



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА  
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

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

# **Анализ макроэкономических тенденций**

***Обновляется ежемесячно***

**20.03.2026**

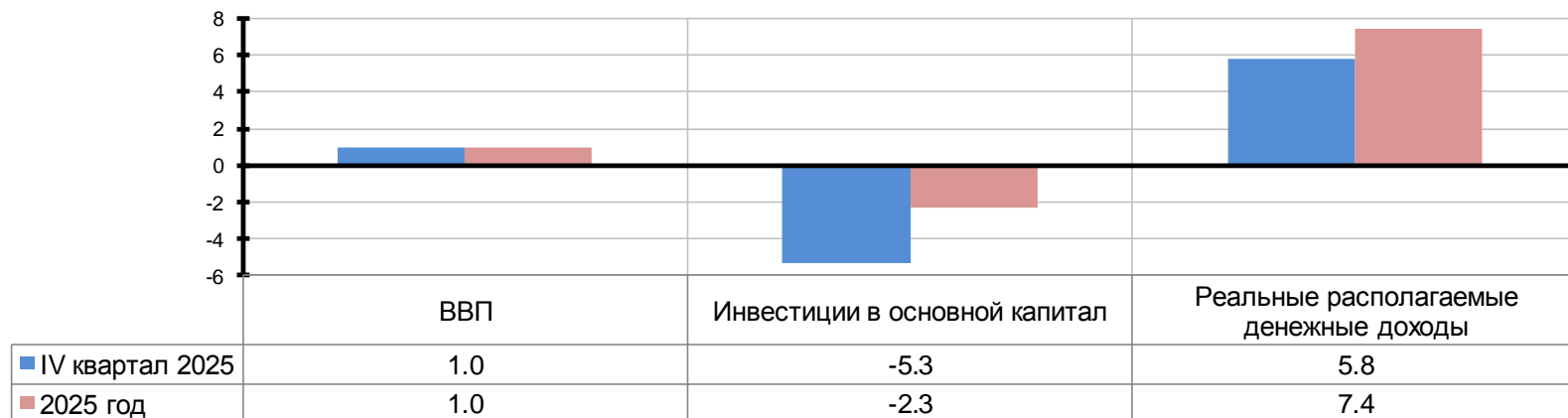
# Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** свидетельствуют о закреплении негативных тенденций, возникших в самом начале года. Их усиления, к счастью, не произошло, но и сколько-нибудь значимого «отскока», к сожалению, тоже. Каков будет эффект для России от драматических событий на Среднем Востоке – покажут итоги ближайших месяцев. Пока же налицо снижение инвестиций и очень слабый, не компенсировавший январского провала, подъём потребления населения. *В промышленности*, после небольшого увеличения в декабре произошла резкая коррекция вниз, а в феврале фиксируется лишь незначительное восстановительное увеличение. В целом за три месяца объем выпуска немного сократился (-0,3%).
- **Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** снова снизился – и наметившееся было повышение не стало, тем самым, разворотом тенденции. В итоге, уже год (с перерывом на один месяц) PMI находится в зоне негативных (менее 50%) оценок, что, с неизбежностью, оказывает угнетающее воздействие на инвестиционное поведение компаний.
- **Инвестиционная активность** (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ) в начале года, по данным на февраль, похоже, вновь начала снижаться – после быстрого падения, продолжавшегося со второй половины 2024 г., и некоторой стабилизации в конце прошлого года. Отчасти это снижение имеет, вероятно, конъюнктурный характер и обусловлено необычно холодной и снежной погодой на европейской части России. Однако, даже без учёта снижения в начале года, текущую интенсивность инвестактивности следует оценивать как очень низкую. Предложение инвестиционных товаров в конце прошлого года составляло 86.4% от среднемесячного уровня середины 2024 г., в феврале – 84.2%. Одна из основных причин инвестиционного провала – длительная сверхжесткая денежно-кредитная политика. В *строительстве* в феврале тенденция спада лишь закрепились (III кв. – -0.4% в среднем за месяц, IV кв.: 1.0%, январь: -5.5%, февраль: -1.1%, сезонность устранена). Строительная сфера, оказавшаяся в фокусе действия негативных факторов (ужесточение условий по ипотеке, политика высоких процентных ставок, бюджетная консолидация) становится зоной острого кризиса, причём, с учётом строительного цикла, вероятно, на довольно длительный период – на два-три года.
- **На рынке труда** ситуация, в целом, не изменилась. *Уровень безработицы*, медленно снижаясь (сезонность устранена), обновил исторические минимумы. *Спрос на труд* (с устранением действия сезонного фактора) стабилизировался после подскока в январе (впрочем, здесь тенденция, скорее всего, «развернется»). *Индикатор перегрева* на рынке труда по-прежнему быстро снижается – число вакансий в расчёте на одного незанятого устойчиво сокращается. Несмотря на исторически рекордно низкие уровни безработицы, по состоянию на конец 2025 г., увеличивается *численность работников, находящихся в уязвимом положении на рынке труда*: занятых неполное время по тем или иным причинам. Снижение уровня фактической загрузки рабочей силы происходит параллельно со снижением загрузки производственных мощностей и является отражением нарастающего кризиса спроса. Хотя количественная оценка численности занятых, находящихся в «нестандартных» рабочих режимах (неполная занятость, вынужденные отпуска и др.) не очень реальна, обращает на себя внимание устойчивый рост этих категорий граждан со второго полугодия 2024 г.
- В сфере **импорта товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) укрепилась среднесрочная тенденция к расширению – довольно естественная в условиях укрепления рубля. Насколько эта тенденция (очевидно, в основном относящаяся к «возвращению на рынки» потребительских товаров) будет устойчива в условиях негативных тенденций на рынках и очевидных проблем с логистикой с южного направления – покажут ближайшие месяцы.

## Макроэкономика. Главное - 2

- **Средняя цена на нефть марки Urals** в марте 2026 г. взлетела до 77.0 долл./барр. после 44.6 долл./барр. в феврале. С 28 февраля, с началом военной операции США и Израиля против Ирана, мировые цены на нефть начали расти из-за опасений нехватки предложения. Союзники ударили по иранскому нефтяному месторождению Южный Парс. В ответ Иран стал наносить ракетные удары по американским и израильским военным и энергетическим объектам, расположенным в странах Ближнего Востока (ОАЭ, Катар, Саудовской Аравии и др.), а также перекрыл важный логистический маршрут через Ормузский пролив. Значительно выросла стоимость фрахта. Для стабилизации ситуации на нефтяном рынке страны G7 согласовали использование нефти из стратегических резервов. США временно сняли санкции с российской нефти, уже находящейся на танкерах в море. Тем не менее, к концу марта цены на нефть марки Brent превышали 118 долл./барр.
- 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%. В результате, к концу марта 2026 г. уровень реальной ключевой ставки (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) опустился до 9.1% годовых.!
- В марте наблюдалось **ослабление рубля** как по отношению к доллару США (+3.9%), так и к евро (+1.9%). Курс *бивалютной корзины* (доллар США, евро) к рублю на 01.04.2026 составил 86.0 руб., увеличившись на 2.9% за месяц. Частично ослабление рубля по отношению к доллару США объясняется укреплением американской валюты (за март индекс DXY вырос на 2.4%). Несмотря на то, что фактический курс рубля и его фундаментально обоснованный уровень в марте двигались сонаправлено, фактическое значение курса еще существеннее отделилось от фундаментального из-за сильного влияния на него прочих факторов (помимо показателей торгового баланса). Фактический курс рубля оставался весьма переукрепленным. Ослабление рубля в марте произошло в результате снижения объема продажи валюты экспортерами при одновременном росте спроса на нее со стороны нефинансовых компаний, а также приостановки продажи иностранной валюты, осуществлявшейся Банком России в интересах Минфина (в рамках бюджетного правила).
- Притормозился рост **реальной заработной платы** Такая динамика определяется неустойчивым равновесием между усиливающимися финансовыми ограничениями для компаний, сужающими возможности по росту оплаты труда – и сохраняющимся дефицитом труда, подталкивающим рост цен. *Основные реальные денежные доходы населения* в январе увеличились быстрее заработной платы (III и IV кв.: по +0.5% в среднем за месяц, январь: +1.1%, сезонность устранена), вероятно, благодаря индексации пенсий.
- В части **потребительских настроений населения** ситуация, в целом, стабилизировалась – правда, правда, с не слишком высоким уровне оценок ситуации населением.. Эта стабилизация (с учётом общеэкономической ситуации – возможно, нестабильная) коснулась буквально всех основных компонентов оценок текущего состояния и перспектив благосостояния. Наиболее позитивный момент – «рационализация» ожиданий, тенденция на медленное снижение разрыва между ожиданиями и оценками фактического состояния. *Инфляционные ожидания* населения также чуть снизились.
- **Потребление населения** так и не «оттолкнулось» после январской глубокой коррекции (III кв.: +0.3% в среднем за месяц, IV кв.: +0.5%, январь: -2.0%, февраль: +0.3%, сезонность устранена). При этом, если в потреблении платных услуг после незначительного спада был соразмерный ему «отскок» (январь: -1.1%, февраль: +0.9%, сезонность устранена), то продажа непродовольственных товаров даже ещё чуть «подсела» после январского падения, а в продажах продовольствия, по очевидным причинам, ни глубокого кризиса, ни отскока практически не было.
- **Инфляция** стабилизировалась. По данным на 13 апреля её годовой уровень (к апрелю 2025 г.) оценивается в 5.8-5.9% - ровно столько же, каким был годовой уровень инфляции в марте. В целом, на снижение инфляции работает укрепление рубля и довольно жесткая денежно-кредитная политика. На повышение – ослабление / исчерпание ситуационных факторов, сдерживавших ранее рост цен: удешевление отдельных видов плодоовощной продукции; выход на потребительские рынки продукции, произведённой уже с новой ставкой НДС (22%); перенос (в очень ограниченных масштабах) роста цен на нефтепродукты с мировых рынков.

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



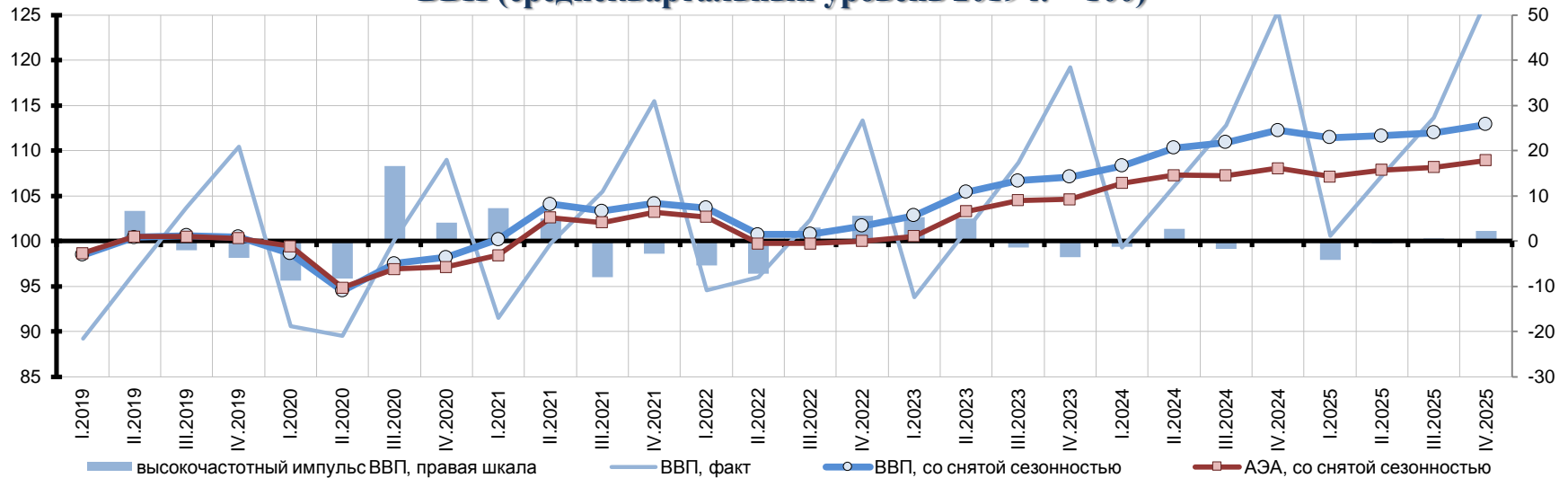
<sup>1</sup> здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

<sup>2</sup> январь 2026 г. к январю 2025 г.

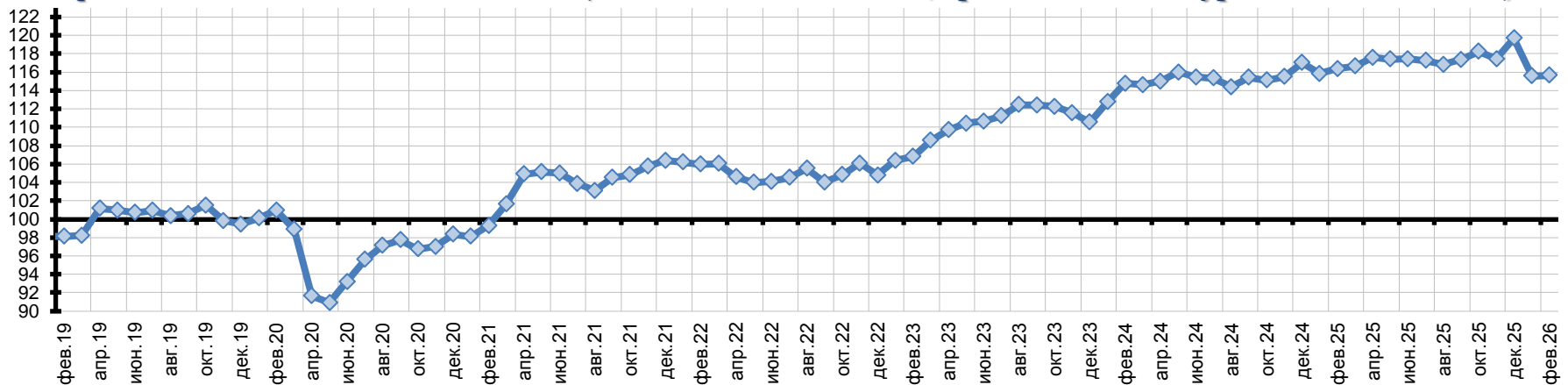
<sup>3</sup> соответственно март 2026 г. к марту 2025 г. и за период с начала 2026 г. по 6 апреля

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

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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

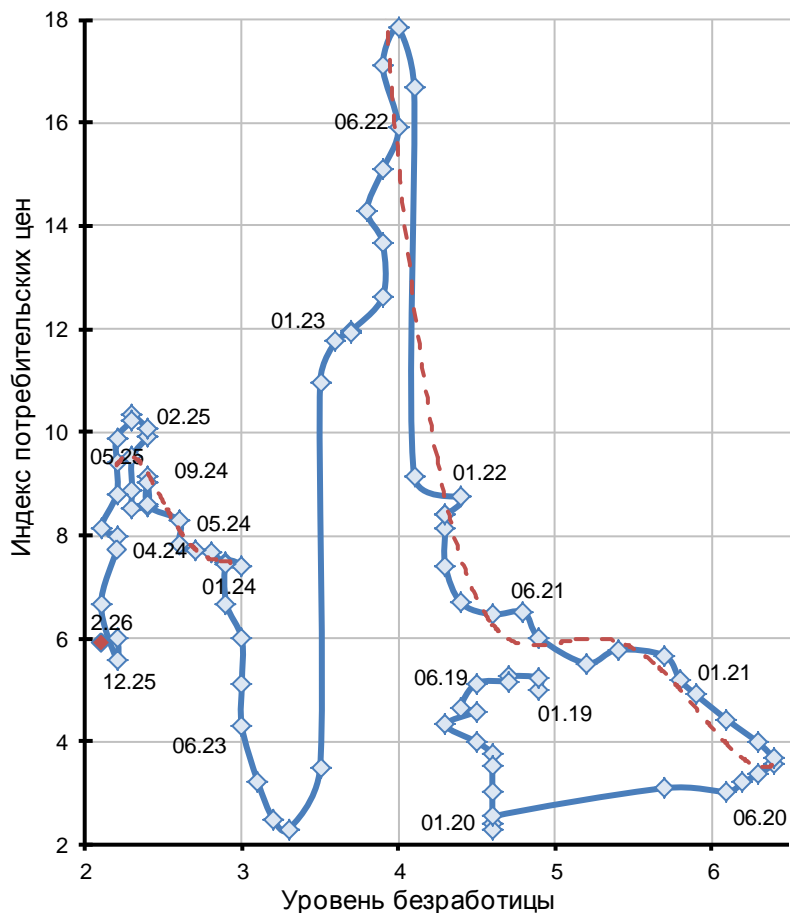


Высокочастотные данные об экономической динамике в феврале свидетельствуют о закреплении негативных тенденций, возникших в самом начале года. Их усиления, к счастью, не произошло, но и сколько-нибудь значимого «отскока», к сожалению, тоже. Каков будет эффект для России от драматических событий на Среднем Востоке – покажут итоги ближайших месяцев. Пока же налицо снижение инвестиций и очень слабый, не компенсировавший январского провала, подъём потребления населения

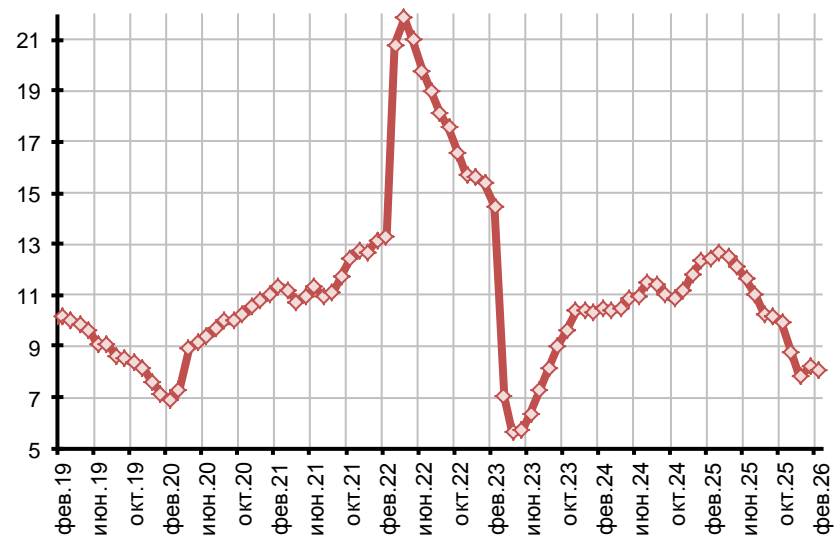
<sup>1</sup> Агрегат экономической активности – показатель динамики добавленной стоимости товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению. Здесь и на слайде 14 данные по АЭА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

# Характеристики устойчивости экономической ситуации

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



Индекс несчастья Оукена<sup>1</sup>



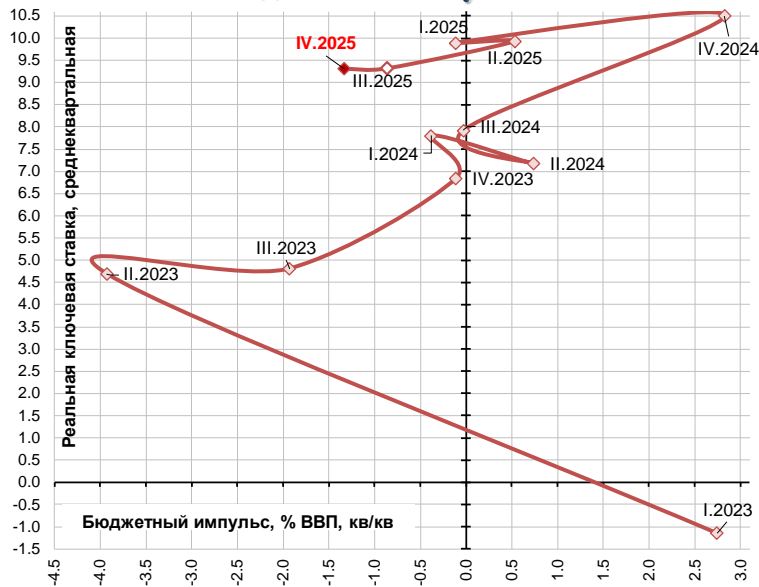
Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на февраль свидетельствуют о том, что российская экономика ещё не вышла на новую равновесную «кривую Филлипса» – пока соотношение инфляции и безработицы просто три месяца подряд «топчется» почти на одном месте.

Уровень фундаментальной несбалансированности («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на февраль перестал снижаться и стабилизировался – правда, на исторически невысоком уровне (как и в «предтурбулентном» феврале 2020 г., например).

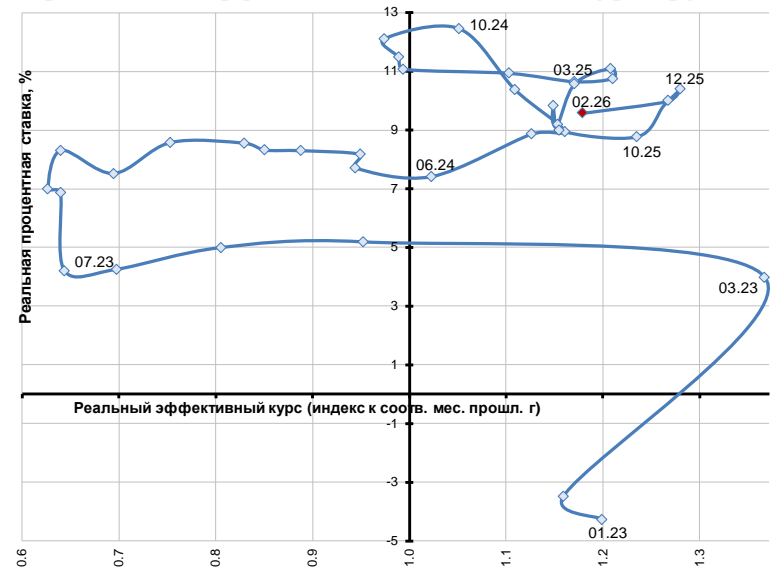
<sup>1</sup> Сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

# Характеристики макроэкономической политики

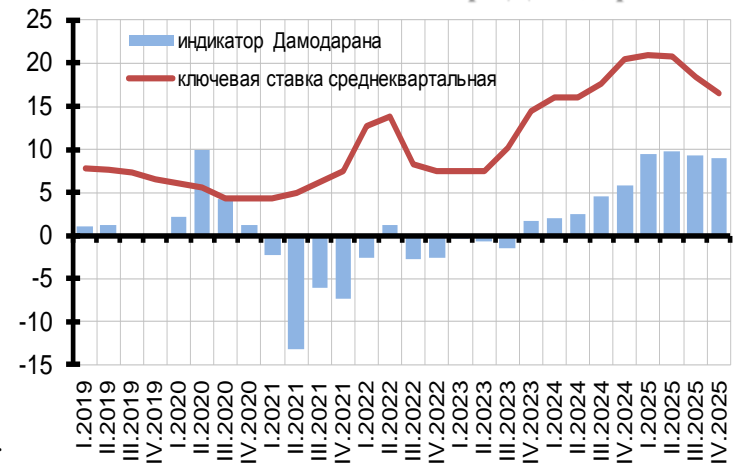
## Соотношение реальной ключевой ставки и бюджетного импульса<sup>1,2</sup>



## Соотношение реальной ключевой ставки и реального эффективного валютного курса рубля<sup>2</sup>



## Оценка ЦБ макрофинансовых рисков: отклонение ключевой ставки от «индикатора Дамодарана»<sup>2,3</sup>



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 феврале всё ещё находится в квадранте «растущий эффективный курс – высокая реальная ставка». Соответственно, инфляция, в целом, снижается, а с экономическим ростом ситуация закономерно крайне сложная.

Примечательно, что в условиях стагнации экономики и ослабления инфляции снижение ключевой ставки лишь в очень малой степени сопровождается снижением интегральной оценки рисков, закладываемых в «индикатор Дамодарана» – превышение ключевой ставки над индикатором производства прироста ВВП и инфляции в годовом выражении.

<sup>1</sup>Бюджетный импульс определяется как разница между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Соответственно, положительный бюджетный импульс определяется снижением бюджетного сальдо – разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной системы.

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

# Экономика: что хорошо и что плохо

## Хорошо:

- существенно улучшилась внешнеэкономическая конъюнктура, как в отношении мировых цен на нефть, так и смягчения ограничений на экспорт;
- сохраняется, хотя и замедлившийся, рост заработной платы и реальных располагаемых доходов населения.

## Признаки улучшения:

- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска<sup>1</sup>;
- несколько снизились инфляционные ожидания населения;
- продолжается (медленное) снижение ключевой ставки Банка России. Есть заявления, что «ралли снижения» будет продолжаться как минимум до второй половины 2026 г.<sup>1</sup>;
- перестали снижаться потребительские настроения населения;
- произошло некоторое улучшение ситуации с рентабельностью в промышленности. В зависимости от того, какой 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 значений<sup>1</sup>.

## Плохо:

- в феврале отмечен небольшой «отскок» ряда макроэкономических показателей, не компенсировавших, однако, их предшествовавшего падения. Даже с учётом улучшения ситуации во внешнеэкономической сфере, при сохранении нынешних тенденций и характера макрофинансового регулирования, прирост ВВП в текущем году едва ли превысит 1% уровень – причём, на фоне глубокого спада инвестиций;
- в основной массе гражданских секторов промышленности – стагнация<sup>1</sup> (или спад);
- усиливается спад в сфере инвестиций, особенно в наиболее ценный их компонент – машины и оборудование<sup>1</sup>;
- растёт (по состоянию на конец 2025 г.) количество занятых, находящихся в уязвимом положении на рынке труда – в режиме неполной занятости, вынужденных отпусках и т.д.

## 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<sup>1</sup>;
- в промышленности закрепились 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 наращивания оплаты труда<sup>1</sup>;
- стабилизация входящего денежного потока экспортеров произошла на очень низком уровне<sup>1</sup>;
- в структуре ВВП по доходам наметилось выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (инвестиционного ресурса)<sup>1</sup>;
- приняли затяжной характер негативные оценки ситуации в экономике со стороны менеджмента компаний<sup>1</sup>;
- нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний находится на запредельно высоком уровне<sup>1</sup>.

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

# Текущие тенденции в зеркале краткосрочного прогноза: изменение основных макропараметров

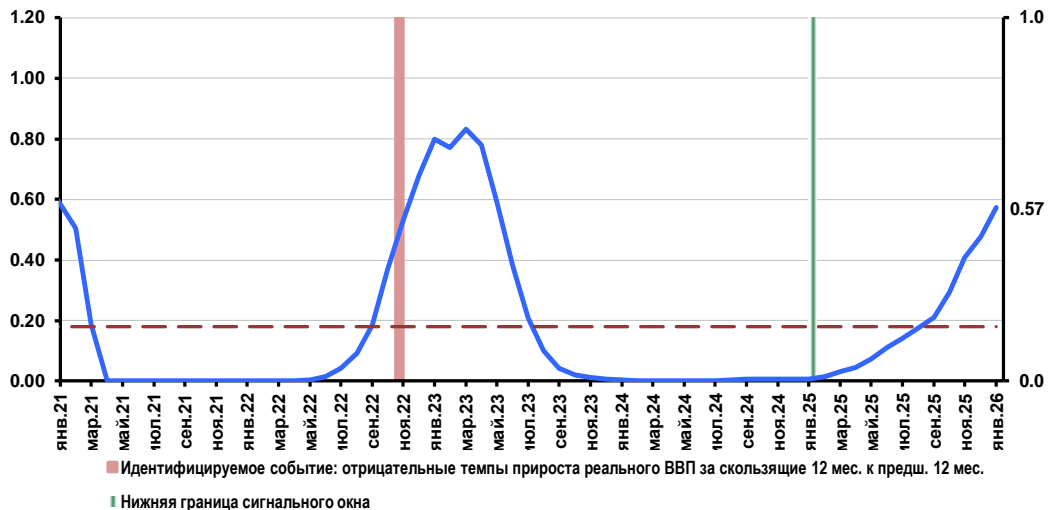
Некоторые макроэкономические показатели прогноза в январе 2026 г. и октябре 2025 гг.  
(умеренно-благоприятный сценарий, темпы прироста, %)

	2025	2026
<b>Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)</b>		
март 2026	5.59	5.75 - 6.05
январь 2026 (лаг 2 мес)	5.59	6,0 - 6,2
октябрь 2025 (лаг 5 мес)	7.5 - 7.6	5.25 - 5.55
разница (март - январь)	0.0	-0.18
разница (март - октябрь)	-1.89	0.49
<b>Валовой внутренний продукт</b>		
март 2026	1.0	0.9 - 1.3
январь 2026 (лаг 2 мес)	0,7 - 0,8	0,5 - 0,9
октябрь 2025 (лаг 5 мес)	0.7 - 1.0	1.4 - 1.7
разница (март - январь)	0.3	0.4
разница (март - октябрь)	0.1	-0.2
<b>Инвестиции в основной капитал</b>		
март 2026	-2.3	-2.0 - -1.6
январь 2026 (лаг 2 мес)	0,2 - 0,3	-0,3 - 0,0
октябрь 2025 (лаг 5 мес)	1.4 - 1.8	0.3 - 0.7
разница (март - январь)	-2.6	-1.8
разница (март - октябрь)	-4.0	-2.4
<b>Потребление населения</b>		
март 2026	2.6	1.0 - 1.4
январь 2026 (лаг 2 мес)	~ 2,5	0,8 - 1,0
октябрь 2025 (лаг 5 мес)	2.0 - 2.3	2.0 - 2.3
разница (март - январь)	0.0	0.3
разница (март - октябрь)	0.1	-0.9
<b>Уровень безработицы (% рабочей силы)</b>		
март 2026	2.2	2.1 - 2.5
январь 2026 (лаг 2 мес)	2,3 - 2,5	3,0 - 2,7
октябрь 2025 (лаг 5 мес)	2.2 - 2.5	2.5 - 3.0
разница (март - январь)	0.0	-0.6
разница (март - октябрь)	0.0	-0.4

Качественное изменение ситуации в регионе Персидского залива потребовало (и, видимо, ещё потребует) корректировки параметров макроэкономического прогноза.

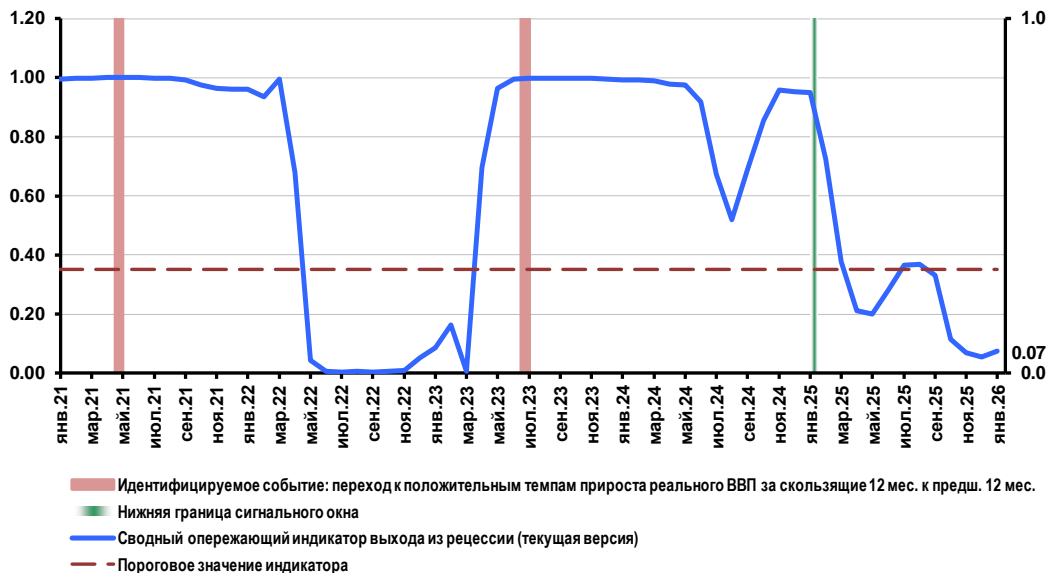
Впрочем, основной вывод, по сути дела, не меняется: сочетание укрепления рубля и всё ещё весьма высоких реальных процентных ставок (блокирующих межотраслевой перелив капитала) ведёт к тому, что даже закрепление благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и фактическое ослабление «санкционного правоприменения» ведут к лишь очень ограниченному эффекту с точки зрения экономического роста. При этом, весь эффект связан с расширением экспорта (с учётом ситуации с инфраструктурой) и, отчасти, потребления населения – эффект для которого, в значительной мере, будет «перекрыт» потребительским импортом.

# Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в январе увеличилось вновь и достигло 0.57 (месяцем ранее оно было равно 0.48), все больше отдаляясь от своего критического порога (0.18). Это означает, что СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте скользящего года (до июля 2026 г. включительно) российская экономика с высокой вероятностью войдет в рецессию. Продолжению роста значения СОИ входа в рецессию способствовала негативная динамика ряда частных индикаторов, входящих в его состав:

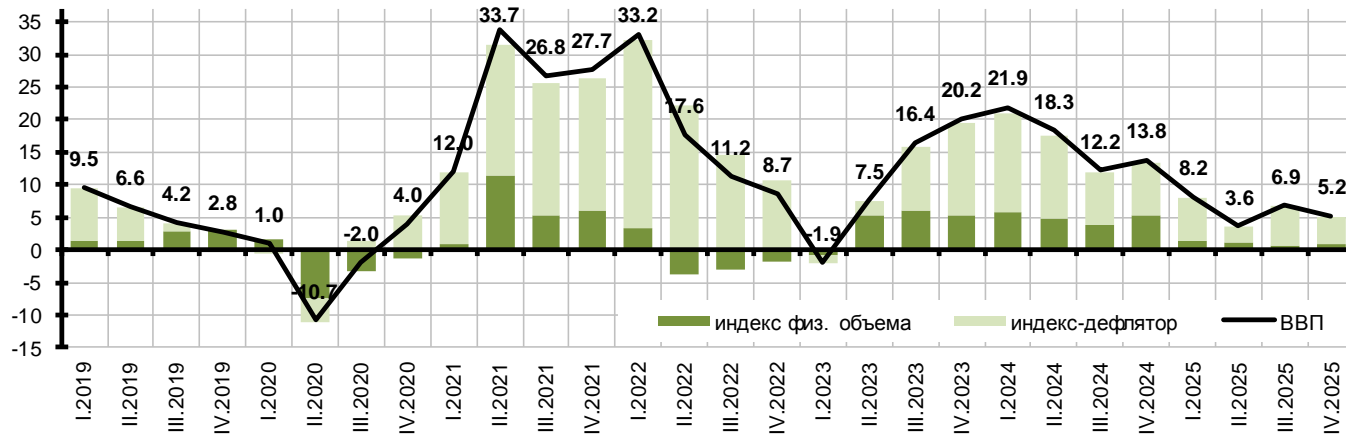
- ухудшение динамики индикатора уверенности бизнеса (рассчитанного в методологии OECD, за скользящий год);
- снижение сальдо счета текущих операций платежного баланса России (за скользящий год);
- уменьшение позитивного влияния инерционного фактора (устойчивое снижение темпа прироста физического объема ВВП за скользящий год).



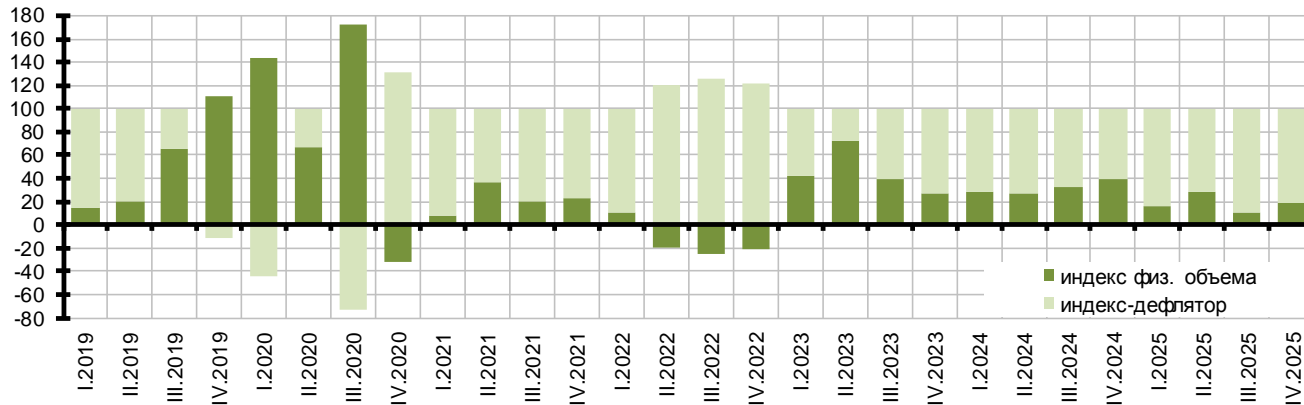
Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) выхода российской экономики из рецессии* в январе немного увеличилось и составило 0.07 (месяцем ранее оно было равно 0.05), оставаясь существенно ниже критического порога (0.35). Соответственно, СОИ пятый месяц подряд продолжал подавать сигнал о том, что приближающаяся рецессия может оказаться затяжной (т.е. длящейся более года). Однако для того, чтобы сделать окончательный вывод о длительности надвигающейся рецессии, СОИ должен подавать сигнал на протяжении двенадцати последовательных месяцев.

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



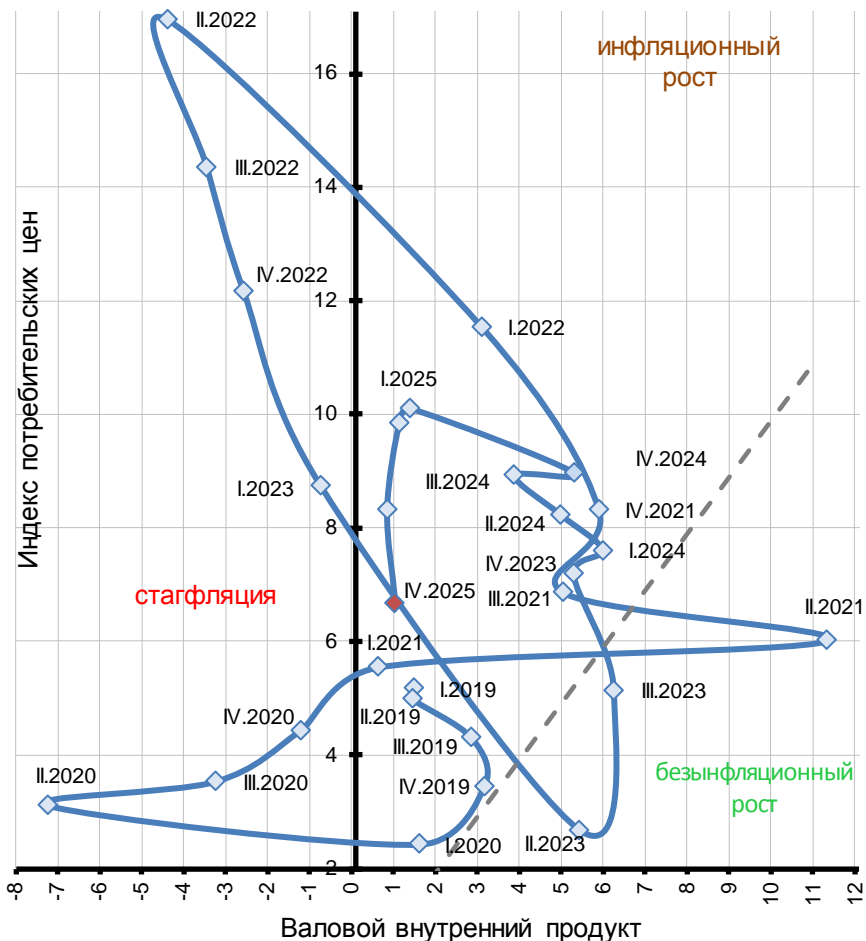
Разложение прироста ВВП на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)



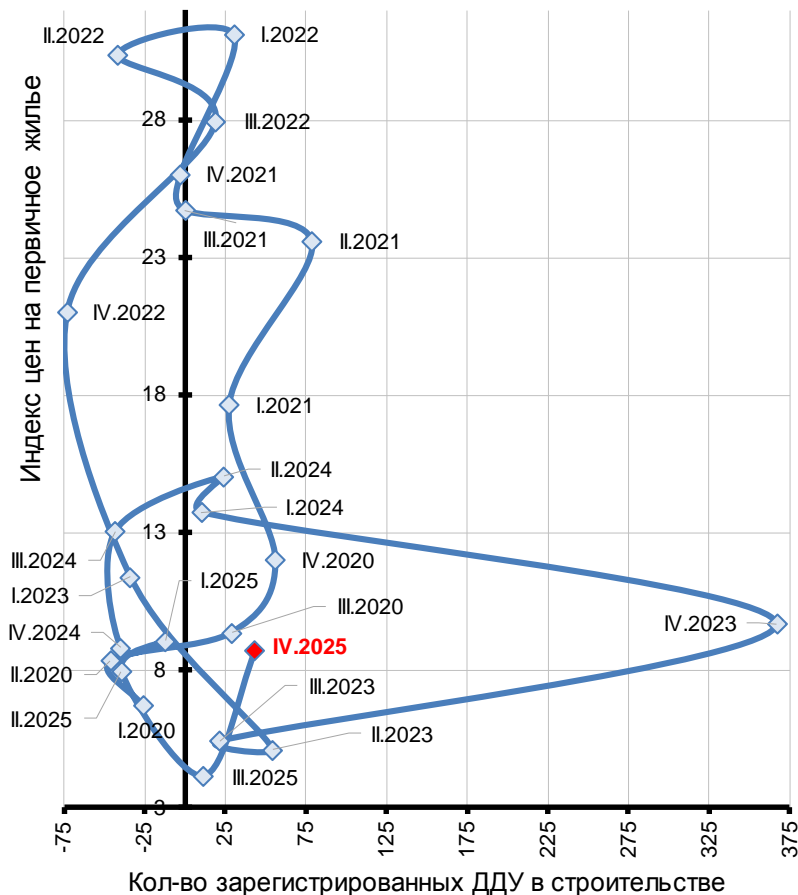
В IV кв. на уровне экономики в целом соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска незначительно улучшилось (оставаясь, в целом, неблагоприятным): на фоне общего падения темпов роста экономики – рост физобъёма стала уходить несколько большая доля расширения спроса (а в прирост дефлятора, соответственно, - несколько меньшая).

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

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



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



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

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

# Динамика промышленного производства

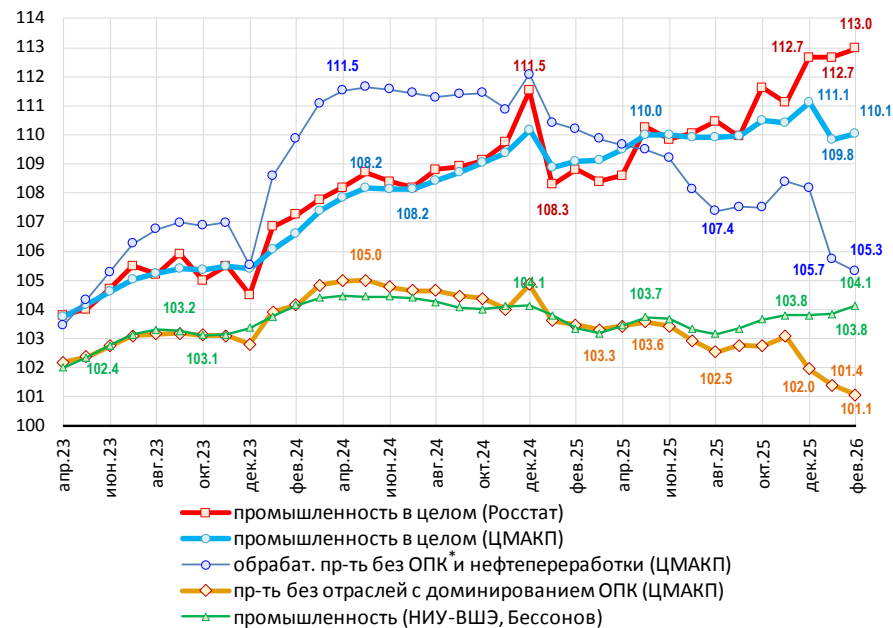
Темпы прироста к предыдущему месяцу,  
сезонность устранена, %

	II кв. 2025	III кв. 2025	IV кв. 2025	декабрь 2025	январь 2026
<b>Промышленное производство</b>					
данные Росстата	<b>0.0</b>	<b>0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
оценка ЦМАКП	<b>-0.1</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.1</b>
<b>Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)</b>					
<b>Добыча полезных ископаемых</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>0.2</b>
<b>Обрабатывающие производства</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.2</b>	<b>2.0</b>	<b>-3.6</b>	<b>-0.3</b>
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
<b>Электро-, тепло- и газоснабжение</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>1.5</b>	<b>3.7</b>	<b>0.0</b>

В оценках направленности изменения объёмов промышленного производства от разных организаций сохраняется расхождение, возникшее в январе.

По данным Росстата, после скачка в декабре, в январе объём производства остался на уровне предшествующего месяца, а в феврале незначительно подрос; за последние три месяца прирост составил 1.7% (сезонность устранена). По оценке ЦМАКП, после небольшого увеличения в декабре произошла резкая коррекция вниз, а в феврале фиксируется лишь незначительное восстановительное увеличение. В целом за три месяца объём выпуска, по оценке ЦМАКП, незначительно сократился (-0.3%). Центр развития НИУ ВШЭ фиксирует стагнацию в декабре-январе и небольшое увеличение выпуска в феврале.

Среднемесячный уровень 2021 = 100,  
с исключенной сезонностью



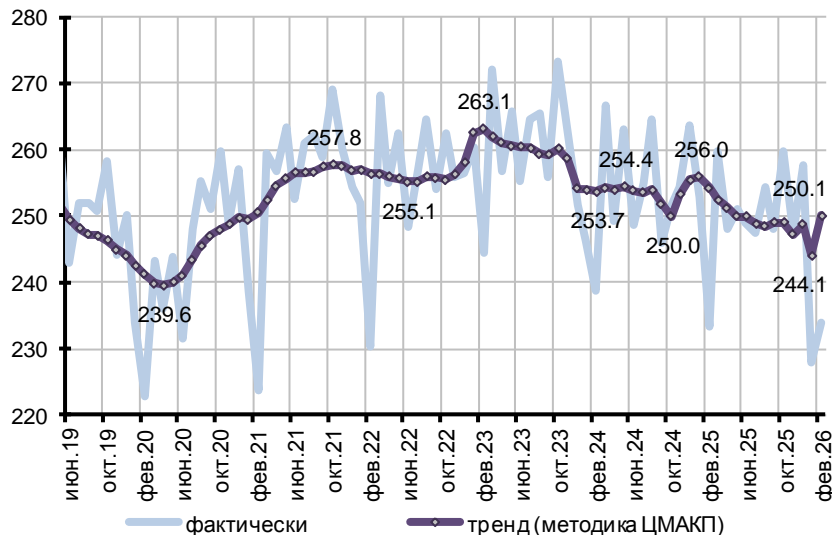
Столь существенное расхождение в оценках связано с малым числом рабочих дней как в феврале, так и, особенно, в январе и применении разных способов устранения календарного эффекта, включая оценки доли непрерывных производств.

Среди ключевых секторальных особенностей динамики выпуска в начале года – ускорение снижения объёмов выпуска гражданских обрабатывающих производств. В эпицентре спада – производства, завязанные на инвестиционный спрос.

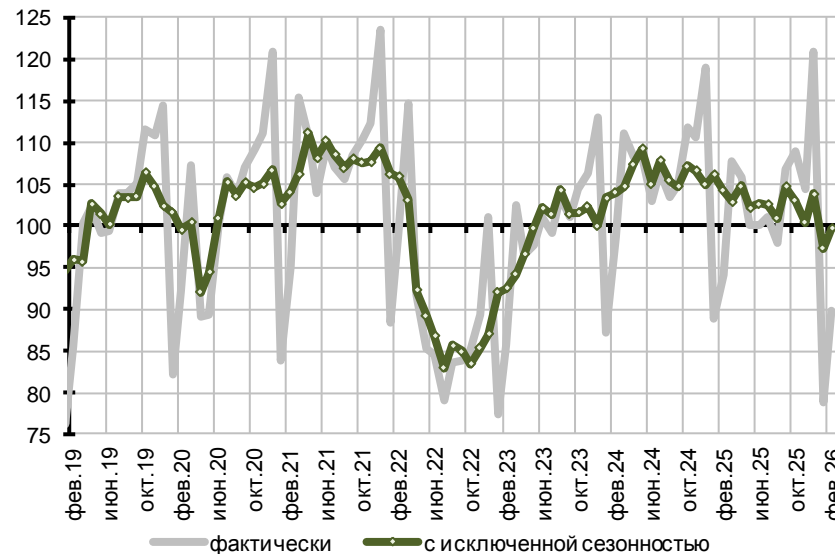
\* промышленность за вычетом: производства готовых металлоизделий, не включенных в другие группировки; компьютеров, электронных и оптических изделий; летательных аппаратов; прочих транспортных средств, не включенных в другие группировки

# Динамика в транспортно-логистических отраслях

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



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

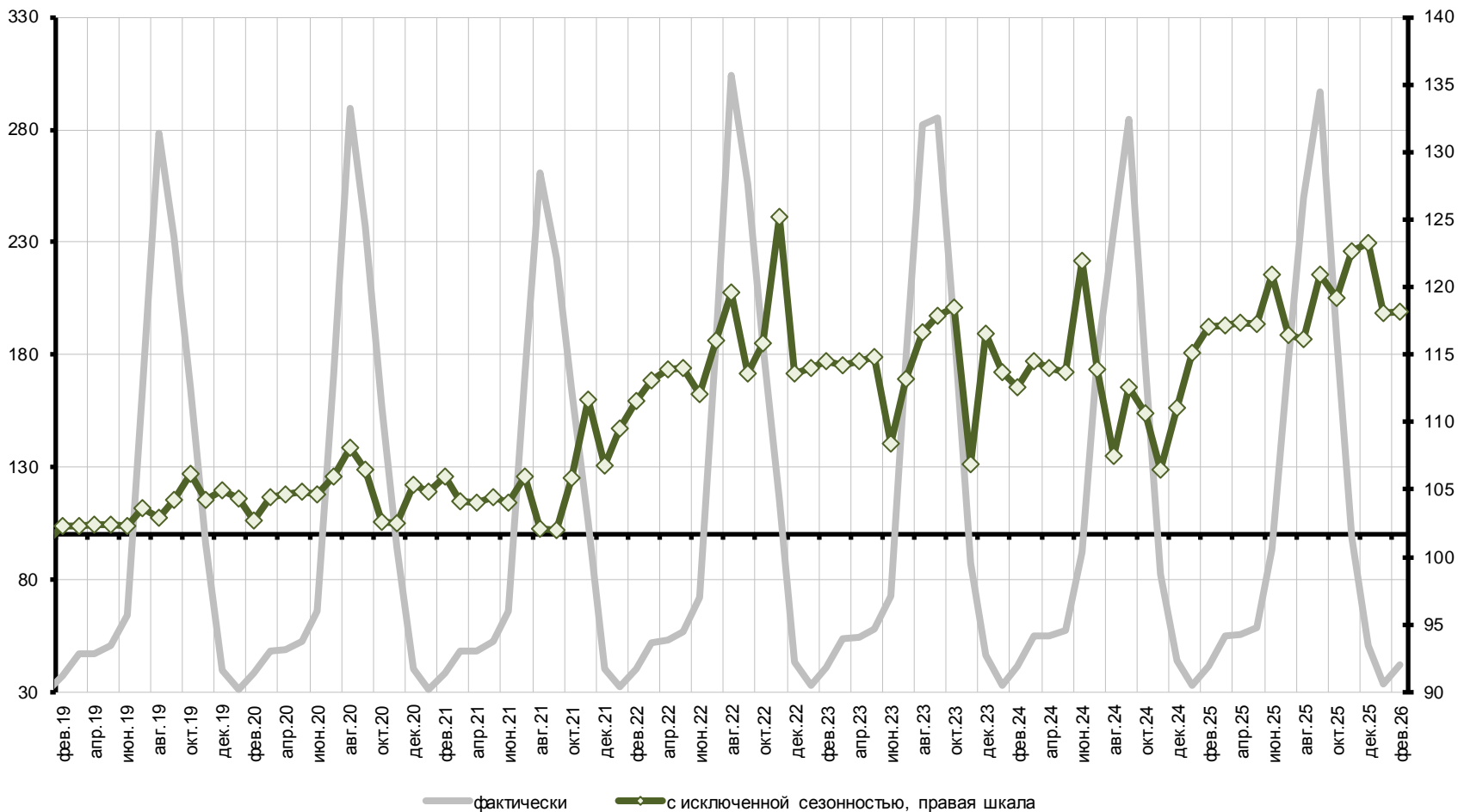


*Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного)* – косвенный показатель экономической активности – в феврале отыграл январское "проседание". В целом, можно говорить о том, что с точностью до некоторых колебаний, грузооборот стагнирует с середины прошлого года (действие сезонного фактора устранено).

*Оборот оптовой торговли* – косвенный индикатор активности формирования запасов в производстве и торговле, соответственно, бизнес-цикла – немного возрос (действие сезонного фактора устранено). Однако, этот «подскок» не преодолел ни последствия «ситуативного» спада в январе (почти неизбежного в условиях повышения НДС), ни, что более важно – в целом, среднесрочного тренда на снижение активности в данном сегменте.

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

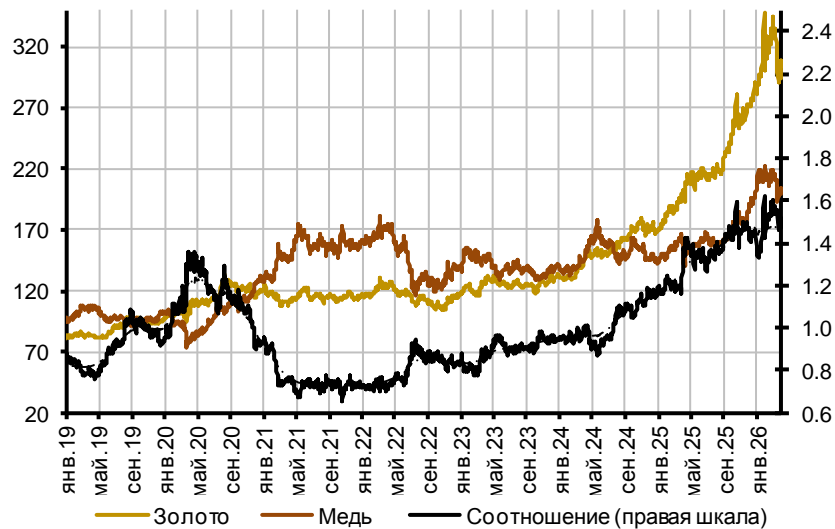
# Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



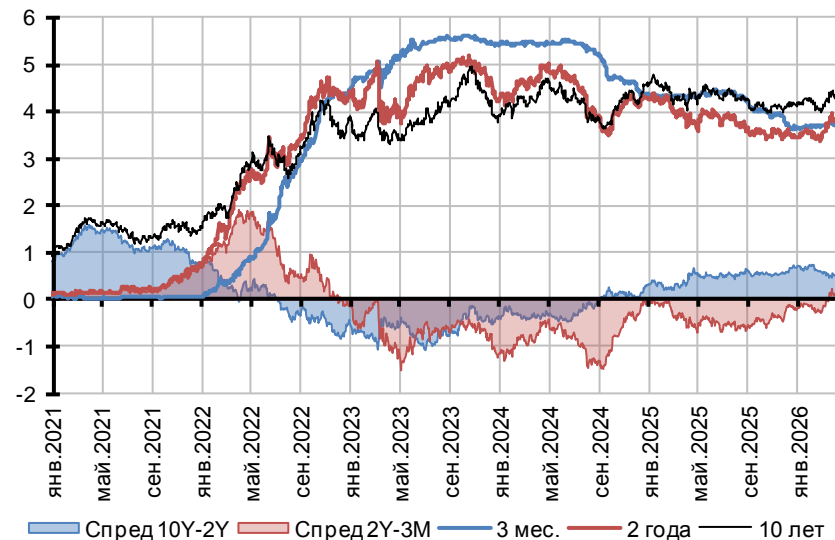
*Выпуск в сельском хозяйстве, по состоянию на февраль, стабилизировался на умеренном уровне (действие сезонного фактора устранено), в целом, оставаясь на ранее установившейся траектории очень медленного роста. Впрочем, как по структурным причинам (сейчас, в силу сезона, производится только продукция животноводства и тепличного растениеводства – да и то в ограниченных масштабах), так и в силу «сезонной арифметики»: вклад зимнего производства сельхозпродукции в годовой итог минимален.*

# Индикаторы рисков в мировой экономике

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



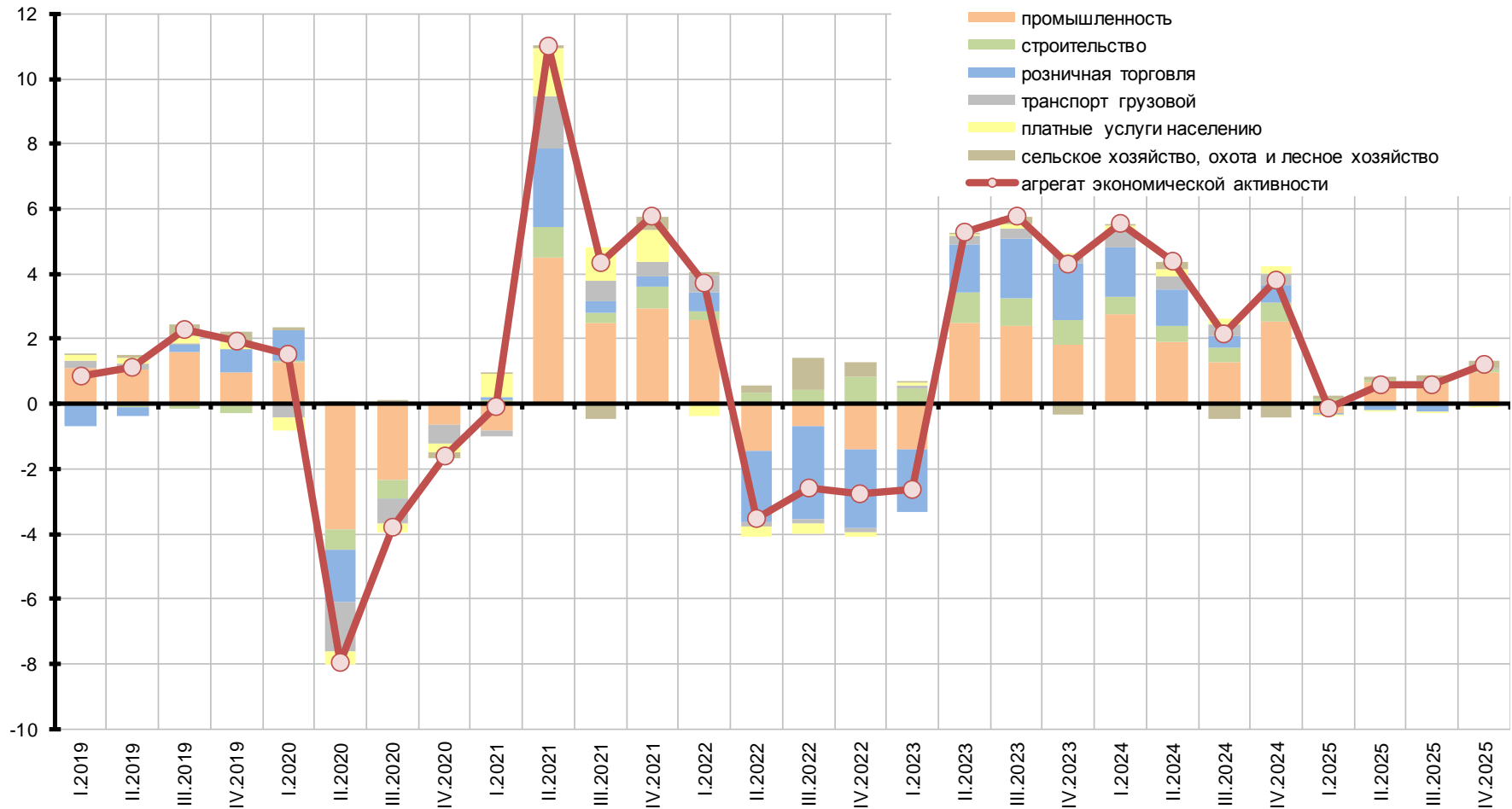
## Оценки рисков финансового кризиса в США (доходности ценных бумаг США, % годовых)



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).

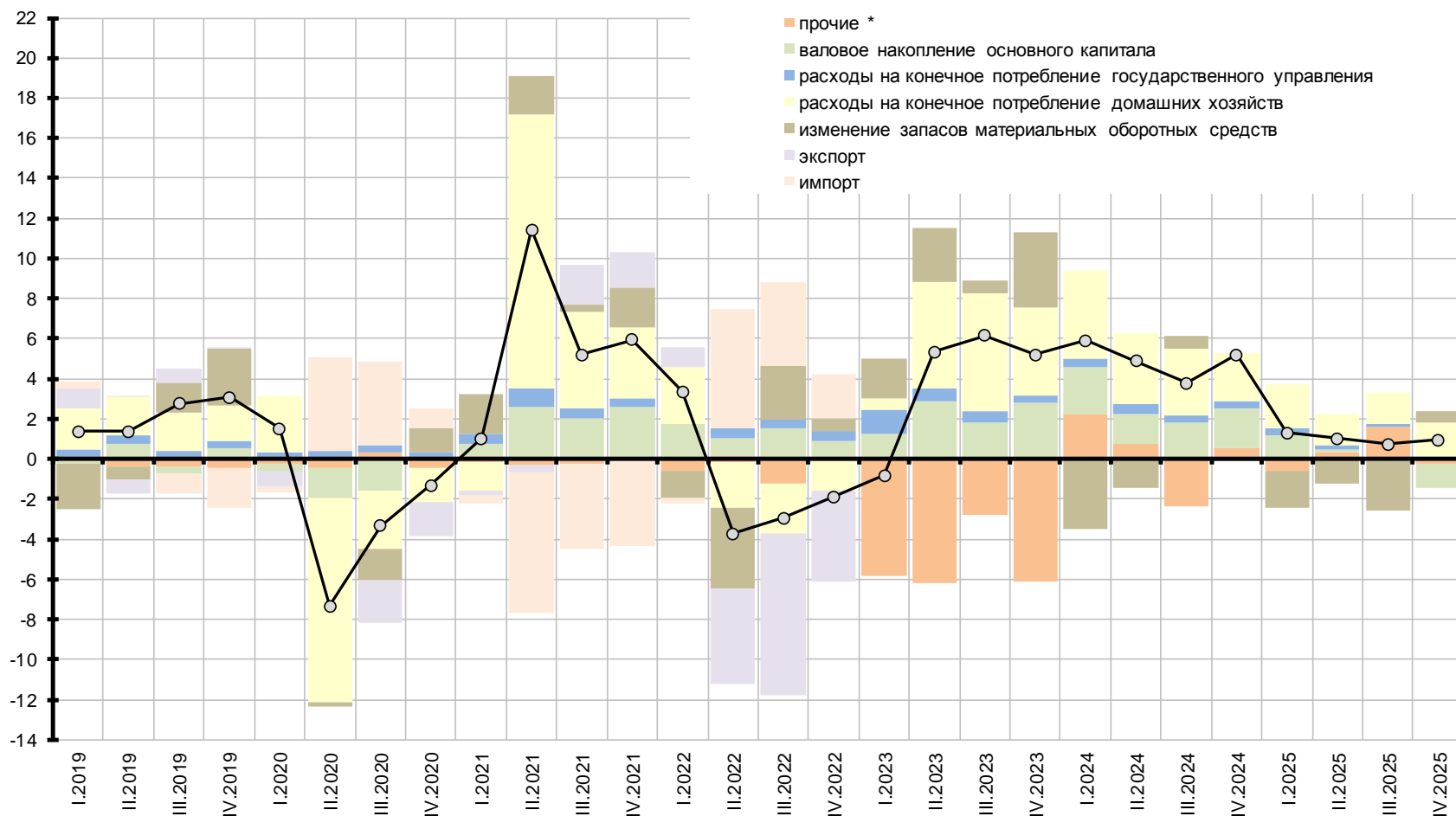
К началу апреля структура доходностей на рынке казначейских бумаг США сместилась умеренно вверх, прежде всего на длинном конце кривой, при этом общая тенденция последних месяцев сохранилась. Нормализация кривой продолжается, спред между доходностями 10-летних и 2-летних облигаций (10Y–2Y) остается в положительной зоне, спред 2Y–3М к началу апреля фактически вышел из инверсии (впервые с 2022 года), перейдя в положительную зону. Это указывает на дальнейшее ослабление ожиданий жесткой денежно-кредитной политики и снижение ожиданий резкого ухудшения макроэкономического фона. В целом рынок по-прежнему балансирует между более высокими долгосрочными ставками и постепенной переоценкой перспектив политики ФРС на коротком конце кривой.

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



Структура факторов производства в IV кв. 2025 г. (в годовом измерении - за скользящий год) в принципе, соответствует ситуации, сложившейся в первые три квартала: вся динамика, высокая или низкая, определяется сейчас (точнее, в конце прошлого года) почти исключительно динамикой в промышленности. Как изменится ситуация после шока первого квартала – покажет время.

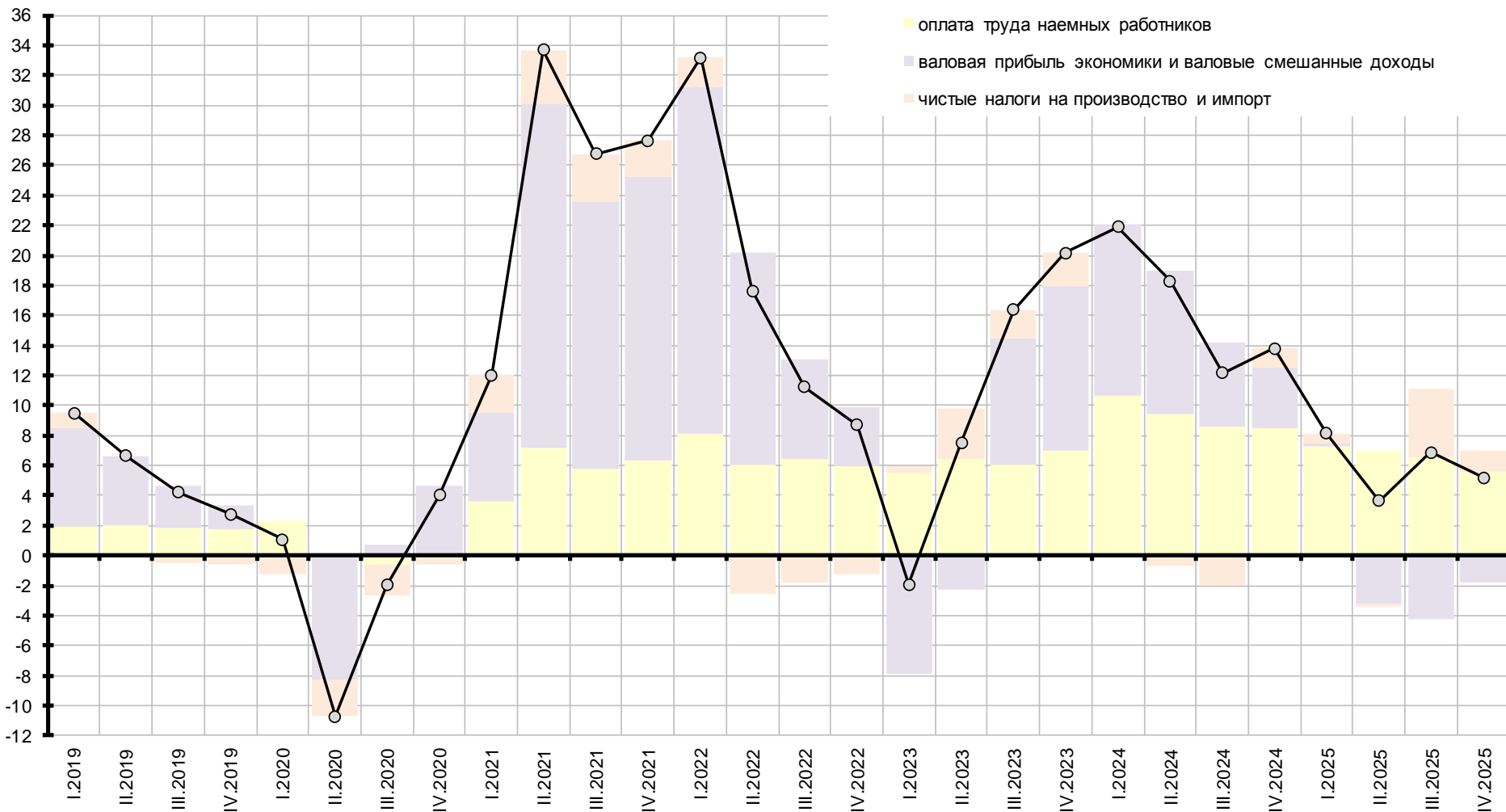
## Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)



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

Баланс компонентов конечного спроса в IV кв. определялся сочетанием двух тенденций: с одной стороны – долгосрочного тренда на вытеснение потребительским спросом других компонентов конечного спроса (что стало зеркальным отражением ситуации со структурой доходов, где ускорено растёт оплата труда – база расширения потребительского спроса). С другой – ситуационного «подскока» запасов накануне повышения НДС в начале 2026 г. С очевидностью, в первом квартале этот прирост развития не получил.

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



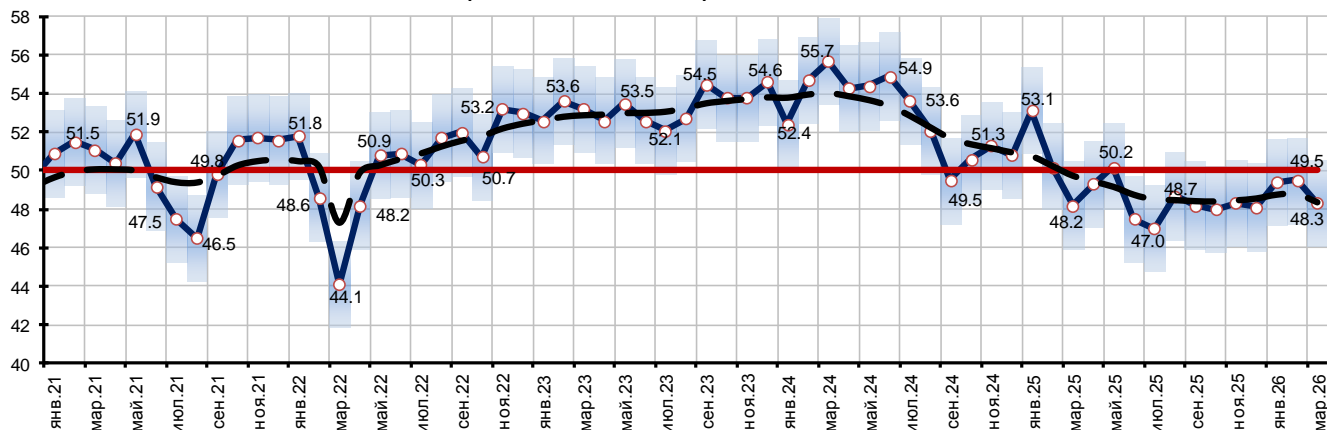
В IV кв. в структуре *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год»), в принципе, сохранились и усилились ранее сформировавшиеся тенденции: оплата труда наёмных работников продолжает быстро вытеснять валовую прибыль (инвестиционный ресурс;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

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

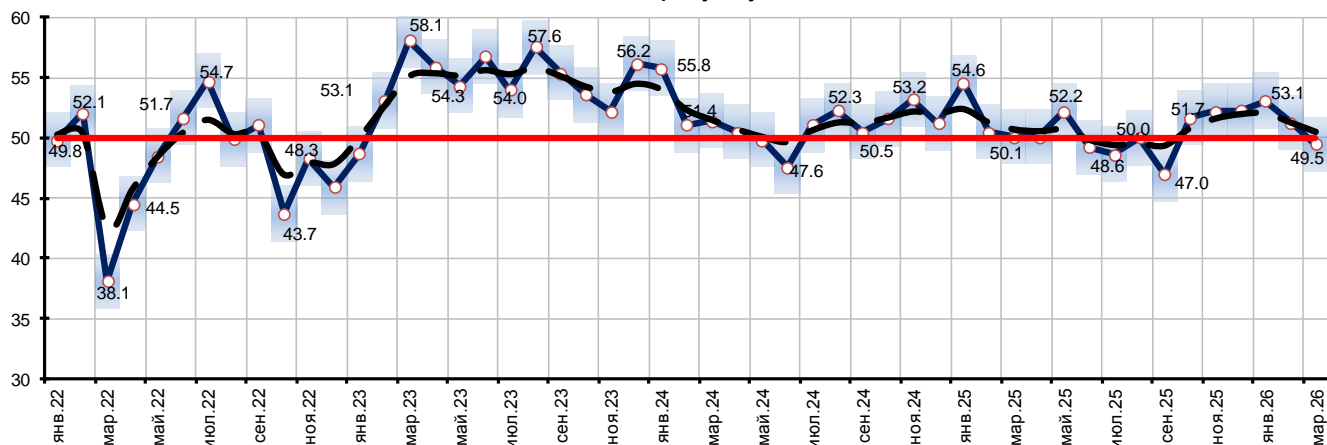
# Оценки ситуации и поведение компаний в обрабатывающей промышленности и сервисных компаниях

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

### в обрабатывающей промышленности



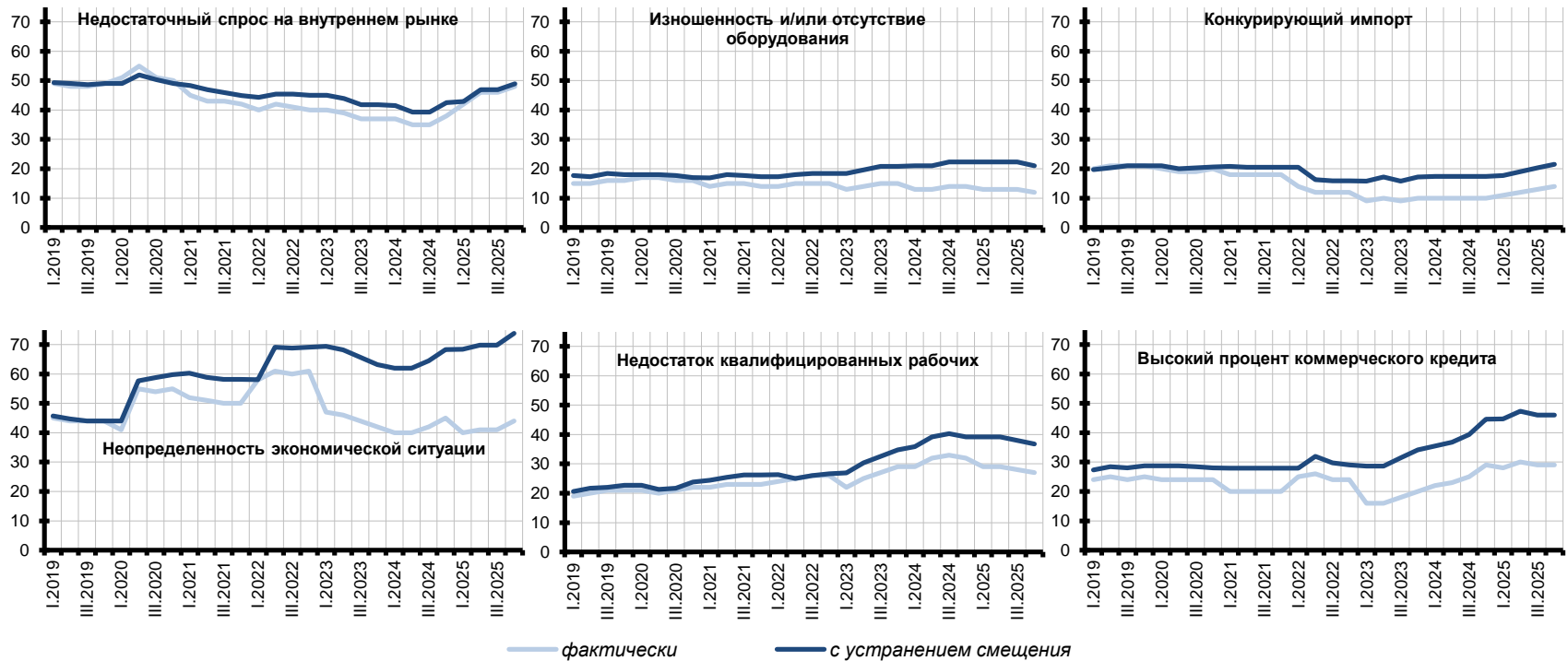
### в секторе услуг



В марте сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей, к сожалению, снова снизился – и намечившееся было повышение не стало, тем самым, разворотом тенденции. В итоге, уже год (с перерывом на один месяц) PMI находится в зоне негативных (менее 50%) оценок, что, с неизбежностью, оказывает угнетающее воздействие на инвестиционное поведение компаний./ Индекс PMI в сервисных отраслях резко упал впервые за длительный период оказавшись ниже 50% отметки. Разумеется, о коренном изменении ситуации сейчас и речи нет, но и период «благополучия услуг на фоне проблем в обработке», похоже, исчерпан.

# Оценки ситуации и поведение компаний<sup>1, 3</sup>

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



- 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).

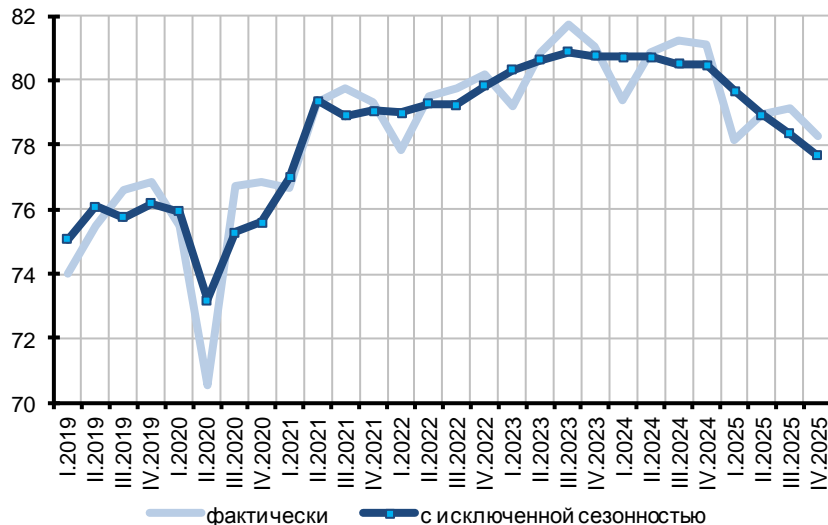
<sup>1</sup> Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата

<sup>2</sup> Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. [http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka\\_2024-10-24-1.pdf](http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka_2024-10-24-1.pdf)

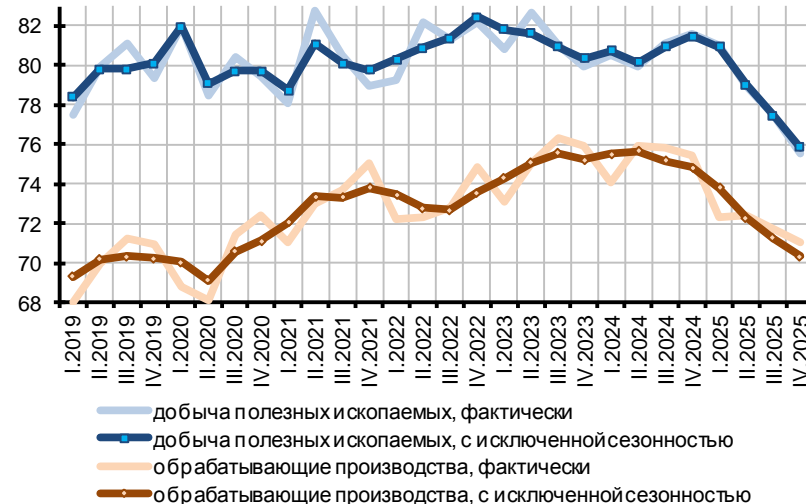
<sup>3</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

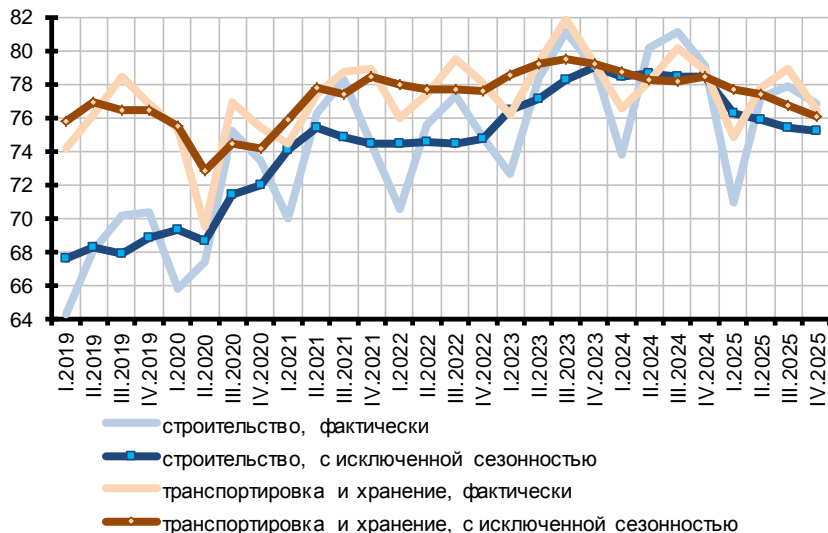
## Экономика в целом



## Промышленность



## Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в 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).

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

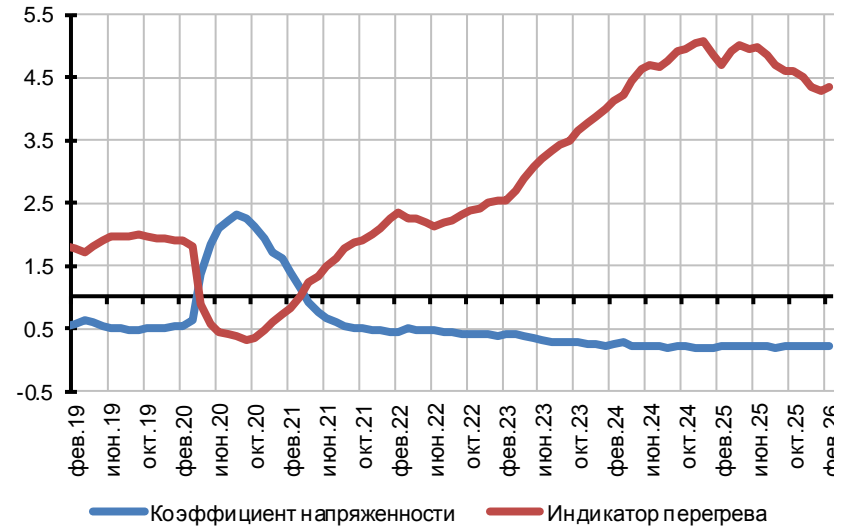
<sup>2</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



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

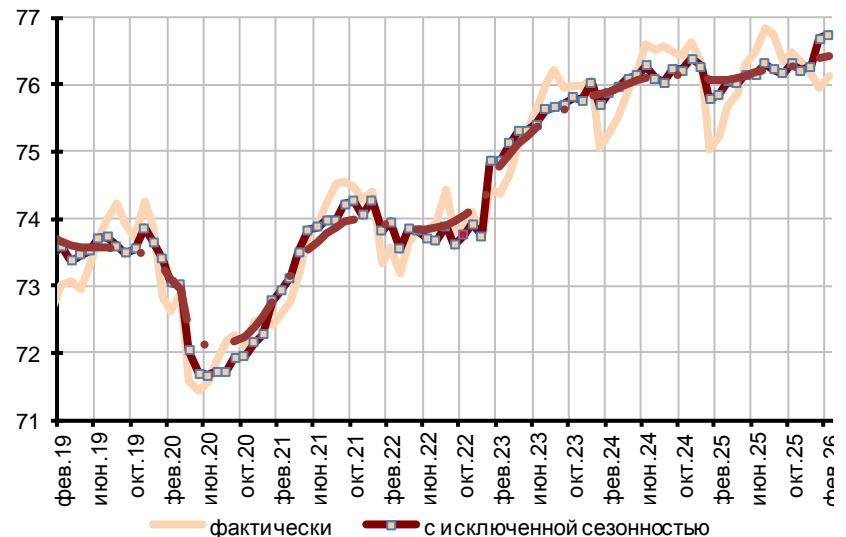


На рынке труда в феврале ситуация, в целом, не изменилась. *Уровень безработицы*, медленно снижаясь (сезонность устранена), обновил исторические минимумы.

*Спрос на труд* (с устранением действия сезонного фактора) стабилизировался после подскока в январе – впрочем, здесь тенденция, скорее всего, «развернется» в случае продолжения проблем с финансовым положением в реальном секторе экономики.

*Индикатор перегрева* на рынке труда по-прежнему быстро снижается – число вакансий в расчёте на одного незанятого устойчиво сокращается.

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

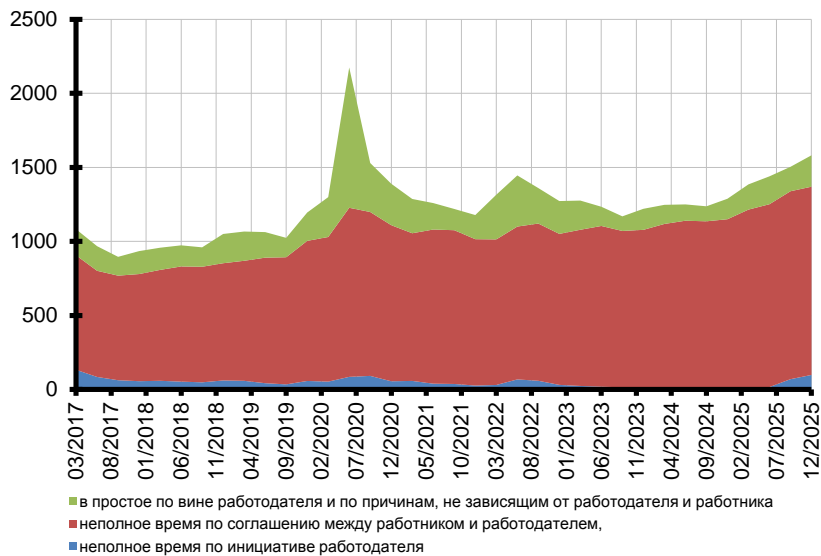


<sup>1</sup> Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

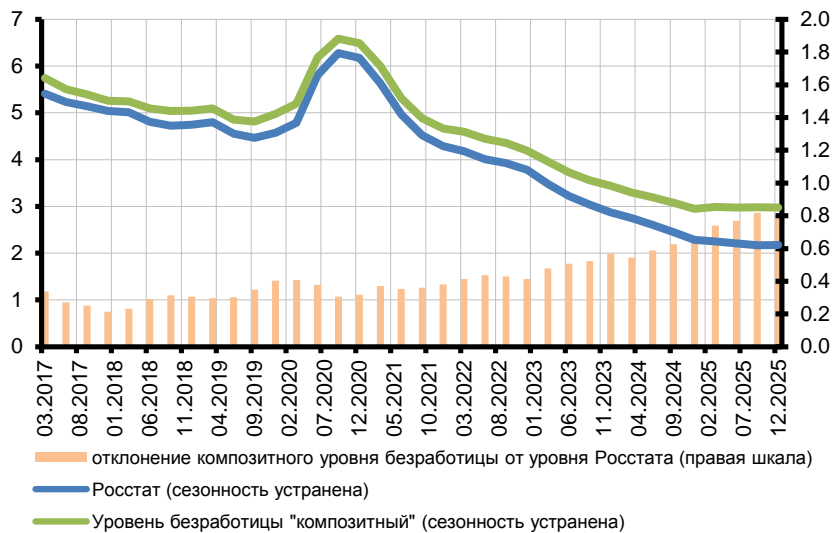
Индикатор перегрева на рынке труда – количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах службы занятости

# Численность занятых, находящихся в уязвимом положении

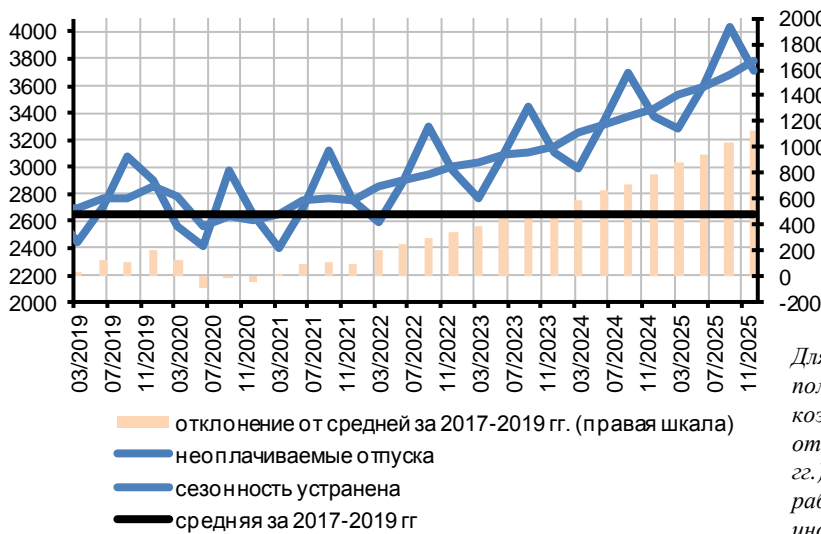
## Численность работников, занятых неполное рабочее время (тыс. чел.)



## Уровень «композитной» безработицы, % ЭАН



## Численность работников списочного состава, которым были предоставлены отпуска без сохранения заработной платы по письменному заявлению (тыс. чел.)



Несмотря на исторически рекордно низкие уровни безработицы, по состоянию на конец 2025 г., увеличивается численность работников, находящихся в уязвимом положении на рынке труда - занятых неполное время по тем или иным причинам.

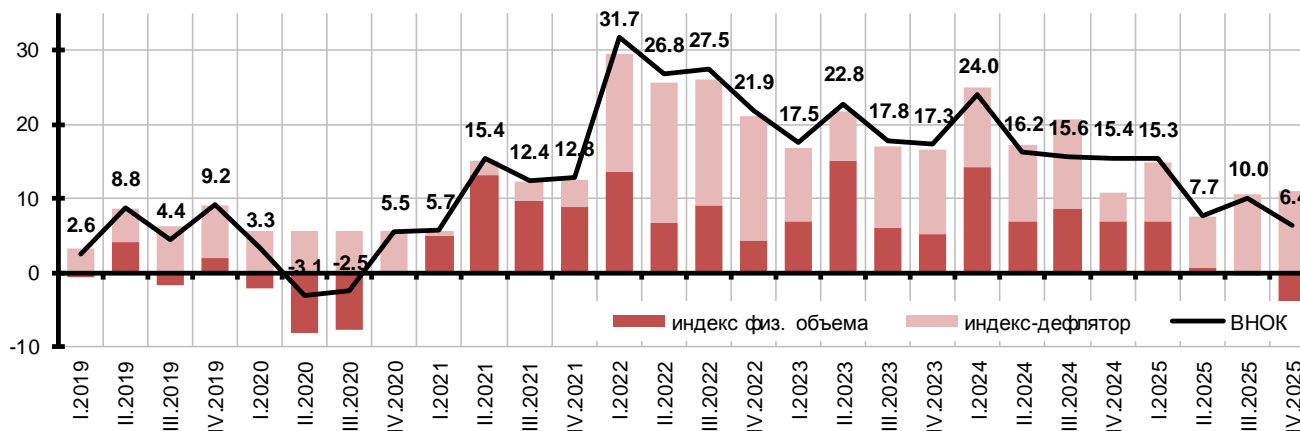
Снижение уровня фактической загрузки рабочей силы происходит параллельно со снижением загрузки производственных мощностей и является отражением нарастающего кризиса спроса.

Хотя количественная оценка численности занятых, находящихся в «нестандартных» рабочих режимах (неполная занятость, вынужденные отпуска и др.) не очень реальна, обращает на себя внимание устойчивый рост этих категорий граждан со второго полугодия 2024 г.

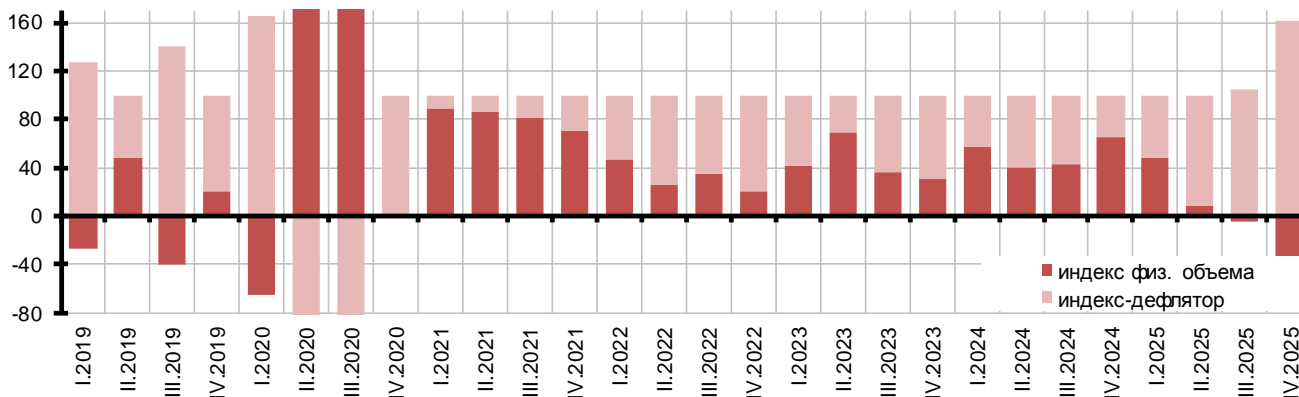
Для отслеживания скрытой безработицы строится композитный уровень безработицы, который помимо численности безработных по методологии МОТ включает в себя с понижающими коэффициентами все категории работников, работавших неполное рабочее время (для тех, кто имел отпуска без сохранения заработной платы, включается отклонение от среднего уровня 2017-2019 гг.). С учётом характера исходной информации (неизвестно, сколько конкретно работник не работал или насколько сокращен его рабочий день), точно оценить количественное значение этого индикатора не представляется возможным – значение имеет лишь его динамика и динамика разрыва со стандартным показателем безработицы.

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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

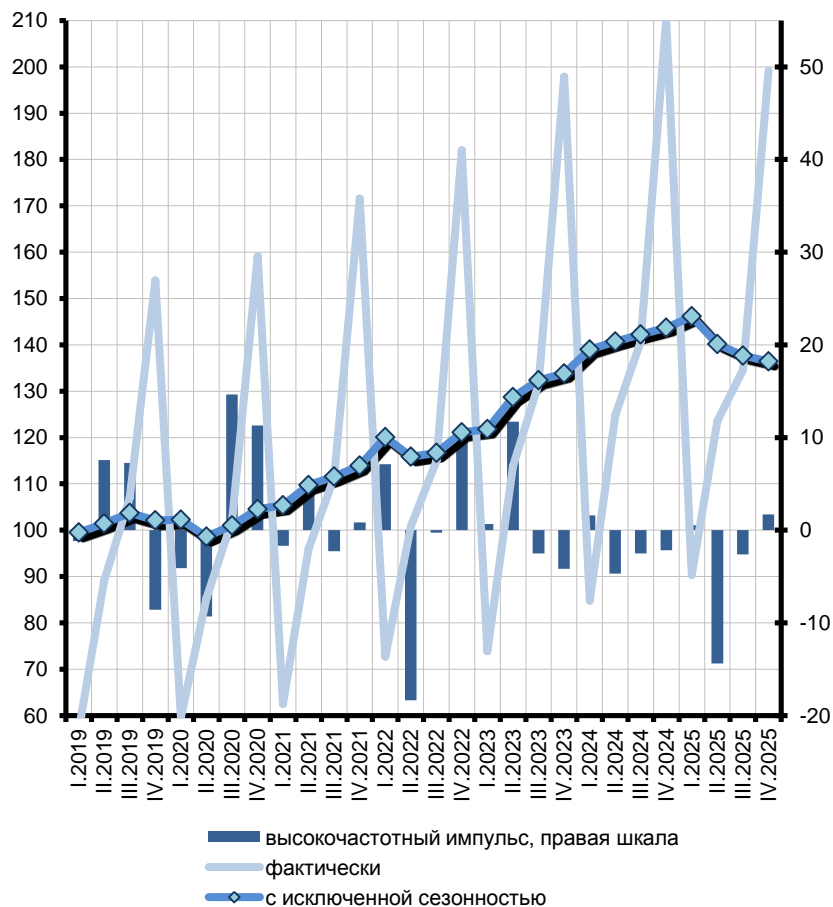


В IV кв. в инвестиционной сфере ситуация с *трансмиссией спроса* в рост накопления капитала остаётся негативной: увеличение спроса транслировался исключительно в повышение дефлятора, на фоне снижения физобъёма.

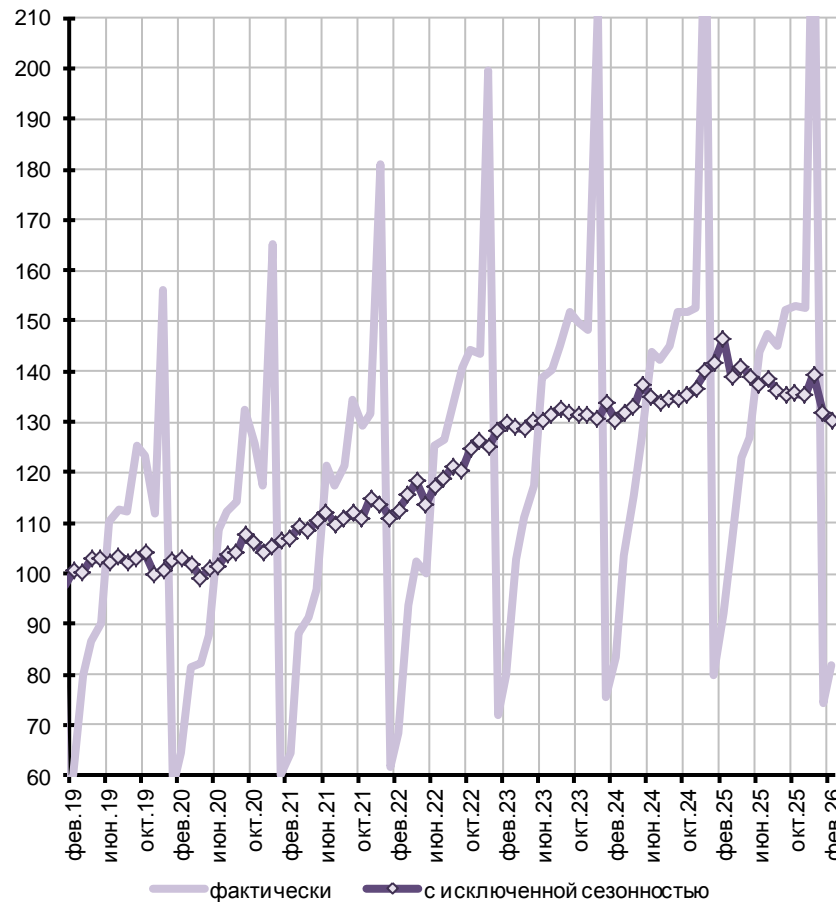
Очень низкое качество информации (индекс-дефлятор по импортному оборудованию не учитывает рост долларовых цен) и методологические проблемы (показатель ВНОК включает в себя, в том числе, и приобретение военной техники с длительным сроком эксплуатации) не дают делать однозначных выводов.

# Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

## Инвестиции в основной капитал (% к среднеквартальному значению 2018 г.)<sup>1</sup>



## Строительство (% к среднемесячному значению 2018)



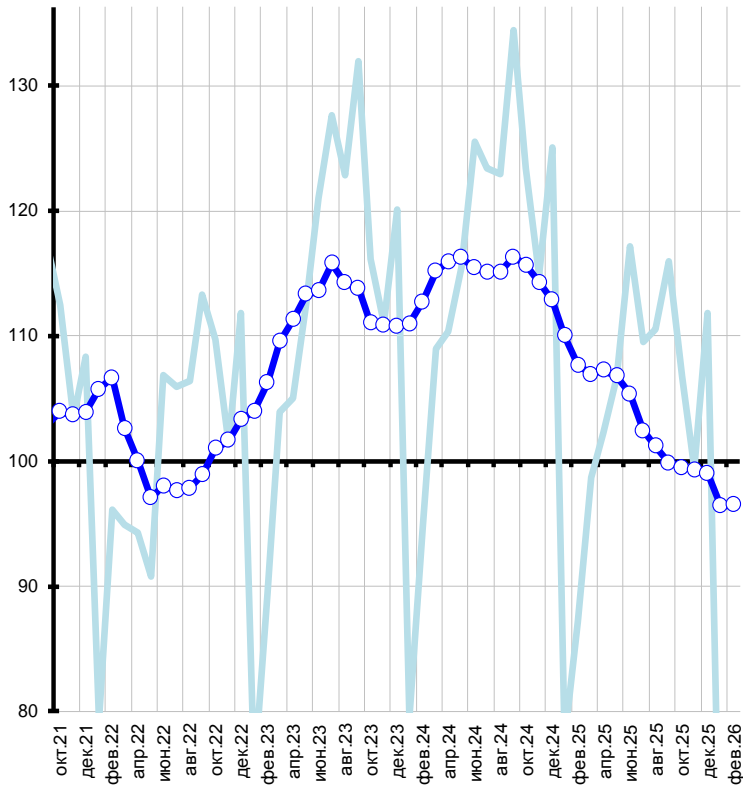
В IV кв. *инвестиции в основной капитал* вновь снизились (II кв.: -3.7% к предш. кв., III кв.: -1.9%, IV кв.: -1.0%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, переход к сжатию инвестиций – неизбежный итог сочетания длительной жесткой денежно-кредитной политики и сжатия доходов компаний из-за роста (в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

В *строительстве* в феврале тенденция спада лишь закрепилась (III кв. – -0.4% в среднем за месяц, IV кв.: 1.0%, январь: -5.5%, февраль: -1.1%, сезонность устранена). Строительная сфера, оказавшаяся в фокусе действия негативных факторов (ужесточение условий по ипотеке, политика высоких процентных ставок, бюджетная консолидация) становится зоной острого кризиса, причём, с учётом строительного цикла, вероятно, на довольно длительный период – на два-три года.

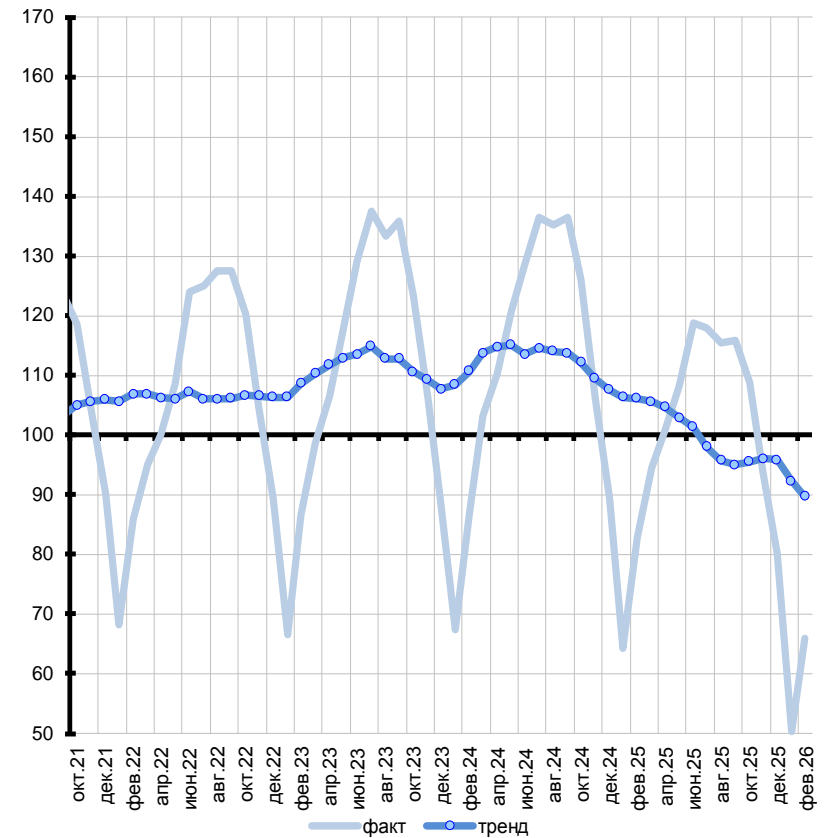
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

## Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



## Предложение стройматериалов

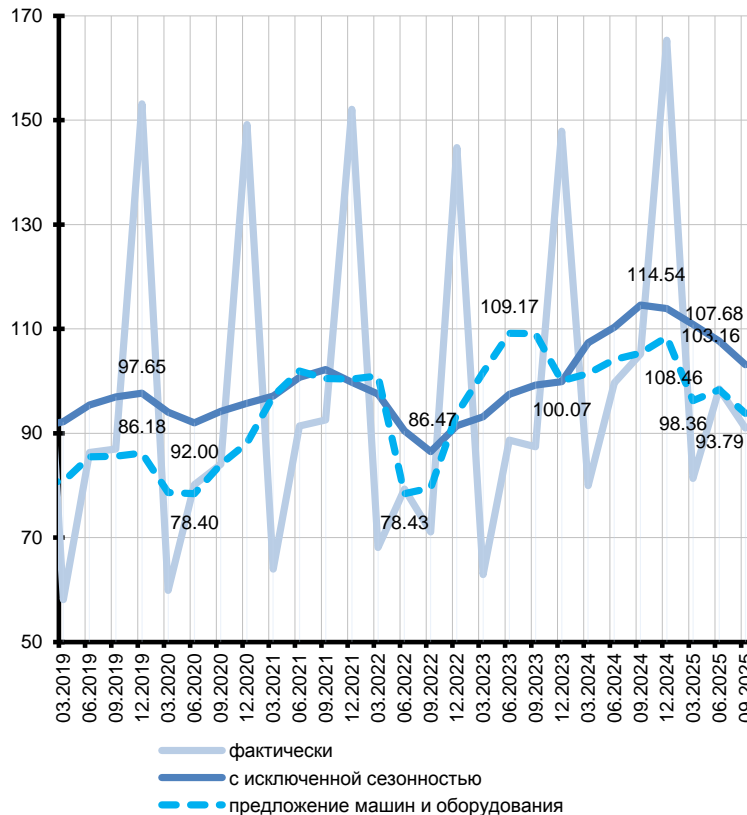


*Инвестиционная активность* (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ) в начале года, по данным на февраль, похоже, вновь начала снижаться – после быстрого падения, продолжавшегося со второй половины 2024 г., и некоторой стабилизации в конце прошлого года.

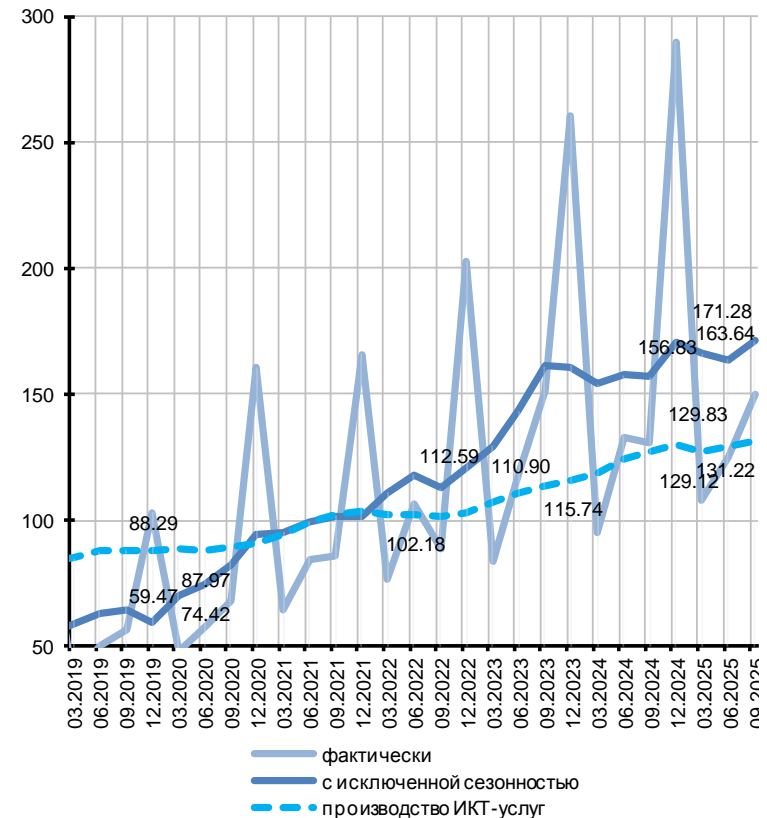
Отчасти это снижение имеет конъюнктурный характер и обусловлено необычно холодной и снежной погодой на европейской части России. Однако, даже без учёта снижения в начале года, текущую интенсивность инвестактивности следует оценивать как очень низкую. Предложение инвестиционных товаров в конце прошлого года составляло 86.4% от среднемесячного уровня середины 2024 г., в феврале – 84.2%.

# Инвестиции в машины и оборудование и в объекты интеллектуальной собственности

## Инвестиции в машины и оборудования и объем предложения машин и оборудования<sup>1</sup>



## Инвестиции в объекты интеллектуальной собственности и предложение ИКТ-услуг<sup>1</sup>

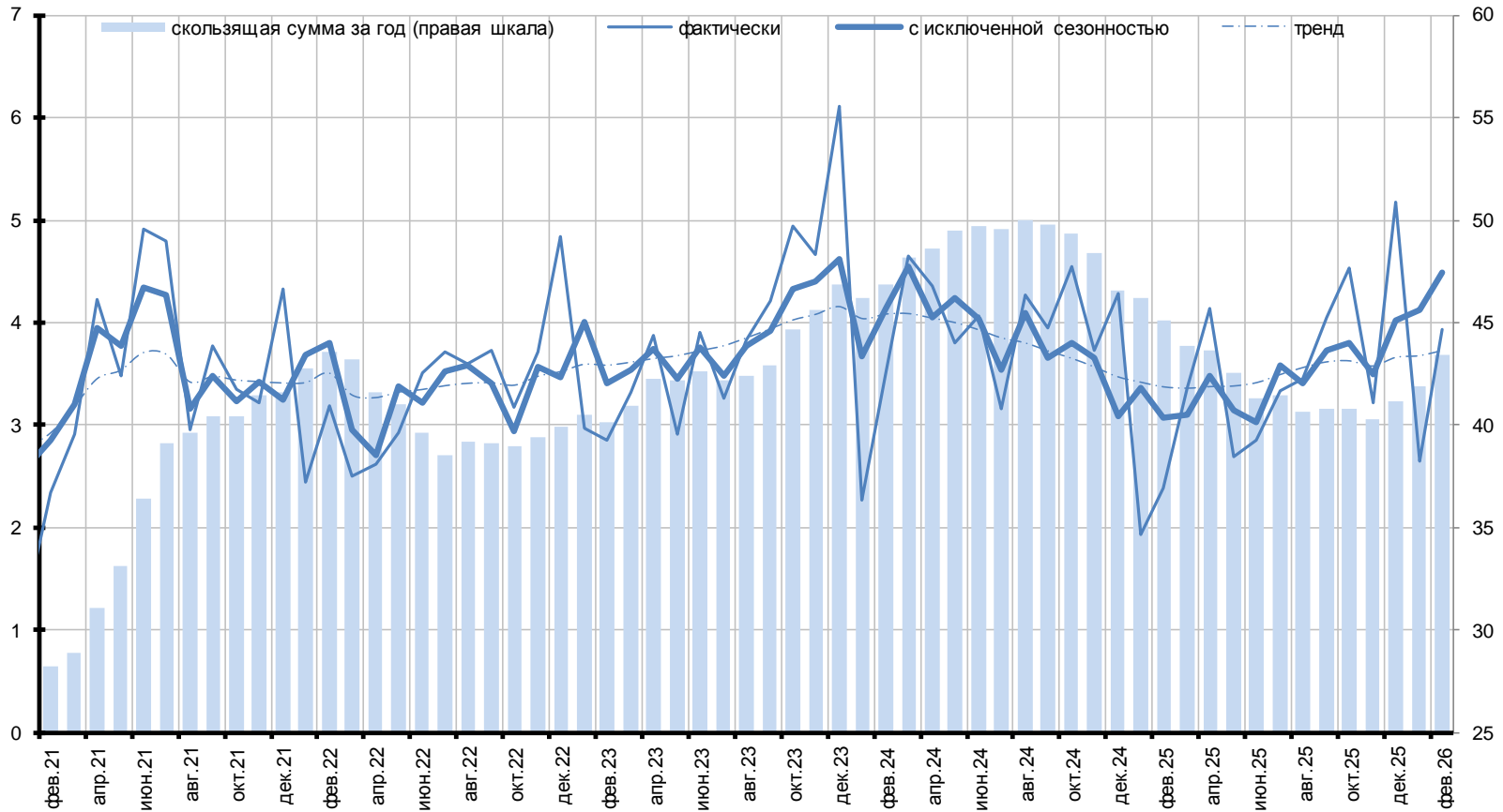


В части инвестиций в производственные активы ситуация по состоянию на III кв. остаётся крайне сложной. *Уровень инвестиций в машины и оборудование* снижается уже с середины 2025 г. (сезонность устранена), причём это хорошо подтверждается динамикой предложения машин и оборудования.

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.

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

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

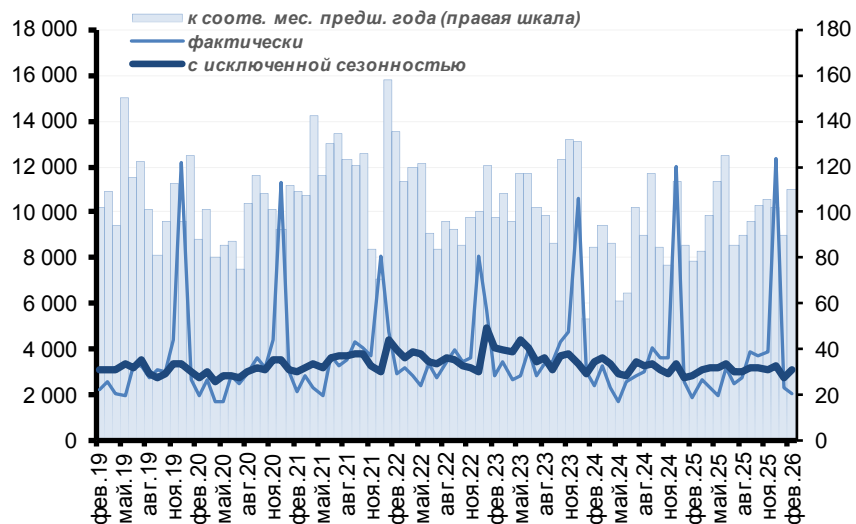


<sup>1</sup> Многоквартирные дома

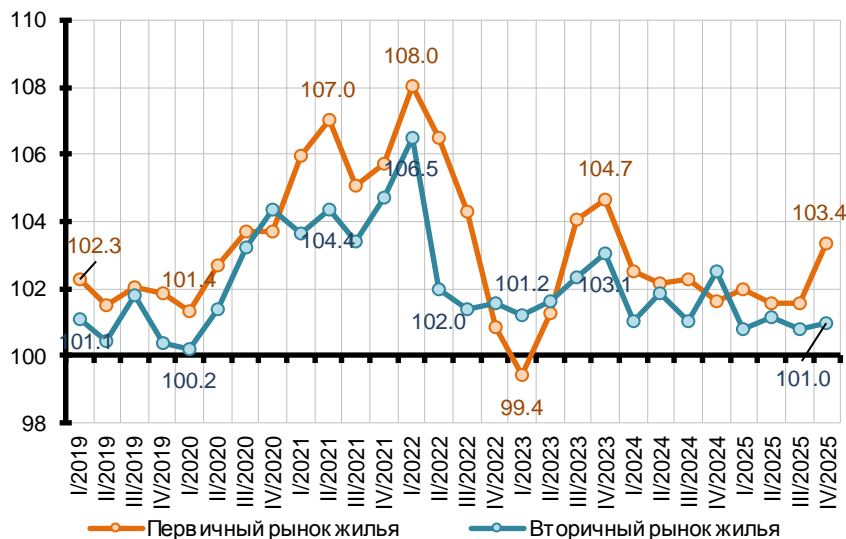
Количество запускаемых строительных проектов по МКД в феврале заметно выросло (сезонность устранена). По-видимому, идет формирование «запаса проектов» в строительных компаниях с учётом возможного оживления в отрасли в перспективе.

# Рынок жилой недвижимости

## Строительство многоквартирных домов<sup>1</sup>



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



В феврале 2026 г. ввод многоквартирных жилых домов увеличился на 9.8% по отношению к соответствующему месяцу прошлого года.

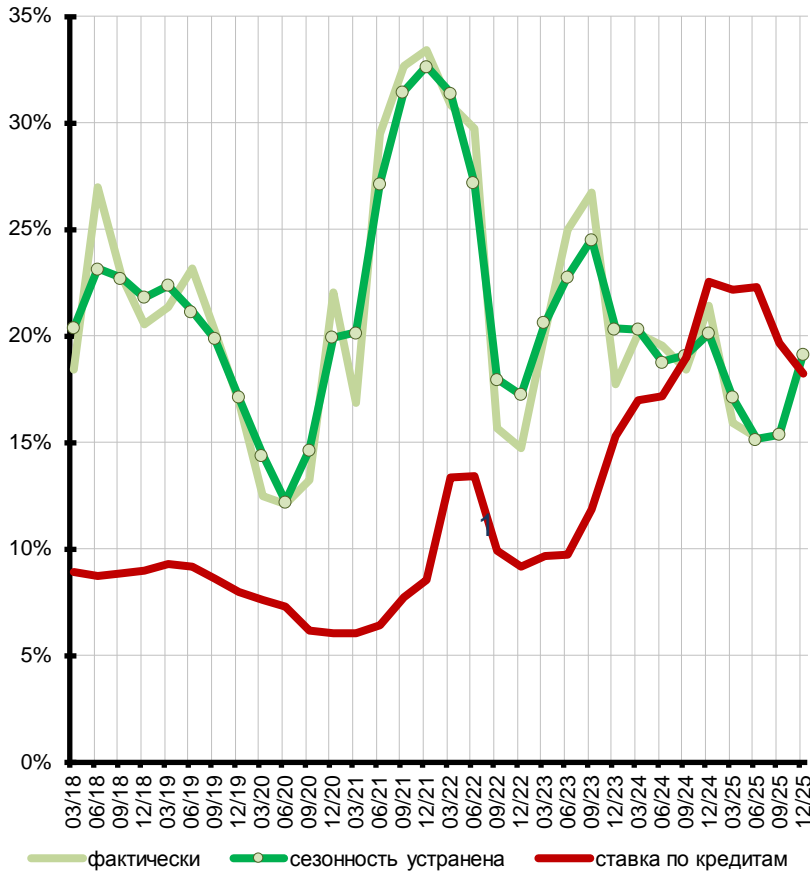
За январь-февраль 2026 г. объем введенного многоквартирного жилья оказался чуть ниже по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (-1.6%).

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.

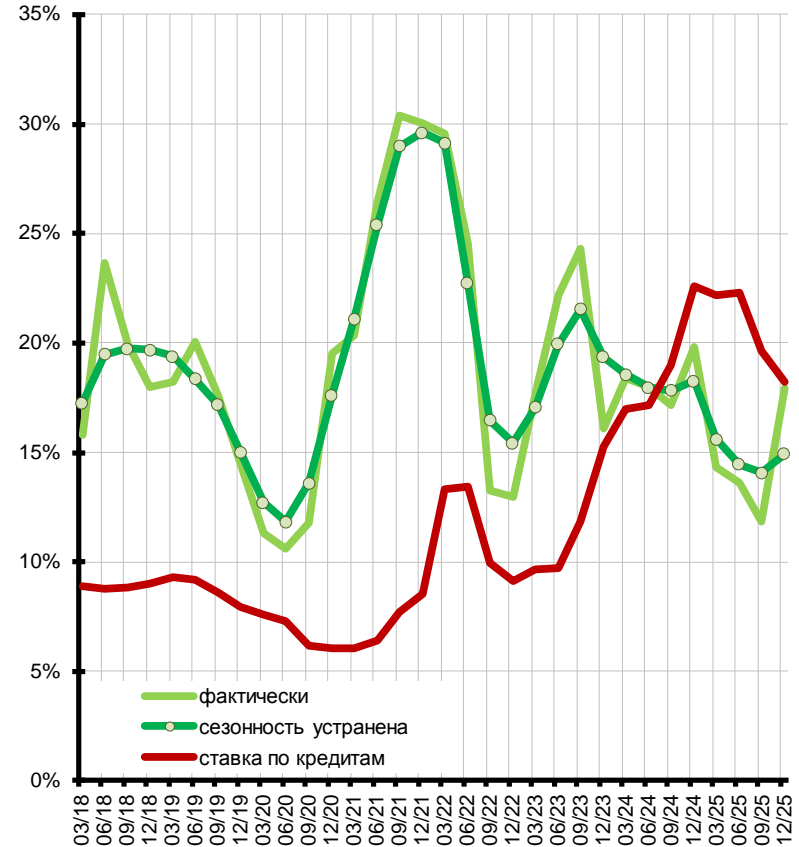
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлен по мере обновления данных

# Ставка по кредитам и рентабельность промышленности

## Рентабельность оборотного капитала<sup>1, 3, 4</sup>



## Рентабельность собственного капитала<sup>2, 3, 4</sup>



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).

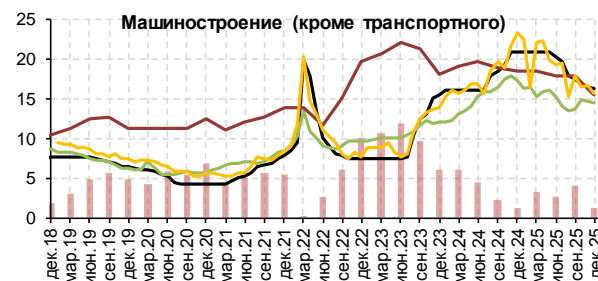
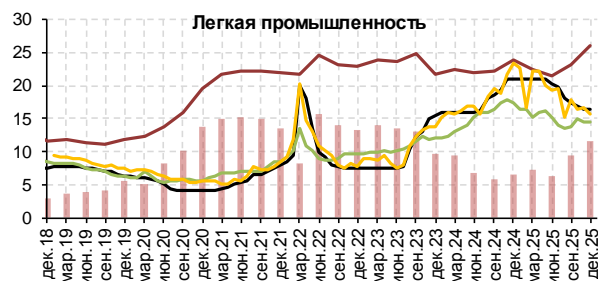
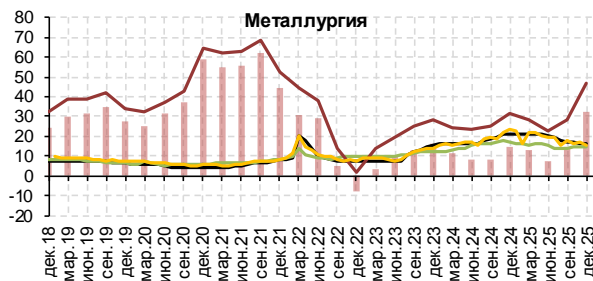
<sup>1</sup> отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу

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

<sup>3</sup> оценка рентабельности за IV квартал – предварительная

<sup>4</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Динамика рентабельности и стоимости альтернативных вложений по группам отраслей (%)<sup>1,2,3</sup>



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

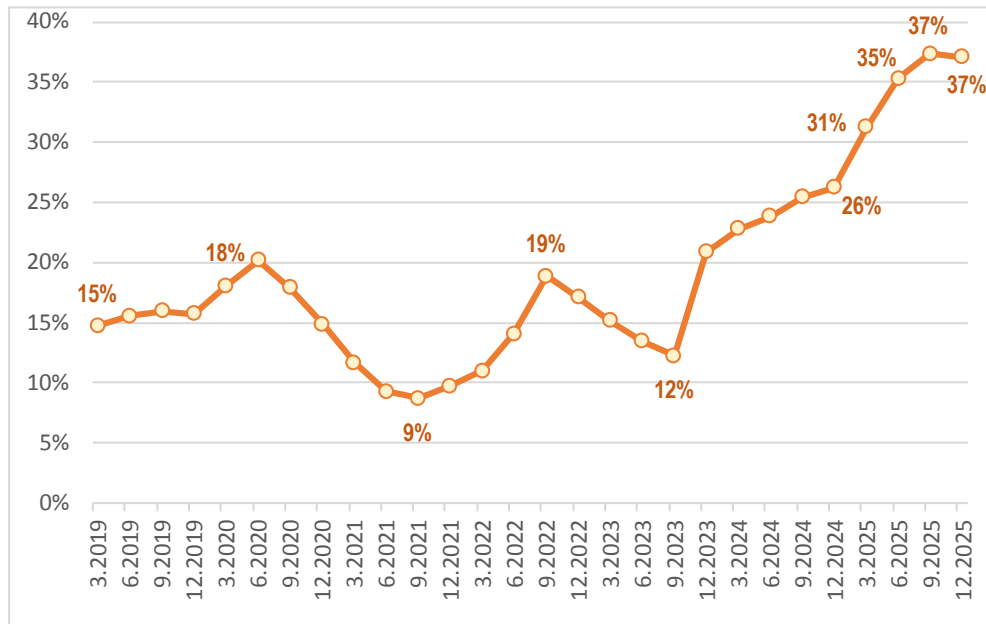
	I.2022			II.2022			III.2022			IV.2022			I.2023			II.2023			III.2023			IV.2023			I.2024			II.2024			III.2024			IV.2024			I.2025			II.2025			III.2025			IV.2025		
	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	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
<b>Рентабельность по группам отраслей</b>																																																
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			21			19			13			13			10			10					
Легкая промышленность	22			25			23			23			24			24			25			22			22			22			22			24			23			23			26					
Деревообработка	36			23			3			-7			-5			-5			3			4			4			4			7			6			-3			-5			-1					
Пр-во изделий из бумаги	35			31			37			23			21			21			23			23			23			22			20			16			11			9			8					
Химический комплекс	48			43			30			20			17			15			23			24			21			21			17			25			21			20			19					
Производство стройматериалов	23			21			18			19			19			21			21			18			21			21			19			16			13			10			13					
Машиностроение (кроме трансп-го)	14			12			15			20			21			22			21			18			19			20			19			19			18			18			16					
Транспортное машиностроение	6			-2			-6			-10			-1			3			4			-1			3			6			10			14			7			2			2					
<b>Сред. рентабельность-ОФЗ</b>																																																
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	3.1	-3.2	-2.0	-3.2	-3.3	-2.5	-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
<b>Ключевая ставка</b>	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	
<b>Ставка ОФЗ</b>	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
<b>Кредитные ставки до 1 года "Добыча полезных ископаемых"</b>	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
<b>Кредитные ставки до 1 года "Обрабатывающие производства"</b>	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 и ставки по безрисковому «держанию денег» (доходность по ОФЗ), то, по состоянию на конец 2025 г., 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.

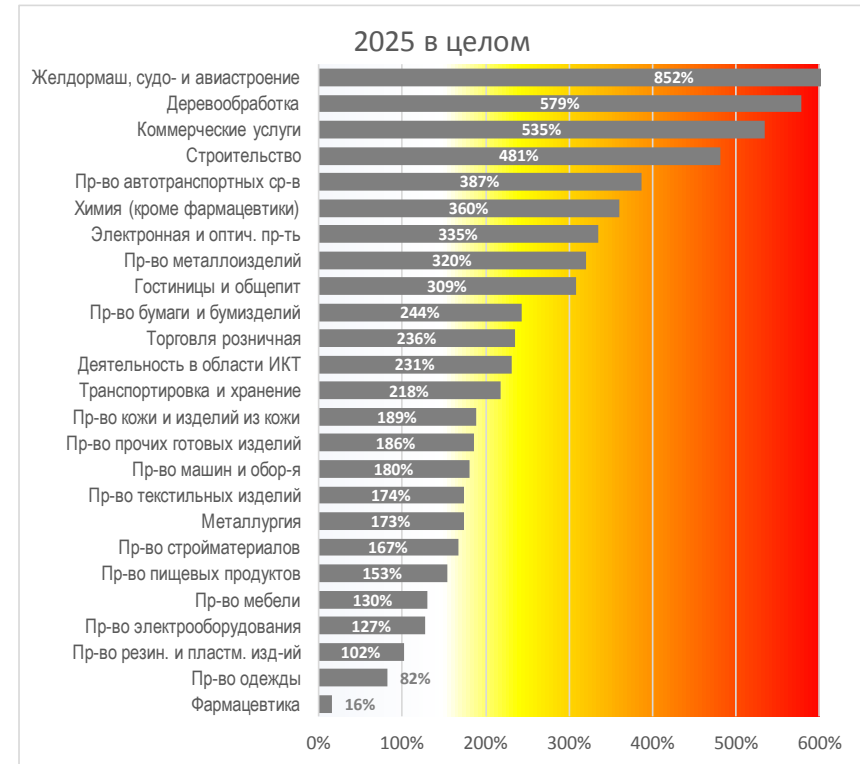
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере выхода данных по рентабельности за I кв. 2026 г.  
<sup>2</sup> В качестве показателя рентабельности используется соотношение прибыли до налогообложения и собственного капитала.  
<sup>3</sup> Кредитные ставки для нефтегазового сектора – ставки для «добычи полезных ископаемых» (В). Для прочих групп отраслей – ставки «обрабатывающих производств» (С).

# Долговое давление на компании

## Соотношение процентных платежей и прибыли до уплаты процентов (ЕВИТ)<sup>1</sup>



## Чистые обязательства компаний, % к EBITDA<sup>1</sup>



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..

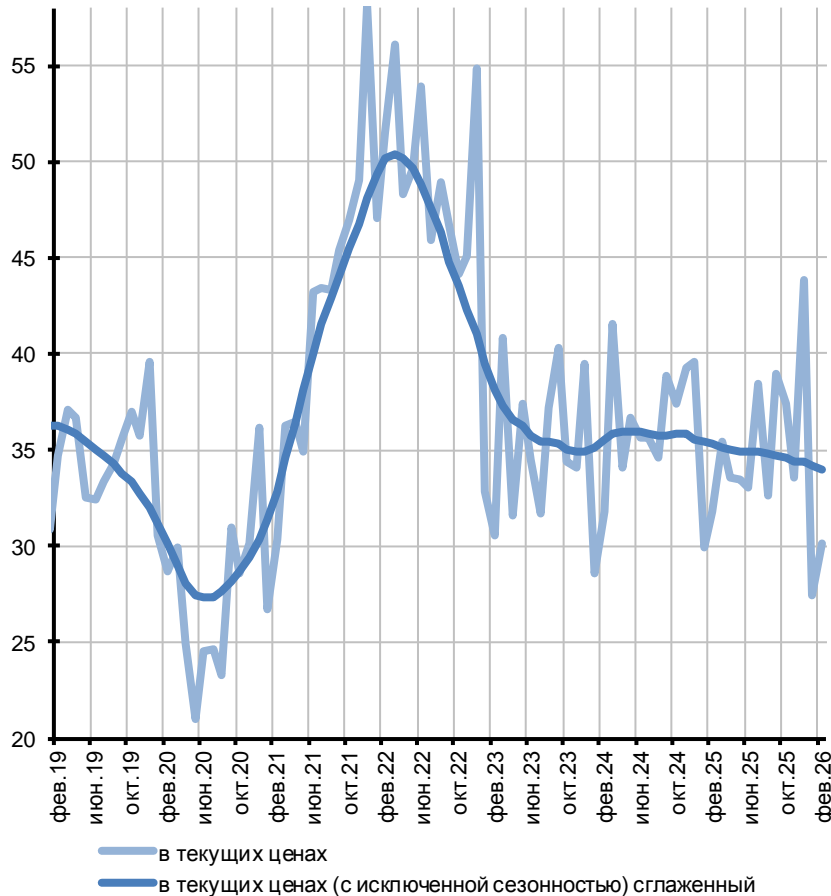
*EВИТ* – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата и процентов к уплате

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

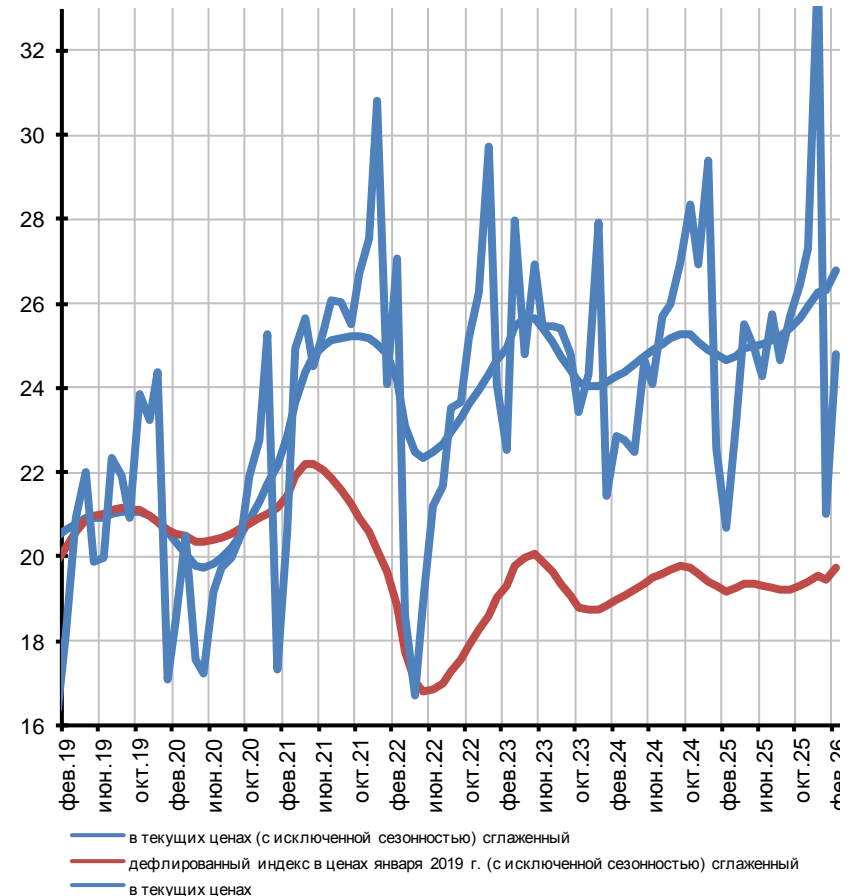
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Спрос: внешняя торговля (в текущих ценах, млрд. долл.)

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



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



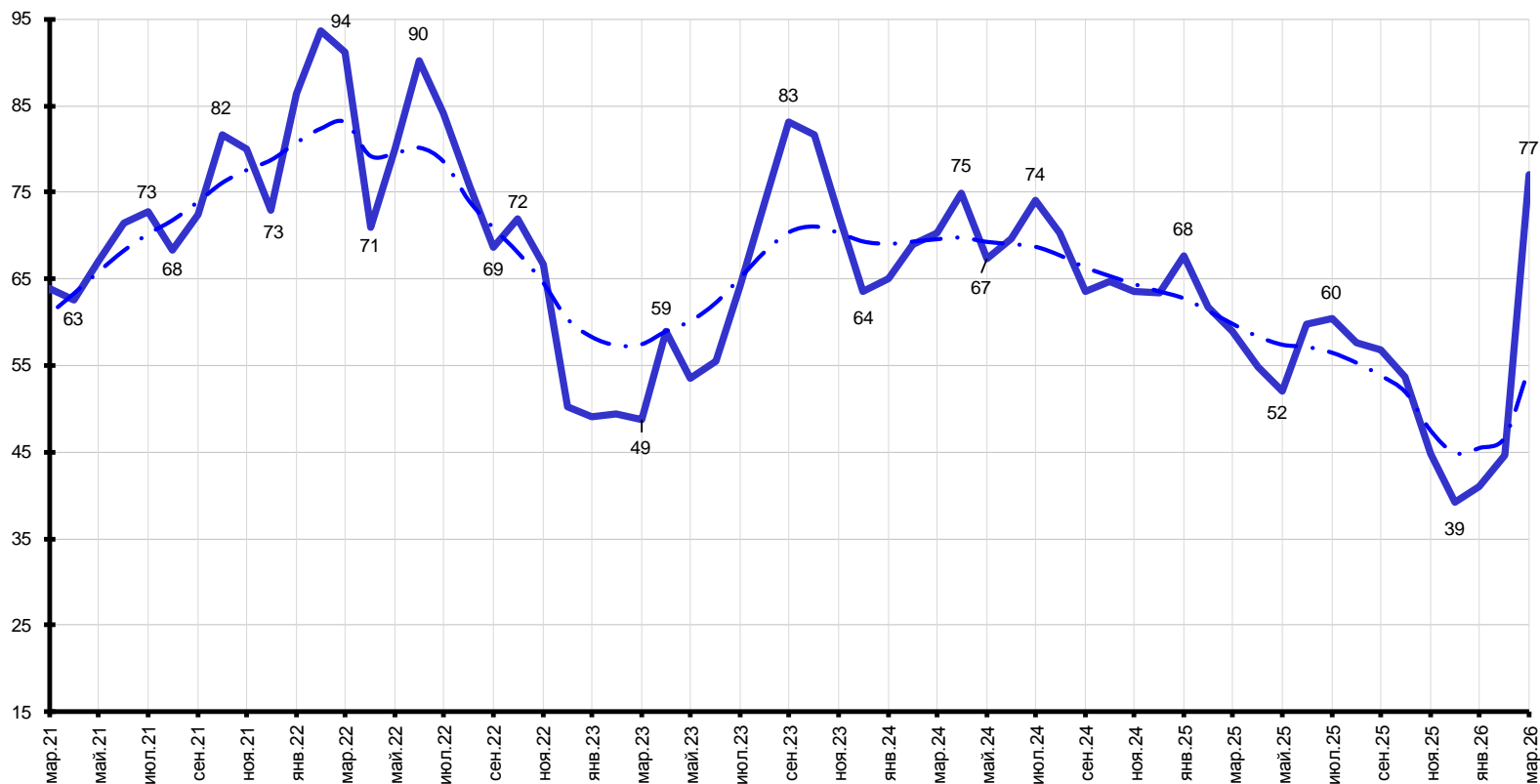
*Экспорт товаров* (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на февраль продолжал медленно, но неуклонно снижаться. Впрочем, как уже отмечалось, боевые действия в Персидском заливе почти наверняка переломят эту тенденцию – как из-за роста цен на нефть и газ, так и вследствие ослабления фактического правоприменения.

В сфере *импорта товаров* (в текущих ценах, сезонность устранена), по состоянию на февраль, укрепилась среднесрочная тенденция к расширению – довольно естественная в условиях укрепления рубля. Насколько эта тенденция (очевидно, в основном относящаяся к «возвращению на рынки» потребительских товаров) будет устойчива в условиях негативных тенденций на рынках и очевидных проблем с логистикой с южного направления – покажут ближайшие месяцы.

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

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

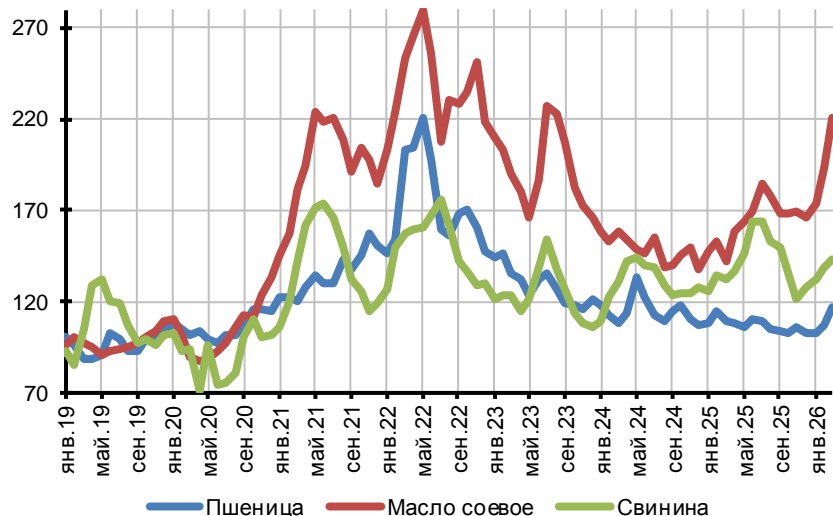
# Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в марте 2026 г. взлетела до 77.0 долл./барр. после 44.6 долл./барр. в феврале. С 28 февраля, с началом военной операции США и Израиля против Ирана, мировые цены на нефть начали расти из-за опасений нехватки предложения. Союзники ударили по иранскому нефтяному месторождению Южный Парс. В ответ Иран стал наносить ракетные удары по американским и израильским военным и энергетическим объектам, расположенным в странах Ближнего Востока (ОАЭ, Катар, Саудовской Аравии и др.), а также перекрыл важный логистический маршрут через Ормузский пролив. Значительно выросла стоимость фрахта. Для стабилизации ситуации на нефтяном рынке страны G7 согласовали использование нефти из стратегических резервов. США временно сняли санкции с российской нефти, уже находящейся на танкерах в море. Тем не менее, к концу марта цены на нефть марки Brent превышали 118 долл./барр.

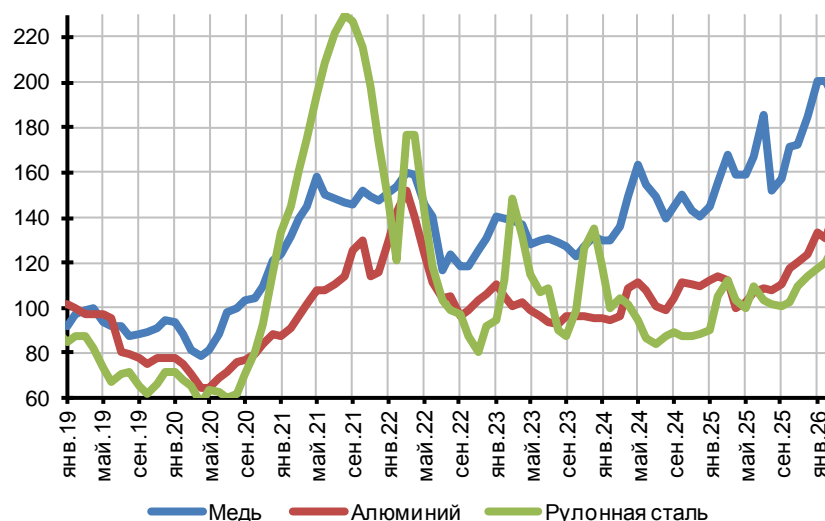
# Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

## Цены на продукцию сельского хозяйства\*



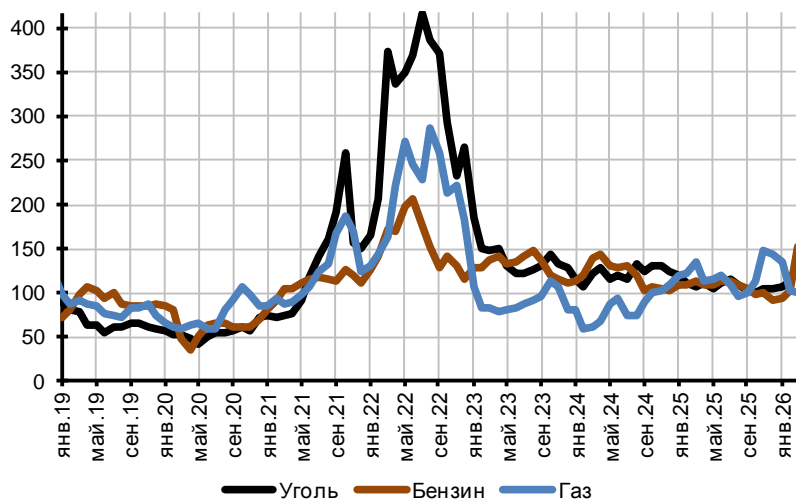
\* Пшеница – US Wheat Futures, CME  
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME  
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

## Цены на металлы\*



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

## Цены на топливо\*

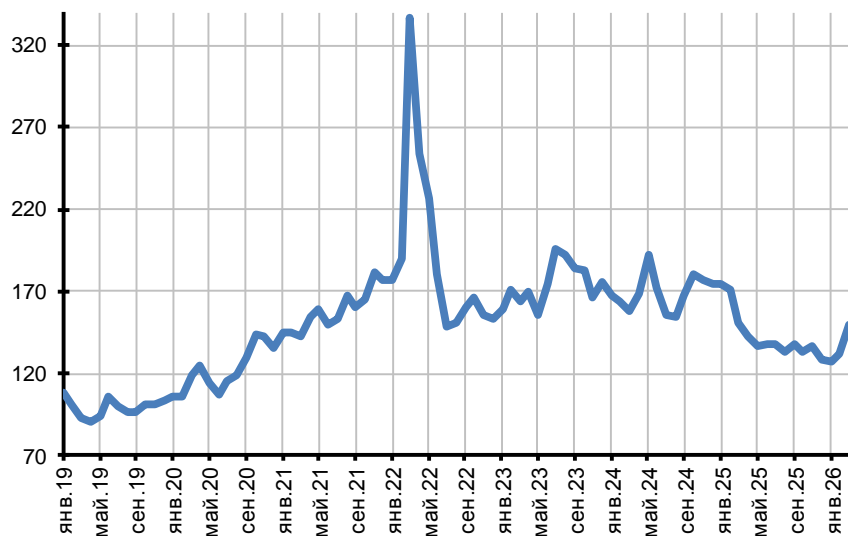


\* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE  
 Бензин – Gasoline RBOB Futures, ICE  
 Фьючерс на природный газ (производные данные)

Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на март, начали интенсивно расти – причём рост этот выходит за рамки действия сезонного фактора и связан, по-видимому, с нарастающими проблемами на рынках газа (азотные удобрения) и нефтепродуктов (сельхозработы, логистика). Если кризис перекинется на Баб-эль-Мандебский пролив (соответственно, логистический маршрут через Суэцкий канал), кризис на рынках продовольствия может усилиться. На рынках основных видов металлов, сохраняется, в целом, тенденция к росту – за исключением цен на медь, где произошла небольшая коррекция, не отменяющая, однако, общей тенденции к повышению. Цены на топливо, по состоянию на март стали, вполне закономерно, подниматься (особенно на нефтепродукты). Довольно странно на этом фоне выглядит стабилизация – причём, на довольно низком уровне – цен на газ. Но, скорее всего, дальше, в случае развития кризиса в Персидском заливе, будут расти уже и они.

# 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\*



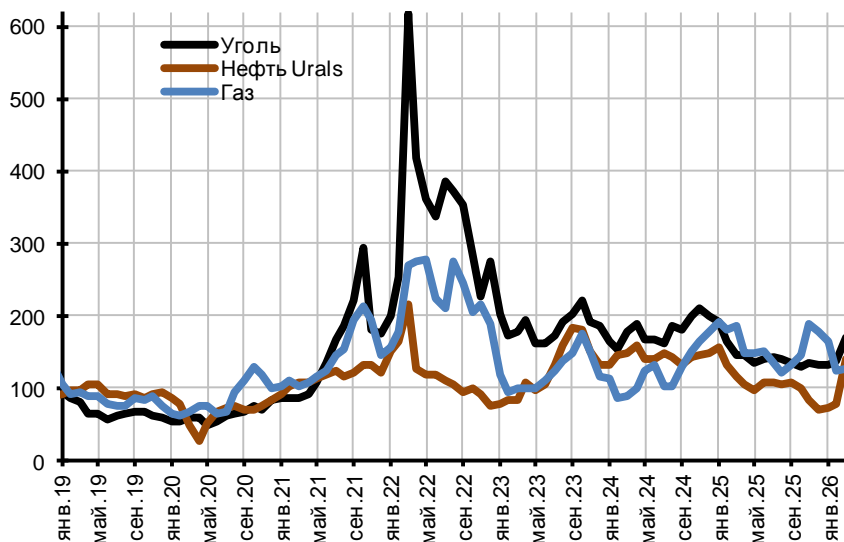
\* Пшеница – US Wheat Futures, CME

## Цены на металлы\*



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

## Цены на топливо\*

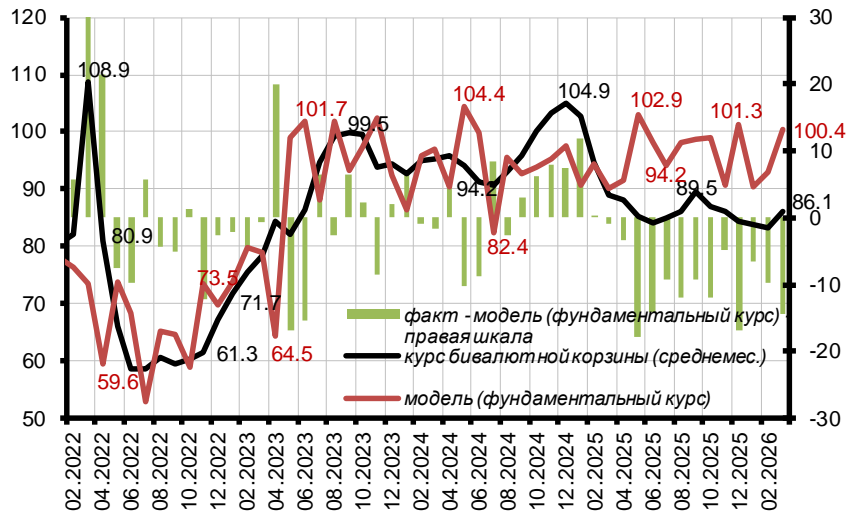


\* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE  
Фьючерс на природный газ (производные данные)

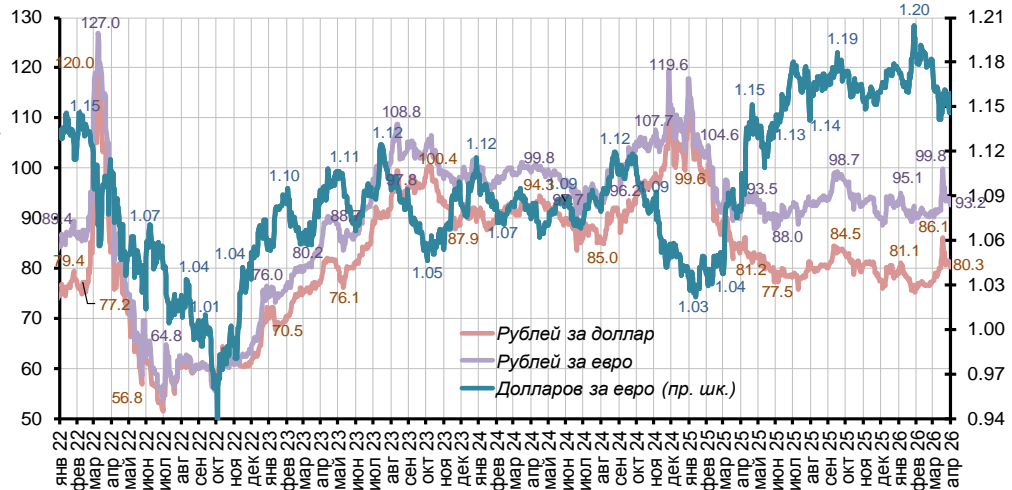
По состоянию на март, ситуация с *входящим денежным потоком экспортеров*, в целом, стала улучшаться – правда, в ряде случаев, с очень низкого исходного уровня. Так, на рынке пшеницы ситуация, формально, заметно улучшилась, но рублевые цены только вышли на уровень четырехлетней давности. На рынках металлов внешнеторговая конъюнктура быстро улучшается, и с точки зрения цен и курса кризис уже почти преодолен. На рынках энергоносителей положение также стало улучшаться – правда, (пока?) не очень сильно. Как будет меняться ситуация в дальнейшем, и что перевесит – рост цен или (вероятное, но не predetermined) укрепление рубля – покажет ближайшее время.

# Валютный курс

## Фундаментальный<sup>1</sup> и фактический курс рубля к бивалютной корзине



## Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные



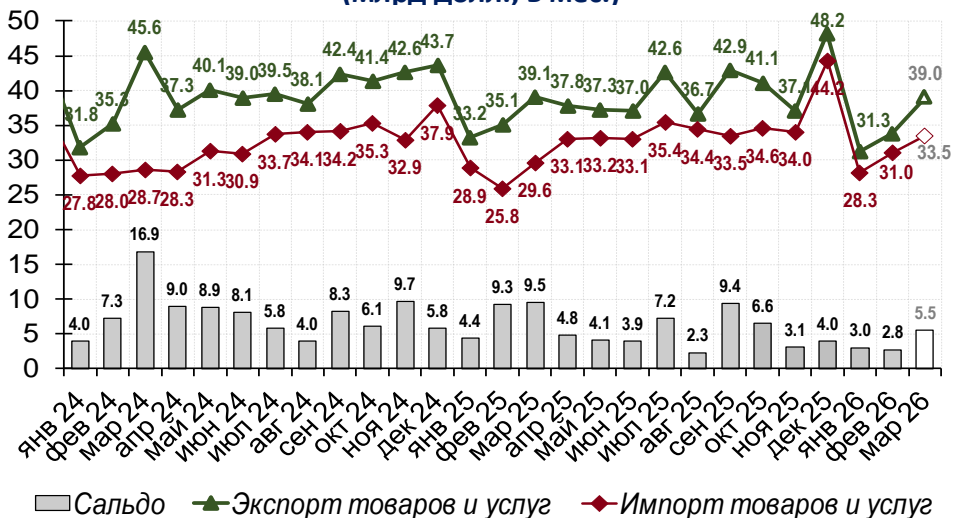
В марте наблюдалось ослабление рубля как по отношению к доллару США (+3.9%), так и к евро (+1.9%). Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю на 01.04.2026 составил 86.0 руб., увеличившись на 2.9% за месяц. Частично ослабление рубля по отношению к доллару США объясняется укреплением американской валюты (за март индекс DXY вырос на 2.4%).

Несмотря на то, что фактический курс рубля и его фундаментально обоснованный уровень в марте двигались сонаправлено, фактическое значение курса еще существенно отделилось от фундаментального из-за сильного влияния на него прочих факторов (помимо показателей торгового баланса). Фактический курс рубля оставался весьма переукрепленным.

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

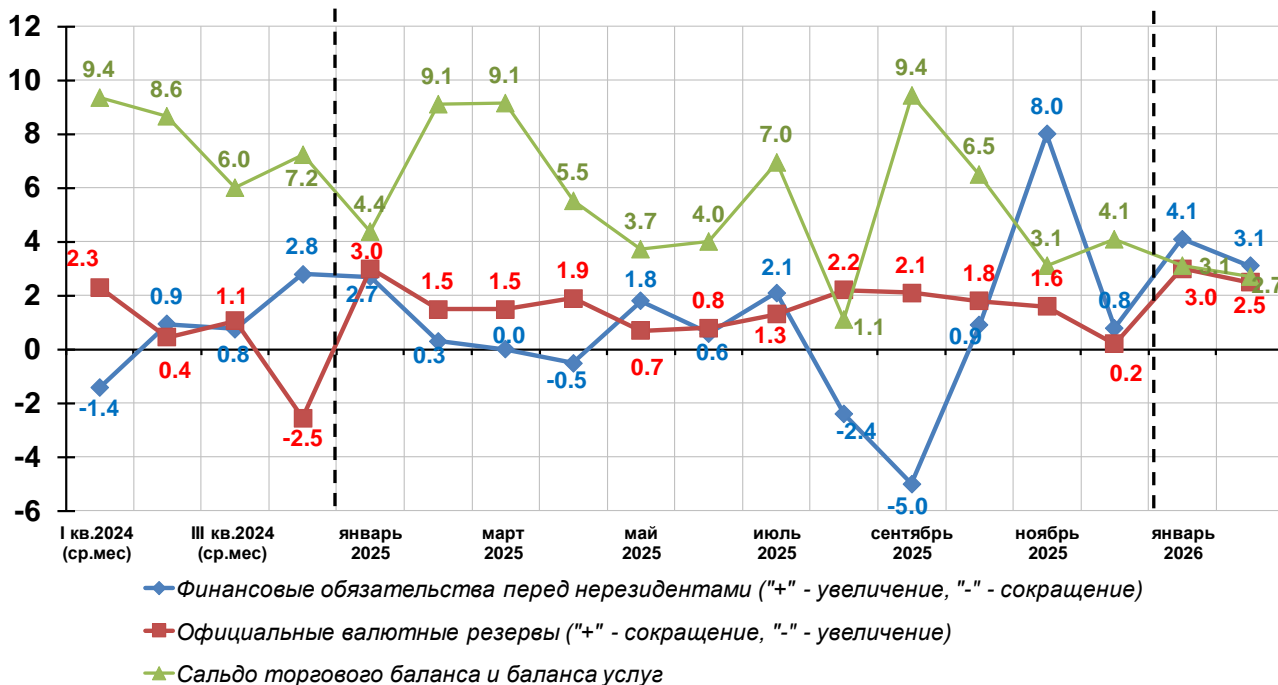
# Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

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



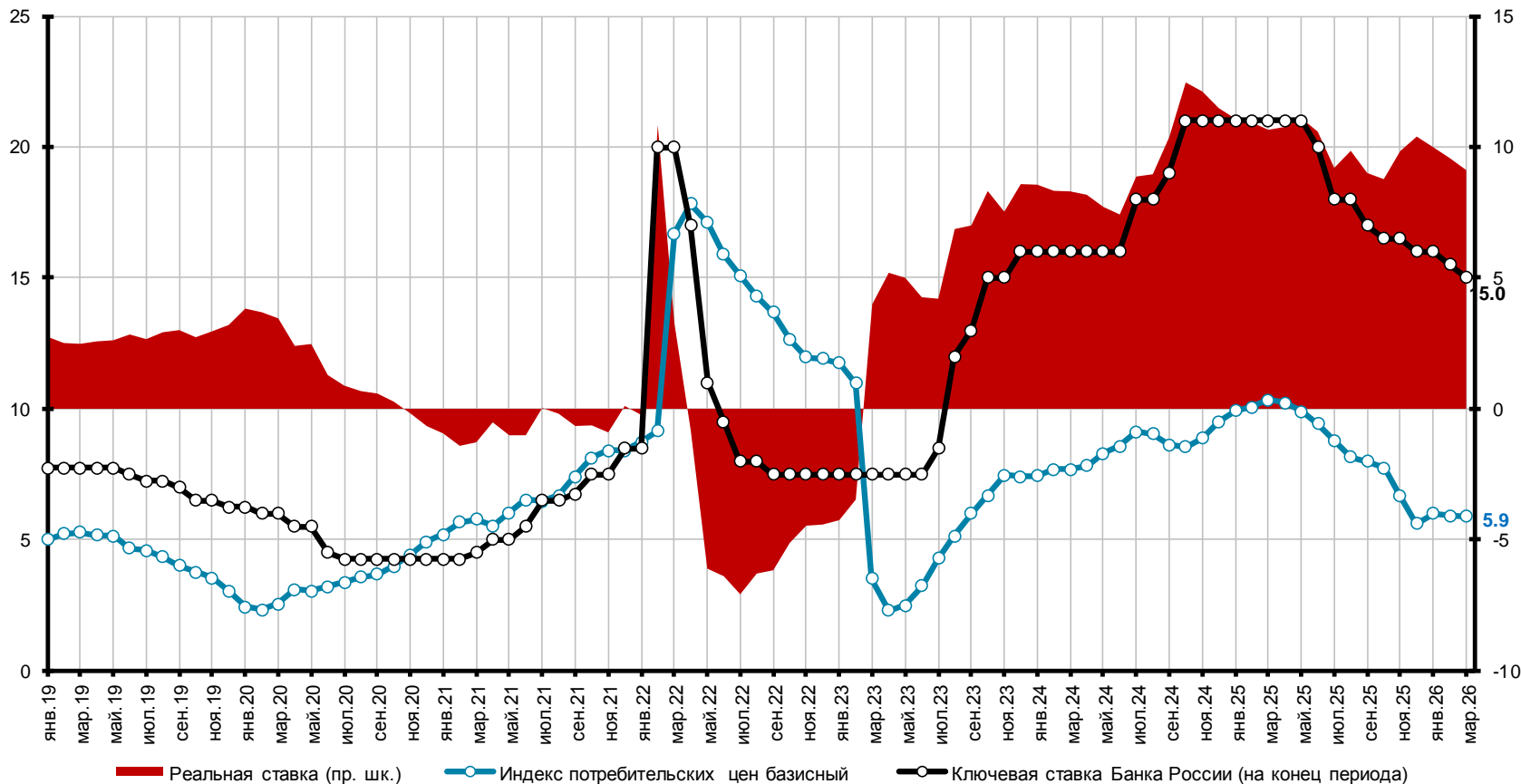
Ослабление рубля в марте произошло в результате действия следующих факторов на внутрироссийском валютном рынке: снижения объема продажи валюты экспортерами при одновременном росте спроса на нее со стороны нефинансовых компаний, а также приостановки продажи иностранной валюты, осуществлявшейся Банком России в интересах Минфина (в рамках бюджетного правила).

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



<sup>1</sup> В марте 2026 г. по экспорту и импорту приведены оценки ЦМАКП.

# Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



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%. В результате, к концу марта 2026 г. уровень реальной ключевой ставки (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) опустился до 9.1% годовых. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 24 апреля 2026 г.

<sup>1</sup> 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	4.14	10.61
<b>Россия</b>	<b>15.0</b>	<b>5.9</b>	<b>9.12</b>
Индия	5.25	3.21	2.04
Китай	3.0	1.0	2.0
Великобритания	3.75	3.0	0.75
США	3.75	3.3	0.45
Канада	2.25	1.8	0.45
Австралия	4.10	3.7	0.40
Швейцария	0.0	0.1	-0.1
ЕС	2.15	2.5	-0.35
Япония	0.75	1.3	-0.55

В марте-апреле *уровень реальных процентных ставок* вырос в Китае, Японии и Австралии вследствие замедления темпов инфляции в этих странах. Аналогичный показатель в Бразилии, США и 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, %)

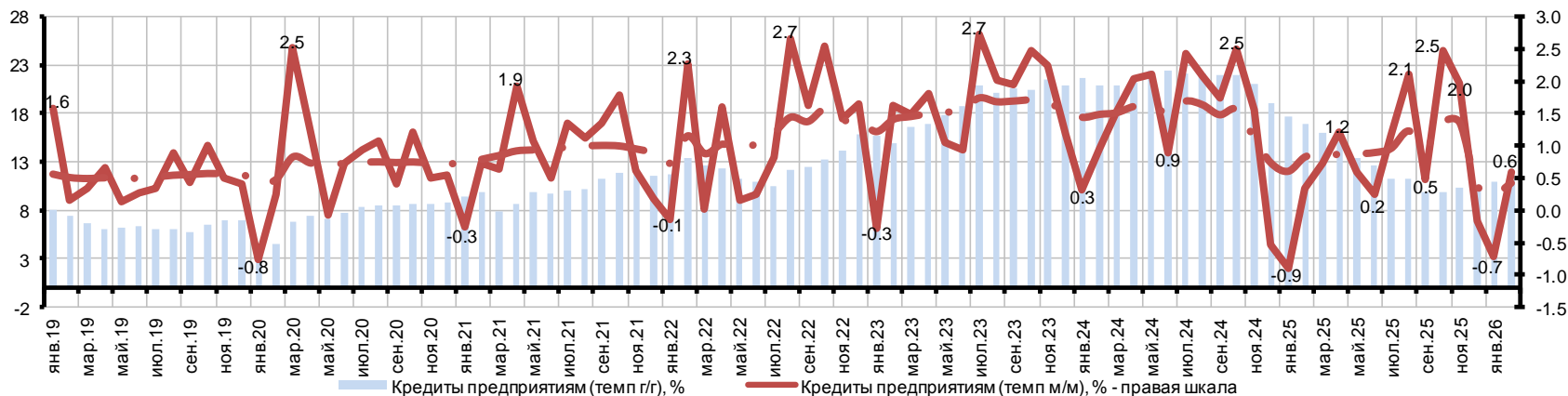


В феврале темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +0.0%, что на 0.8 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Потребительское кредитование в феврале сократилось на 0.7% после роста на 0.6% в январе. Основное снижение пришлось на сегмент кредитов наличными.

Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в феврале замедлился до скромных +0.2% после умеренного роста в январе (+0.9%). Замедление ожидаемо, так как высокий спрос на «Семейную ипотеку» реализовался в ноябре 2025 г. – январе 2026 г.: заемщики стремились взять кредит до введения с 1 февраля 2026 г. правила «один льготный кредит на семью».

# Кредитование предприятий

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



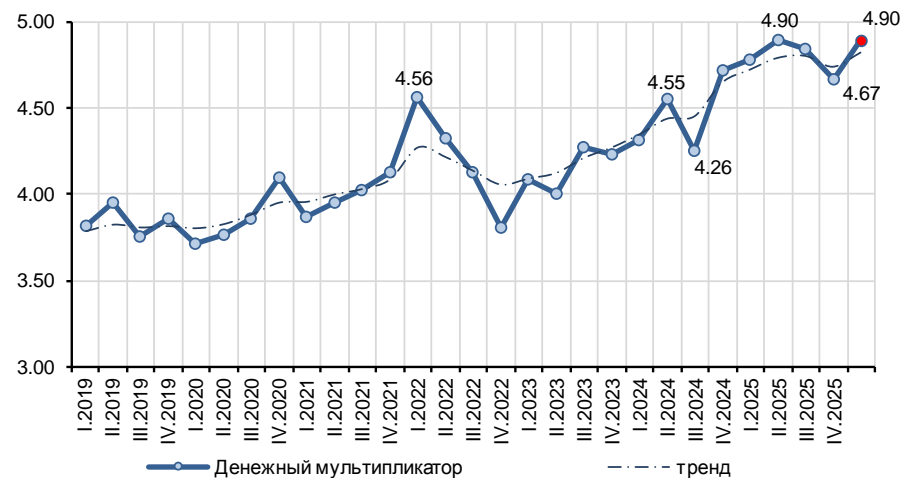
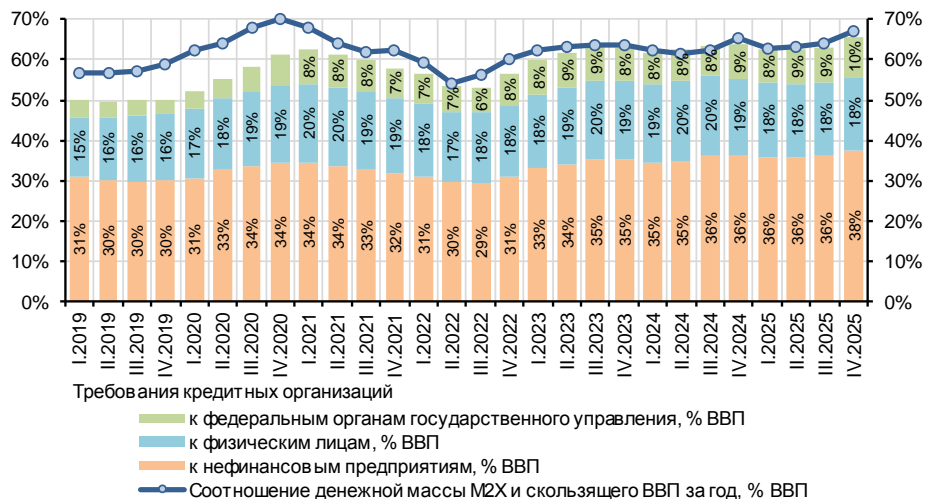
## Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Активность в сегменте *корпоративного кредитования* продолжает ускоряться. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в феврале составил 11.1%, что на 0.2 проц. п. выше январского значения и на 0.4 проц. п. выше результата декабря.

В феврале корпоративный кредитный портфель увеличился на умеренные +0.5 трлн. руб. (+0.6%). Рост кредитования по-прежнему сдерживали существенные бюджетные выплаты: исполнители государственных контрактов меньше нуждались в финансировании и частично погасили ранее взятые кредиты.

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

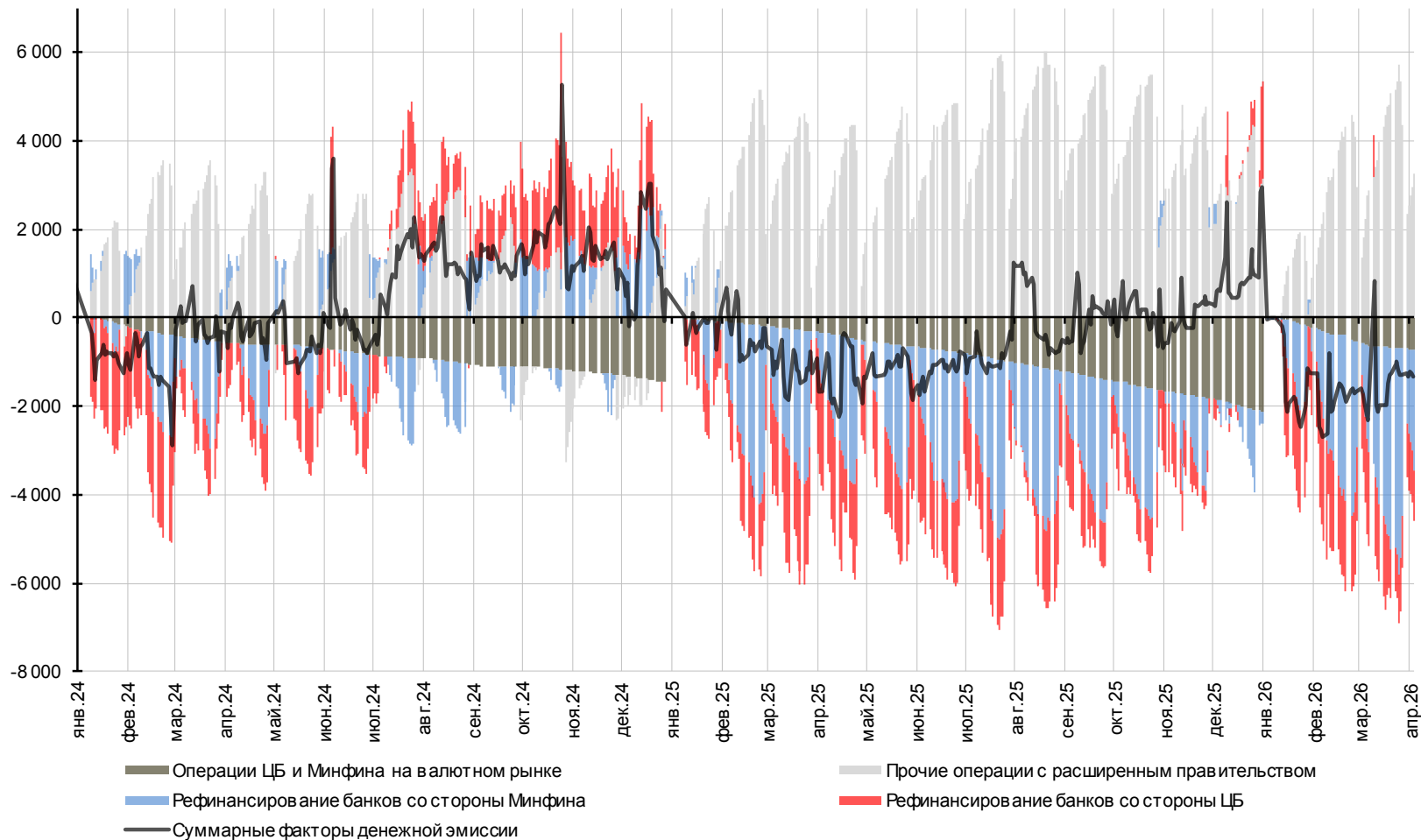


Рост *денежной массы* (в широком определении) с исключенной валютной переоценкой дополнительно ускорился в IV кв. 2025 г. (+6.3%, после 3.4% кварталом ранее) в силу фактора сезонности. В годовом выражении динамика денежной массы обгоняет рост номинального ВВП, что ведет к повышению уровня монетизации 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. Согласно оперативным данным Банка России, в I кв. 2026 г. наблюдалось снижение денежного предложения (-4.3%) при стагнации широкой денежной массы (+0.3%), в результате чего денежный мультипликатор вновь вырос (до максимальных уровней II кв. 2025 г.)

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

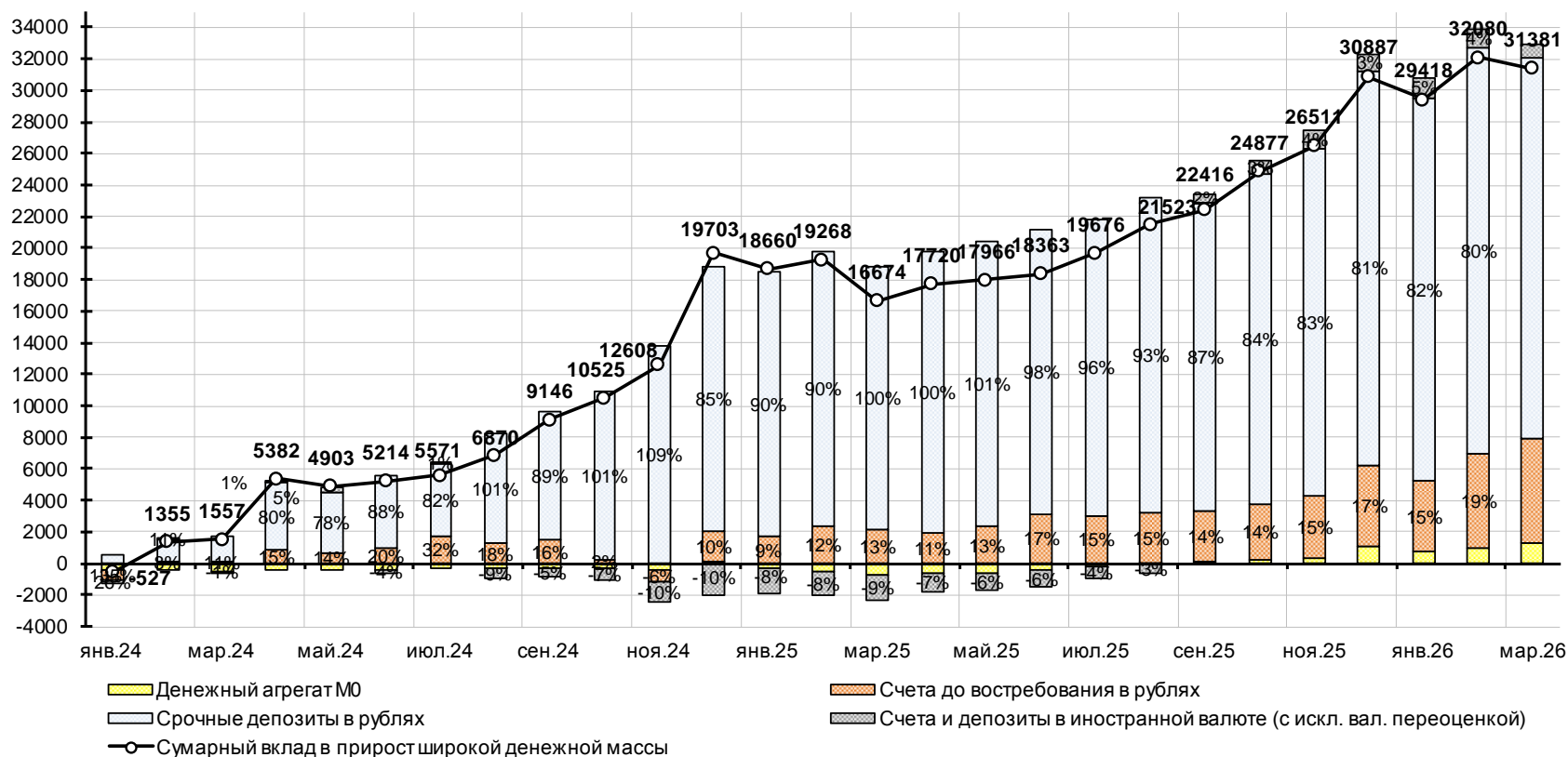
<sup>2</sup> ВВП за IV кв. 2025 г. – оценка ЦМАКП

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



В течение марта наблюдалась высокая интенсивность *поступления ликвидности* в экономику, в частности через канал чистых расходов бюджета. Операции Минфина на рынке финансовых активов (РЕПО и депозиты), дополненные (замедлившимся) оттоком ликвидности в результате операций по продаже валюты Банком России в интересах Минфина, стерилизовали бюджетные вливания не полностью. И хотя, поскольку до середины января банки активно гасили задолженность перед Банком России, баланс факторов эмиссии (за исключением фактора наличных денег) остается смещенным в отрицательную зону, тем не менее неполная стерилизация бюджетных средств позволила повысить сбалансированность факторов.

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

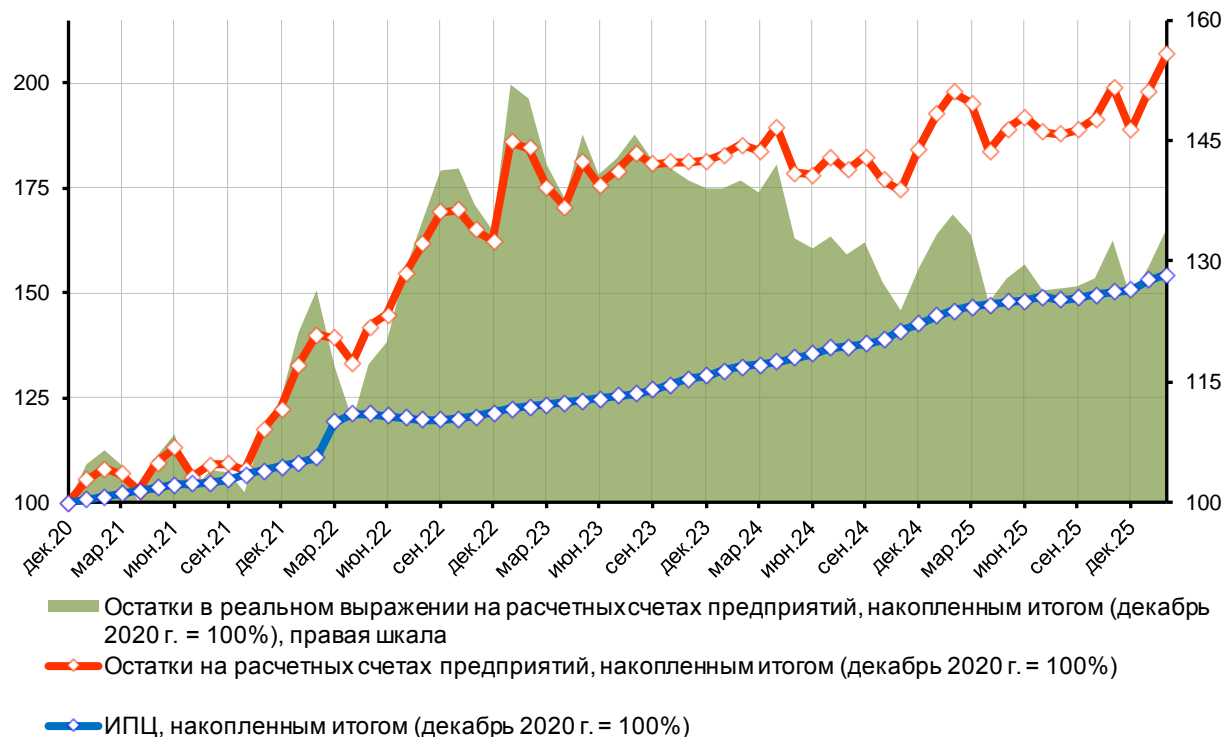


В марте 2026 г. наблюдалось снижение широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой после стандартных сезонных движений декабря 2025 г.-февраля 2026 г., которые происходили на фоне разнонаправленной динамики как по счетам предприятий, так и населения. Согласно оперативным оценкам Банка России, основным фактором снижения денежной массы являлся сильный отток средств с рублевых депозитов (счета до востребования), в первую очередь, предприятий (на 1.4 трлн руб.), слегка дополненный оттоком из рублевых депозитов населения (на 0.2 трлн руб.). По текущим счетам как населения, так и предприятий, наоборот, наблюдался небольшой рост (на 0.3 и 0.4 млрд руб. соответственно). Такое движение по счетам обуславливается сдвигом срока уплаты февральских налоговых платежей в бюджет на первый рабочий день марта. В результате, несмотря на снижение в абсолютном выражении, темп прироста в годовом выражении M2X с исключенной валютной переоценкой ускорился в силу эффекта базы и составил 12.5% в марте, после 12.4% в феврале.

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

# Ликвидность хозяйственного оборота

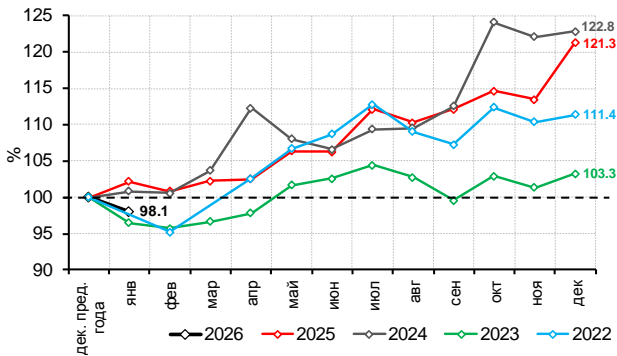
Динамика остатков средств на расчетных счетах предприятий, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%



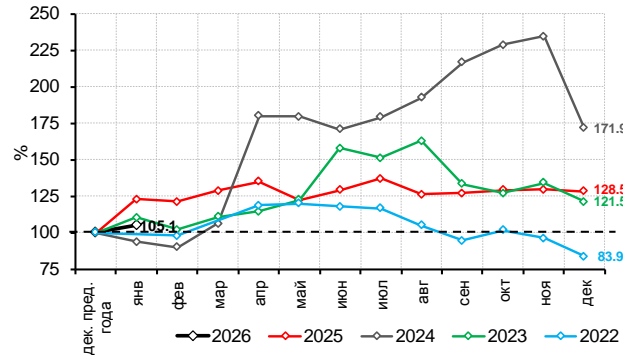
Наблюдается сезонный рост средств на расчетных счетах предприятий (нефинансовых организаций) в январе-феврале 2026 г. В стратегическом плане уровень остатков средств на счетах в реальном выражении продолжает стагнировать, начиная с середины 2024 г. Следовательно пока еще нет оснований полагать о возможном существенном улучшении ситуации с платежами, и в целом с *ликвидностью хозяйственного оборота*. Доля средств на расчетных счетах в общем объеме размещенных рублевых денежных средств предприятий остается с начала 2024 г. примерно на том же уровне, колеблясь в диапазоне 42-48%. Это заметно ниже среднего уровня 2022-2023 гг., который составлял в среднем около 52%. Оставшиеся 52-58% средств на банковских счетах предприятий реального сектора составляют срочные депозиты. Такая высокая доля этих депозитов обусловлена привлекательностью процентных ставок по ним. Предприятия, видимо, склонны 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

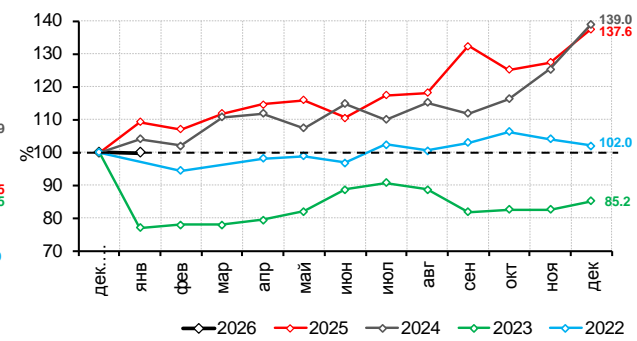
Динамика просроченной кредиторской задолженности, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



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

В целом по экономике в начале 2026 г. ситуация с динамикой *просроченной кредиторской задолженности* складывается благополучно – ее объем снижается на 2%. В то же время этого снижения недостаточно, чтобы хоть сколь-нибудь значимо компенсировать существенный рост просроченной задолженности в течение двух последних лет – в среднем на 22% ежегодно. В *добывающем секторе экономики* возобновился умеренный рост объема просроченной кредиторской задолженности – с начала 2026 г. темп прироста составляет 5%. В отрасли добычи угля она после периода относительной стабильности в 4 кв. 2025 г. немного выросла, с 213 млрд руб. до 220 млрд руб. В другой отрасли этого сектора – добыче сырой нефти и природного газа – объем просроченной задолженности вырос чуть более заметно: с 277 до 290 млрд руб.

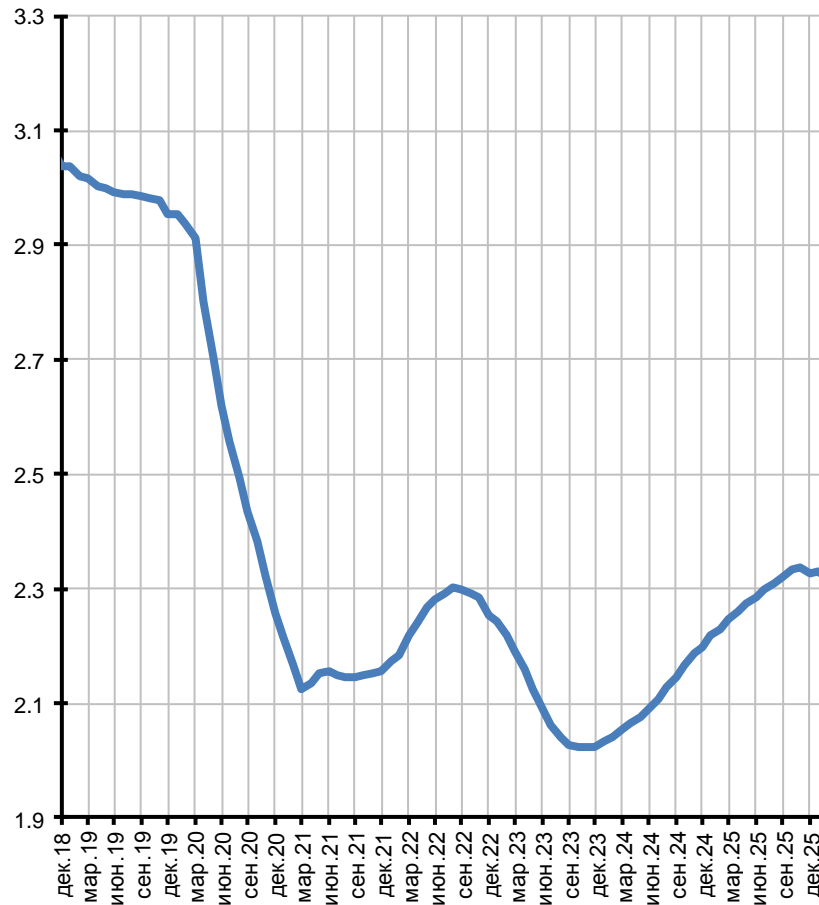
В *обрабатывающем секторе экономики* (за исключением нефтепереработки) в начале 2026 г. объем просроченной кредиторской задолженности остается на прежнем уровне, что в целом можно оценивать позитивно, учитывая предшествующее серьезное ухудшение ситуации в 4 кв. 2025 г.: вследствие этого роста объем просроченной кредиторской задолженности по итогам 2025 г. вырос на 38% – почти с тем же темпом, что и в 2024 г. В начале 2026 г. стоит отметить существенное снижение объема просроченной задолженности в производстве электрооборудования – с почти 30 млрд руб. (на конец 2025 г.) до около 10 млрд руб. В отрасли производства прочих транспортных средств и оборудования» (желдормаш, судо- и авиастроение) также произошло снижение объема просроченной задолженности – на 27 млрд руб., однако, в целом объем задолженности остается высоким – почти 500 млрд руб., что на 100 млрд руб. выше среднего уровня в 2025 г. Заметно возрос объем просроченной задолженности в производстве готовых металлических изделий – на 18 млрд руб. до 230 млрд руб., что уже почти на 90 млрд руб. выше уровня начала 2025 г.

В начале 2026 г. *доля просроченной задолженности* в общем объеме кредиторской задолженности снизилась – с 5.1% на конец 2025 г. до 4.8%. Однако это пока еще заметно выше уровня начала 2025 г. – 4.3%.

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

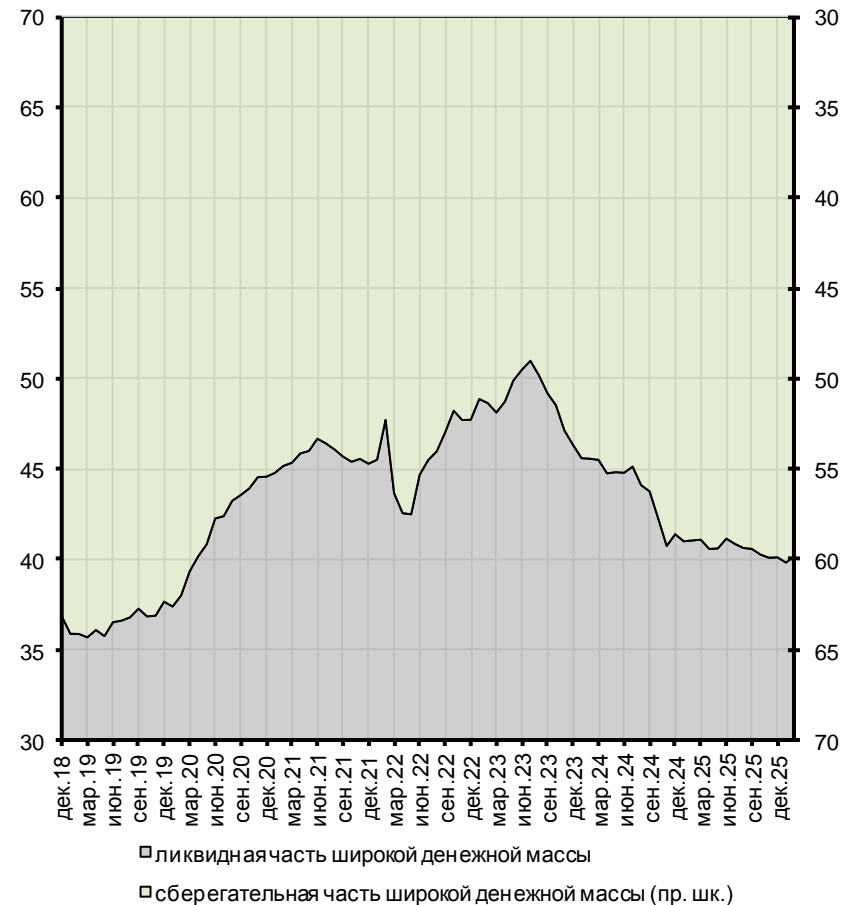
# Оборачиваемость денежных средств

Скорость обращения ликвидных денежных средств населения за скользящий год<sup>1</sup> (раз в год)



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

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

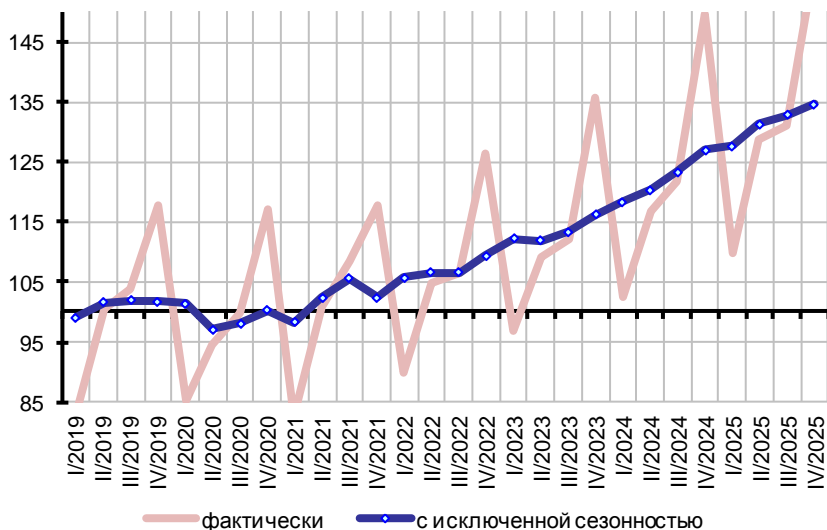


<sup>2</sup> Агрегат М2Х. С исключением валютной переоценки

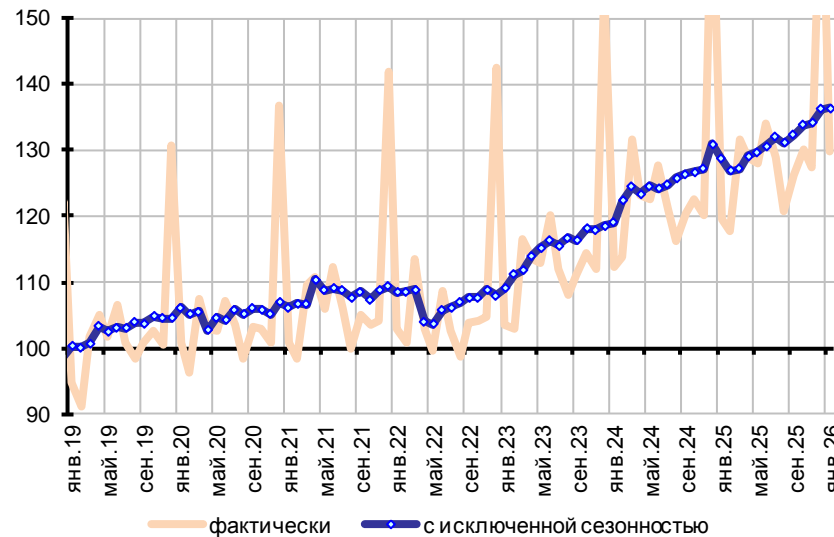
Ситуация в части монетарного давления на инфляцию, по данным на февраль, остается противоречивой. С одной стороны, скорость обращения ликвидной части денежных средств населения хотя и несколько замедлилась в последние месяцы, но ее уровень остается выше предшествующего локального максимума второго полугодия 2022 г. С другой стороны, по данным на февраль, несмотря на снизившиеся ставки по депозитам, доля ликвидной части широкой денежной массы остается стабильной, находясь на исторически невысоком уровне.

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

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



## Реальная начисленная заработная плата

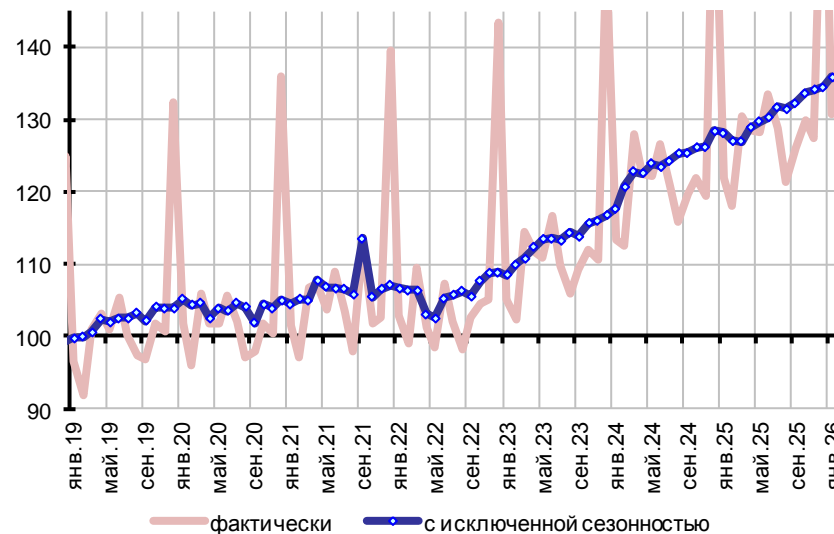


Притормозился рост *реальной заработной платы* (III кв.: +0.4% в среднем за месяц, IV кв.: +1.0%, январь: +0.1%, сезонность устранена). Такая динамика определяется неустойчивым равновесием между усиливающимися финансовыми ограничениями для компаний, сужающими возможности для роста оплаты труда – и сохраняющимся дефицитом труда, подталкивающим рост цен.

*Основные реальные денежные доходы населения* в январе увеличились быстрее заработной платы (III и IV кв.: по +0.5% в среднем за месяц, январь: +1.1%, сезонность устранена), вероятно, благодаря индексации пенсий.

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

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



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

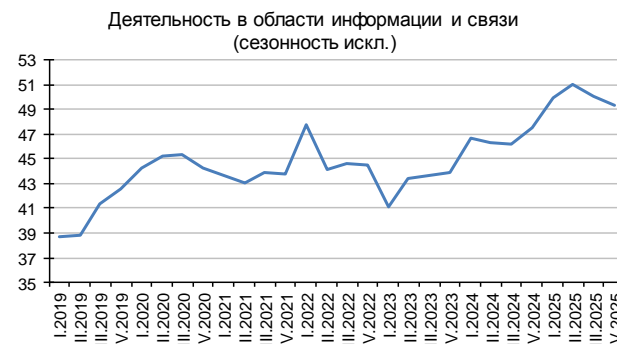
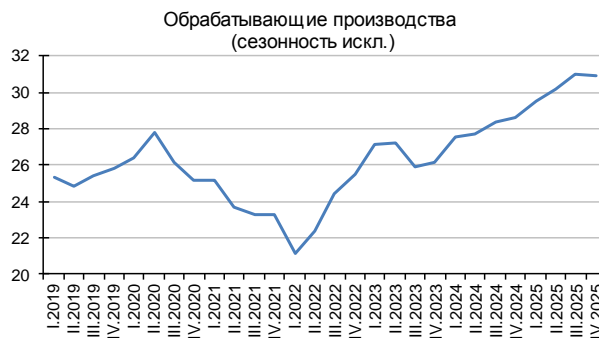
<sup>2</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



По состоянию на январь в отраслевой структуре роста реальной заработной платы ситуация, в целом, выровнялась. Динамика заработной платы примерно одинаковая во всех основных отраслях, разве что в обрабатывающей промышленности (дефицит труда) она несколько выше, а в добывающей (высокий накопленный уровень) несколько ниже среднего.

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



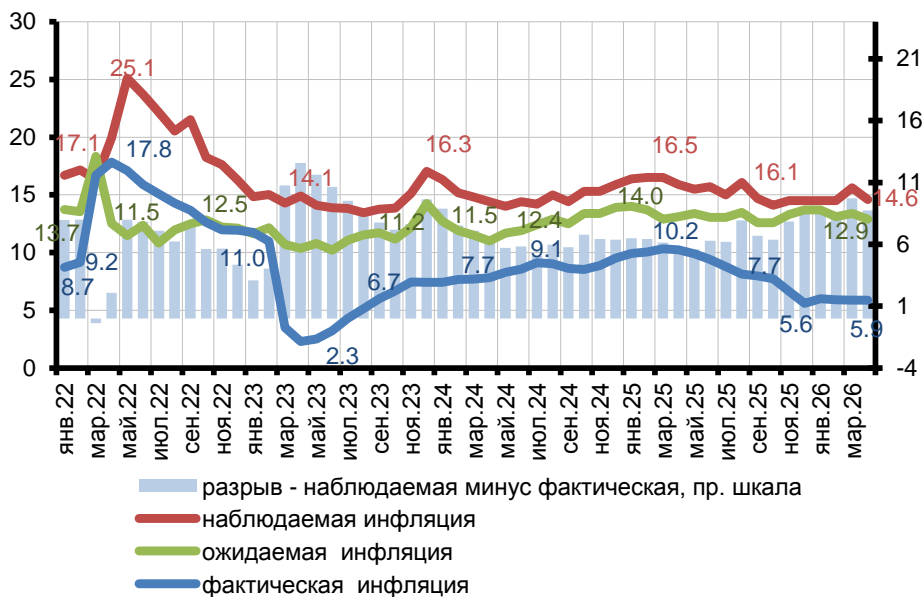
	I.2021	II.2021	III.2021	IV.2021	I.2022	II.2022	III.2022	IV.2022	I.2023	II.2023	III.2023	IV.2023	I.2024	II.2024	III.2024	IV.2024	I.2025	II.2025	III.2025	IV.2025
<b>Всего по обследуемым видам экономической деятельности</b>	27.2	25.9	22.0	22.6	23.6	24.2	21.9	23.0	26.1	25.9	21.6	22.6	25.8	25.5	22.7	24.1	27.7	28.4	25.1	26.0
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	23.0	17.8	8.2	11.0	23.0	18.6	8.5	12.4	25.9	21.2	10.0	14.2	25.4	19.9	10.7	15.8	26.9	21.6	11.2	16.3
Добыча полезных ископаемых	8.9	8.5	7.5	7.0	5.7	7.5	9.5	9.9	10.2	10.0	8.1	8.6	9.0	8.6	8.4	10.4	9.4	12.2	11.6	14.7
Обрабатывающие производства	28.0	25.0	22.2	20.5	23.6	23.7	23.3	22.6	30.3	28.7	24.4	22.5	31.0	29.5	27.1	24.7	32.9	32.0	30.1	26.8
Строительство	43.0	31.0	26.9	17.4	41.2	28.9	25.1	16.2	40.6	28.4	25.2	17.5	42.8	30.3	26.4	18.5	45.5	33.0	29.2	20.3
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	24.8	21.6	20.0	19.1	24.9	22.0	22.7	21.8	27.0	24.8	25.4	23.9
Транспортировка и хранение	32.3	31.2	28.9	28.9	28.9	28.8	27.5	27.5	26.9	29.3	27.1	27.0	27.5	29.7	27.7	28.6	29.0	31.1	28.7	28.6
Деятельность в области информации и связи	57.5	44.4	39.6	32.2	63.8	44.7	40.3	32.4	56.0	44.7	39.0	31.2	63.2	48.0	40.8	33.9	67.1	53.6	44.8	34.5

Давление оплаты труда на добавленную стоимость по состоянию на IV кв. продолжает, в целом, интенсивно расти (сезонность устранена) – и приближается к историческому максимуму локального кризиса II кв. 2020 г.

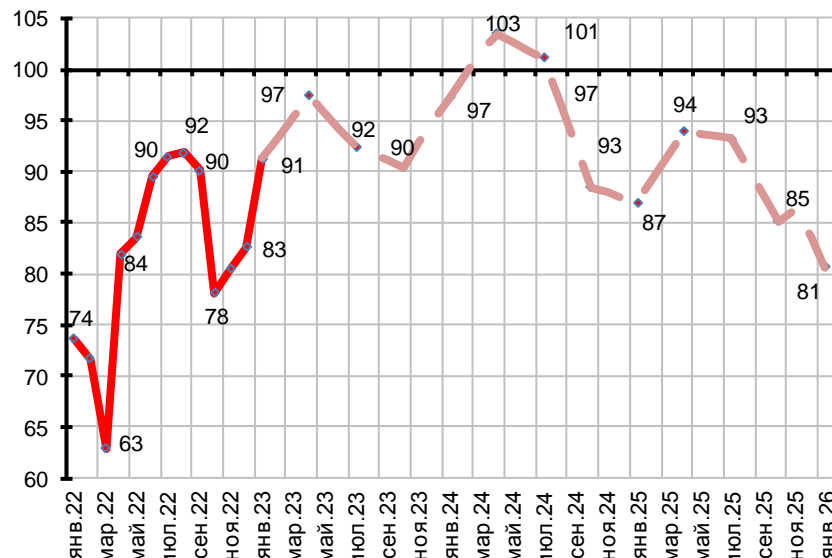
Состав отраслей, в которых доля оплаты труда в добавленной стоимости превышает 20%, очень широк и практически не изменился по сравнению с прошлым Обзором.

# Оценки макроэкономических показателей населением

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



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



Пунктиром отмечена динамика после перехода от ежемесячных к ежеквартальным обследованиям населения

Оценки населением экономической ситуации, в целом, несколько ухудшились:

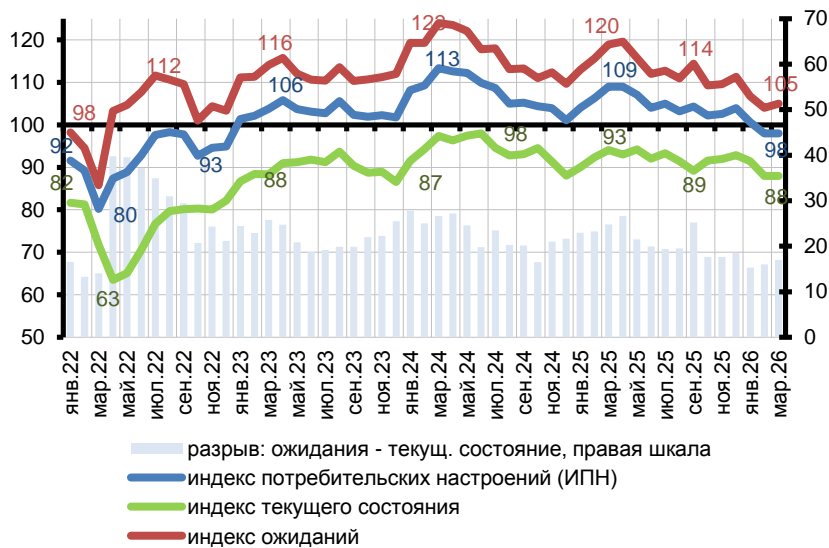
- инфляционные ожидания и наблюдаемая инфляция по состоянию на апрель несколько снизились, причём как наблюдаемой, так и ожидаемой инфляции. На фоне стабилизации уровня фактической инфляции, разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией несколько снизился;
- по данным за январь продолжается ухудшение 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.

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

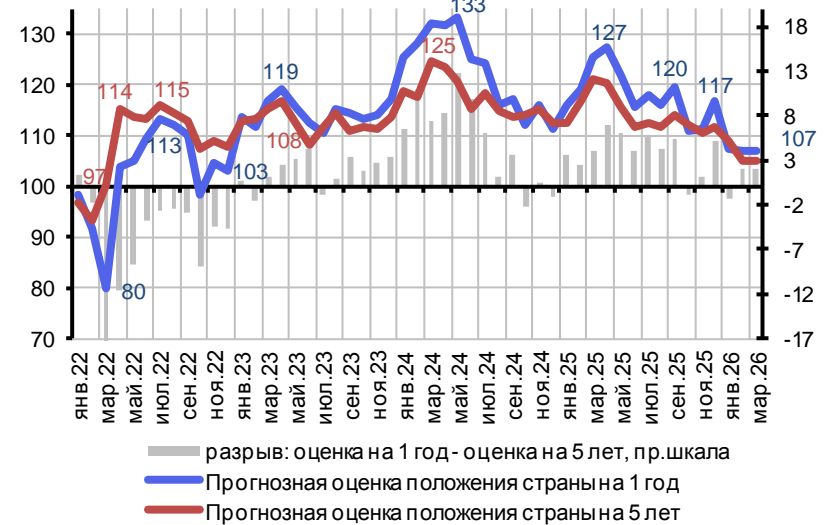
<sup>2</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по обновлениям данных

# Потребительские настроения населения

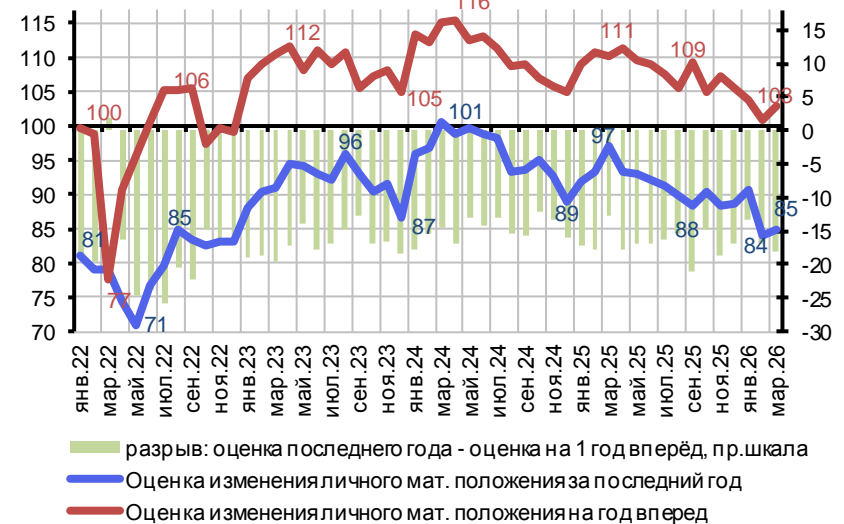
## Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса<sup>1</sup> (пункты)



## Оценка населением экономического положения страны (пункты)



## Оценка населением личного материального положения (пункты)



В части *потребительских настроений населения* в марте ситуация (как ни парадоксально), в целом, стабилизировалась – правда, с не слишком высоким уровне оценок ситуации населением.

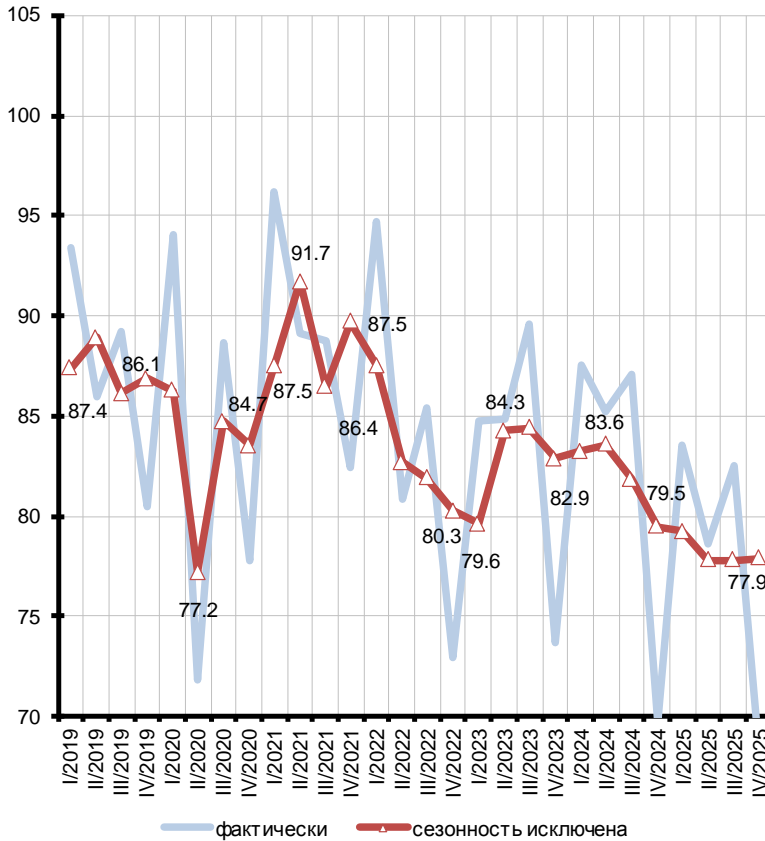
В целом, эта стабилизация коснулась буквально всех основных компонентов оценок текущего состояния и перспектив благосостояния.

Наиболее позитивный момент – «рационализация» ожиданий, тенденция на медленное снижение разрыва между ожиданиями и оценками фактического состояния.

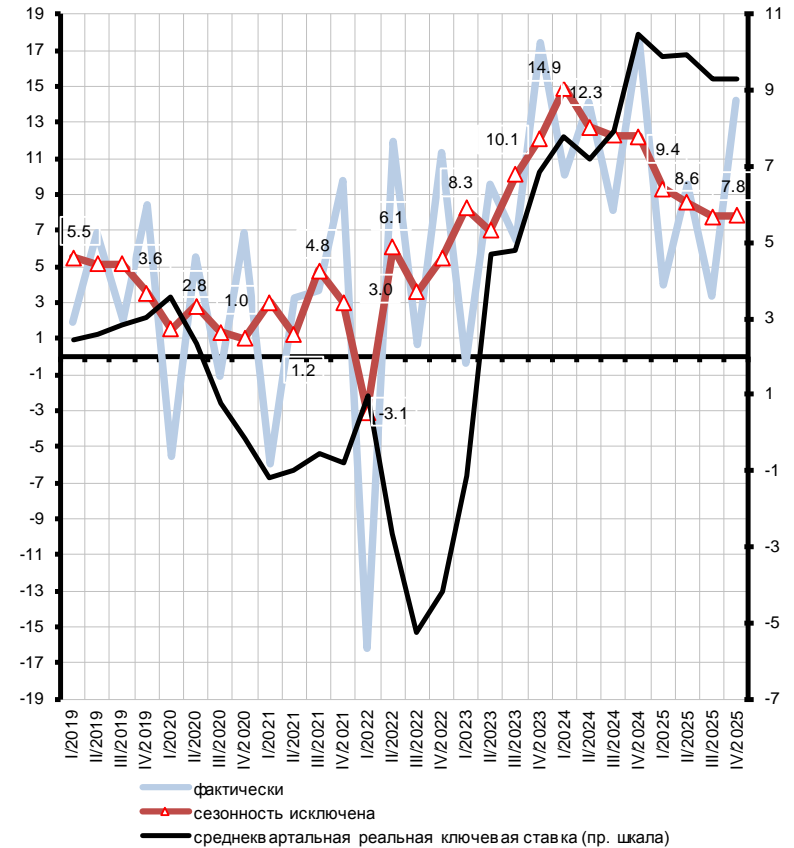
<sup>1</sup> Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ.

# Норма потребления и норма сбережений населения

Норма потребления (% к располагаемым доходам)<sup>1, 2, 3</sup>



Норма сбережения во вкладах (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка<sup>1, 2, 3</sup>



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 эффекта укрепления рубля на валютные вклады - как минимум, дестимулирующего сбережения в валюте, вероятно, речь идет о частичном перетоке средств населения в другие активы (недвижимость? – это объясняет пока относительно умеренный негативный эффект новой ситуации на строительные проекты – «могло быть хуже»).

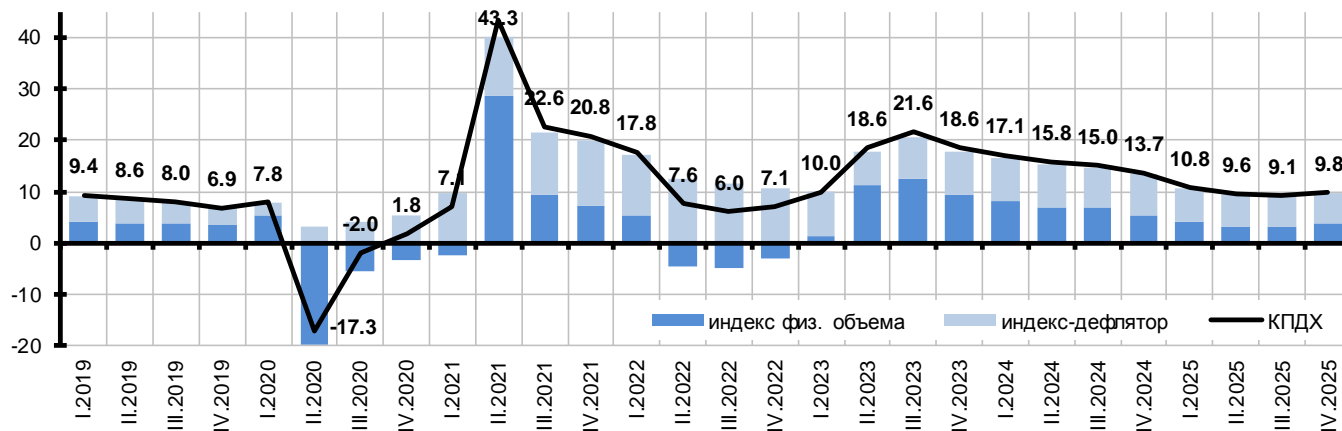
<sup>1</sup> Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2025 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2024-2025 гг. – предварительные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

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

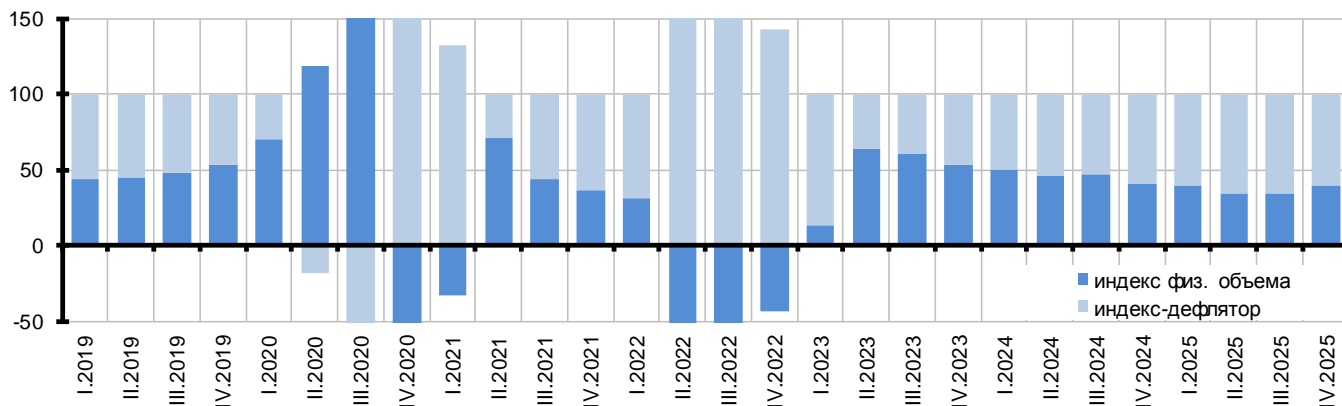
<sup>3</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по обновлениям данных

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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

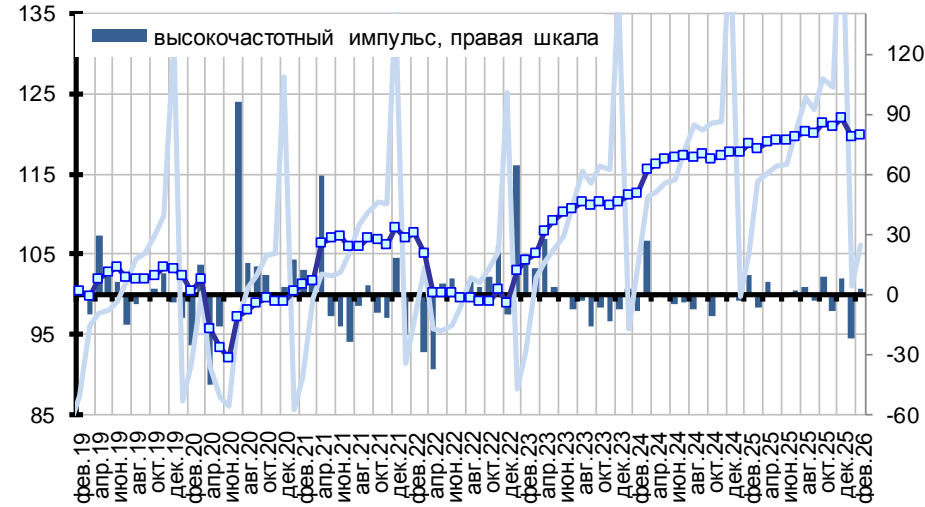


В IV кв. в потребительской сфере *соотношение прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств* осталось, в принципе, таким же, как раньше: уже два года как большая часть прироста спроса «уходит» не в рост физобъёмов потребления, а в прирост цен.

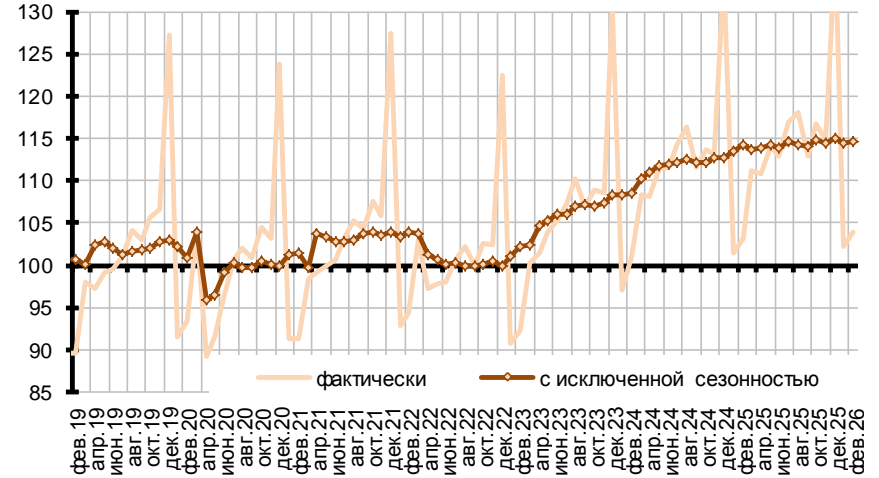
*Очень низкое качество информации по индексу-дефлятору не дает оснований делать однозначных выводов.*

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

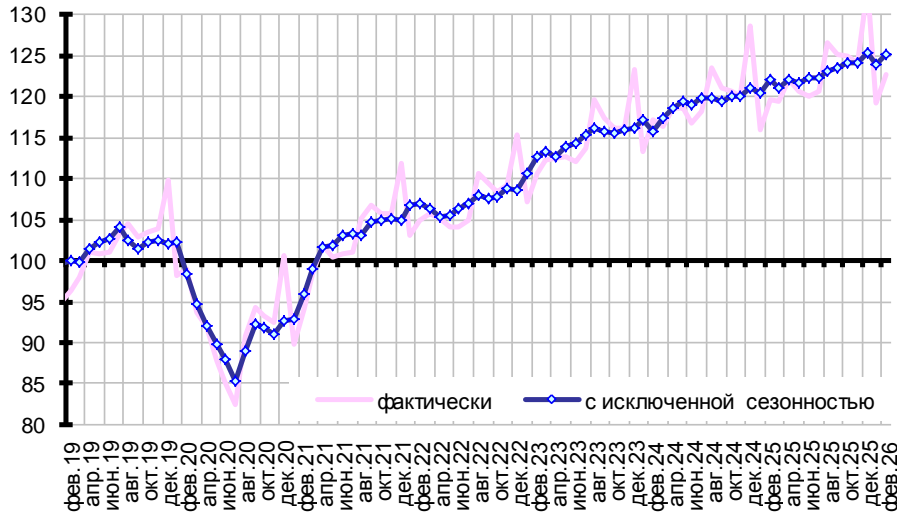
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



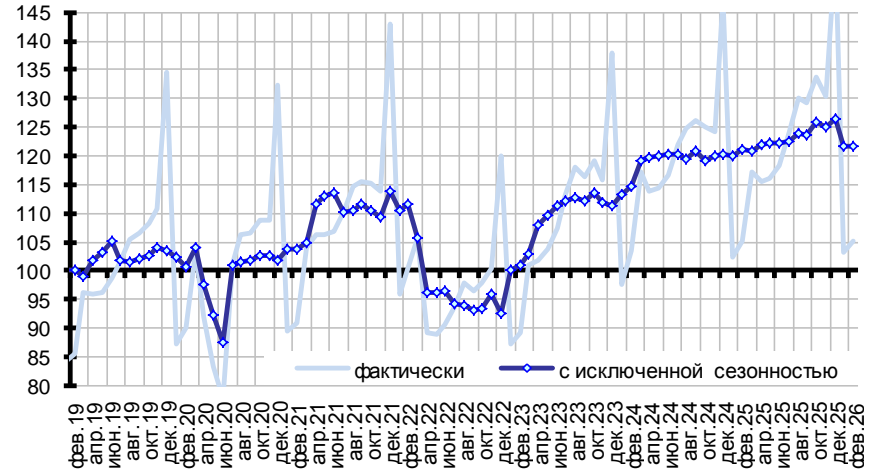
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



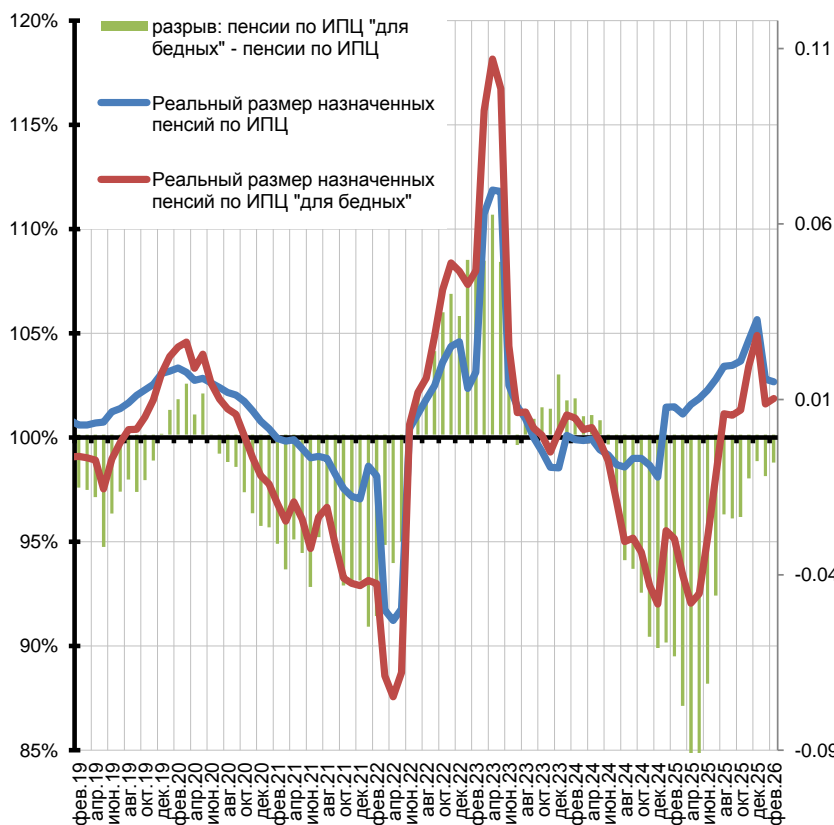
Оборот непродовольственными товарами



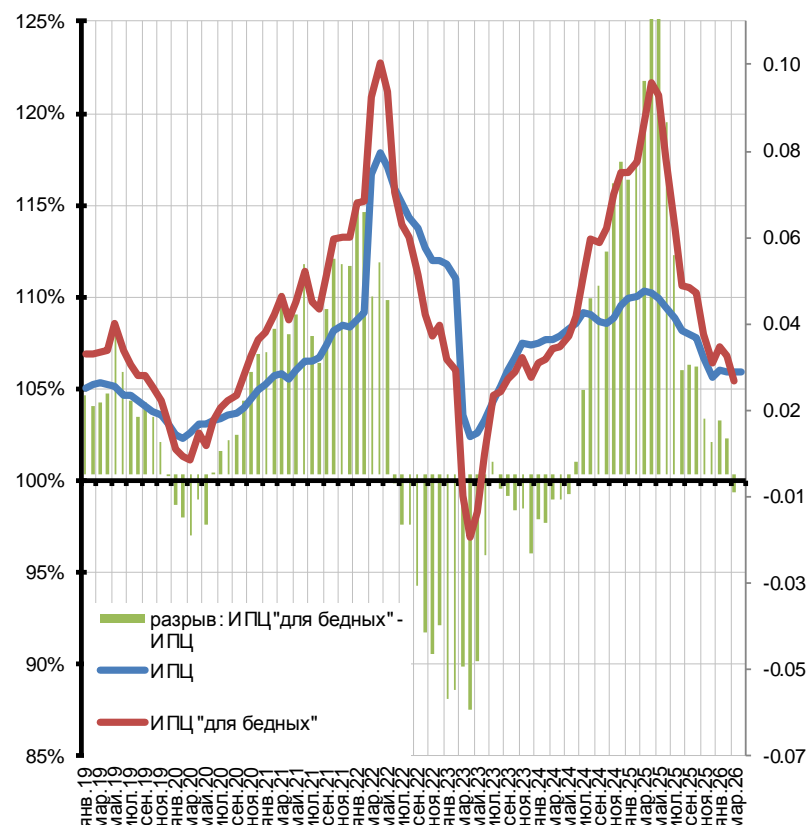
Потребление населения по состоянию на февраль, так и не «оттолкнулось» после январской глубокой коррекции (IV кв.: +0.5%, в среднем за месяц, январь: -2.0%, февраль: +0.3%, сезонность устранена). При этом, если в потреблении платных услуг после незначительного спада был соразмерный ему «отскок» (январь: -1.1%, февраль: +0.9%, сезонность устранена), то продажи непродовольственных товаров даже ещё чуть «подсели» после январского падения (соответственно, -3.7% и -0.1%, сезонность устранена), а в продажах продовольствия, по очевидным причинам, ни глубокого кризиса, ни отскока практически не было (январь: -0.5%, февраль: 0.2%, сезонность устранена).

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

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



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

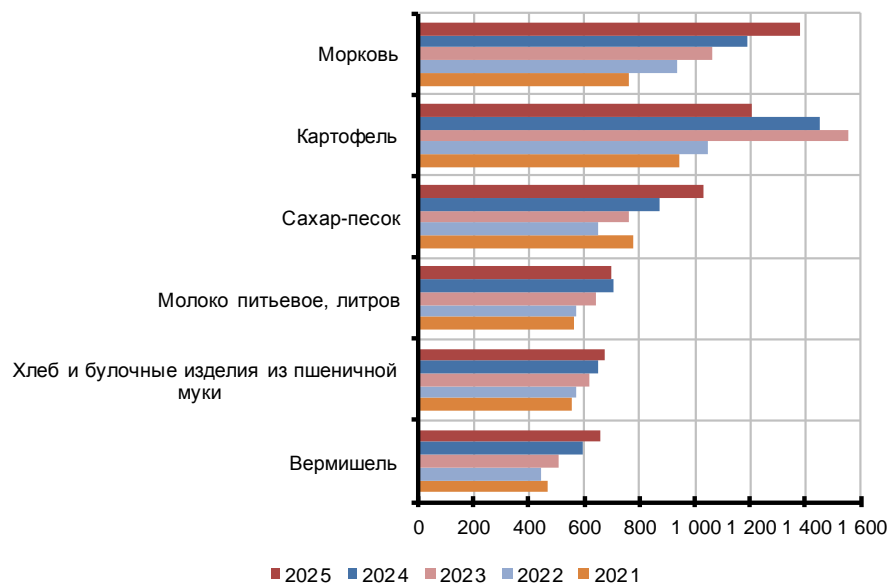
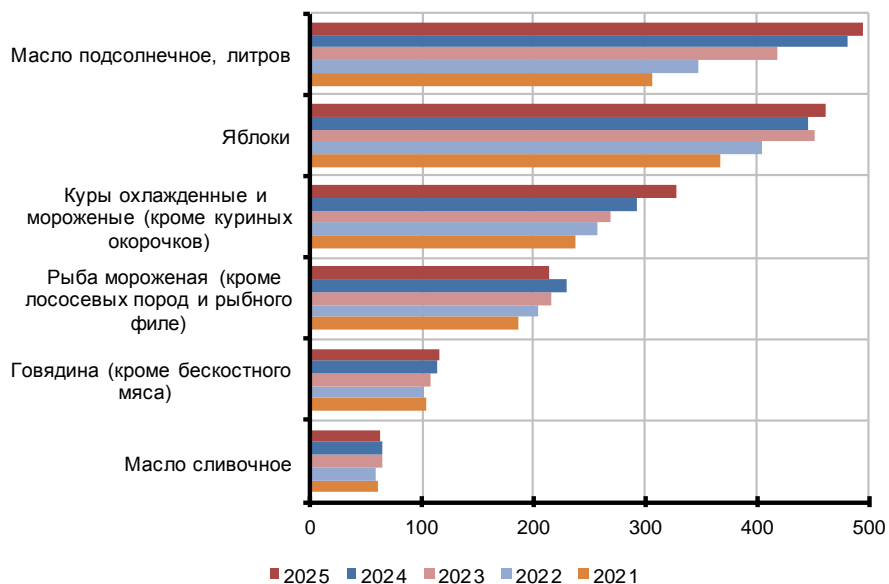


Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции (по состоянию на март) несколько улучшился из-за неожиданного падения цен на ряд видов продовольствия (особенно резко – на огурцы). Насколько этот эффект будет стабилен – пока неясно.

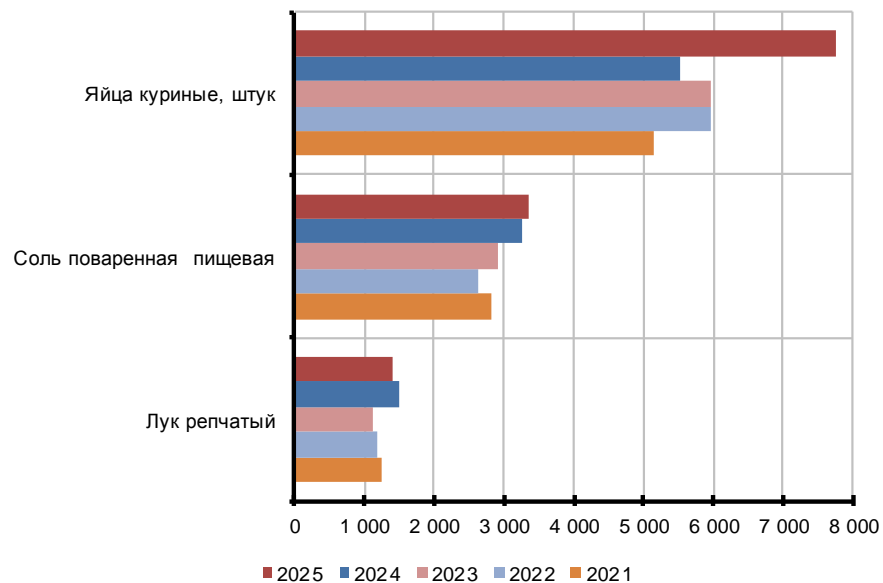
По данным на февраль, прирост реального размера пенсий (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, впервые за несколько месяцев, оказался выше прироста реального размера пенсий по данным Росстата – то есть замедление «продовольственной инфляции» играет положительную социальную роль.

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

# Покупательная способность среднедушевых денежных доходов населения по основным продуктам питания в январе-декабре (кг в месяц)<sup>1</sup>



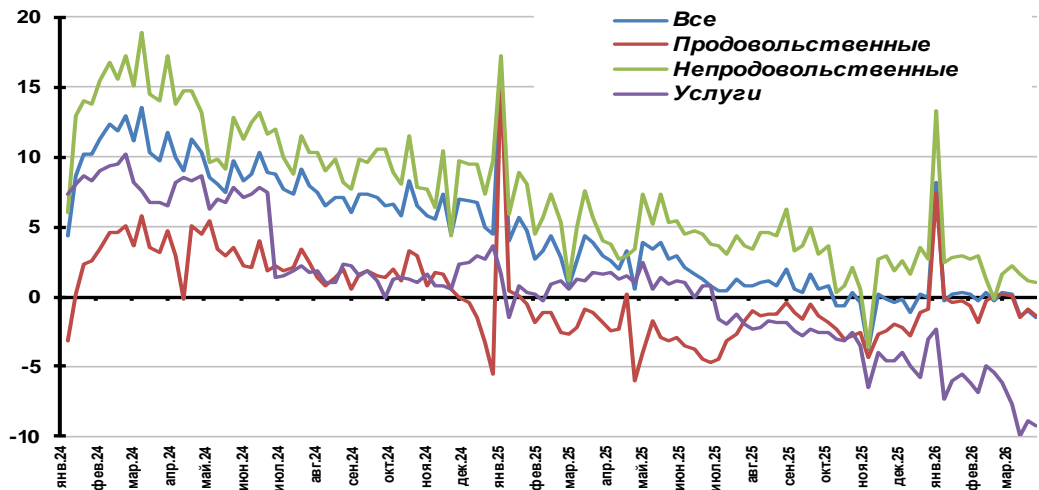
*Ценовая доступность* основных знаковых видов продовольствия по состоянию на конец 2025 г., в целом, по данным за «скользящий год» улучшилась – причем почти фронтально. Исключениями остаются товары-лидеры сезонного удорожания: картофель, лук, рыба, сливочное масло.



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

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

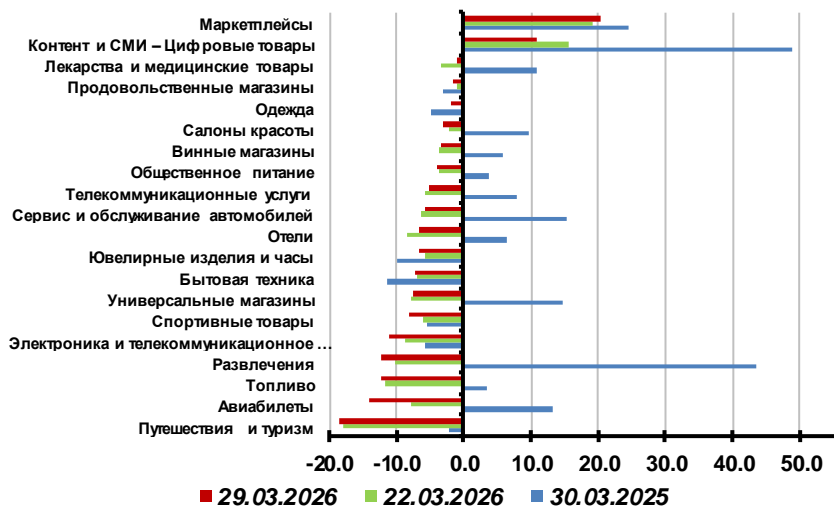
Изменение расходов физических лиц на товары и услуги (% к соотв. периоду прошлого года, в реальном выражении)



В части *потребительского поведения* по состоянию на март, можно отметить общую стабилизацию потребительского спроса при очень сильном падении спроса на услуги (как минимум, фактором должен был стать «обвал» в категории турпоездки 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)



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

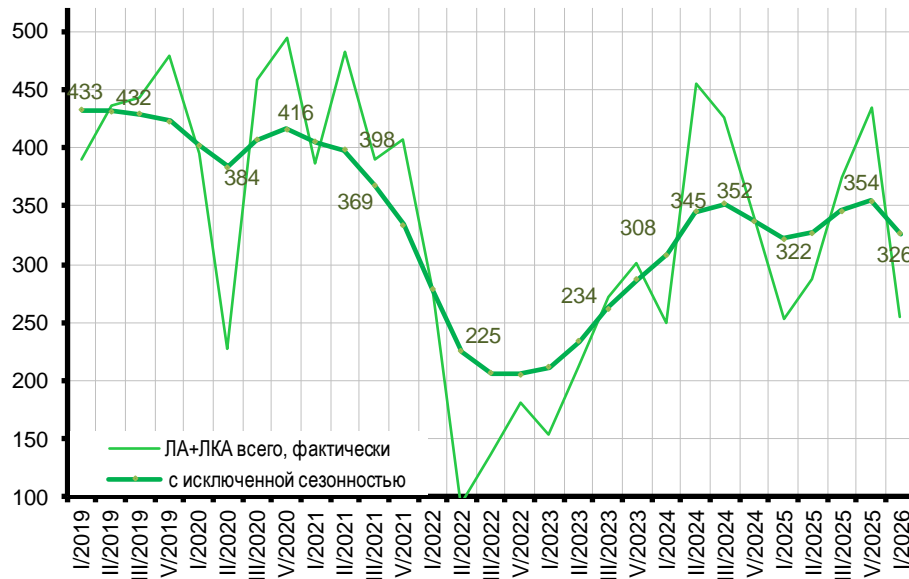
Возможное противоречие с данными Росстата связано с отсутствием снятия сезонности в случае данных Сбера и неучётом наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли, а также со спецификой представления данных Сбером за скользящий год.

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

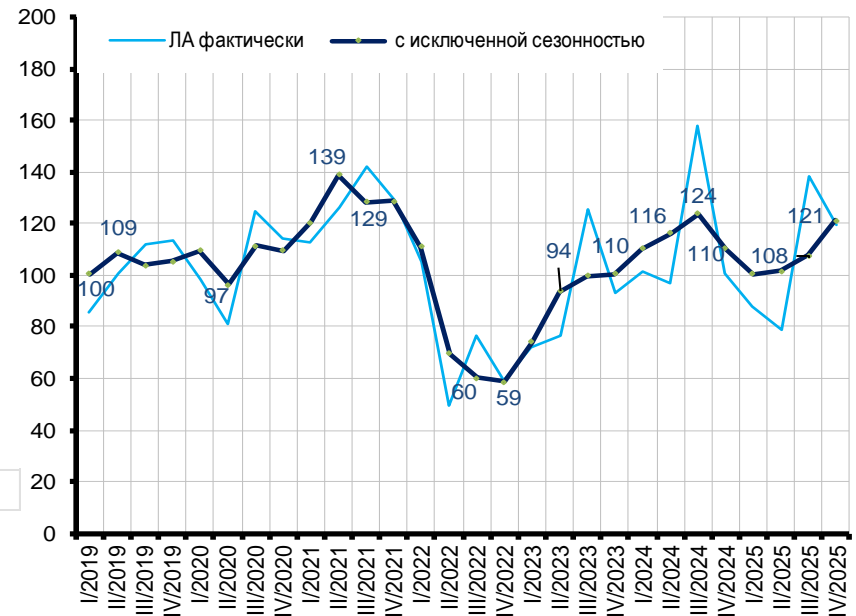
<sup>2</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по обновлениям данных

# Продажи новых автомобилей

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



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



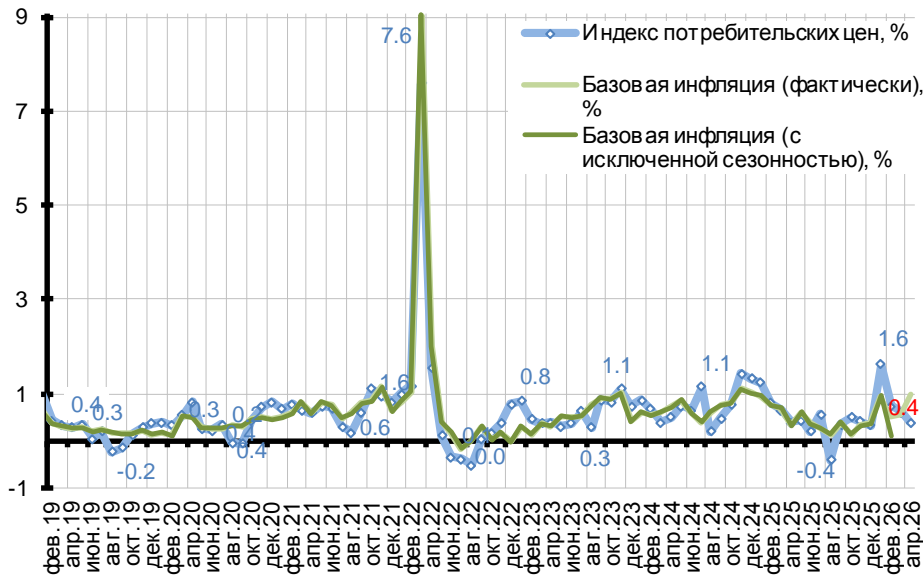
На рынках легковых автомобилей и ЛКА в I кв. ситуация, кажется, изменилась к худшему. Объем продаж машин упал (с устранением сезонного фактора – не очень сильно).

Запаздывание с появлением информации о стоимостных объемах продаж (пока есть такие данные только на конец прошлого года) не позволяет делать однозначный вывод:

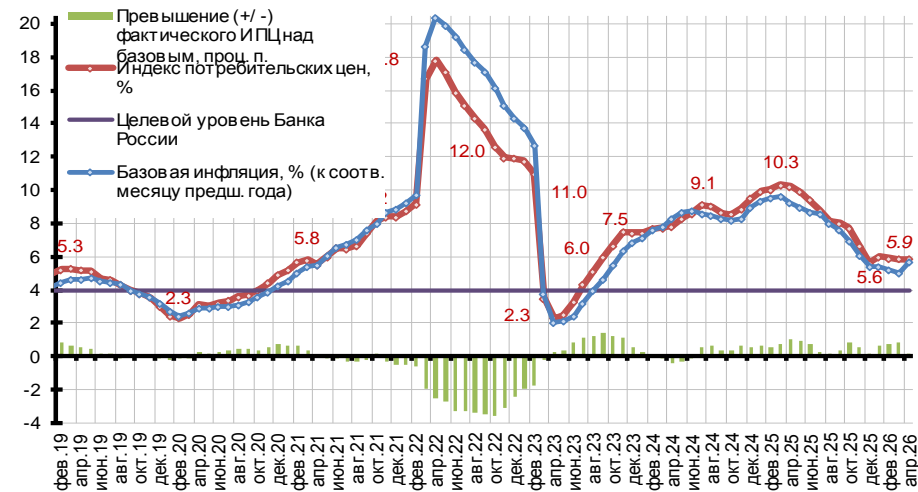
- идёт ли речь об адаптации к «новому НДС» (тогда в I кв. будет отмечено сомасштабное снижение стоимостных продаж автомобилей),
- или импортеры / промсборщики автомобилей осваивают освободившиеся ниши все более дорогих авто (тогда на фоне снижения количества проданных машин будет отмечаться рост стоимостных объемов в постоянных ценах).

# Инфляция на потребительском рынке

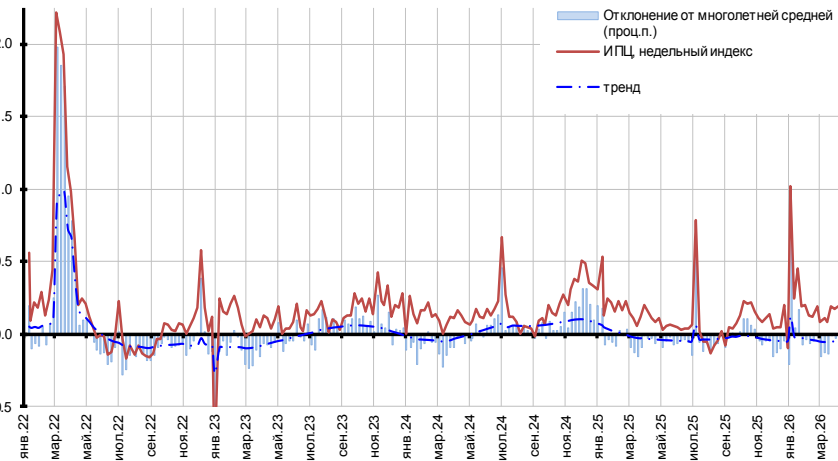
## Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)



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



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



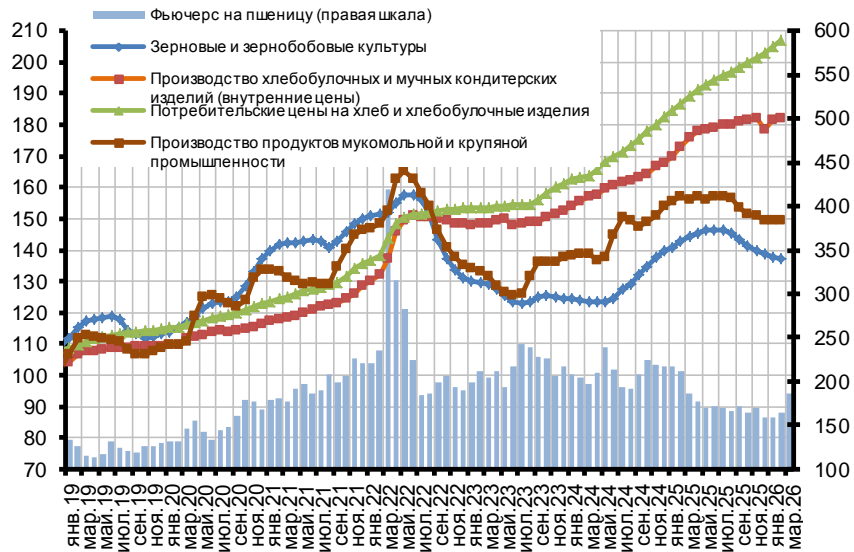
Инфляция стабилизировалась. По данным на 13 апреля её годовой уровень (к апрелю 2025 г.) оценивается в 5.8-5.9% - ровно столько же, каким был годовой уровень инфляции в марте.

В целом, на снижение инфляции работает сочетание факторов (очень вредных для экономического роста) – укрепление рубля и довольно жесткая денежно-кредитная политика. На поддержку – ослабление / исчерпание ситуационных факторов, сдерживавших ранее рост цен: удешевление отдельных видов плодоовощной продукции; выход на потребительские рынки продукции, произведённой по НДС 2026 г.; перенос (в очень ограниченных масштабах) роста цен на нефтепродукты с мировых рынков.

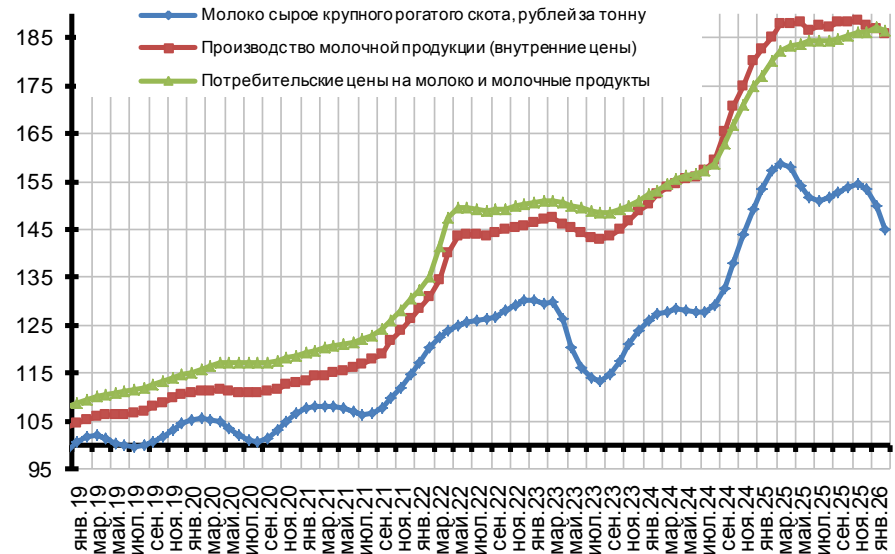
# Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

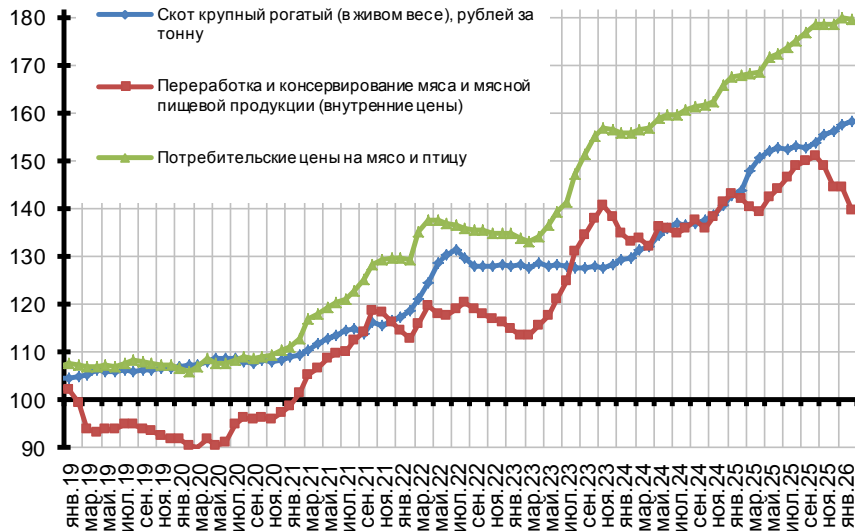
## Цены на хлеб



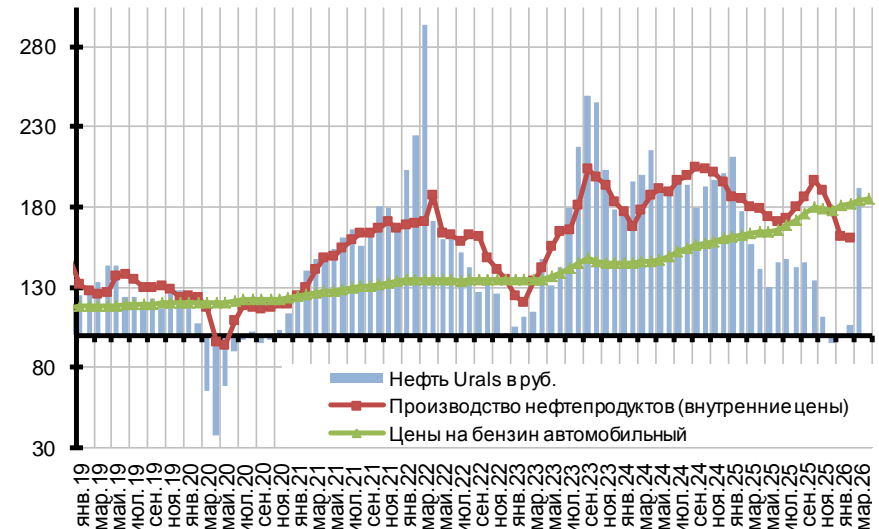
## Цены на молоко и молочную продукцию



## Цены на мясо

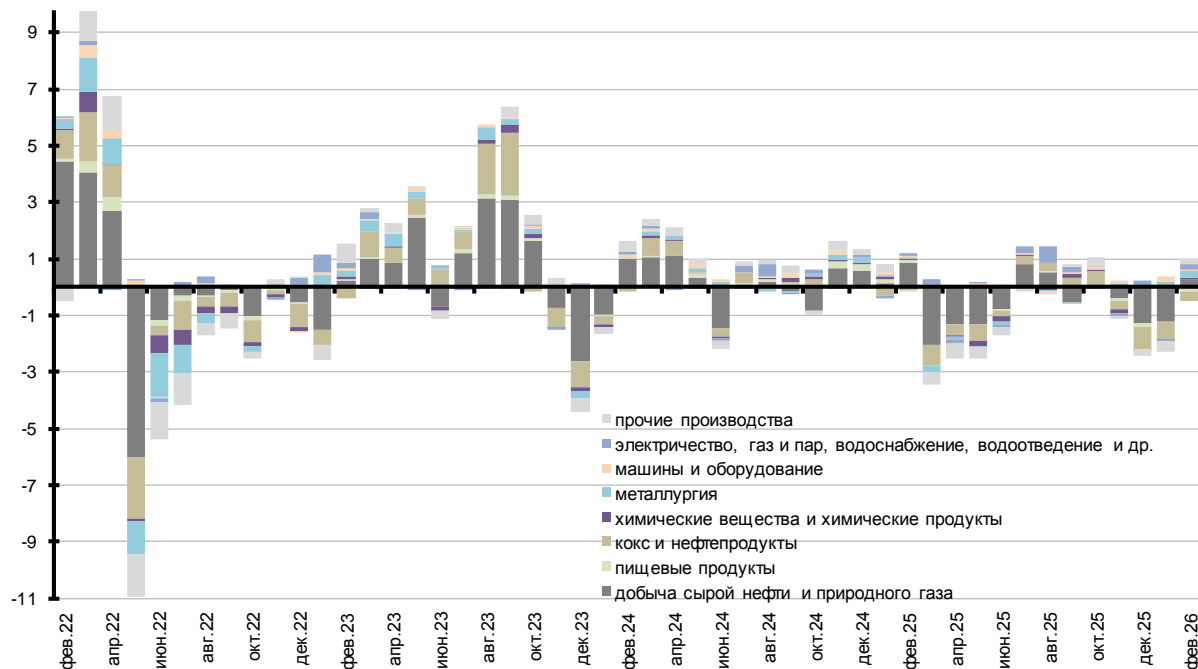


## Цены на топливо

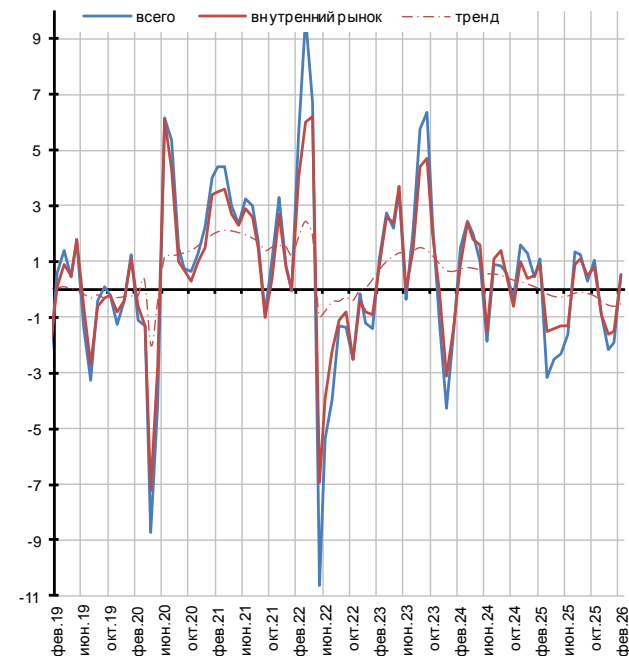


# Структура цен производителей в промышленности

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 (%)

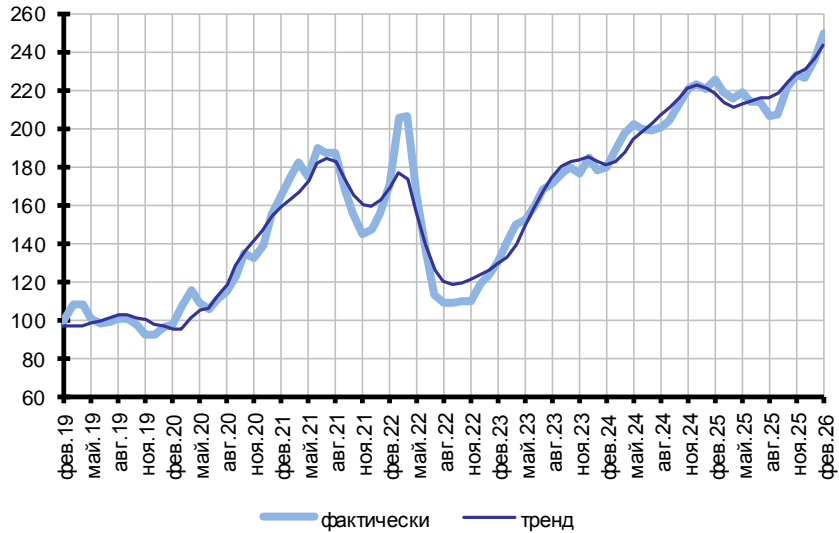


На рынках промышленной продукции по состоянию на февраль цены несколько возросли – причём прирост идет по довольно широкому кругу продукции, за исключением пищевой и нефтепродуктов (здесь – влияние укрепления рубля и динамики мировых цен на сырье перед кризисом в Персидском заливе).

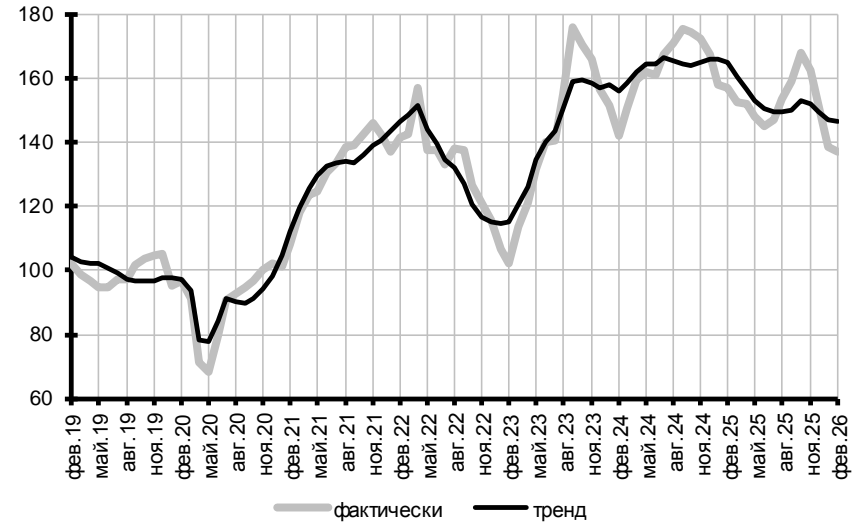
Как Вторая война в Заливе (которая, очевидно, вызовет удорожание энергоносителей, азотных удобрений и ряда видов продовольствия) повлияет на динамику промышленной инфляции, с учётом вероятного укрепления рубля – покажет ближайшее время.

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

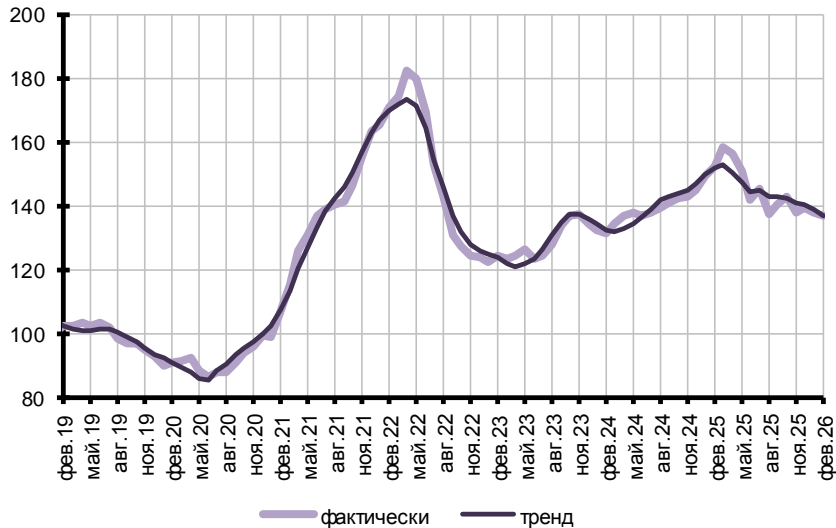
## Добыча металлических руд



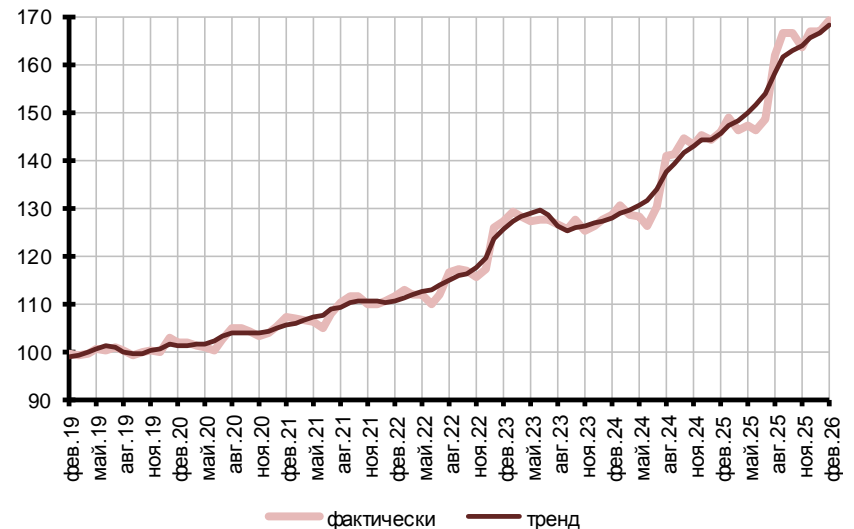
## Производство нефтепродуктов



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

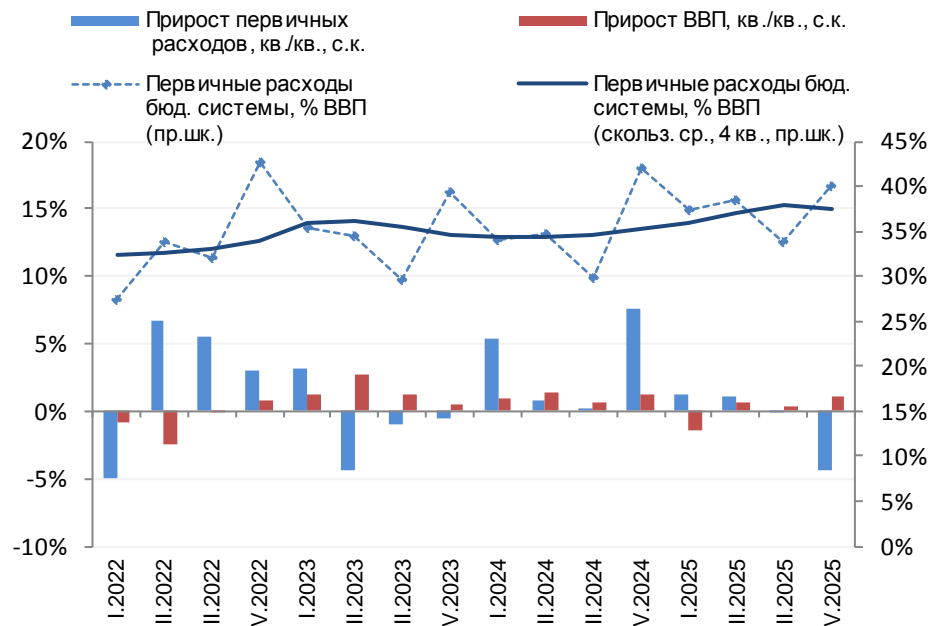
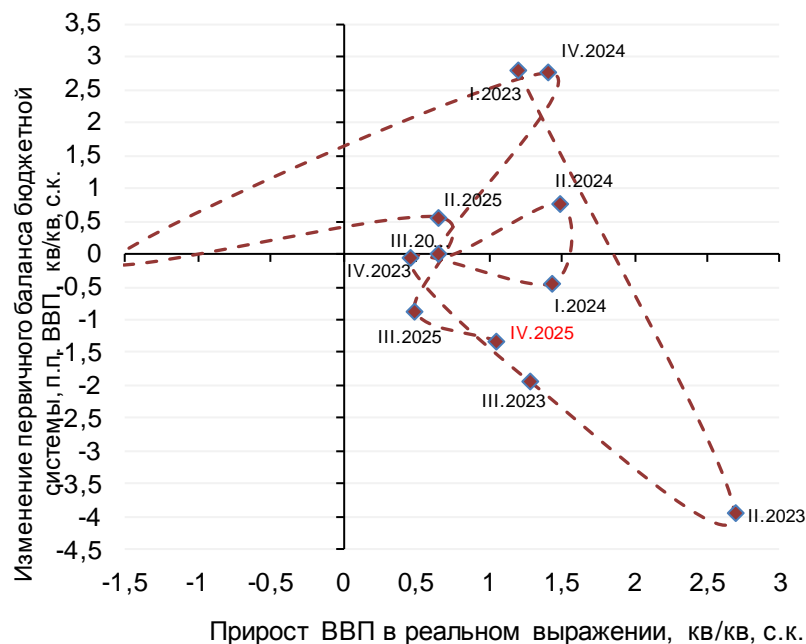


## Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



# Бюджетная система как фактор роста

В IV кв. 2025 г. темп прироста первичных расходов бюджетной системы в реальном выражении составил -4.6% 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 37.4% 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 следующего 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.

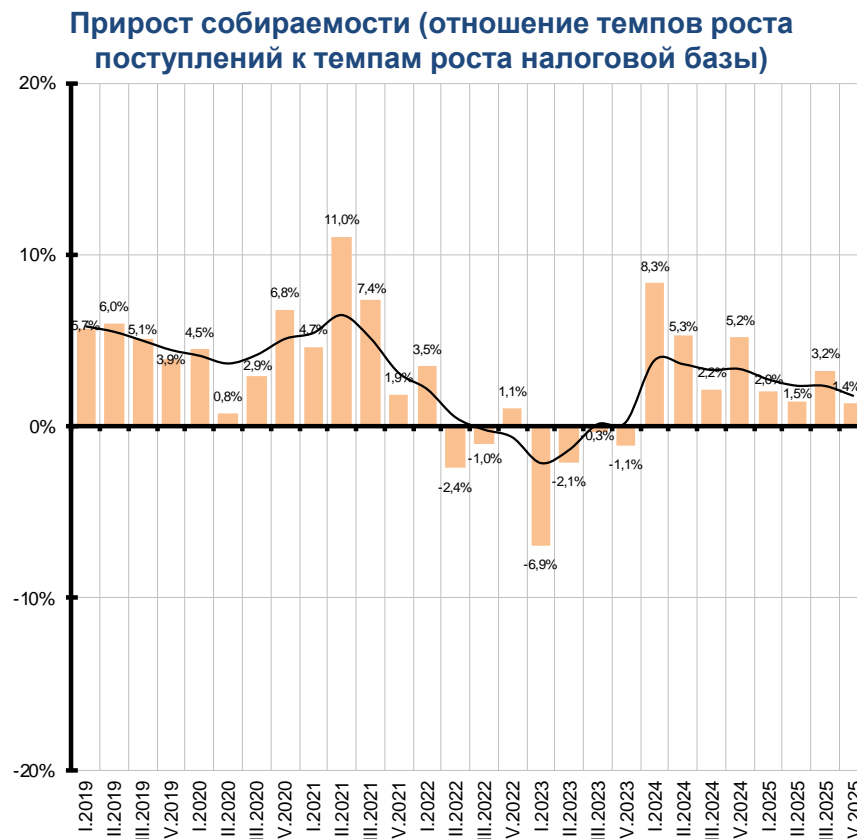
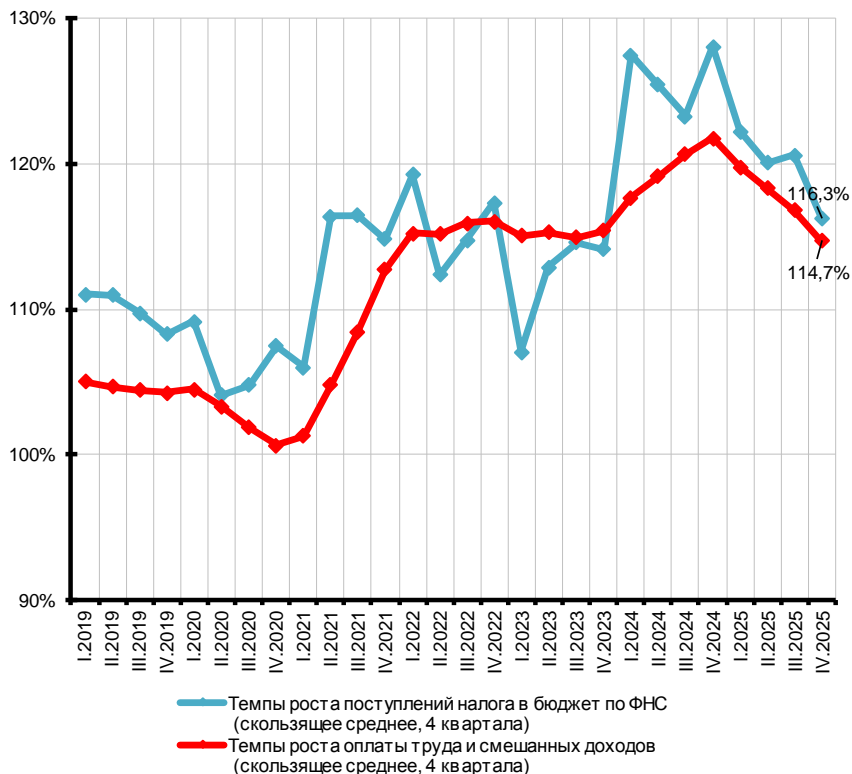
*Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Соответственно, положительный бюджетный импульс определяется снижением разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной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



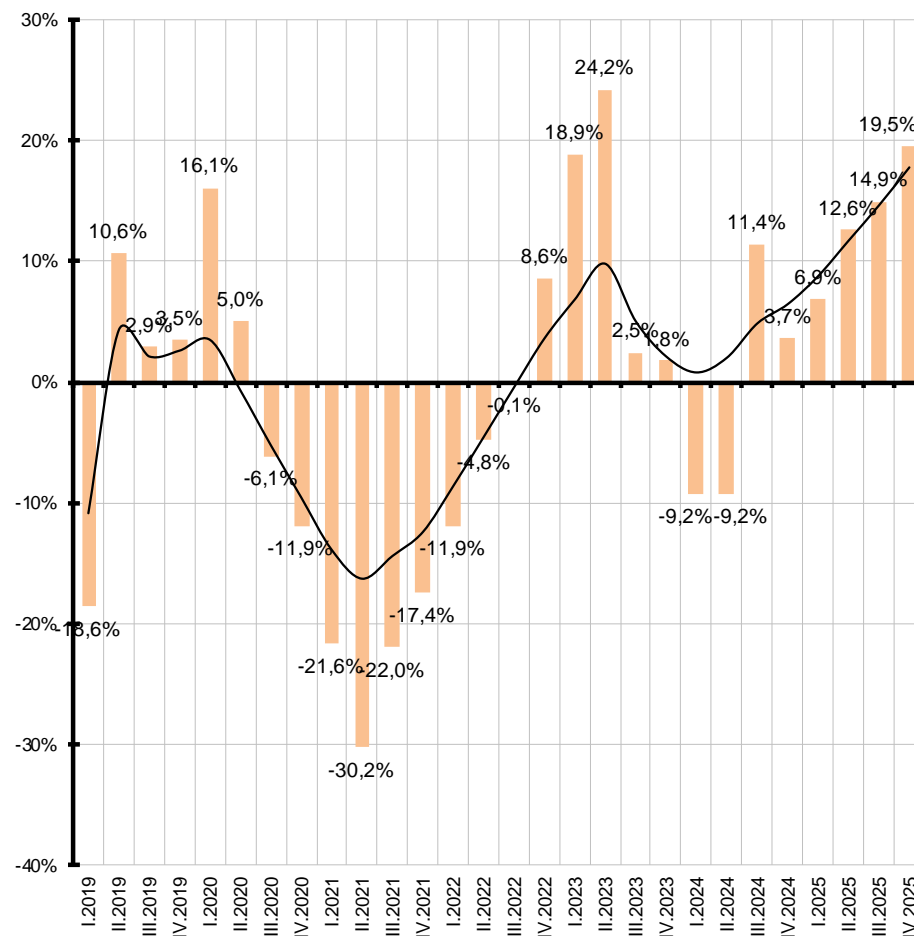
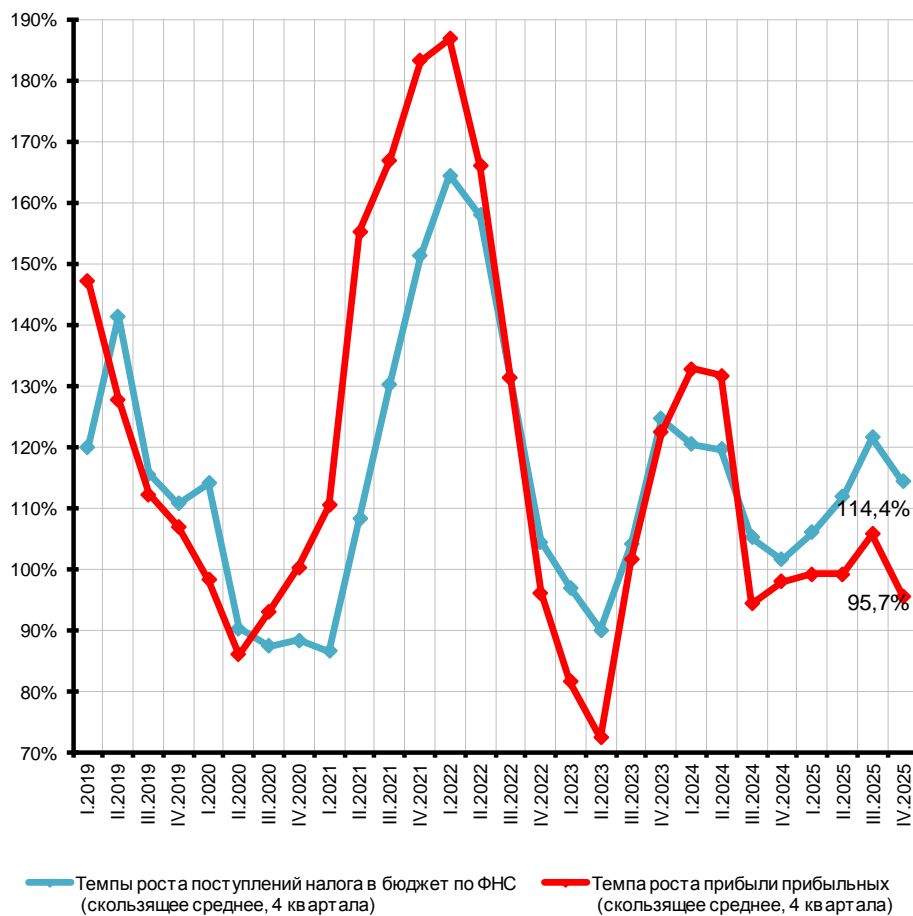
Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)».

В IV кв. 2025 г. темпы роста поступлений НДФЛ скорректировались до 116.3% (скользящее среднее за 4 квартала) против 120.6% в III кв. 2025 г. Замедление прироста НДФЛ отражает тенденции в налоговой базе – оплате труда и смешанных доходов. При этом рост поступлений НДФЛ опережает рост налоговой базы благодаря эффекту от введения прогрессивной шкалы и улучшению администрирования.

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

# Налог на прибыль

## Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)

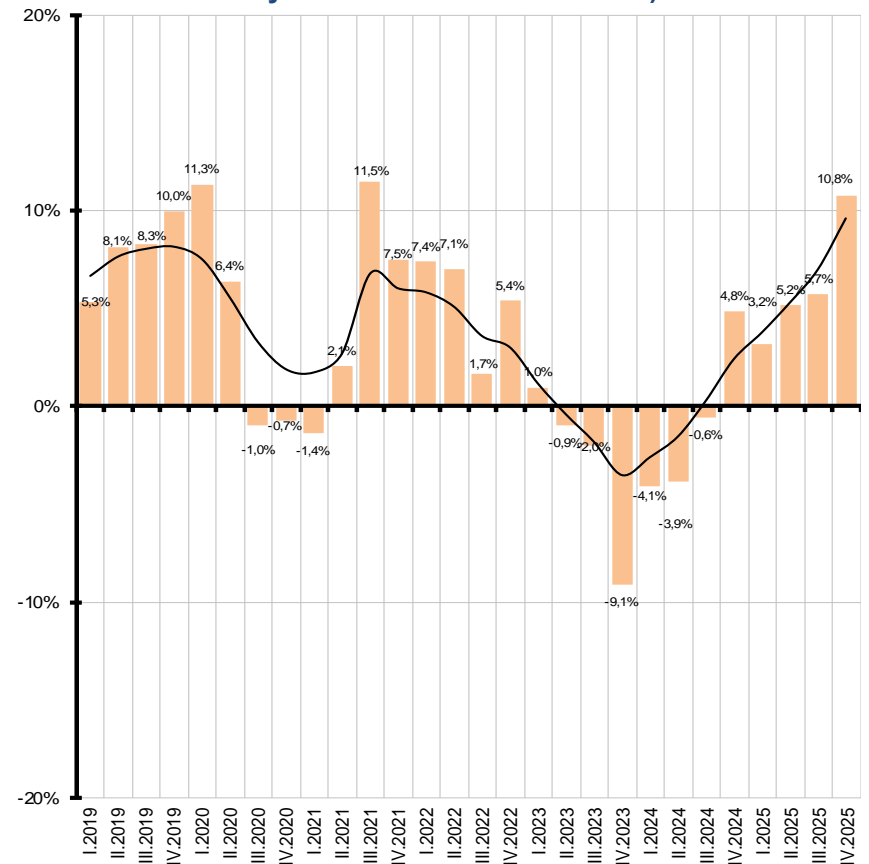
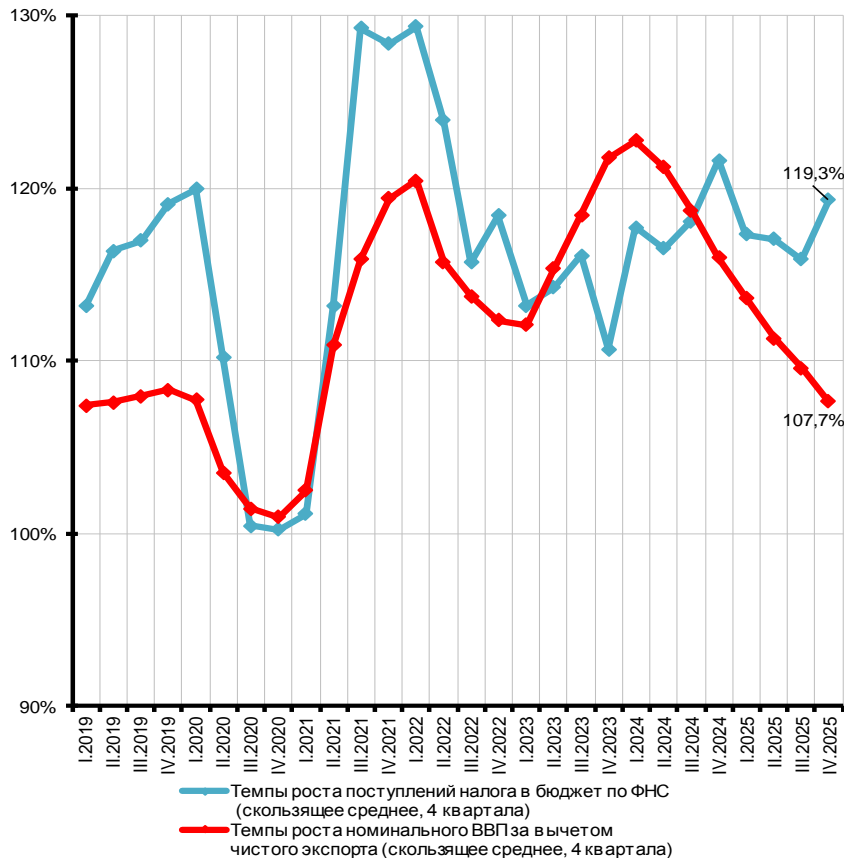


В IV кв. 2025 г. прибыль прибыльных организаций заметно «просела». Вместе с тем поступления налога на прибыль продолжили увеличиваться темпами, опережающими динамику налоговой базы, что в значительной степени связано с повышением ставки налога с начала 2025 г. Тем самым рост поступлений налога на прибыль в конце 2025 года уже в меньшей степени отражал состояние прибыли как таковой и в большей степени был связан с изменением параметров налогообложения.

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

# Налог на добавленную стоимость

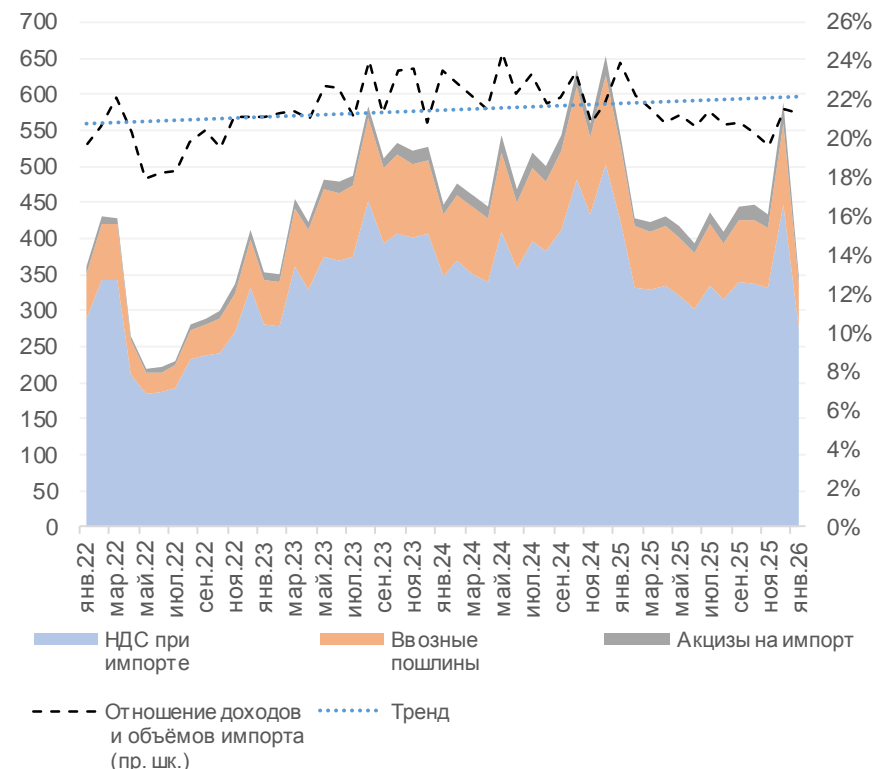
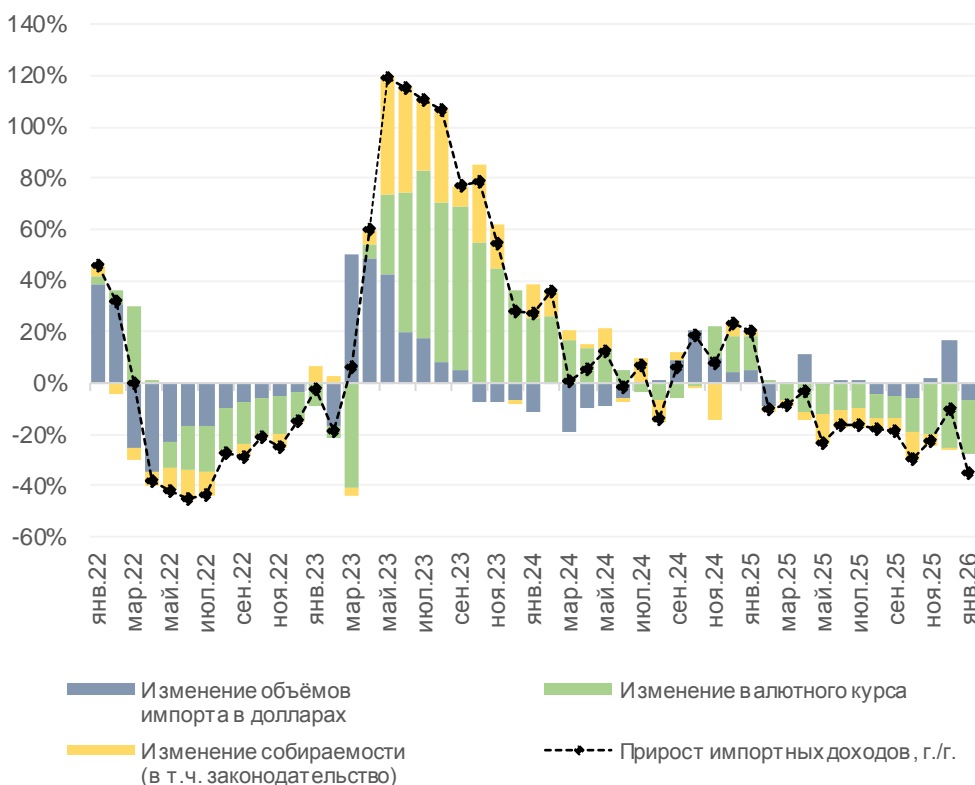
## Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



По итогам IV кв. 2025 г. темпы роста поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведённой на территории России продукции, заметно превысили динамику квази-налоговой базы, определяемой как ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта.

Более высокие темпы роста поступлений «внутреннего» НДС, по-видимому, определяются расширением круга плательщиков налога за счёт отдельных организаций и предпринимателей, применяющих упрощённую систему налогообложения, повышением ставок по отдельным продуктам и видам деятельности, ростом потребления и оборота розничной торговли, в том числе в новых регионах, а также результатами работы по повышению собираемости налога.

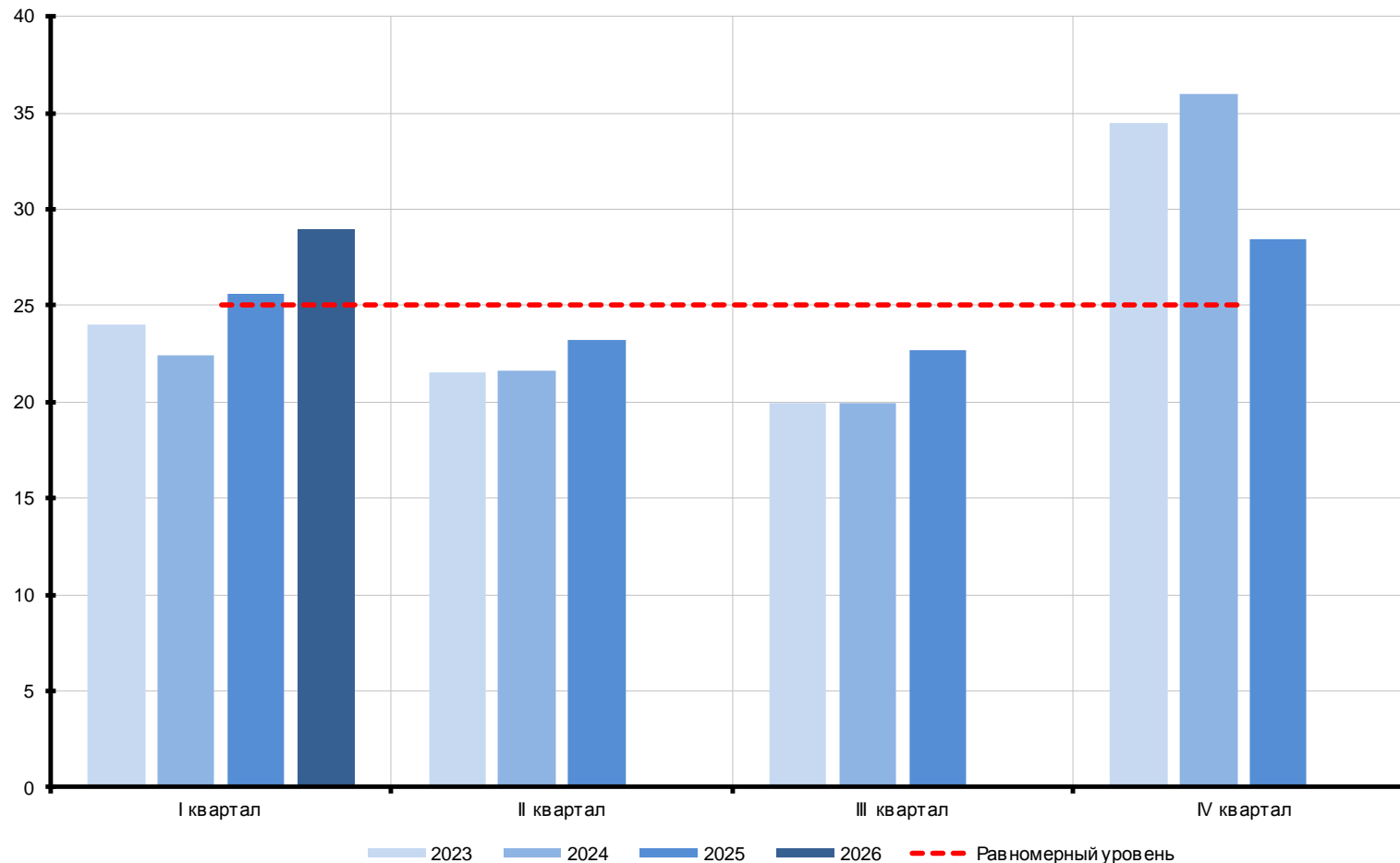
# Бюджетные доходы от импорта



Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. В январе их совокупный объём составил 0.35 трлн руб. (14.8% от всех доходов), снизившись на 35.2% относительно аналогичного периода 2025 г. Значительная отрицательная динамика наблюдается по НДС на ввозимые товары (-34.6%) и ввозным пошлинам (-42%).

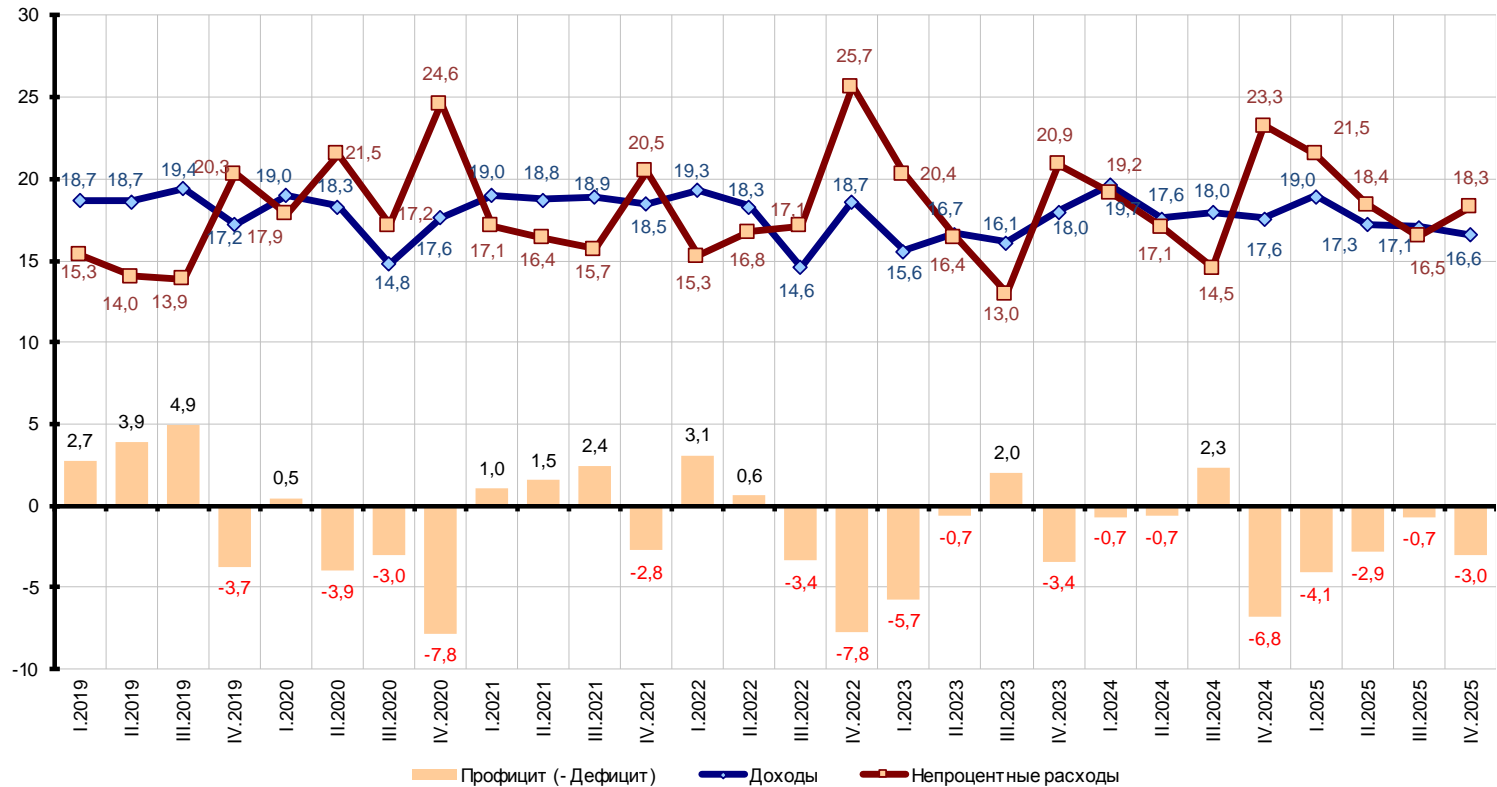
В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать изменение объёма импорта в долларах и курс рубля. Снижение объёма импорта в долларовом выражении (-6.5%; одна из причин в январе – «длинные каникулы» в работе таможни в начале месяца) было подкреплено значительным укреплением курса рубля (среднее значение за январь 2026 г. и 2025 г. – 78.4 руб./долл. и 100.9 руб./долл., соответственно), что является основными факторами снижения бюджетных доходов от импорта в январе 2025 г. Возможно, снижение импорта в январе отчасти объясняется его более высоким уровнем в декабре, когда часть поставок могла быть перенесена на конец года в преддверии повышения НДС с 1 января 2026 г. и ожидаемого ужесточения администрирования импорта.

# Исполнение расходов федерального бюджета



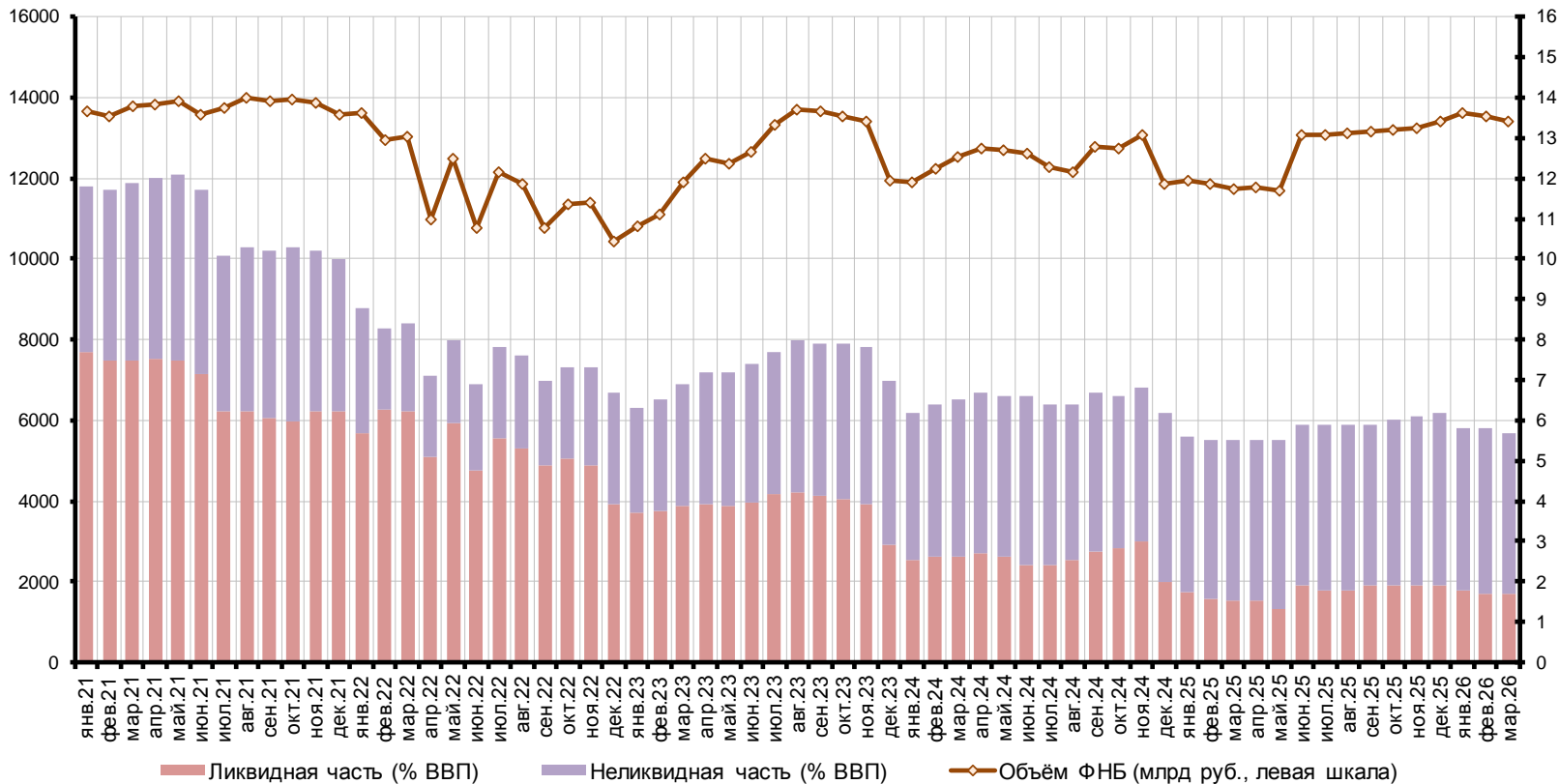
*Исполнение расходов федерального бюджета за I кв. 2026 г. составило 29% от утверждённых бюджетных назначений (по состоянию на конец февраля). Как и в прошлом году, высокие темпы исполнения определяются ускоренным заключением госконтрактов и опережающим авансированием расходов в январе-марте. Уровень бюджетных назначений, утверждённый на 2026 г., превышает фактические расходы за 2025 г. на 3.6%, при этом объём расходов в I кв. 2026 г. превышает аналогичный показатель прошлого года на 17%. Наблюдаемые показатели свидетельствуют о значительном увеличении темпов исполнения расходов. При условии отсутствия наращивания предельной величины расходов продолжение такой динамики может обеспечить ещё более равномерное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в течение 2026 г. Такие планы на этот год ранее также озвучивали представители Министерства финансов.*

# Федеральный бюджет



По итогам 2025 г. доходы *федерального бюджета* составили 37,28 трлн руб., расходы – 42,93 трлн руб., дефицит – 5,65 трлн руб. (17,4%, 20% 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 18,3% квартального ВВП. Дефицит бюджета достиг 3% квартального ВВП (1,86 трлн руб.), при этом первичный дефицит бюджета составил 1,7% квартального ВВП.

# Фонд национального благосостояния



На начало апреля 2026 г. *объём ФНБ* составил 13.41 трлн руб., или 5.7% ВВП, снизившись примерно на 135 млрд руб. относительно начала марта. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 3.89 трлн руб., или 1.7% ВВП. За март ликвидная часть сократилась на 115.8 млрд руб. На 1 апреля ликвидная часть Фонда состоит из 185.2 млрд юаней, 145.3 т золота и 2.9 млрд руб. В марте часть средств ФНБ на счетах в Банке России в объёме 3.18 млрд юаней и 1.85 т золота была реализована за 59.69 млрд руб., а вырученные средства направлены на финансирование дефицита федерального бюджета. Неликвидная часть Фонда оценивается примерно в 9.52 трлн руб., или около 4.0% ВВП. В марте средства Фонда также размещались на депозите в ВЭБ.РФ: 574.3 млн руб. были направлены на финансирование инфраструктурного проекта.



## ***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, к.э.н.**

**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.**

**Панкова В.А.**

**Ахметов Р.Р.**

**Галимов Д.И.**

**Дешко А.В.**

**Медведев И.Д.**

**Сабельникова Е.М.**

**Аблаев Э.Ю.**

**Ломоносов Д.К.**