



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

23.03.2026

Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** свидетельствуют о довольно резком падении экономической активности – причем существенно более глубоком, чем был конъюнктурный «подскок» в конце прошлого года. Тенденции к спаду, в очень большой степени, связанная с сочетанием жесткой денежно-кредитной политики и укрепления рубля, отмечается во всех основных компонентах спроса: инвестициях, потреблении населения и экспорте.
- **Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** чуть повысился (вместе со снижением ключевой ставки), но все еще остаётся в отрицательной (менее 50%) зоне. Как отмечалось в прошлом Обзоре, «столь длительный период негативных ожиданий менеджмента не имеет аналогов в последние годы» (эпизоды гораздо более масштабного падения PMI, например, во время пандемии ковид или в момент введения системных внешних санкций были намного более короткими).
- **Инвестиции в основной капитал** резко снизились. Как уже отмечалось, переход к сжатию инвестиций – неизбежный итог сочетания длительной жесткой денежно-кредитной политики и сужения доходов компаний из-за роста издержек и укрепления рубля, что ведет к сокращению доходов от экспорта. *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. В январе произошло резкое ее снижение (вероятно, оно имеет конъюнктурный характер и обусловлено необычно холодной и снежной погодой на европейской части России). Даже без учета январского спада, текущий уровень – весьма низкий. По сравнению со среднемесячным уровнем середины 2024 г. предложение инвестиционных товаров в конце прошлого года составляло 86%, в январе – 83%. В *строительстве* произошла коррекция после «подскока» декабре, вернувшая динамику в отрасли на характерную для отрасли траекторию постепенного снижения. Эта тенденция сформировалась еще в начале прошлого года в результате «двойного шока» – осложнения условий ипотечного кредитования и роста ключевой ставки. Противодействующий фактор, похоже, начавшееся «перекладывание» средств населения из депозитов в недвижимость, как объект инвестирования.
- **Экспорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) медленно снижается из-за сочетания ценового фактора (с марта возникнет, скорее всего, мощный поддерживающий фактор) и новой волны санкций США против российских нефтяных компаний. Здесь, начиная с весны, тоже есть явный шанс на разворот тенденции благодаря действию геополитического фактора.
- **Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена), в целом, стабилен с лёгкой тенденцией к сжатию, что отражает баланс между общим сужением инвестиционного и потребительского рынков и укреплением рубля, повышающим ценовую конкурентоспособность ввозимых товаров. С исключением фактора роста цен на мировых промышленных рынках, снижение импорта, вероятно (оценку здесь можно дать лишь косвенным образом; сезонность устранена) имеет стабильный характер.
- **Снижение рентабельности** в промышленности остановилось, фиксируется некоторый восстановительный рост. Впрочем, установившийся уровень рентабельности по историческим меркам – весьма невысокий. В перспективе, очевидно, некоторую поддержку доходам компаний может оказать рост мировых цен на товары российского экспорта (из-за ситуации вокруг Ирана). Что касается её соотношения со ставкой по безрисковому «держанию денег» (доходность по ОФЗ), то группа отраслей с «запретительным» для неизбежно рискованных инвестиций в реальные активы соотношением гарантированной доходности по госбумагам с рентабельностью бизнеса охватывает: транспортное машиностроение, лесобумажный и нефтегазовый (! – результат укрепления рубля на фоне низких мировых цен). В то же время, металлургия (при всей жесткости проблем со сбытом на внутреннем рынке) вышла из зоны острого дисбаланса.

Макроэкономика. Главное - 2

- Ситуация с **входящим денежным потоком от экспортеров** сильно неоднородна на различных рынках. Как уже отмечалось, на рынках металлов идёт быстрое восстановление доходности экспорта под действием ценового фактора. Ситуация с потоком доходов от экспорта пшеницы чуть улучшилась – хотя с общего тренда на медленное ухудшение пока не сошла. Как именно будет развиваться ситуация с рублевыми ценами на энергоносители в новой глобальной ситуации – пока неясно.
- Наблюдалось небольшое **ослабление рубля** как по отношению к доллару США, так и к евро. Среднемесячный фактический курс рубля в феврале оказался заметно ниже фундаментально обоснованного уровня вследствие существенного влияния на его динамику прочих факторов, помимо показателей торгового баланса. Небольшое ослабление рубля в феврале стало следствием изменения баланса спроса и предложения на российском валютном рынке. Так, чистые продажи валюты крупнейшими экспортерами сократились на 31% относительно предшествующего месяца (по данным Банка России). Значительная часть просевшего предложения валюты балансировалась низким спросом на нее, а также компенсировалась продажей иностранной валюты, осуществлявшейся Банком России в интересах Минфина.
- Уровень **реальной процентной ставки** (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) составил 9.2% годовых. Совет директоров Банка России 20 марта 2026 г. принял решение снизить ключевую ставку до уровня 15%.
- **Реальная заработная плата** продолжает очень расти – и очень интенсивно. С учётом ограниченности финансовых ресурсов предприятий стабильность этого процесса под вопросом (если, конечно, в новой геополитической ситуации не возобновится приток ренты в российскую экономику). *Основные реальные денежные доходы населения*, в целом, растут вслед за реальной заработной платой (с точностью до динамики реальных пенсий и, главное, снижающейся динамики получаемых процентов).
- **Оценки населением** экономической ситуации, в целом, несколько ухудшились. *Инфляционные ожидания и наблюдаемая инфляция* несколько повысились. С учётом медленного, но все же снижения фактической инфляции, разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией стал максимальным почти за три года. В части *потребительских настроений населения* продолжилось ухудшение буквально по всем основным параметрам как оценки текущей ситуации (уже вышли в зону негативных оценок), так и ожиданий (ещё положительны, но на минимальном уровне с начала 2023 г.). В целом, ухудшение оценок ситуации идет практически непрерывно с середины 2025 г. Несмотря на стабильность рубля и снижение инфляции, ощущение ситуации, как стагнационной, уже, похоже, распространяется не только среди бизнеса, но и населения, существенно влияя на потребительское, сберегательное и инвестиционное поведение, а значит, и на экономическую ситуацию.
- **Потребление населения** заметно «подсело», причём спад заметно выходит за пределы «маятниковых колебаний и даже превосходит масштабы роста за несколько последних месяцев сразу. Основная проблема сосредоточена в продажах непродовольственных товаров, где из-за эффекта «переноса покупок» с января на декабрь, а также наметившегося удорожания по ряду товарных групп. Кроме того, наблюдается и небольшое «проседание» потребления услуг.
- **Инфляция** продолжает снижаться – хотя и медленнее, чем в феврале. В настоящее время её годовой уровень оценивается в 5.7%. Помимо очевидных факторов: постепенного завершения «переноса НДС в цены», крепкого рубля и наметившегося на рынках непродовольственных товаров кризиса спроса, в настоящее время «против инфляции» работают и чисто ситуационные факторы – стремительное удешевление огурцов, падение тарифов на поездки на отдых в ОАЭ и др. *На рынках промышленной продукции* продолжается практически фронтальное снижение цен по всем основным секторам.
- В IV кв. **бюджетный импульс** оказался отрицательным. Ожидается продолжение затухания бюджетного импульса в течение года. Запланированная консолидация, необходимая для повышения устойчивости бюджета, может стать фактором, сдерживающим рост экономики.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



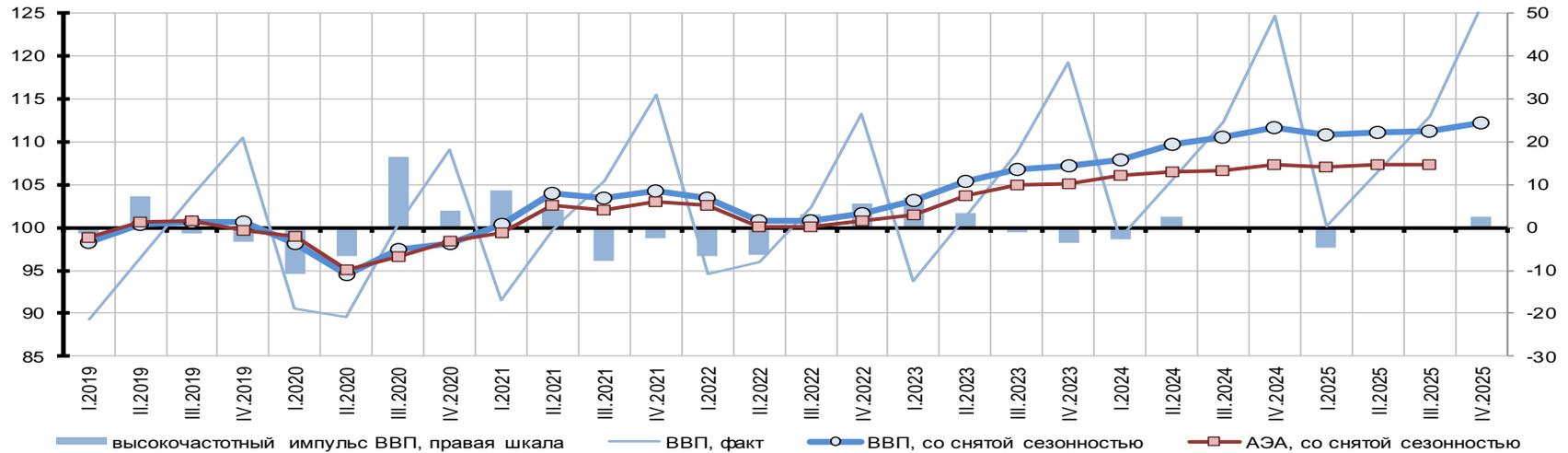
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно декабрь 2025 г. к декабрю 2024 г. и январь-декабрь 2025 г. к январю-декабрю 2024 г.

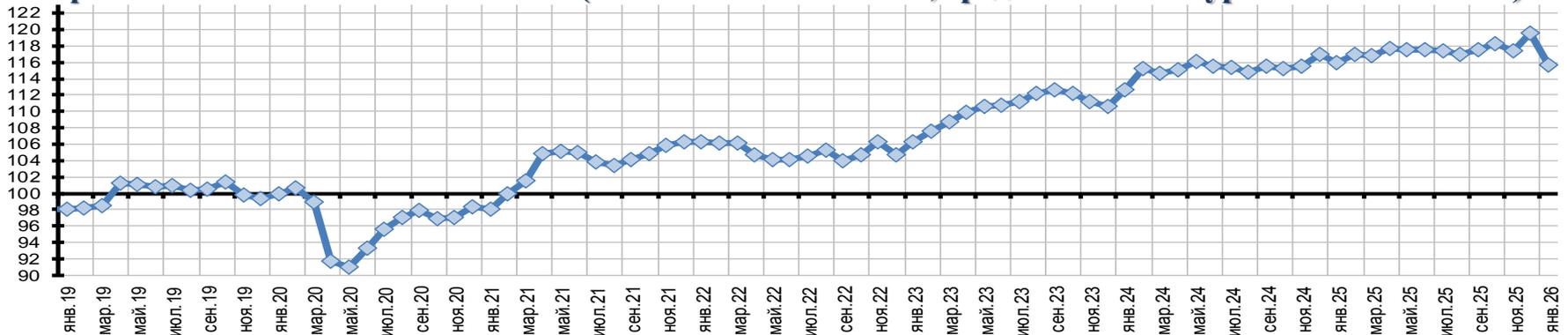
³ соответственно январь 2026 г. к январю 2025 г. и за период с начала 2026 г. по 2 марта

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)



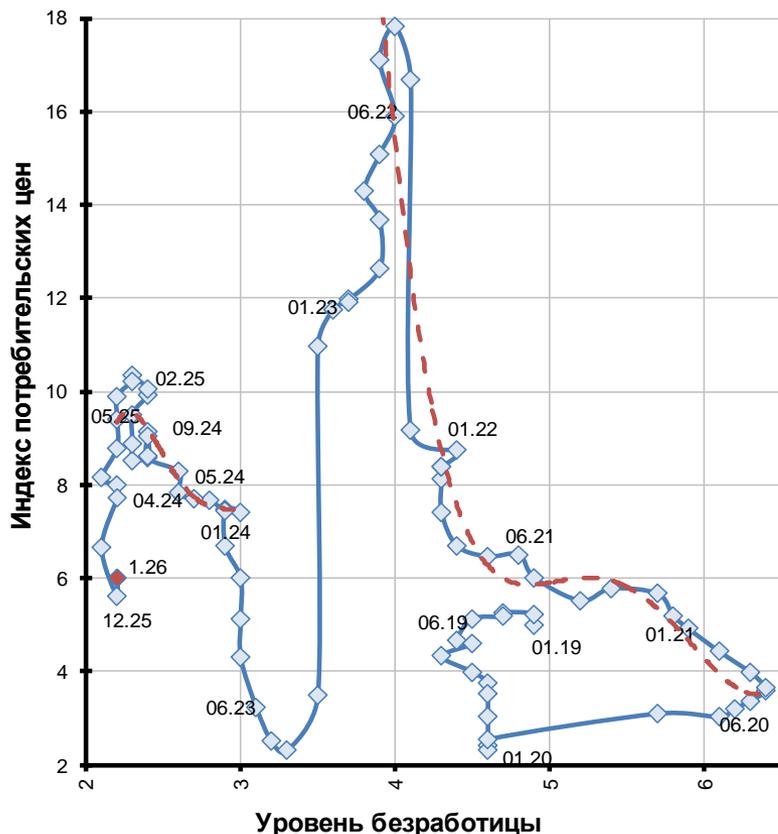
Высокочастотные данные об экономической динамике в январе свидетельствуют о довольно резком падении экономической активности – причем, очевидно, существенно более глубокой, чем был конъюнктурный «подскок» в конце прошлого года. Разумеется одной (причем, последней в ряду) точки принципиально недостаточно, чтобы констатировать разворот тенденции к спаду. Проблема, однако, в том, что тенденции к спаду, в очень большой степени, связанная с сочетанием жесткой денежно-кредитной политики с укреплением рубля, отмечается во всех основных компонентах спроса: инвестициях, потреблении населения и экспорте.

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

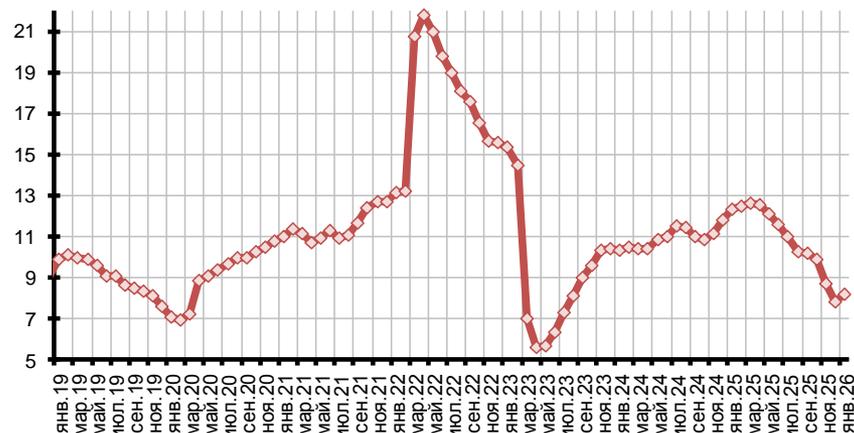
² Здесь и далее ВВП за четвертый квартал 2025 г. – оценка МЭР (1.0% к четвертому кварталу 2024 г.). Данные по ВВП за 2022-2025 гг. не пересматривались и не соответствуют годовой оценке Росстата

Характеристики устойчивости экономической ситуации

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



Индекс несчастья Оукена¹



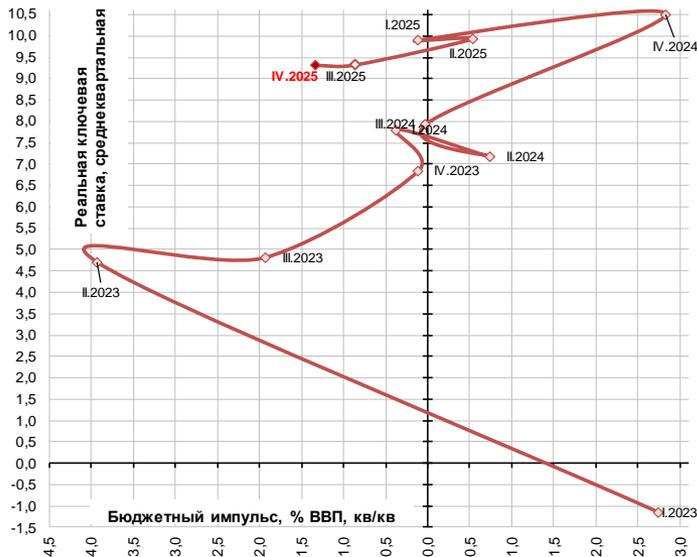
Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на январь свидетельствуют, что российская экономика теперь уже надежно вышла из прежней зоны сбалансированности (январь 2024 - июль 2025 гг.), но пока лишь начинает нащупывать новый баланс. «Но это неточно».

Уровень фундаментальной несбалансированности («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на январь слегка подскочил вместе с локальным скачком инфляции.

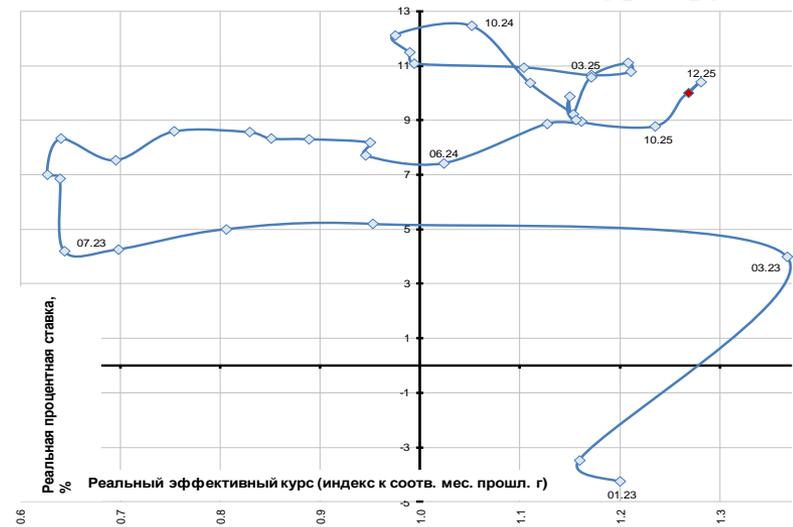
¹ Сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

Характеристики макроэкономической политики

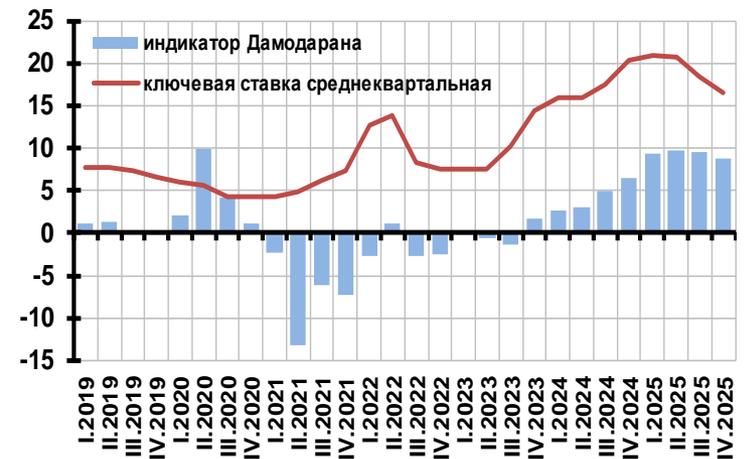
Соотношение реальной ключевой ставки и бюджетного импульса^{1,2}



Соотношение реальной ключевой ставки и реального эффективного валютного курса рубля²



Оценка ЦБ макрофинансовых рисков: отклонение ключевой ставки от «индикатора Дамодарана»³



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».

Примечательно, что в условиях стагнации экономики и ослабления инфляции снижение ключевой ставки почти не сопровождается снижением интегральной оценки рисков, закладываемых в превышение ключевой ставки над индикатором производства прироста ВВП и инфляции в годовом выражении.

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.

² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных; ³ Индикатор Дамодарана: производство прироста ВВП и инфляции

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 локален.

Признаки улучшения:

- рынок труда, похоже, стабилизируется;
- 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;
- произошло некоторое улучшение ситуации с рентабельностью в промышленности. В зависимости от того, каков для внутренних рынков будет эффект от роста мировых цен на нефть (не произойдет ли переноса роста издержек на топливо и сырьё), ситуация может и еще улучшиться;
- уровень реальных пенсий, пересчитанных по уровню инфляции, выше прошлогодних значений¹;
- возникли признаки адаптации авторынка к новой ситуации¹.

Плохо:

- в целом по экономике отмечен спад, причем явно выходящий за рамки коррекции после ситуационного «подскока» в конце прошлого года. С высокой вероятностью, первый квартал (а за ним, по-видимому, и полугодие) окажутся «в минусе» – хотя по итогам года в целом российская экономика и выходит, вероятно в небольшой плюс по ВВП (+0.5-+0.8%) при стагнации или лёгком спаде в инвестициях;
- в основной массе гражданских секторов промышленности – стагнация¹ (или спад);
- наметилось неожиданно масштабное падение потребления населения (особенно – на рынках непродовольственных товаров и, в меньшей степени – услуг);
- усиливается спад в сфере инвестиций, особенно – в наиболее ценный их компонент, 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 промышленности закрепилась дефляция, в том числе по поставкам на внутренний рынок, что является косвенным признаком кризиса спроса;
- основным драйвером экономики является потребление домашних хозяйств, но его динамика 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. При этом оценки ситуации и перспектив её изменения населением – минимальные за три года;
- нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний находится на запредельно высоком уровне¹;
- ситуация с инфляцией по корзине потребления малообеспеченного населения вновь стала ухудшаться.

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, %)

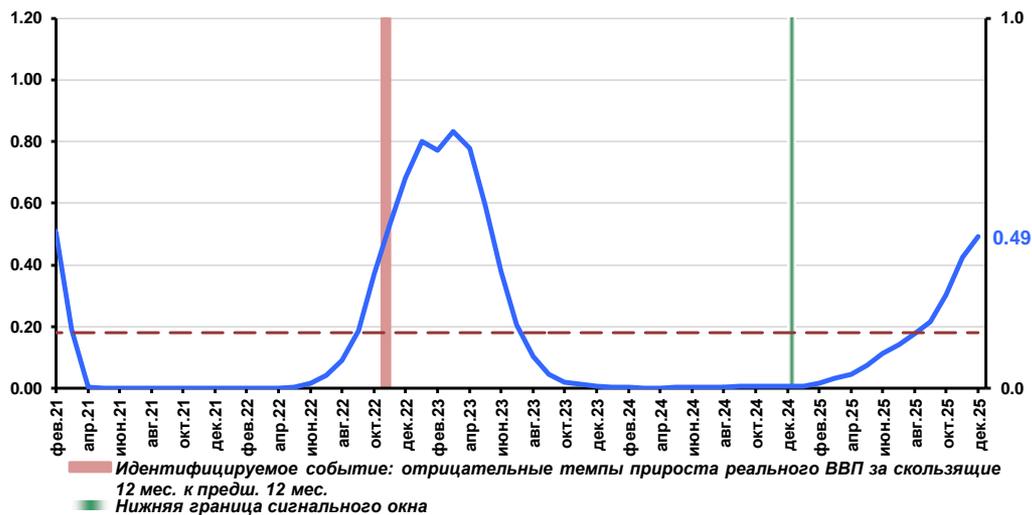
	2025	2026
Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)		
февраль 2026	5.59	4.8 - 5.1
октябрь 2025 (лаг 4 мес)	7.5 - 7.6	5.25 - 5.55
август 2025 (лаг 6 мес)	7.05 - 7.5	4.5 - 4.7
разница (февраль - октябрь)	-1.89	-0.45
разница (февраль - август)	-1.57	0.39
Валовой внутренний продукт		
февраль 2026	1.0	0.5 - 0.8
октябрь 2025 (лаг 4 мес)	0.8 - 0.9	1.2 - 1.5
август 2025 (лаг 6 мес)	1.0 - 1.4	1.5 - 1.8
разница (февраль - октябрь)	0.1	-0.7
разница (февраль - август)	-0.3	-1.0
Инвестиции в основной капитал		
февраль 2026	-2.3	-0.1 - +0.3
октябрь 2025 (лаг 4 мес)	1.5 - 1.7	0.3 - 0.7
август 2025 (лаг 6 мес)	1.7 - 2.0	2.5 - 3.0
разница (февраль - октябрь)	-4.0	-0.4
разница (февраль - август)	-4.3	-2.7
Потребление населения		
февраль 2026	2.6	0.5 - 0.9
октябрь 2025 (лаг 4 мес)	2.4 - 2.5	1.9 - 2.3
август 2025 (лаг 6 мес)	2.0 - 2.4	2.2 - 2.5
разница (февраль - октябрь)	0.1	-1.4
разница (февраль - август)	0.3	-1.6
Уровень безработицы (% рабочей силы)		
февраль 2026	2.2	2.5 - 2.7
октябрь 2025 (лаг 4 мес)	2.3 - 2.5	2.5 - 2.8
август 2025 (лаг 6 мес)	2.2 - 2.5	2.5 - 2.8
разница (февраль - октябрь)	0.0	-0.1
разница (февраль - август)	-0.1	-0.1

Направление текущих макроэкономических тенденций хорошо видно из сопоставления прогнозов на текущий и следующий годы, сделанных по последним данным (февраль 2026 г.) и по данным с месячным и квартальным лагами.

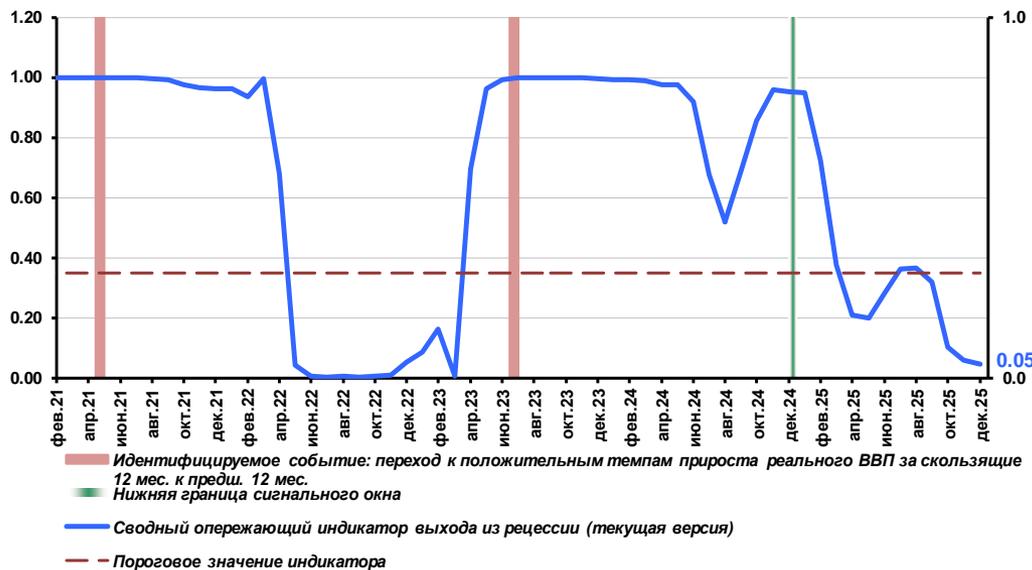
Хорошо видно, что ценой существенного успеха в подавлении инфляции (почти на 2 проц. пункта по сравнению с ожиданиями квартальной давности и на 1.6 проц. пункта выше, чем полгода назад) стал абсолютный спад инвестиций в 2025 и, как минимум, риск их стагнации в текущем году с риском их абсолютного спада.

При этом, потери в потреблении населения из-за сверхжесткой денежной политики, похоже, начинаются только в текущем году – второй волной после наметившегося уже кризиса инвестиций.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



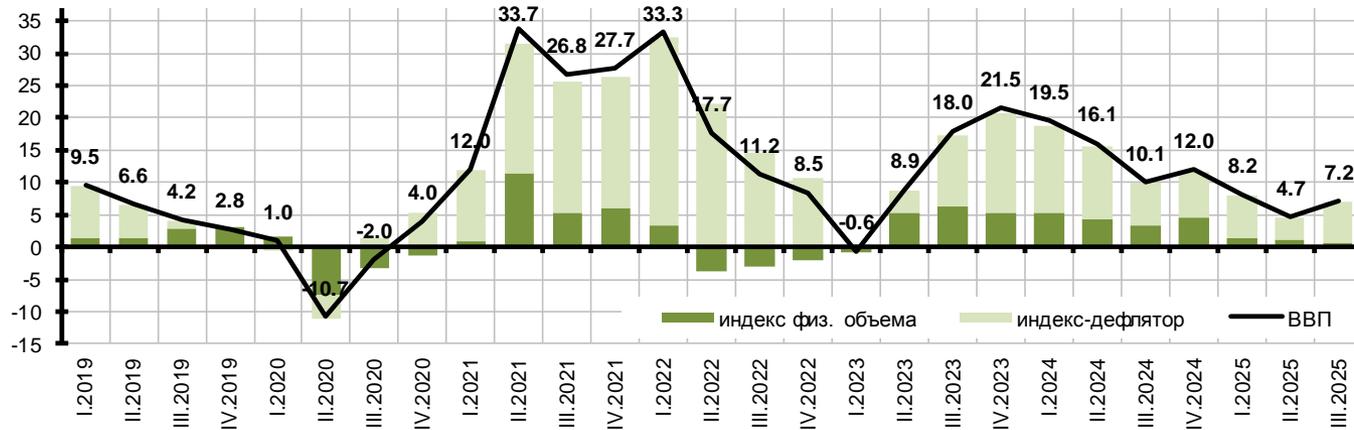
Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в декабре 2025 г. продолжало быстро расти и составило 0.49 (месяцем ранее оно было равно 0.42), все больше отдаляясь от своего критического порога (0.18). Таким образом, СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте скользящего года (до июля 2026 г. включительно) российская экономика с высокой вероятностью войдет в рецессию. Для того, чтобы данное событие реализовалось, будет достаточно снижения реального темпа роста ВВП до -1% по итогам первого полугодия 2026 г. Продолжению роста значения СОИ входа в рецессию способствовала негативная динамика частных индикаторов, входящих в его состав: 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).



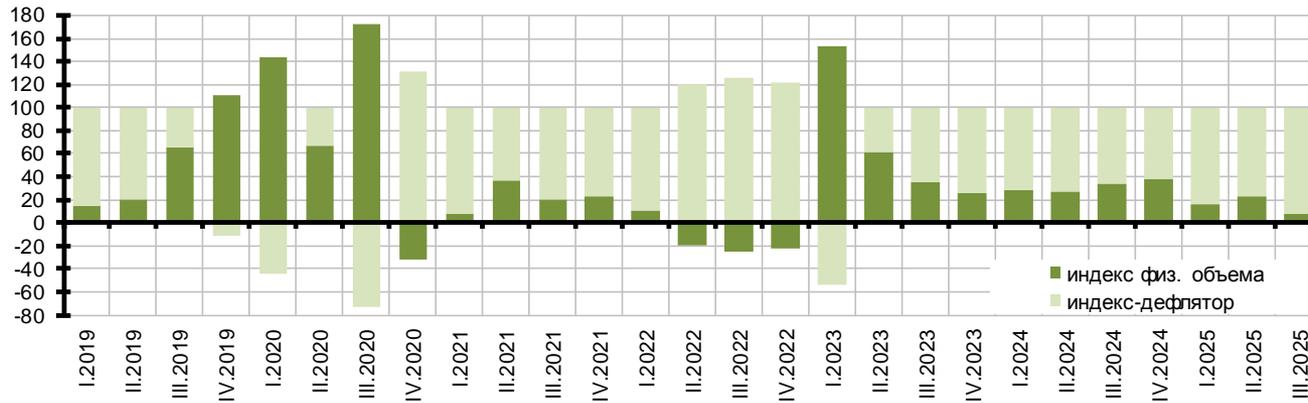
Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) выхода российской экономики из рецессии* в декабре оставалось на отметке 0.05, как и месяцем ранее, продолжая находиться заметно ниже критического порога (0.35). Таким образом, СОИ четвертый месяц подряд продолжал подавать сигнал о том, что приближающаяся рецессия может оказаться затяжной (т.е. длящейся более года). Однако для того, чтобы сделать окончательный вывод о продолжительности надвигающейся рецессии, СОИ должен подавать сигнал 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)

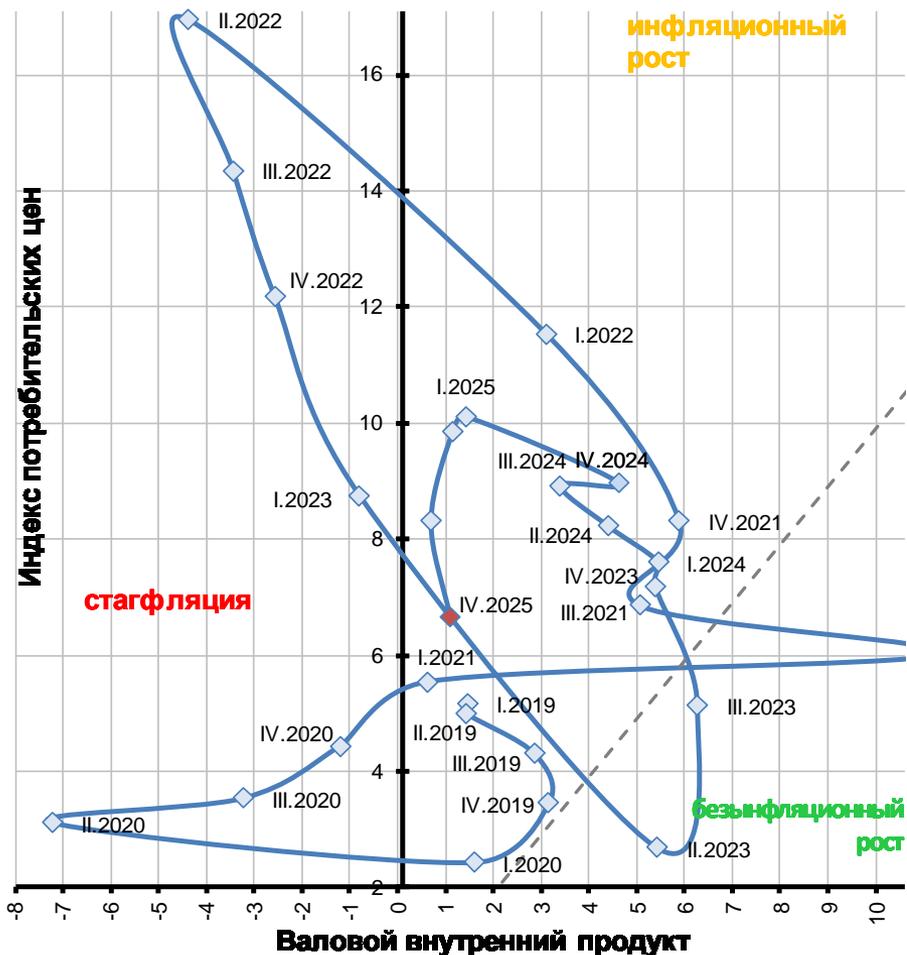


В III кв. на уровне экономики в целом соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска ухудшилось: в ситуации, когда прирост спроса почти остановился, а цены продолжают расти, почти весь прирост спроса в текущих ценах «уходит» в рост цен, а не в расширение физических объемов ВВП.

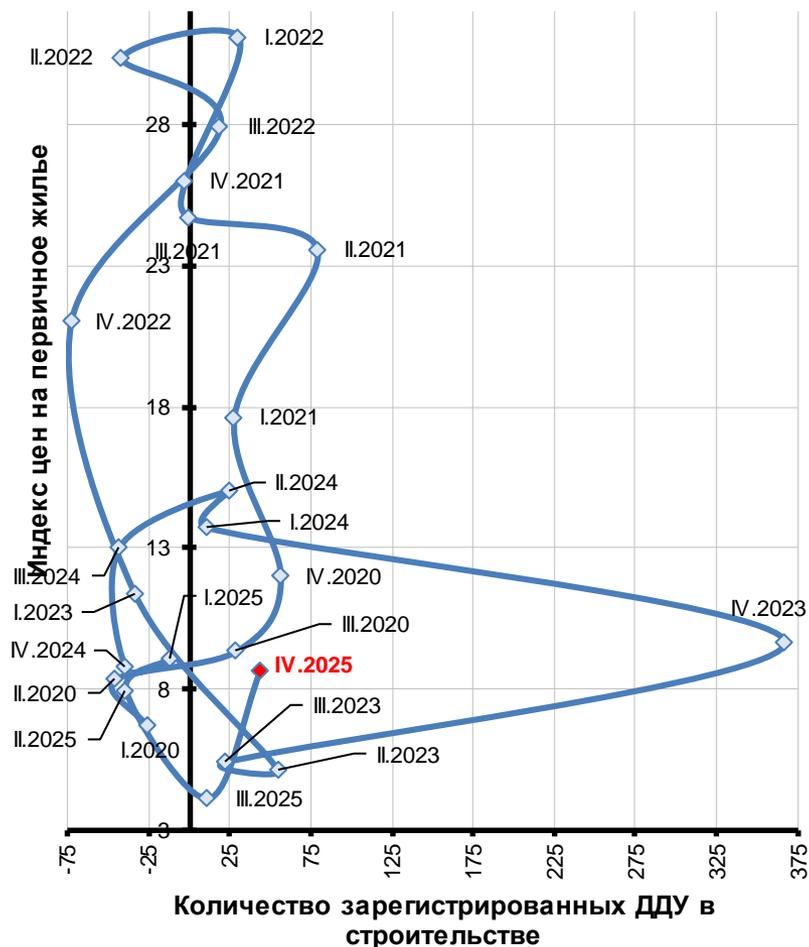
Подчеркнем, что выводы здесь надо делать осторожно из-за крайне низкого качества данных о дефляторах.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



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



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).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика промышленного производства

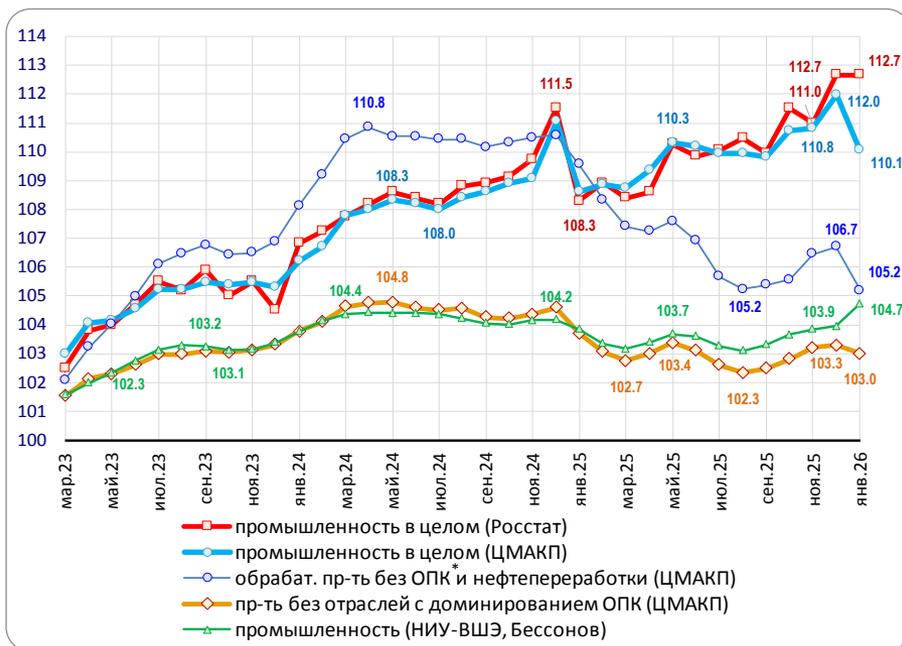
Темпы прироста к предыдущему месяцу,
сезонность устранена, %

	II кв. 2025	III кв. 2025	IV кв. 2025	декабрь 2025	январь 2026
Промышленное производство					
данные Росстата	0.0	0.8	1.5	0.0	0.0
оценка ЦМАКП	-0.1	0.7	1.1	-1.7	-0.1
Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	0.2	-0.1	-0.6	0.4	0.2
Обрабатывающие производства	-0.3	1.2	2.0	-3.6	-0.3
Производство пищевых продуктов	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
Сырьевые производства	-0.6	0.2	0.0	-1.8	-0.6
Производство нефтепродуктов	-1.2	0.6	0.3	-0.1	-1.2
Товары инвестиционного спроса	-1.9	0.5	2.9	-7.2	-1.9
Производство ТДП	-0.8	-0.2	3.0	2.0	-0.8
Производство непродовольственных товаров повседневного спроса	-0.2	0.9	-1.3	-3.6	-0.2
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.0	0.1	1.5	3.7	0.0

По данным Росстата, после скачка в декабре, в январе объём производства остался на уровне предшествующего месяца (сезонность устранена). По оценке ЦМАКП, после высокого декабря произошла резкая коррекция, выпуск опустился даже несколько ниже ноябрьского уровня (0.7%). Центр развития НИУ ВШЭ фиксирует тренд на увеличение выпуска.

Среднемесячный уровень 2021 = 100,
с исключенной сезонностью

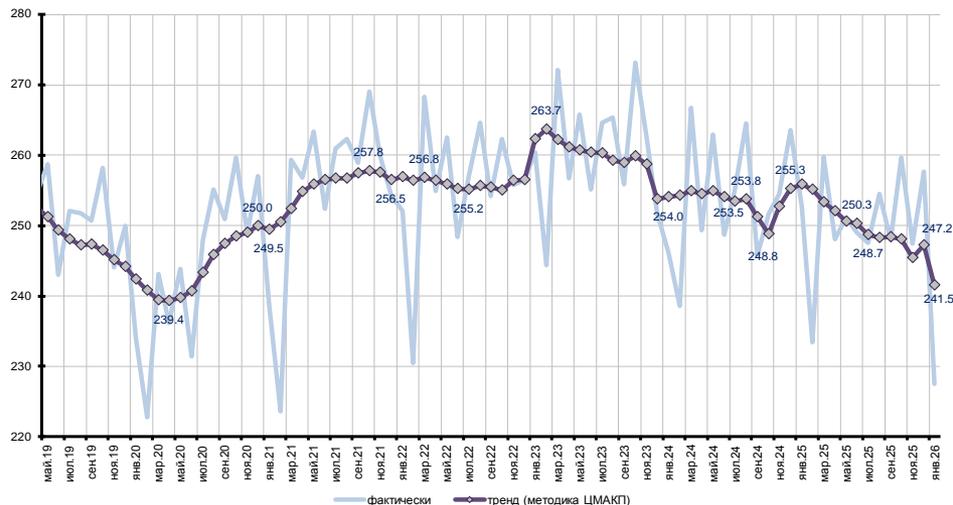
Столь существенное расхождение в оценках связано с необычно малым числом рабочих дней (15) в нынешнем январе. Отсюда, при расчёте тренда ключевое значение имеют используемые оценки доли непрерывных производств в разных секторах и гипотезы об особенностях формирования производственного плана по выпуску на «прерывных» производствах в месяцы с необычно малым числом рабочих дней. По нашей оценке, для того, чтобы выпуск в январе остался на уровне декабря (как у Росстата), доля «прерывных» производств (работающих только по рабочим дням и не меняющих интенсивность в эти дни в зависимости от числа рабочих дней) должна составлять около 40%; мы оцениваем долю таких производств не более чем в 20%.



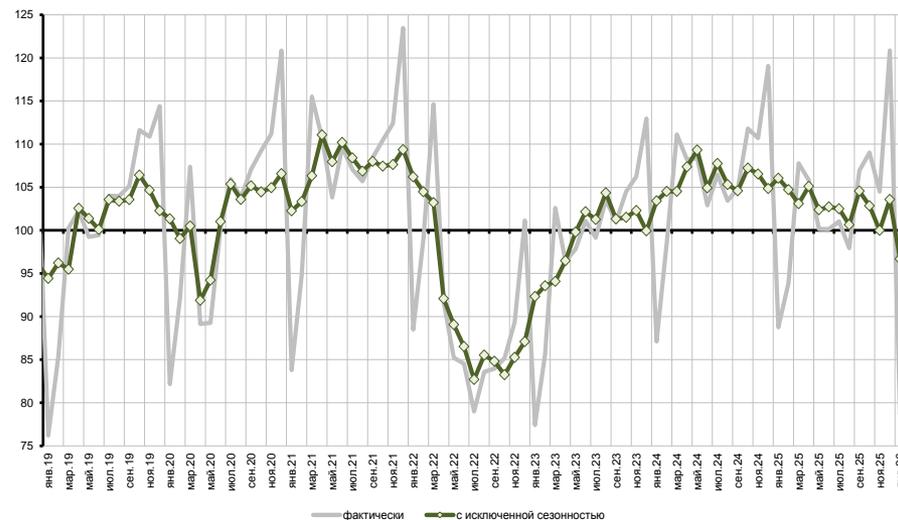
* промышленность за вычетом: производства готовых металлоизделий, не включенных в другие группировки; компьютеров, электронных и оптических изделий; летательных аппаратов; прочих транспортных средств, не включенных в другие группировки

Динамика в транспортно-логистических отраслях

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



Оборот оптовой торговли (% к среднемесячному значению 2018 г.)

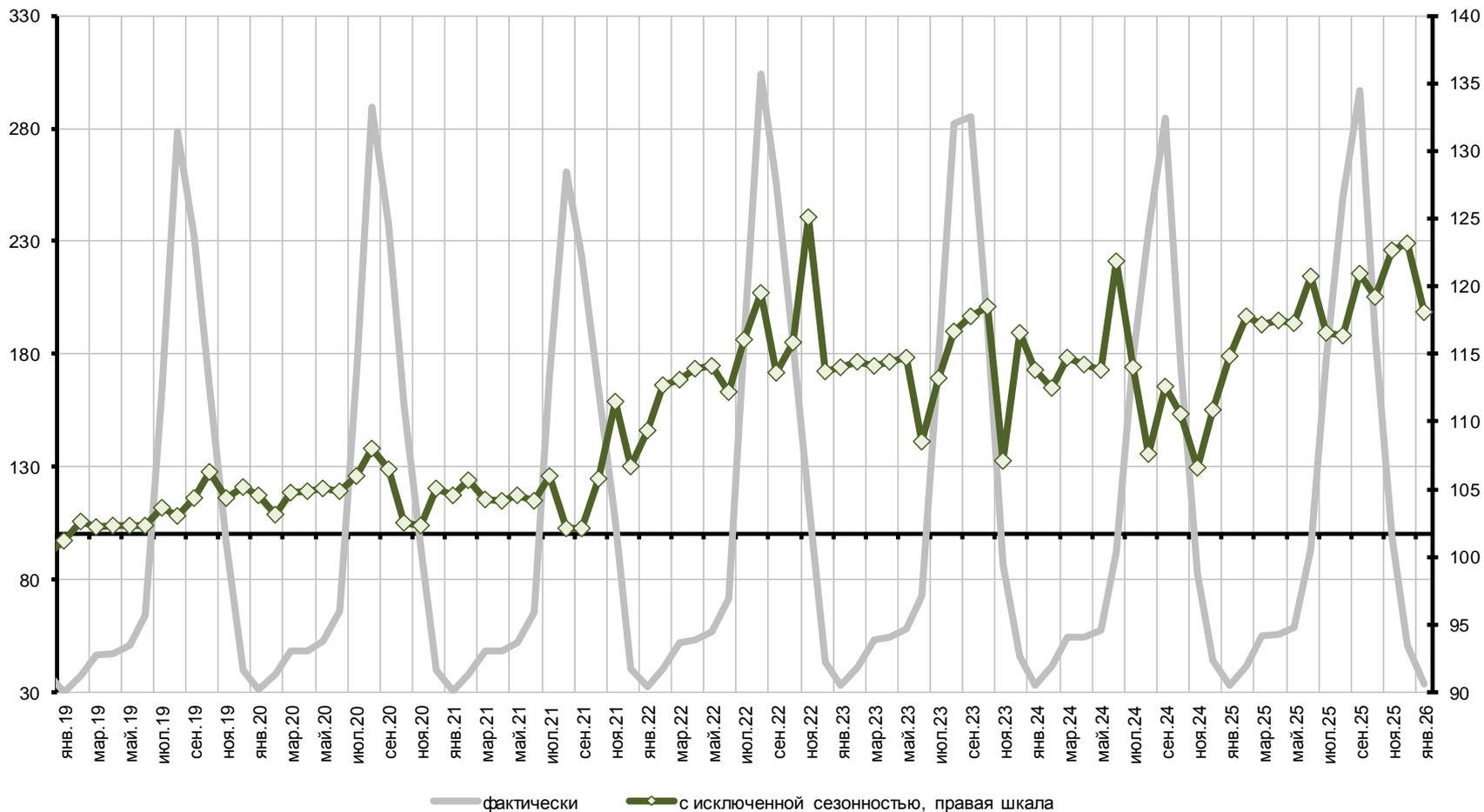


Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) – косвенный показатель экономической активности – в январе резко снизился. Впрочем, с учетом аномальных условий января (необычно малое число рабочих дней – 15, холодная и снежная погода в европейской части России) говорить о начале нового цикла снижения, видимо, преждевременно. Наверняка можно утверждать лишь то, что тенденции роста не просматривается.

Оборот оптовой торговли – косвенный индикатор активности формирования запасов в производстве и торговле, соответственно, бизнес-цикла – не просто продолжил тенденцию к падению: его сокращение заметно усилилось, причем закономерное, в принципе, падение в январе оказалось неожиданно намного сильнее декабрьского скачка (тогда по мотиву приобретения запасов «по старой ставке НДС» перед её повышением).

¹ является косвенным индикатором экономической активности

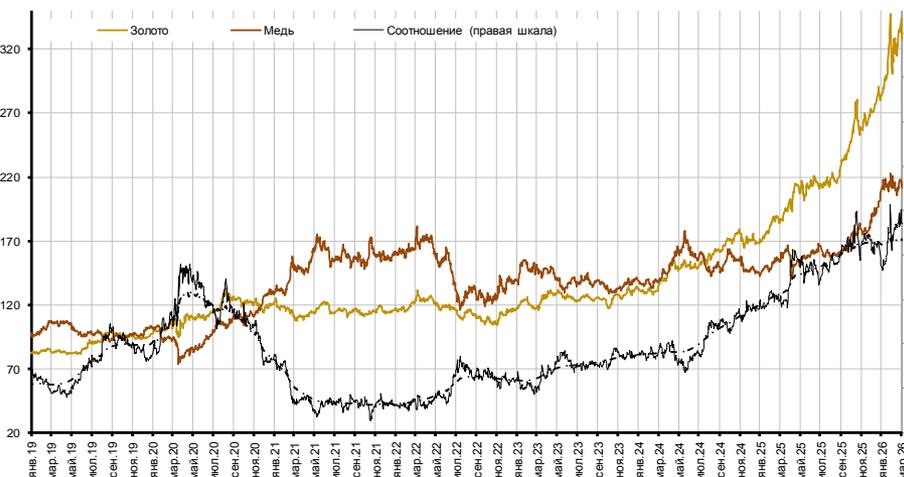
Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



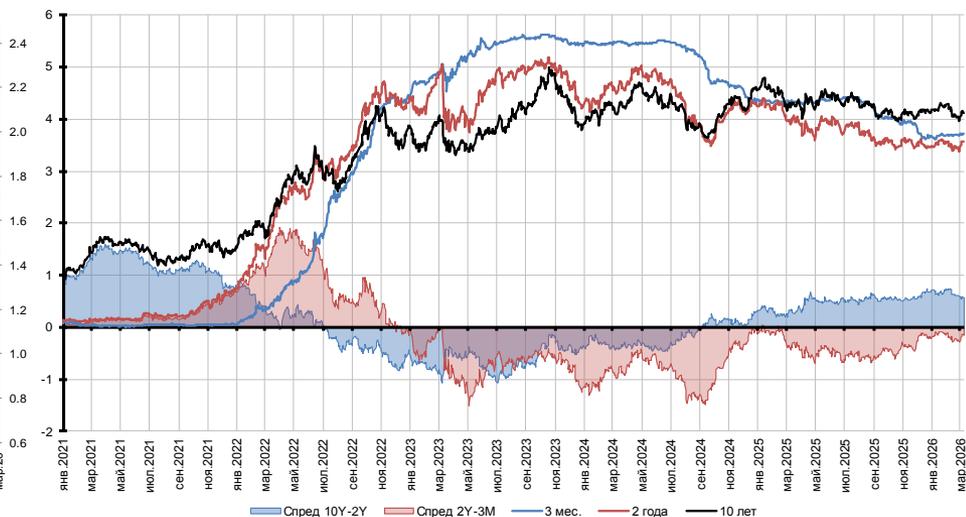
Выпуск в сельском хозяйстве, по состоянию на январь, чуть скорректировался (действие сезонного фактора устранено), полностью нивелировав результаты скачка в ноябре-декабре. Впрочем, как уже отмечалось, «в силу окончания сельскохозяйственного сезона, особого значения эта динамика не имеет».

Индикаторы рисков в мировой экономике

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



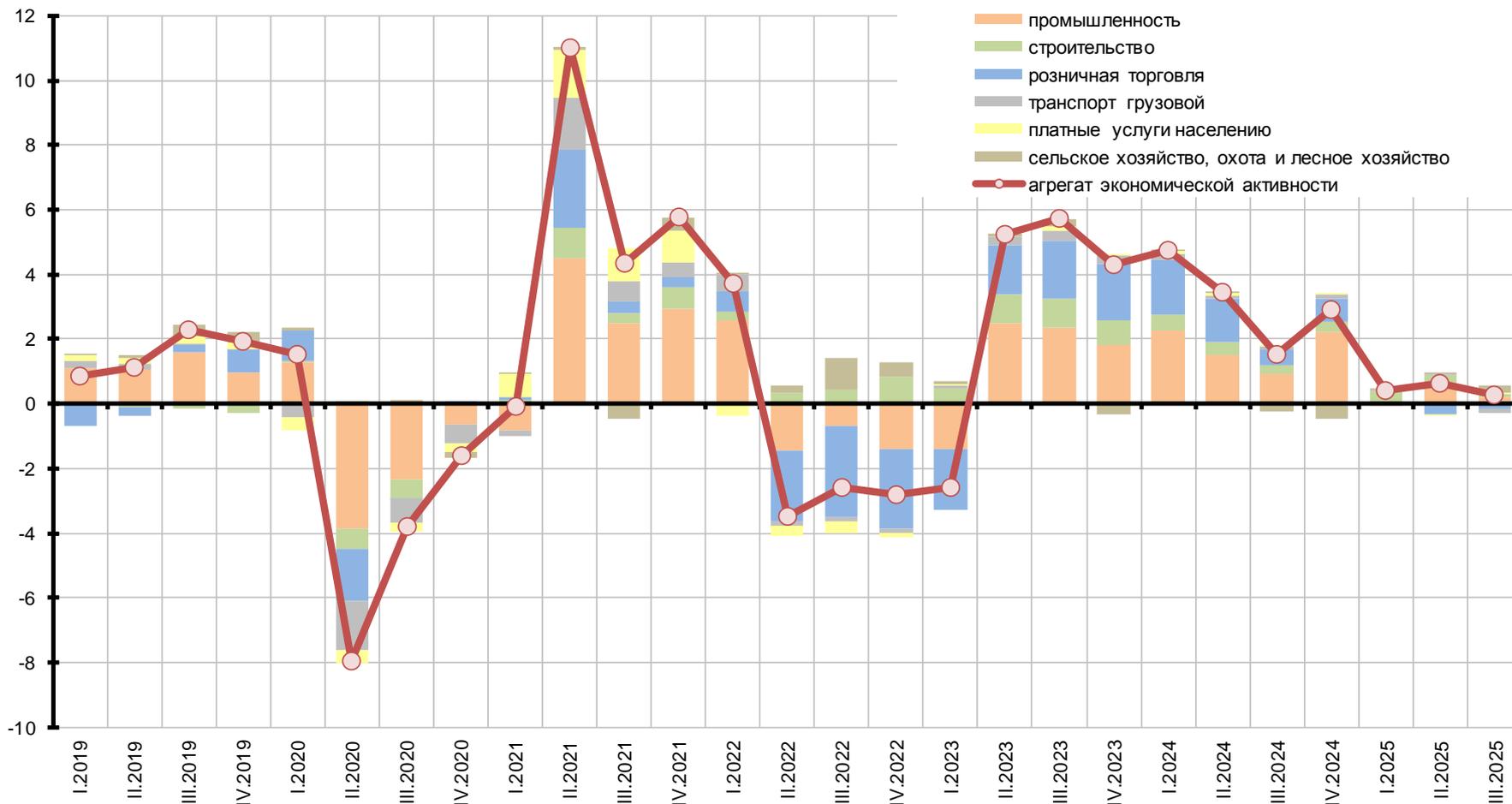
Оценки рисков финансового кризиса в США (доходности ценных бумаг США, % годовых)



На *мировых товарных биржах* по состоянию на март ситуация, в целом, остаётся примерно такой же, как и на момент прошлого обзора: очень высокая волатильность на рынках как золота, так и меди привела к высокой волатильности индикативного соотношения «золото-медь», с небольшой тенденцией к дальнейшему ухудшению этого соотношения (сдвиг в сторону удорожания золота; свидетельствует о росте воспринимаемых инвесторами рисков).

К середине марта *структура доходностей на рынке казначейских бумаг США* сместилась умеренно, при этом общая тенденция последних месяцев сохранилась. Нормализация кривой продолжается постепенно: спред между доходностями 10-летних и 2-летних облигаций (10Y-2Y) остается в положительной зоне, инверсия краткосрочного участка (2Y-3M) по-прежнему сохраняется, однако стала ещё менее глубокой и приблизилась к нейтральной зоне, что указывает на дальнейшее ослабление ожиданий жесткой денежно-кредитной траектории и снижение вероятности резкого ухудшения макроэкономического фона. В целом рынок по-прежнему балансирует между более устойчивыми ожиданиями по долгосрочным ставкам и постепенной переоценкой перспектив политики ФРС на коротком конце кривой, причем в марте этот процесс стал выглядеть несколько более выраженным, чем месяцем ранее.

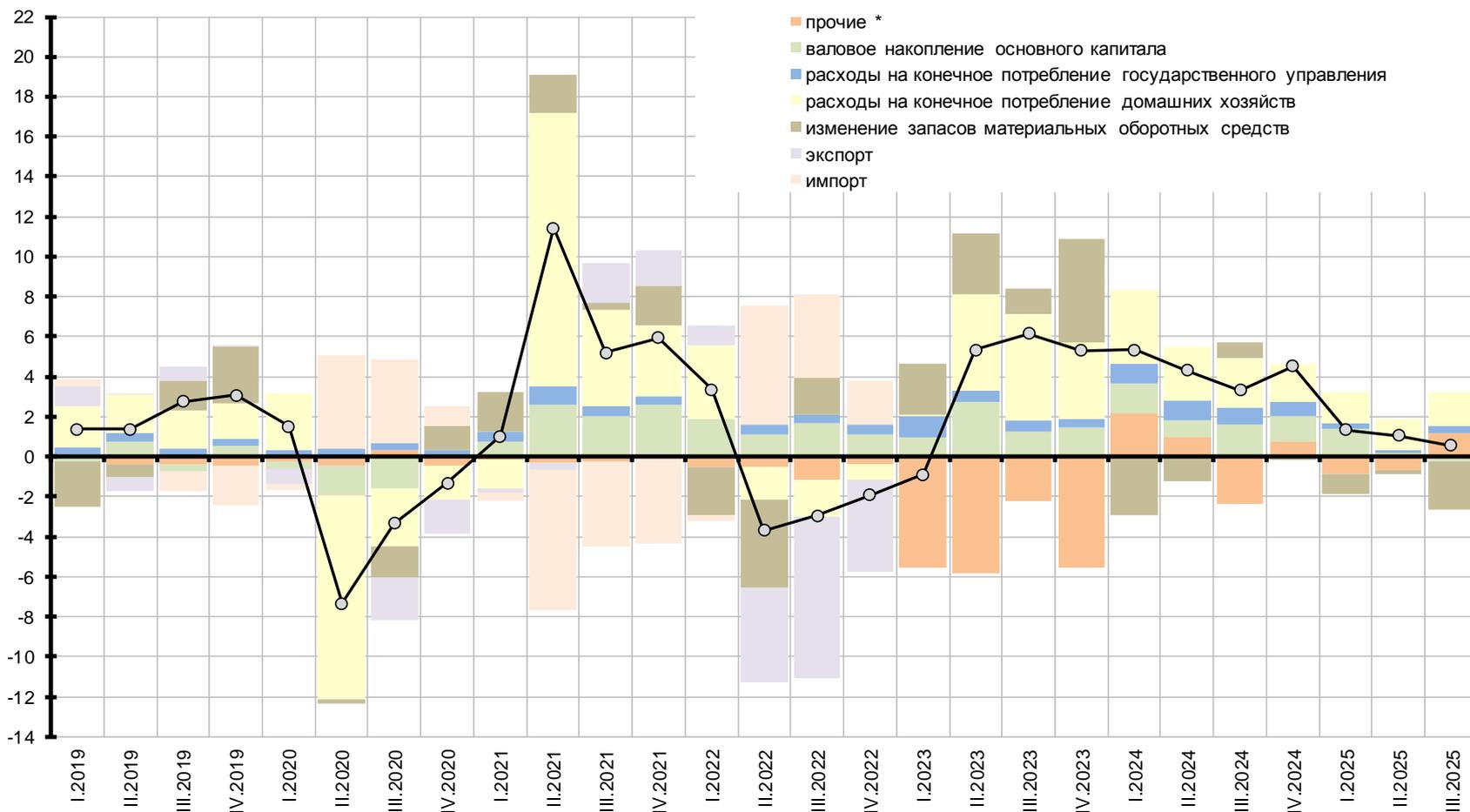
Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)¹



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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

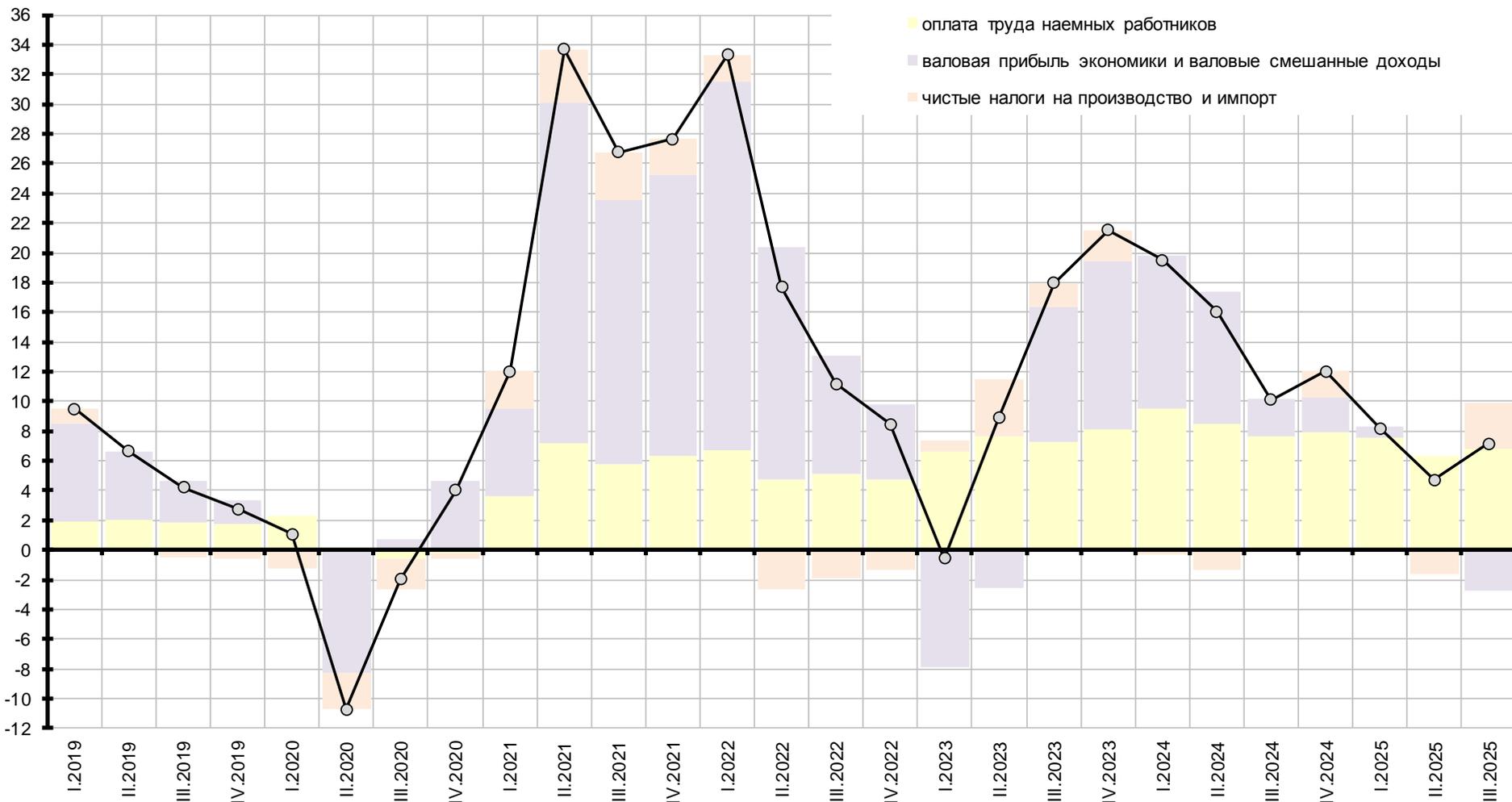


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Баланс компонентов конечного спроса 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).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



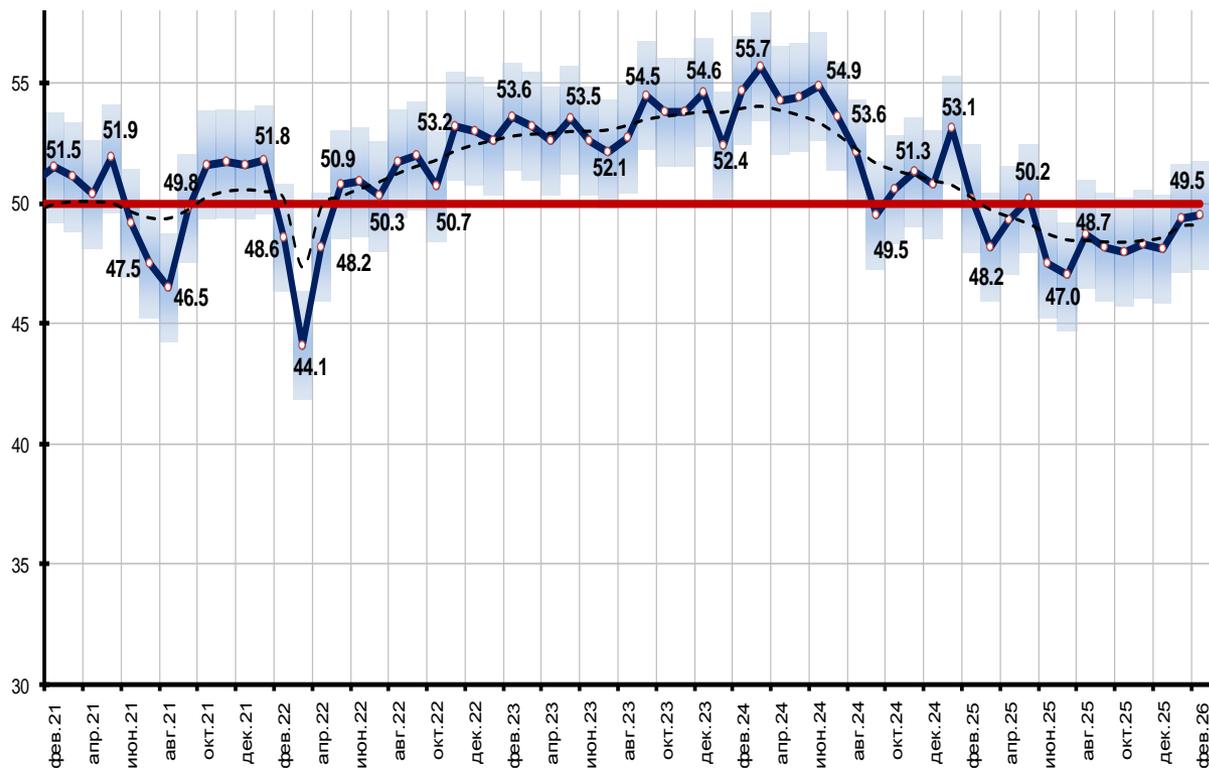
В III кв. в структуре *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год»), в принципе, сохранились и усилились ранее сформировавшиеся тенденции: оплата труда наёмных работников продолжает быстро вытеснять валовую прибыль (инвестиционный ресурс;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

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

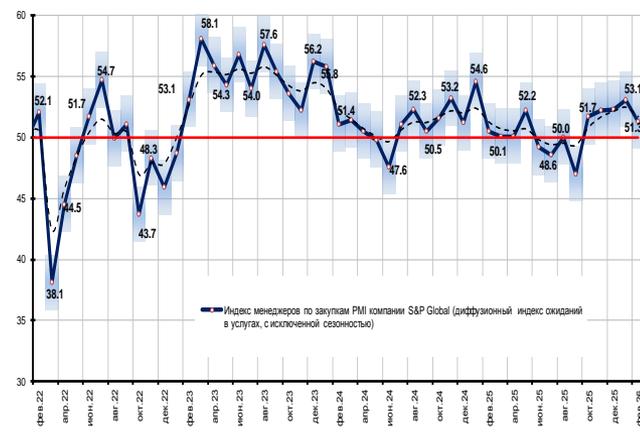
Оценки ситуации и поведение компаний в обрабатывающей промышленности и сервисных компаниях

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

Индекс менеджеров в обрабатывающей промышленности



Индекс менеджеров в сервисных компаниях

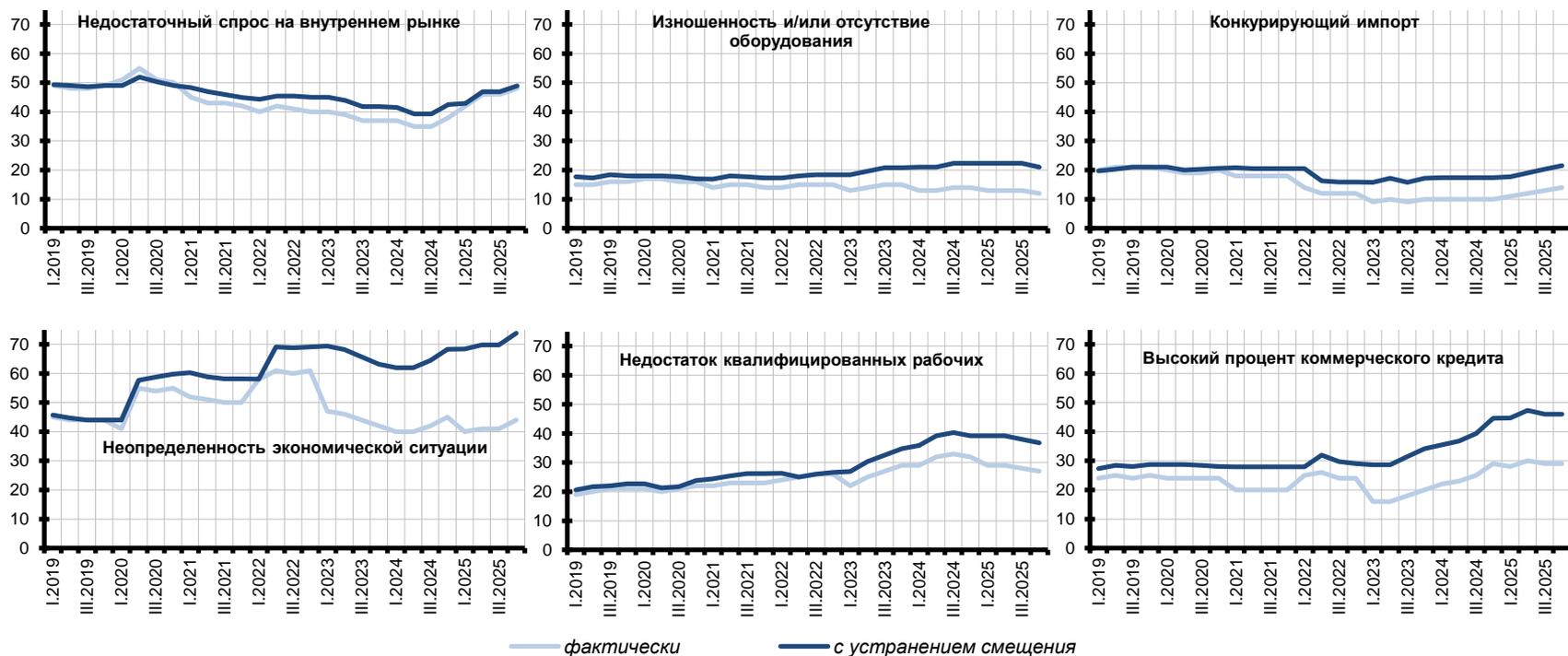


В феврале сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей чуть повысился (вместе со снижением ключевой ставки), но все еще остаётся в отрицательной (менее 50%) зоне. Как отмечалось в прошлом Обзоре, «столь длительный период негативных ожиданий менеджмента не имеет аналогов в последние годы» (эпизоды гораздо более масштабного падения PMI, например, во время пандемии ковид или в момент введения системных внешних санкций были намного более короткими).

В то же время, индекс PMI в сервисных отраслях, хотя и очень заметно снизились, находится в положительной области – хотя и на самом её краю.

Оценки ситуации и поведение компаний^{1, 3}

Факторы, ограничивающие рост в обрабатывающих производствах (по данным на последний месяц квартала) 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).

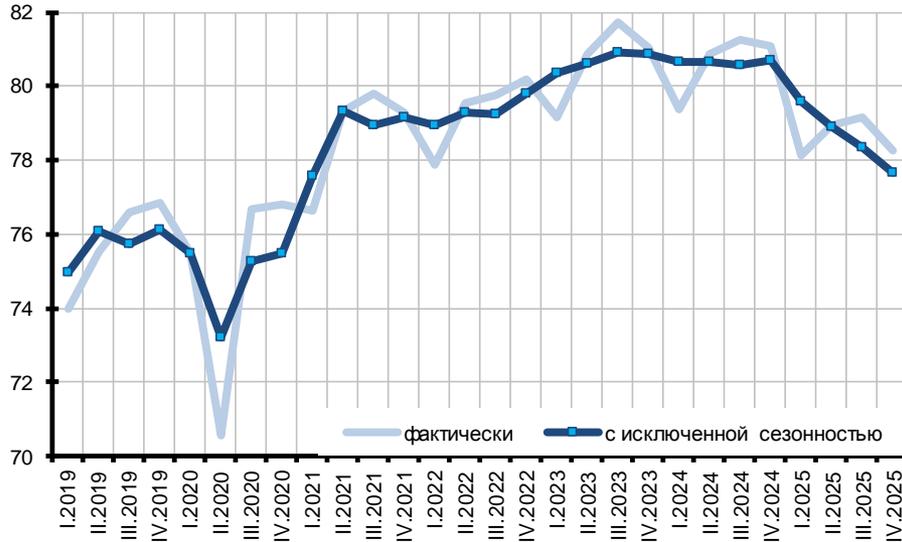
¹ Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата

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

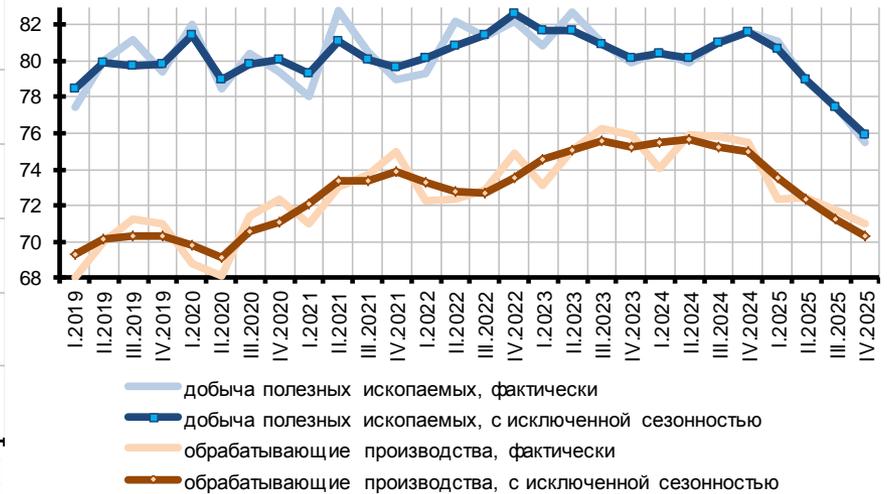
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

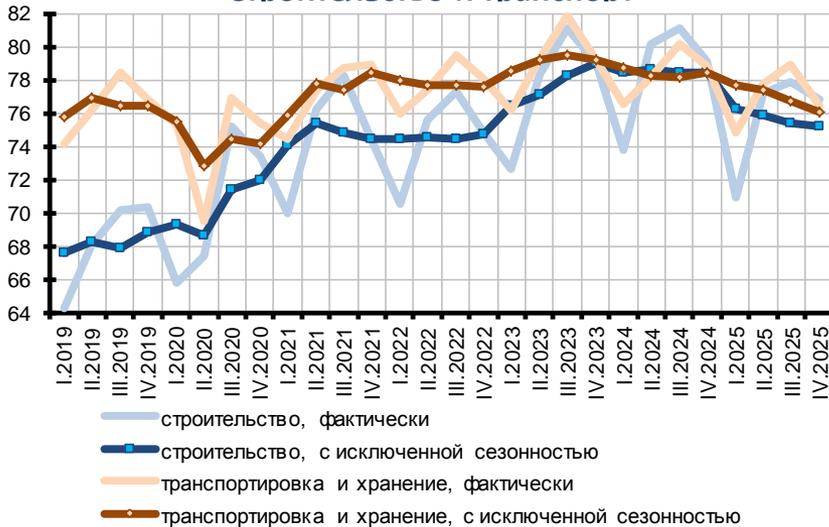
Экономика в целом



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 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", %

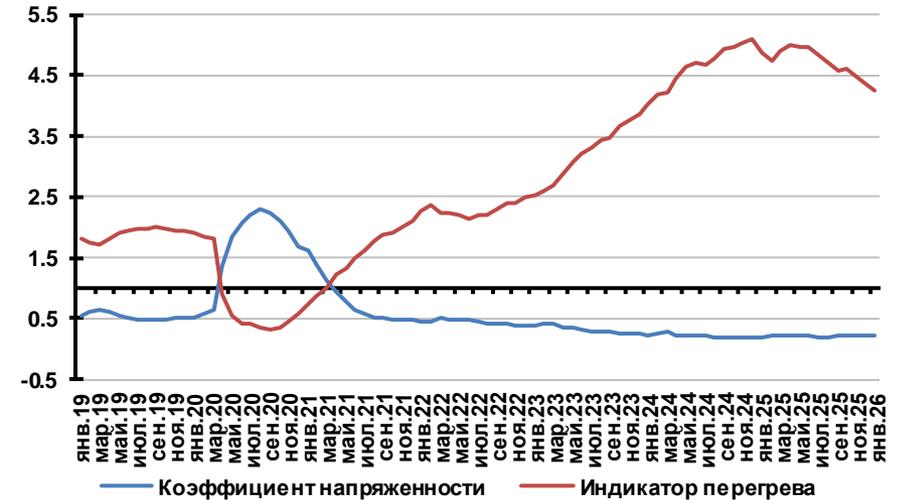
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Рынок труда

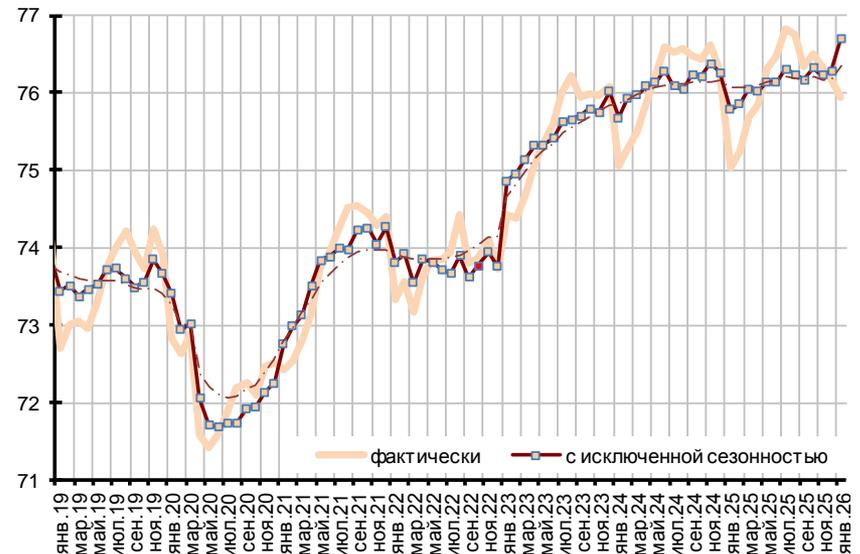
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



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



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



На рынке труда в январе сохранилась, в целом, уже ранее сложившиеся тенденции.

Уровень безработицы продолжает медленно снижаться (сезонность устранена), обновляя исторические минимумы. Спрос на труд (с устранением действия сезонного фактора) неожиданно подскочил – и пока совершенно не ясно, действительно ли (на фоне отсутствия роста) произошел перелом тренда, или (скорее всего!) налицо лишь чисто «статистический феномен» на фоне очень высокой волатильности в конце года.

Индикатор перегрева на рынке труда по-прежнему быстро снижается.

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

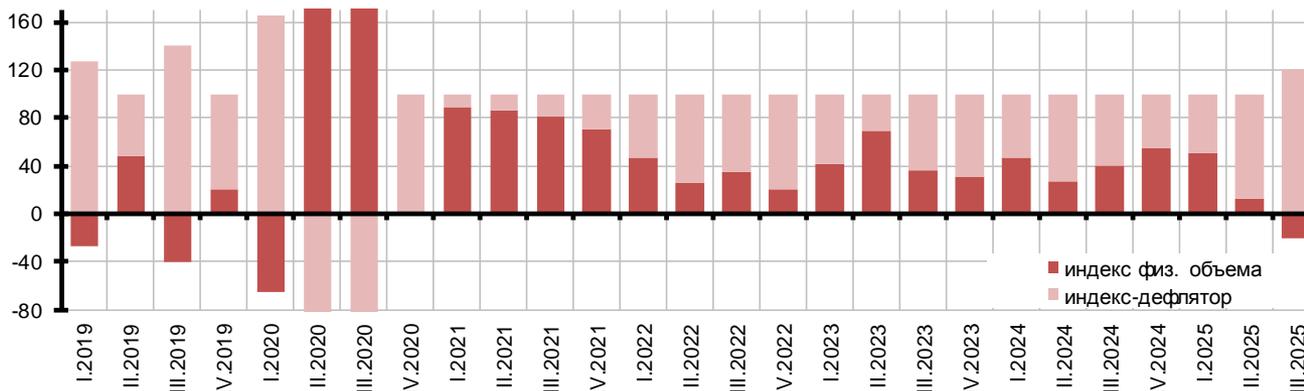
Индикатор перегрева на рынке труда – количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах службы занятости

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)



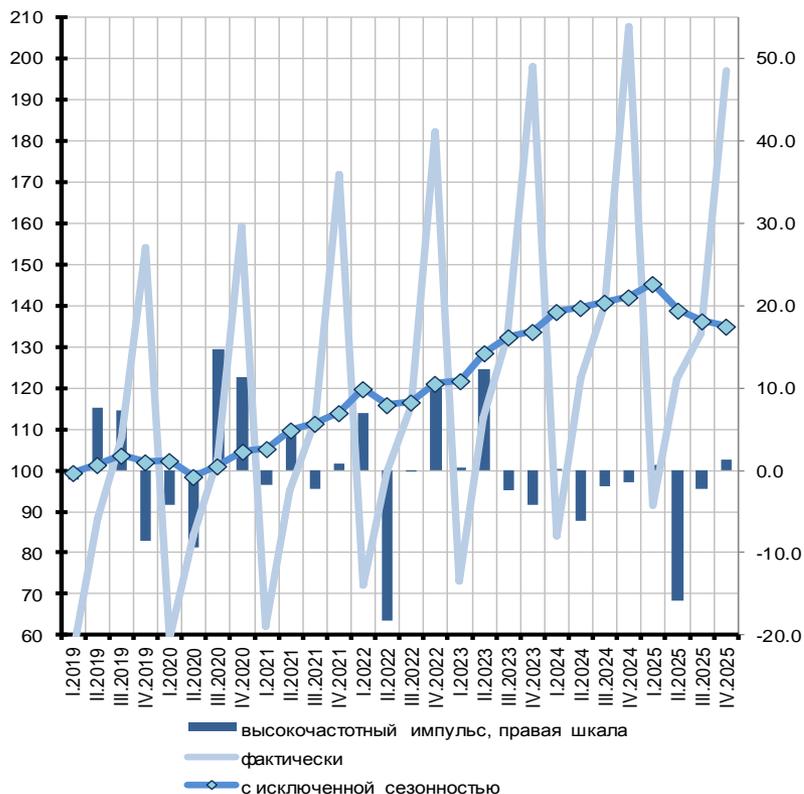
В III кв. в инвестиционной сфере ситуация с *трансмиссией спроса в рост накопления* явно изменилась к худшему: весь прирост спроса по-видимому стал «уходить в цены», а индекс физобъема ВНОК стал отрицательным, впервые за длительный исторический период.

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

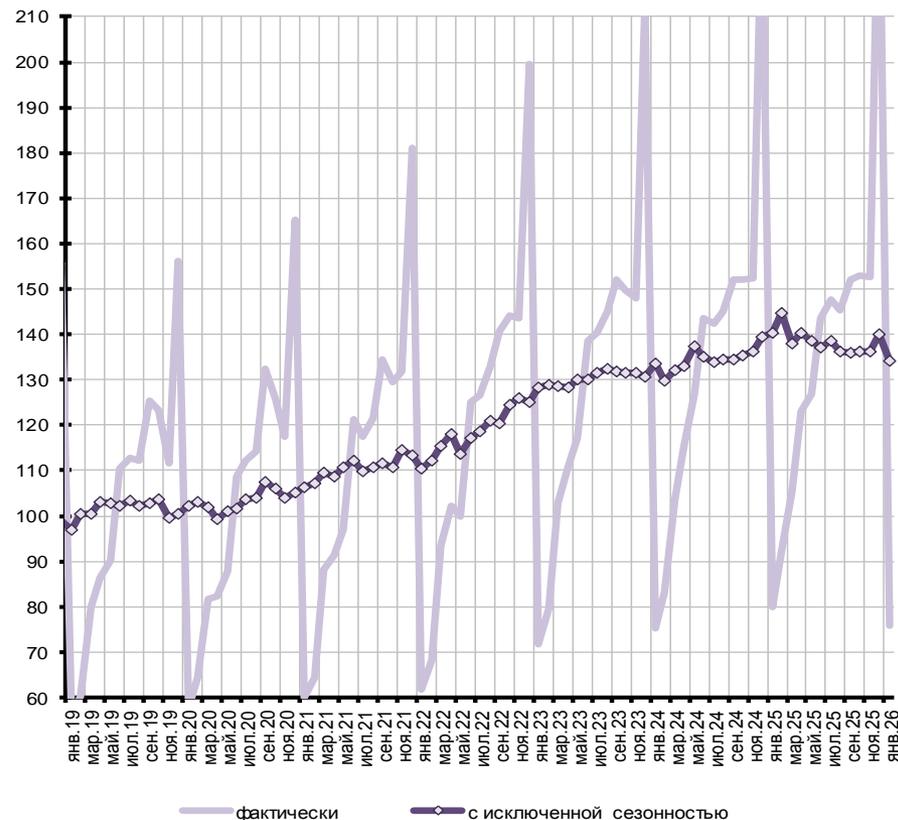
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднему значению 2018 г.)

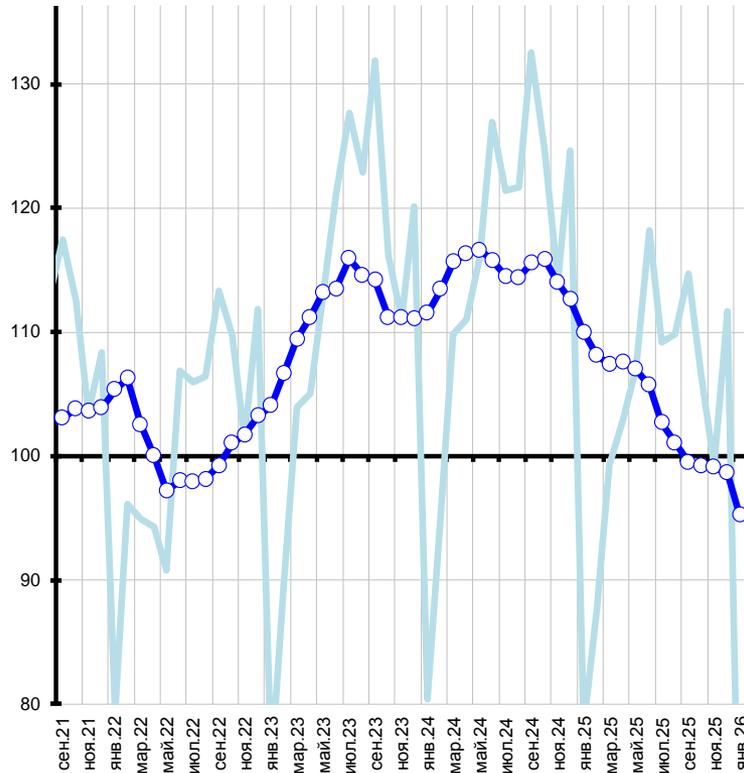


В IV кв. инвестиции в основной капитал вновь резко снизились (II кв.: -3.7% к предш. кв., III кв.: -1.9%, IV кв.: -1.0%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, переход к сжатию инвестиций – неизбежный итог сочетания длительной жесткой денежно-кредитной политики и сжатия доходов компаний из-за роста (в том числе трудовых) издержек и укрепления рубля, ведущего к сжатию доходов от экспорта.

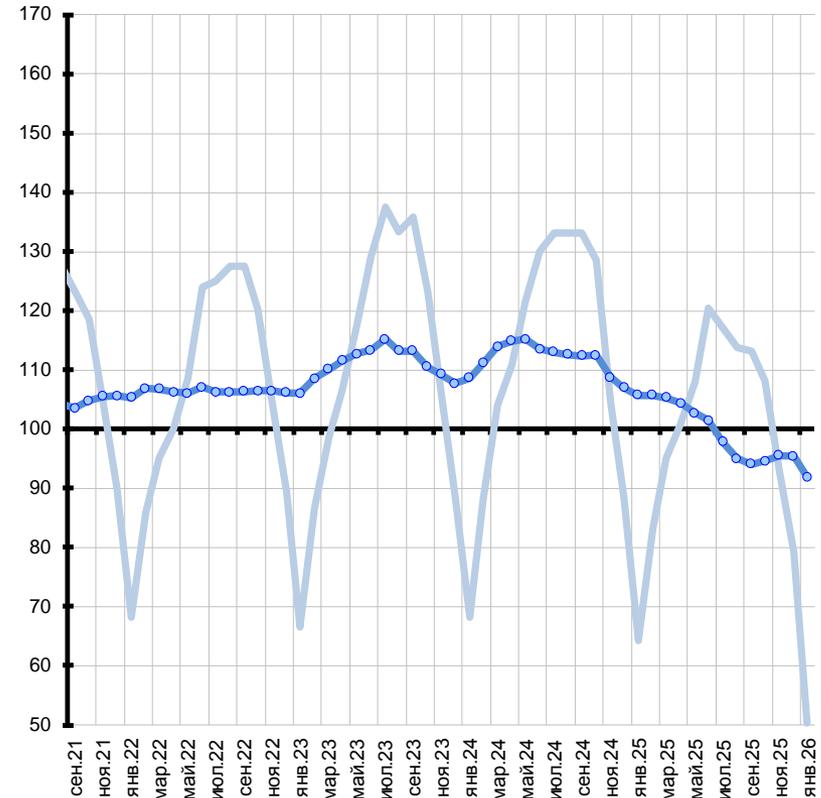
В строительстве в январе произошла глубокая коррекция после «подскока» в декабре, вернувшая динамику в отрасли на характерную для неё траекторию постепенного сжатия (II и III кв. – по 0.3% в среднем за месяц, IV кв.: 1.0%, январь: -4.2%, сезонность устранена). Эта тенденция небыстрого, но поступательного снижения, сформировалась еще в начале прошлого года в результате «двойного шока» – осложнения условий ипотечного кредитования и роста ключевой ставки. Противоядействующий фактор, похожее, начавшееся «перекладывание» средств населения из депозитов в недвижимость, как объект инвестирования.

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



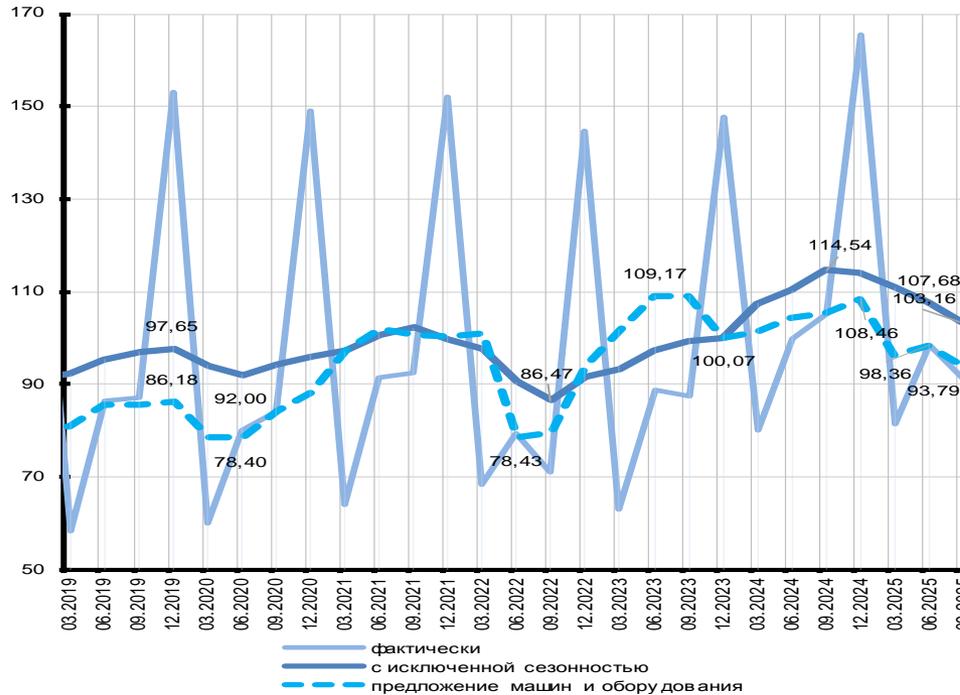
Предложение стройматериалов



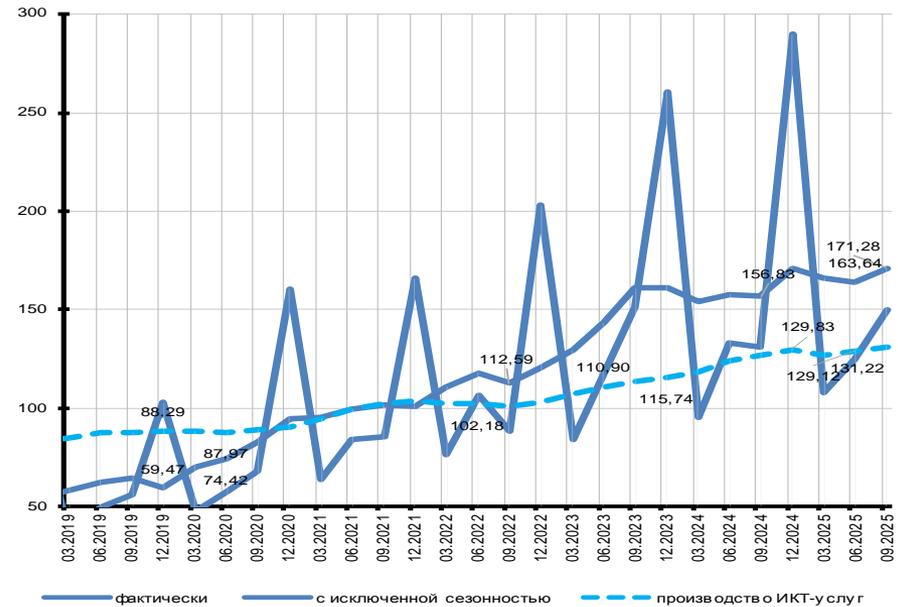
Инвестиционная активность (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ), после быстрого падения, продолжавшегося со второй половины 2024 г., в конце прошлого года стабилизировалась. В январе произошло её резкое снижение. Но, вероятно, оно имеет конъюнктурный характер и обусловлено необычно холодной и снежной погодой на европейской части России. При этом нельзя не отметить, что даже без учета январского спада, текущий уровень – весьма низкий. По сравнению со среднемесячным уровнем середины 2024 г. предложение инвестиционных товаров в конце прошлого года составляло 86%, в январе – 83%. 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 оборудования¹



Инвестиции в объекты интеллектуальной собственности и предложение ИКТ-услуг¹

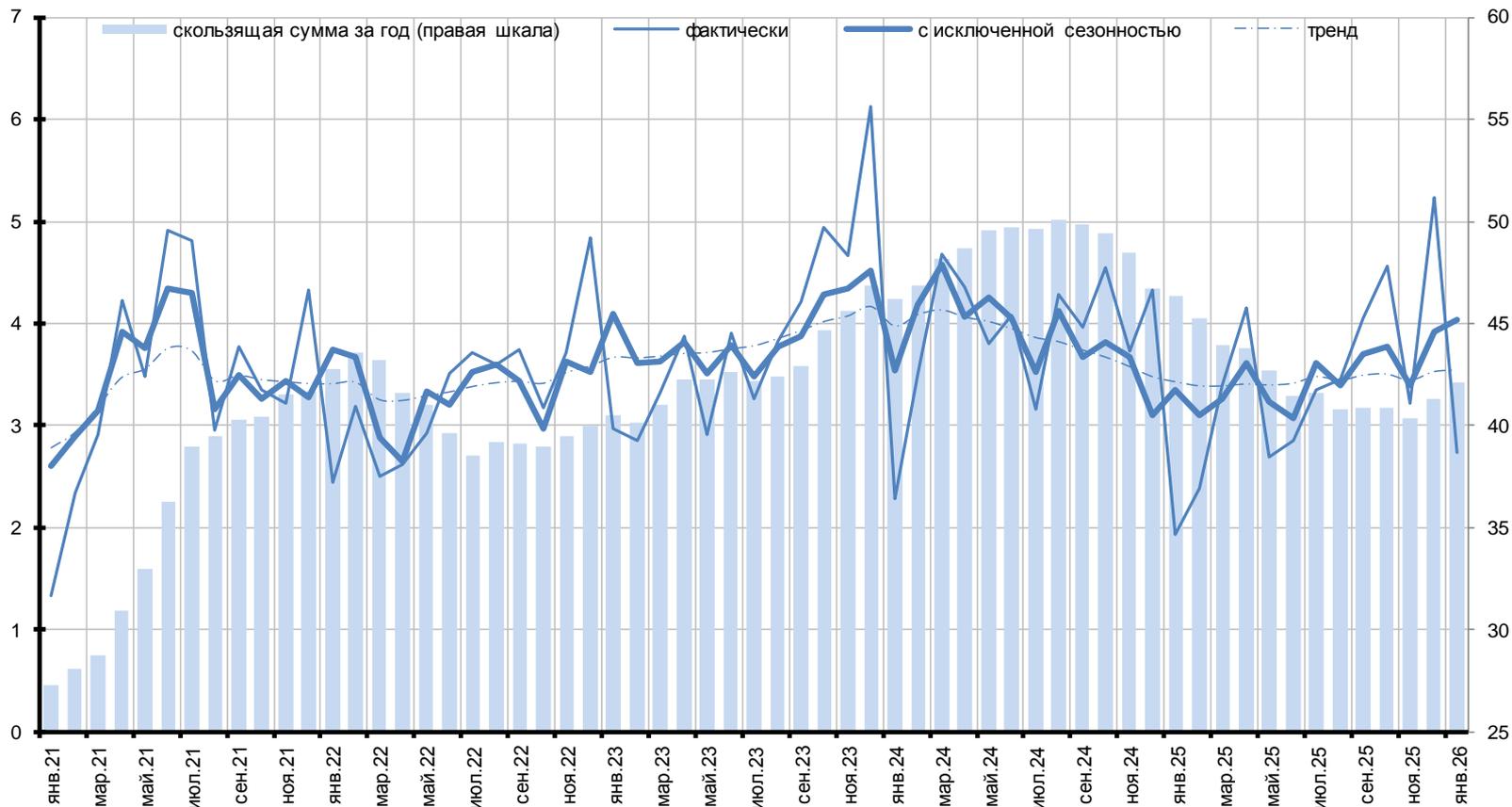


В части инвестиций в производственные активы ситуация по состоянию на III кв. остаётся крайне сложной. *Уровень инвестиций в машины и оборудование* снижается уже с середины 2025 г. (сезонность устранена), причём это хорошо подтверждается динамикой предложения машин и оборудования.

В части *инвестиций в объекты интеллектуальной собственности* (главным образом, программное обеспечение; сезонность устранена) по состоянию на III кв. 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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

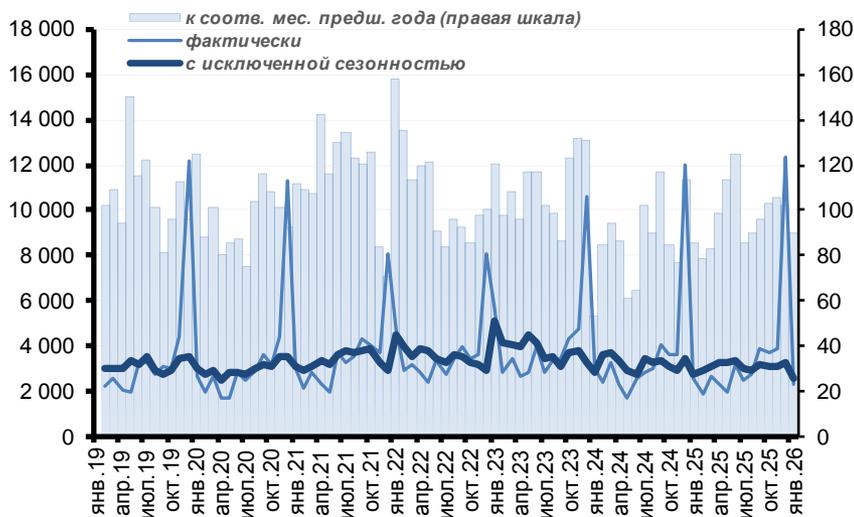


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в январе снова немного выросло (сезонность устранена). С учетом «нестандартной сезонности» в начале года, не вполне понятно, сформировался ли тренд на открытие проектов — и что этот тренд, если он действительно есть, может означать (возможно, формирование «запаса проектов» в строительных компаниях) с учётом снижения выпуска в строительстве.

Рынок жилой недвижимости

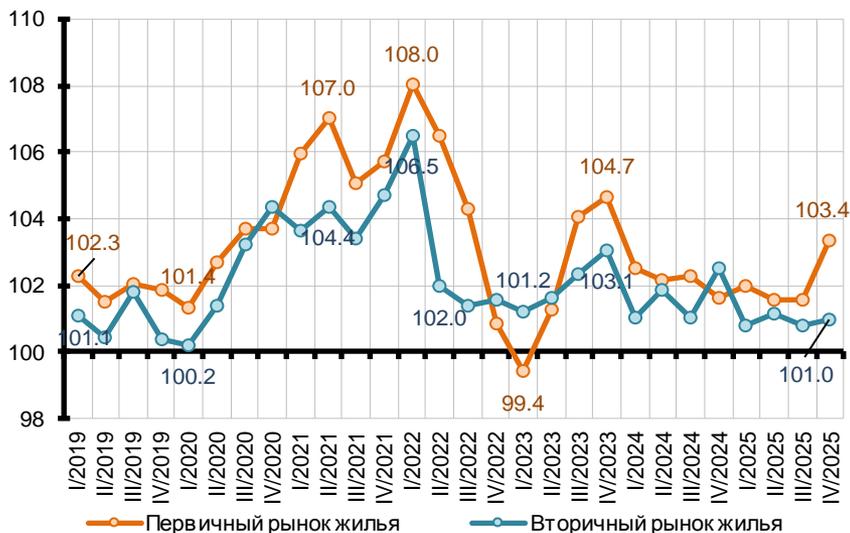
Строительство многоквартирных домов



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,

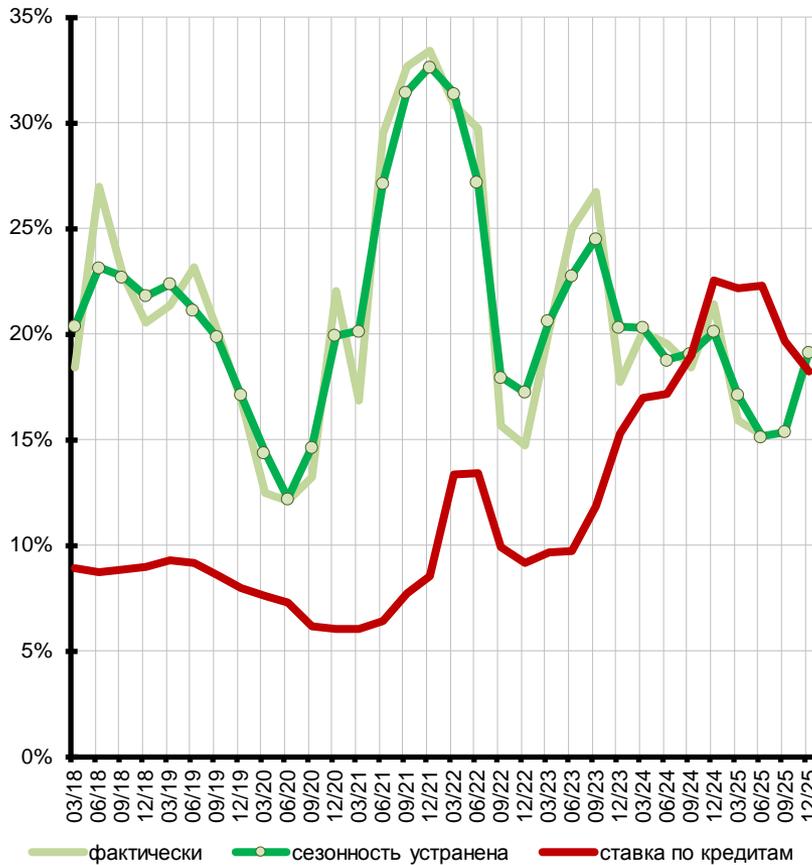
(на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)



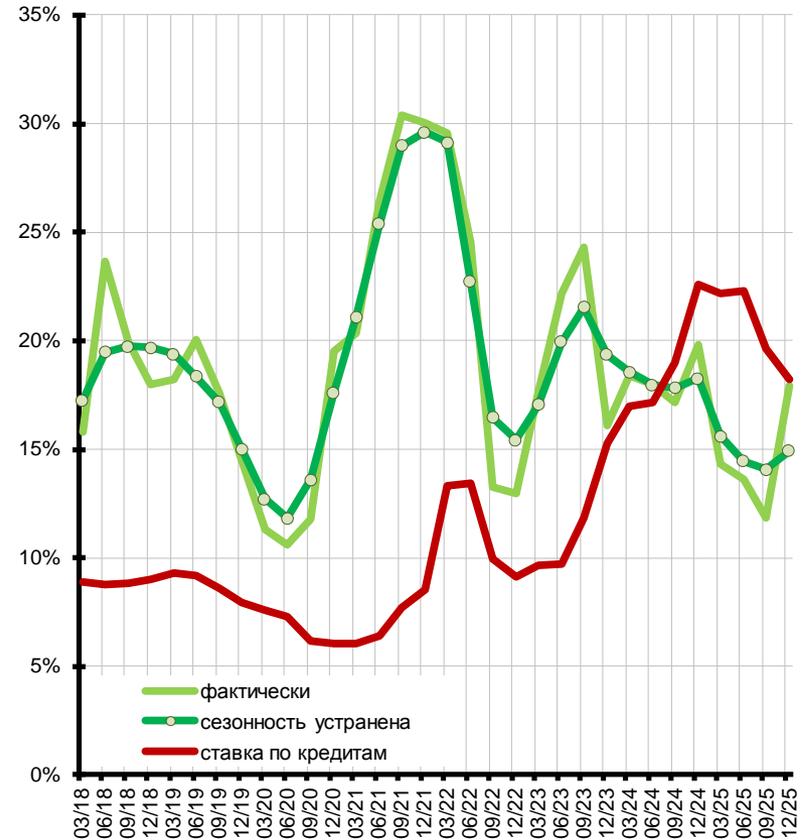
В IV кв. 2025 г. на *первичном рынке жилья* ускорился рост цен (+3.4%), на *вторичном рынке жилья* сохраняется слабая положительная динамика цен (+1.0%). Спрос на рынке жилой недвижимости растет, о чем свидетельствует увеличение числа сделок и выдач ипотечных кредитов. На *первичном рынке жилья* количество 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}



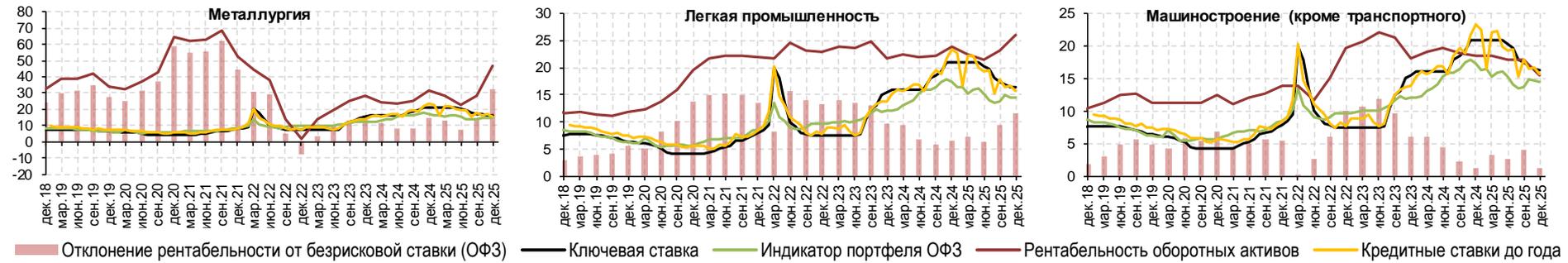
Рентабельность собственного капитала^{2,3}



В IV кв. снижение *рентабельности* в промышленности остановилось, фиксируется некоторый восстановительный рост. Впрочем, установившийся уровень рентабельности по историческим меркам – весьма невысокий. В перспективе, очевидно, некоторую поддержку доходам компаний может оказать рост мировых цен на товары российского экспорта (из-за ситуации вокруг Ирана).

¹ отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу
² отношение прибыли-убытка до налогообложения к собственному капиталу
³ оценка рентабельности за IV квартал – предварительная

Динамика рентабельности и стоимости альтернативных вложений по группам отраслей (%) ^{1,2}



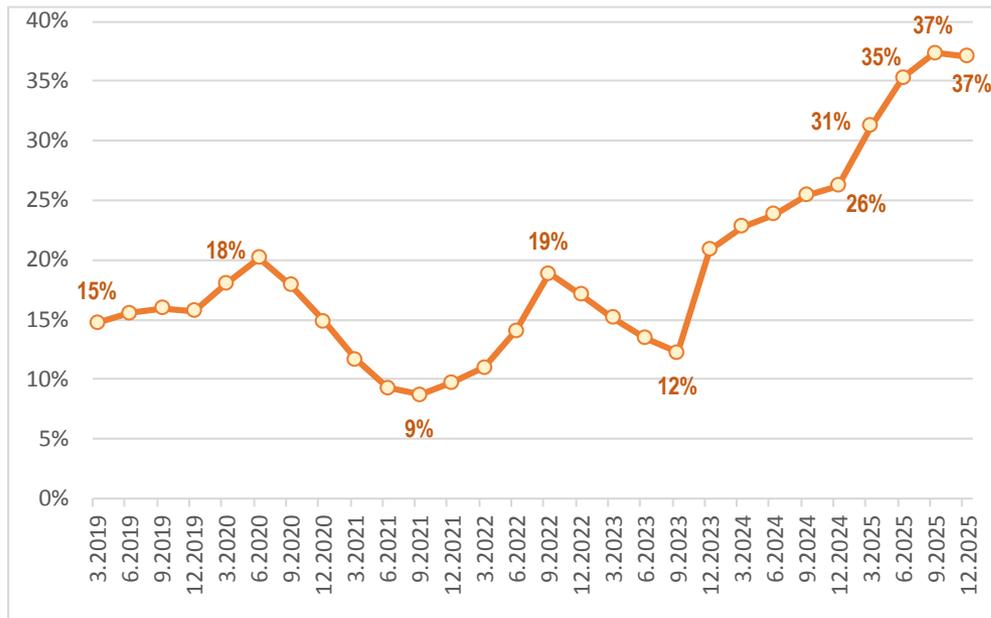
	I.2022			II.2022			III.2022			IV.2022			I.2023			II.2023			III.2023			IV.2023			I.2024			II.2024			III.2024			IV.2024			I.2025			II.2025			III.2025			IV.2025		
	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
Рентабельность по группам отраслей																																																
Металлургия	44	38		14	2	14	20	25	28	24	24	25	32	28	22	29	47																															
Пищевая промышленность	28	30		31	32	33	32	31	30	28	26	25	24	22	22	21	20																															
Нефтегазовый сектор	26	15		16	21	21	26	25	20	21	19	13	13	10	10	10																																
Легкая промышленность	22	25		23	23	24	24	25	22	22	22	22	24	23	22	26																																
Деревообработка	36	23		3	-7	-5	-5	3	4	4	4	4	7	6	-3	-1																																
Пр-во изделий из бумаги	35	31		30	23	21	21	23	23	23	22	20	16	11	9	8																																
Химический комплекс	48	43		27	20	17	15	23	24	21	20	17	19	25	21	20																																
Производство стройматериалов	23	21		18	19	19	21	21	18	21	21	21	19	16	13	13																																
Машиностроение (кроме трансп-го)	14	12		15	20	21	22	21	18	19	20	19	19	19	18	16																																
Транспортное машиностроение	6	-2		-6	-10	-1	3	4	-1	3	6	10	14	7	3	2																																
Сред. рентабельность-ОФЗ																																																
Металлургия	35.2	34.1	30.8	27.0	27.8	28.9	5.4	5.6	5.2	-8.2	-8.1	-8.1	3.9	3.6	3.6	9.6	9.7	9.6	14.3	13.9	13.1	16.1	16.5	16.4	12.4	12.2	11.4	10.2	9.6	8.4	8.9	8.8	8.3	14.3	13.9	14.4	11.9	11.7	13.0	6.4	6.3	7.2	14.4	15.0	14.8	31.7	32.1	32.3
Пищевая промышленность	18.6	17.6	14.2	19.0	19.8	20.9	22.1	22.3	21.9	22.7	22.8	22.8	23.3	23.0	22.9	22.3	22.4	22.3	20.7	20.3	19.5	17.3	17.7	17.6	16.0	15.8	15.0	12.6	12.0	10.9	9.0	9.0	8.4	6.1	5.7	6.2	6.1	5.9	7.2	5.7	5.6	6.4	6.8	7.5	7.2	5.1	5.5	5.7
Нефтегазовый сектор	16.9	15.8	12.5	4.5	5.3	6.4	6.7	6.9	6.5	11.5	11.6	11.6	11.8	11.6	11.5	15.6	15.7	15.6	14.1	13.6	12.9	8.1	8.5	8.4	9.2	9.0	8.2	7.9	7.2	6.1	5.2	5.2	4.6	1.3	0.9	1.4	-3.1	-3.2	-2.0	-4.2	-3.6	-3.9	-5.2	-4.8	-4.6			
Легкая промышленность	12.6	11.6	8.2	13.8	14.5	15.6	14.3	14.5	14.1	13.3	13.3	13.4	14.3	14.0	13.9	13.6	13.7	13.6	14.3	13.9	13.1	9.3	9.7	9.6	10.4	10.2	9.4	8.5	7.8	6.7	6.4	6.3	5.8	6.6	6.1	6.7	6.2	6.0	7.3	5.5	5.4	6.3	9.2	9.8	9.5	11.0	11.4	11.6
Деревообработка	26.4	25.3	22.0	11.8	12.6	13.7	-6.2	-6.0	-6.5	-16.5	-16.4	-16.4	-14.7	-15.0	-15.1	-14.8	-14.7	-14.8	-8.0	-8.4	-9.1	-8.8	-8.4	-8.5	-7.7	-8.0	-8.7	-9.6	-10.2	-11.3	-12.0	-12.0	-12.6	-10.4	-10.8	-10.3	-10.8	-11.0	-9.7	-18.7	-18.8	-17.9	-18.8	-18.2	-18.4	-16.3	-15.9	-15.7
Пр-во изделий из бумаги	25.6	24.5	21.2	19.7	20.5	21.6	17.9	18.1	17.7	13.0	13.1	13.1	10.9	10.7	10.6	10.7	10.8	10.7	12.5	12.1	11.3	10.3	10.7	10.6	11.0	10.8	10.0	8.9	8.3	7.1	5.4	5.3	4.8	2.4	2.0	2.5	-0.2	-0.3	0.9	-5.1	-5.2	-4.4	-4.7	-4.1	-4.4	-6.7	-6.3	-6.1
Химический комплекс	38.4	37.3	34.0	32.2	33.0	34.1	20.8	21.0	20.6	10.2	10.3	10.3	7.0	6.7	6.7	4.8	4.9	4.7	12.5	12.1	11.3	11.2	11.6	11.5	8.7	8.5	7.7	6.6	6.0	4.8	1.0	0.9	0.4	1.8	1.4	1.9	8.8	8.6	9.9	5.2	5.1	5.9	6.3	6.9	6.7	3.8	4.2	4.3
Производство стройматериалов	13.8	12.7	9.4	10.3	11.0	12.1	9.3	9.5	9.0	9.1	9.2	9.2	10.9	11.0	10.9	10.4	10.0	9.2	6.1	6.5	6.4	8.9	8.7	7.9	7.1	6.4	5.3	5.4	5.4	4.8	1.6	1.2	1.7	-0.6	-0.8	0.5	-3.0	-3.1	-2.3	-4.3	-3.7	-4.0	-1.7	-1.3	-1.2			
Машиностроение (кроме трансп-го)	4.7	3.6	0.3	0.7	1.5	2.6	6.3	6.5	6.0	10.0	10.0	10.1	11.1	10.8	10.7	12.0	12.1	12.0	10.8	10.4	9.6	5.7	6.1	6.0	7.0	6.8	6.0	6.2	5.6	4.5	2.9	2.9	2.3	1.1	0.7	1.2	2.2	2.1	3.3	2.0	1.9	2.7	3.7	4.3	4.0	0.6	1.0	1.2
Транспортное машиностроение	-3.3	-4.4	-7.7	-13.2	-12.4	-11.3	-15.0	-14.8	-15.3	-19.3	-19.2	-19.2	-10.9	-11.2	-11.3	-6.6	-6.6	-6.7	-6.2	-6.7	-7.4	-13.6	-13.2	-13.3	-8.9	-9.1	-9.9	-7.1	-7.8	-8.9	-5.7	-5.7	-6.3	-3.5	-3.9	-3.4	-9.7	-9.9	-8.7	-12.8	-12.9	-12.1	-12.5	-11.9	-12.2	-13.3	-12.9	-12.7
Ключевая ставка	8.5	9.4	20.0	18.0	13.5	10.0	9.2	8.0	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.8	10.4	12.4	13.1	15.0	15.5	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
Ставка ОФЗ	9.1	10.2	13.5	10.9	10.1	9.0	8.8	8.6	9.0	9.7	9.6	9.6	9.6	9.9	10.0	10.1	10.0	10.1	10.5	10.9	11.7	12.3	11.9	12.0	12.0	12.2	13.0	13.5	14.1	15.3	15.9	15.9	16.5	17.4	17.9	17.3	16.4	16.5	15.3	16.0	16.1	15.3	14.1	13.5	13.8	15.0	14.6	14.4
Кредитные ставки до 1 года "Добыча полезных ископаемых"	10.0	12.1	18.3	14.7	11.2	11.6	12.0	10.6	10.3	10.2	10.3	10.6	10.1	10.2	10.3	11.1	10.7	10.7	10.8	13.1	14.6	16.7	17.0	18.0	17.3	17.9	18.0	18.0	18.1	18.1	19.8	20.0	21.0	23.9	21.8	24.8	25.1	24.8	24.1	22.4	22.9	21.1	21.7	20.9	17.7	17.9	20.0	19.7
Кредитные ставки до 1 года "Обрабатывающие производства"	9.2	11.7	20.3	14.7	13.1	11.0	10.3	9.5	8.1	7.4	8.3	7.7	8.9	8.9	8.8	9.5	8.2	7.6	8.1	10.9	12.4	13.2	13.7	13.9	15.3	16.1	15.8	16.1	16.9	16.9	15.7	18.4	19.7	18.9	21.7	23.3	22.6	16.6	22.1	22.3	20.0	19.2	19.6	15.3	18.0	16.5	16.7	15.7

Что касается соотношения рентабельности со ставкой по безрисковому «держанию денег» (доходность по ОФЗ), то группа отраслей с «запретительным» для неизбежно рискованных инвестиций в реальные активы соотношением гарантированной доходности по госбумагам с рентабельностью бизнеса охватывает: транспортное машиностроение, лесобумажный и нефтегазовый комплексы (! – результат укрепления рубля на фоне низких мировых цен). В то же время, металлургия (при всей жесткости проблем со сбытом на внутреннем рынке) вышла из зоны острого дисбаланса.

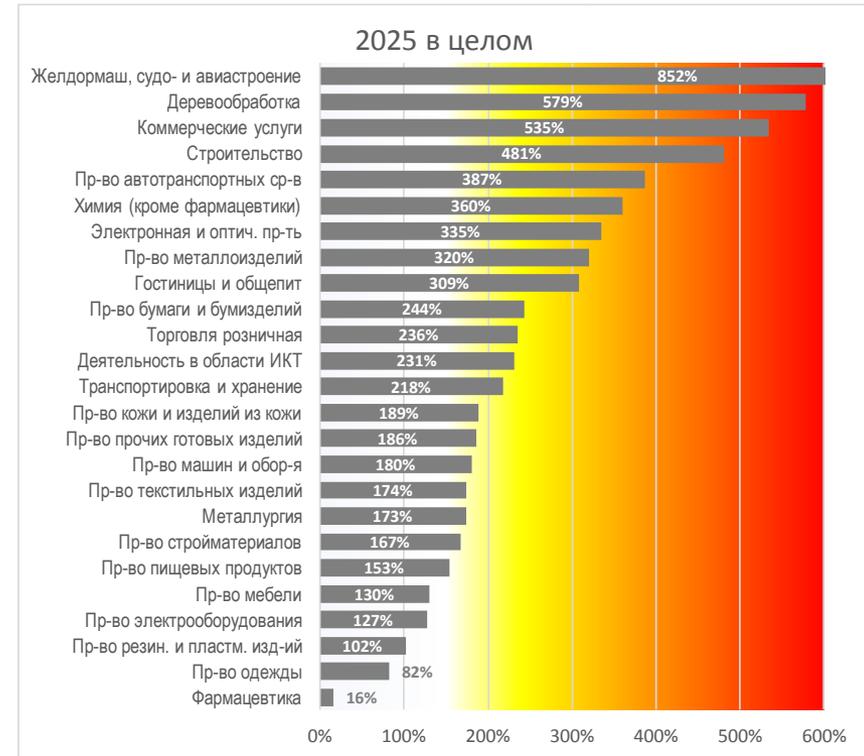
¹ В качестве показателя рентабельности используется соотношение прибыли до налогообложения и собственного капитала.
² Кредитные ставки для нефтегазового сектора – ставки для «добычи полезных ископаемых» (В). Для прочих групп отраслей – ставки «обрабатывающих производств» (С).

Долговое давление на компании

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



Чистые обязательства компаний, % к EBITDA¹



Нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний в конце года стабилизировалась на исторически максимальном уровне – на выплату процентов стало уходить уже 37% прибыли компаний.

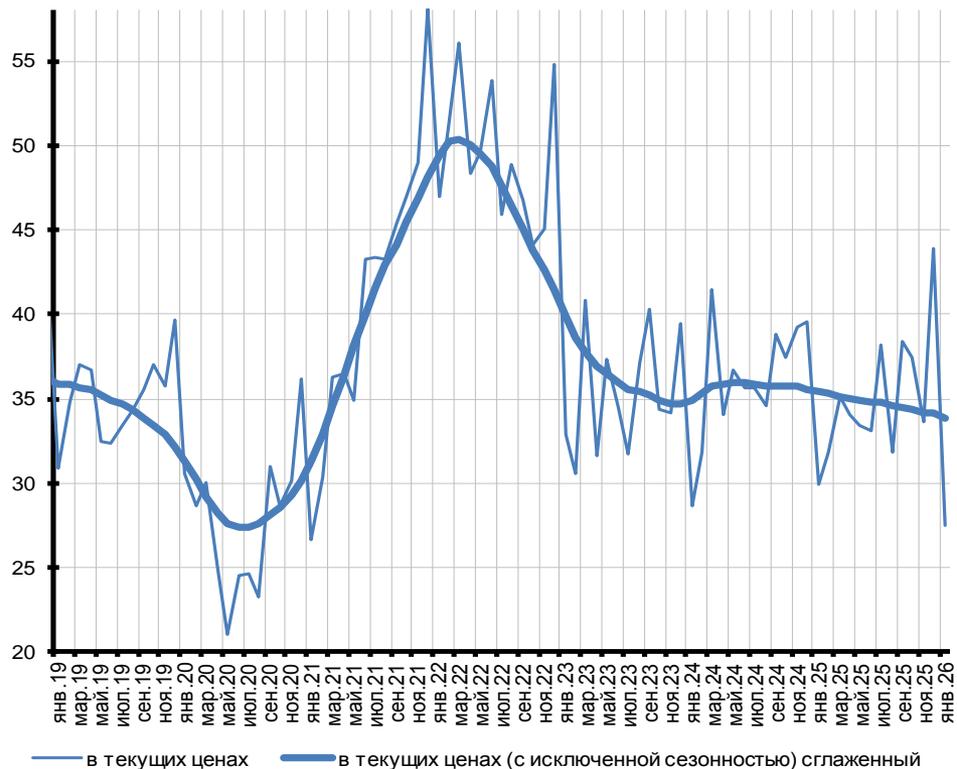
Проблема долговой нагрузки на доходы, как уже отмечалось, имеет структурный характер. По состоянию на декабрь она, по-прежнему, зафиксировалась на крайне высоком уровне в транспортном машиностроении, деревообработке, сфере услуг и в строительстве..

¹ EBIT – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата и процентов к уплате

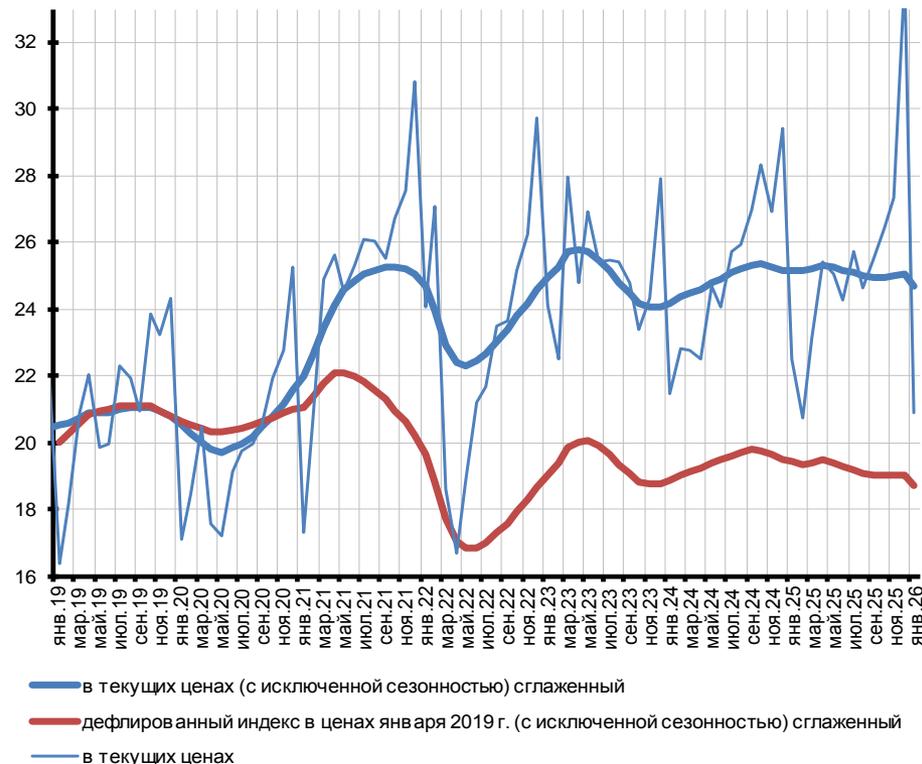
¹ EBITDA – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата, процентов к уплате и отраслевой оценке амортизации

Спрос: внешняя торговля в текущих ценах

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)¹



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



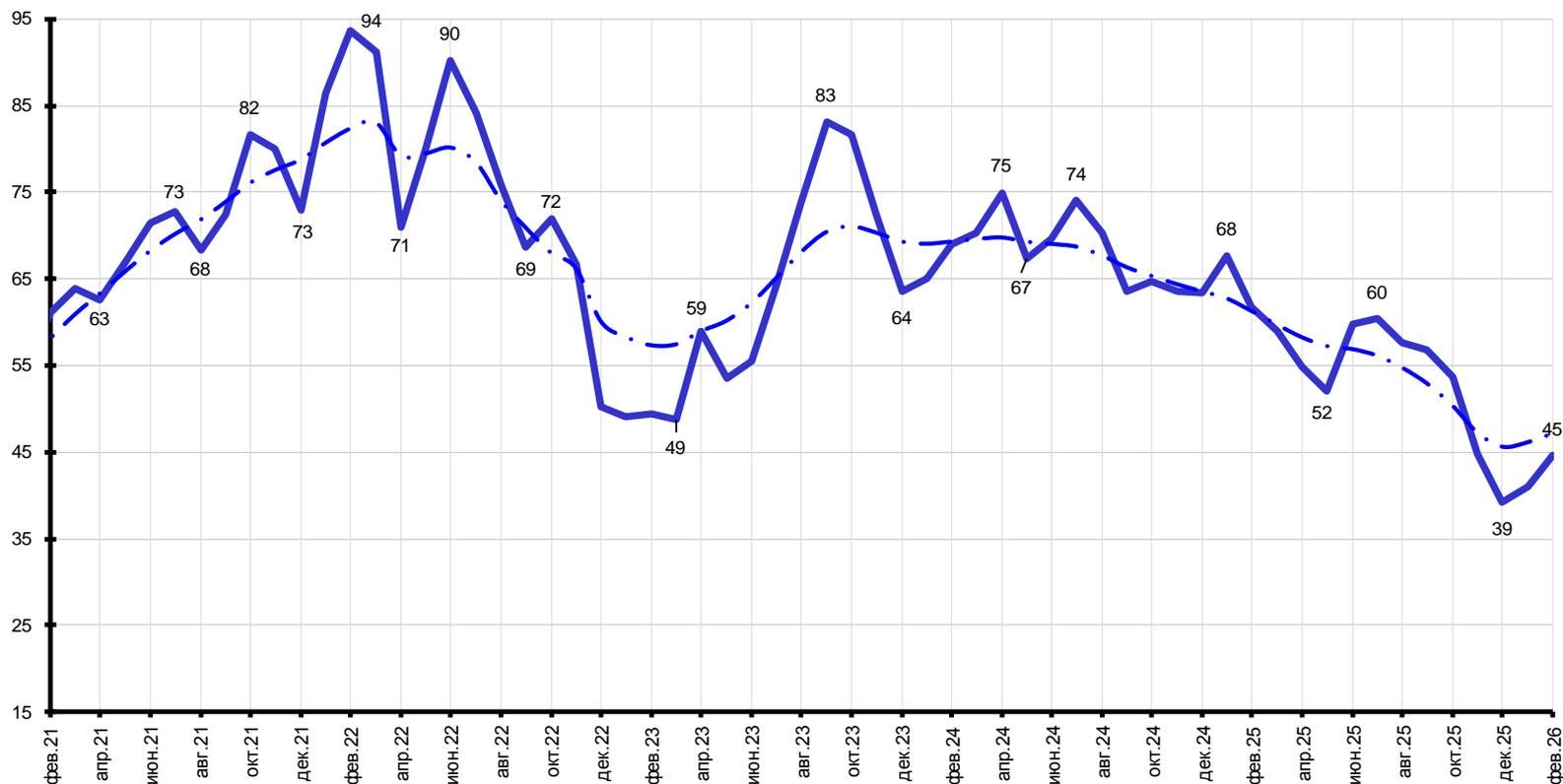
Экспорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на январь медленно снижается – из-за сочетания ценового фактора (здесь с марта возникнет, конечно, мощный поддерживающий цены фактор) и новой волны санкций США против российских нефтяных компаний. При этом, начиная с весны, тоже есть явный шанс на разворот тенденции благодаря действию геополитического фактора.

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена), по состоянию на январь, в целом стабилен, с лёгкой тенденцией к сжатию, что отражает баланс между общим сужением инвестиционного и потребительского рынков и укреплением рубля, повышающим ценовую конкурентоспособность ввозимых товаров. С исключением фактора роста цен на мировых промышленных рынках снижение импорта, вероятно (оценку можно дать лишь косвенным способом; сезонность устранена), имеет стабильный характер.

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)

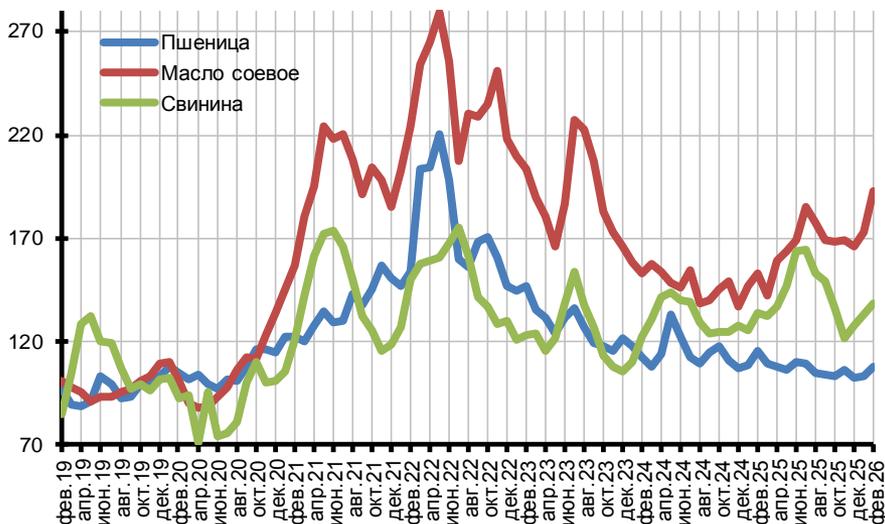
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в феврале 2026 г. составила 44.6 долл./барр. после 41.0 долл./барр. в январе. В течение февраля мировые цены на нефть оставались относительно стабильными. Между США и Ираном состоялось несколько раундов переговоров по ракетно-ядерному досье Ирана. Были надежды на деэскалацию ситуации на Ближнем Востоке, однако некоторая напряженность оставалась. 20 февраля цены на нефть достигли полугодичного максимума после ультиматума Д.Трампа, который дал иранскому руководству 10-15 дней на заключение сделки. Месяц завершился небольшим падением цен на нефть на фоне намерений США и Ирана продолжать переговоры и готовности Венесуэлы увеличить продажи нефти в рамках соглашения с США.

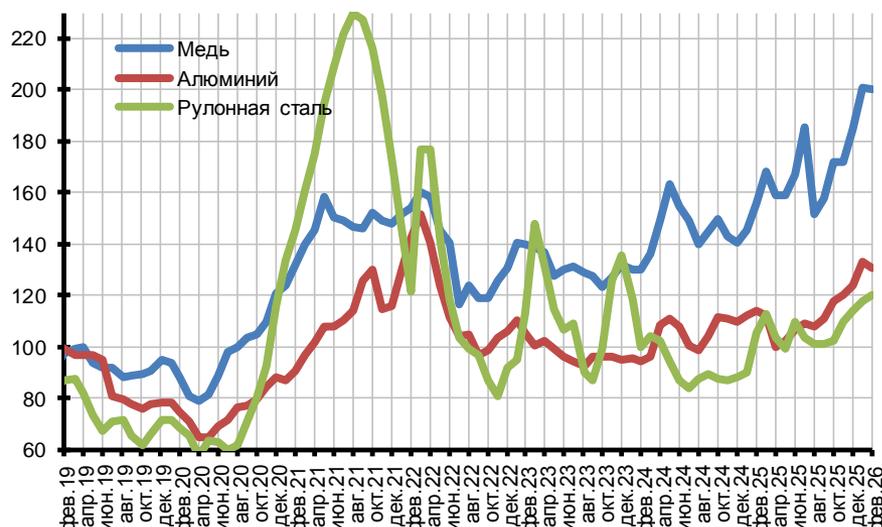
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



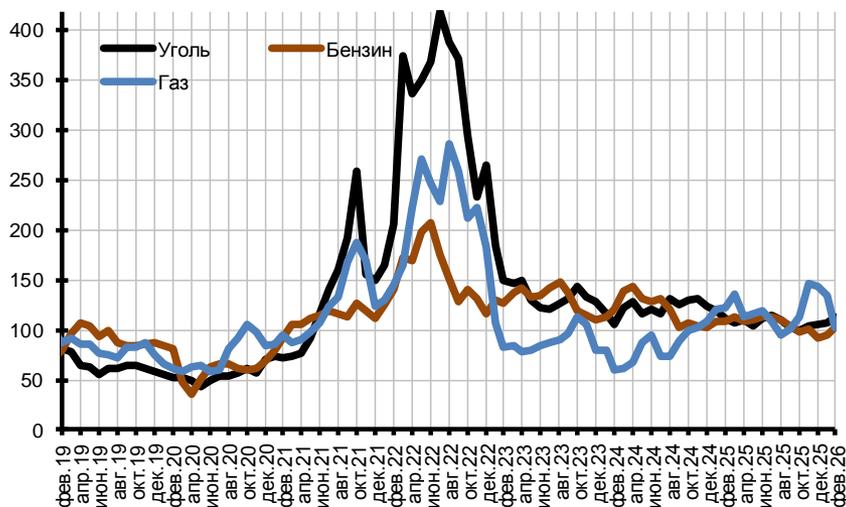
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

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)

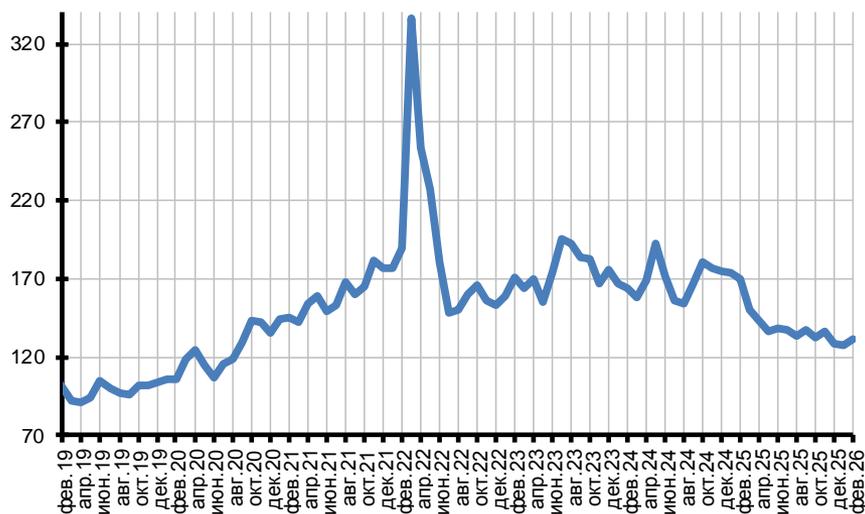
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на февраль, остаются нестабильными – при этом, имея, скорее, тренд к повышению (который в перспективе может усилиться из-за кризиса в персидском заливе – удорожание газа подстегнет рост цен на азотные удобрения, а нефтепродуктов – на логистику). На рынке пшеницы он довольно слаб, и пока произошла, скорее, стабилизация. Цены на свинину и на сою – довольно быстро и вполне определенно растут.

На рынках основных видов металлов, как уже отмечалось, наблюдается довольно быстрый рост цен (чуть ослабившейся в феврале – что никак не отменяет тенденцию к росту).

Цены на топливо, как уже отмечалось, на февраль были в целом довольно стабильны (на газ произошло «маятниковое» падение цен, после предшествовавшего их скачка). Впрочем, уже март, с известным кризисом в Персидском заливе, должен привести к скачку цен на энергоносители.

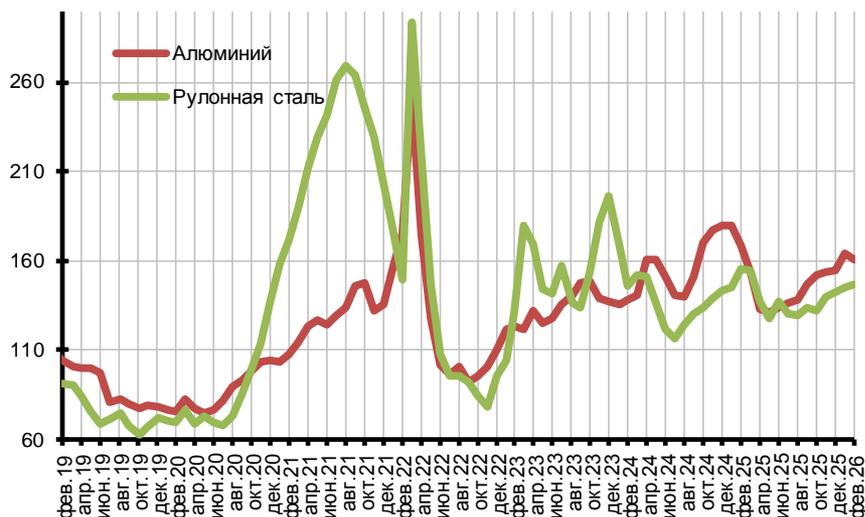
Входящий денежный поток экспортеров: динамика мировых цен на отдельные товары российского экспорта, руб. (цены пересчитаны по текущему валютному курсу, средний уровень 2018 г. =100)

Цены на пшеницу*



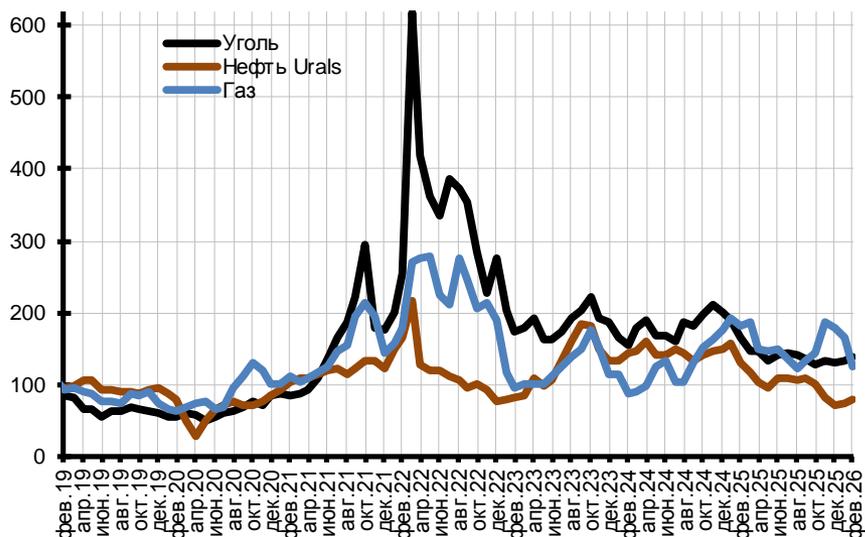
* Пшеница – US Wheat Futures, CME

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)

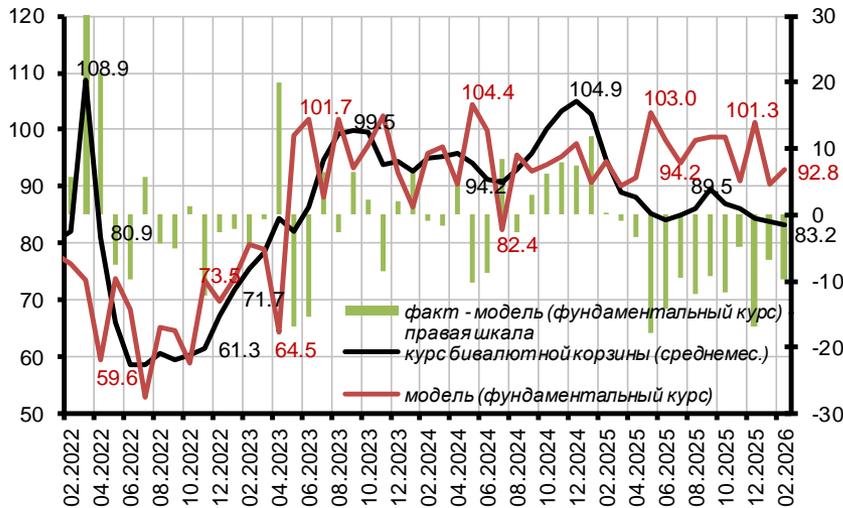
По состоянию на февраль, ситуация с *входящим денежным потоком экспортеров*, как и раньше, сильно неоднородна на различных рынках. Как уже отмечалось, на рынках металлов идёт быстрое восстановление доходности экспорта под действием ценового фактора.

Ситуация с потоком доходов от экспорта пшеницы чуть улучшилась – хотя с общего тренда на медленное ухудшение пока не сошла.

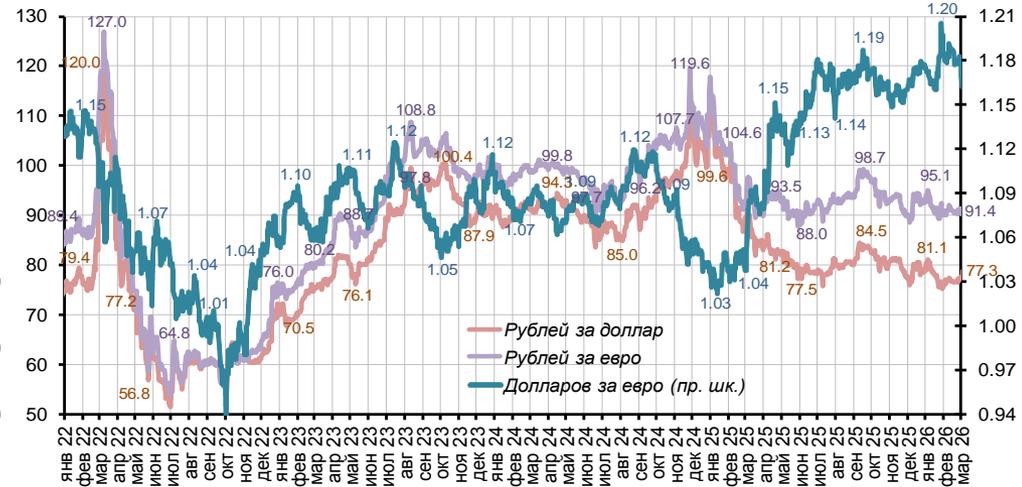
Как именно будет развиваться ситуация с рублевыми ценами на энергоносители в новой глобальной ситуации – пока неясно (рост цен, очевидно, будет, но в каком масштабе?) .

Валютный курс

Фундаментальный¹ и фактический курс рубля к бивалютной корзине



Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные



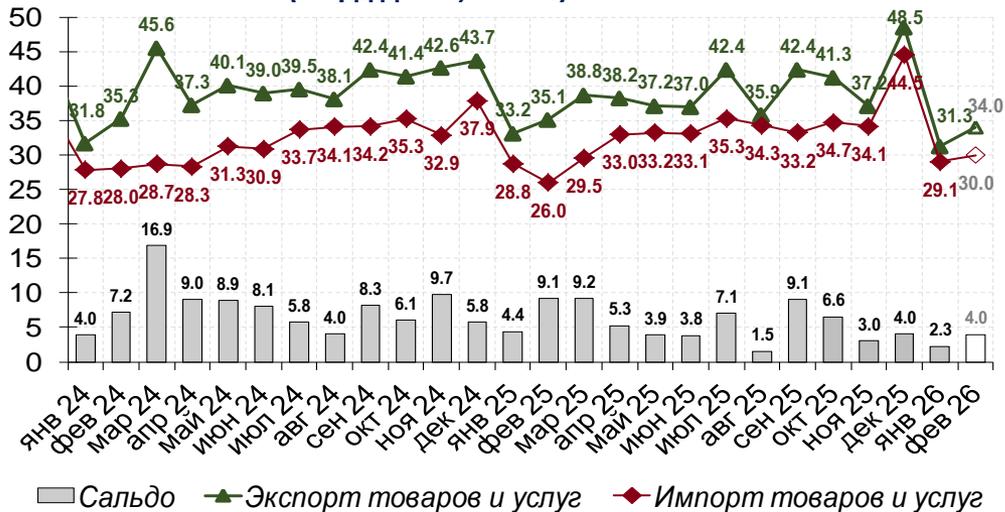
В феврале наблюдалось небольшое ослабление рубля как по отношению к доллару США (+1.7%), так и к евро (+1.4%). Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю на 01.03.2026 составил 83.6 руб., увеличившись на 1.6% за месяц.

Среднемесячный фактический курс рубля в феврале оказался заметно ниже фундаментально обоснованного уровня вследствие существенного влияния на его динамику прочих факторов, помимо показателей торгового баланса.

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 платёжного баланса, формирующие валютный курс

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



Небольшое ослабление рубля в феврале стало следствием изменения баланса спроса и предложения на российском валютном рынке. Так, чистые продажи валюты крупнейшими экспортерами сократились на 31% относительно предшествующего месяца (по данным Банка России).

Однако, значительная часть просевшего предложения валюты балансировалась низким спросом на нее, а также компенсировалась продажей иностранной валюты, осуществлявшейся Банком России в интересах Минфина².

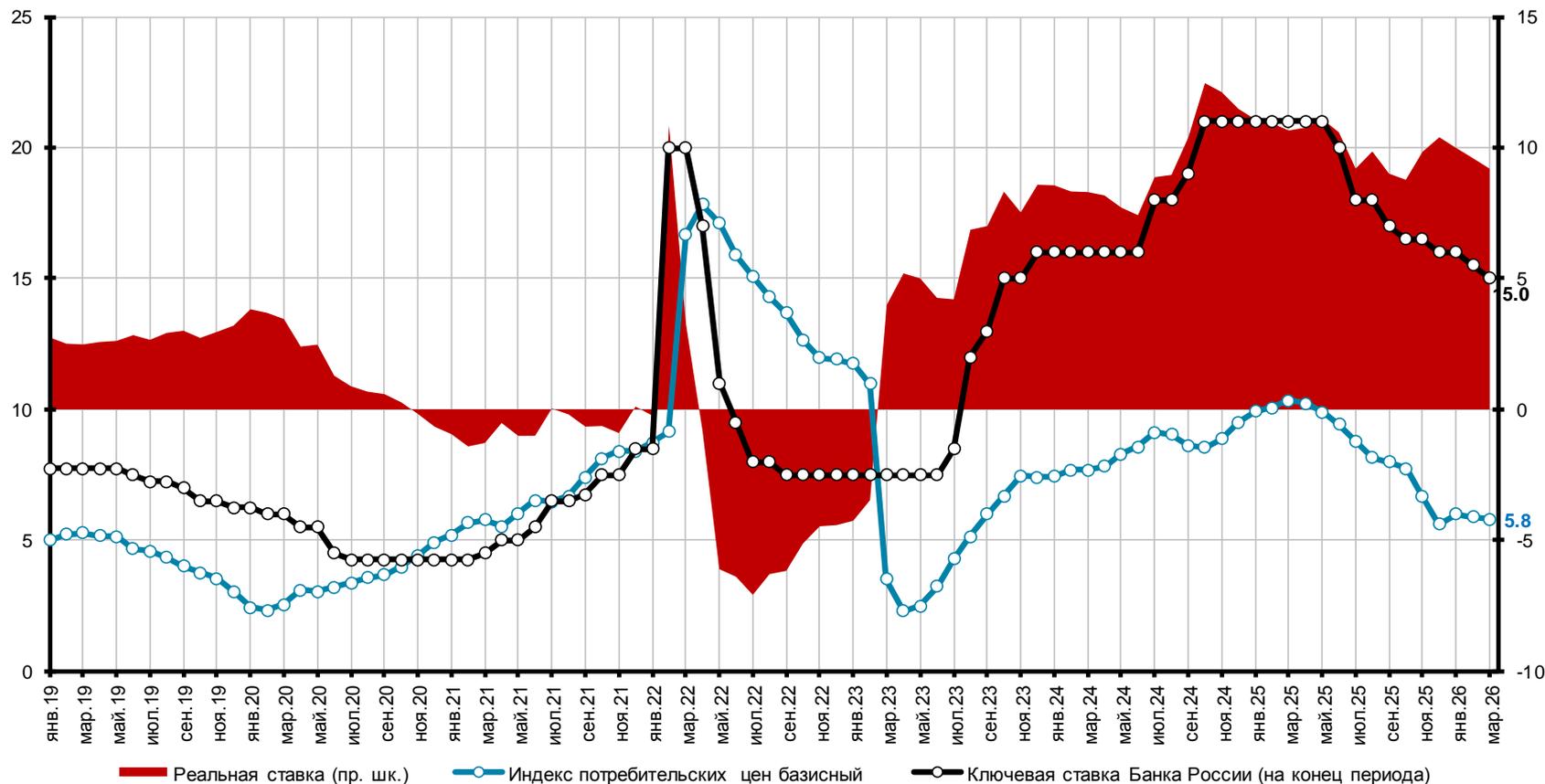
Основные позиции платёжного баланса (млрд долл., в мес.)



¹ В феврале 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 третью декаду марта 2026 г., уровень *реальной процентной ставки* (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) составил 9.2% годовых. Совет директоров Банка России 20 марта 2026 г. принял решение снизить ключевую ставку до уровня 15% годовых на фоне сохранения устойчивых показателей текущего роста цен (по используемым Банком России индикаторам) в диапазоне 4-5%. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 24 апреля 2026 г.

¹ Реальная ставка - разница между ключевой ставкой Банка России и инфляцией

Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Бразилия	14.75	3.81	10.94
Россия	15.0	5.8	9.20
Индия	5.25	3.21	2.04
Китай	3.0	1.3	1.7
США	3.75	2.4	1.35
Великобритания	3.75	3.0	0.75
Канада	2.25	1.8	0.45
Австралия	4.10	3.8	0.30
ЕС	2.15	1.9	0.25
Швейцария	0.0	0.1	-0.1
Япония	0.75	1.5	-0.75

В феврале-марте *уровень реальных процентных ставок* вырос в Бразилии, Канаде, Австралии вследствие замедления темпов инфляции в этих странах. Аналогичный показатель в Индии, Китае, ЕС 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, %)



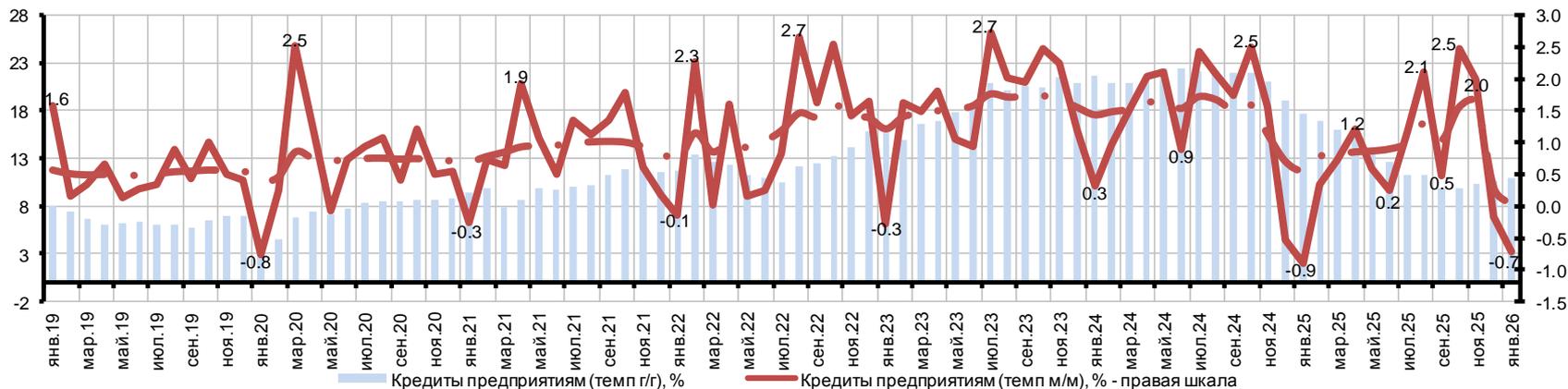
Динамика портфеля кредитов населению (темпы прироста в реальном выражении, %)



В январе темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +0.8%, что на 0.4 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Потребительское кредитование в январе выросло на +0.9% после снижения на 0.7% в декабре. Оживление в этом сегменте может быть связано с существенными тратами населения в период новогодних праздников. Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в январе замедлился до +0.9% после существенного роста в декабре (+2.4%). Тем не менее, это высокий результат для начала года, когда из-за длительных праздников активность на ипотечном рынке, как правило, слабая.

Кредитование предприятий

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



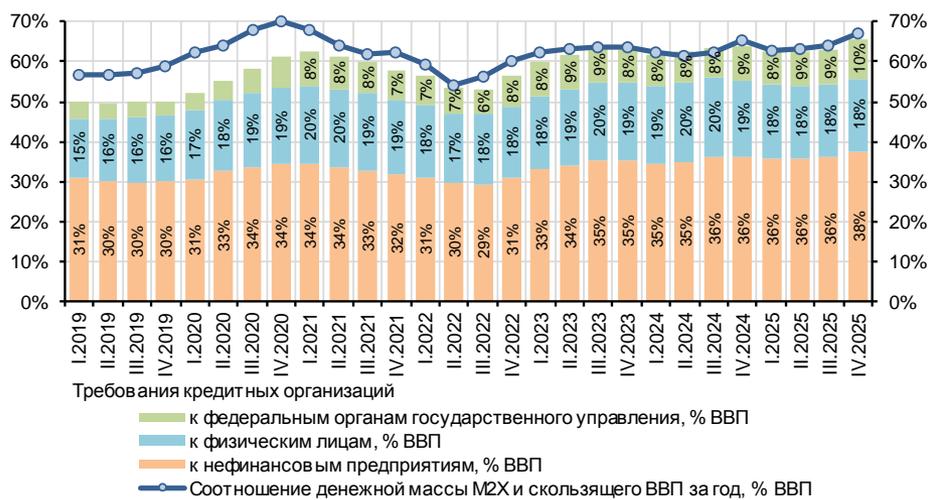
Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Активность в сегменте *корпоративного кредитования* продолжает ускоряться. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в январе составил 10.9%, что на 0.2 проц. п. выше декабрьского значения и на 0.6 проц. п. выше результата ноября.

В январе корпоративный кредитный портфель сократился на 0.7 трлн. руб. (-0.7%). Второй год подряд в этом месяце наблюдается высокий уровень государственных расходов, что связано с оперативным заключением и авансированием государственных контрактов. Получив бюджетные средства, компании активно погашали свои долги перед банками.

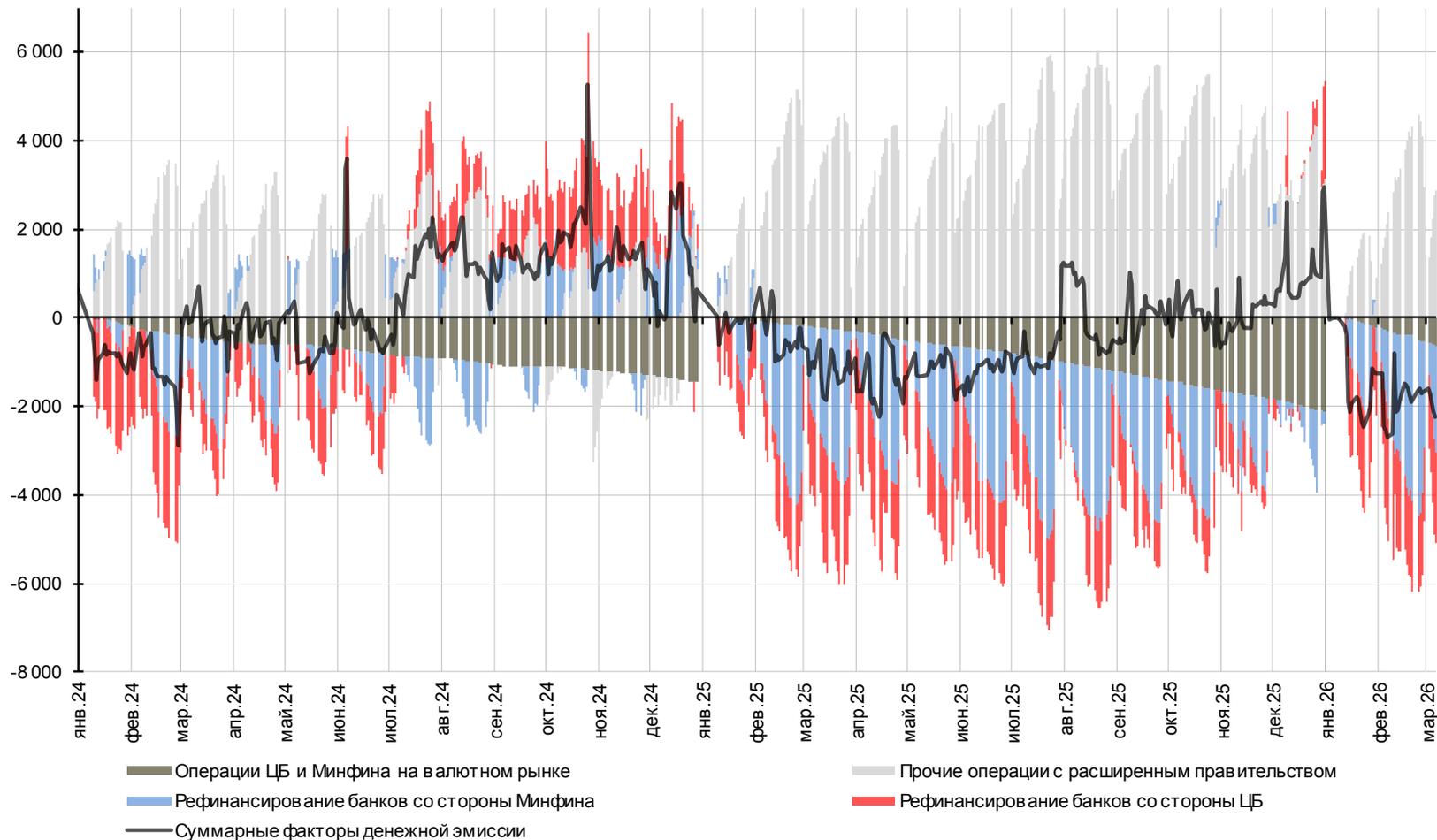
Монетизация и денежный мультипликатор^{1,2}



Рост денежной массы (в широком определении) с исключенной валютной переоценкой дополнительно ускорился в IV кв. 2025 г. (+6.3%, после 3.4% кварталом ранее) в силу фактора сезонности. В годовом выражении динамика денежной массы обгоняет рост номинального ВВП, что ведет к повышению 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.

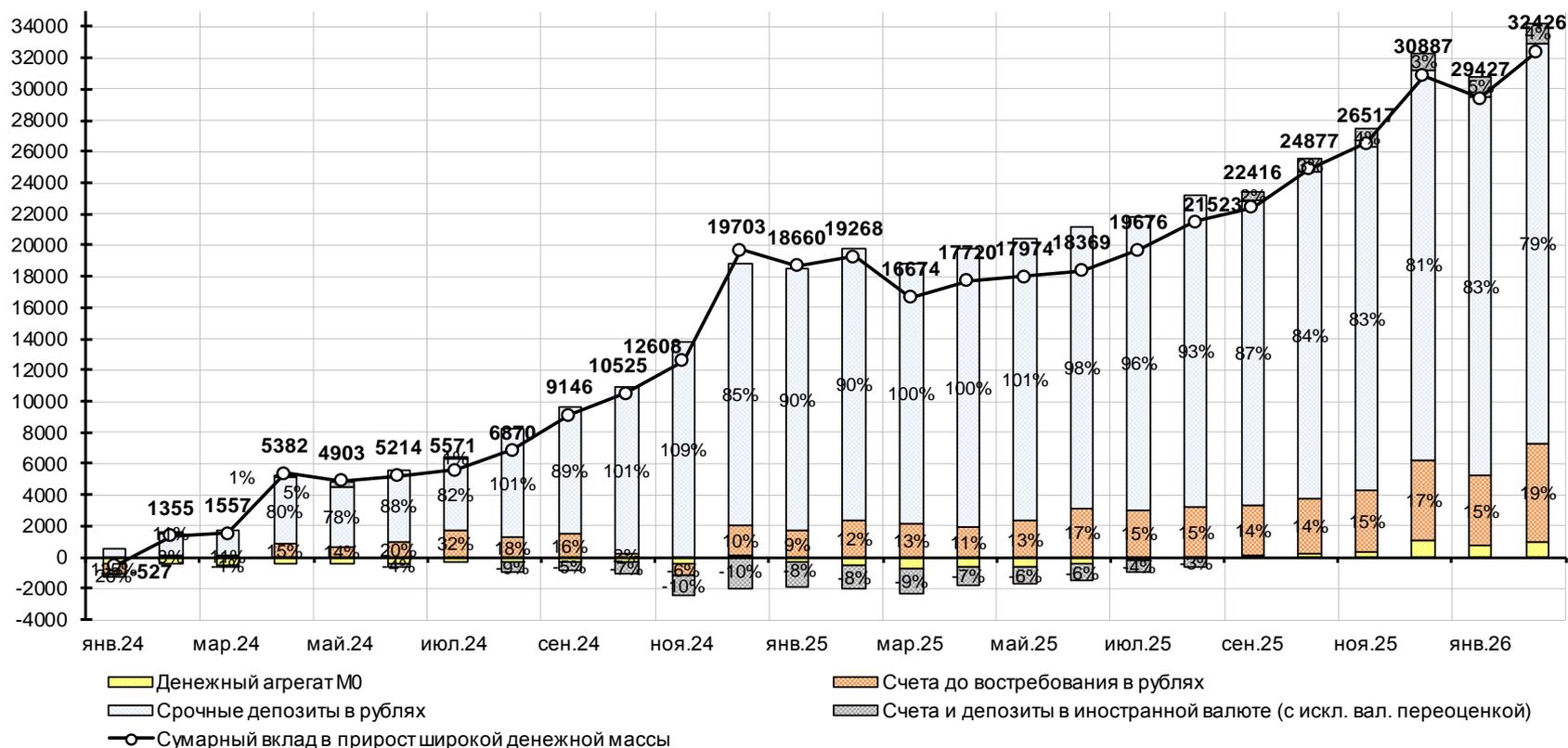
¹ Денежный мультипликатор – соотношение широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой и широкой денежной базы
² ВВП за IV кв. 2025 г. – оценка ЦМАКП

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



В начале 2026 г. интенсивность *поступления ликвидности* в экономику несколько ослабла по сравнению с прошлым годом, тем не менее остается высокой, в частности через канал чистых расходов бюджета. Операции Минфина на рынке финансовых активов (РЕПО и депозиты), дополненные оттоком ликвидности в результате операций по продаже валюты Банком России в интересах Минфина, практически в точности стерилизовали бюджетные вливания. Однако, вследствие того, что до середины января банки активно гасили задолженность перед Банком России, баланс факторов эмиссии (за исключением фактора наличных денег) остается смещенным в отрицательную зону примерно на 2 трлн руб.

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

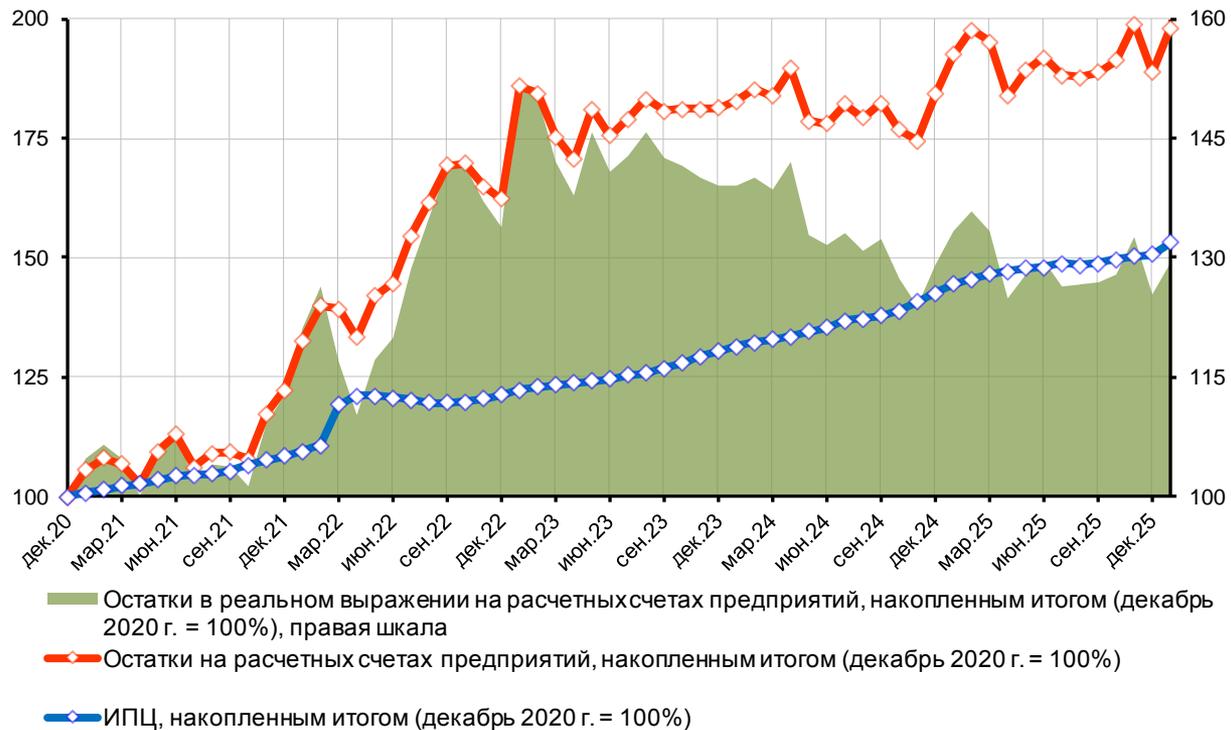


В феврале 2026 г. возобновился рост широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой после стандартных сезонных движений декабря 2025 г. – января 2026 г., которые происходили на фоне разнонаправленной динамики как по счетам предприятий, так и населения. В феврале, согласно оперативным оценкам Банка России, ситуация стабилизировалась и наблюдался рост по всем составляющим денежного агрегата. Счета населения до востребования, срочные счета предприятий и счета предприятий до востребования – каждый тип расширился на 0.9 трлн руб., срочные счета населения чуть меньше – на 0.4 трлн руб. В результате, темп прироста в годовом выражении M2X с исключенной валютной переоценкой ускорился и составил 12.6% в феврале, после 11% в январе.

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

Ликвидность хозяйственного оборота

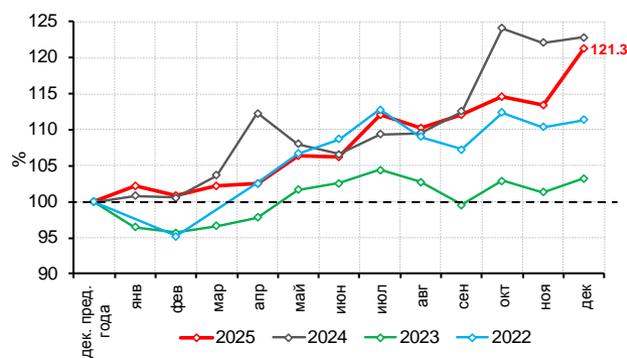
Динамика остатков средств на расчетных счетах предприятий, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%



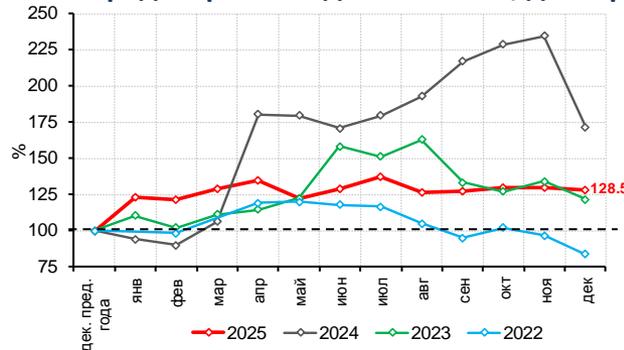
Объем рублевых средств на *расчетных счетах предприятий* (нефинансовых организаций) все еще остается на высоком уровне по сравнению со второй половиной 2024 г. Тем не менее, динамика объема рублевых средства на счетах не дает оснований полагать о возможном улучшении ситуации с платежами, что, в свою очередь, может вести к обострению ситуации с *ликвидностью хозяйственного оборота*. Изменения средств как на расчетных счетах, так и на депозитах предприятий в январе 2026 г. практически полностью компенсировали соответствующие изменения в декабре 2025 г. Так объем средств на расчетных счетах предприятий в январе вырос на 0.8 трлн руб., что целиком компенсировало снижение в предыдущем месяце. В то же время объем средств на депозитах, наоборот, снизился на 1.3 трлн руб., но это снижение с излишком компенсировало рост в декабре 2025 г. Предприятия, видимо, продолжают придерживаться 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

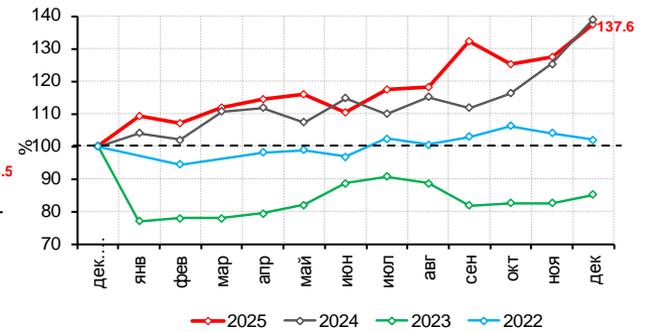
Динамика просроченной кредиторской задолженности, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обрабатывающие производства без нефтепереработки¹

В целом по экономике к концу 2025 г. ситуация с неплатежами заметно ухудшилась. К началу 2026 г. объем *просроченной кредиторской задолженности* вырос на 21.3% – почти с тем же темпом, что и по итогам 2024 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. (213 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. (277 млрд руб. против 267 млрд руб.). Однако это заметно ниже, чем было во втором полугодии 2024 г. – в среднем 350 млрд руб.

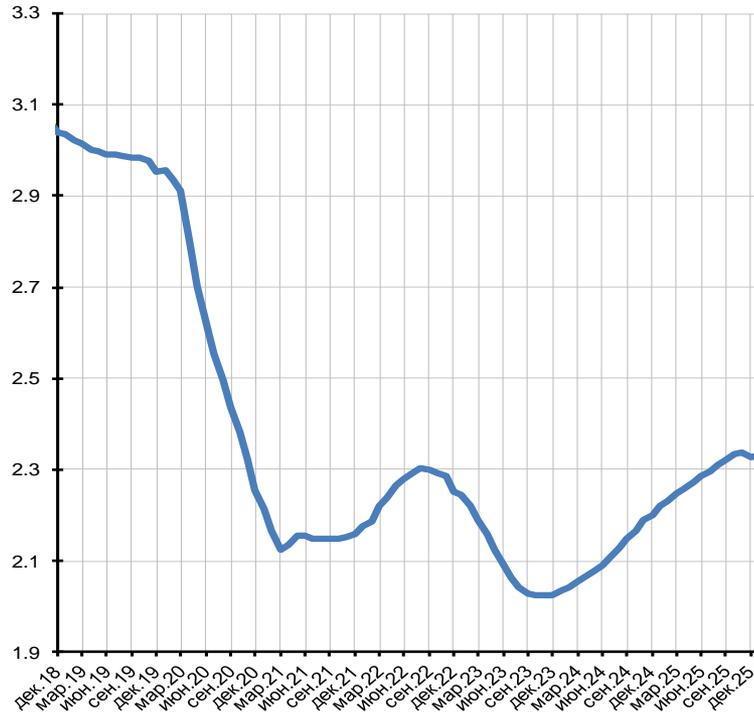
В *обрабатывающем секторе экономики* (за исключением нефтепереработки) ситуация с неплатежами продолжает серьезно ухудшаться: объем просроченной кредиторской задолженности с начала 2025 г. вырос на 38% – почти с тем же темпом, что и в прошлом, неблагоприятном с точки зрения динамики просроченной задолженности, году. В декабре 2025 г. наихудшую динамику показали производство прочих транспортных средств и оборудования» (желдормаш, судо- и авиастроение) и производство пищевых продуктов: прирост задолженности составил соответственно 128 млрд руб. (до 526 млрд руб.; 34% в объеме просроченной задолженности обрабатывающей промышленности за исключением нефтепереработки) и 16 млрд руб. (до 29 млрд руб.; 2% в объеме просроченной задолженности обрабатывающей промышленности за исключением нефтепереработки). В целом за 2025 г. наихудшую динамику показали производство прочих транспортных средств и оборудования» (желдормаш, судо- и авиастроение), металлургия и производство готовых металлических изделий: прирост задолженности составил соответственно 154 млрд руб., 90 млрд руб. и 71 млрд руб., а в относительном выражении в среднем по этим отраслям – около +45%.

К концу 2025 г. *доля просроченной задолженности* в общем объеме кредиторской задолженности возросла до 5.1% – почти до уровня 2 кв. 2022 г. (5.2%), тогда как в начале года уровень составлял всего 4.3%, что оказалось недалеко от минимального уровня с 2020 г. в 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)

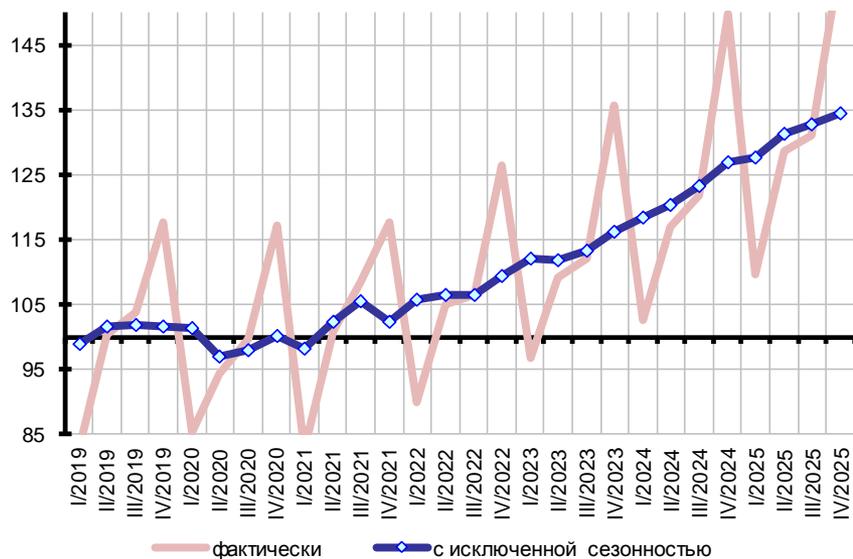
² Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки

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

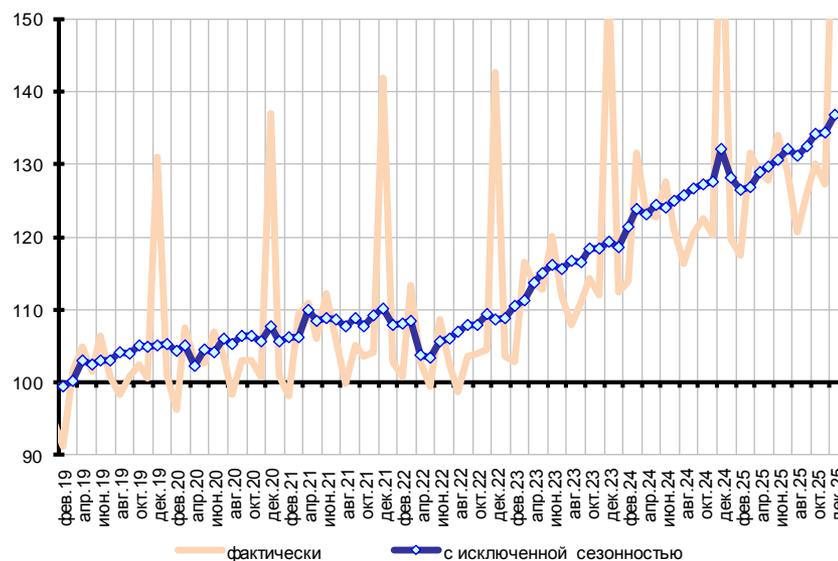
С другой стороны, несмотря на снизившиеся ставки по депозитам, доля ликвидной части широкой денежной массы не увеличивается, оставаясь на исторически невысоком уровне.

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

Реальные располагаемые доходы населения²



Реальная начисленная заработная плата

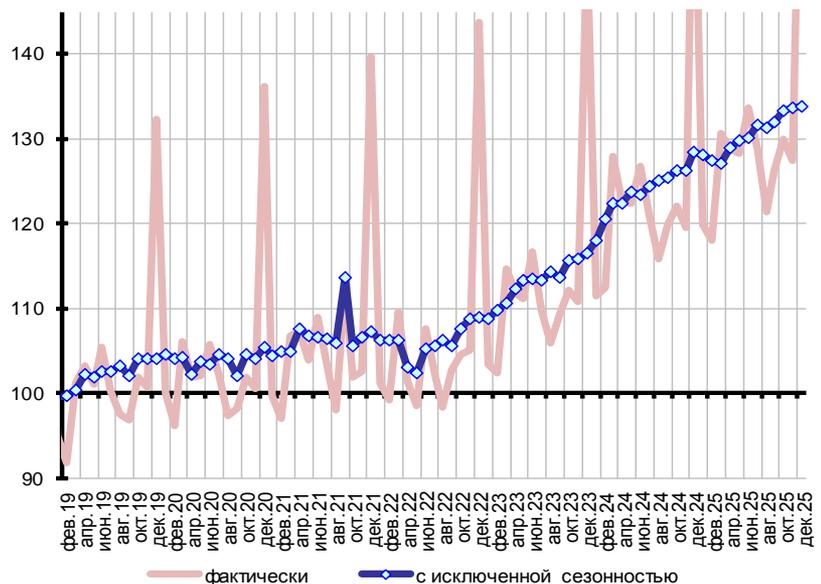


Реальная заработная плата продолжает расти – и очень интенсивно (II кв.: +1.0% в среднем за месяц, III кв.: +0.5%, IV кв.: +1.1%, сезонность устранена). С учётом ограниченности финансовых ресурсов предприятий стабильность этого процесса – под вопросом (если, конечно, в новой геополитической ситуации не возобновится приток ренты в российскую экономику).

Основные реальные денежные доходы населения, в целом, растут вслед за реальной заработной платой (с точностью до динамики реальных пенсий и, главное, снижающейся динамики получаемых процентов).

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

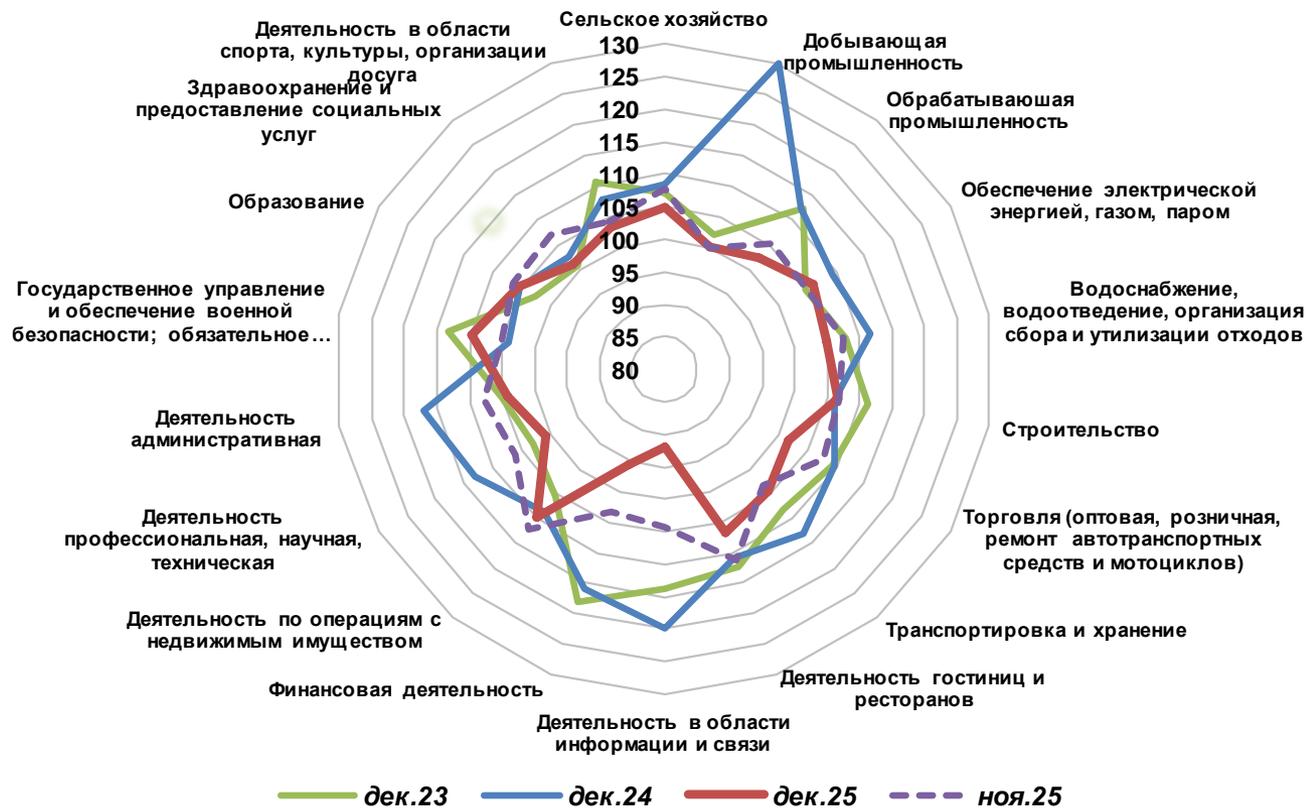
Агрегат основных реальных денежных доходов¹



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

² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



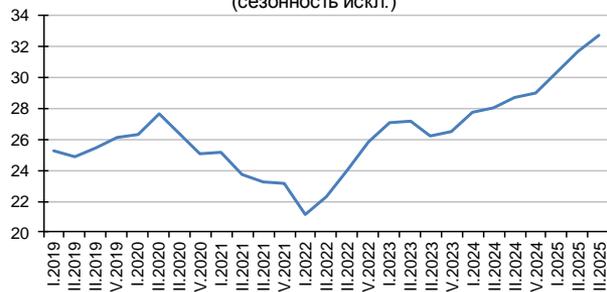
По состоянию на декабрь в *отраслевой структуре* роста реальной заработной платы, скорее, наблюдается один ярко выраженный аутсайдер (деятельность в области ИКТ и связи), где явно наметились пределы повышения нагрузки оплаты труда на доходы компаний. А вот ярко выраженных лидеров в повышении оплаты труда нет.

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

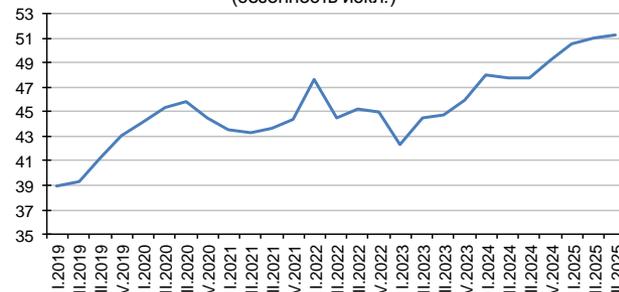
Всего по обследуемым видам экономической деятельности (сезонность искл.)



Обрабатывающие производства (сезонность искл.)



Деятельность в области информации и связи (сезонность искл.)



	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).

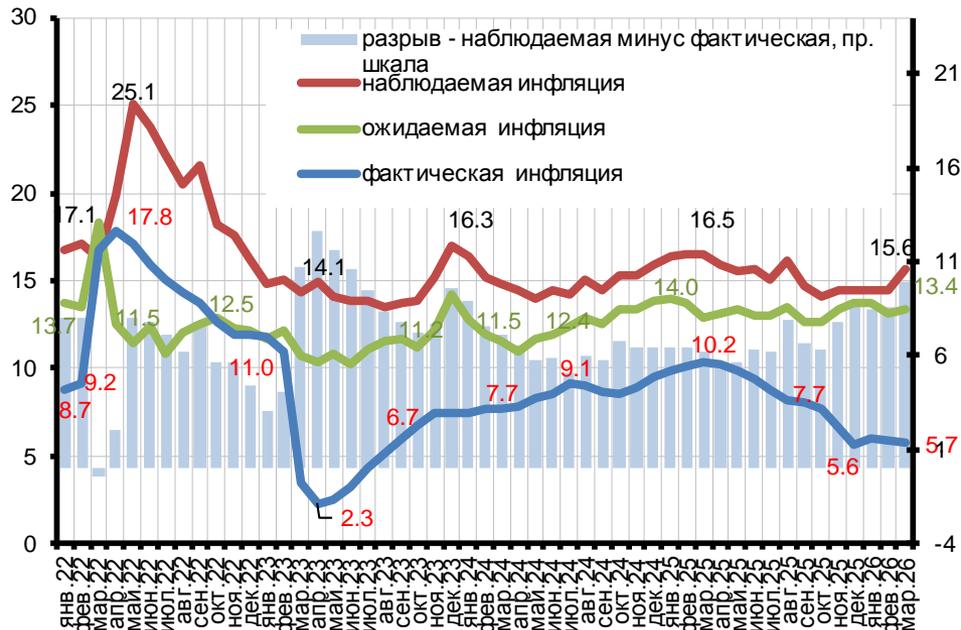
Спектр отраслей, в которых доля ФОТ в добавленной стоимости превышает 20%, по-прежнему очень широк, его небольшое сужение имеет чисто сезонный характер.

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

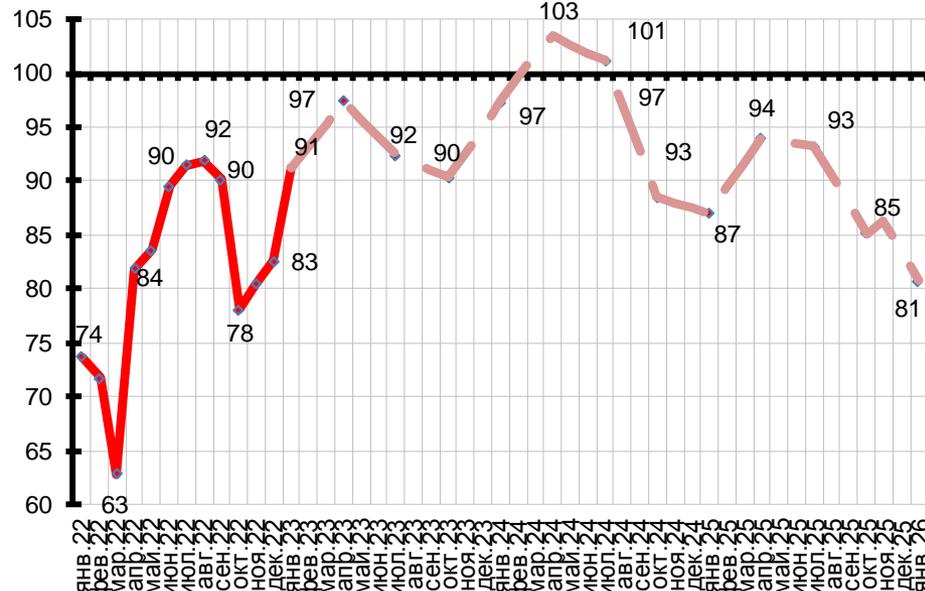
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

Оценки макроэкономических показателей населением

Инфляционные ожидания (годовых, в %)¹



Индекс уровня жизни (пункты)^{1,2}



Оценки населением экономической ситуации, в целом, несколько ухудшились:

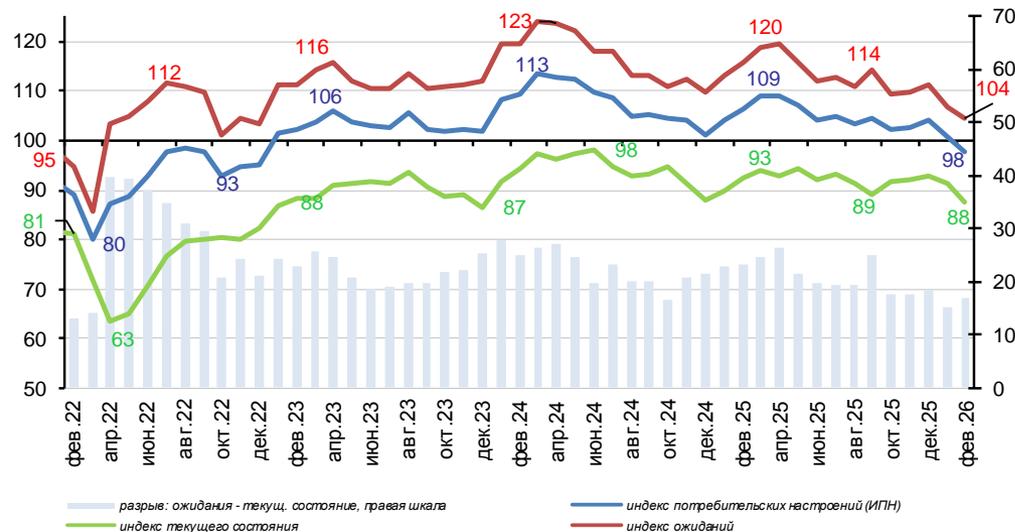
- инфляционные ожидания и наблюдаемая инфляция по состоянию на март несколько повысились (наблюдаемая – совсем немного, ожидаемая – очень сильно). С учётом медленного, но все же снижения фактической инфляции, разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией стал максимальным почти за три года – с середины 2023 г.;
- 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» – с 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 влияния 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.

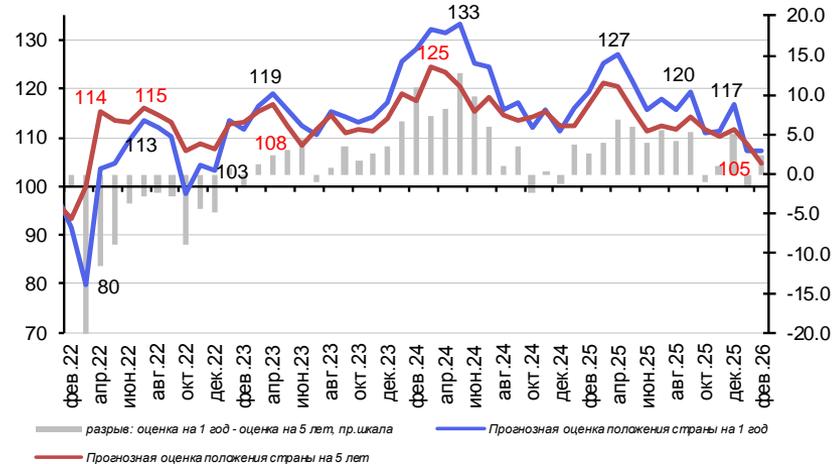
² Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

Потребительские настроения населения

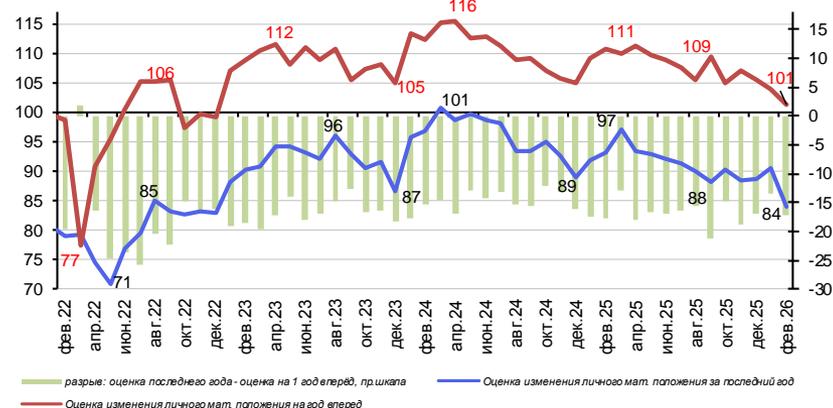
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)



В части *потребительских настроений населения* в феврале продолжилось ухудшение буквально по всем основным параметрам - как оценки текущей ситуации (уже вышли в зону негативных оценок), так и ожиданий (ещё положительны, но на минимальном историческом уровне с начала 2023 г.).

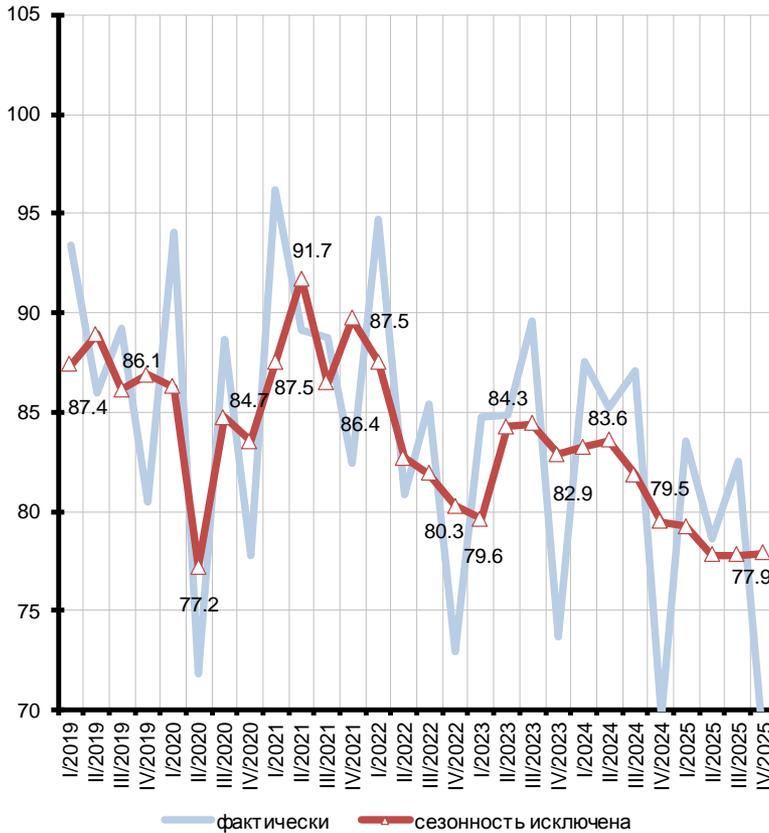
В целом, ухудшение оценок ситуации идет практически непрерывно с середины 2025 г.

Несмотря на «крепкий рубль» и снижение инфляции, ощущение ситуации как стагнационной (если не кризисной), уже, похоже, распространяется не только среди бизнеса, но и среди населения, существенно влияя на потребительское, сберегательное и инвестиционное поведение, а, значит, и на экономическую ситуацию.

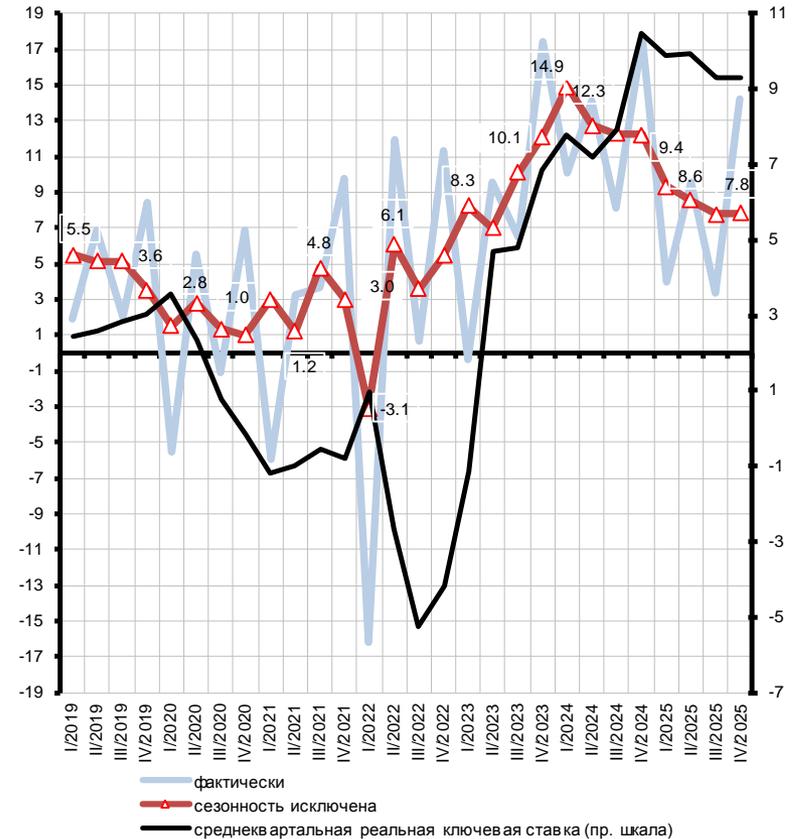
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ.

Норма потребления и норма сбережений населения

Норма потребления (% к располагаемым доходам)^{1, 2, 3}



Норма сбережения во вкладах (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка^{1, 2, 3}



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?).

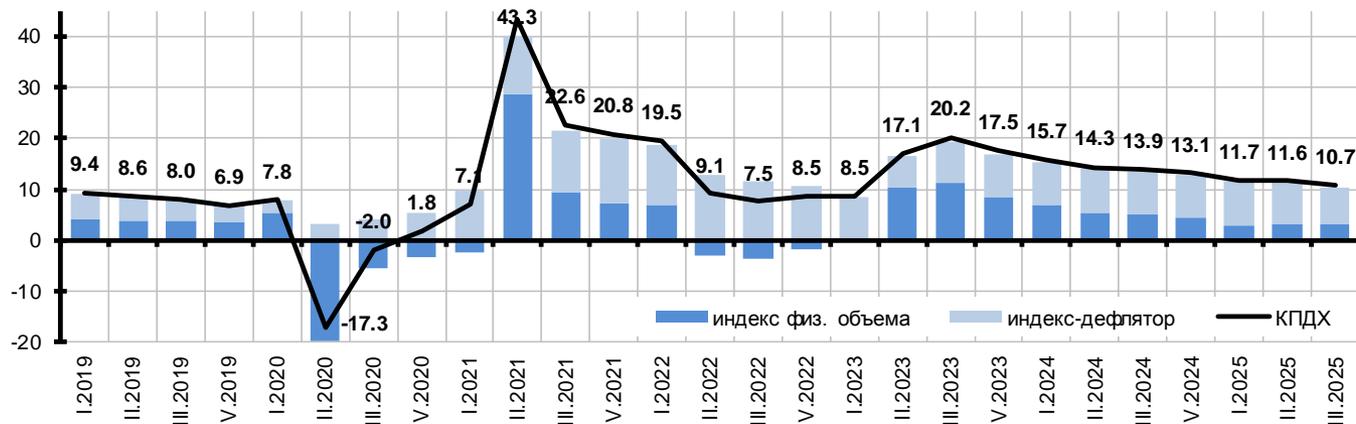
¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2025 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2024-2025 гг. – предварительные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

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

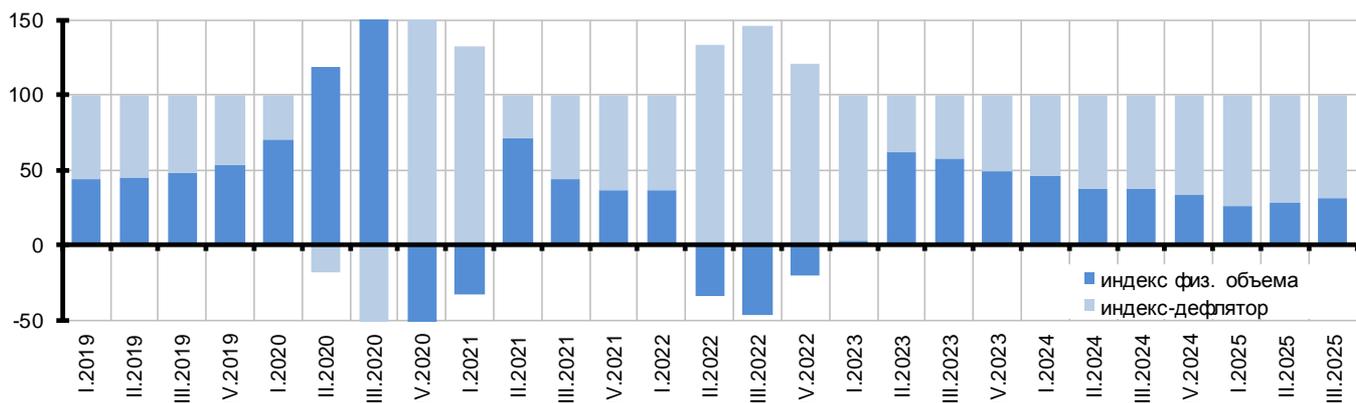
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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



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.

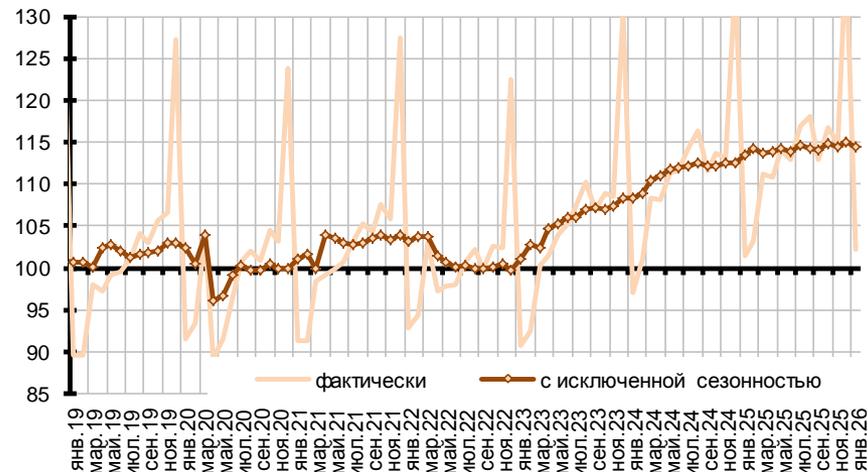
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

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

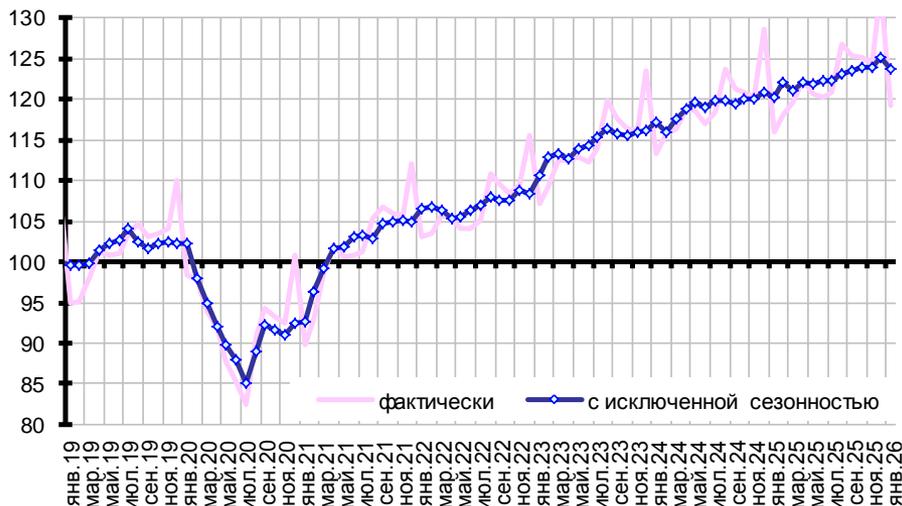
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



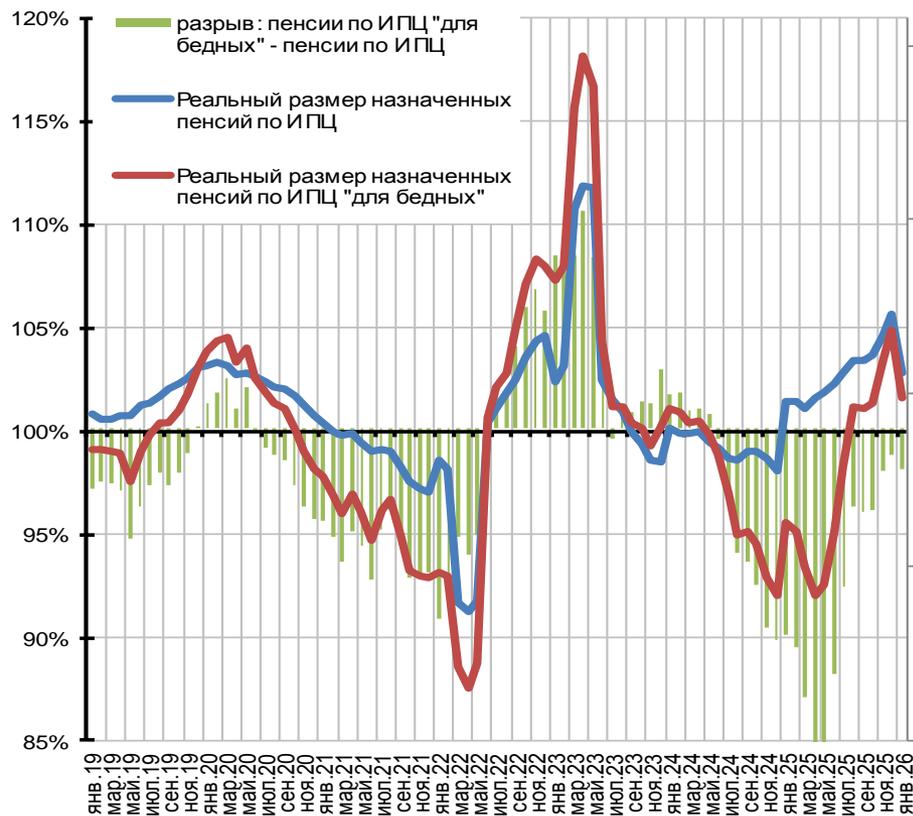
Оборот непродовольственными товарами



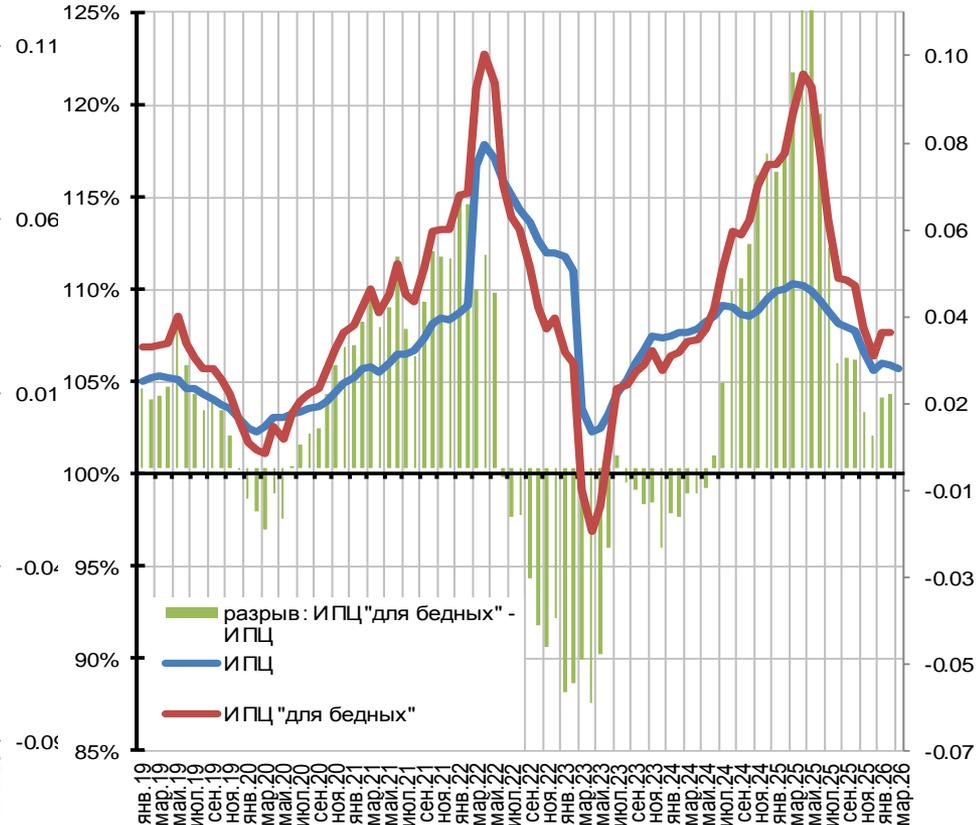
Потребление населения по состоянию на январь, заметно «подсело» – причём, спад выходит за пределы «маятниковых колебаний и даже превосходит масштабы роста за несколько последних месяцев сразу (II кв.: +0.5%, III кв.: +0.2%, IV кв.: +0.5% в среднем за месяц, январь: -1.9%, сезонность устранена). Основная проблема сосредоточена в сокращении продаж непродовольственных товаров, где, из-за эффекта «переноса покупок» с января на декабрь, наметилось также удорожание по ряду товарных групп (III кв.: +0.4%, IV кв.: +0.7% в среднем за месяц, январь: -3.5%, сезонность устранена). Кроме того, наблюдалось и небольшое «проседание» потребления услуг.

Инфляция «по корзине потребления малообеспеченных»¹

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



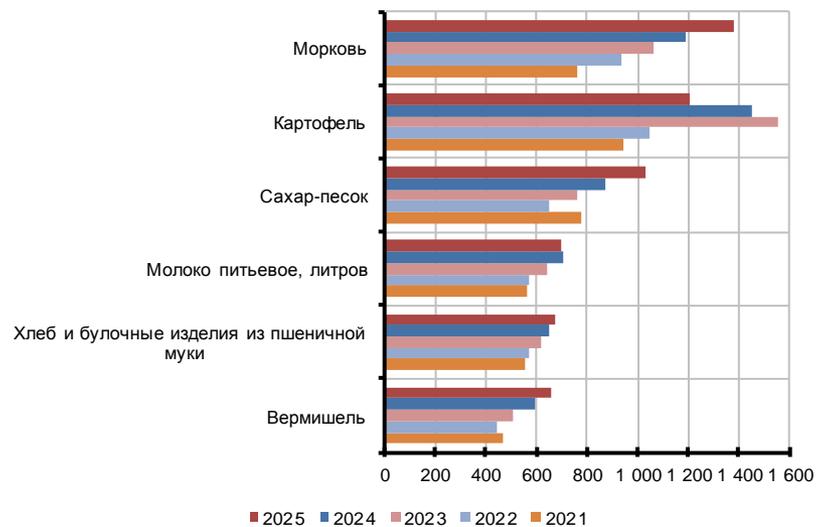
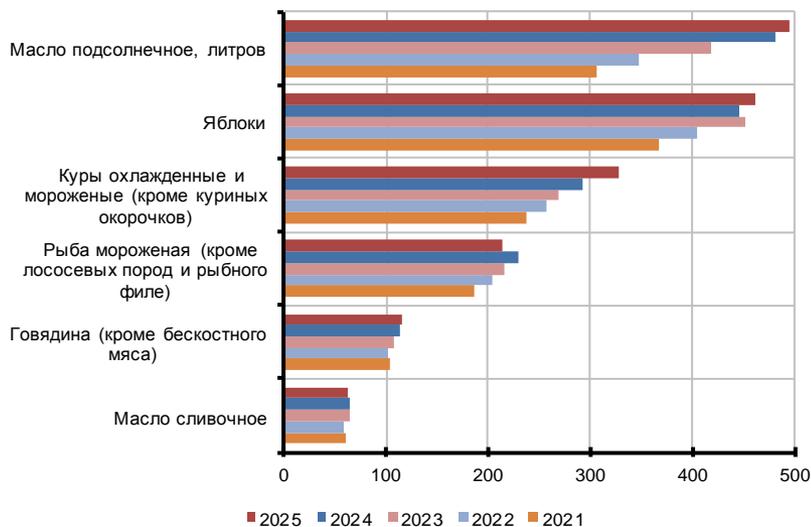
Индекс потребительских цен
(% к соотв. месяцу предшествующего года)



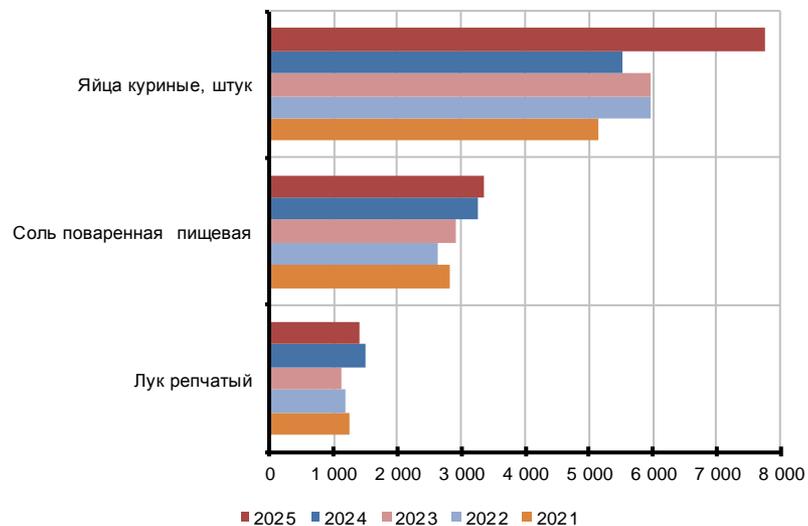
Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции (по состоянию на февраль) несколько ухудшился из-за сезонного роста цен на ряд видов продовольствия (прежде всего – плодоовощной продукции). По данным на январь, реальный размер пенсий (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, снова стал немного отставать от показателя 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)¹



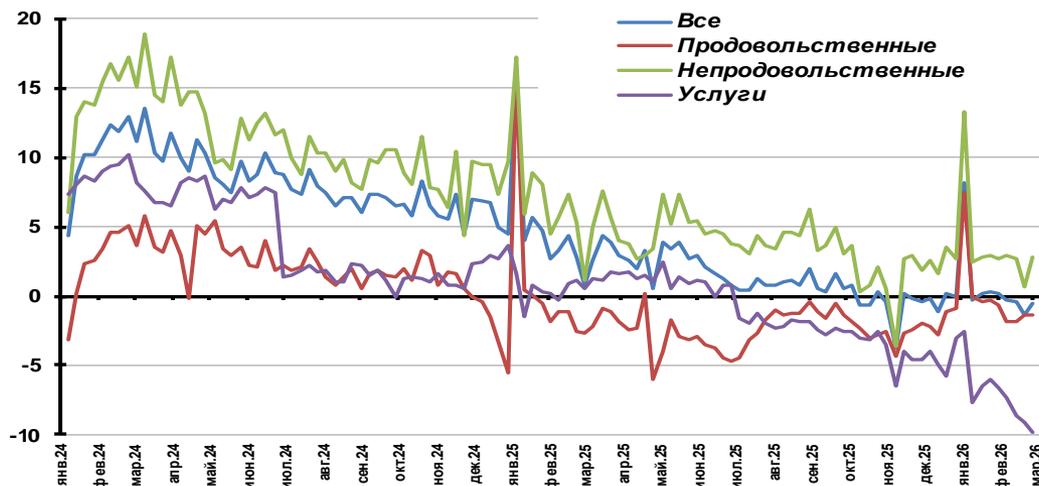
Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия по состоянию на конец 2025 г., в целом, по данным за «скользящий год» улучшилась – причем почти фронтально. Исключениями остаются товары-лидеры сезонного удорожания: картофель, лук, рыба, сливочное масло.



¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

Основные направления потребительских расходов^{1,2}

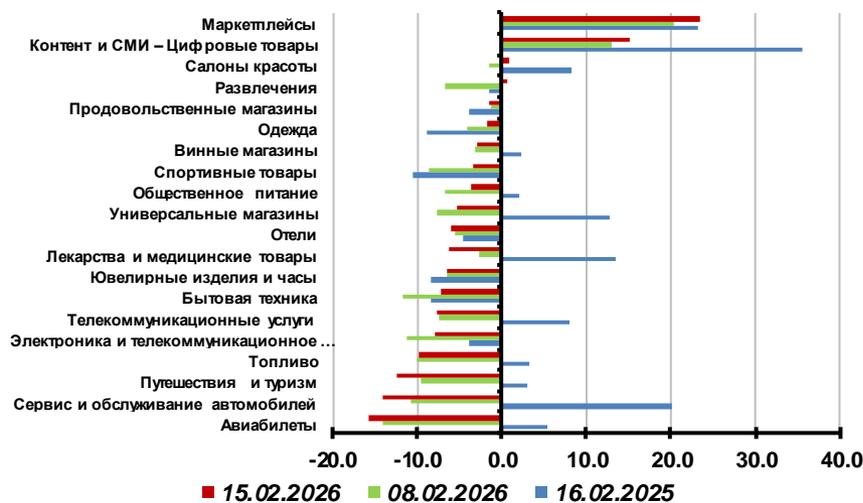
Изменение расходов физических лиц на товары и услуги (% к соотв. периоду прошлого года, в реальном выражении)



В части *потребительского поведения* по состоянию на март, можно отметить общую стабилизацию потребительского спроса при очень сильном падении на спрос на услуги (как минимум, фактором должен был стать «обвал» в категории турпоездок в Израиль, ОАЭ и, возможно, сжатие – в Турцию).

В *структуре потребительских расходов* по состоянию на середину февраля (практически на пике «маятникового эффекта» в товарообороте) сжатие, по сравнению с прошлым годом, имеет практически фронтальный характер – за характерным исключением продаж на маркетплейсах и продаж цифровых товаров и контента.

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

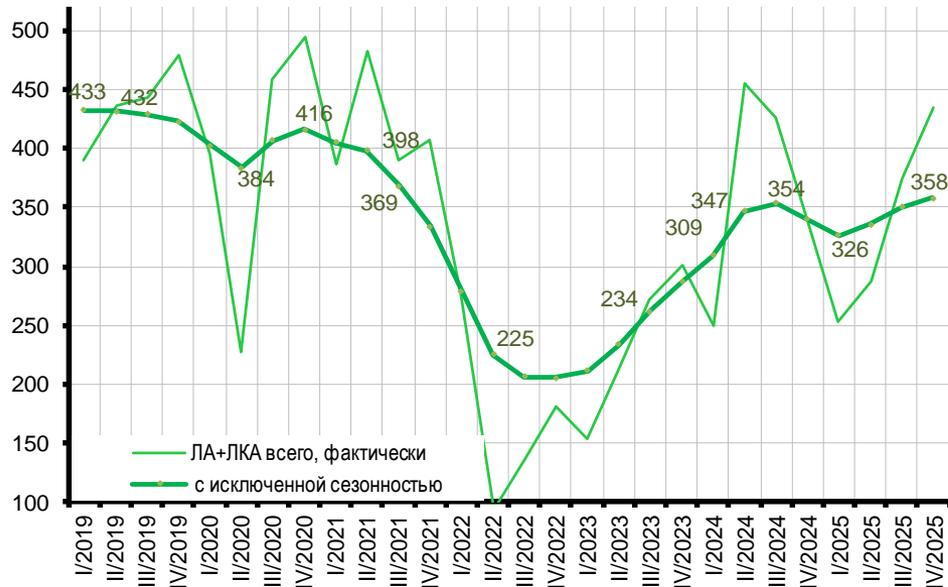


¹ По данным еженедельного исследования Сбера «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»). Возможное противоречие с данными Росстата связано с отсутствием снятия сезонности в случае данных Сбера и неучётом наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли, а также со спецификой представления данных Сбером за скользящий год.

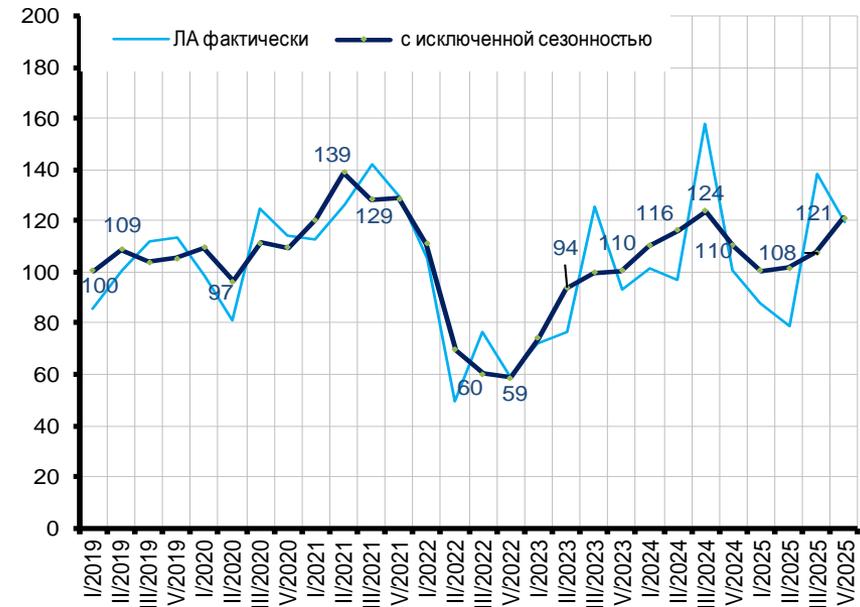
² Данные с октября 2023 г. по настоящее время несопоставимы с данными за период с января 2020 г. по сентябрь 2023 г. вследствие изменения в июле 2025 г. Сбером классификации потребительских расходов и представления данных за период с октября 2023 г. в соответствии с изменениями.

Продажи новых автомобилей¹

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



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



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.

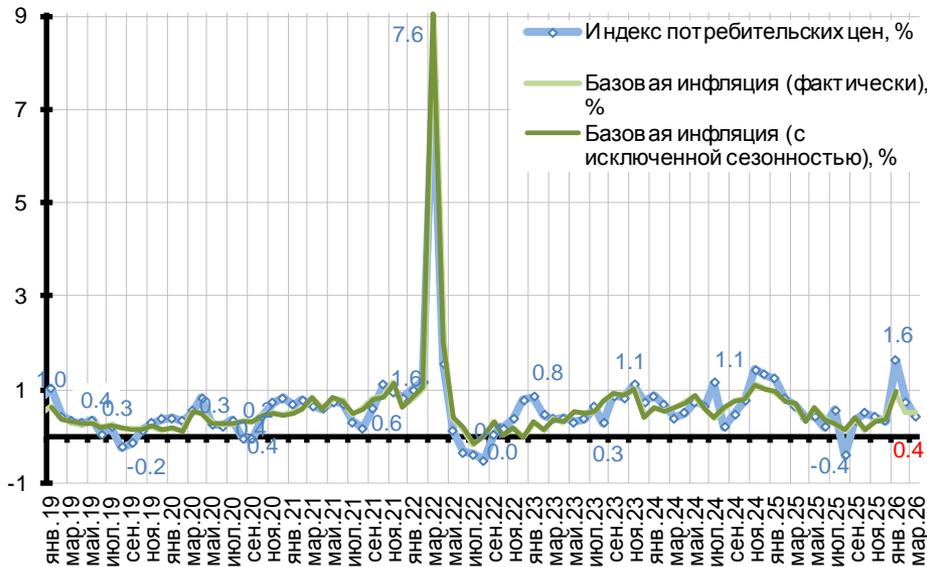
С другой стороны, стоимостные объёмы продаж (в постоянных ценах, сезонность устранена) продолжают снижаться. Такая противоречивая картина – сочетание роста количества проданных машин со снижением продаж в сопоставимых ценах – скорее всего объясняется сильными структурными сдвигами в продажах в пользу дешёвых моделей, что не учитывается при построении индекса «в сопоставимых ценах» (с введением «нового утильсбора» этот сдвиг, вероятно, лишь усилится).

Источник данных: исходные ежемесячные (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. объем 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. В январе-феврале 2026 г. по оценке АО «ППК» продано 0.15 млн. автомобилей, сокращение на 11% к январю-февралю 2025 г.

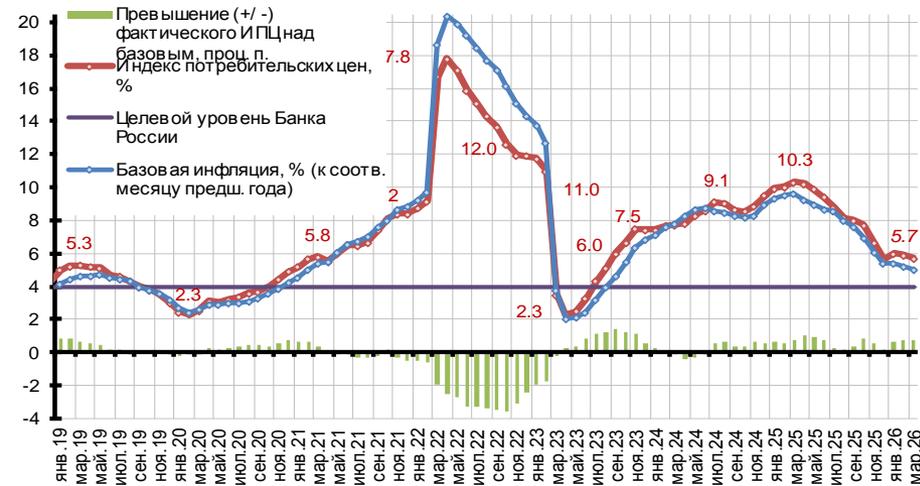
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

Инфляция на потребительском рынке

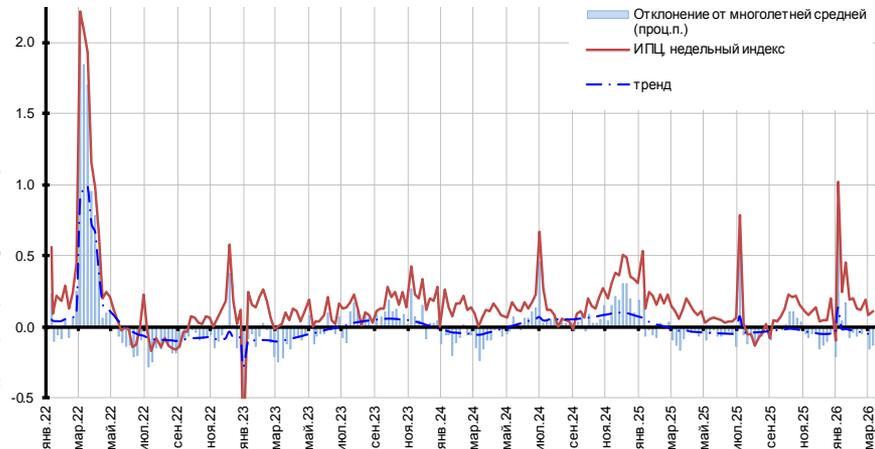
Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)



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



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

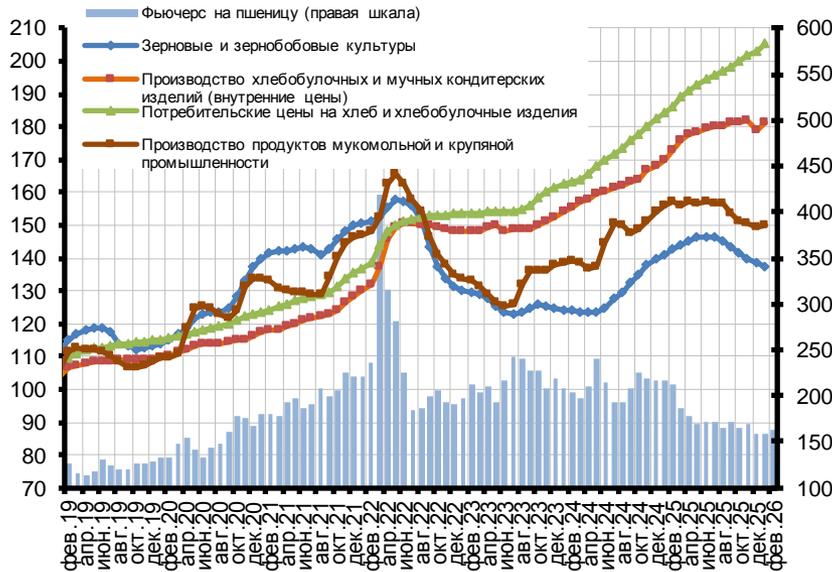


Инфляция продолжает, в целом, снижаться – хотя и медленнее, чем в феврале. По данным на 16 марта её годовой уровень оценивается в 5.7%. Помимо очевидных факторов: постепенного завершения «переноса НДС в цены», крепкого рубля и наметившегося на рынках непродовольственных товаров кризиса спроса, в настоящее время «против инфляции» работают и чисто ситуационные факторы – стремительное удешевление огурцов, падение тарифов на поездки в ОАЭ и др.

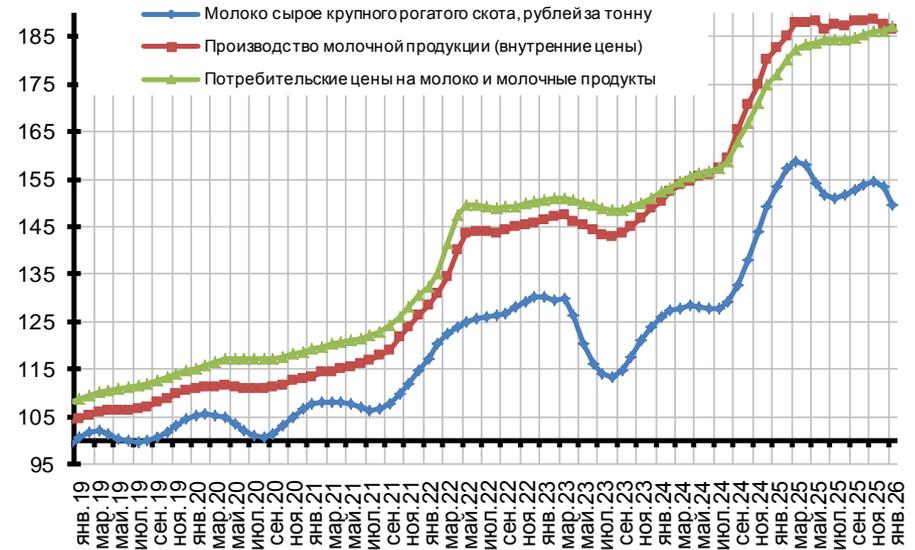
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

Цены на хлеб



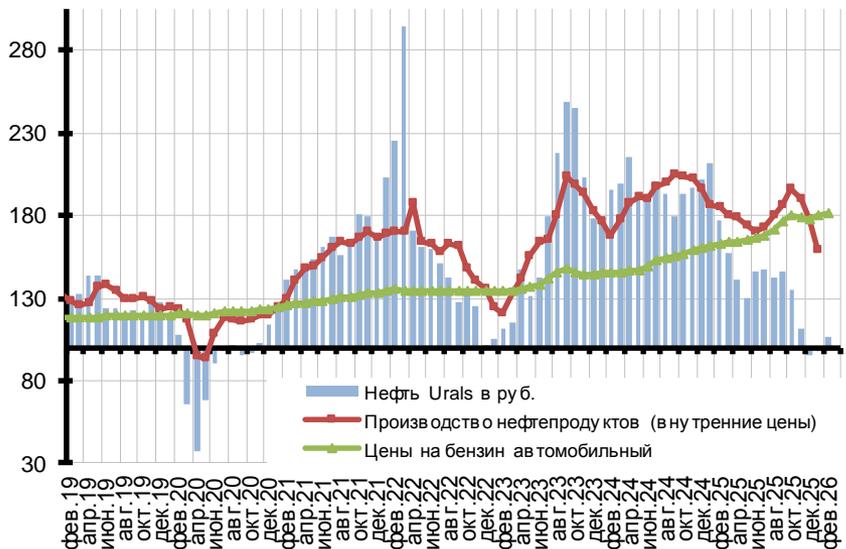
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

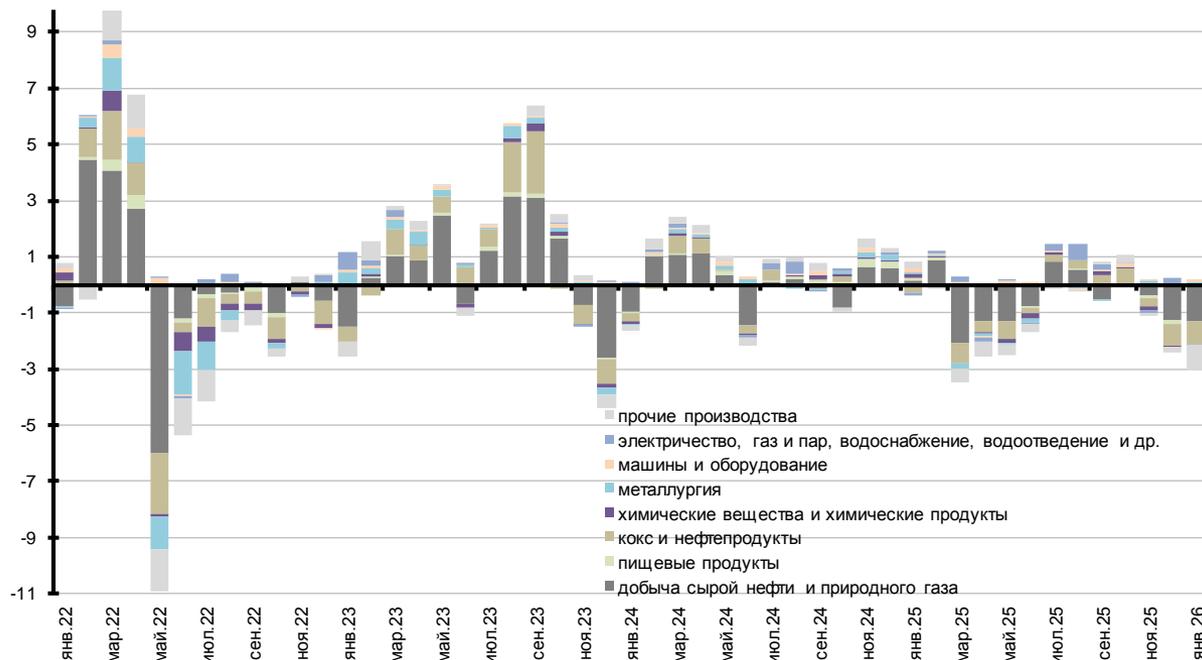


Цены на топливо

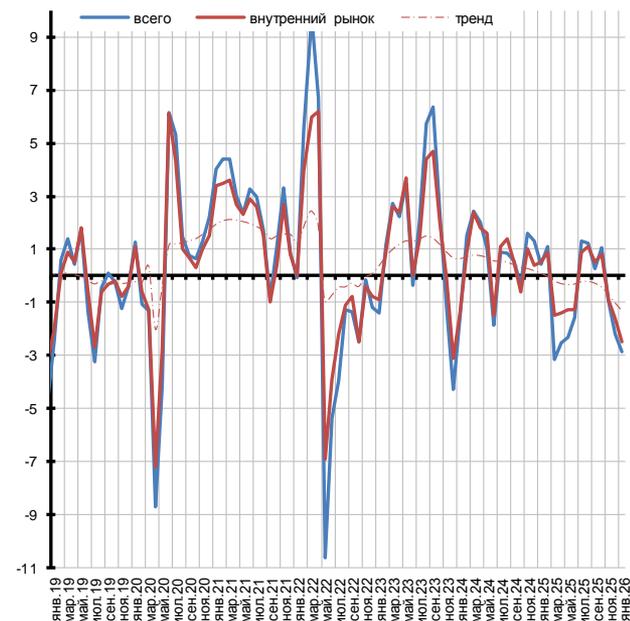


Структура цен производителей в промышленности

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 (%)

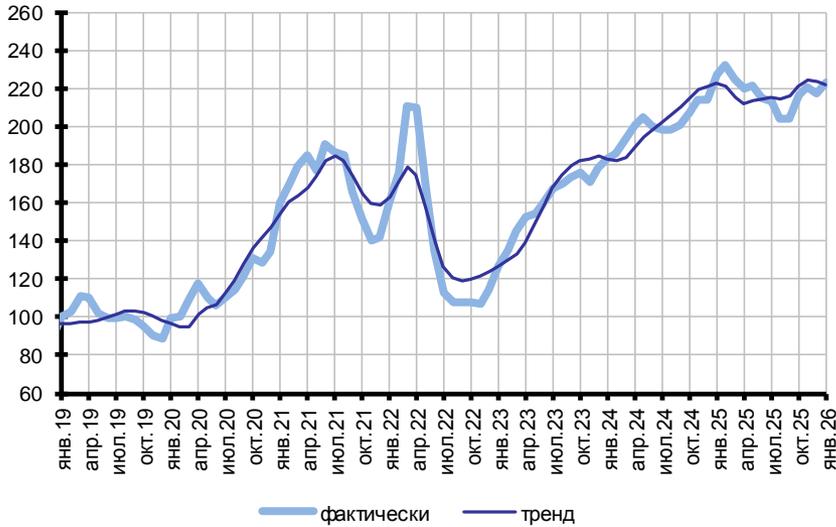


На рынках промышленной продукции по состоянию на февраль продолжается практически фронтальное снижение цен по всем основным секторам. Поскольку ценовая ситуация на внутренних промышленных рынках столь же сложная, как и при поставках на экспорт, основная причина – внутренний кризис сбыта, а аспекты, связанные с укреплением рубля, дисконта на рынках с монополией («монополией покупателя») лишь утяжеляют внутренние проблемы.

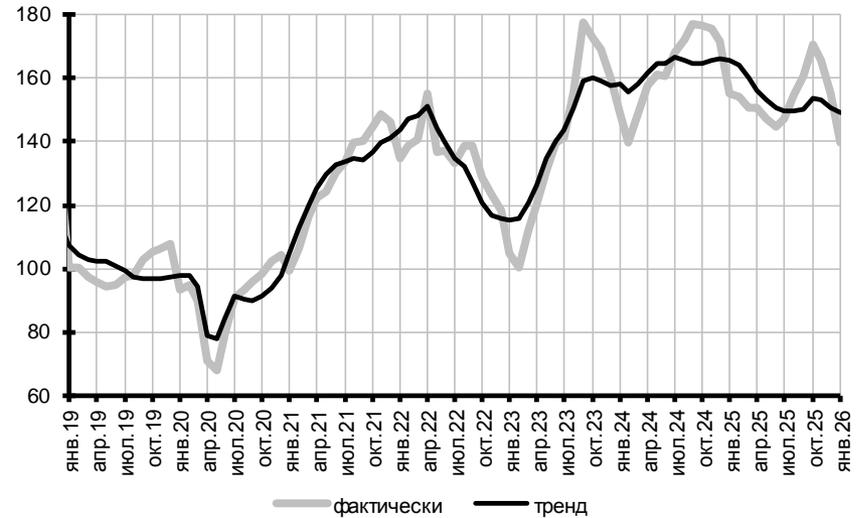
Удастся ли отсечь от потребителей на внутреннем рынке эффект от скачка мировых цен на нефть (ряд инструментов для этого создан в последние пять лет) покажет самое ближайшее время.

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

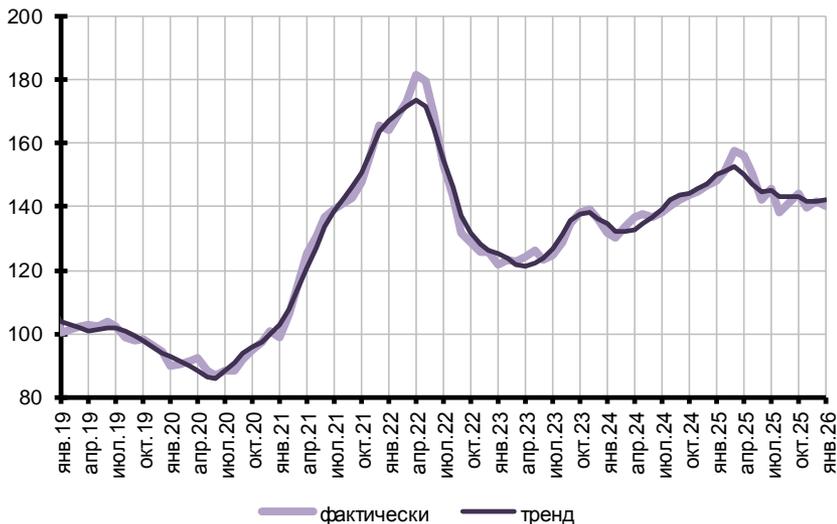
Добыча металлических руд



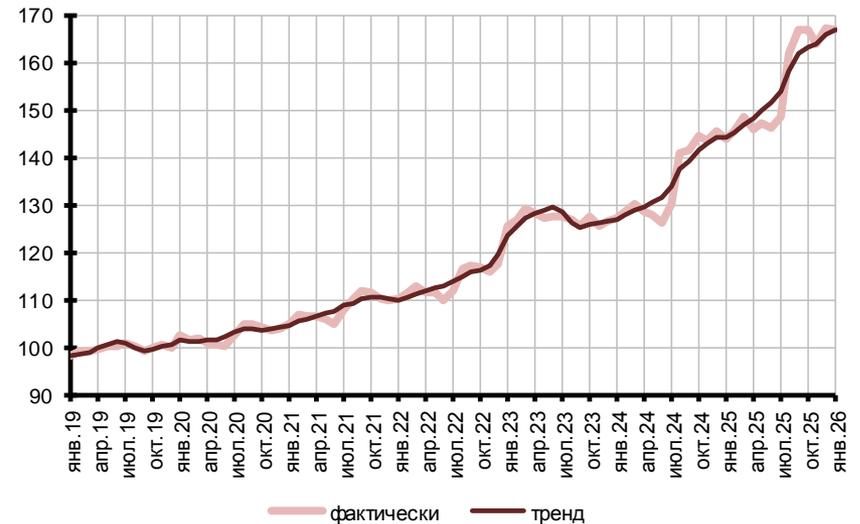
Производство нефтепродуктов



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

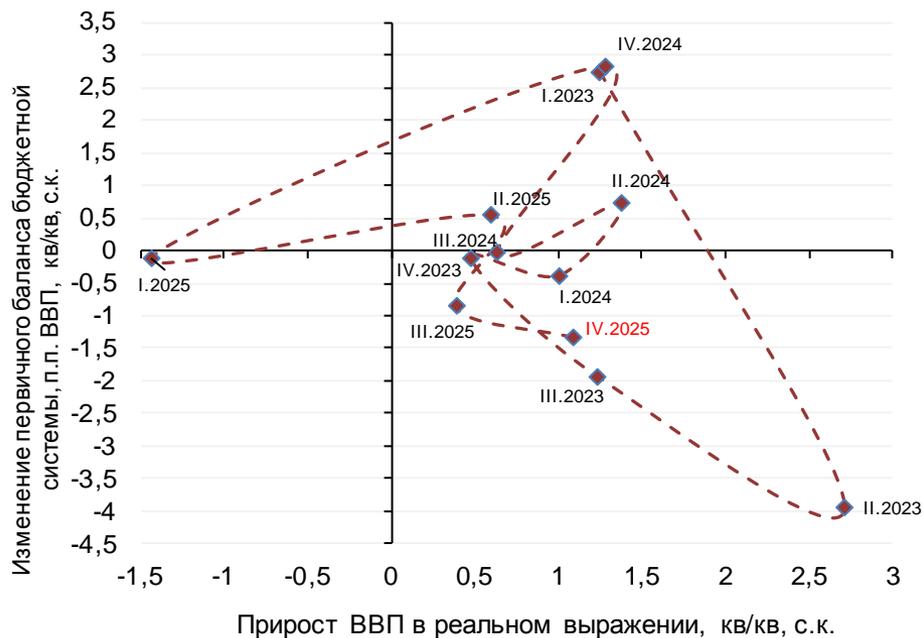
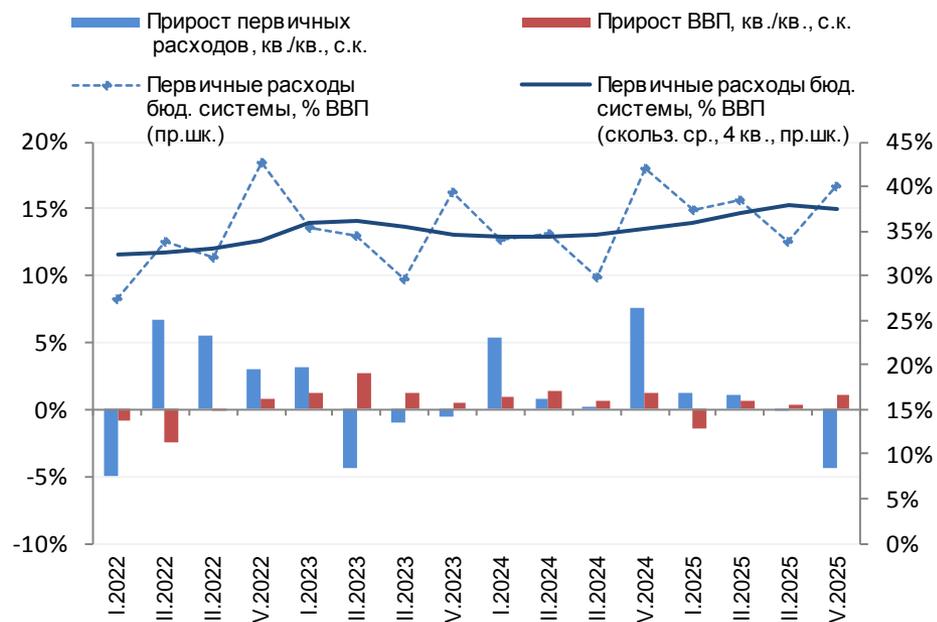


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



Бюджетная система как фактор роста

В IV кв. 2025 г. темп 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. 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 продолжения 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 ожидается продолжения затухания бюджетного импульса в течение года. Запланированная консолидация, хотя и необходима для повышения устойчивости бюджета, может стать фактором, дополнительно сдерживающим рост экономики. Это требует взвешенного подхода к корректировке бюджетной политики, балансирующего между поддержкой роста и бюджетной устойчивостью.

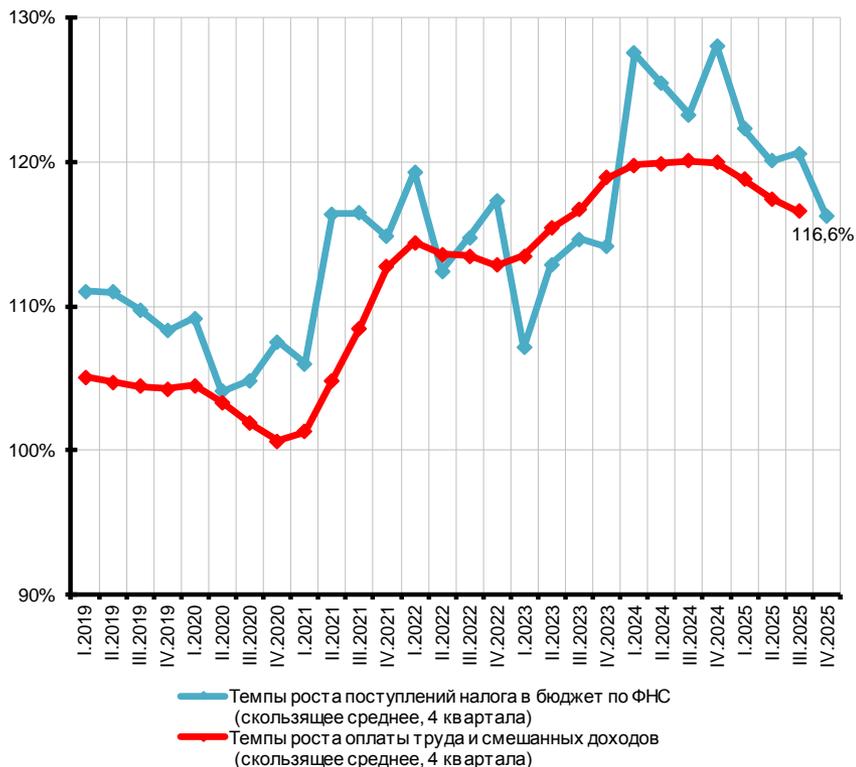
Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Соответственно, положительный бюджетный импульс определяется снижением разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной системы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

Структура доходов бюджетной системы

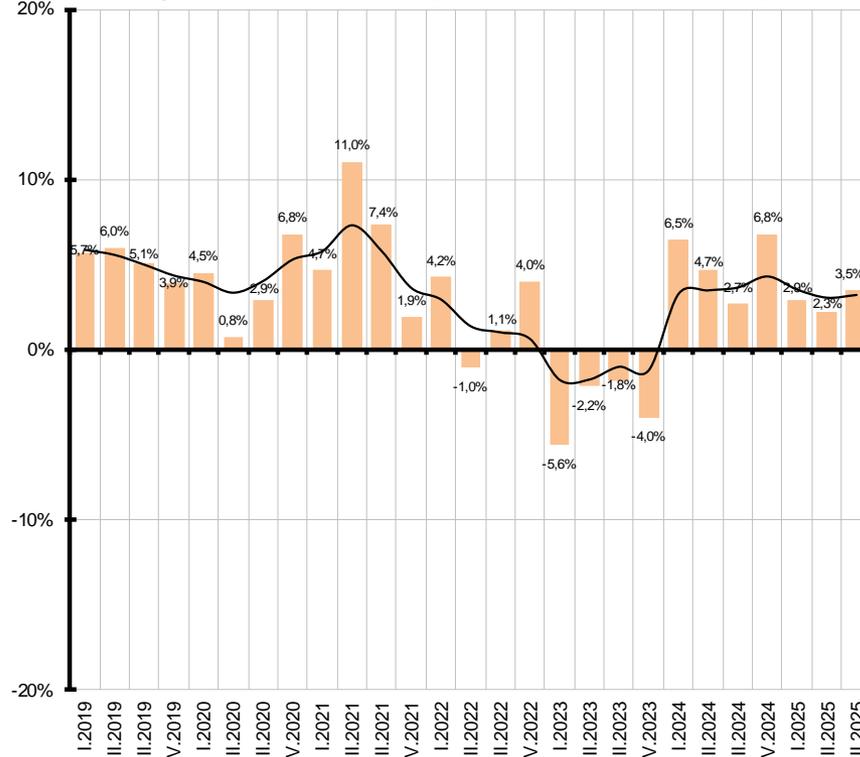
Мпрд руб.	12 мес. 2025			12 мес. 2024			Среднее (12 мес. 2019-2025 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	75 574	6,5%	100,0%	70 941	20,1%	100,0%	11,8%	100,0%
Нефтегазовые доходы в том числе	8 477	-23,8%	11,2%	11 131	26,2%	15,7%	8,3%	17,3%
Нефть и нефтепродукты	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 был 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



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



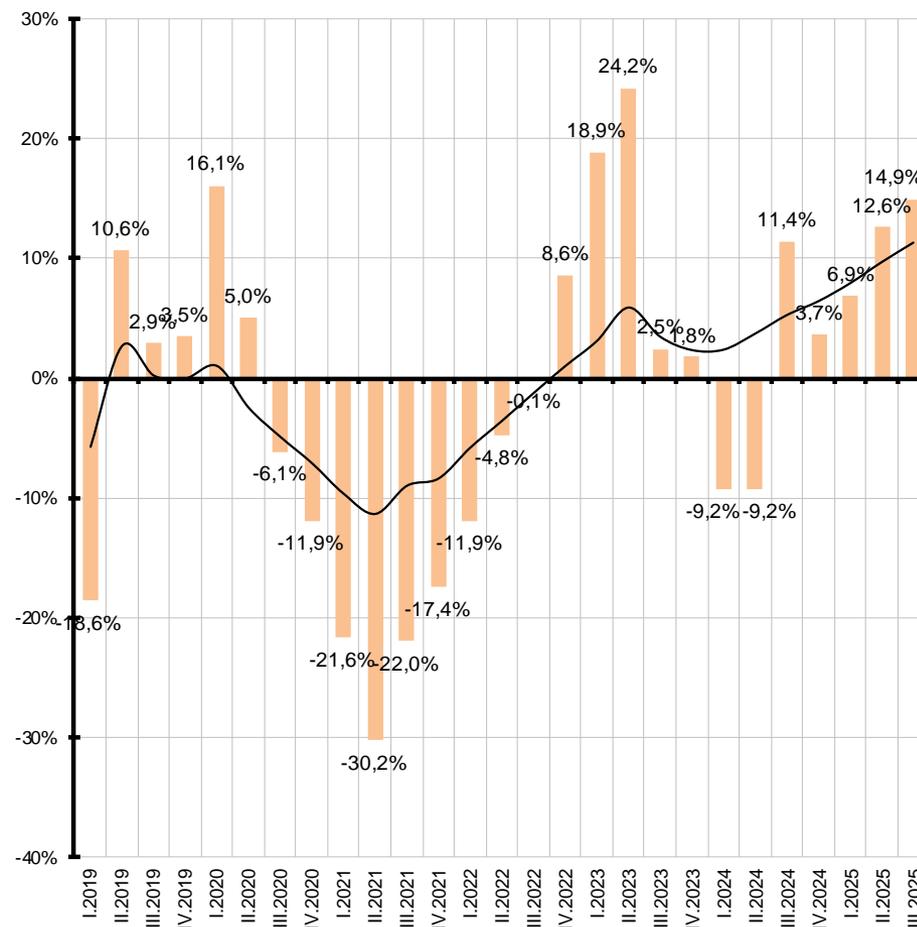
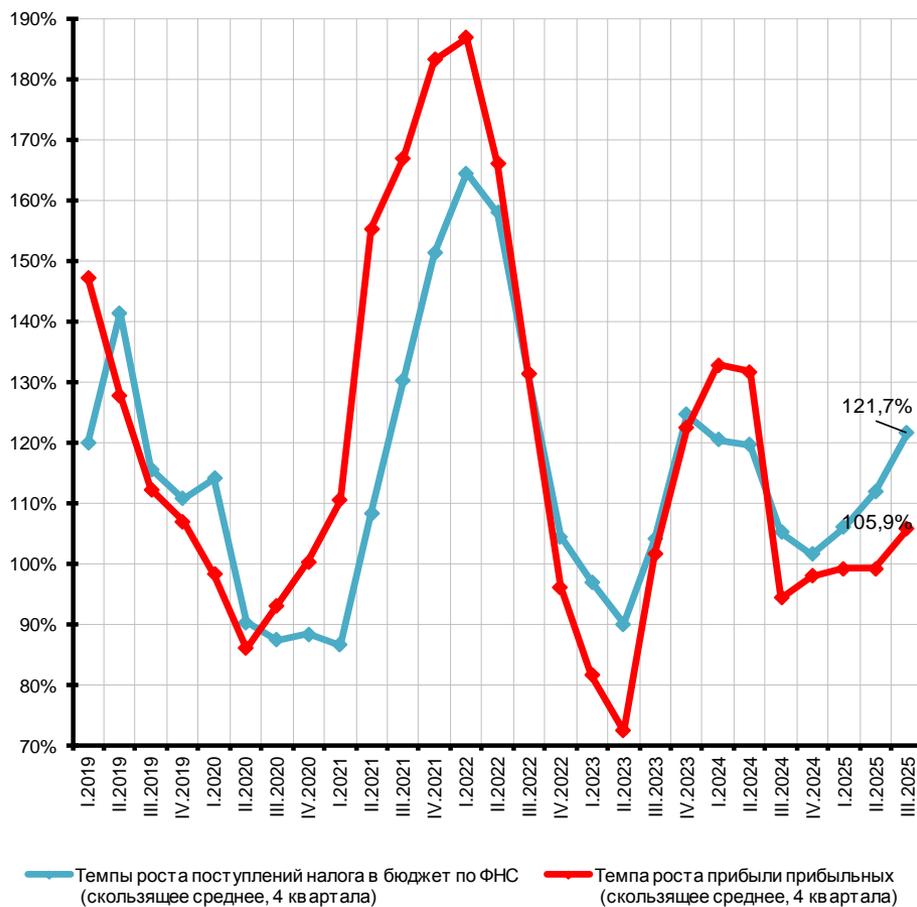
Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)».

В 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. произошло снижение темпов роста налоговых поступлений до 116.6% (несмотря на выплаты налога с доходов, полученных от вкладов в банках). Предварительно, это должно свидетельствовать о произошедшем в конце года существенном замедлении динамики налоговой базы, о чём достоверно можно будет сказать при получении дополнительной статистической информации.

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

Налог на прибыль

Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)

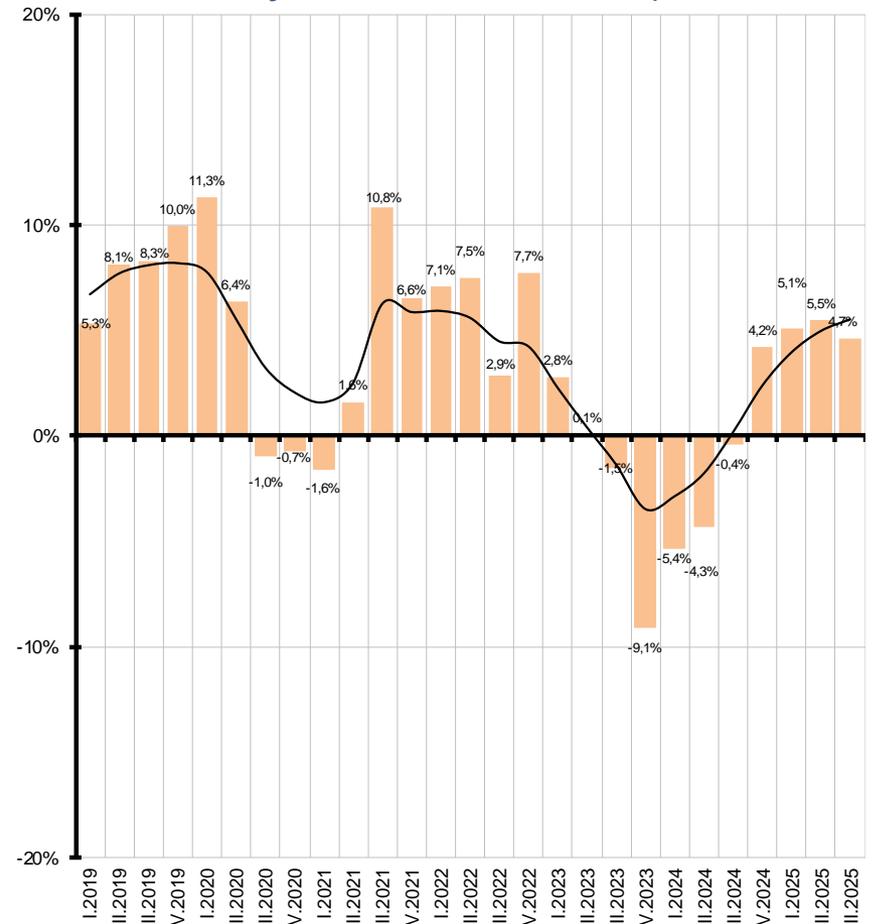
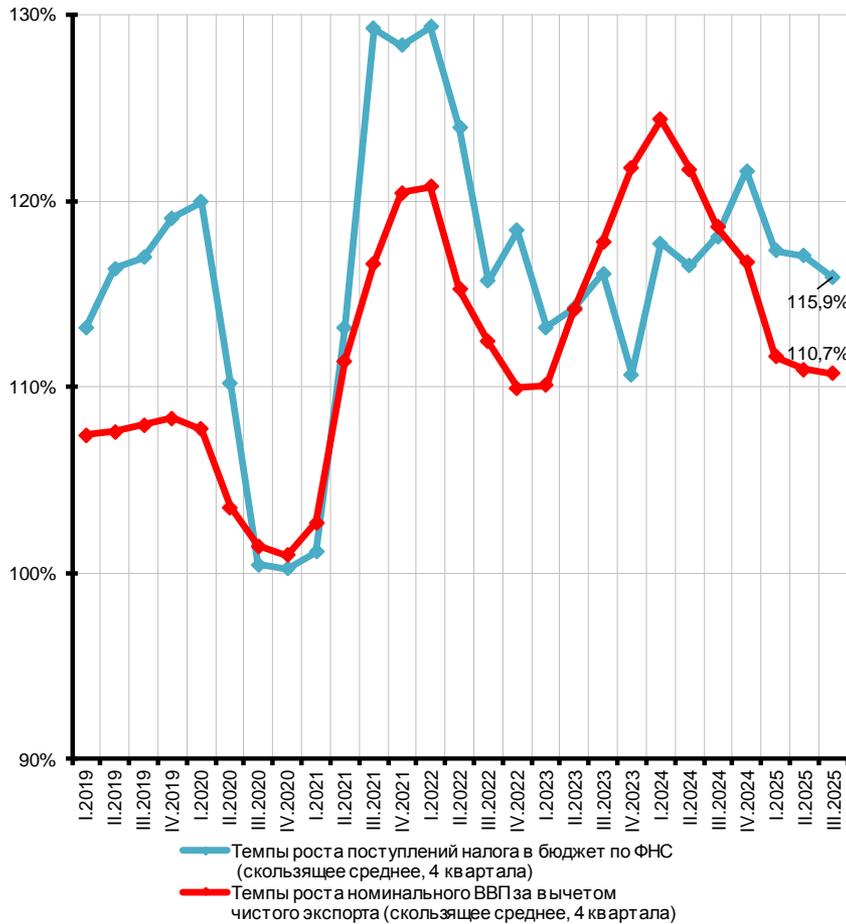


В III квартале. 2025 г., при всех наблюдающихся проблемах, всё же фиксируются в целом, положительные темпы роста прибыли прибыльных организаций (по тренду, скользящего среднего за год). На этом фоне наблюдается прирост поступлений *налога на прибыль*, превышающий прирост налоговой базы в силу изменения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

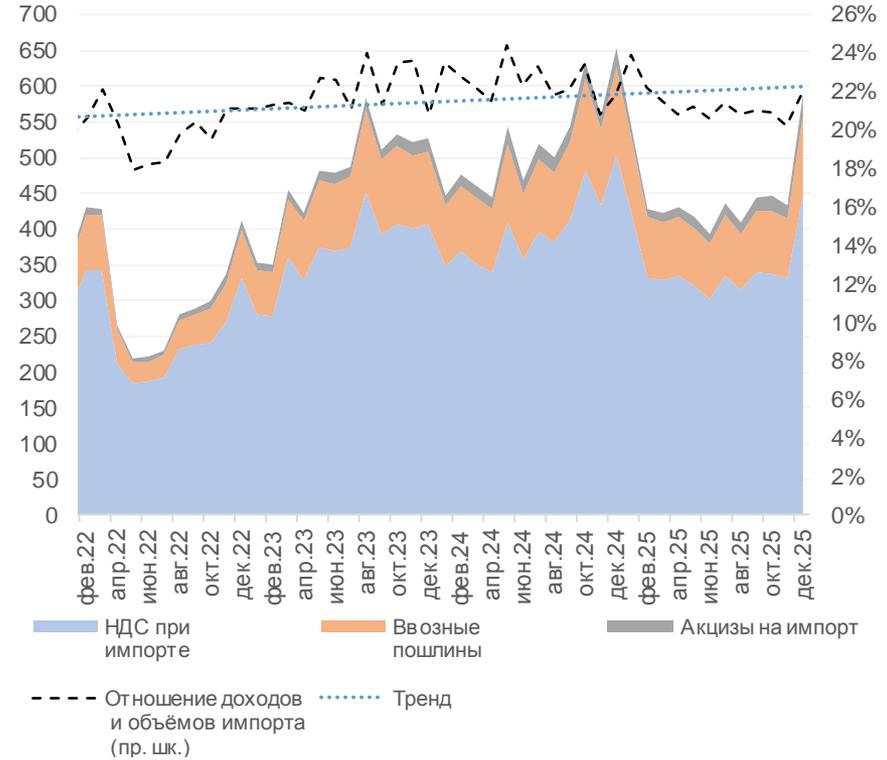
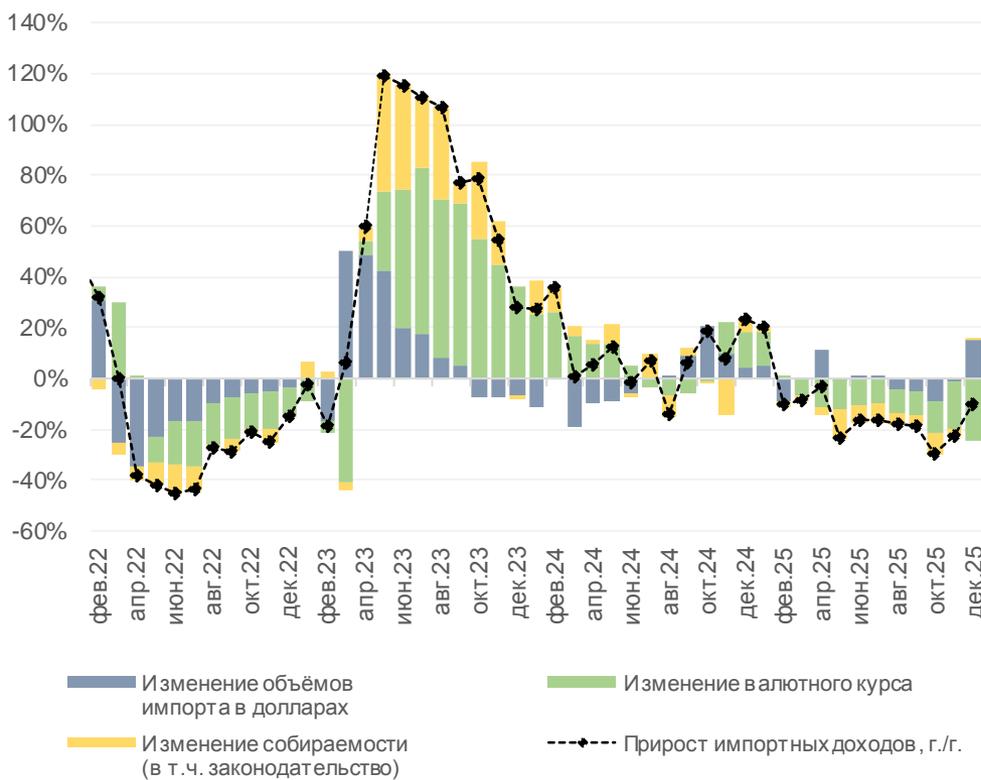


По итогам III кв. 2025 г. динамика поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России, соответствует динамике показателя квази-налоговой базы – ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта (оценка ЦМАКП за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

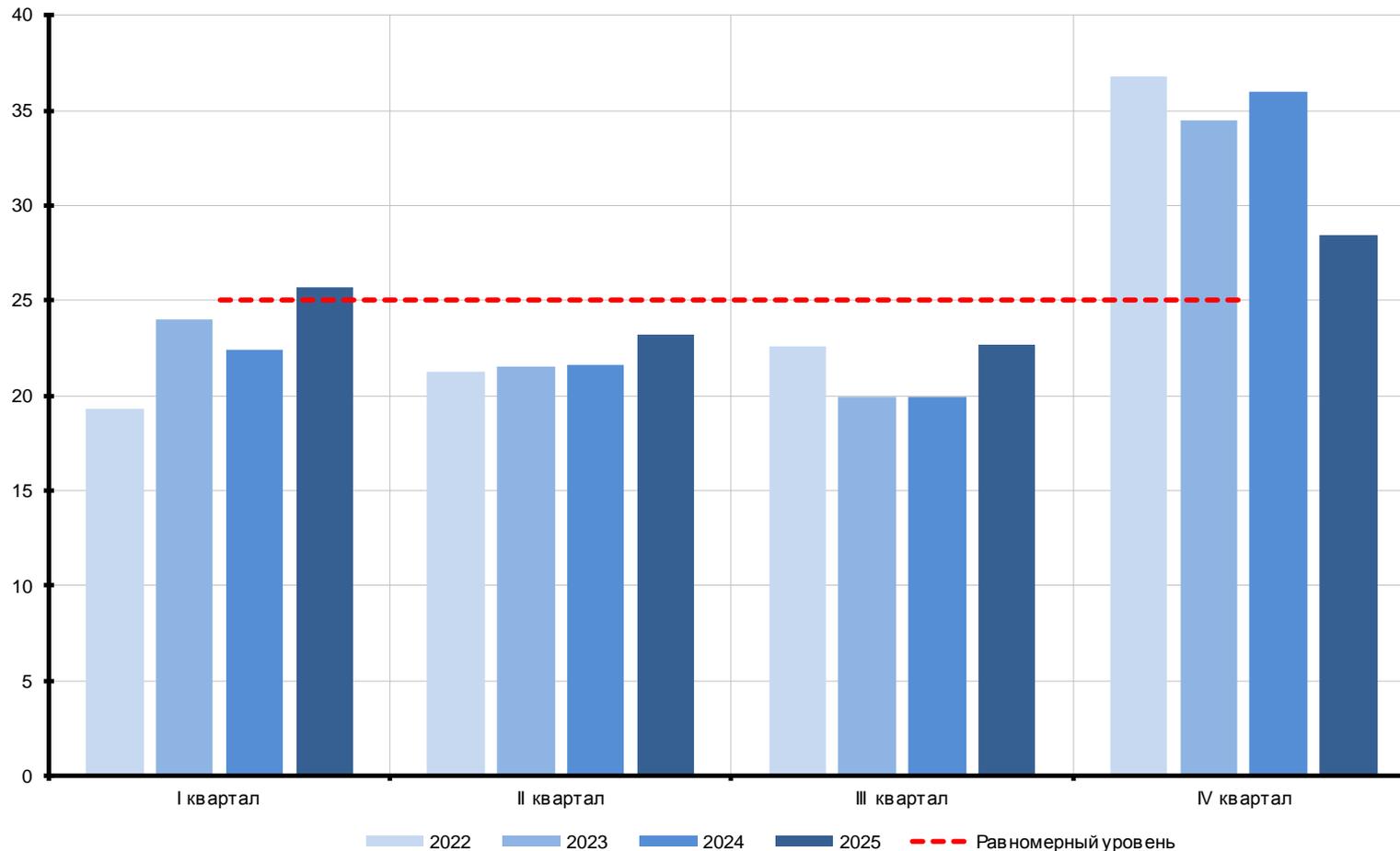
Бюджетные доходы от импорта



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%).

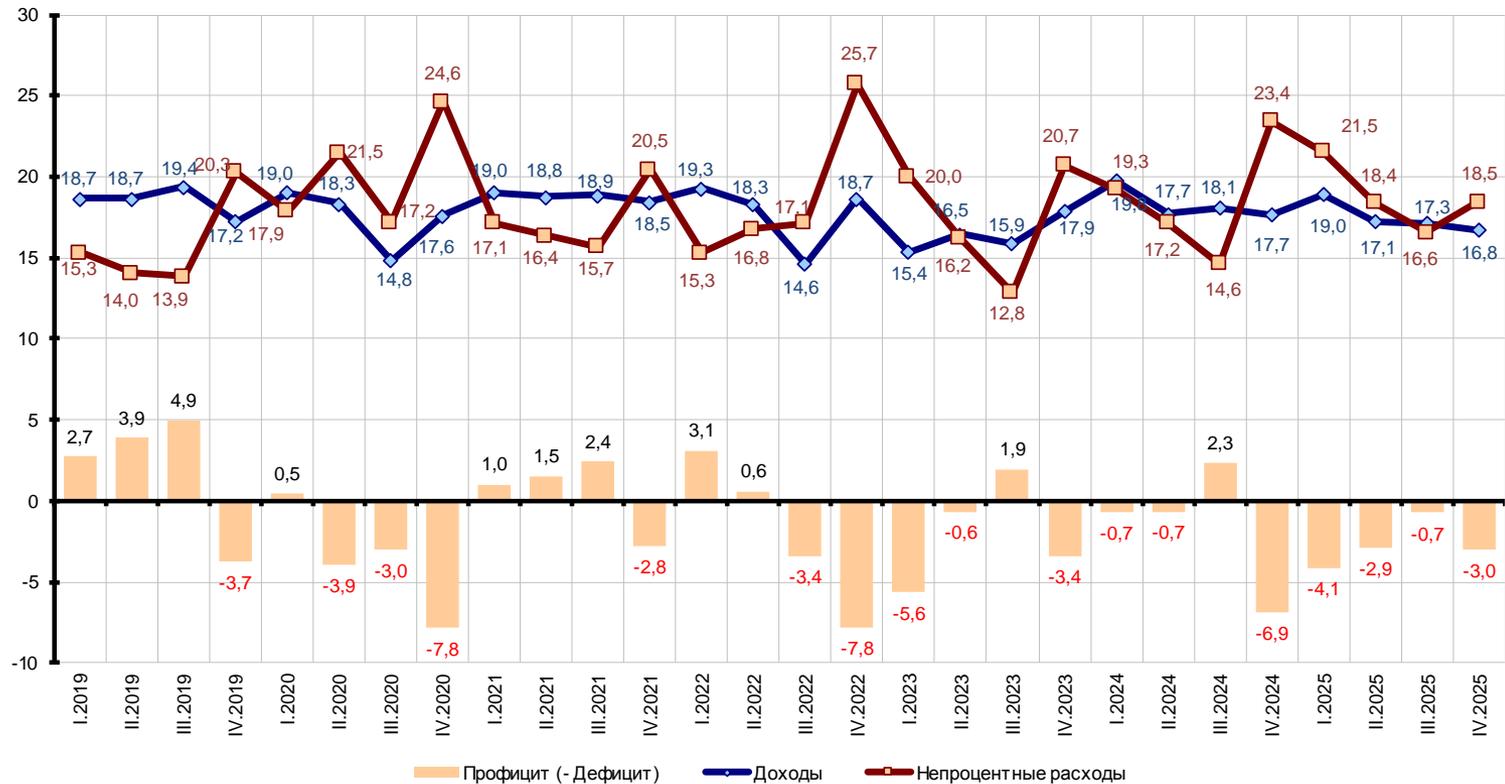
В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать изменение объёма импорта в долларах, курс рубля, а также изменение собираемости, включая изменения в законодательстве. Несущественный прирост объёма импорта в долларовом выражении (+0.4%) был нивелирован значительным 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.

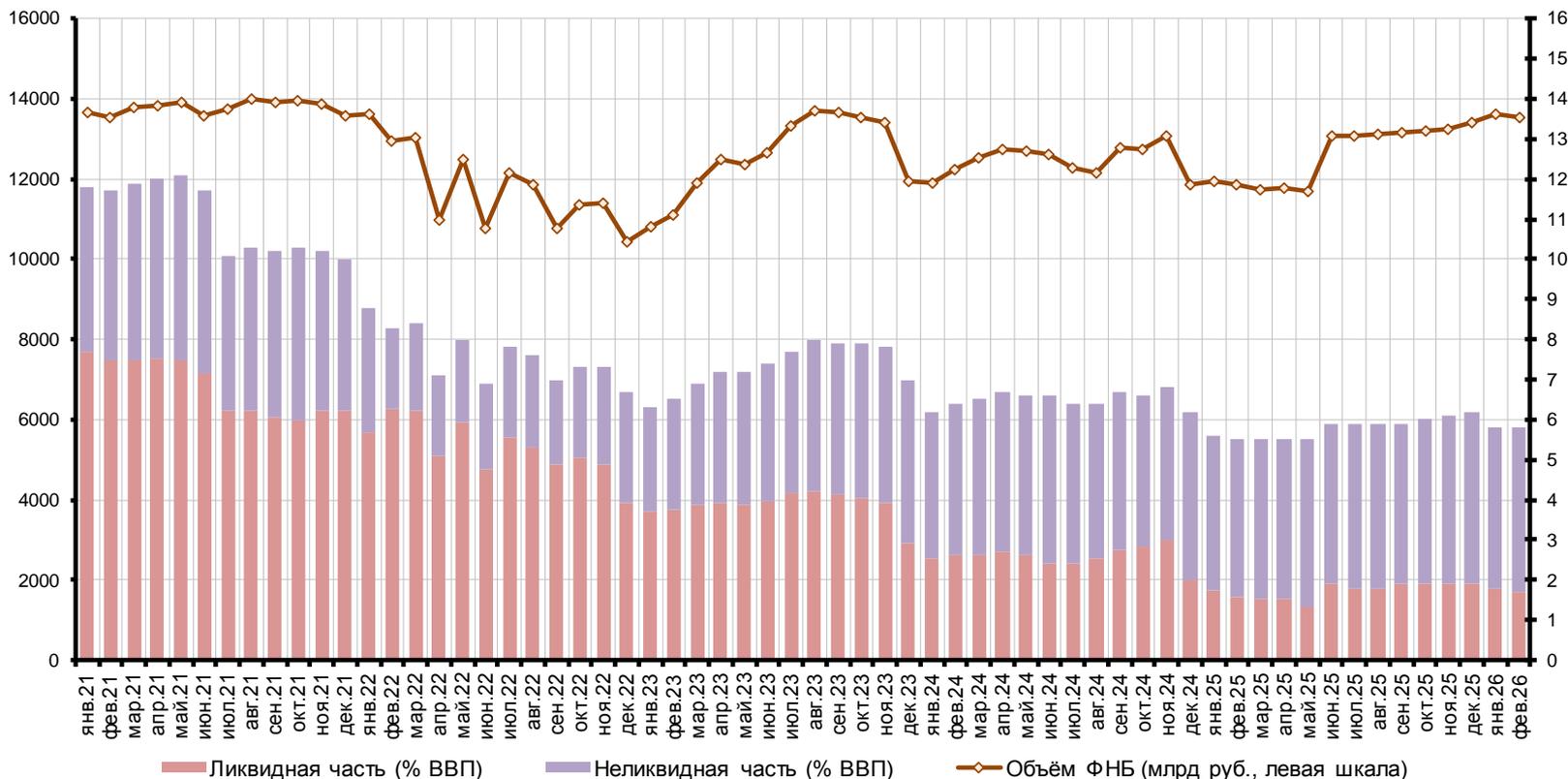
Федеральный бюджет



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, составит 1.7% квартального ВВП.

* - оценка ЦМАКП

Фонд национального благосостояния



На начало марта 2026 г. *объём ФНБ* составил 5.8% ВВП или 13.55 трлн руб., снизившись на 90.5 млрд руб. относительно начала февраля. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 4.01 трлн руб. или 1.7% ВВП. Ликвидная часть снизилась на 221.5 млрд руб. преимущественно в результате продажи 13.2 млрд китайских юаней и 7.9 т золота. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 188.1 млрд юаней, 147.2 т золота и 1.3 млрд руб. По итогам января объём неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 9.54 трлн руб. или 4.1% ВВП, увеличившись на 131 млрд руб. за счёт роста стоимости акций ПАО «Сбербанк» (+98.4 млрд руб.), ПАО «ВТБ» (+10.7 млрд руб.) и размещения ликвидных средств в разрешенные финансовые активы. В январе средства Фонда, полученные в результате реализации золота, юаней, частичного погашения ранее приобретённых облигаций и возвращения с банковских депозитов, в целях финансирования инфраструктурных проектов были размещены на депозите в ВЭБ.РФ (0.52 млрд руб.), а также направлены на финансирование дефицита федерального бюджета, образовавшегося в результате недополучения нефтегазовых доходов (244.4 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.