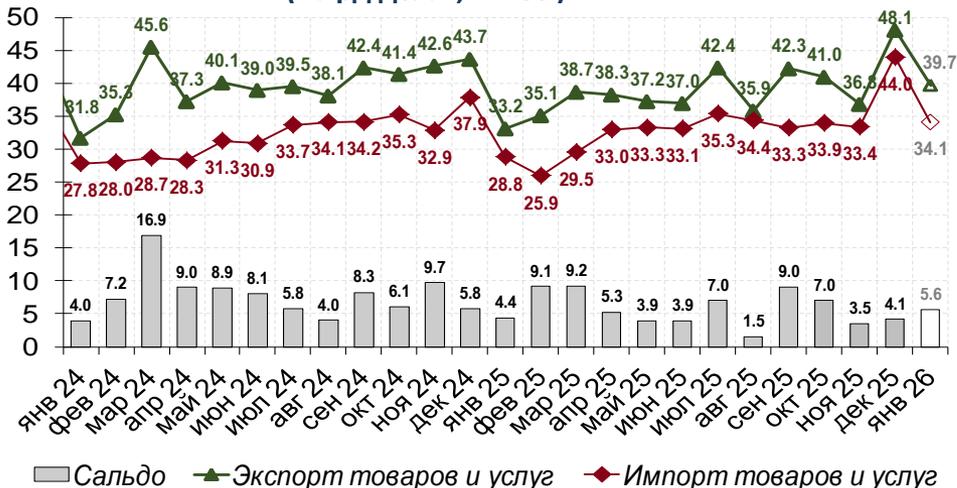
После небольшого ослабления в декабре 2025 г., в январе рубль вернулся к укреплению как по отношению к доллару США (-3.6%), так и к евро (-2.7%). Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю на 01.02.2026 составил 82.3 руб., снизившись на 3.2% за месяц.

При этом фактический курс рубля хоть и двигался сонаправлено со своим фундаментально обоснованным уровнем (объясняющимся динамикой экспорта и импорта), по-прежнему держался заметно ниже него, поскольку, помимо фактора торгового баланса, на курс рубля оказывали влияние и другие обстоятельства.

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

Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

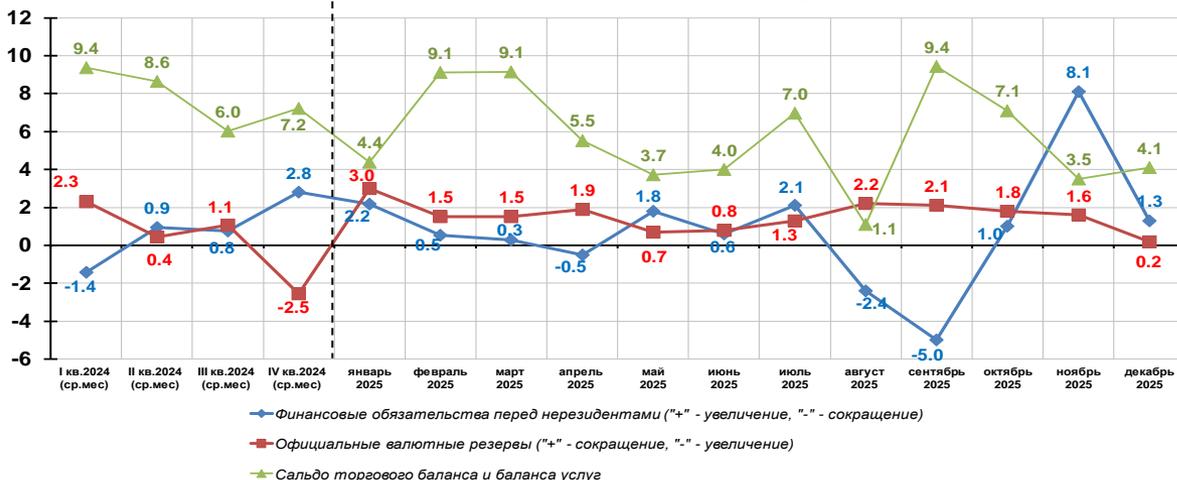
Динамика экспорта и импорта¹: товары + услуги
(млрд долл., в мес.)



Укреплению рубля в январе способствовали такие факторы как:

- заметный приток средств от экспорта, реализованного в предшествующие месяцы и поступающего на российский рынок с лагом, в сочетании с сезонным замедлением импорта;
- продолжение операций по продаже иностранной валюты Банком России в интересах Минфина²;
- сохраняющаяся на высоком уровне ключевая ставка, сдерживающая спрос экономических агентов на иностранную валюту.

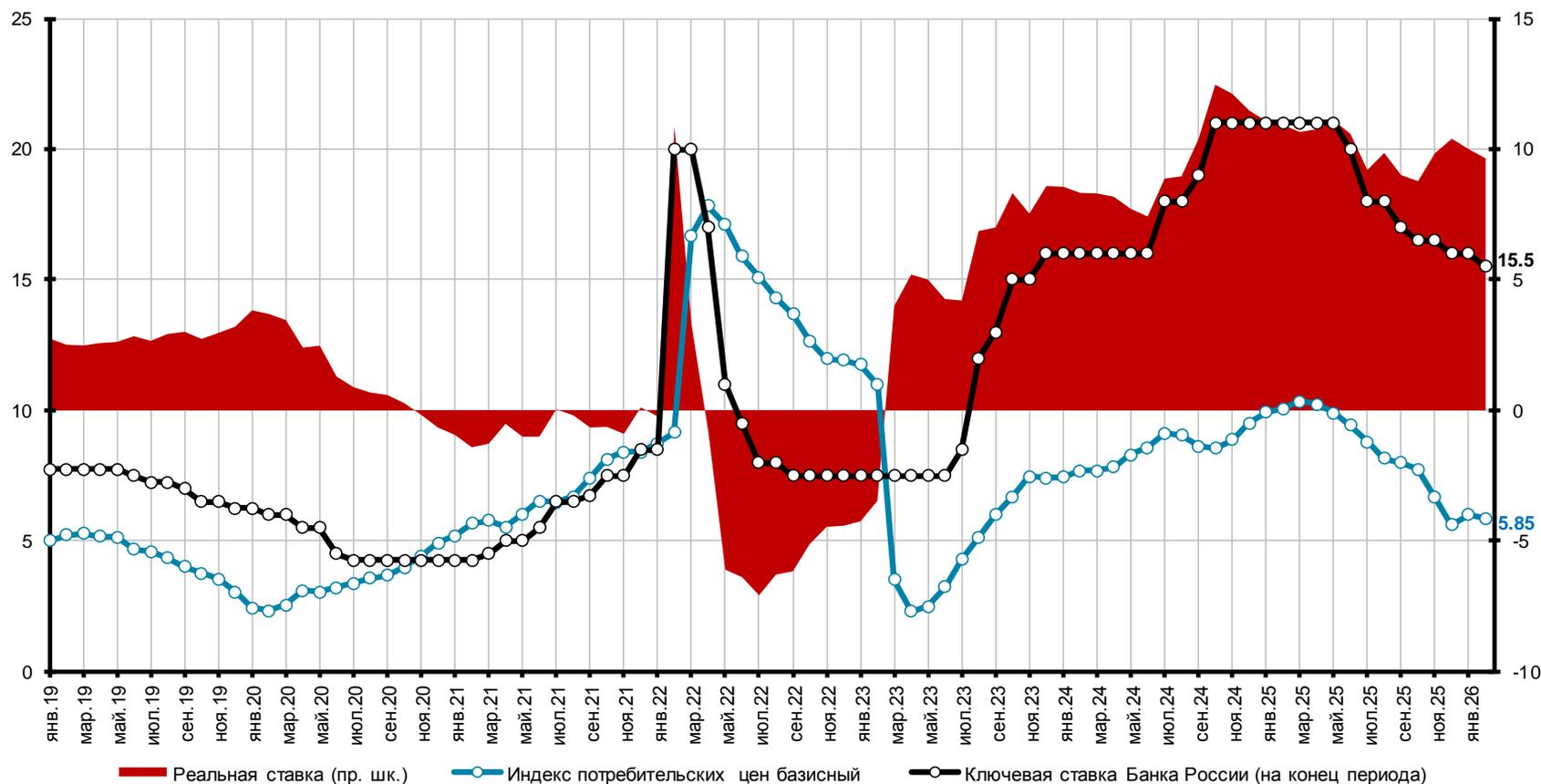
Основные позиции платежного баланса (млрд долл., в мес.)



¹ В январе 2026 г. по экспорту и импорту приведены оценки ЦМАКП.

² Имеются в виду операции по продаже иностранной валюты, которые осуществлялись в рамках расходования средств ФНБ во втором полугодии 2025 г. на инвестиции в разрешенные активы.

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



По состоянию на середину февраля 2026 г., уровень *реальной процентной ставки* (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) составил 9.65% годовых. Совет директоров Банка России 13 февраля 2026 г. принял решение снизить ключевую ставку до уровня 15.5% годовых на фоне, с одной стороны, продолжения возврата российской экономики к траектории сбалансированного роста, с другой стороны – сохранения устойчивых показателей текущего роста цен в диапазоне 4-5%. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 20 марта 2026 г.

¹ Реальная ставка - разница между ключевой и инфляцией

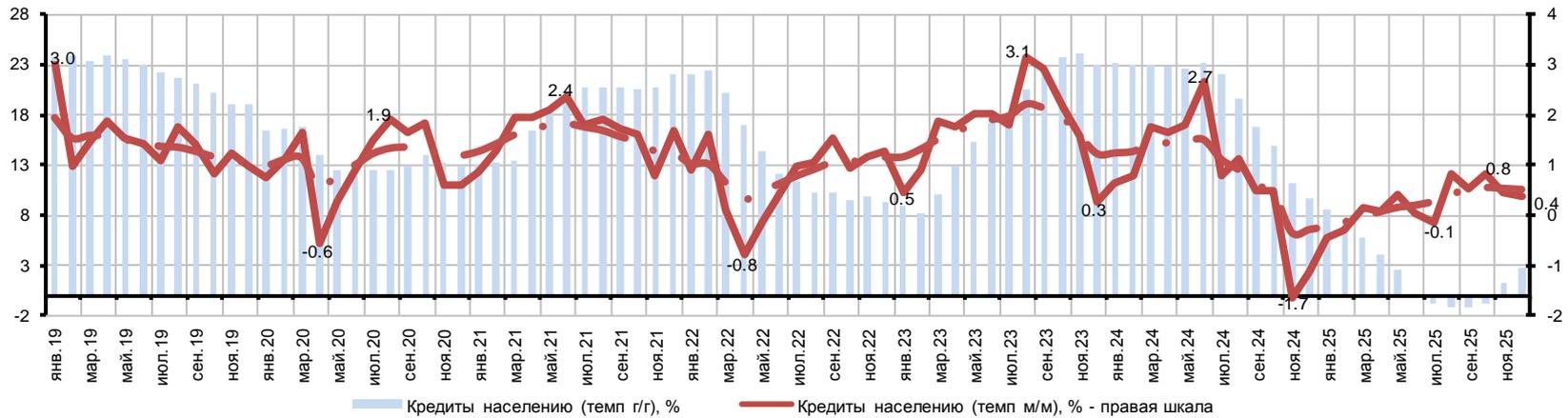
Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Бразилия	15.0	4.44	10.56
Россия	15.5	5.85	9.65
Китай	3.0	0.2	2.8
Индия	5.25	2.75	2.5
США	3.75	2.4	1.35
Великобритания	3.75	3.0	0.75
ЕС	2.15	1.7	0.45
Австралия	3.85	3.6	0.25
Канада	2.25	2.3	-0.05
Швейцария	0.0	0.1	-0.1
Япония	0.75	1.5	-0.75

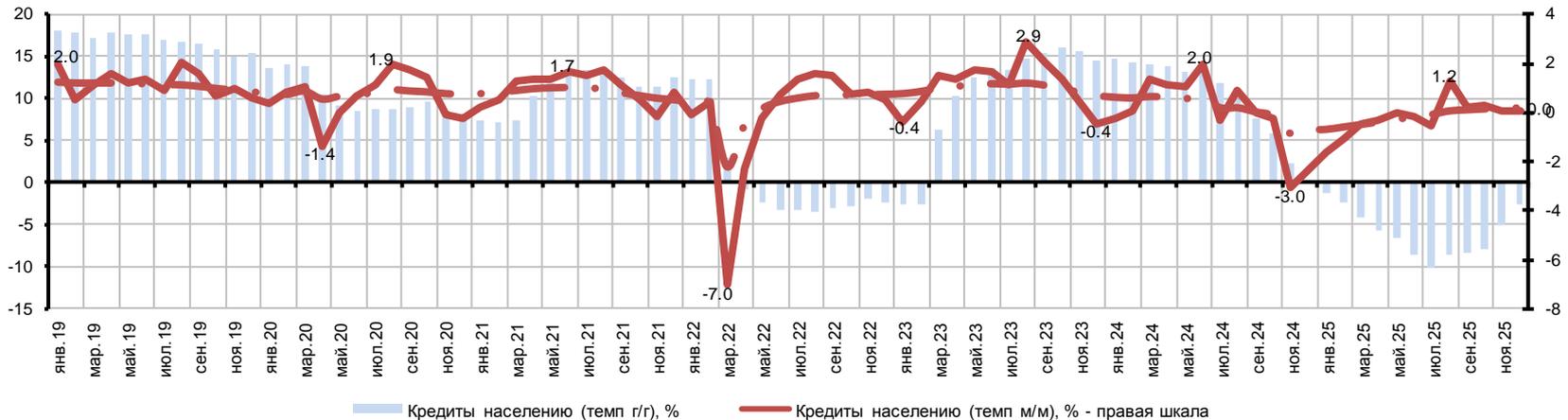
В январе *уровень реальных процентных ставок* вырос в Бразилии, Китае, США, Великобритании, Канаде, ЕС, Японии вследствие замедления темпов инфляции в этих странах. Аналогичный показатель в Индии и Швейцарии уменьшился из-за ускорения темпов роста потребительских цен. *Уровень реальной процентной ставки в России* продолжаеткратно 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, %)

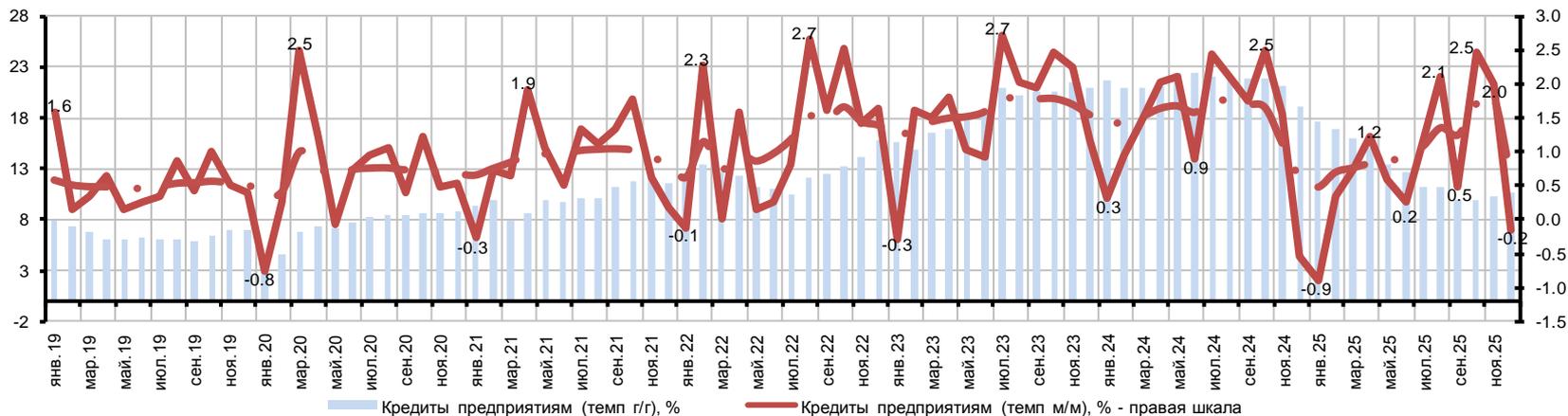


В декабре темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +0.4%, что на 0.1 проц. п. ниже, чем месяцем ранее.

Потребительское кредитование в декабре сократилось на 0.7% после снижения на 0.3% в ноябре, вследствие снижения выдач новых кредитов в сегменте кредитов наличными. Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в декабре был выше среднегодового значения (+2.4%), в отличие от ноября (+1.4%). Ускорение связано с анонсированным изменением условий господдержки льготного ипотечного кредитования, что привело к ажиотажному спросу на ипотечные ссуды.

Кредитование предприятий

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



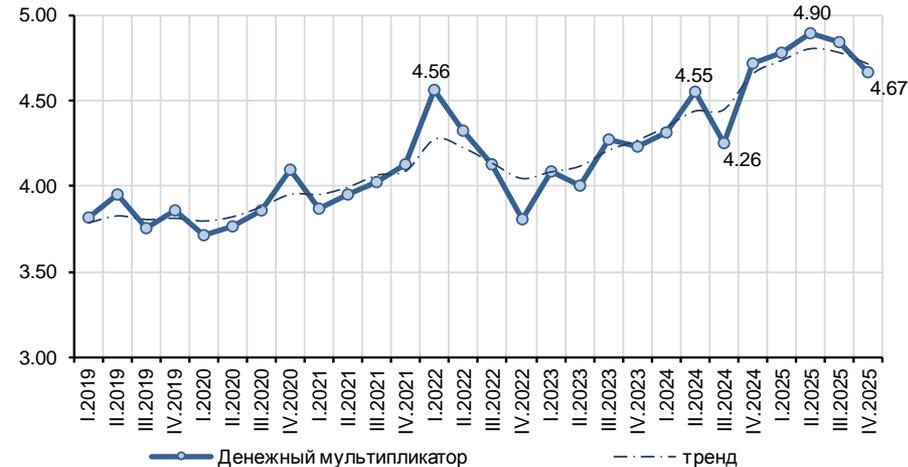
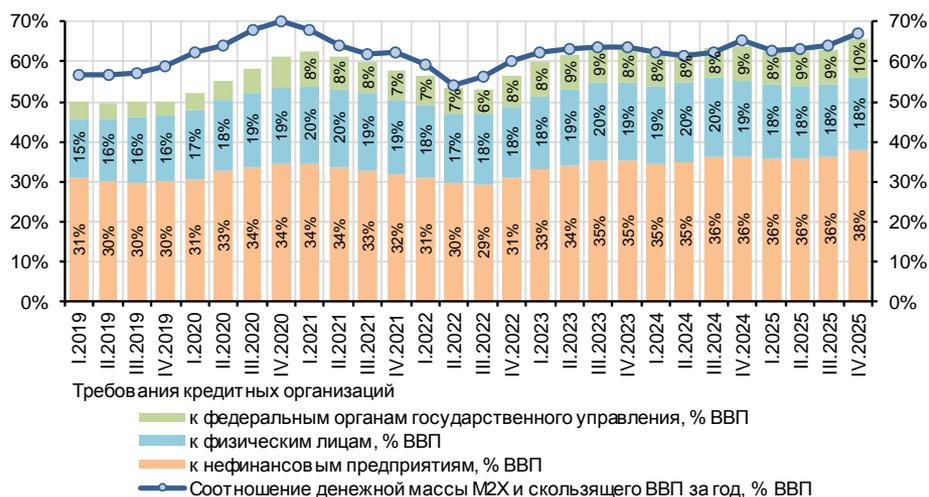
Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Активность в сегменте *корпоративного кредитования* продолжает ускоряться. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в декабре составил 10.7%, что на 0.4 проц. п. выше ноябрьского значения и на 0.9 проц. п. выше результата октября.

В декабре корпоративный кредитный портфель увеличился на 0.7 трлн. руб. (+0.7%). Значительную часть прироста обеспечили крупнейшие госкомпании, которые привлекали средства в том числе на реализацию своих инвестиционных программ.

Монетизация и денежный мультипликатор^{1,2}



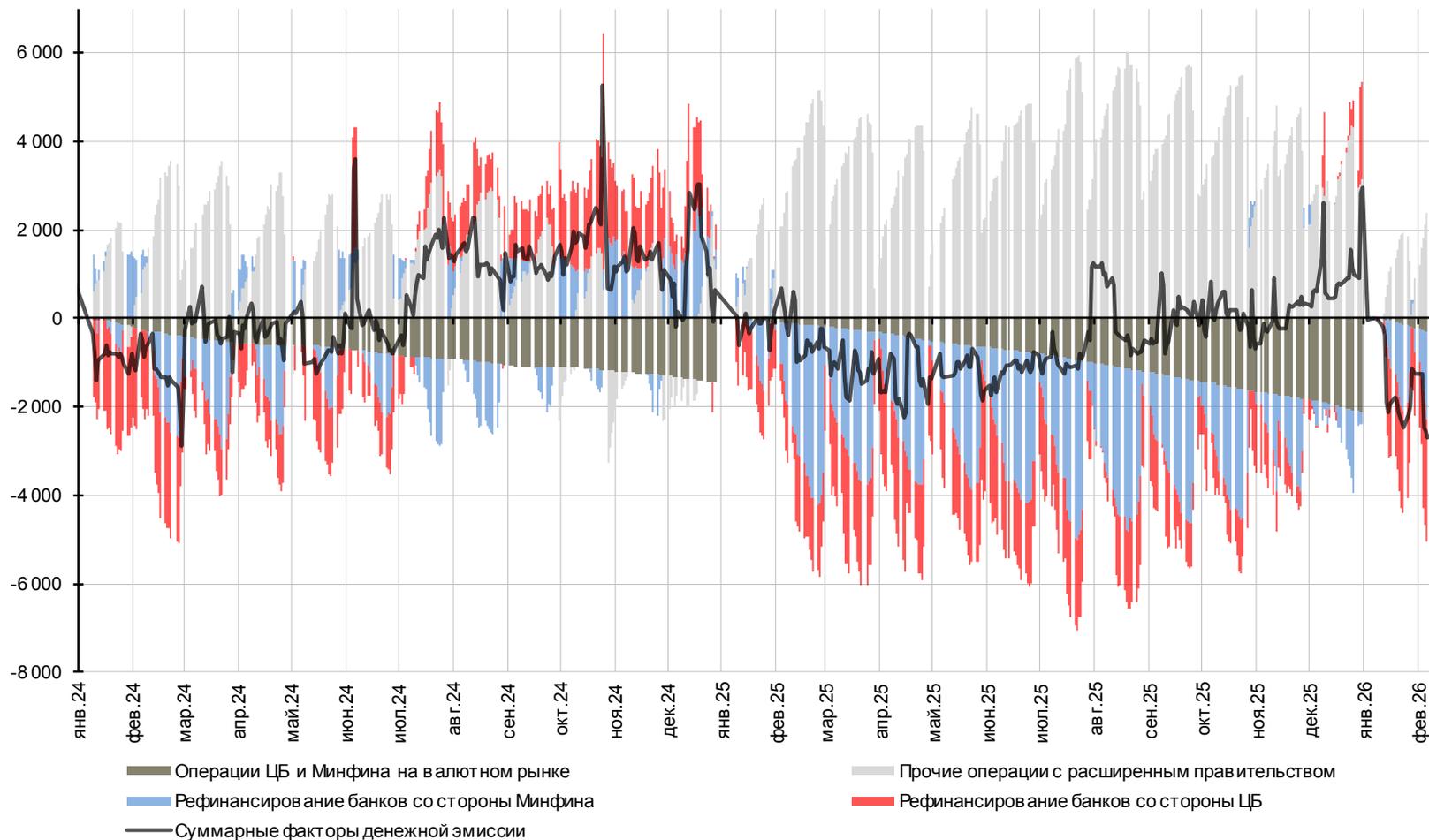
Рост *денежной массы* (в широком определении) с исключенной валютной переоценкой дополнительно ускорился в IV кв. 2025 г. (+6.0%, после 3.4% кварталом ранее) в силу фактора сезонности. В годовом выражении динамика денежной массы обгоняет рост номинального ВВП, что ведет к росту уровня монетизации экономики.

В IV кв. 2025 г. наблюдалось сильное (+10.2%) ускорение денежного предложения (денежной базы), превысившее темп прироста спроса на деньги (денежную массу). Это привело к сокращению *денежного мультипликатора*, что означает облегчение нагрузки на ликвидность банковской системы.

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

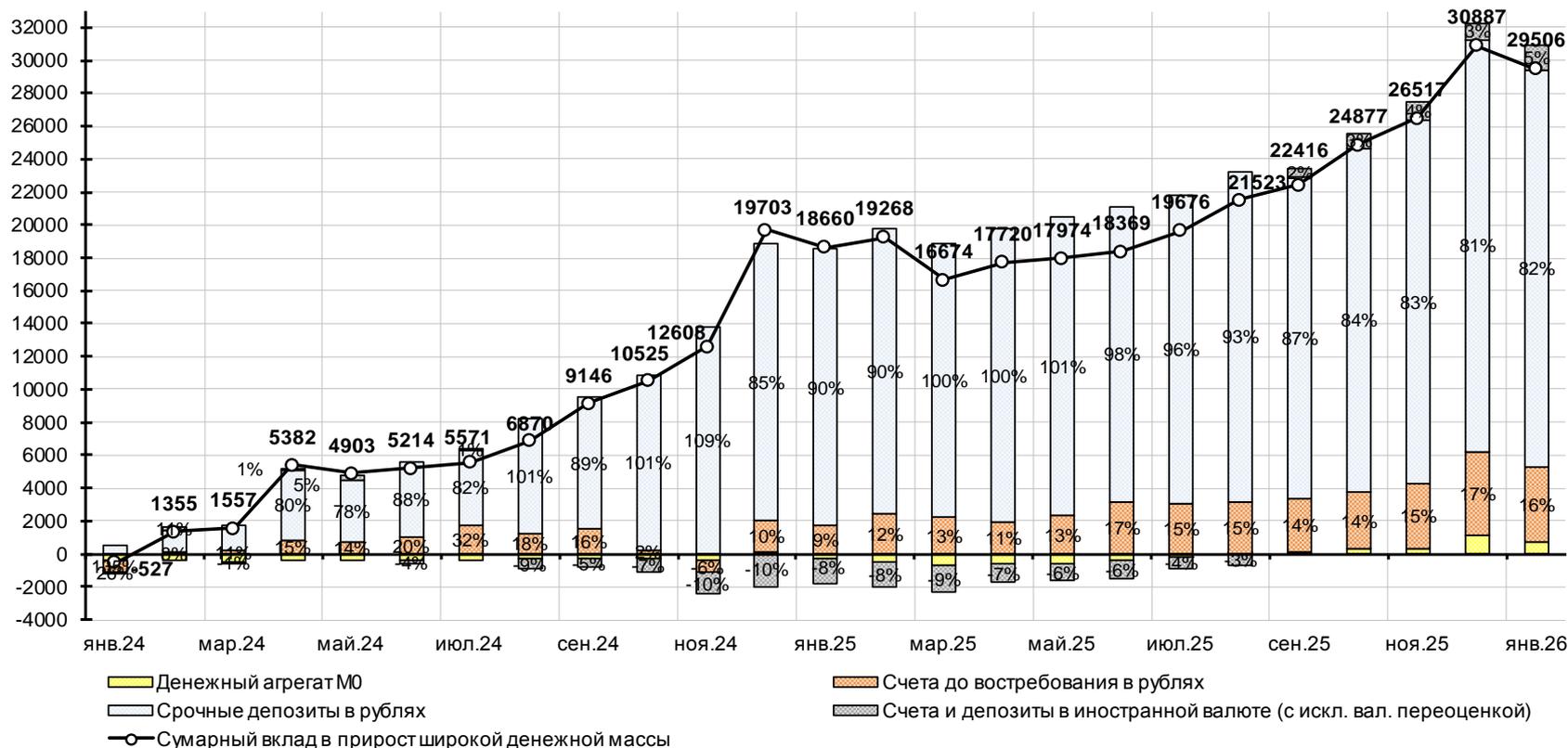
² ВВП за IV кв. 2025 г. – оценка ЦМАКП

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



В течение декабря 2025 г. наблюдалось наращивание *поступления ликвидности* в экономику. Несмотря на некоторое ослабление интенсивности канала чистых расходов бюджета, операции Минфина на рынке финансовых активов (РЕПО и депозиты) стерилизовали эти вливания не в полной мере, даже дополненные оттоком ликвидности в результате операций по продаже валюты Банком России в интересах Минфина. Кроме того, в декабре банки активнее заимствовали средства у Банка России. В результате, совокупный баланс факторов денежной эмиссии (за исключением фактора наличных денег) к концу года сместился в положительную зону. В январе картина сменилась на обратную: бюджетные средства в достаточной мере зеркалировались операциями с Минфином, однако банки активно гасили задолженность перед Банком России, сместив тем самым баланс факторов эмиссии в отрицательную зону.

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

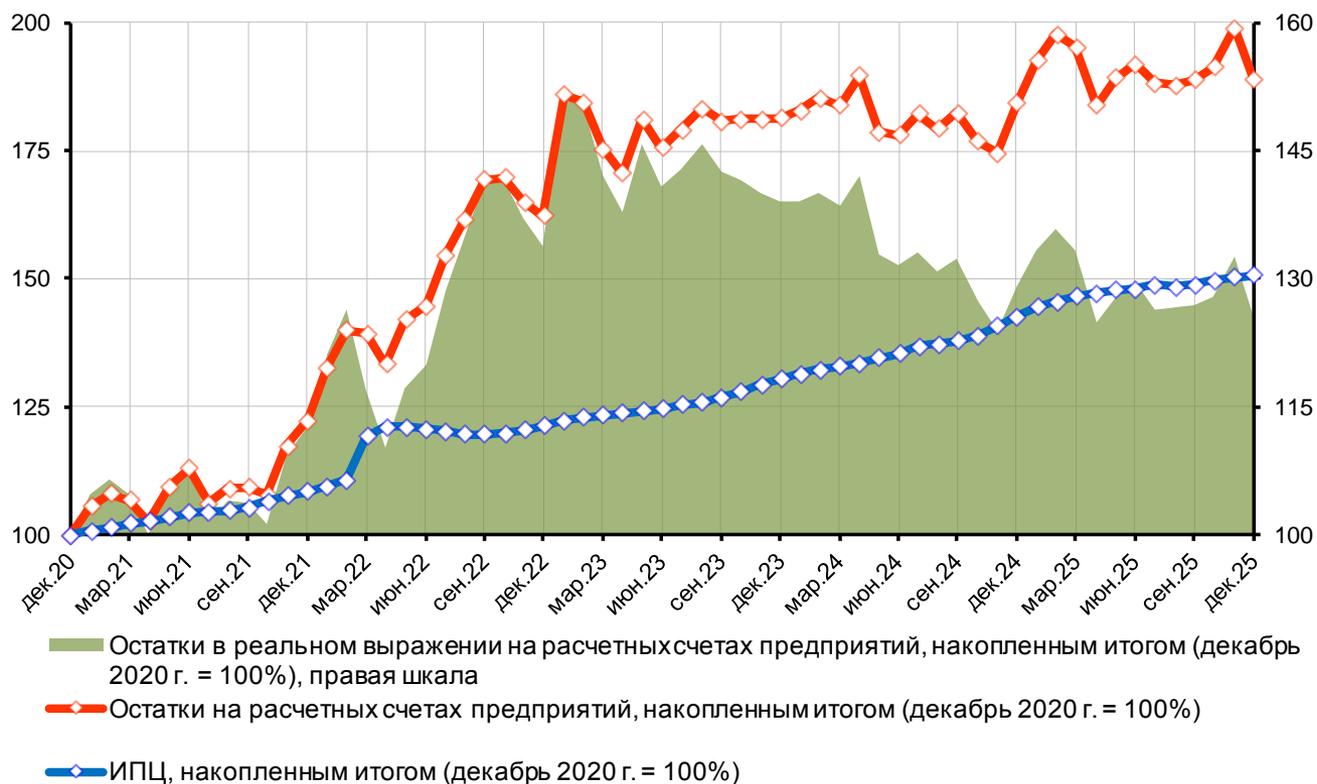


В декабре 2025 г. – январе 2026 г. наблюдались стандартные сезонные движения широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой. Декабрьский разгон был чуть менее выраженным чем в предыдущие годы (+3.1% к ноябрю, по сравнению с +5.7% в 2024 г. +4.6% в 2023 г.), и происходил на фоне сезонного расширения счетов населения (+2.2 трлн руб. по счетам до востребования и +1.5 трлн руб. по срочным счетам). По счетам предприятий динамика была разнонаправленной – срочные счета выросли на 1.4 трлн руб., при сокращении счетов до востребования на 1 трлн руб. В январе, согласно оперативным оценкам Банка России, ситуация была практически ровно обратной: счета населения до востребования сократились на 1.7 трлн руб., а срочные выросли на 0.4 трлн руб.; счета предприятий до востребования росли на 1.1 трлн руб., при сокращении срочных на 1.3 трлн. руб. В силу более слабой декабрьской динамики, темп прироста в годовом выражении M2X с исключенной валютной переоценкой стал замедляться и составил 8.5% в декабре и 8.3% в январе, после 11-12% в течение второго полугодия 2025 г.

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

Ликвидность хозяйственного оборота

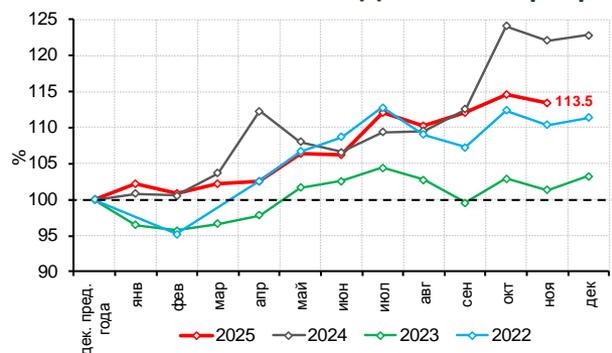
Динамика остатков средств на расчетных счетах предприятий¹, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%



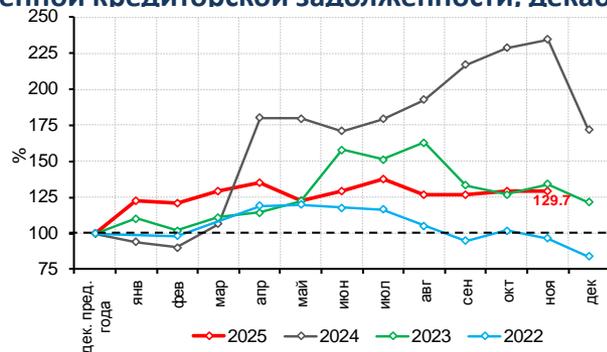
Объем рублевых средств на *расчетных счетах предприятий* (нефинансовых организаций) хотя и снизился к концу 2025 г., но еще остается на высоком уровне по сравнению со второй половиной 2024 г. Пока динамика объема рублевых средства на счетах не дает оснований полагать о возможном улучшении ситуации с платежами, что, в свою очередь, может вести к обострению ситуации с *ликвидностью хозяйственного оборота*. Объем средств на расчетных счетах предприятий по итогам 4 кв. 2025 г. практически не изменился и составил к концу года 15.9 трлн руб. В то же время объем средств на депозитах за тот же период увеличился на 2.9 трлн руб. и к концу года составил 22 трлн 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

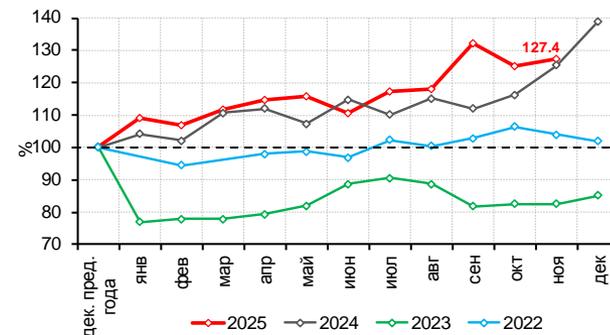
Динамика просроченной кредиторской задолженности. декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обрабатывающие производства без нефтепереработки¹

В целом по экономике сохраняется негативная тенденция динамики уровня *просроченной кредиторской задолженности*, хотя о значимом обострении ситуации с неплатежами (как например, в 4 кв. 2024 г.) говорить еще рано. За 11 месяцев 2025 г. объем просроченной кредиторской задолженности вырос на 13.5%, что немного выше, чем в 2022 г.

В *добывающем секторе экономики* объем просроченной кредиторской задолженности пока сохраняется на прежнем уровне – с начала 2025 г. накопленный темп роста составляет около 30%. В отрасли добычи угля просроченная задолженность пока не растет, правда ее объем примерно в два раза превышает уровень начала 2025 г. (215 млрд руб. против 100 млрд руб. соответственно). В другой отрасли этого сектора – добыче сырой нефти и природного газа – объем просроченной задолженности пока остается примерно на уровне начала 2025 г. (276 млрд руб. против 267 млрд руб.). Однако это заметно ниже, чем было во втором полугодии 2024 г. – в среднем 350 млрд руб.

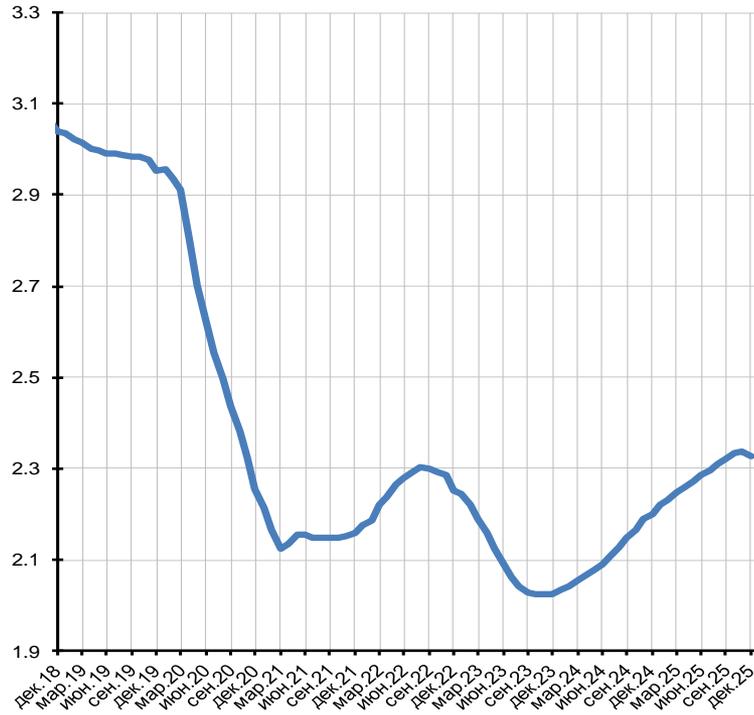
В *обрабатывающем секторе экономики* (за исключением нефтепереработки) ситуация с неплатежами резко ухудшилась: объем просроченной кредиторской задолженности с начала 2025 г. вырос на 27% – почти с тем же темпом, что и в прошлом, неблагоприятном с точки зрения динамики просроченной задолженности, году. За 11 месяцев 2025 г. наихудшую динамику показали металлургия и производство готовых металлических изделий (прирост задолженности +101 млрд руб. и +68 млрд руб. соответственно, а в относительном выражении – около 50% в каждой из них). Неблагоприятная динамика наблюдалась и в производстве автотранспортных средств (прирост задолженности +45 млрд руб. или +80% в относительном выражении), и в производстве электрооборудования (особенно в последние месяцы – +24 млрд. руб. к началу года или более чем в 4 раза в относительном выражении). Также сохраняется напряженная ситуация в отрасли производства прочих транспортных средств и оборудования» (желдормаш, судо- и авиастроение): уровень задолженности после мощного скачка в сентябре 2025 г. на 200 млрд руб. немного снизился, но в целом остается на высоком уровне – около 400 млрд руб.

На начало декабря 2025 г. *доля просроченной задолженности* в общем объеме кредиторской задолженности остается на высоком уровне относительно начала 2025 г. – 4.7% против 4.3% соответственно. При этом минимальный уровень с 2020 г. составляет 4%.

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

Оборачиваемость денежных средств

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



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



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

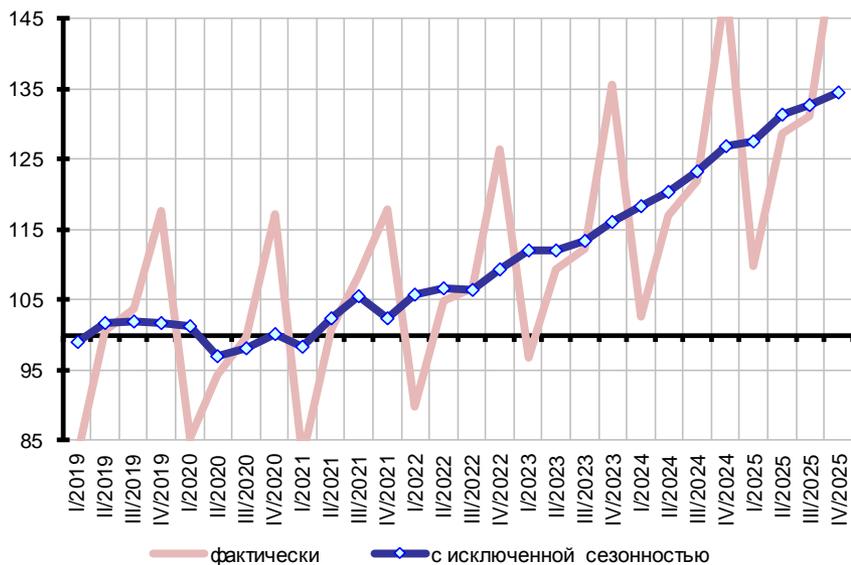
² Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки

Ситуация в части монетарного давления на инфляцию остается противоречивой. С одной стороны, скорость обращения ликвидной части денежных средств населения хотя и несколько замедлилась в декабре 2025 г., но ее уровень остается выше предшествующего локального максимума второго полугодия 2022 г.

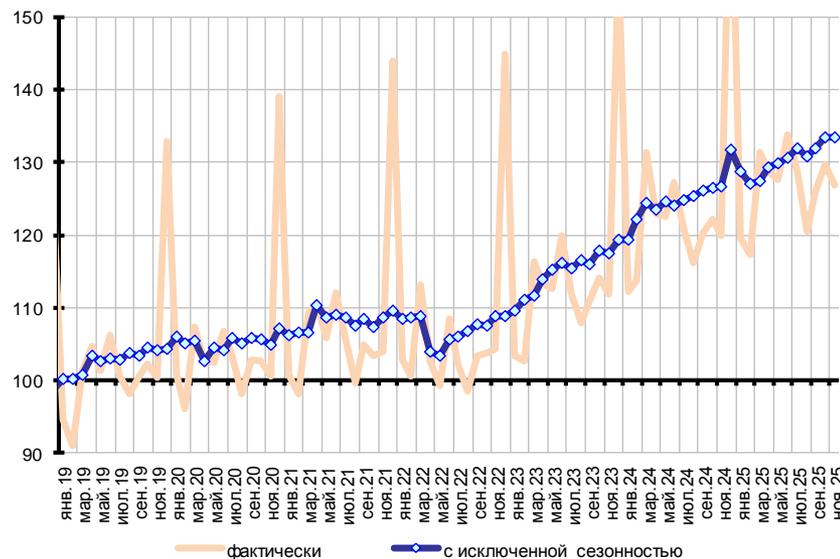
С другой стороны, несмотря на снизившиеся ставки по депозитам, доля ликвидной части широкой денежной массы не увеличивается, оставаясь на исторически невысоком уровне.

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

Реальные располагаемые доходы населения



Реальная начисленная заработная плата

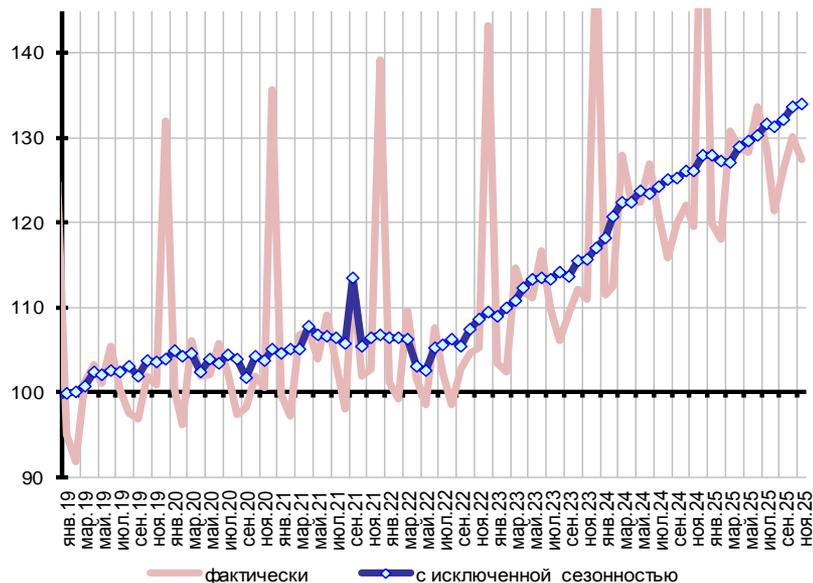


В конце года *реальная заработная плата* подскочила и стабилизировалась на весьма высоком уровне (II кв.: +0.8% в среднем за месяц, III кв.: +0.4%, октябрь: +1.1%, ноябрь: +0.1%, сезонность устранена). Не вполне понятно, сохранится ли эта тенденция дальше, с учётом усиливающихся финансовых ограничений для компаний.

Основные реальные денежные доходы населения растут вслед за реальной заработной платой (даже чуть выше; дополнительный фактор поддержки в перспективе – ожидаемая индексация пенсий).

Соответственно, сохраняется рост *реальных располагаемых доходов населения* (II кв.: +2.9% к предш. кв., III кв.: +1.1%, IV кв.: +1.4%, сезонность устранена).

Агрегат основных реальных денежных доходов¹



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

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



По состоянию на ноябрь в *отраслевой структуре* роста реальной заработной платы ситуация в целом выровнялась: сейчас явных, наглядных лидеров и аутсайдеров в гонке зарплат нет. Разве что в обрабатывающей промышленности, строительстве, сельском хозяйстве (здесь это – сезонный эффект) и административной деятельности рост зарплаты несколько выше, а в научно-технической деятельности – несколько ниже среднего.

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



	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
Всего по обследуемым видам экономической деятельности	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).

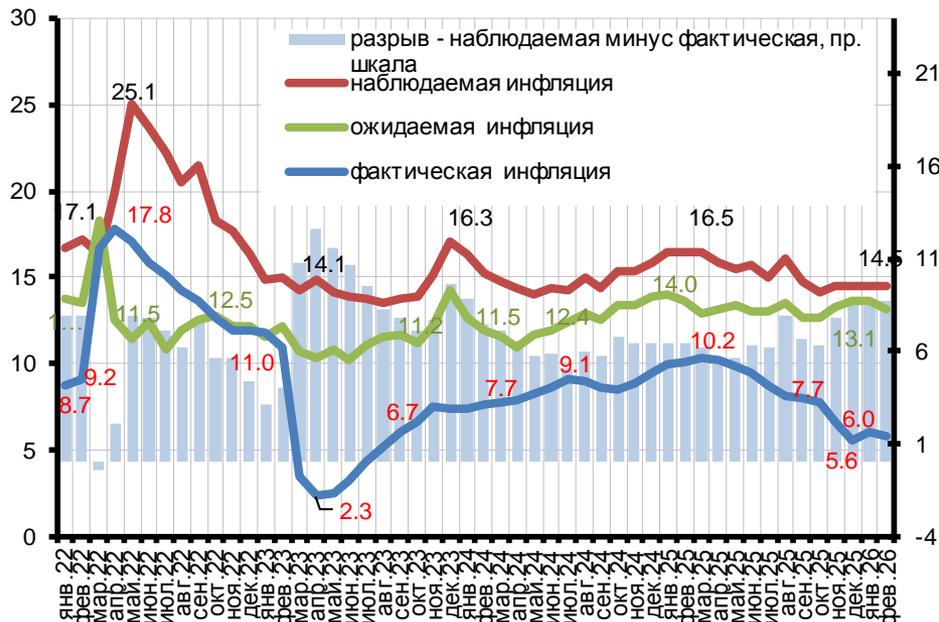
Спектр отраслей, в которых доля ФОТ в добавленной стоимости превышает 20%, по-прежнему очень широк, его небольшое сужение имеет чисто сезонный характер.

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

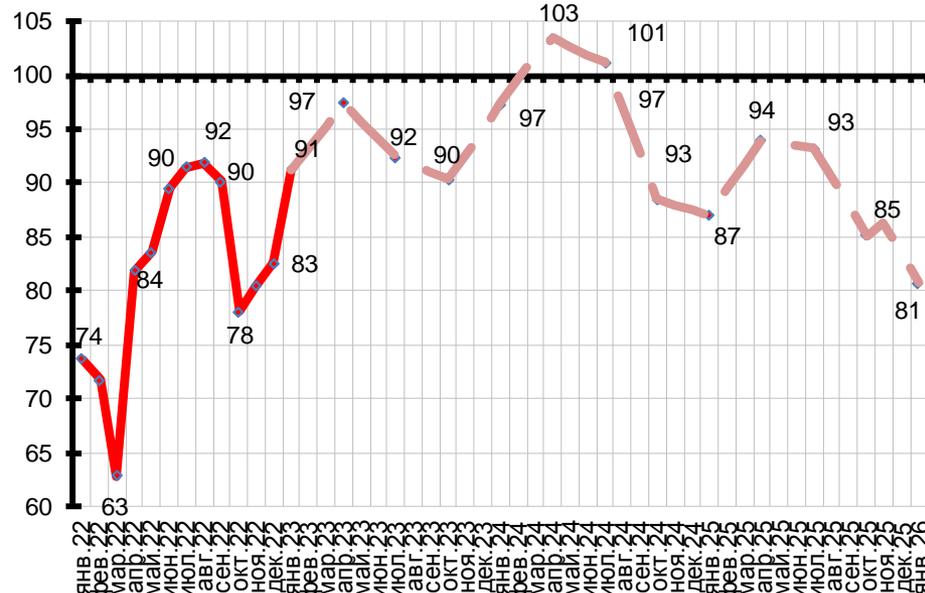
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

Оценки макроэкономических показателей населением

Инфляционные ожидания (годовых, в %) ¹



Индекс уровня жизни (пункты) ¹



Оценки населением макроэкономической ситуации, в целом, не изменили своего характера:

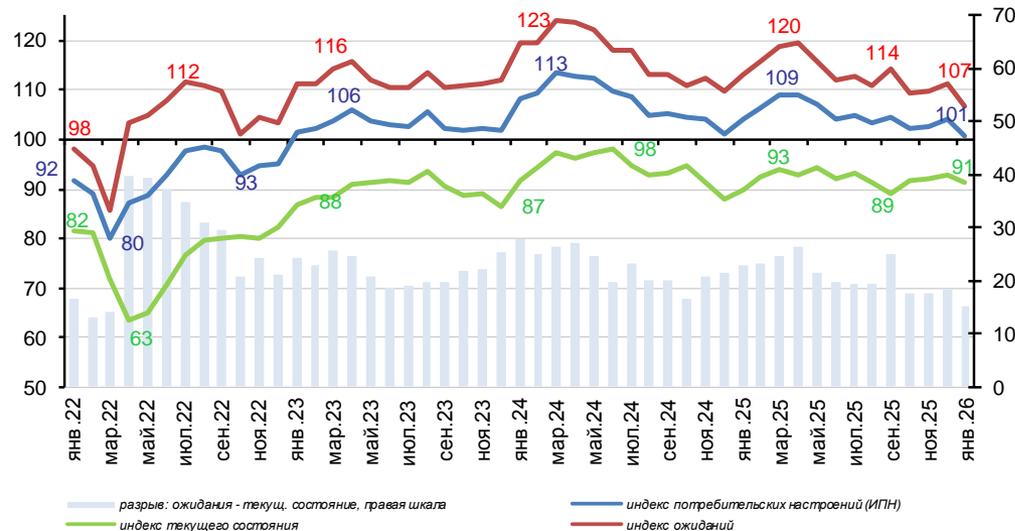
- инфляционные ожидания и наблюдаемая инфляция по состоянию на февраль остаются на очень высоком уровне. Соответственно, несмотря на укрепление рубля, разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией стабилизировался на исторически весьма высоком уровне (ожидаемая инфляция чуточку понизилась, но утверждать что перед нами изменение тренда нет оснований).

- по данным за январь продолжается ухудшение оценок уровня жизни, вышедшие на уровень зимы 2022/23 гг., причём период негативных оценок тянется с начала «ралли процентных ставок» – осени 2024 г. Как уже отмечалось в предыдущем Обзоре, «масштабы этого снижения уже имеют характер «перелёта» по отношению к, в общем-то, не кризисной, а стагнирующей экономике. ... стабильно негативные ... оценки ситуации населением сами по себе становятся фактором, углубляющим и затягивающим кризис» из-за влияние на трудовую и предпринимательскую мотивацию, потребительское / сберегательное поведение.

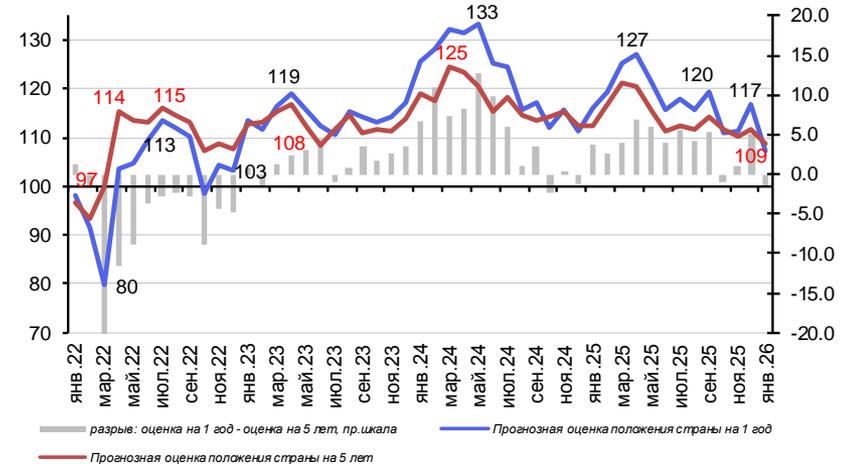
¹ Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Вопрос об уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

Потребительские настроения населения

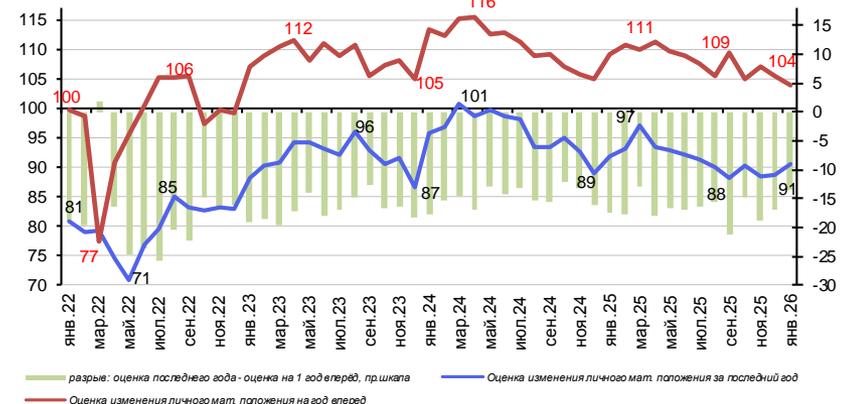
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

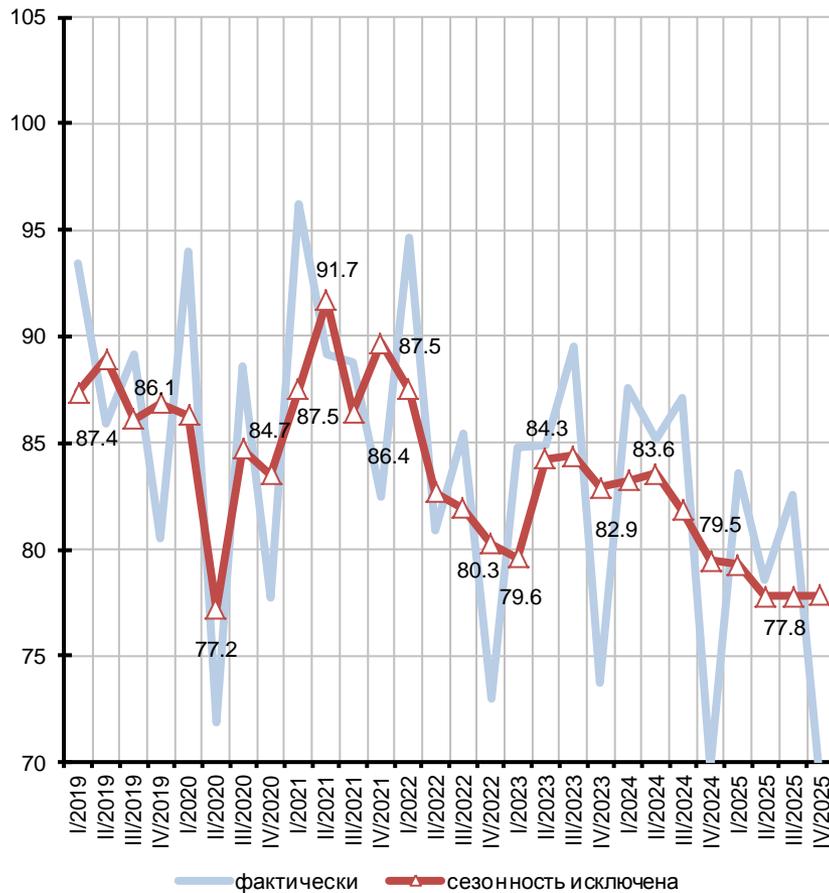


В части *потребительских настроений* населения в январе (на фоне повышения НДС и короткого, в общем-то, «импульса» инфляции) произошло почти фронтальное ухудшение потребительских настроений и их компонентов.

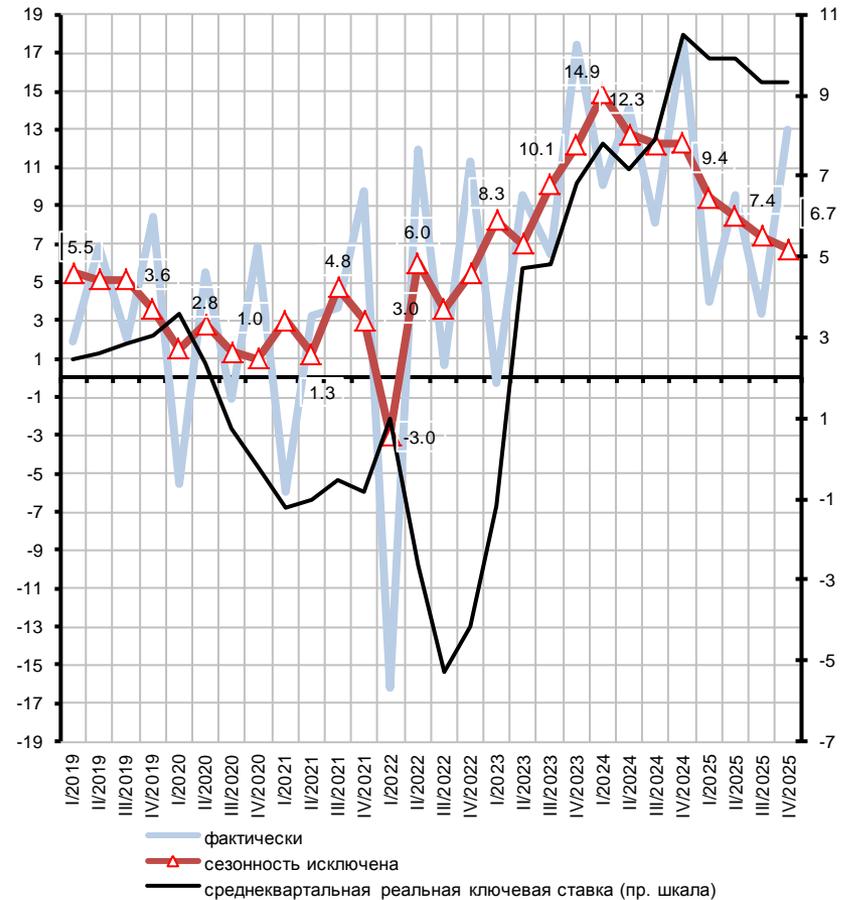
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ.

Норма потребления и норма сбережений населения

Норма потребления
(% к располагаемым доходам) ^{1,2}



Норма сбережения во вкладах (% к располагаемым доходам) и
среднеквартальная реальная ключевая ставка ^{1,2}



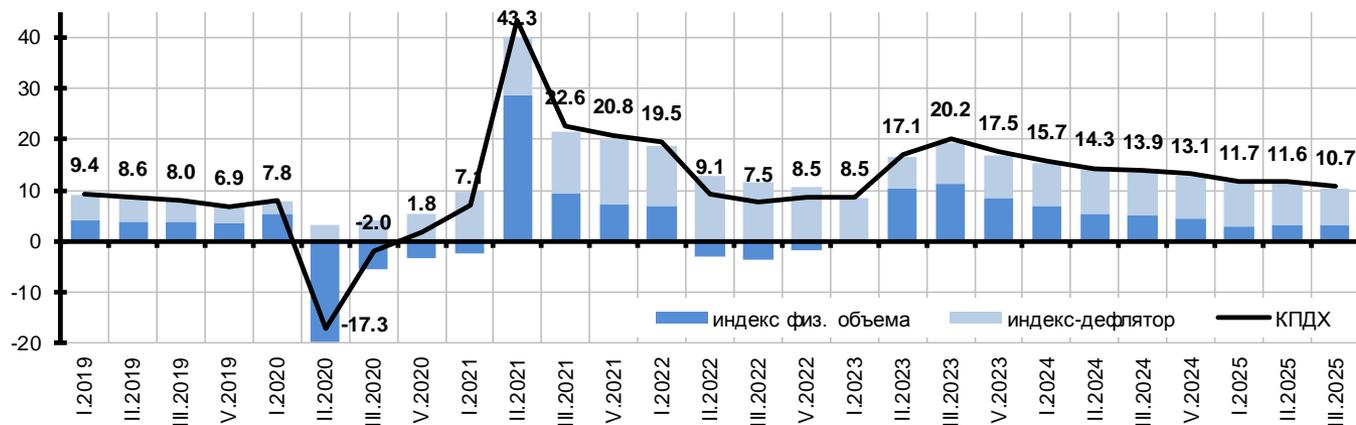
В сфере *потребительского поведения* населения в IV кв. ситуация, в целом, не изменилась. Сохранилась описанная ранее парадоксальная ситуация: норма потребления не меняется уже три квартала подряд (сезонность устранена), а норма сбережения во вкладах быстро падает. Помимо очевидного эффекта укрепления рубля на валютные вклады, вероятно, речь идет о частичном перетоке средств населения в другие активы (недвижимость?).

¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2025 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2024-2025 гг. - предварительные оценки Росстата

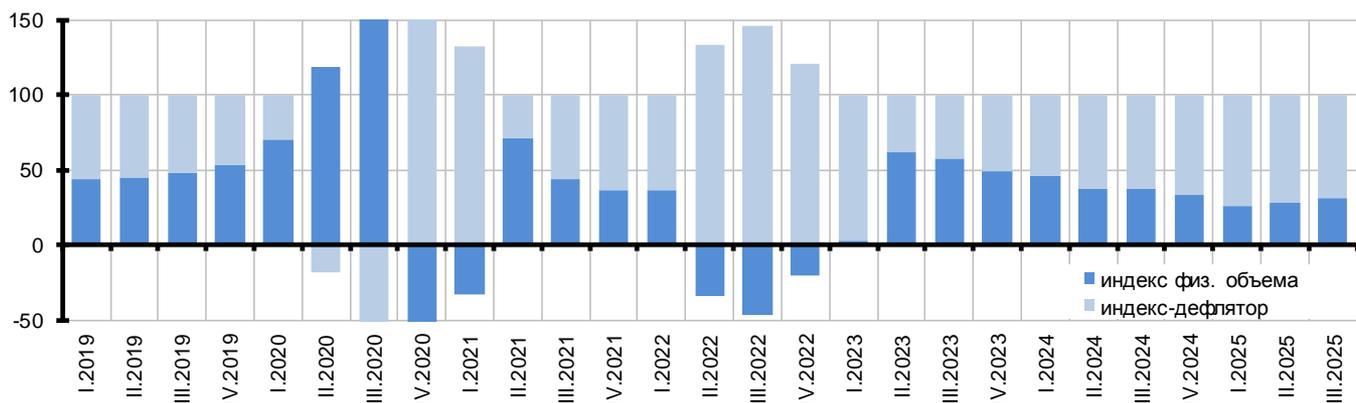
² Методология Росстата 2018 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



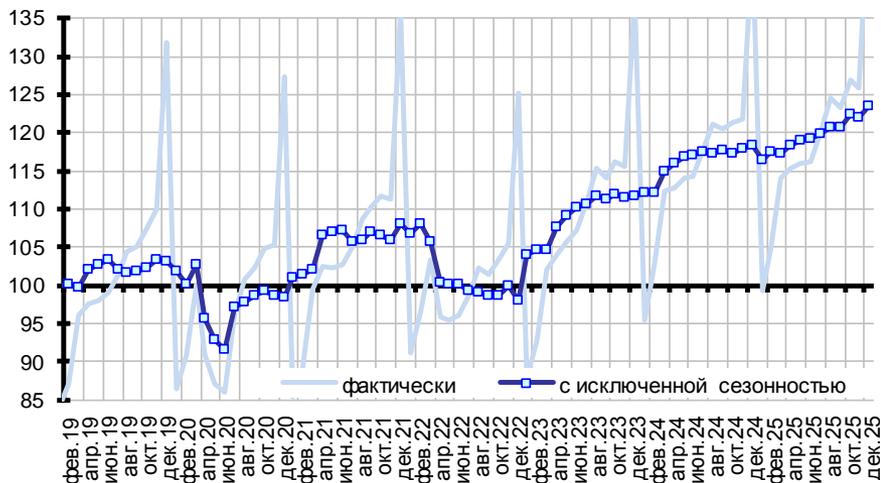
Разложение прироста конечного потребления домашних хозяйств на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)



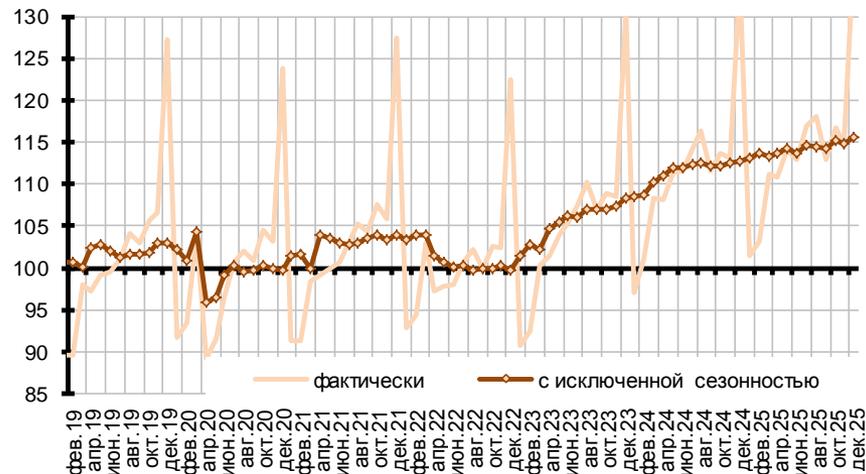
В III кв. в потребительской сфере соотношение прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств немного улучшилось, хотя и остаётся неблагоприятным: большая часть прироста спроса «уходит в цены», однако доля в этом приросте расширения физического объёма продаж перестала снижаться, и даже чуть повысилась.

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

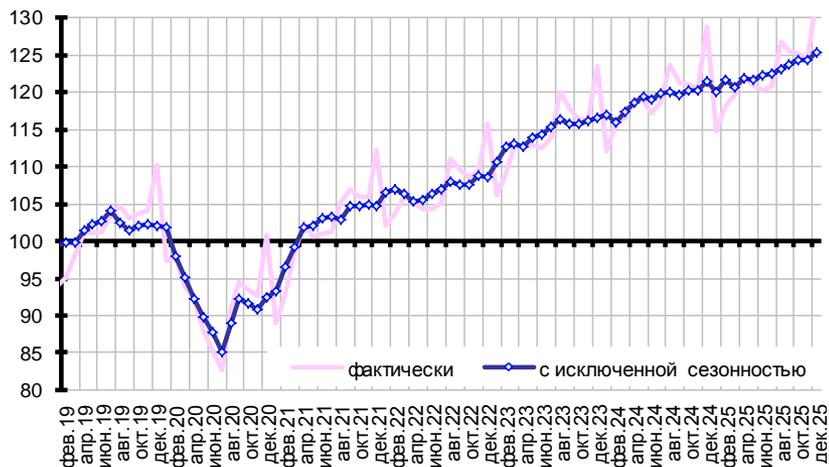
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



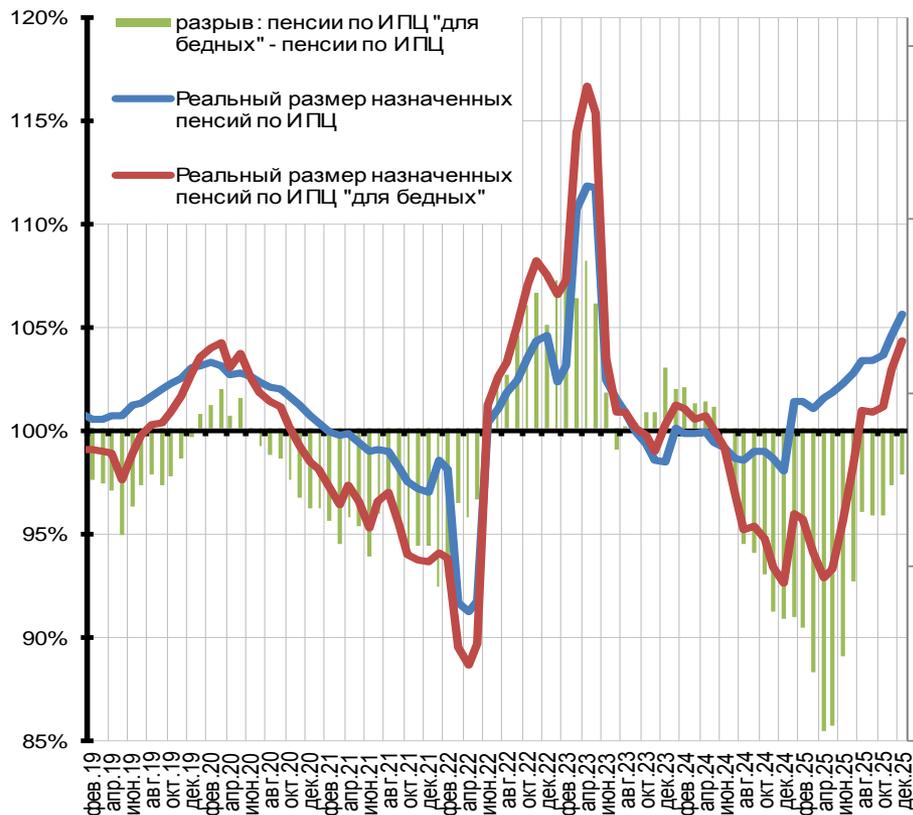
Оборот непродовольственными товарами



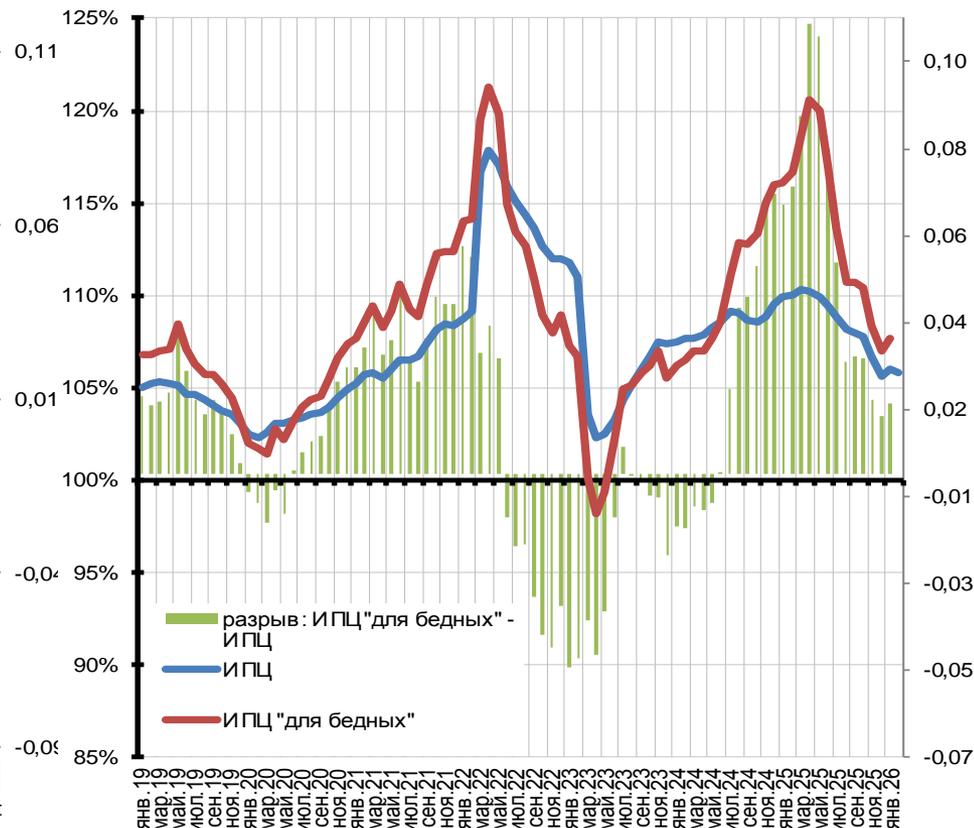
Потребление населения по состоянию на декабрь, резко подскочило (II кв.: +0.5%, III кв.: +0.4%, IV кв.: +0.7%, в среднем за месяц, сезонность устранена). В принципе, рост физических объемов отмечен по широкому спектру потребительских товаров и услуг. Но наиболее сильный рост наблюдается по непродовольственным товарам (II кв.: +0.8%, III кв.: +0.7%, IV кв.: +1.1%, в среднем за месяц, сезонность устранена), где дополнительным фактором стало «опережающее потребление» перед повышением НДС.

Инфляция «по корзине потребления малообеспеченных»¹

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



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

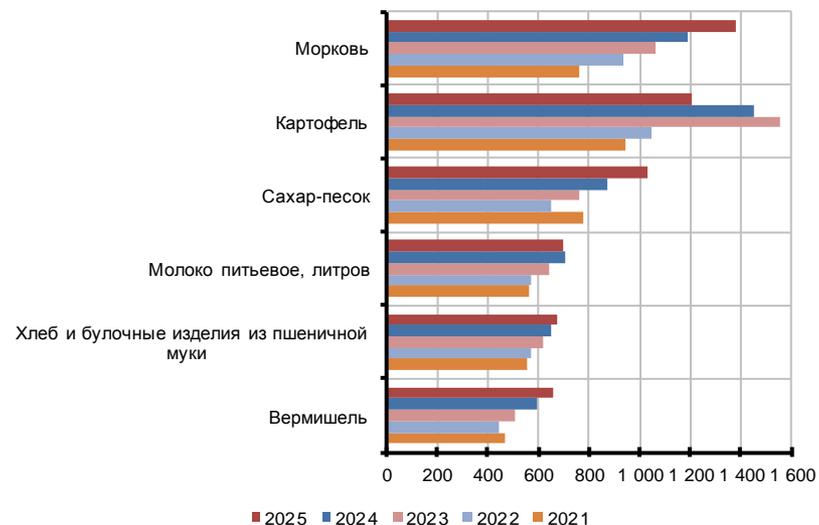


Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции по состоянию на январь, в принципе, продолжает улучшаться: уровень ИПЦ и ИПЦ «по корзине потребления малообеспеченного населения» быстро сближаются, хотя и остаётся чутьку выше общего уровня инфляции.

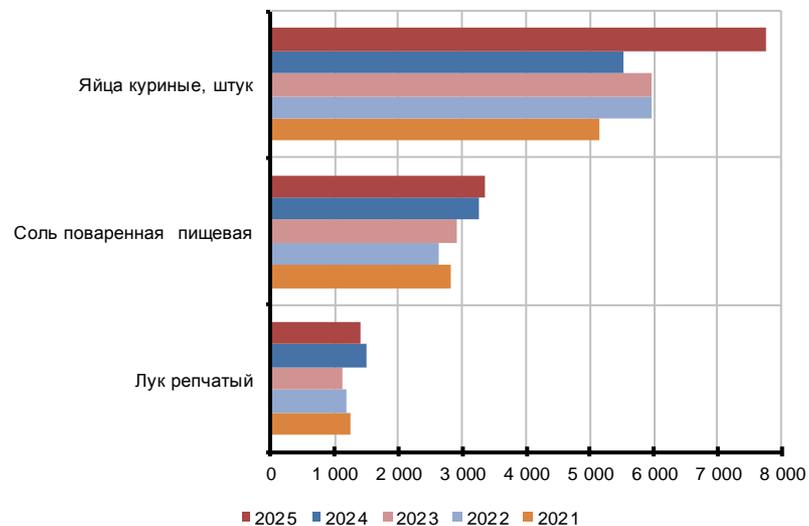
В итоге, по данным на декабрь, *реальный размер пенсий* (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, вплотную приблизился к показателю динамики реальных пенсий по данным Росстата.

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

Покупательная способность среднедушевых денежных доходов населения по основным продуктам питания в январе-декабре (кг в месяц)

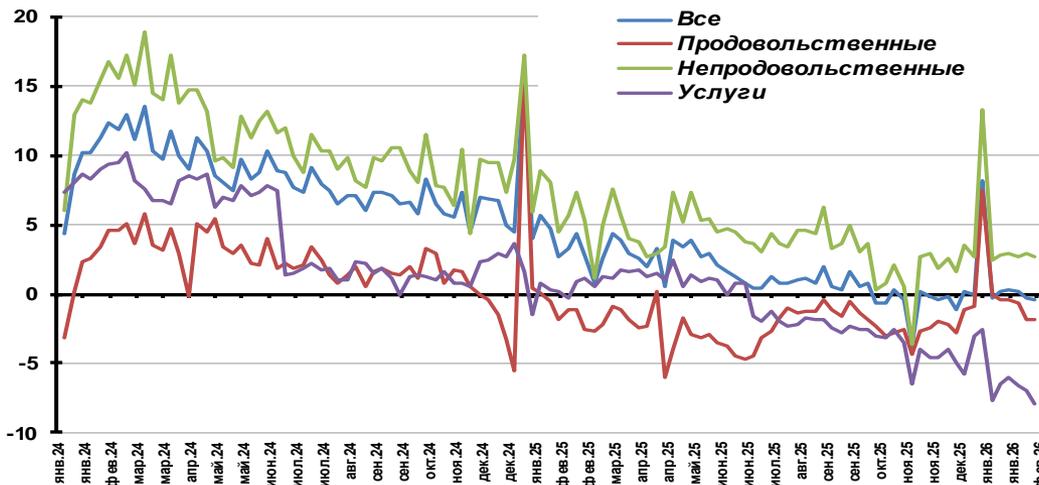


Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия по состоянию на конец 2025 г., в целом, по данным за «скользящий год» улучшилась – причем почти фронтально. Исключениями остаются товары-лидеры сезонного удорожания: картофель, лук, рыба, сливочное масло.



Основные направления потребительских расходов^{1,2}

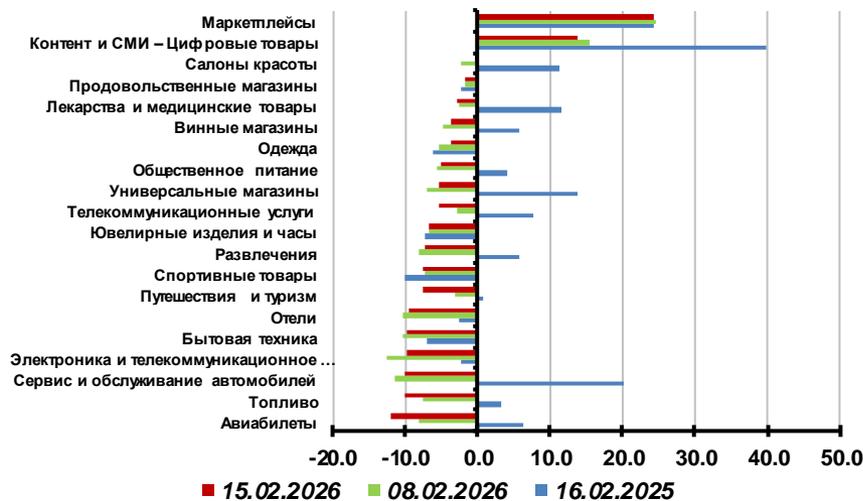
Изменение расходов физических лиц на товары и услуги (% к соотв. периоду прошлого года, в реальном выражении)



Изменение основных направлений расходов (% к соотв. периоду прошлого года, в реальном выражении)

В части *потребительского поведения* по состоянию на февраль, можно отметить общую стагнацию потребительского спроса при довольно заметном падении спроса на услуги и лёгком – на продовольствие.

В *структуре потребительских расходов* отмечается расширение продаж в новых формах торговли (маркетплейсы, цифровые товары) и почти фронтальное падение – в традиционных формах торговли.



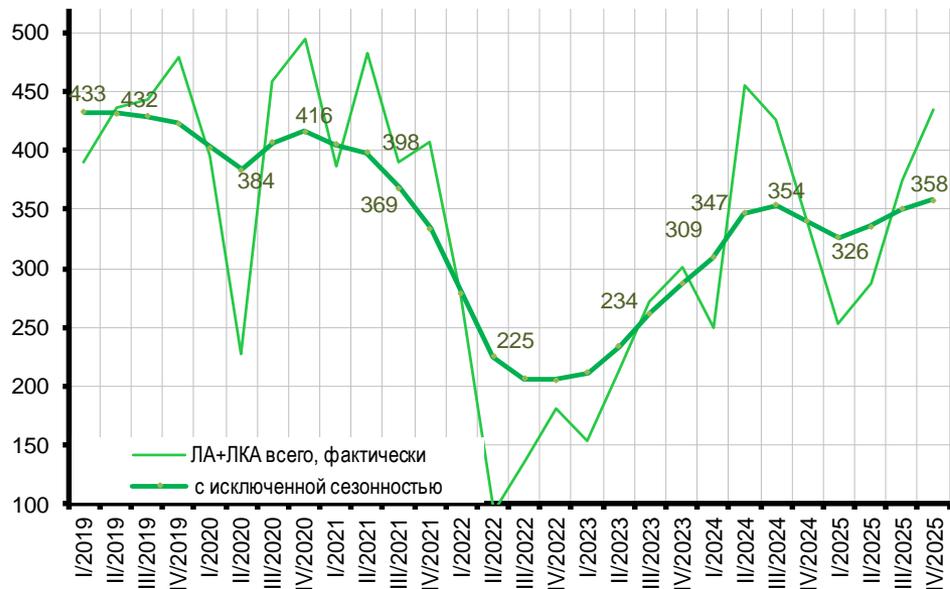
¹ По данным еженедельного исследования Сбера «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

² Возможное противоречие с данными Росстата связано с отсутствием снятия сезонности в случае данных Сбера и учётом наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли, а также со спецификой представления данных Сбером за скользящий год.

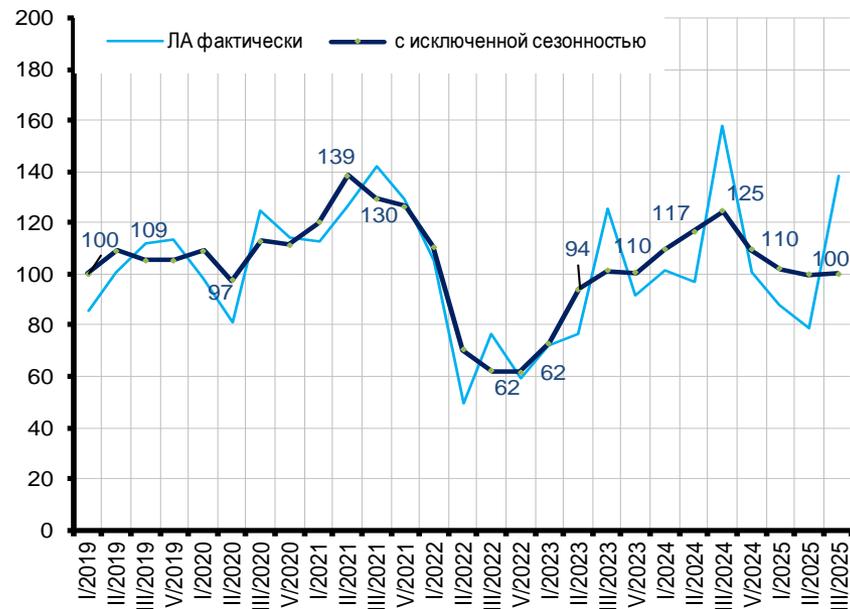
Данные с октября 2023 г. по настоящее время несопоставимы с данными за период с января 2020 г. по сентябрь 2023 г. вследствие изменения в июле 2025 г. Сбером классификации потребительских расходов и представления данных за период с октября 2023 г. в соответствии с изменениями.

Продажи новых автомобилей

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



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



На рынках легковых автомобилей и ЛКА в IV кв. ситуация, формально, несколько улучшилась: продажи (в штуках, сезонность устранена) начали постепенно расти. Другое дело, что этот рост был, как отмечалось в прошлом Обзоре, ожидаем из-за повышения утильсбора и НДС; соответственно, как «пойдет тенденция» в этом году, непонятно.

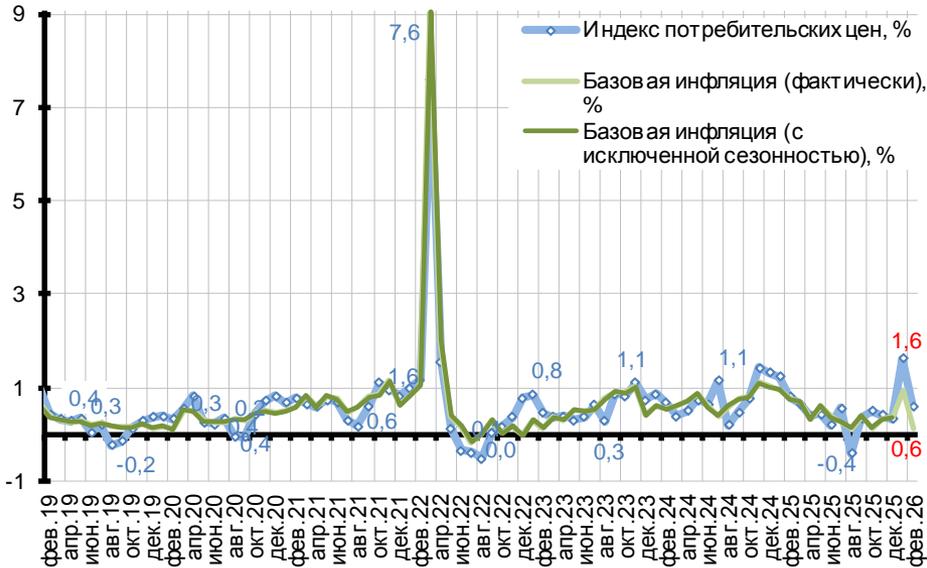
С другой стороны, стоимостные объёмы продаж (в постоянных ценах, сезонность устранена) продолжают снижаться. Такая, противоречивая картина – сочетание роста количества проданных машин со снижением продаж в сопоставимых ценах, скорее всего, объясняется сильными структурными сдвигами в продажах в пользу 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 (ЕАБ). 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 2025 г. объём рынка по данным ЕАБ 1.35 млн. автомобилей спад на 8.3% к 2024 г., по оценке АО «ППК» 1.37 млн. автомобилей, спад на 17% к 2024 г.

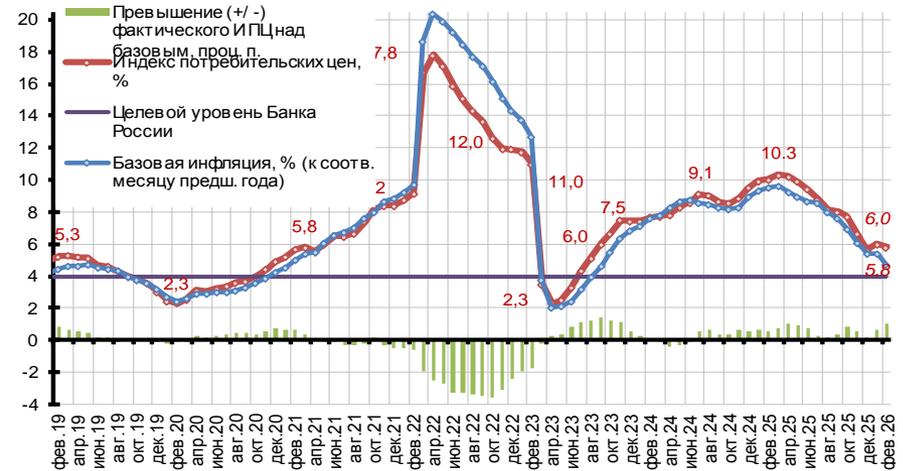
¹Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция на потребительском рынке

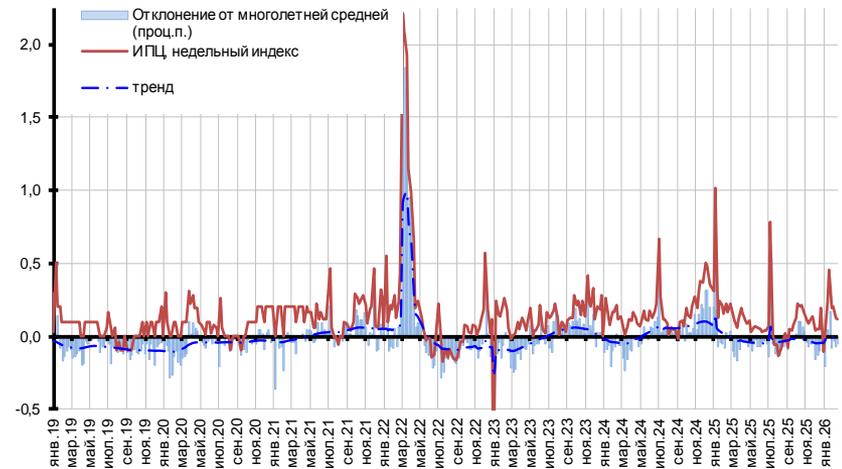
Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)



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



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



Инфляция, после короткого скачка в начале января («перенос НДС», повышение части регулируемых тарифов, вероятно, «перенос 0.2-0.3 проц. п инфляции с декабря) стала довольно быстро снижаться. В настоящее время (по данным на 16 февраля), уровень инфляции в годовом выражении (февраль к февралю) оценивается в 5.8%.

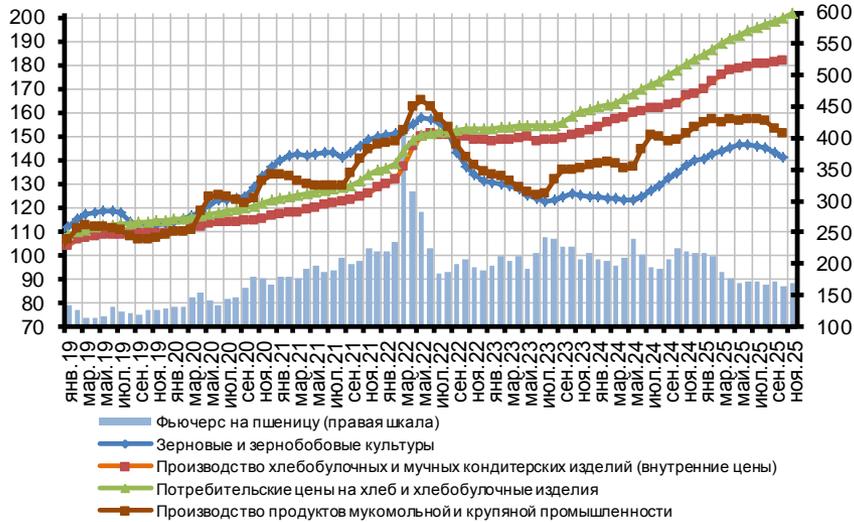
Как уже отмечалось, за этой динамикой стоят проблемы сохраняющегося кризиса спроса, во-первых, и укрепления рубля (которое очень «вредно» для доходов бюджета и компаний-экспортеров, но создаёт пространство для сдерживания динамики цен), во-вторых.

Есть потенциал переноса инфляции издержек на рынках молочных продуктов и топлива.

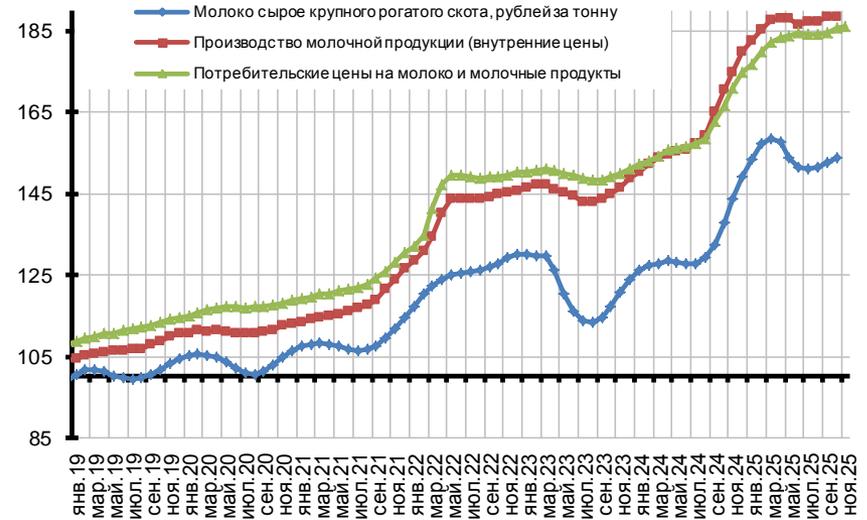
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

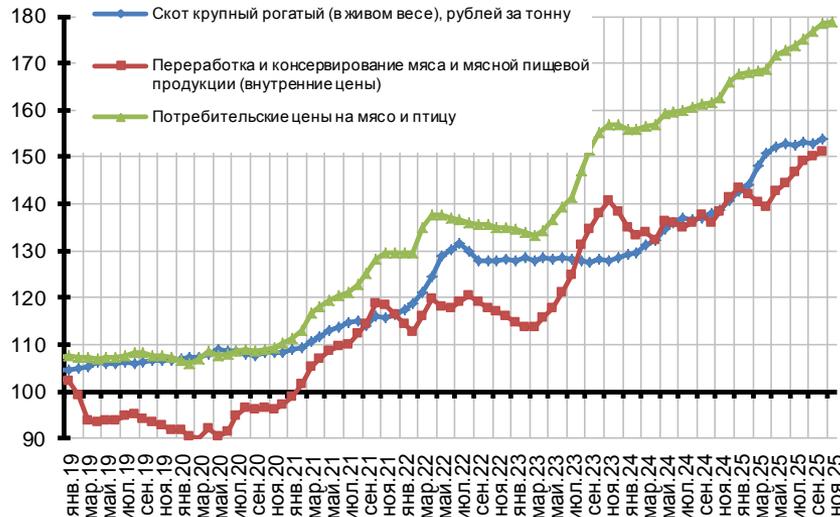
Цены на хлеб



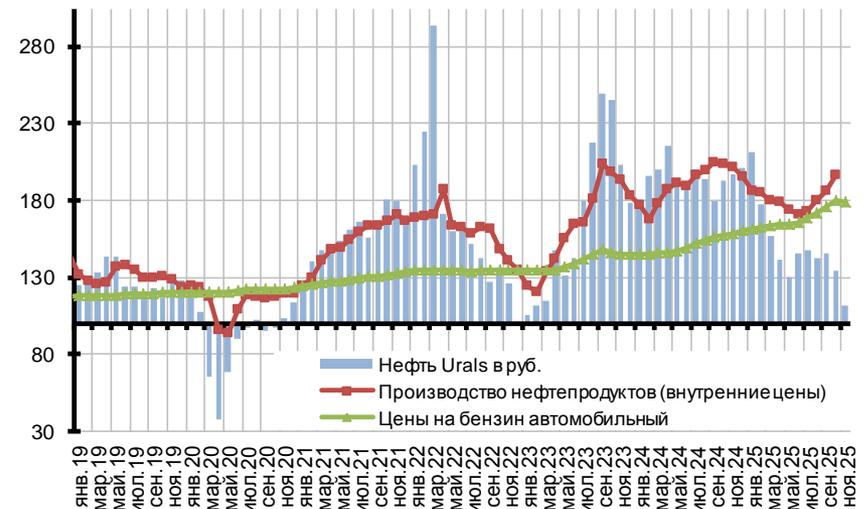
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

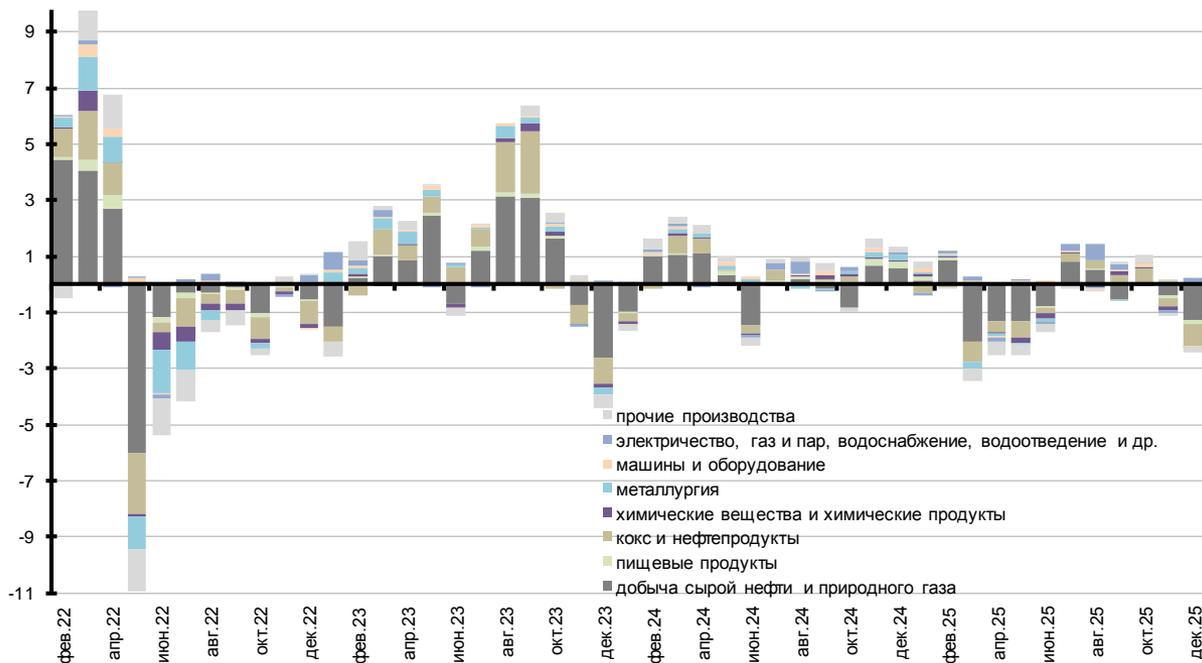


Цены на топливо

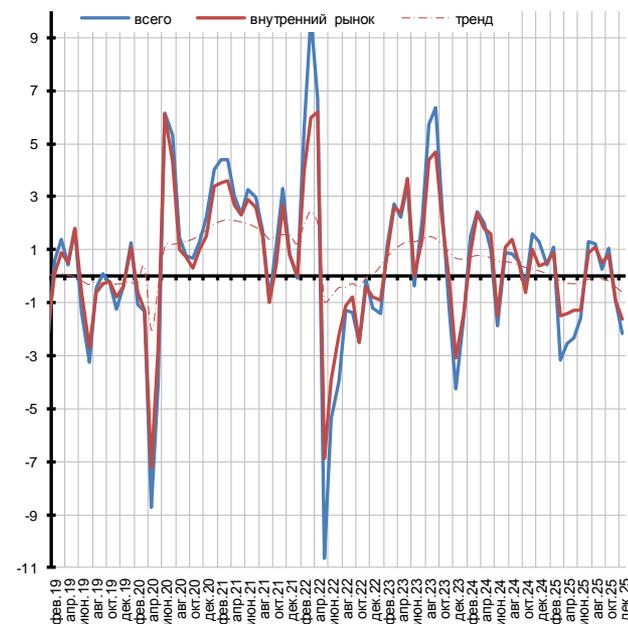


Структура цен производителей в промышленности

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



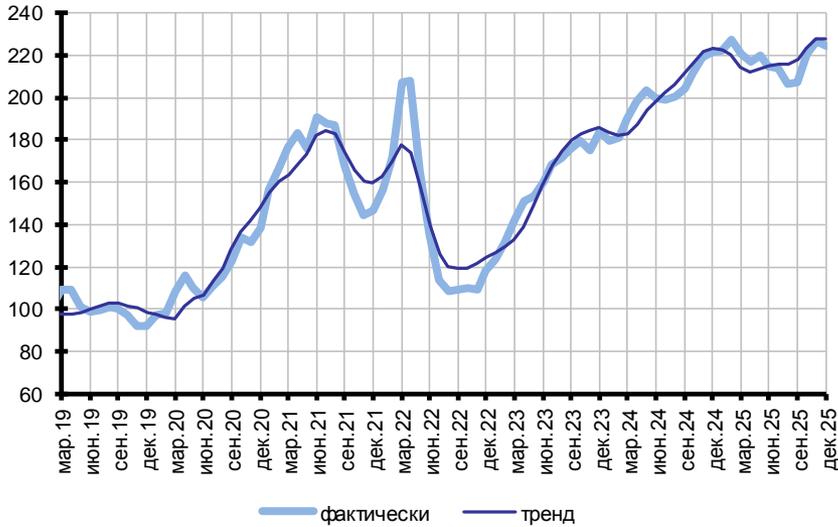
Индекс цен производителей (%)



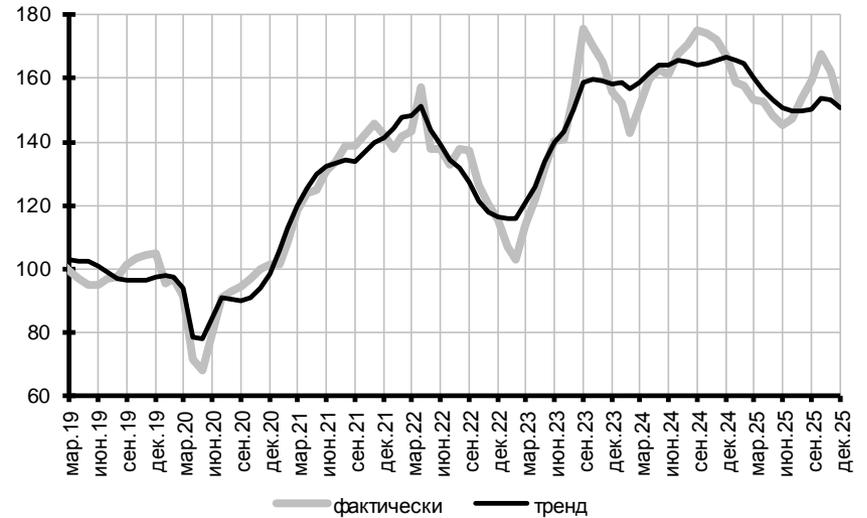
На рынках промышленной продукции по состоянию на ноябрь-декабрь отмечен очередной виток фронтального снижения цен – отчасти, из-за проблем с влиянием укрепления рубля на рублевые цены по импорту, отчасти, вероятно, из-за «санкционного дисконта» в условиях ограниченных возможностей сбыта, в очень значительной мере – из-за проблем со сбытом на внутреннем рынке.

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

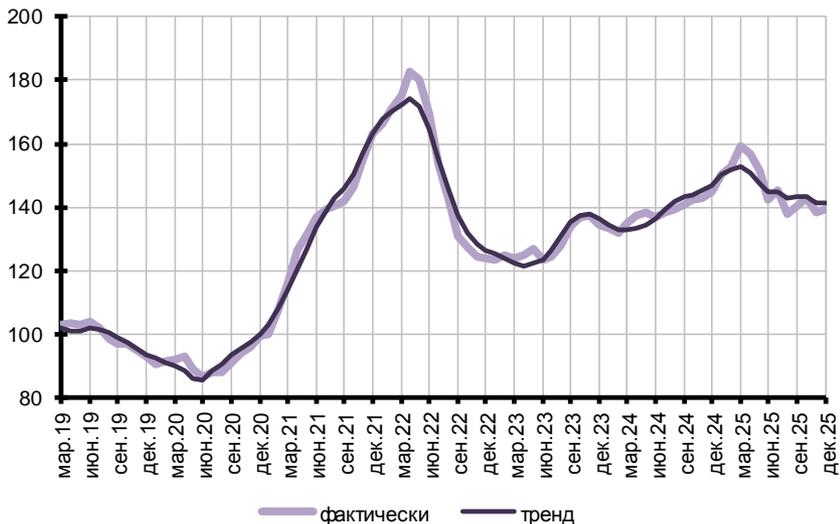
Добыча металлических руд



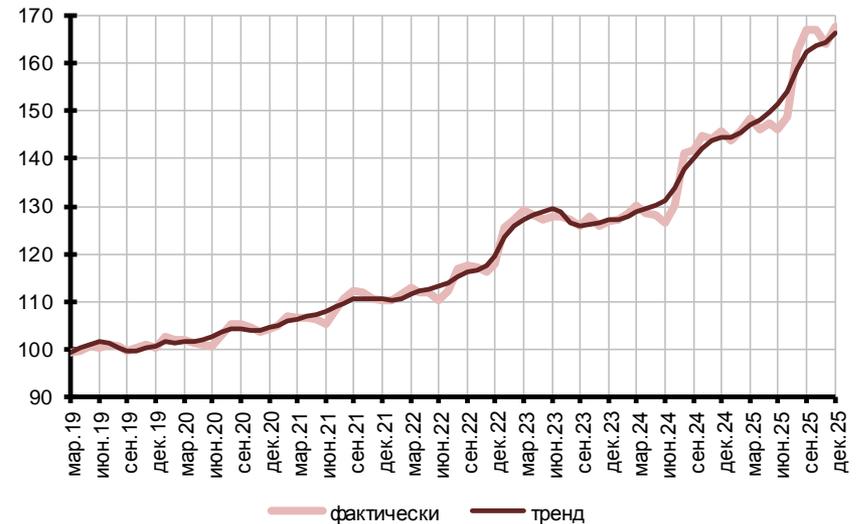
Производство нефтепродуктов



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

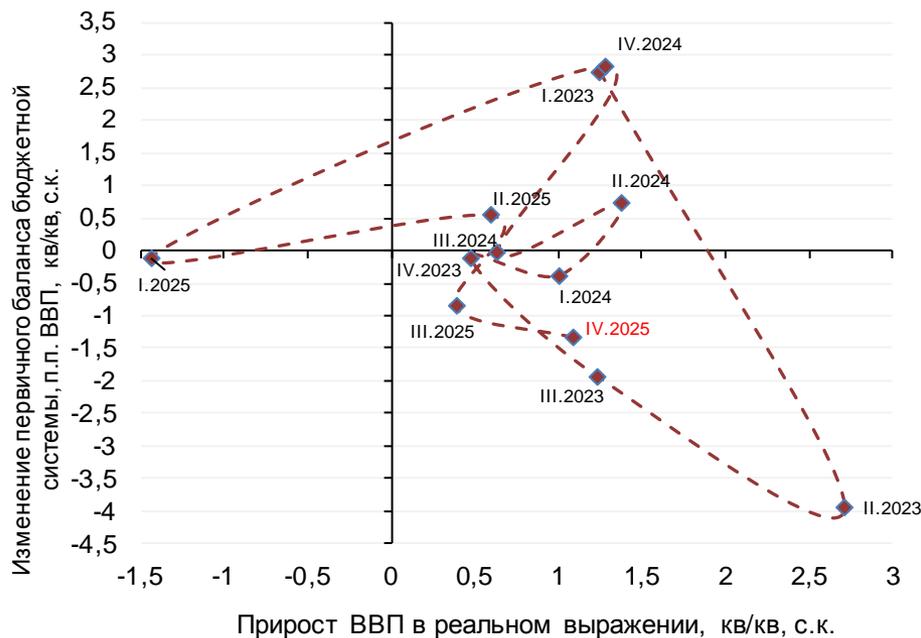
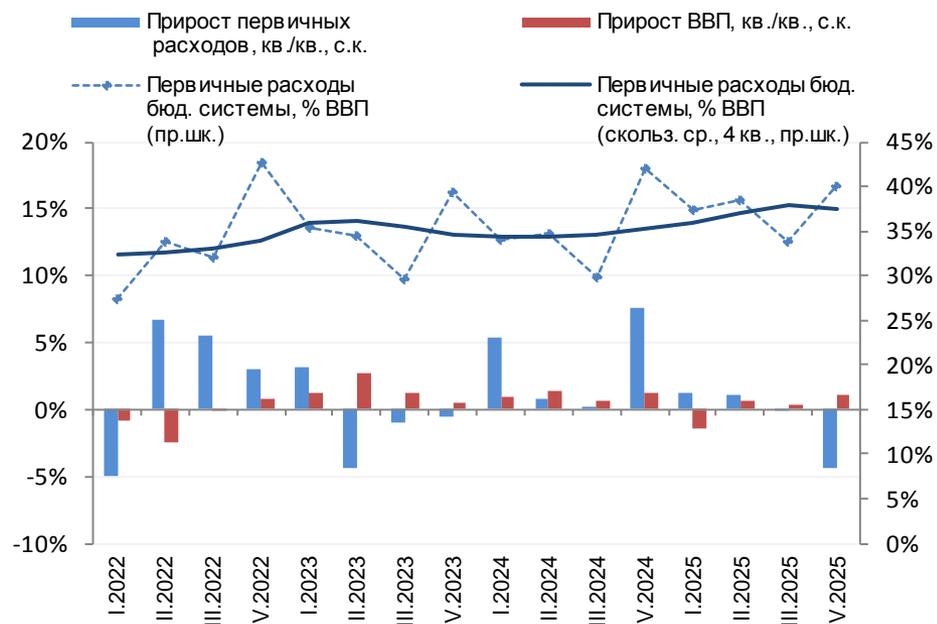


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



Бюджетная система как фактор роста

В IV кв. 2025 г. по нашим оценкам *темпы прироста первичных расходов* бюджетной системы в реальном выражении составил -4.3% к прошлому кварталу на фоне квартального прироста ВВП на 1.1%. При этом отмечается увеличение объёма первичных расходов бюджетной системы по доле в ВВП, характерное для IV кв. При этом к концу IV кв. 2025 г. сглаженный показатель (скользящее среднее за 4 квартала) первичных расходов снизился до 37.5% ВВП. Такое снижение является результатом опережающего авансирования госрасходов в предыдущие кварталы. Учитывая актуальные планы, в 2026 г. следует ожидать продолжение снижения объёмов расходов бюджетной системы относительно объёмов ВВП.



В IV кв. 2025 г. бюджетный импульс оказался отрицательным (-1.3% ВВП). 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 фактором, сдерживающим рост экономики. Это требует взвешенного подхода к корректировке бюджетной политики, балансирующего между поддержкой роста и бюджетной устойчивостью.

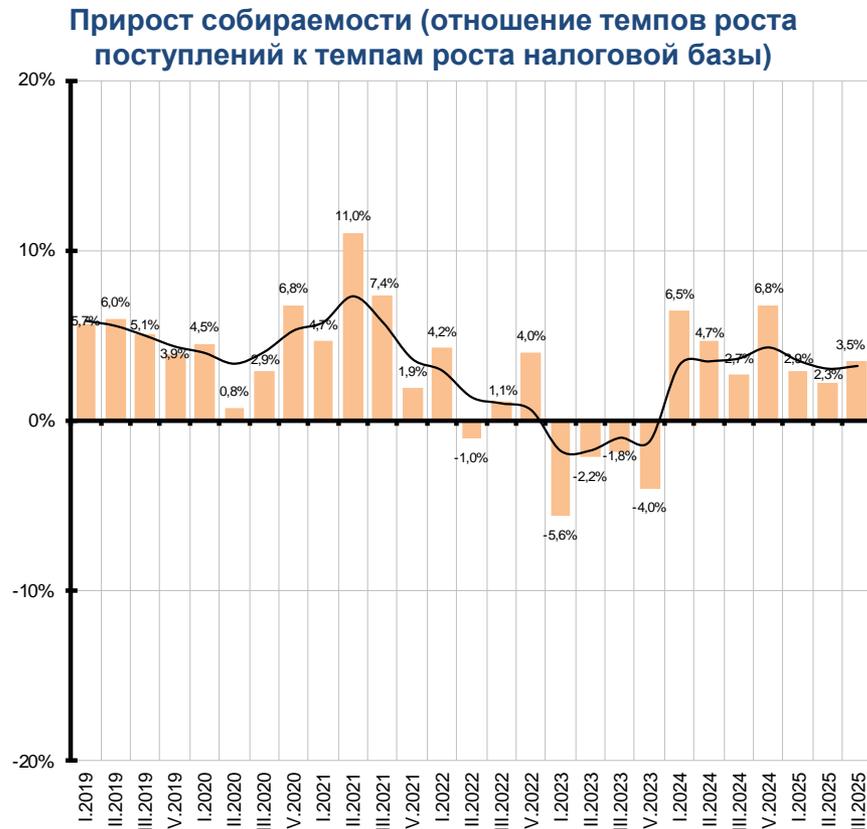
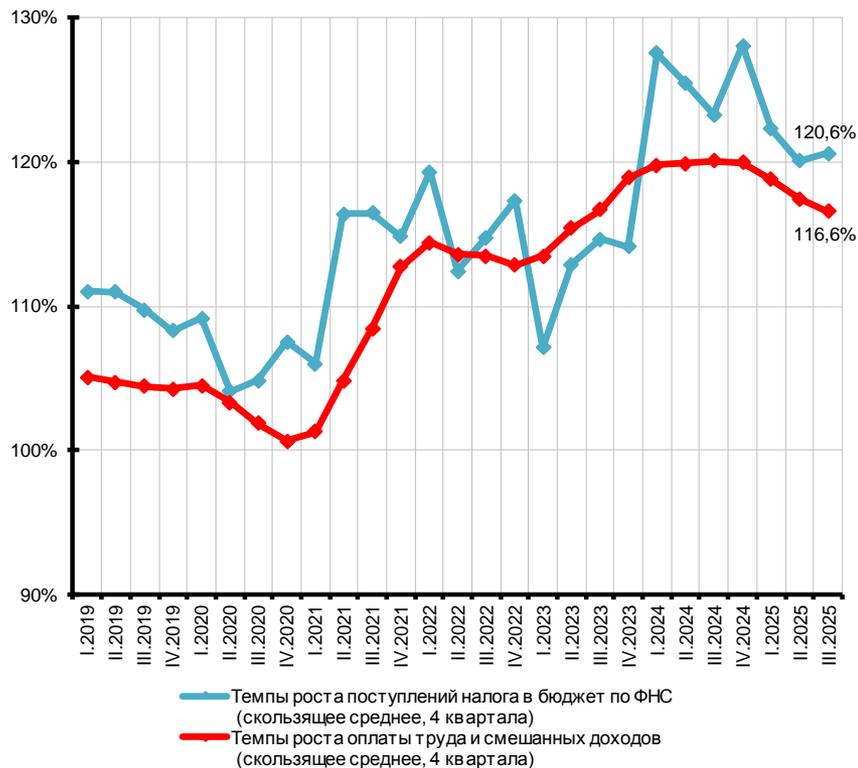
Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Соответственно, положительный бюджетный импульс определяется снижением разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной системы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

Структура доходов бюджетной системы

Мпрд руб.	12 мес. 2025			12 мес. 2024			Среднее (12 мес. 2019-2025 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	75 574	6,5%	100,0%	70 941	20,1%	100,0%	11,8%	100,0%
Нефтегазовые доходы в том числе	8 477	-23,8%	11,2%	11 131	26,2%	15,7%	8,3%	17,3%
Нефть и нефтепродукты	4 931	-23,8%	6,5%	6 469	22,4%	9,1%	-0,8%	10,8%
Газ и газовый конденсат	1 932	-26,1%	2,6%	2 613	16,4%	3,7%	20,7%	4,4%
Налог на дополнительный доход	1 614	-21,2%	2,1%	2 049	58,5%	2,9%	2,4%	2,1%
Ненефтегазовые доходы в том числе	67 097	12,2%	88,8%	59 810	19,0%	84,3%	13,8%	83,2%
Налоги на доходы и прибыль	20 624	15,1%	27,3%	17 920	15,5%	25,3%	14,9%	25,2%
Налоги на потребление	17 607	8,8%	23,3%	16 186	15,5%	22,8%	12,3%	23,1%
Налоги на имущество	1 981	7,5%	2,6%	1 843	9,5%	2,6%	7,1%	3,0%
Налоги, сборы и платежи за добычу ресурсов	611	28,7%	0,8%	475	-1,8%	0,7%	25,3%	0,7%
Таможенные пошлины	1 135	-38,3%	1,5%	1 839	20,9%	2,6%	13,7%	1,9%
Страховые взносы	16 273	16,0%	21,5%	14 033	20,4%	19,8%	13,1%	19,9%
Прочие доходы	8 866	18,0%	11,7%	7 515	39,7%	10,6%	3,3%	20,0%

По итогам 2025 г. *доходы бюджетной системы в целом* превысили аналогичный показатель 2024 г. (+6.5%) за счет роста ненефтегазовых доходов (+12.2%). В свою очередь, нефтегазовые доходы по отношению к прошлому году снизились на 23.8%, 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 (+28.7%) 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



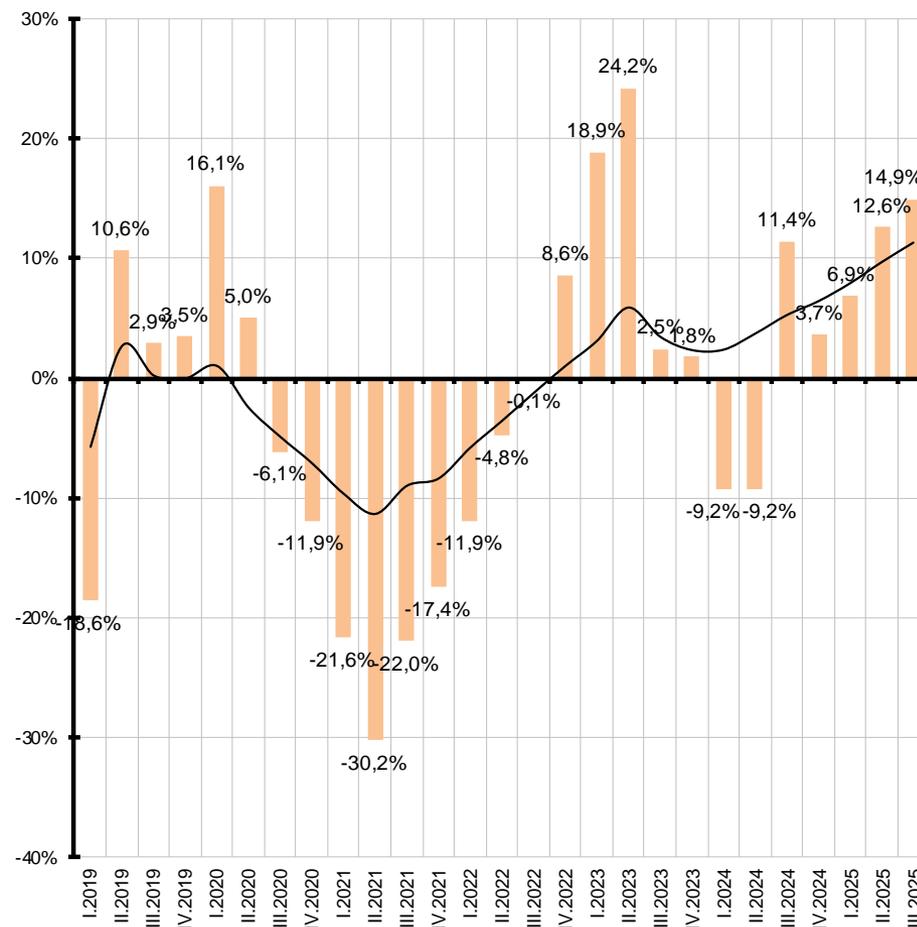
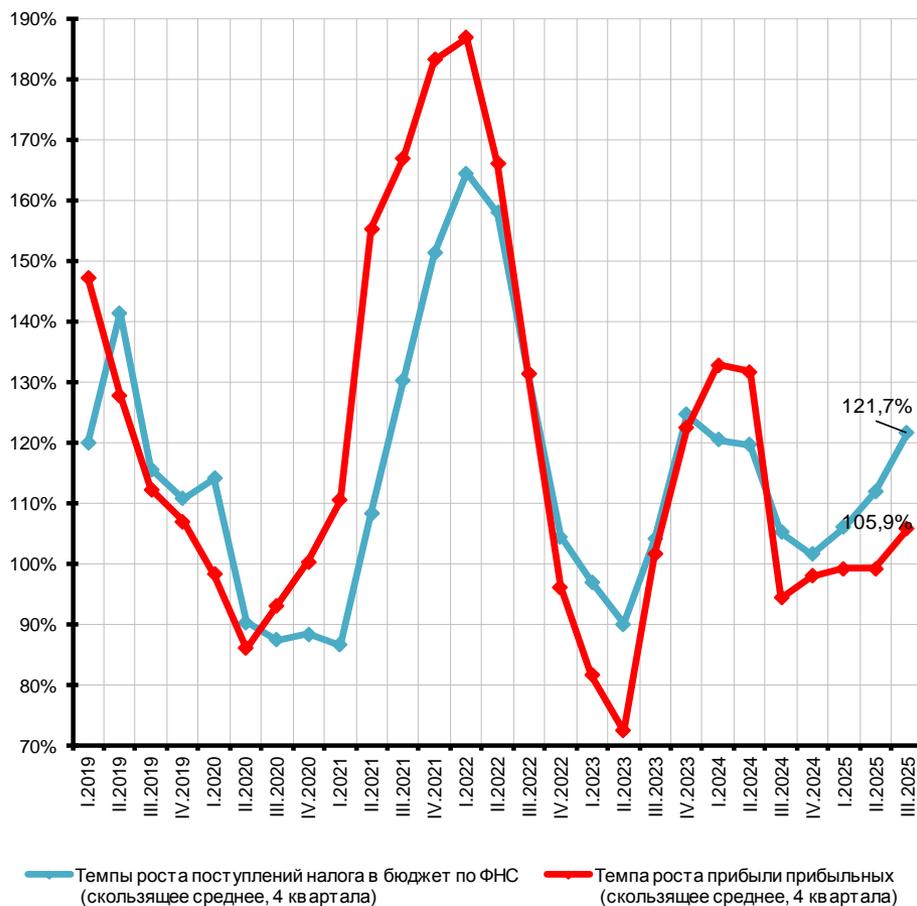
Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)».

Во III кв. 2025 г. поступления НДФЛ выросли до 120,6% (скользящее среднее за 4 квартала) против 120,1% во II кв. 2025 г. Прирост НДФЛ происходит несмотря на тенденции в налоговой базе – оплате труда и смешанных доходов, динамика которой продолжает замедляться. По всей видимости поступления НДФЛ опережают рост налоговой базы благодаря эффекту от введения прогрессивной шкалы и улучшению администрирования. В IV кв. прирост налоговых поступлений будет обеспечен выплатами налога с доходов, полученных от вкладов в банках. В среднесрочной 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)

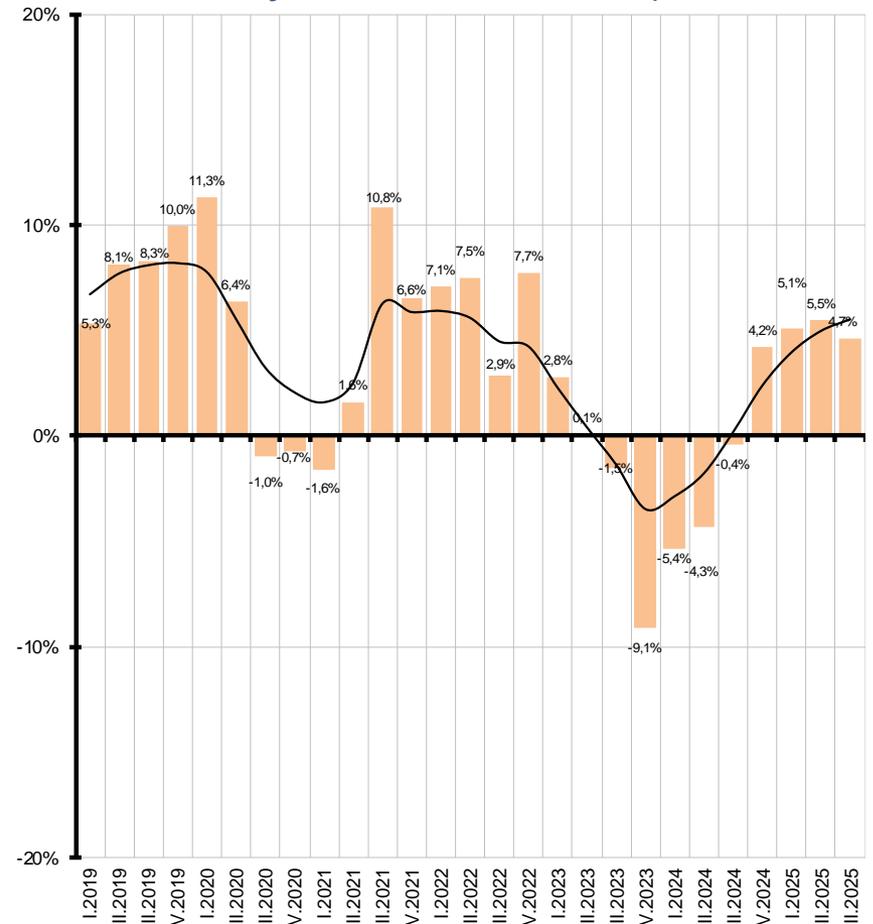
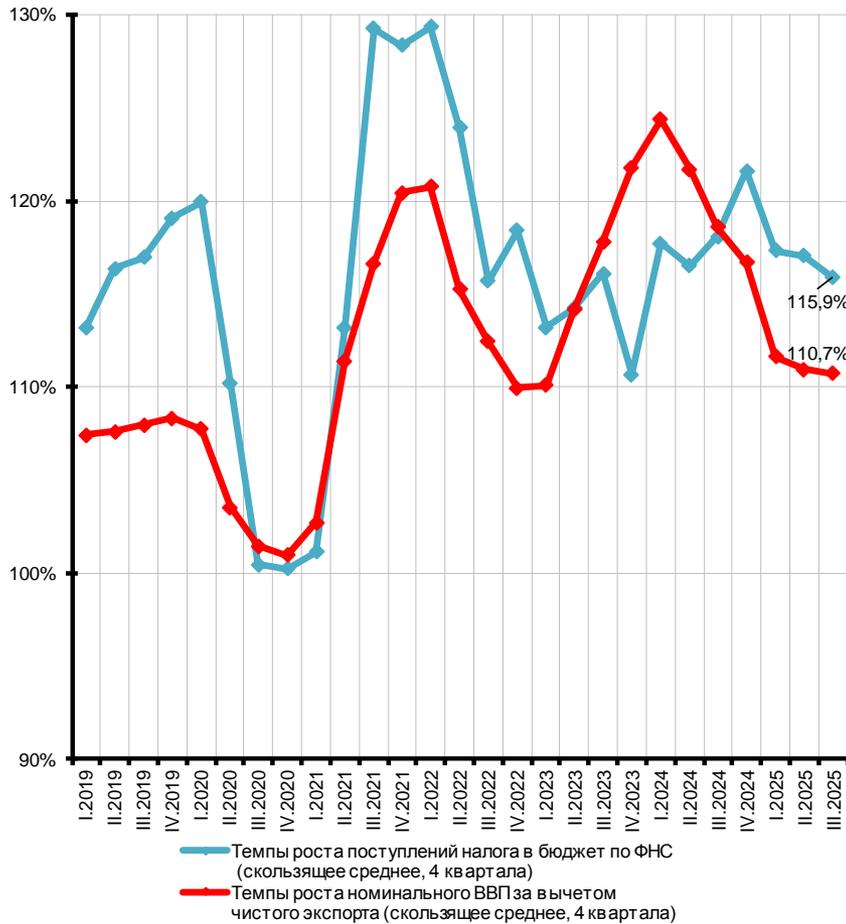


В III кв. 2025 г., при всех наблюдающихся проблемах, всё же фиксируются в целом, положительные темпы роста прибыли прибыльных организаций (по тренду, скользящего среднего за год). На этом фоне наблюдается прирост поступлений *налога на прибыль*, превышающий прирост налоговой базы в силу изменения налоговой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

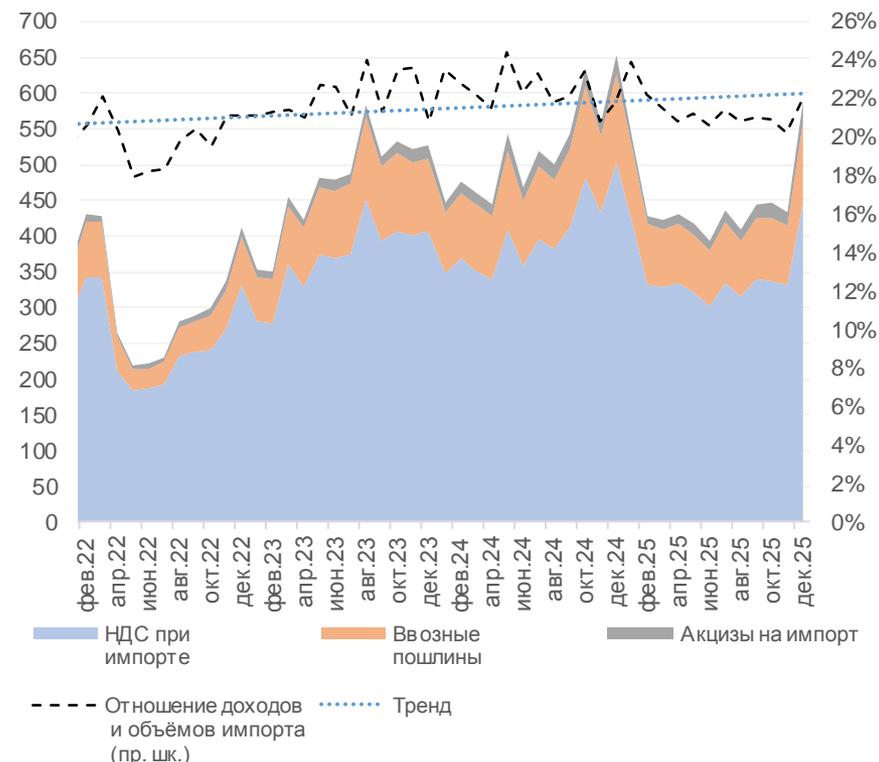
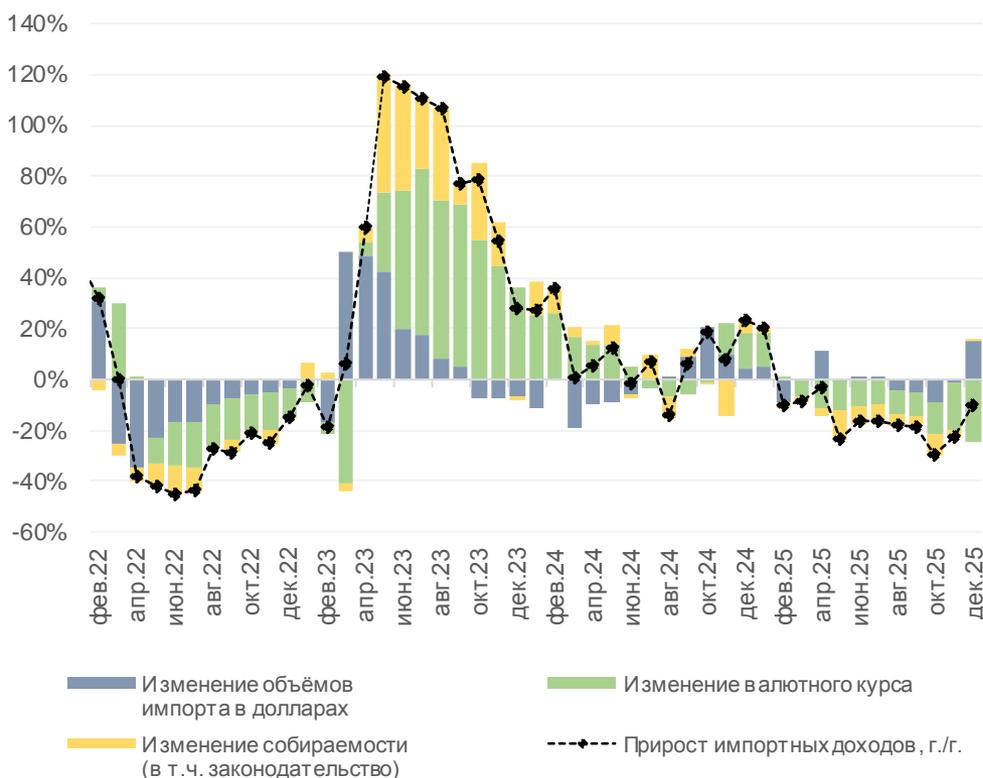


По итогам III кв. 2025 г. динамика поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России, соответствует динамике показателя квази-налоговой базы – ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта (оценка ЦМАКП за 3 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.

За основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов

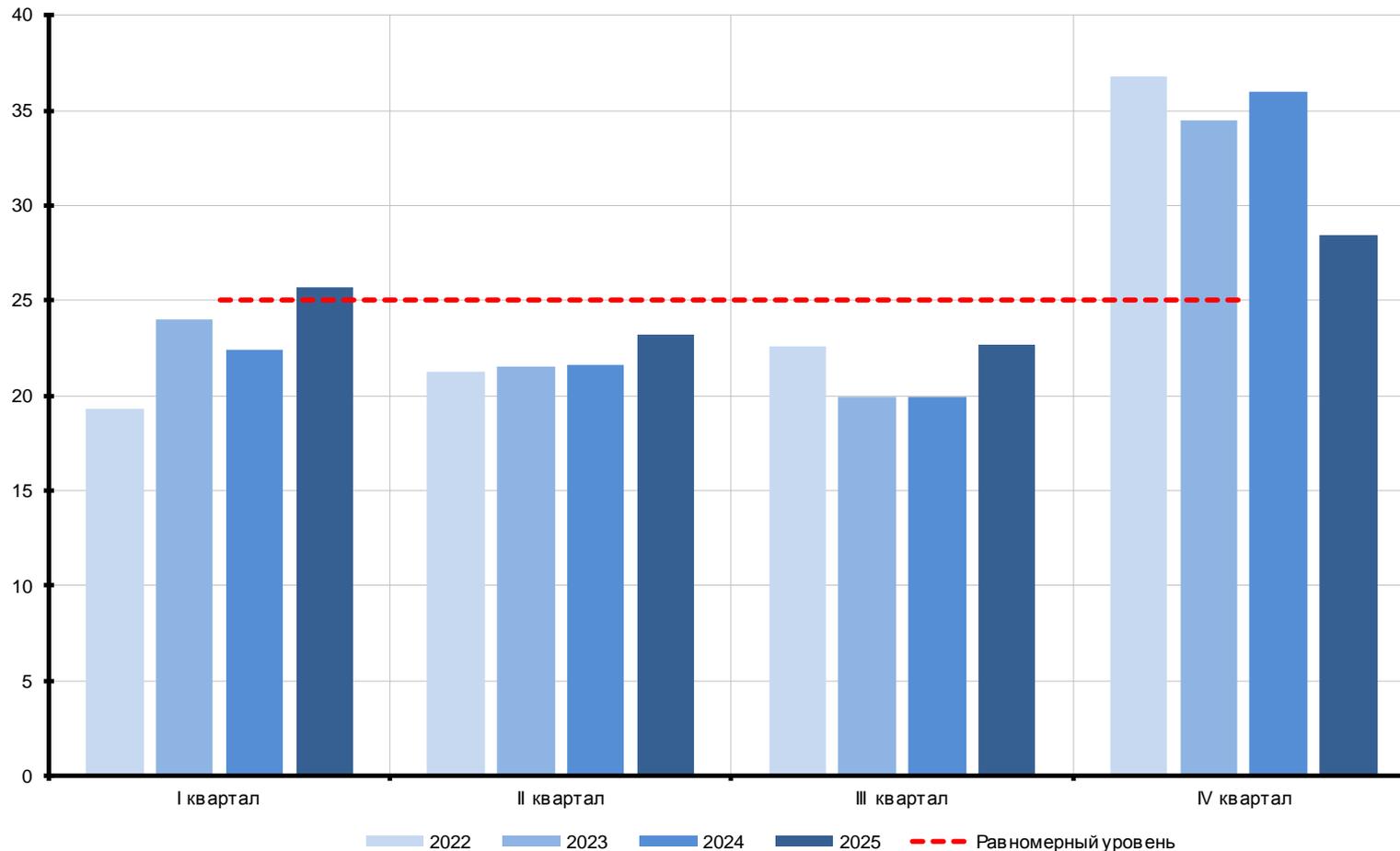
Бюджетные доходы от импорта



Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. По итогам декабря их совокупный объём составил 5.39 трлн руб. (14.5% от всех доходов), снизившись на 13.8% относительно аналогичного периода 2024 г. Отрицательная динамика наблюдалась по НДС на ввозимые товары (-13.3%), ввозные пошлины (-17.1%) и акцизы (-14.9%).

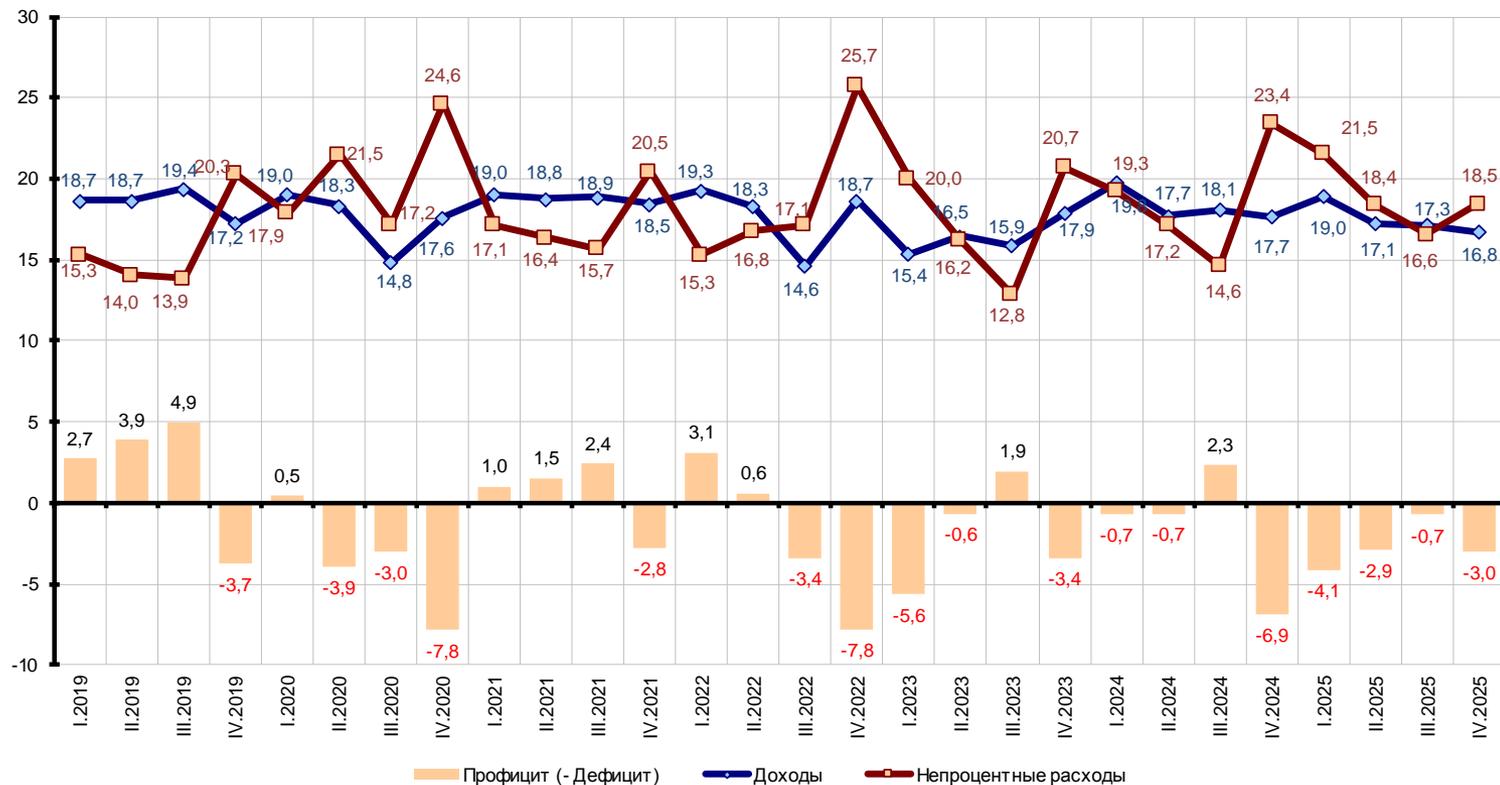
В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать изменение объёма импорта в долларах, курс рубля, а также изменение собираемости, включая изменения в законодательстве. Несущественный прирост объёма импорта в долларовом выражении (+0.4%) был нивелирован значительным укреплением курса рубля (среднее значение за 2025 г. и 2024 г. – 84.1 руб./долл. и 92.6 руб./долл., соответственно), который является основным фактором снижения бюджетных доходов от импорта в 2025 г. При этом в конце года спад поступления бюджетных доходов, связанных с импортом, был частично отыгран за счёт резкого прироста объёмов импорта (в долларовом выражении), вероятной причиной которого служит активизация импортёров в преддверии повышения НДС и введения системы подтверждения ожидания товаров (СПОТ).

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение расходов федерального бюджета за IV кв. 2025 г. составило 28.4% от совокупного объёма расходов и в целом соответствует ожидавшейся траектории. По сравнению с 2022–2024 гг. доля расходов IV квартала заметно снизилась и приблизилась к более равномерному профилю исполнения в течение года. Опережающее авансирование расходов в I–III кварталах позволило сгладить сезонность и уменьшить концентрацию кассовых выплат в конце года, что снижало риск дополнительного инфляционного импульса со стороны бюджета. Судя по высокой динамике расходов в начале 2026 г., в текущем году фискальные власти намерены продолжить практику опережающего и придерживаться схожего с прошлым годом профиля исполнения расходов.

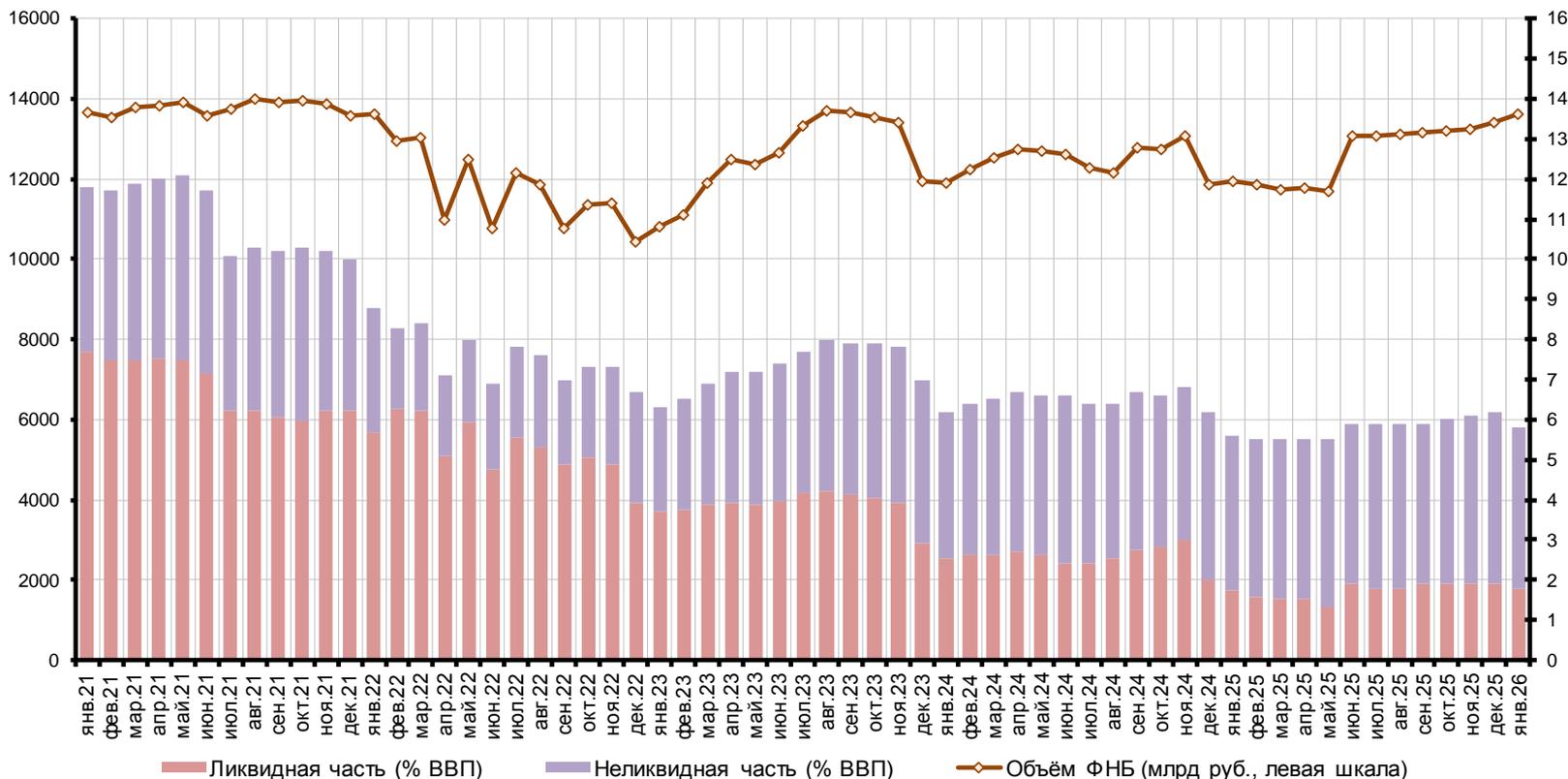
Федеральный бюджет



По итогам 2025 г. доходы *федерального бюджета* составили 37.28 трлн руб., расходы – 42.93 трлн руб., дефицит – 5.65 трлн руб. (17.5%, 20.1% и 2.6% ВВП*, соответственно). По сравнению с аналогичным периодом 2024 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 1.6%. Наблюдается снижение объёма нефтегазовых поступлений на 23.8% ввиду более низких цен на нефть (55.6 долл./барр. в среднем за 2025 г. против 68 долл./барр. за 2024 г.) и укрепления национальной валюты (83.7 руб./долл. против 92.6 руб./долл.). В свою очередь, нефтегазовые доходы выросли на 12.6%, прежде всего, за счёт значительного прироста доходов, связанных с внутренним производством (внутренний НДС и акцизы, налог на прибыль, НДФЛ) ввиду реализованных изменений налогообложения. В IV кв. 2025 г. рост непроцентных расходов федерального бюджета увеличился, их объём составил 18.5% квартального ВВП. Дефицит бюджета достиг 3% квартального ВВП (1.86 трлн руб.), при этом первичный дефицит бюджета, по нашим оценкам, мог составить 1.7% квартального ВВП.

* - оценка ЦМАКП

Фонд национального благосостояния



На начало февраля 2026 г. *объём ФНБ* составил 5.8% ВВП или 13.64 трлн руб., увеличившись на 224.1 млрд руб. относительно начала января. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 4.23 трлн руб. или 1.8% ВВП. Ликвидная часть выросла на 141.5 млрд руб. преимущественно в результате увеличения стоимости золота. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 201.1 млрд юаней, 155.1 т золота. По итогам января объём неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 9.41 трлн руб. или 4.0% ВВП, увеличившись на 82.6 млрд руб. за счёт роста стоимости акций ПАО «Сбербанк» (+67.1 млрд руб.), ПАО «ВТБ» (+6.3 млрд руб.) и размещения ликвидных средств в разрешенные финансовые активы. В январе средства Фонда, полученные в результате реализации золота, юаней и частичного погашения ранее приобретённых облигаций, в целях финансирования инфраструктурных проектов были размещены на депозите в ВЭБ.РФ (1.0 млрд руб.), а также направлены на финансирование дефицита федерального бюджета (154.6 млрд руб.).



Материал подготовили:

Руководитель направления, к.э.н.

Руководитель направления, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Эксперт

Эксперт

Белоусов Д.Р.

Сальников В.А.

Ипатова И.Б.

Михайленко К.В.

Михеева О.М.

Поляков И.В.

Ахметов Р.Р.

Галимов Д.И.

Дешко А.В.

Медведев И.Д.

Панкова В.А.

Сабельникова Е.М.

Аблаев Э.Ю.

Ломоносов Д.К.