



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***

**22.05.2026**

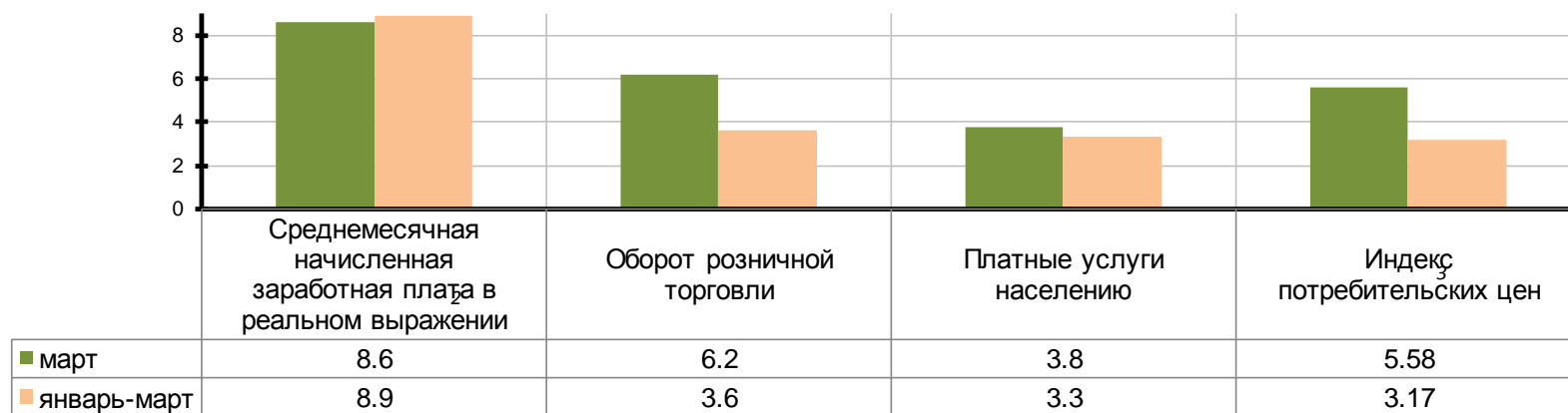
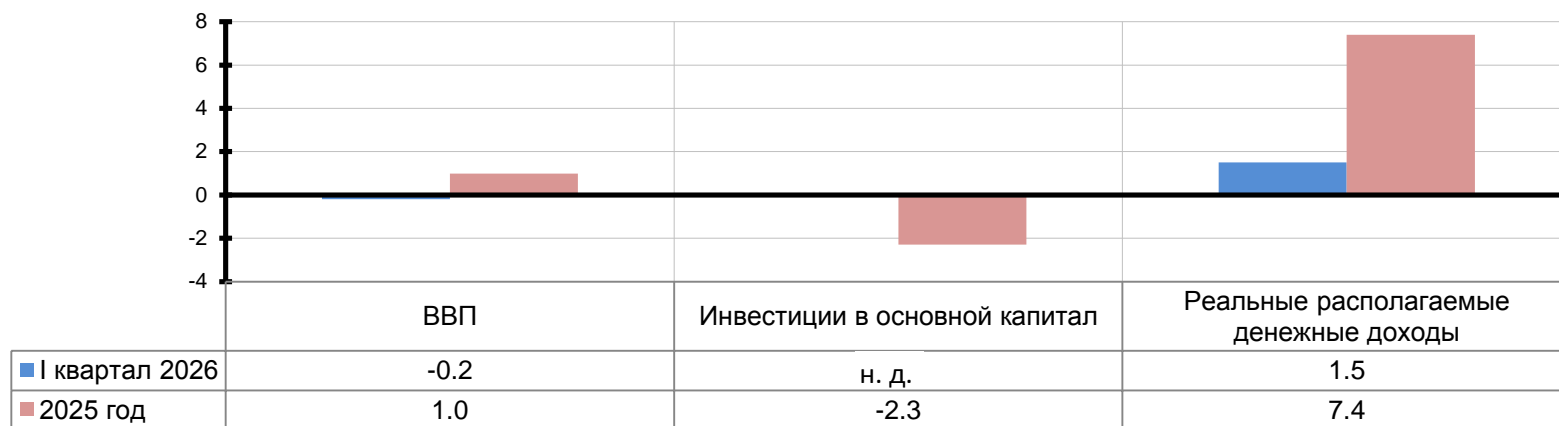
# Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** свидетельствуют об определенном улучшении общей экономической ситуации – уже два месяца наблюдается рост АЭА (в основных отраслях реального сектора). Другое дело, что этот рост даже не до конца компенсировал последствия январского спада. Основными драйверами роста стали расширение потребления населения и (возможно) экспорт; инвестиции в основной капитал снижаются, и довольно быстро.
- В **промышленности** в декабре произошла резкая коррекция вниз, а в феврале-марте фиксируется лишь незначительное восстановительное увеличение. В марте выпуск оценивается в 99.4% от уровня IV квартала (сезонность устранена).
- Сезонно скорректированный **индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** несколько понизился, оставаясь – практически полтора года подряд – в «негативной зоне» (менее 50%). Как уже отмечалось, столь длительный период негативных оценок ситуации менеджерами становится существенным фактором, угнетающим инвестиционную активность.
- **Загрузка производственных мощностей** в целом по экономике продолжает падать. Она вышла на уровень порядка 77% (сезонность устранена), то есть, как уже отмечалось, «в целом по экономике» проблемы перегрузки мощностей, что было аргументом для политики «дорогих денег», нет. Другое дело, что структурно картина остаётся очень разной: *в добыче полезных ископаемых*, с учётом новых реалий на мировом рынке, уровень загрузки стабилизировался, правда, на исторически низком уровне; *в обрабатывающей промышленности* уровень загрузки *быстро* падает, уже до 69% (сезонность устранена). «В целом по обработке», где ситуация очень разная, от высоко загруженной «оборонки» до проблемных инвестиционных отраслей, проблемы дефицита мощностей, похоже, нет; *в логистических отраслях* загрузка перестала снижаться, стабилизировавшись на уровне 77% мощностей (сезонность устранена); *в строительстве* загрузка мощностей стала понемногу, на грани различимости, увеличиваться (сезонность устранена).
- **Инвестиционная активность** (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ) по итогам I квартала заметно понизилась. Январское снижение не было компенсировано ни в феврале, ни в марте. В результате, среднемесячное предложение инвестиционных товаров в экономике в I квартале оказалось на 2.7% ниже уровня IV квартала. При этом установившийся уровень уже ниже 2024 г. на 16% (!) и даже немного ниже, чем в кризисные месяцы 2022 года.
- На **рынке труда** ситуация остаётся все той же. *Уровень безработицы* продолжает медленно снижаться (сезонность устранена), обновляя исторические минимумы. *Спрос на труд* (с устранением действия сезонного фактора) чуть снизился. Поскольку сам он находится вблизи исторического максимума, а финансовое положение компаний объективно будет подталкивать их к оптимизации численности занятых – скорее всего, начинается именно разворот тренда. *Индикатор перегрева* на рынке труда продолжает снижаться: число вакансий в расчёте на одного незанятого сокращается и уже снизилось до уровня двухгодичной давности (хотя до сбалансированности в данной сфере ещё очень далеко).
- **Экспорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на март стал постепенно расти – очевидно, благодаря действию ценового фактора.
- Рост **импорта товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) существенно ускорился. Как уже отмечалось, эта тенденция оказывающая неоднозначное влияние на общую ситуацию: обеспечивая сбалансированность потребительского рынка, но, по меньшей мере, крайне неоднозначно влияющая на выпуск – прямой результат укрепления рубля. Если она сохранится и усилится (а её наличие подтверждается опросами бизнеса), экспансия конкурирующего потребительского импорта может стать важным фактором торможения экономического роста – даже на фоне благоприятной внешней конъюнктуры и постепенно снижающихся процентных ставок.

# Макроэкономика. Главное - 2

- **Средняя цена на нефть марки Urals** в апреле 2026 г. увеличилась до 94.9 долл./барр. после 77.0 долл./барр. в марте
- Произошло **укрепление рубля** как по отношению к доллару США, так и к евро. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю на 01.05.2026 составил 80.8 руб., снизившись на 6.1% за месяц. Курс рубля апреле вырос благодаря резкому росту объема продаж валютной выручки российскими экспортерами (под влиянием заметно более высокой цены нефти).
- В целом по экономике объем **просроченной кредиторской задолженности** предприятий в январе-феврале оставался стабильным. Таким образом, после драматического (суммарно - в полтора раза) роста за предшествующие 2 года, возникла небольшая «передышка» а процессе ухудшения ликвидности хозяйственного оборота. Продлится она или сменится новым ухудшением ситуации – покажет будущее.
- Сохраняется рост **реальной заработной платы**. Как уже отмечалось, динамика реальной заработной платы остаётся равновесной между «лидерским эффектом» от отраслей и сфер с интенсивно повышаемыми выплатами населению – и финансовыми дефицитами, ограничивающими возможности дальнейшего роста оплаты труда в большинстве отраслей. *Основные реальные денежные доходы населения* в феврале росли в соответствии с динамикой их основного компонента - заработной платы. Рост реальных располагаемых доходов населения сменился коррекцией. Скорее всего, это отражение снижения доходов от финансовых активов в условиях снижения ставок плюс чисто статистические эффекты начала года, и следует ожидать возобновления роста во втором квартале.
- В части **потребительских настроений населения** ситуация в целом, ухудшились: *инфляционные ожидания и наблюдаемая инфляция* по состоянию на май чуть-чуть разошлись: инфляционные ожидания очень медленно снижаются, а наблюдаемая инфляция немного выросла – причем, на фоне устойчивого замедления общей инфляции; на этом, в общем благоприятном, фоне по состоянию на апрель происходит быстрое, почти линейное падение (в целом, не имеющее объективных оснований и имеющее характер «перелета» в негативную область) оценок населением уровня жизни. Как уже отмечалось, это падение уже стало самостоятельным фактором, влияющим на поведение населения и на макроэкономику.
- Возобновился рост **потребления населения**. Почти весь этот прирост сосредоточен в торговле непродовольственными товарами – пока имея характер «отскока» после глубокого спада в январе (январь: -4.2%, февраль: +1.5%, март: +3.4%). В других секторах рост медленнее (продовольствие) или его нет совсем (услуги). По мере исчерпания как запасов в организациях торговли (важным фактором в группе непродовольственных товаров стал рост продаж товаров длительного пользования), так и навеса «отложенного спроса», рост потребления населения, очевидно, замедлится – хотя и, несомненно, продолжится.
- **Инфляция** постепенно снижается, причем на неделе с 13 по 18 мая отмечена легкая дефляция (-0.02%). Как уже отмечалось, ее снижение стало результатом сочетания укрепления рубля и серьезных проблем со спросом на рубеже 2025/2026 гг. Сейчас действие второго из этих факторов (под влиянием роста нормы потребления) ослабевает, что делает снижение инфляции, вероятно, «нелинейным» и не вполне стабильным процессом. Неприятным намеком на это стало превышение в мае уровня базовой, преимущественно монетарной, инфляции над общей (впрочем, лишь по оперативным, недельным – и неизбежно неточным данным). Впрочем, на 5-5.5% прироста ИПЦ по итогам года выйти вполне реально.
- **На рынках промышленной продукции** возобновился рост цен производителей – причём по всему кругу отраслей, как энерго-сырьевых, так и производящих конечную потребительскую и инвестиционную продукцию.

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



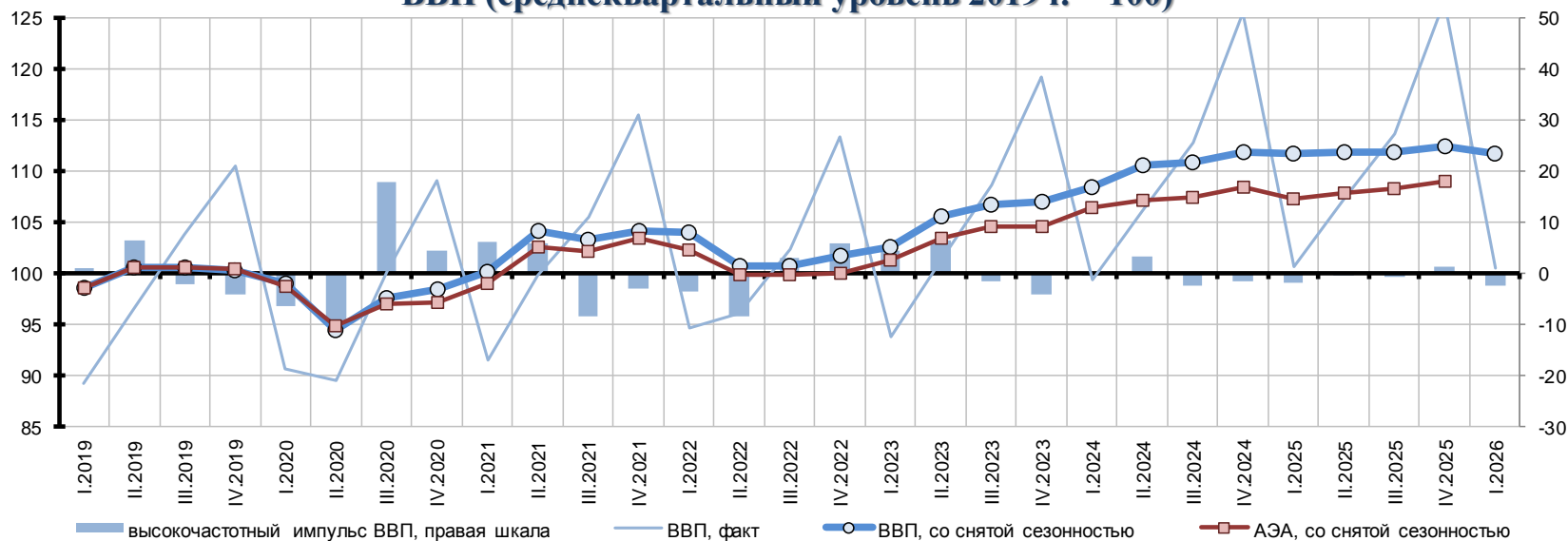
<sup>1</sup> здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

<sup>2</sup> соответственно февраль 2026 г. к февралю 2025 г. и январь-февраль 2026 г. к январю-февралю 2025 г.

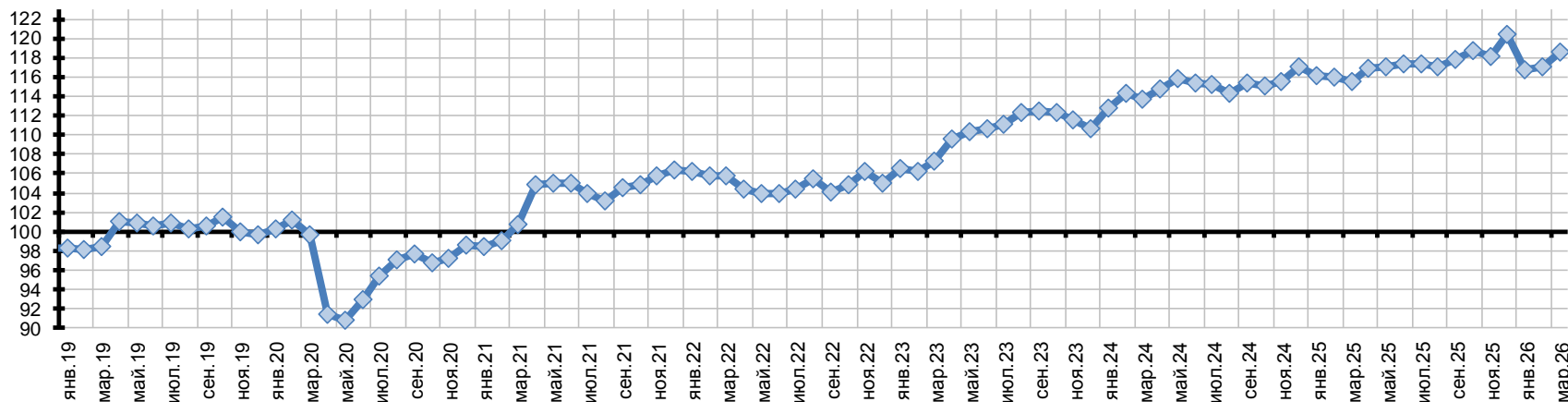
<sup>3</sup> соответственно апрель 2026 г. к апрелю 2025 г. и за период с начала 2026 г. по 12 мая

# 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)

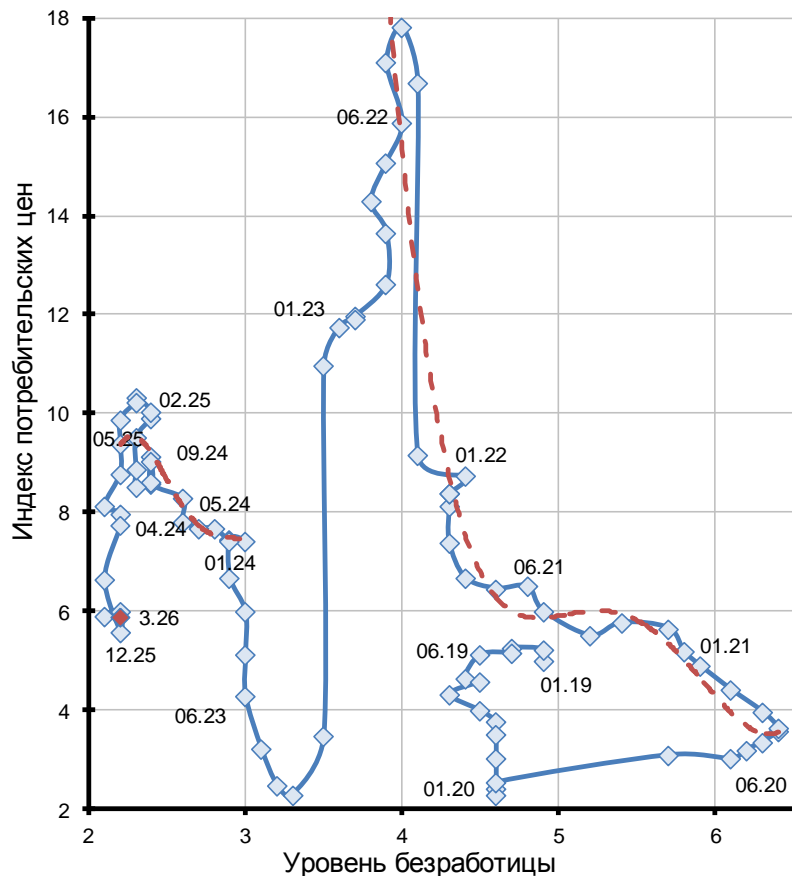


Высокочастотные данные об экономической динамике в марте свидетельствуют об определенном улучшении общей экономической ситуации – уже два месяца наблюдается рост АЭА (в основных отраслях реального сектора). Другое дело, что этот рост даже не до конца компенсировал последствия январского спада. Его основные драйверы – расширение потребления населения и (возможно) экспорта; уровень инвестиций снижается, и довольно быстро.

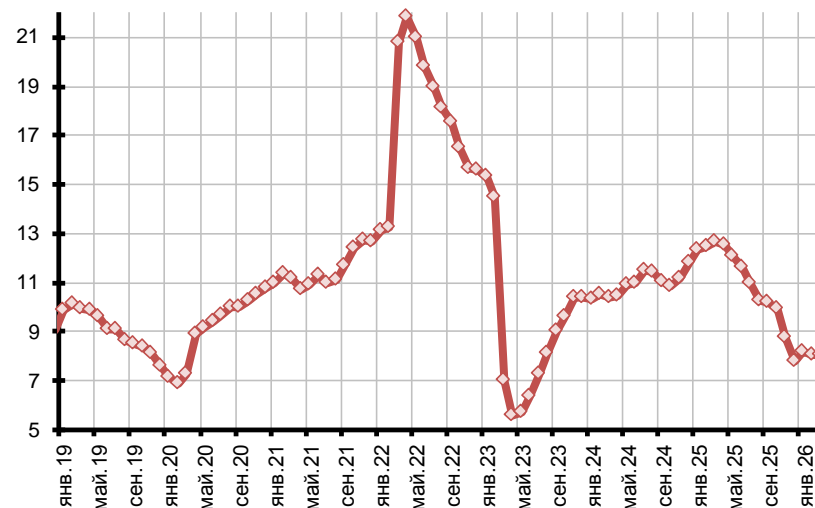
<sup>1</sup> Агрегат экономической активности – показатель динамики добавленной стоимости товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению. Здесь и на слайде 14 данные по АЭА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



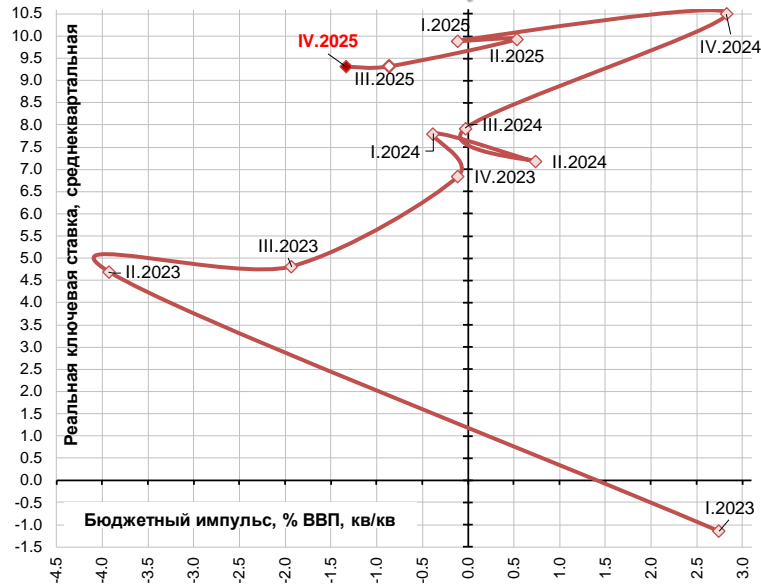
Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на март свидетельствуют, что экономика месяц за месяцем остаётся в очень узком пространстве «низкая инфляция – низкая безработица», поэтому утверждать, что формируется новая фундаментальная структура экономики, создавая ту или иную «кривую Филлипса», явно преждевременно.

Уровень фундаментальной несбалансированности («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на март остаётся стабильным на исторически умеренном уровне.

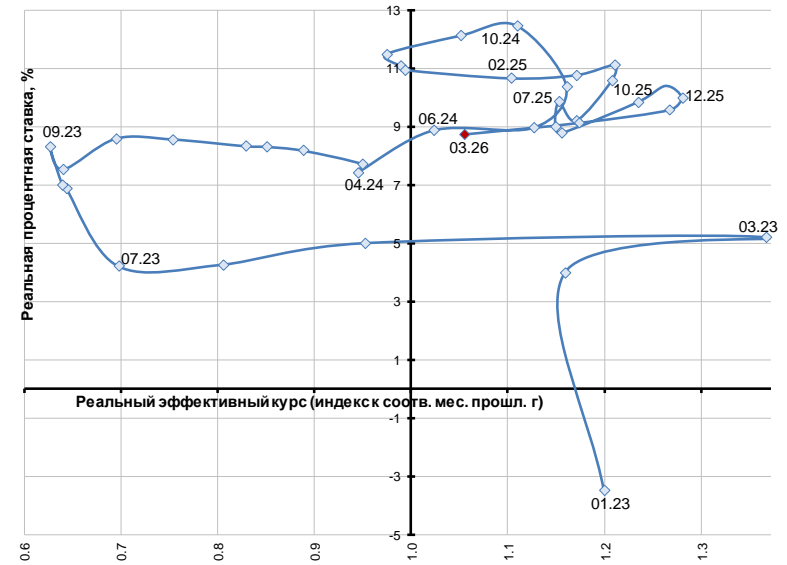
<sup>1</sup> Сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

# Характеристики макроэкономической политики

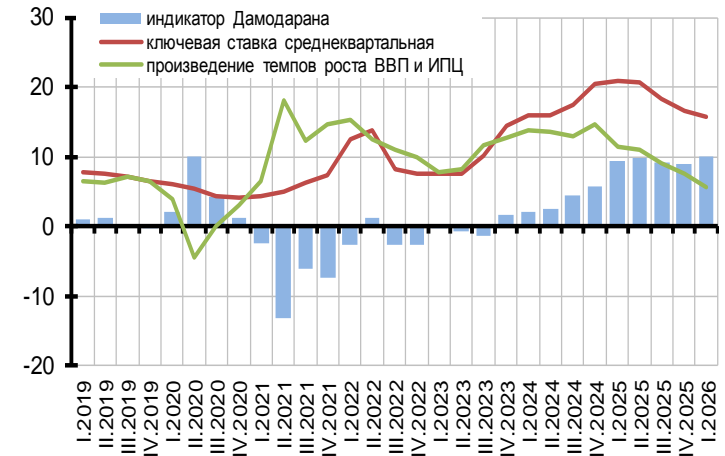
## Соотношение реальной ключевой ставки и бюджетного импульса<sup>1,2</sup>



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



## Оценка ЦБ макрофинансовых рисков: отклонение ключевой ставки от «индикатора Дамодарана»<sup>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 вытягивания экономики в стагнацию (ср. ситуацию 2010-2013 гг.).

По соотношению монетарных условий (реальной ключевой ставки и индекса реального эффективного обменного курса) российская экономика в марте остаётся в квадранте «растущий эффективный курс – высокая реальная ставка». Если ситуация не изменится, такое сочетание будет по-прежнему сдерживать экономический рост, хотя и существенно способствовать замедлению инфляции.

Примечательно, что, по состоянию на I кв., на фоне эпизода спада и ослабления инфляции, снижение ключевой ставки не означает ее выход из области завышенных рисков, заложенных в процентную политику с точки зрения индикатора Дамодарана – превышения ключевой ставки над произведением 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: произведение 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<sup>1</sup>;
- возобновился рост потребления населения;
- сохраняется рост заработной платы и реальных располагаемых доходов населения;
- продолжается снижение инфляции, есть реальный шанс выйти на инфляцию в 5-5.5% по итогам года.

## Признаки улучшения:

- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска<sup>1</sup>;
- продолжается (медленное) снижение ключевой ставки Банка России. Есть заявления, что цикл снижения сохранится как минимум до второй половины 2026 г. <sup>1</sup>;
- 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<sup>1</sup>;
- уровень реальных пенсий, пересчитанных по уровню инфляции, выше прошлогодних значений<sup>1</sup>

## Плохо:

- отмечен «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%-й уровень – причём, на фоне глубокого спада инвестиций<sup>1</sup>;
- 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>;
- отмечено снижение реальных располагаемых доходов населения (сезонность устранена), что, скорее всего, связано с падением доходов от финансовых активов;
- 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.<sup>1</sup>
- возобновился рост цен на промышленные товары.

## Признаки ухудшения:

- 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>;
- возобновился приток конкурирующего импорта на рынки;
- в структуре ВВП по доходам наметилось выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (инвестиционного ресурса)<sup>1</sup>;
- неожиданно затяжной и глубокий характер приняло снижение оценок экономической ситуации населением;
- 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, %)

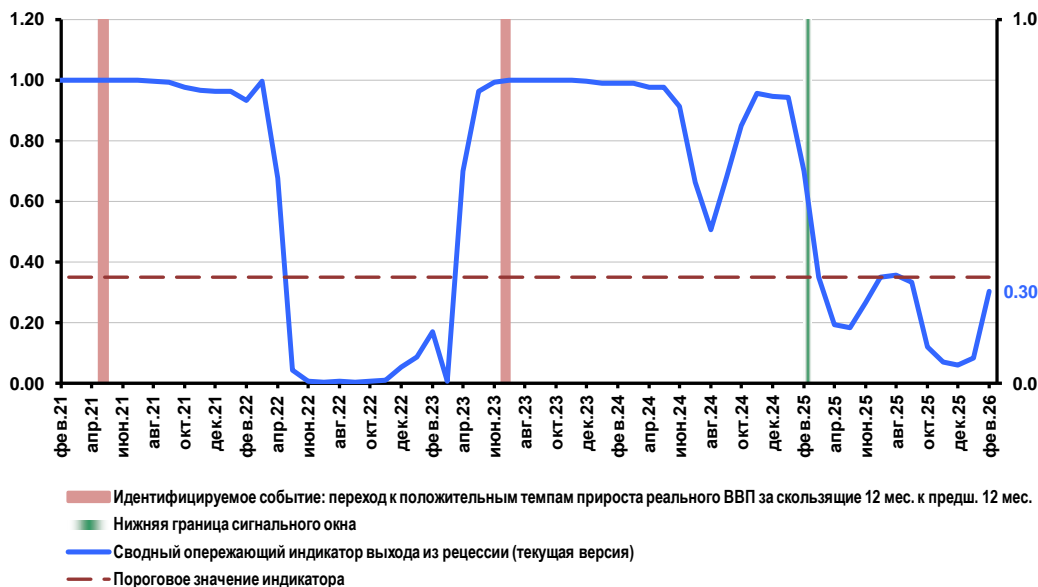
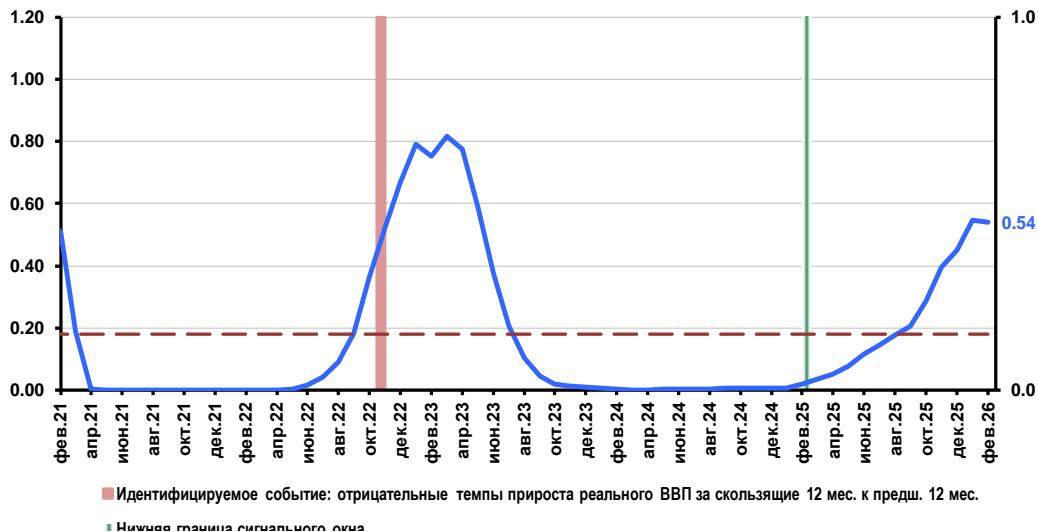
	2026	2027
<b>Индекс потребительских цен</b>		
апрель 2026	5.3 - 5.6	3.75 - 4.05
январь 2026 (лаг 4 мес)	6.0 - 6.2	3.85 - 4.15
ноябрь 2025 (лаг 6 мес)	5.0 - 5.2	3.8 - 4.1
разница (апрель - январь)	-0.64	-0.10
разница (апрель - ноябрь)	0.36	-0.06
<b>Валовой внутренний продукт</b>		
апрель 2026	0.5 - 0.7	1.0 - 1.2
январь 2026 (лаг 4 мес)	0.5 - 0.9	1.0 - 1.4
ноябрь 2025 (лаг 6 мес)	0.8 - 1.0	1.0 - 1.4
разница (апрель - январь)	-0.2	-0.3
разница (апрель - ноябрь)	-0.5	-0.3
<b>Инвестиции в основной</b>		
апрель 2026	-2.4 - -2.0	1.7 - 2.1
январь 2026 (лаг 4 мес)	-0.3 - 0.0	0.8 - 1.2
ноябрь 2025 (лаг 6 мес)	0.3 - 0.7	0.8 - 1.2
разница (апрель - январь)	-2.3	0.7
разница (апрель - ноябрь)	-2.9	0.7
<b>Потребление населения</b>		
апрель 2026	1.5 - 1.9	2.3 - 2.5
январь 2026 (лаг 4 мес)	0.8 - 1.0	1.5 - 1.9
ноябрь 2025 (лаг 6 мес)	1.5 - 1.8	1.8 - 2.2
разница (апрель - январь)	0.8	0.7
разница (апрель - ноябрь)	0.1	0.4
<b>Уровень безработицы (% рабочей силы)</b>		
апрель 2026	2.2 - 2.5	2.5 - 2.8
январь 2026 (лаг 4 мес)	3.0 - 2.7	3.1 - 3.5
ноябрь 2025 (лаг 6 мес)	2.5 - 2.8	2.8 - 3.1
разница (апрель - январь)	-0.5	-0.6
разница (апрель - ноябрь)	-0.3	-0.3

Несмотря на очень благоприятную внешнеэкономическую конъюнктуру, она лишь в небольшой степени трансформировалась в изменение параметров макроэкономического прогноза.

Из-за «дорогого рубля» и высоких процентных ставок эффект от внешнеэкономической конъюнктуры транслируется в рост через рост экспорта и, с учётом очевидных ограничений – в рост «по потребительскому контуру (заработной платы, доходов и, в итоге – потребления населения, +1.5-1.9%). В то же время, не возникает оснований для активизации инвестиционной деятельности (ожидается спад инвестиций, -2.4 - -2.0%), а потребление население во все большей степени «закрывается» быстро растущим импортом.

Соответственно, и ожидаемый итог экономического развития: убогие +0.5-0.7% прироста ВВП в 2026 г. на фоне инфляции несколько выше 5%. «Голландская болезнь»...

# Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



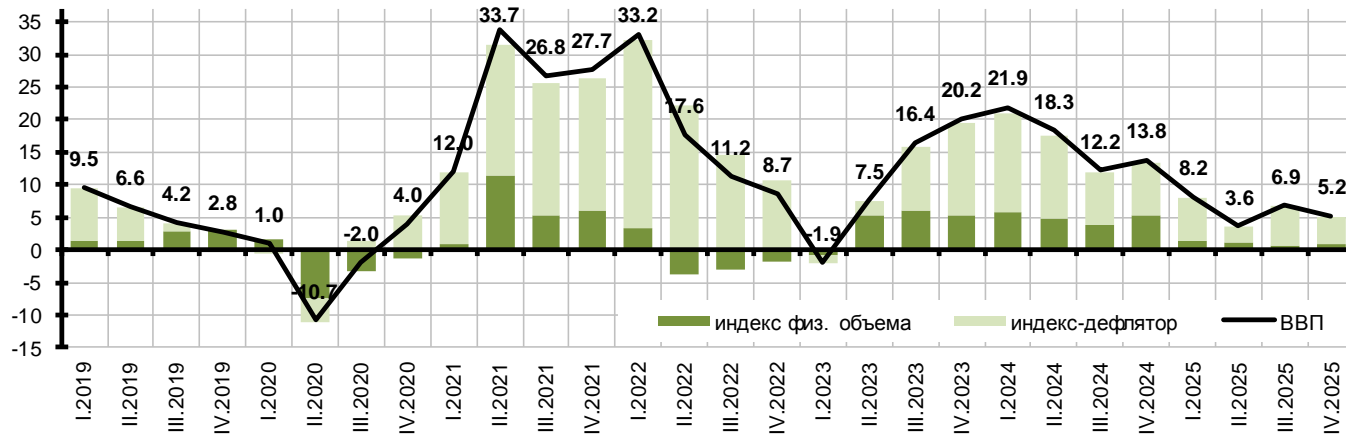
Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в феврале впервые за последние пятнадцать месяцев не увеличилось и сохранилось почти на уровне предшествующего месяца, составив 0.54. Однако оно по-прежнему оставалось существенно выше своего критического порога (0.18). Это означает, что СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте скользящего года (до июля 2026 г. включительно) российская экономика может войти в рецессию. Сохранению высокого значения СОИ входа в рецессию способствовала негативная динамика ряда частных индикаторов, входящих в его состав:

- повышение вероятности реализации банковского кризиса (рост значения СОИ возникновения системного кризиса банковского сектора);
- снижение сальдо счета текущих операций платежного баланса России (за скользящий год);
- исчерпание позитивного влияния инерционного фактора (последовательно снижается темп прироста физического объема ВВП за скользящий год).

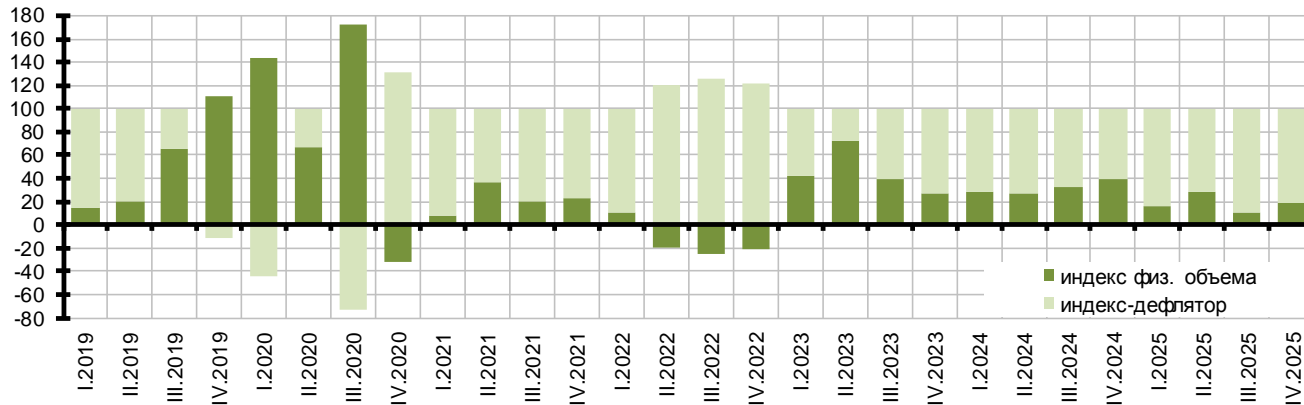
Хотя значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) выхода российской экономики из рецессии* в феврале заметно выросло и составило 0.30 (месяцем ранее оно было равно 0.08), тем не менее оно осталось ниже критического порога (0.35). Соответственно, СОИ шестой месяц подряд продолжал подавать сигнал о 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<sup>1</sup>

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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

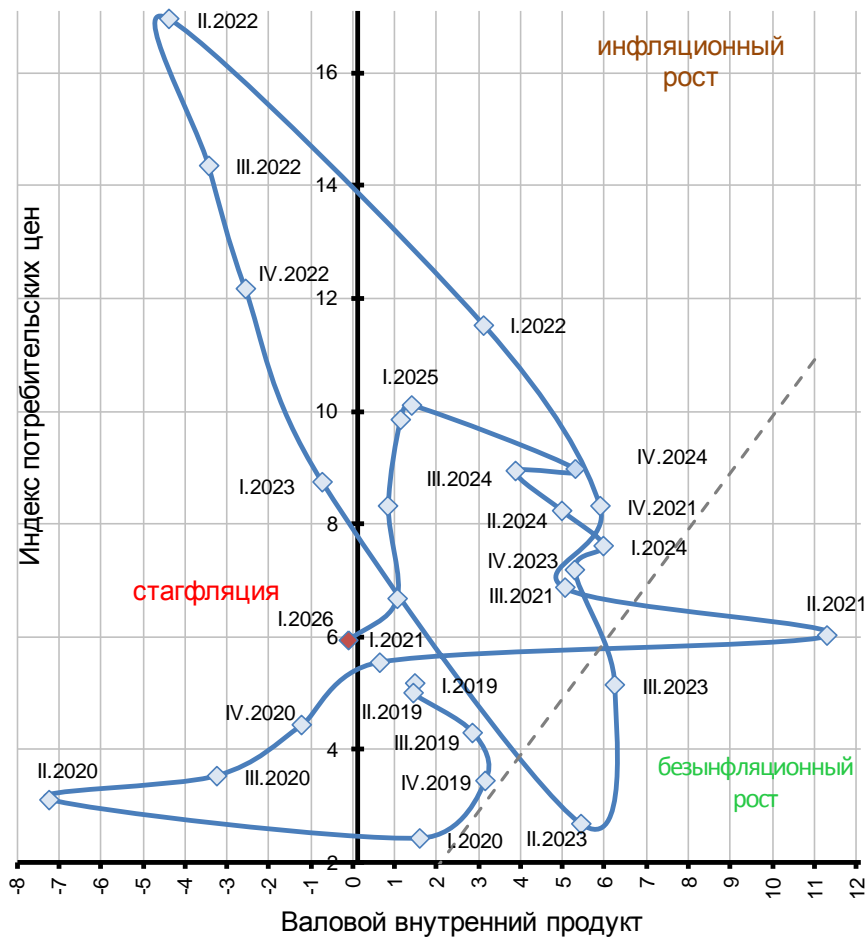


В IV кв. на уровне экономики в целом соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска незначительно улучшилось (оставаясь, в целом, неблагоприятным): на фоне общего падения темпов роста экономики в рост физобъёма стала уходить несколько большая доля расширения спроса (а в прирост дефлятора,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

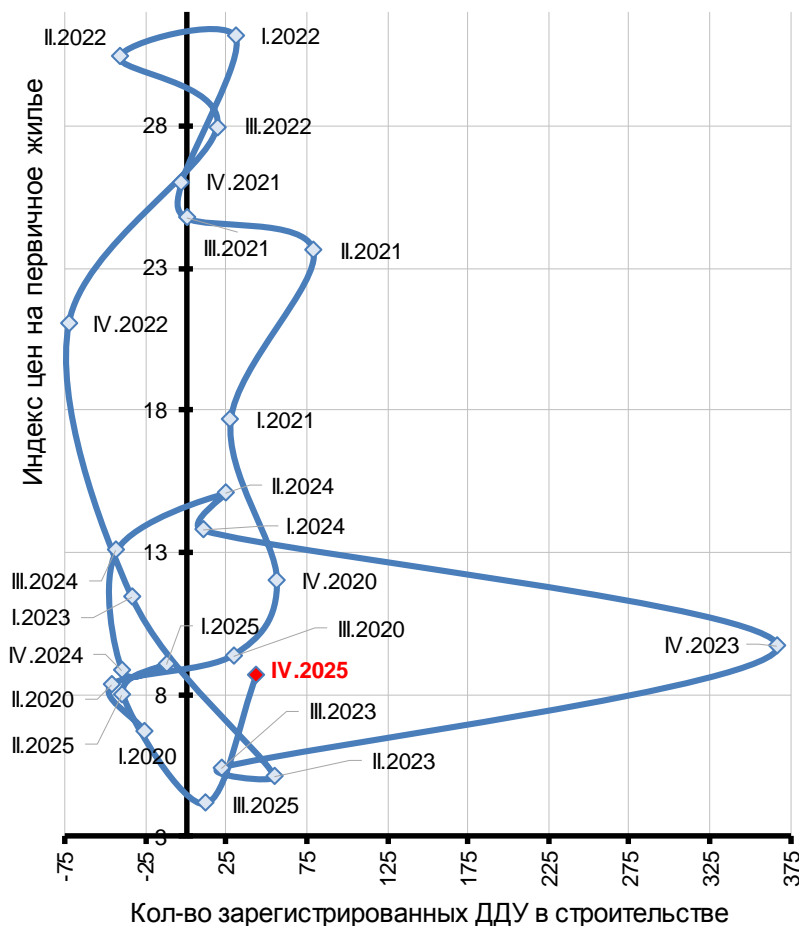
Подчеркнем, что выводы здесь надо делать осторожно из-за крайне низкого качества данных о дефляторах.

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

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



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



В I кв. ситуация в *российской экономике*, формально, «знаково» ухудшилась: по соотношению инфляция / динамика ВВП она впервые со II кв. 2022 г. попала в зону стагфляции – ВВП снизился, причем на фоне довольно заметной инфляции. Другое дело, что уже во II кв. можно ожидать небольшого экономического оживления, но общую ситуацию «на грани» стагфляции оно, вероятно, не отменит.

*На рынке жилья* в IV кв. ситуация чуточку улучшилась: на фоне 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, %

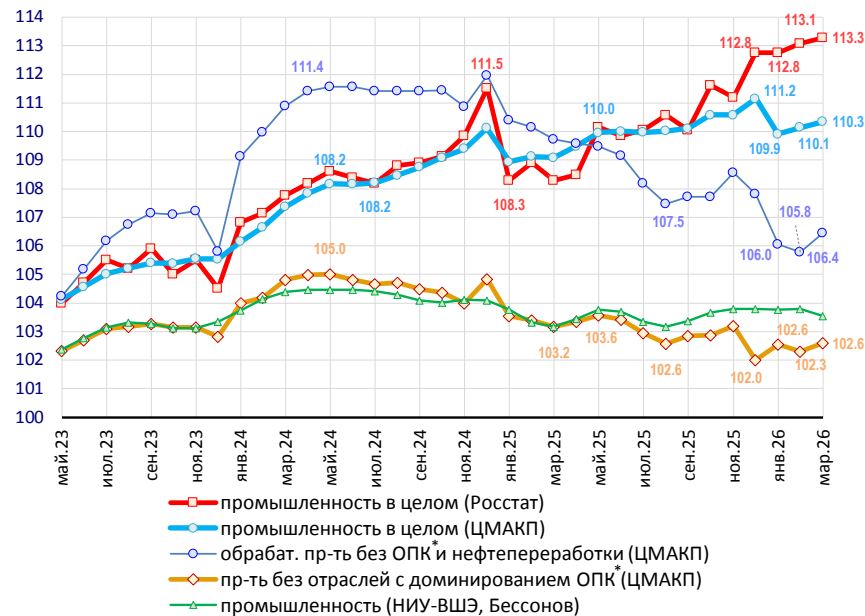
	IV кв. 2025	I кв. 2026	январь 2026	февраль 2026	март 2026
<b>Промышленное производство</b>					
данные Росстата	<b>0.8</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>
оценка ЦМАКП	<b>0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
<b>Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)</b>					
<b>Добыча полезных ископаемых</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>
<b>Обрабатывающие производства</b>	<b>0.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>-2.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>
Производство пищевых продуктов	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
Сырьевые производства	0.0	-0.7	-1.3	-0.4	-0.5
Производство нефтепродуктов	0.2	0.1	-0.1	-0.5	0.8
Товары инвестиционного спроса	-0.4	-1.3	-4.3	-0.2	0.7
Производство ТДП	-0.1	0.8	1.8	1.3	-0.7
Производство непродовольственных товаров повседневного спроса	0.8	0.2	-1.0	0.5	1.2
<b>Электро-, тепло- и газоснабжение</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>1.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.2</b>

Существенное расхождение в оценках между Росстатом и ЦМАКП в январе-феврале было связано с малым числом рабочих дней как в феврале, так и, особенно, в январе и применении разных способов устранения календарного эффекта. Расхождение же в марте связано с различиями в методике устранения сезонности, и результат Росстата вызывает определённые вопросы. По исходным данным индекс промпроизводства к соответствующему периоду прошлого года (СППГ) в марте составил 102.3%, в то время как по ряду Росстата с устранением сезонного фактора – 104.6%. Если учесть, что число рабочих дней в мартах 2025 г. и 2026 г. было одинаковым, это означает, что оценка Росстата коэффициента сезонности для марта существенно (более чем на 2 проц. п.) изменилась – но такое изменение нуждается в обосновании (при этом наш метод устранения сезонности похожего изменения сезонности не выявил).

\* 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

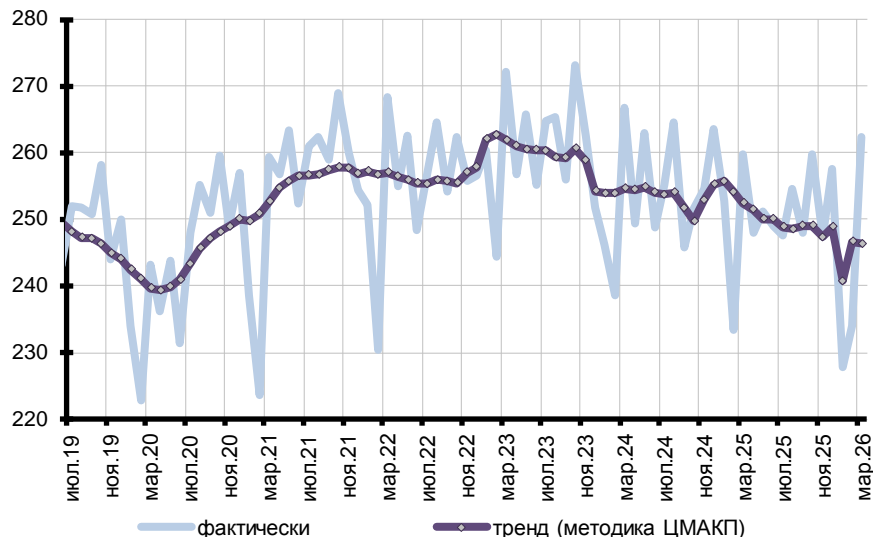
В оценках направленности изменения объёмов промышленного производства от разных организаций сохраняется расхождение, возникшее ещё в январе. По данным Росстата, после скачка в декабре и неизменного объёма выпуска в январе, в феврале-марте объём производства едва заметно подрастал (на 0.2% в месяц), в марте он составил 101.3% от среднемесячного уровня IV квартала 2025 г. (сезонность и календарность устранены). По оценке ЦМАКП, после небольшого увеличения в декабре произошла резкая коррекция вниз, а в феврале-марте фиксируется лишь незначительное восстановительное увеличение. В марте выпуск оценивается в 99.4% от уровня IV квартала. Центр развития НИУ ВШЭ в последние полгода фиксирует стагнацию выпуска.

Среднемесячный уровень 2021 = 100,  
с исключенной сезонностью

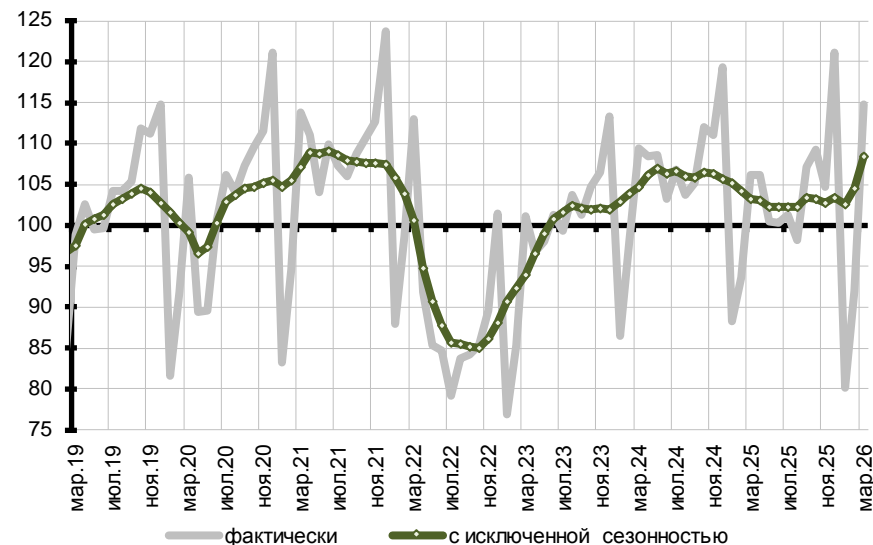


# Динамика в транспортно-логистических отраслях

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



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

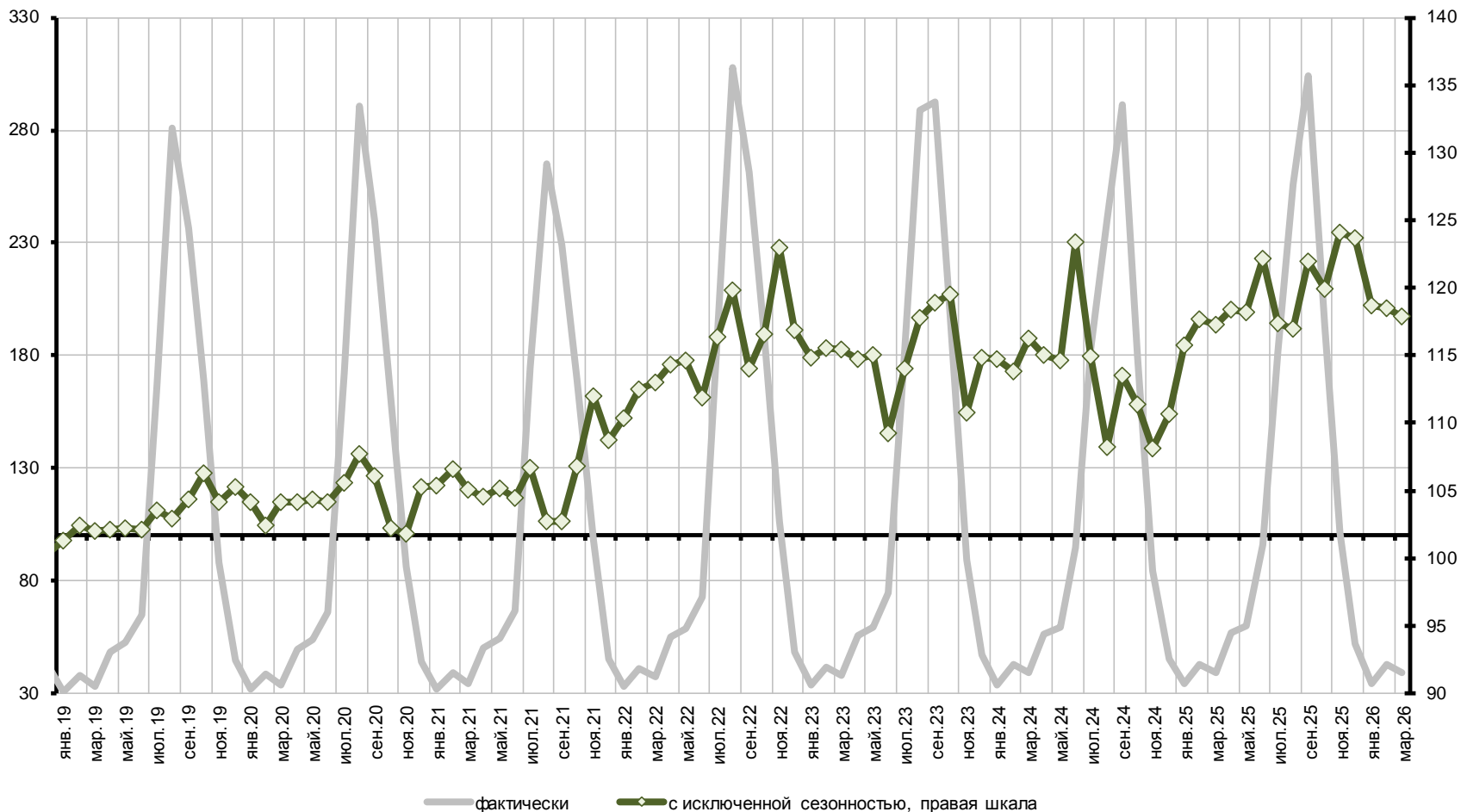


*Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного)* — косвенный показатель экономической активности — в последние месяцы неустойчив. В январе возник локальный «провал», в феврале-марте грузооборот восстановился лишь частично. Тренд на медленное локальное снижение, в целом, сохранился: среднемесячный грузооборот в I кв. оказался на 1.5% ниже уровня IV кв. 2025 г. (сезонность устранена).

*Оборот оптовой торговли* — косвенный индикатор активности формирования запасов в производстве и торговле, довольно заметно подскочил (действие сезонного фактора устранено). Другое дело, что этот «подскок» — скорее, результат неустойчивости в данной сфере на рубеже 2025/2026 гг. (налоговые новации, утильсбор, курс). Впрочем, надежда на то, что новый бизнес-цикл начинается, всё же есть.

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

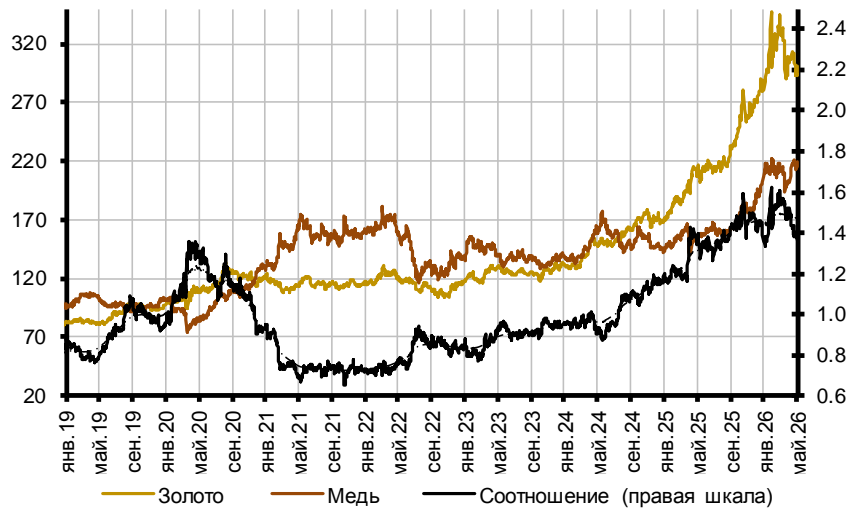
# Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



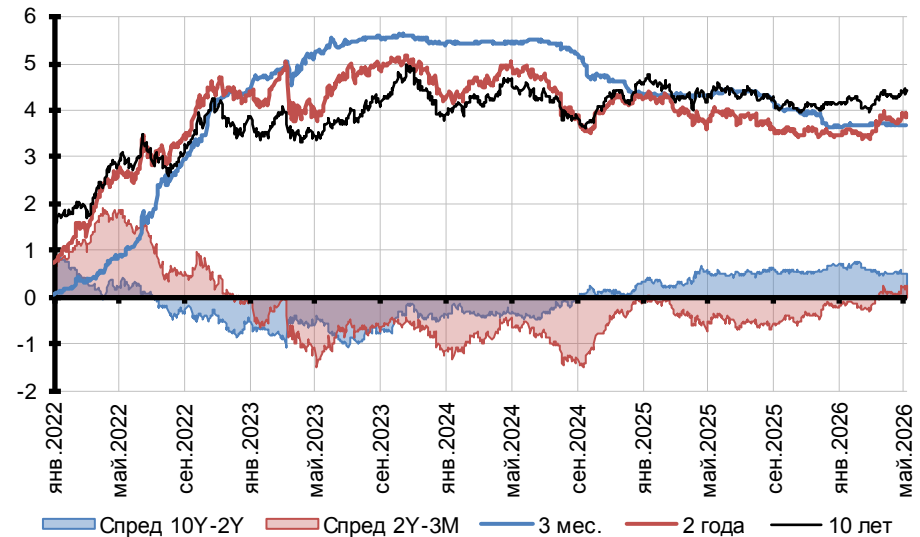
*Выпуск в сельском хозяйстве*, по состоянию на март, чуть снизился (действие сезонного фактора устранено), переводя динамику отрасли (с учётом времени года – в животноводстве) из стабилизации в медленный спад. Впрочем, как уже отмечалось, в силу «сезонной арифметики» вклад производства сельхозпродукции в I кв. в годовой итог минимален.

# Индикаторы рисков в мировой экономике

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



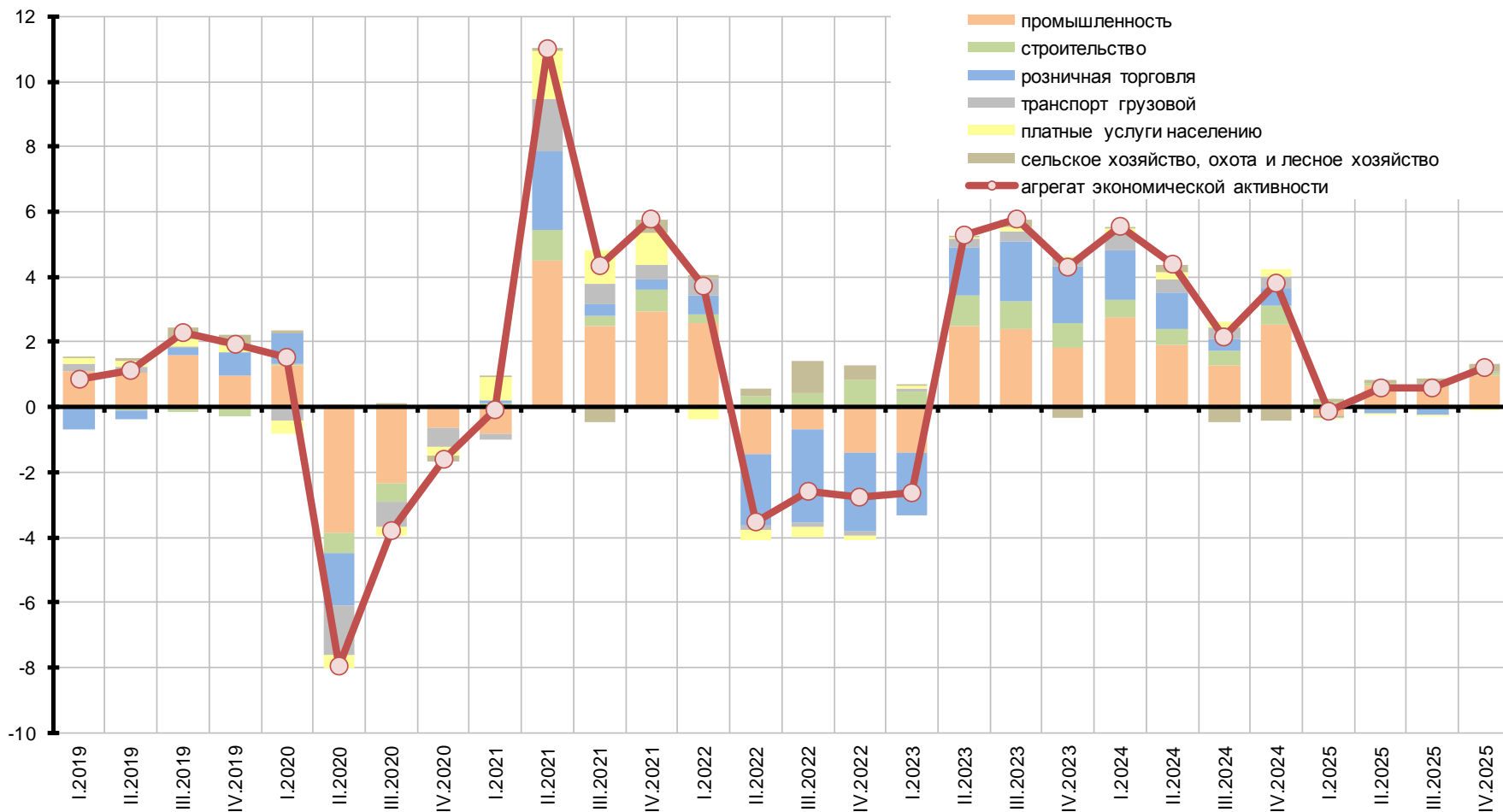
## Оценки рисков рецессии в США (доходности казначейских бумаг США, % годовых)



На мировых товарных биржах по состоянию на май ситуация, похоже, стала чуть «разряжаться»: крупные мировые центробанки (Нарбанк Китая, в первую очередь) в целом, закончили закупки валюты, инвесторы, похоже, успокоились по поводу рисков экономической политики в США и в целом глобальной нестабильности. В то же время, спрос на медь (основу электротехнической и электронной промышленности) продолжает расти, а с ним и цены на неё. Соответственно, индикатор воспринимаемых инвесторами рисков «соотношение цен «золото/медь» заметно снижается.

К началу мая кривая доходностей на рынке казначейских бумаг США нормализовалась, главным образом, за счет снижения доходностей на коротком участке кривой. Спред 2Y-3M стал положительным (после выхода из глубокой инверсии). Это указывает на дальнейшее ослабление ожиданий сохранения жесткой денежно-кредитной политики ФРС и постепенное снижение опасений относительно резкого ухудшения макроэкономической конъюнктуры. В то же время рынок по-прежнему сохраняет осторожность в оценке долгосрочных инфляционных и долговых рисков, что ограничивает снижение доходностей на длинном конце кривой.

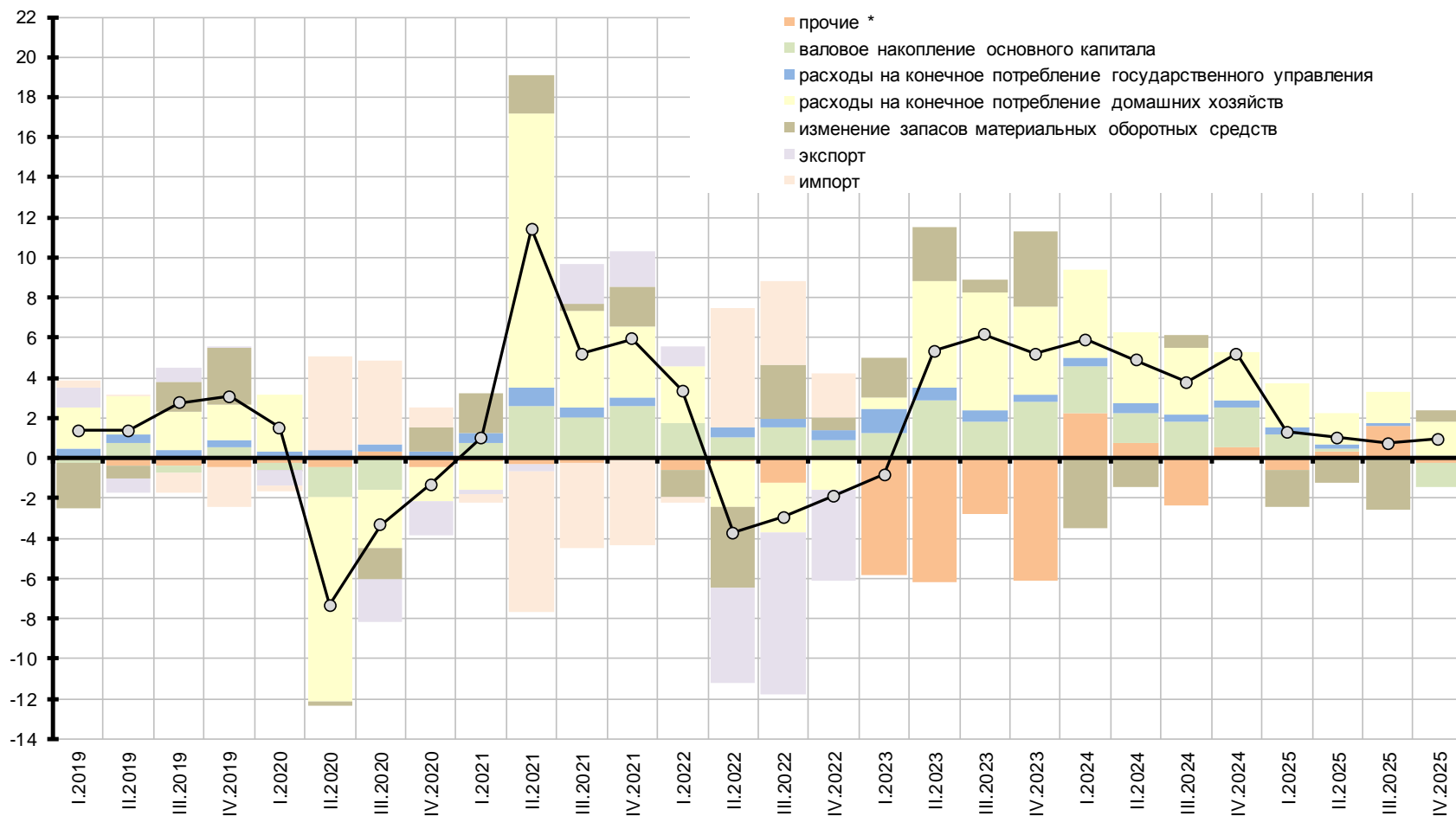
# Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)<sup>1</sup>



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.

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

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

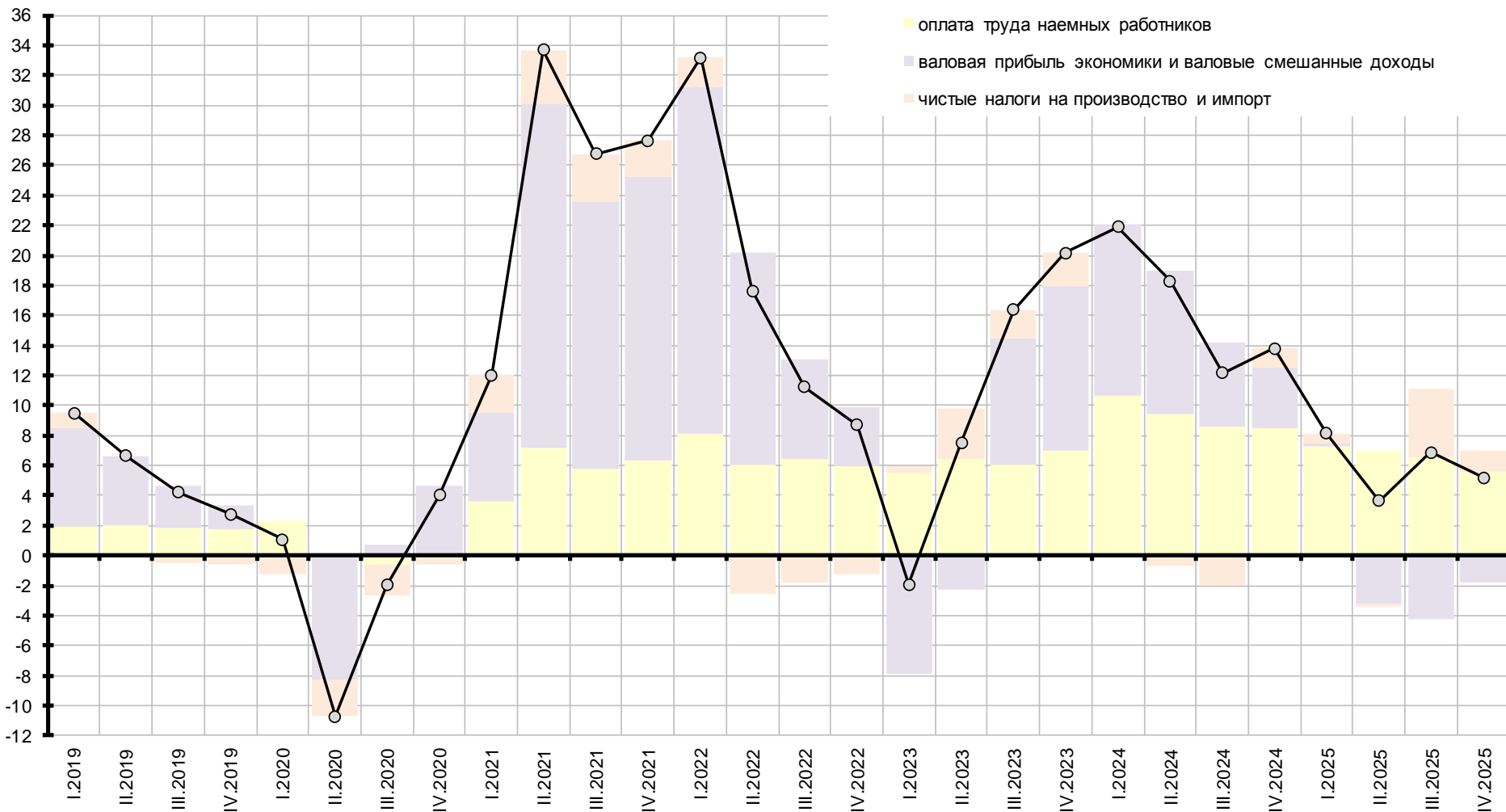


\* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Баланс компонентов конечного спроса 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.

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

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

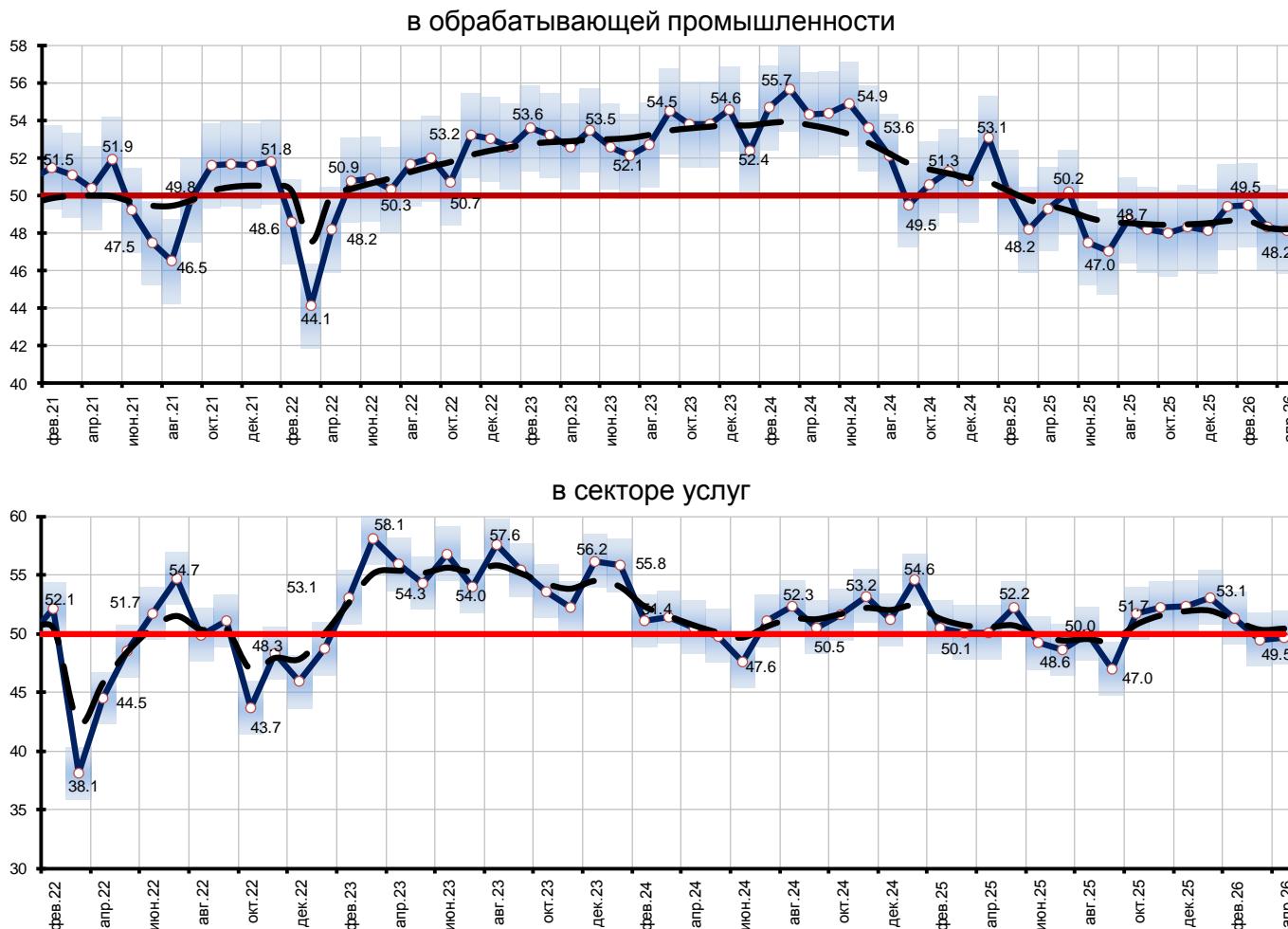


В IV кв. в структуре *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год»), в принципе, сохранились и усилились ранее сформировавшиеся тенденции: оплата труда наёмных работников продолжает быстро вытеснять валовую прибыль (инвестиционный ресурс; 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 (%)

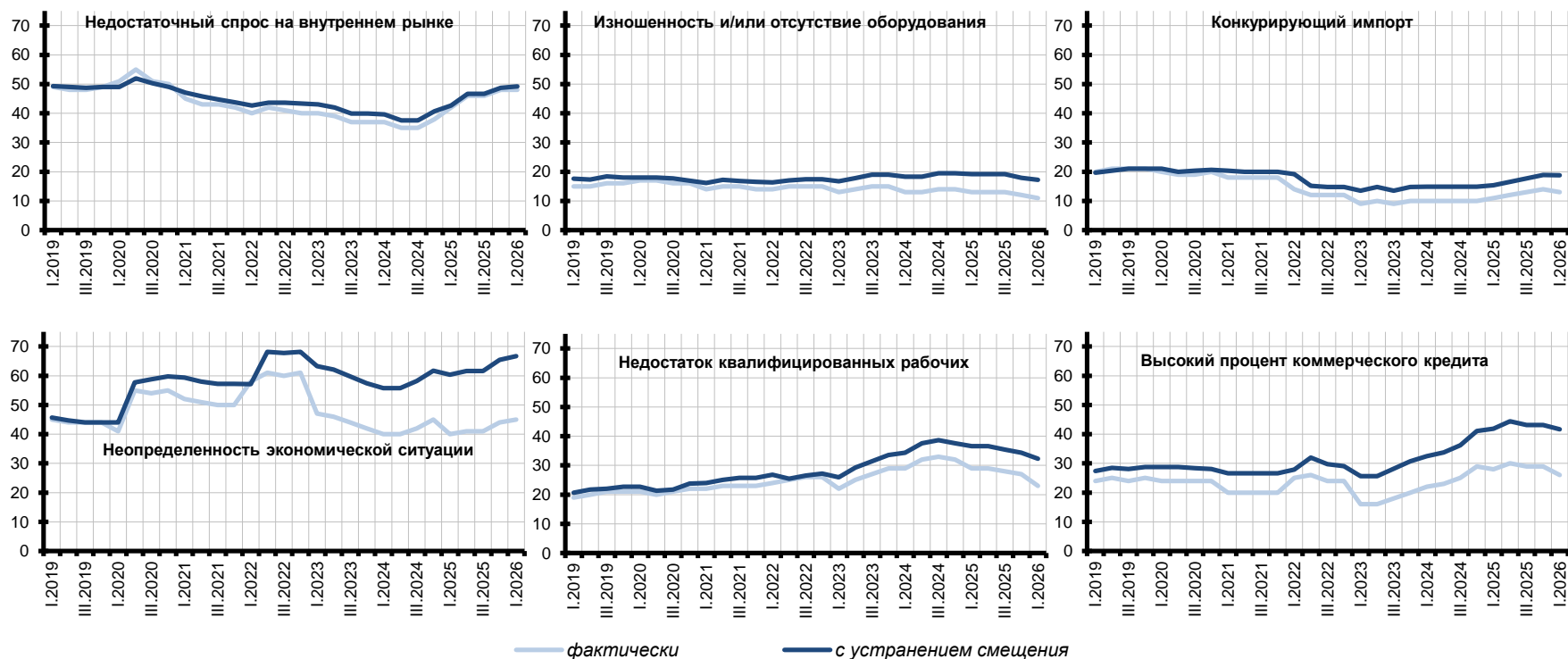


В апреле сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей несколько понизился, оставшись – практически полтора года подряд – в «негативной зоне» (менее 50%). Как уже отмечалось, столь длительный период негативных оценок ситуации менеджерами становится существенным фактором, угнетающим инвестиционную активность.

Индекс PMI в сервисных отраслях второй месяц подряд закрепился на уровне чуть ниже 50%. Это, конечно, ещё не признаки депрессии в секторе, но и процветание там, как уже отмечалось, похоже, закончилось.

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

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



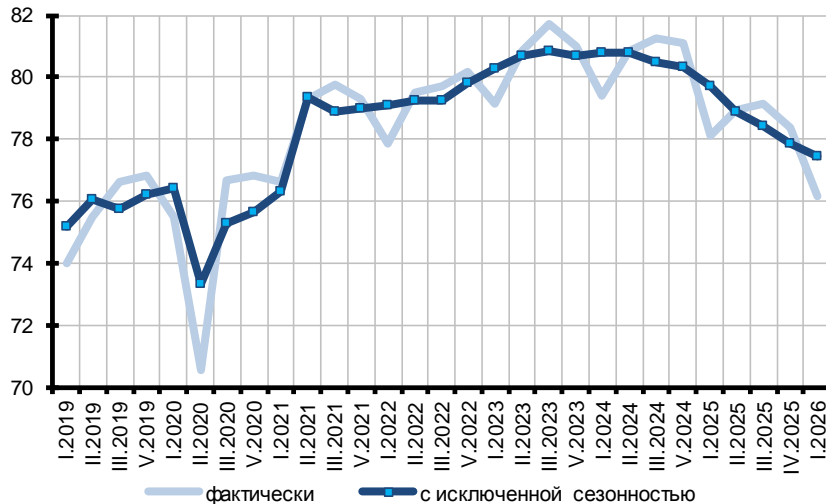
- Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях в I кв. сохраняются ранее сложившиеся тенденции:
- наиболее значимым ограничением остается неопределённость экономической ситуации (около 70% значимости с тенденцией к росту, здесь и далее – с устранением методологических ошибок);
  - вторыми по значимости остается (примерно по 50% значимости, растёт) дефицит спроса на внутреннем рынке, а так же
  - высокий процент по кредитам (медленное снижение значимости вместе с ключевой ставкой);
  - наблюдается устойчивое снижение значимости ограничений со стороны дефицита рабочих (значимость снижается со второй половины 2024 г., с 40% до 30%);
  - стала постепенно расти (в условиях укрепления рубля), хотя и остаётся умеренной (порядка 20%), значимость возврата на рынки конкурирующего импорта.

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

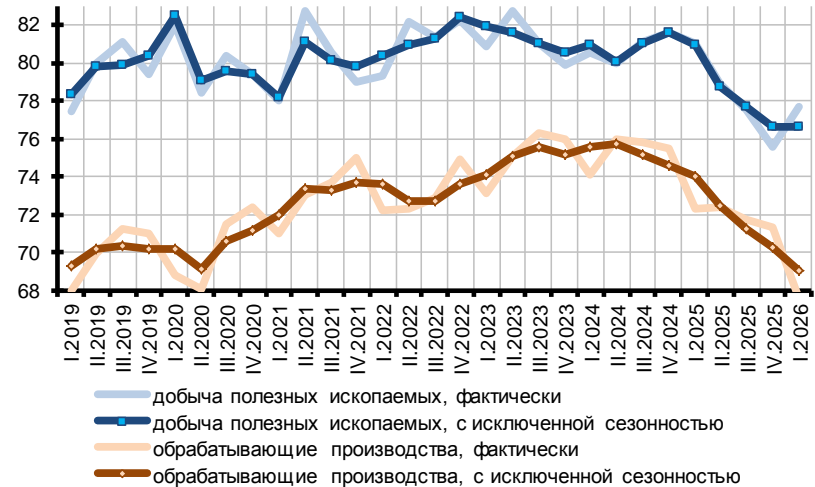
<sup>2</sup> Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. [http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka\\_2024-10-24-1.pdf](http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka_2024-10-24-1.pdf); в нынешней версии мониторинга методика несколько уточнена

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

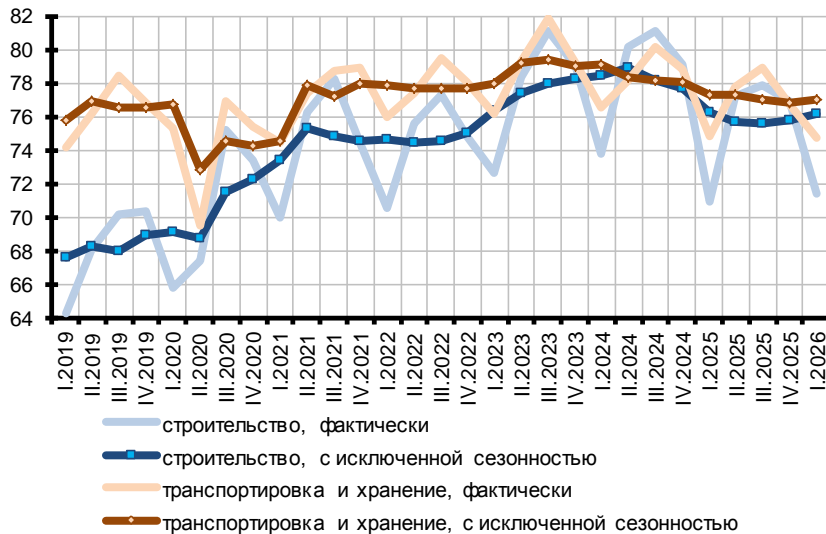
## Экономика в целом



## Промышленность



## Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в I кв. в целом по экономике продолжает падать. Она вышла на уровень 77% (сезонность устранена), то есть, «в целом по экономике» проблемы перегрузки мощностей, что было аргументом для политики «дорогих денег», нет. Другое дело, что структурно картина остаётся очень разной:

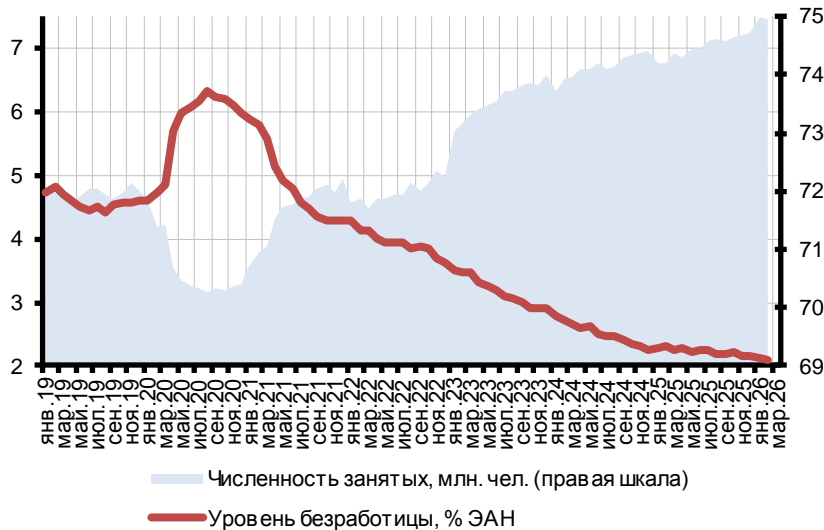
- в добыче полезных ископаемых, с учётом новых реалий на мировом рынке, уровень загрузки стабилизировался, правда, на исторически низком уровне;
- в обрабатывающей промышленности уровень загрузки быстро падает, уже до 69% (сезонность устранена). «В целом по обработке», где ситуация очень разная, от высоко загруженной «оборонки» до проблемных инвестиционных отраслей – проблемы дефицита мощностей, похоже, нет;
- в логистических отраслях загрузка перестала снижаться, стабилизировавшись на уровне 77% мощностей (сезонность устранена);
- в строительстве загрузка мощностей стала понемногу, на грани различимости, увеличиваться (сезонность устранена).

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

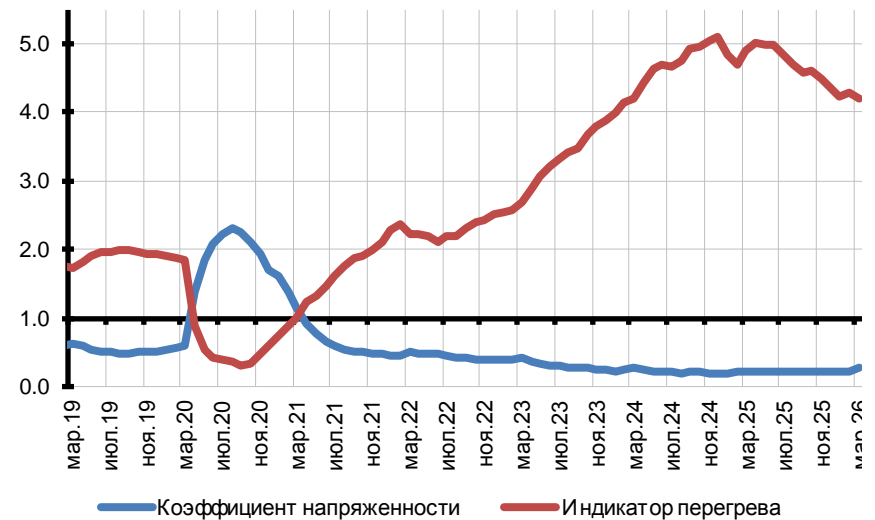
<sup>2</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена

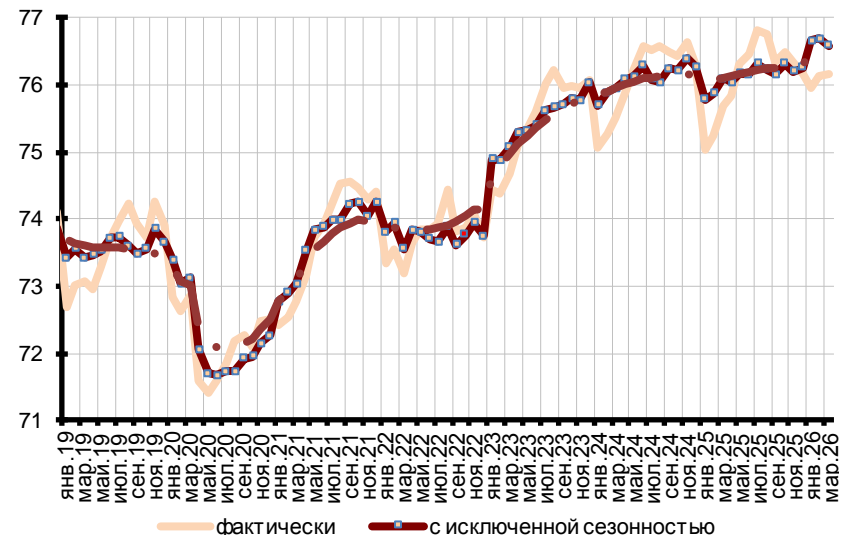


Коэффициент напряженности по безработице и индикатор перегрева на рынке труда,<sup>1</sup> сезонность устранена



На рынке труда в марте ситуация, в целом, остаётся все той же. *Уровень безработицы* продолжает медленно снижаться (сезонность устранена), обновляя исторические минимумы. *Спрос на труд* (с устранением действия сезонного фактора) чуть снизился. Поскольку сам он находится вблизи исторического максимума, а финансовое положение компаний объективно будет подталкивать их к оптимизации численности занятых, скорее всего, начинается именно разворот тренда. *Индикатор перегрева* на рынке труда продолжает снижаться: число вакансий в расчёте на одного незанятого сокращается и уже снизилось до уровня двухгодичной давности (хотя до сбалансированности в данной сфере ещё очень далеко).

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

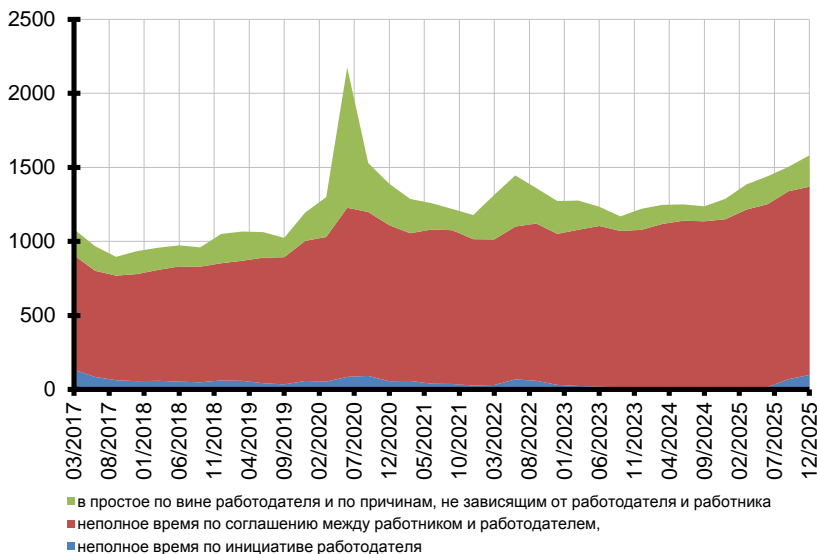


<sup>1</sup> Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию

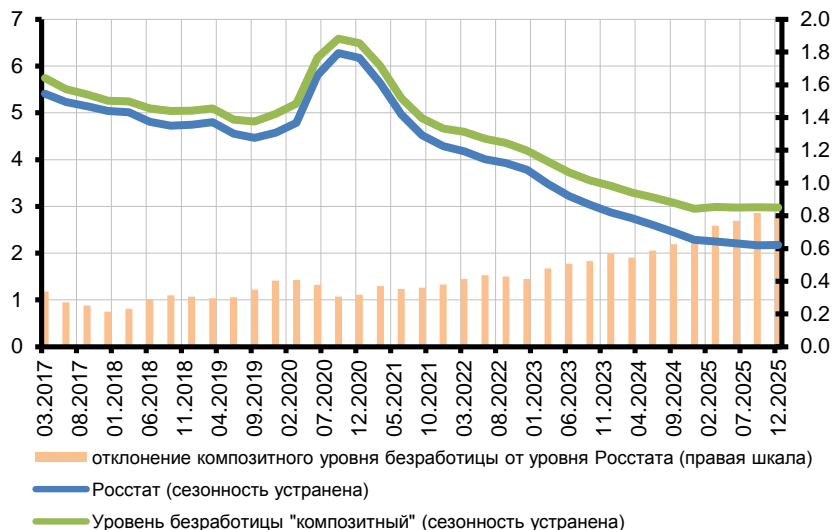
Индикатор перегрева на рынке труда – количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах службы занятости

# Численность занятых, находящихся в уязвимом положении<sup>1</sup>

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., увеличивалась 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.

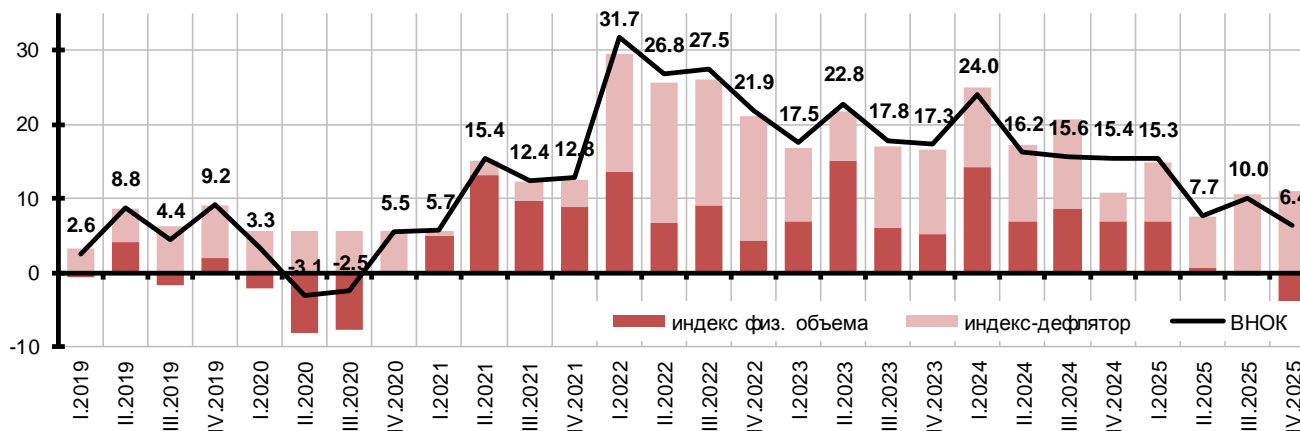
Хотя количественная оценка численности занятых, находящихся в «нестандартных» рабочих режимах (неполная занятость, вынужденные отпуска и др.) не очень реальна, обращает на себя внимание устойчивый рост этих категорий граждан со второго полугодия 2024 г.

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

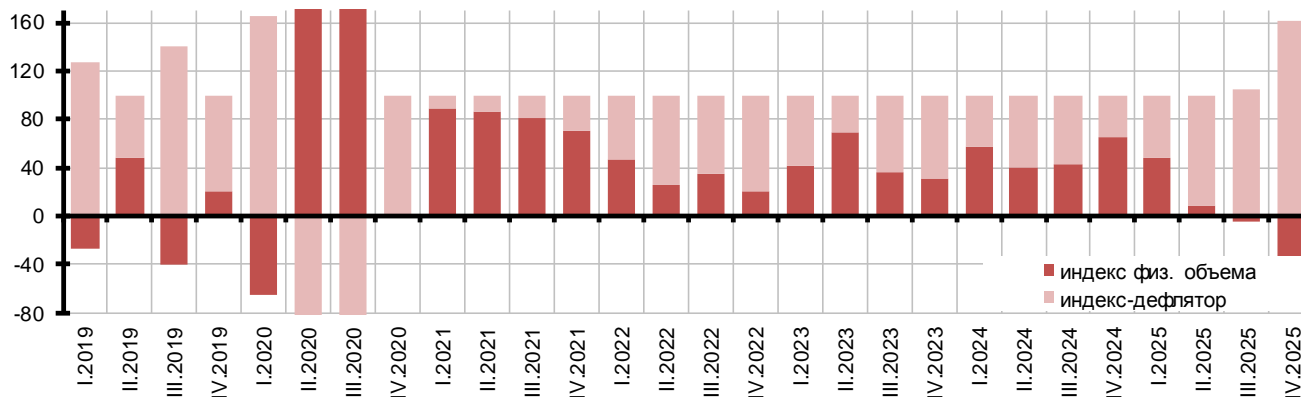
Для отслеживания скрытой безработицы строится композитный уровень безработицы, который помимо численности безработных по методологии МОТ включает в себя с понижающими коэффициентами все категории работников, работавших неполное рабочее время (для тех, кто имел отпуска без сохранения заработной платы, 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<sup>1</sup>

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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



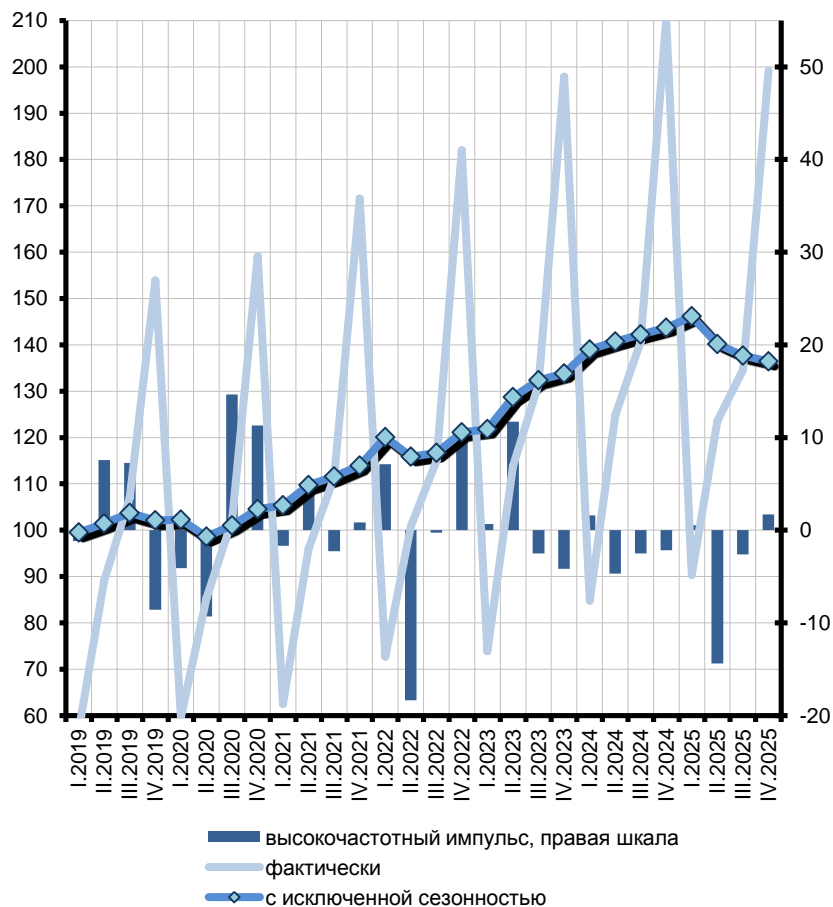
В IV кв. в инвестиционной сфере ситуация с *трансмиссией* спроса в рост накопления капитала остаётся негативной: увеличение спроса транслировался исключительно в повышение дефлятора, на фоне снижения физобъёма.

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

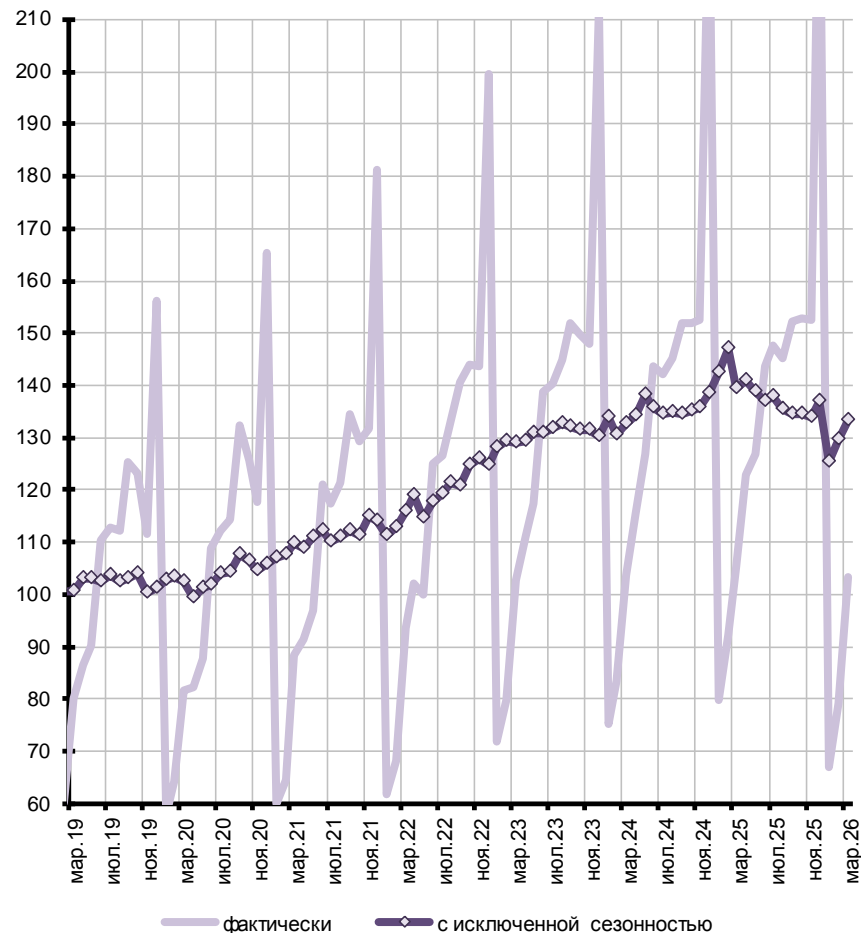
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



## Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



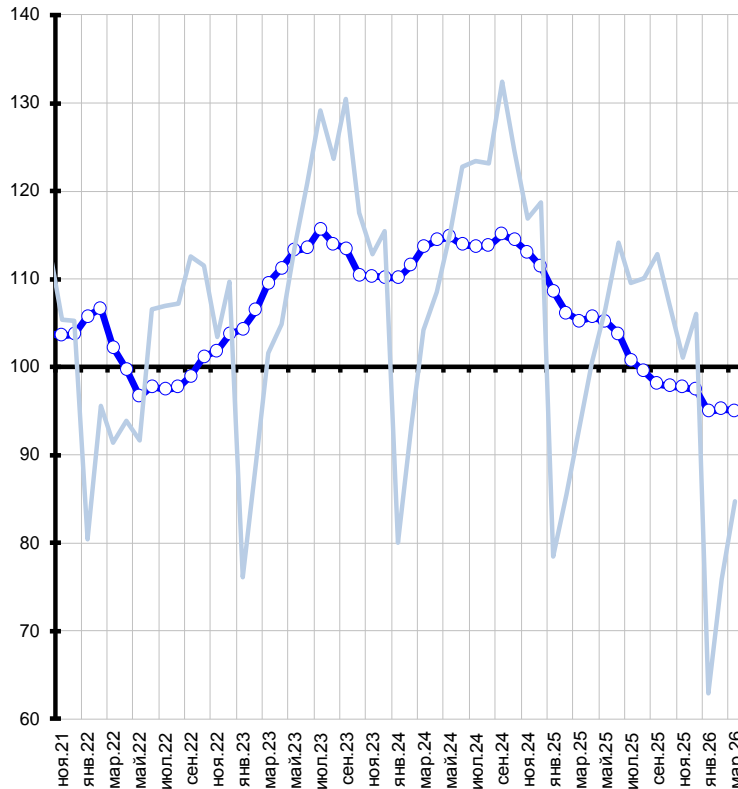
В IV кв. *инвестиции в основной капитал* вновь снизились (III кв.: -3.7% к предш. кв., III кв.: -1.9%, IV кв.: -1.0%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, переход к сжатию инвестиций – неизбежный итог сочетания длительной жесткой денежно-кредитной политики и сжатия доходов компаний из-за роста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

В *строительстве* в марте отмечено закрепление тенденции к «отскоку», слегка наметившейся еще в феврале (III кв.: -0.6% в среднем за месяц, IV кв.: 0.6%, январь: -8.4%, февраль: 3.4%, март: +2.9%, сезонность устранена). Пока речь идет лишь о (неполной) компенсации январского провала; утверждать, что благодаря перетоку с рынка депозитов спрос на жилье восстанавливается и ситуация в секторе улучшается, явно преждевременно.

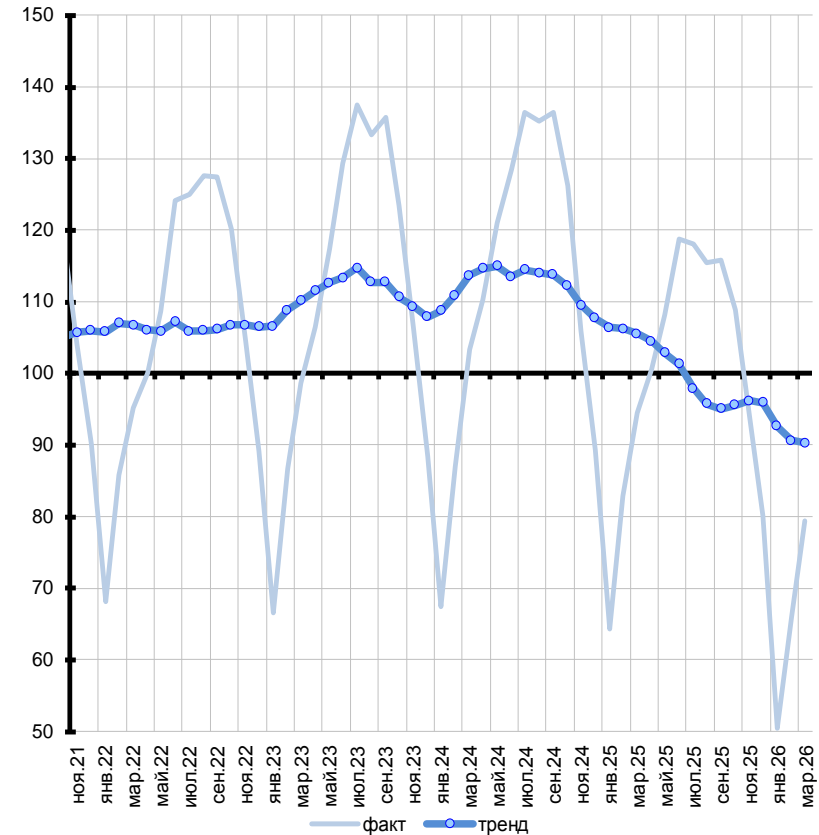
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

## Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



## Предложение стройматериалов

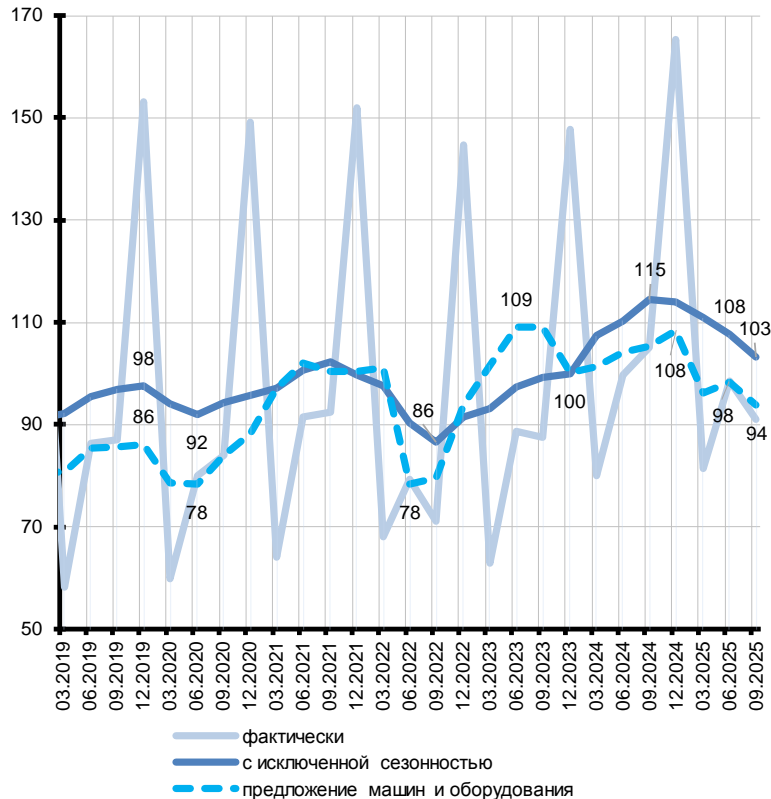


*Инвестиционная активность* (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ) по итогам I квартала заметно сократилась.

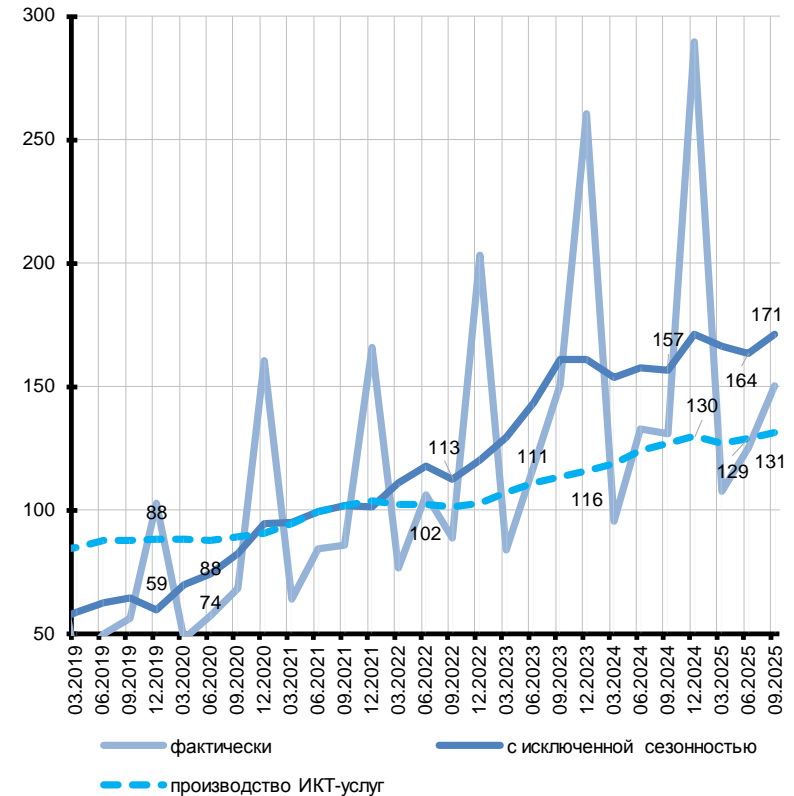
Январское снижение – произошедшее предположительно из-за необычно холодной и снежной погоды на европейской части России – не было, однако, компенсировано ни в феврале, ни в марте. В результате, среднемесячное предложение инвесттоваров в экономике в I квартале оказалось на 2.7% ниже уровня IV квартала. При этом установившийся уровень уже ниже уровня 2024 г. на 16% (!) и даже немного ниже, чем в кризисные месяцы 2022 года.

# 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>

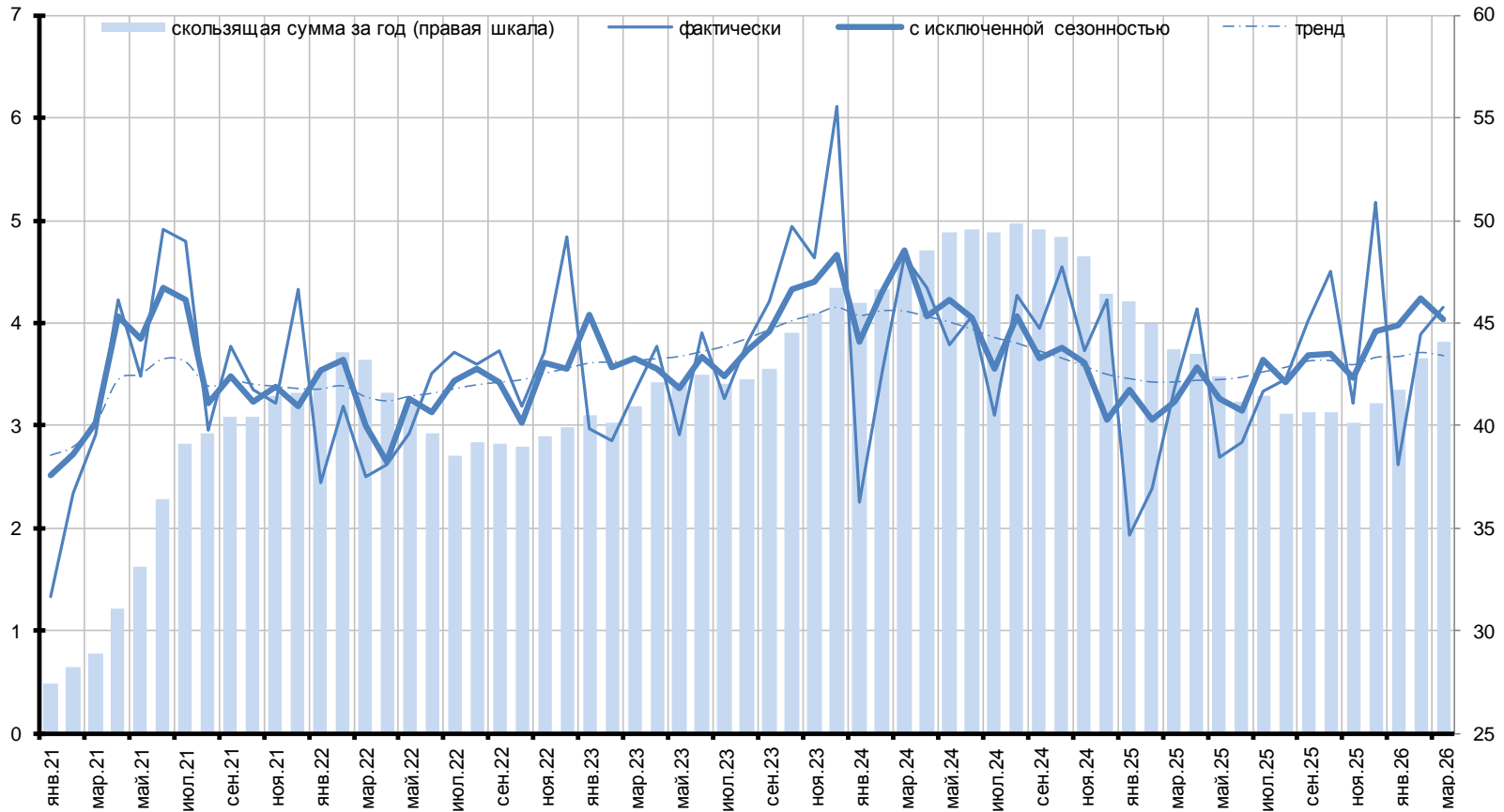


В части инвестиций в производственные активы ситуация по состоянию на III кв. остаётся крайне сложной. *Уровень инвестиций в машины и оборудование* снижается уже с середины 2025 г. (сезонность устранена), причём это хорошо подтверждается динамикой предложения машин и оборудования.

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)

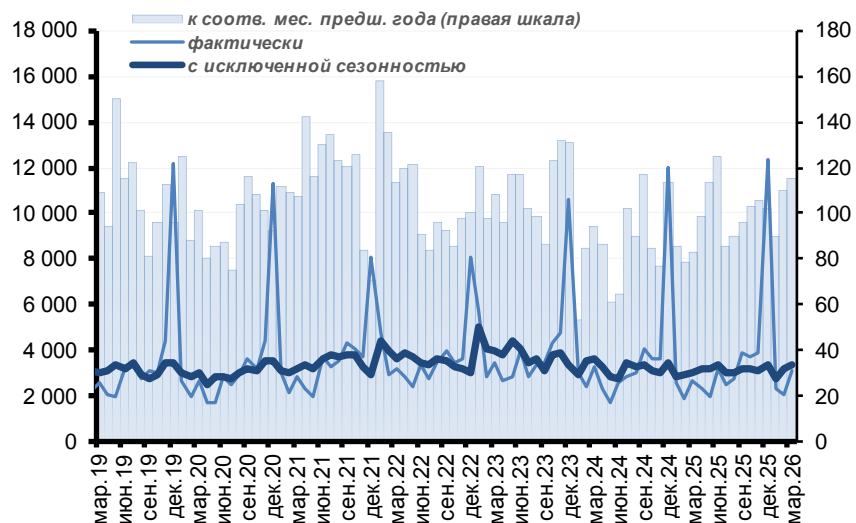


<sup>1</sup> Многоквартирные дома

Количество *запускаемых строительных проектов по МКД* в марте чуть снизилось (сезонность устранена). Как уже отмечалось, пока не вполне ясно, идет ли лишь формирование «запаса проектов» в строительных компаниях – или в сектора начинается, всё же, волна оживления на базе «высвобождения» части ранее замороженного потребительского спроса с депозитов населения.

# Рынок жилой недвижимости

## Строительство многоквартирных домов



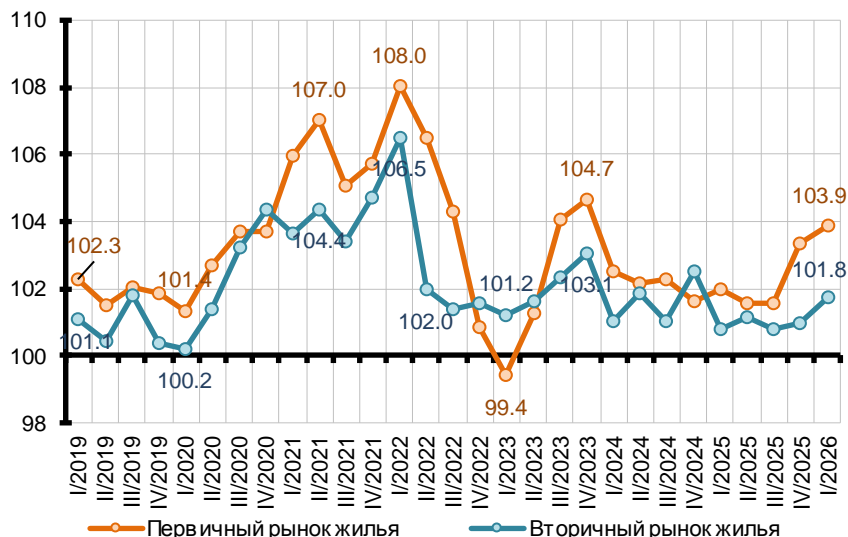
В марте 2026 г. ввод многоквартирных жилых домов вырос на 15.5% по отношению к соответствующему месяцу прошлого года. За январь-март 2026 г. было введено на 4.8% многоквартирного жилья больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

В I кв. 2026 г. разрыв между динамикой цен на *первичном* и *вторичном* рынке жилья сохраняется (+3.9% и +1.8% соответственно).

Рост цен на новостройки вызван несколькими факторами, основными из которых являются: завышение стоимости квартиры при ее продаже в рассрочку (застройщики закладывают «плату» за рассрочку в цену жилья), повышение стоимости строительных материалов вследствие увеличения НДС с 20% до 22% с 1 января 2026 г. Отметим, что количество выдач ипотечных кредитов в I кв. 2026 г. на первичном рынке сократилось на 16.2% по сравнению с IV кв. 2025 г. (сезонный фактор устранен). Это произошло вследствие ужесточения условий доступа заемщиков к программе «Семейная ипотека».

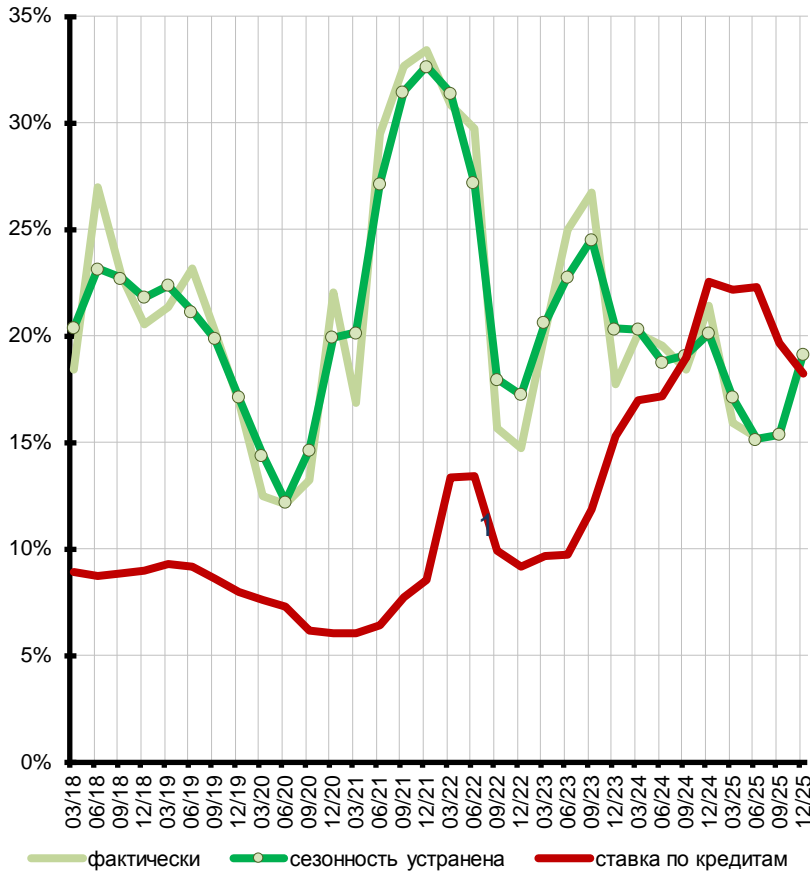
Спрос на вторичном рынке жилой недвижимости растет, о чем свидетельствует увеличение количества выданных на этом сегменте ипотечных кредитов на 11.6% в I кв. 2026 г. по сравнению с IV кв. 2025 г. (сезонный фактор устранен). По-видимому, происходит некоторое «переключение» спроса с первичного рынка на вторичный, в том числе благодаря снижению рыночных ипотечных ставок (на вторичном рынке преобладает рыночная, не субсидируемая государством ипотека), а также разрыву в уровнях цен на жилье на этих сегментах.

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

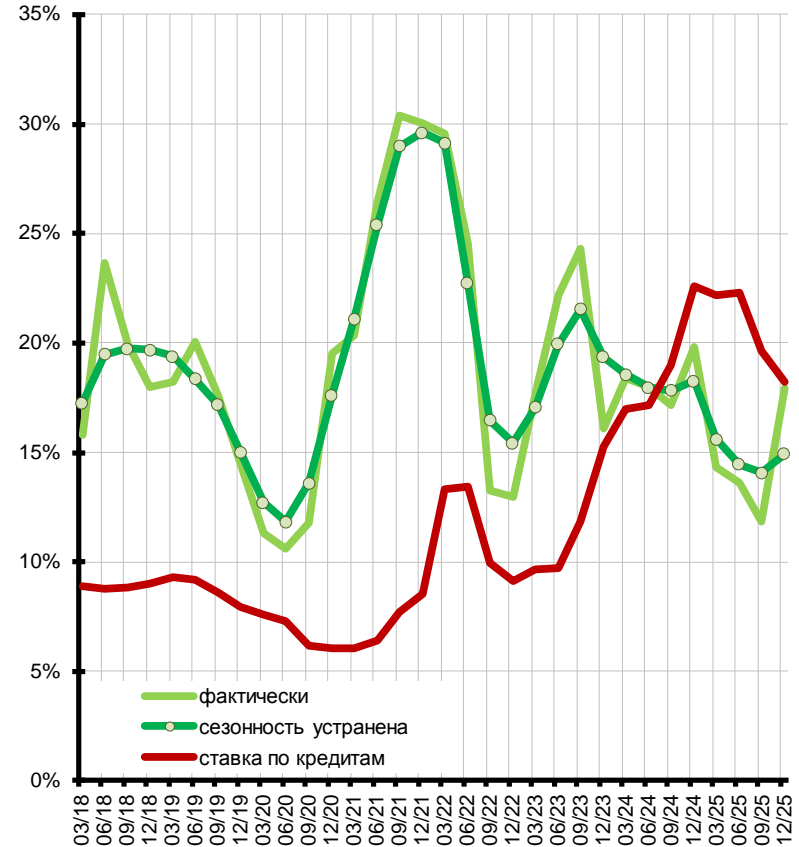


# Ставка по кредитам и рентабельность промышленности

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



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



— фактически  
— сезонность устранена  
— ставка по кредитам

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

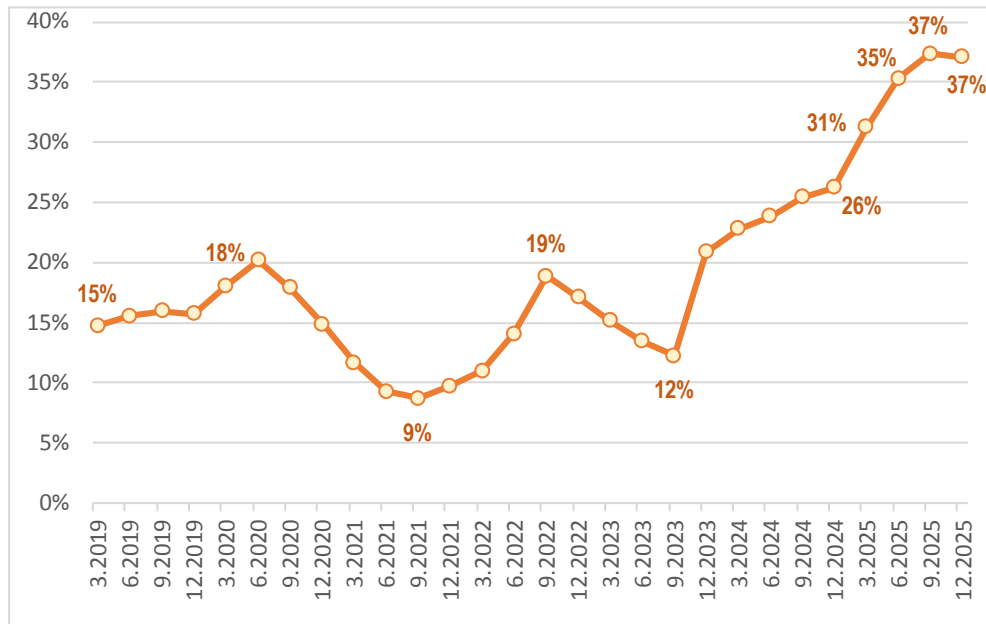
<sup>3</sup> оценка рентабельности за IV квартал – предварительная

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

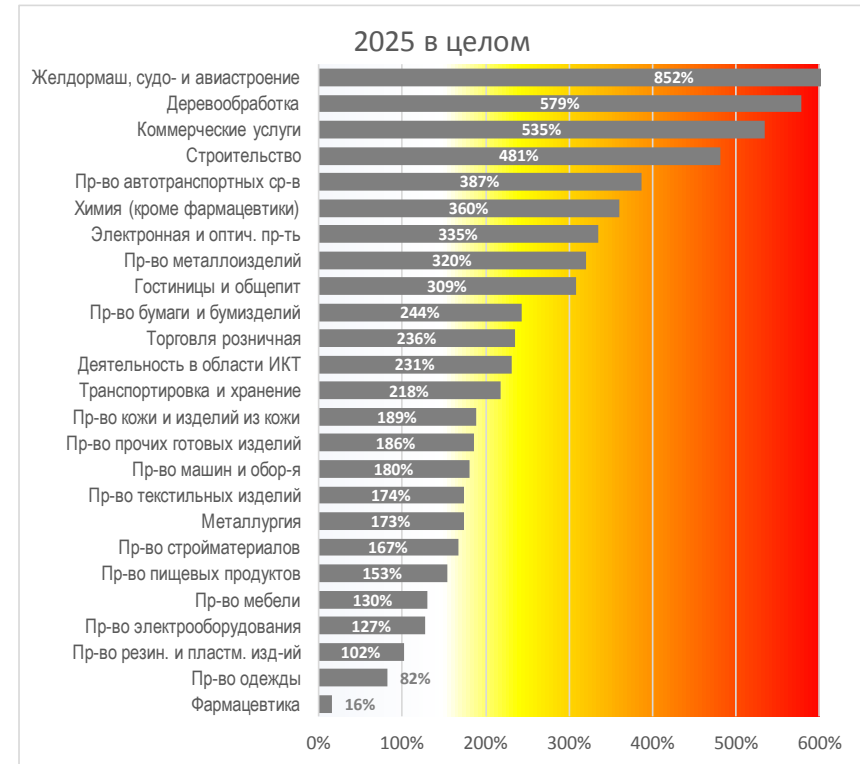


# Долговое давление на компании

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..

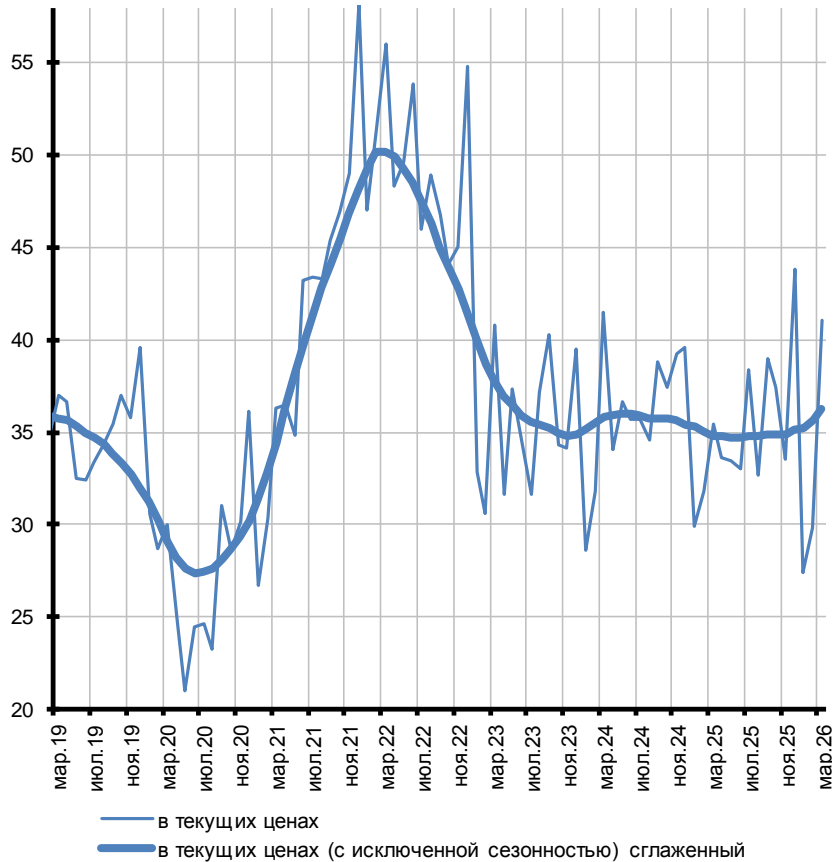
<sup>1</sup> EBIT – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата и процентов к уплате

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

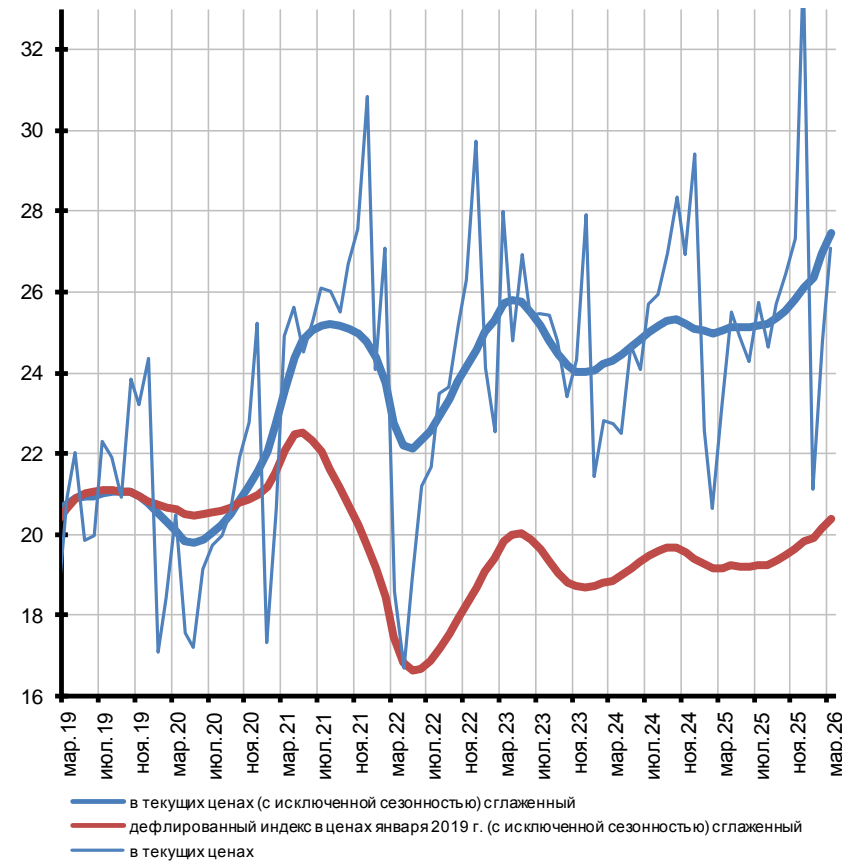
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# 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.)



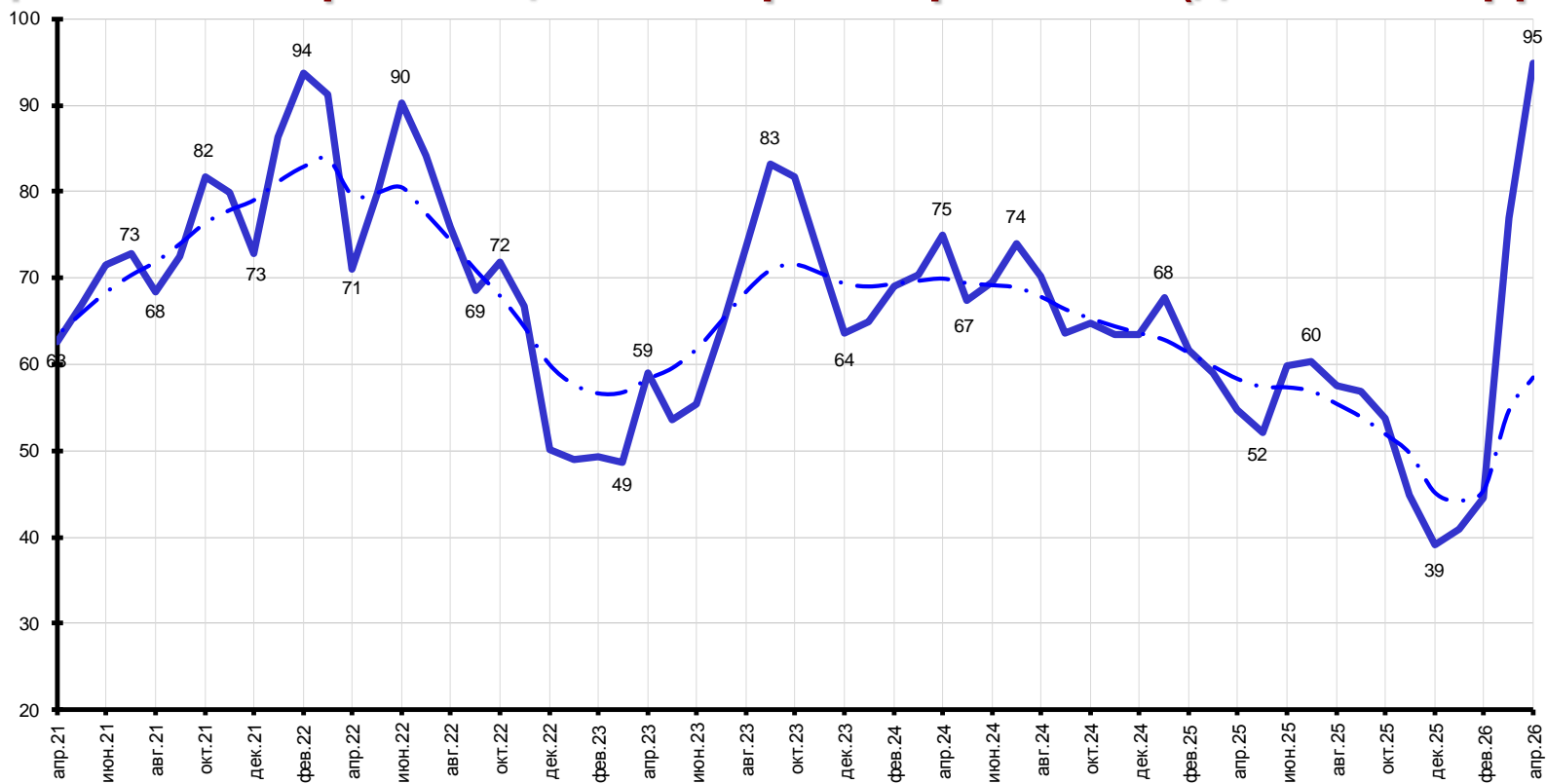
Экспорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на март стал умеренно расти – очевидно, благодаря действию ценового фактора.

Рост импорта товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) существенно усилился. Как уже отмечалось, эта тенденция, оказывающая неоднозначное влияние на общую ситуацию: обеспечивая сбалансированность потребительского рынка, но, по меньшей мере, крайне неоднозначно влияющая на выпуск – прямой результат укрепления рубля. Если она сохранится и разовьется (а её наличие подтверждается опросами бизнеса), экспансия конкурирующего потребительского импорта может стать важным фактором торможения экономического роста – даже на фоне благоприятной внешней конъюнктуры и постепенно снижающихся процентных ставок.

<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.)

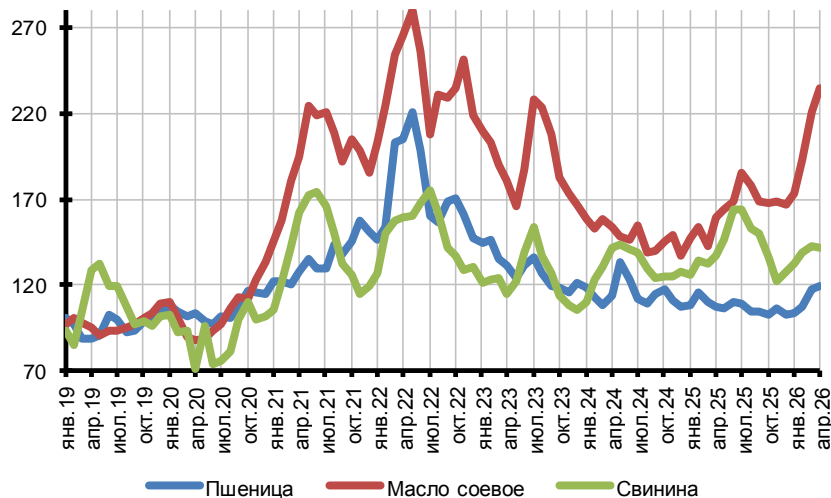


Средняя цена на нефть марки Urals в апреле 2026 г. увеличилась до 94.9 долл./барр. после 77.0 долл./барр. в марте. 1 апреля цены на нефть резко снизились после заявлений президента США о скором завершении военной операции против Ирана. Однако 5 апреля Д. Трамп выдвинул ультиматум иранскому руководству о необходимости открытия Ормузского пролива, иначе США грозились ударить по электростанциям и мостам в Иране (цены на нефть вновь выросли). По истечении срока ультиматума вместо ударов американский президент объявил о двухнедельном перемирии, что привело к очередному падению цен на нефть. 11 апреля в Исламабаде состоялись переговоры между США и Ираном, в ходе которых не удалось достичь прогресса. 12 апреля Д.Трамп принял решение о блокаде Ормузского пролива. 17 апреля цены на нефть снизились после заявления президента США, что Иран согласен на их условия. Однако с 21 апреля возобновился рост нефтяных котировок на фоне отсутствия признаков возврата к переговорам, а также готовности США к продолжительной морской блокаде Ирана. Выход ОАЭ с 1 мая из ОПЕК и ОПЕК+ почти не отразился на ценах на нефть.

Средняя цена на нефть марки Brent в апреле 2026 г. составила 100.8 долл./барр. после 95.4 долл./барр. в марте, то есть дисконт на нефть марки Urals в апреле сократился до 5.9 долл./барр. после 18.4 долл./барр. в марте.

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

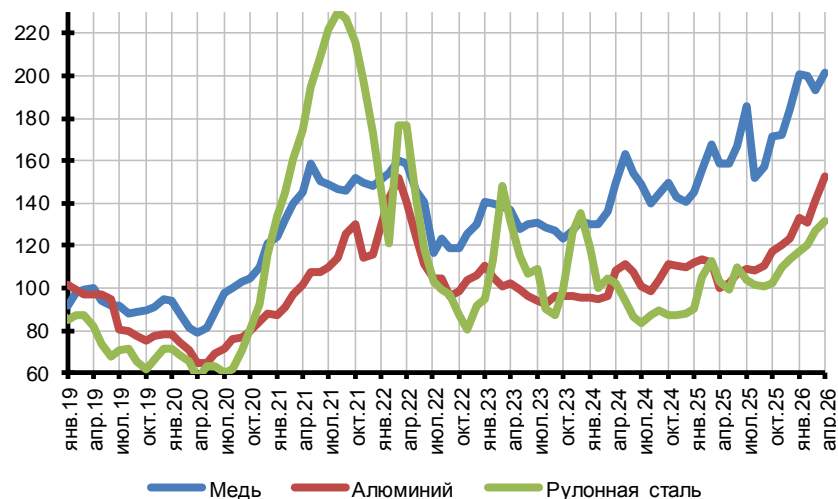
## Цены на продукцию сельского хозяйства\*



— Пшеница — Масло соевое — Свинина

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

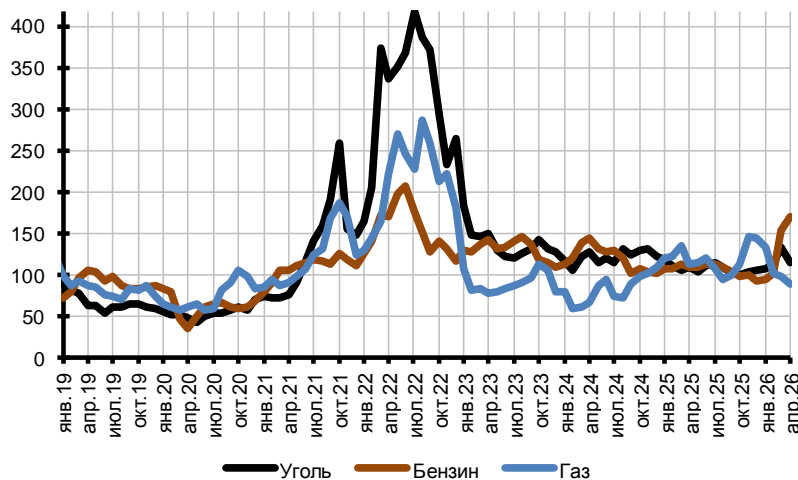
## Цены на металлы\*



— Медь — Алюминий — Рулонная сталь

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

## Цены на топливо\*



— Уголь — Бензин — Газ

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

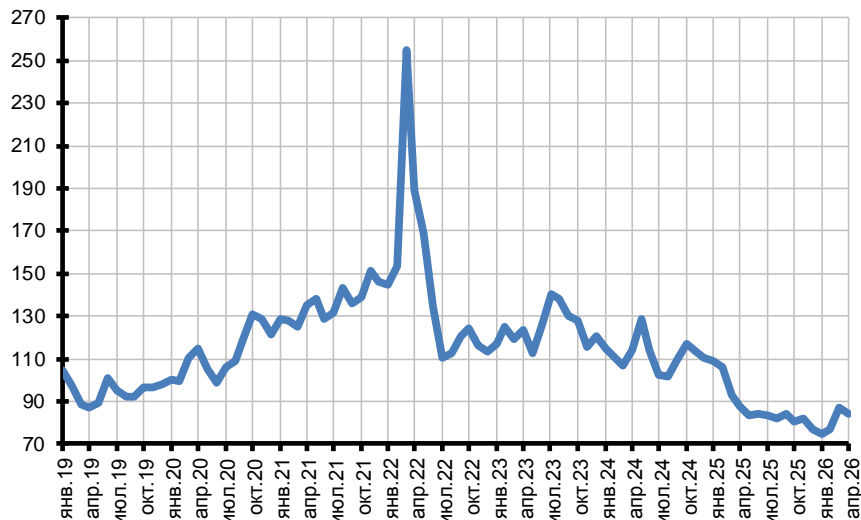
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на апрель, довольно интенсивно растут – как уже отмечалось, в цены, вероятно, «закладываются» риски, связанные с возможным кризисом на рынке удобрений и топлива из-за событий на Среднем Востоке.

На рынках основных видов металлов усилилась тенденция к росту – как в результате восстановления в мировой экономике инвестиционного цикла (снижение рисков, отмена «пошлин Трампа»), так и из-за реализуемых в основных странах-потребителях металлоёмких программ в области военной промышленности и транспорта.

Цены на топливо, по состоянию на апрель ведут себя разнонаправленно. Если на рынке нефтепродуктов цены вполне закономерно повышаются, то на рынке угля произошла коррекция, означающая, скорее, среднесрочную стабилизацию. А цены на газ стали, довольно неожиданно, падать.

# Входящий денежный поток экспортеров: динамика мировых цен на отдельные товары российского экспорта, руб. (цены в долларах пересчитаны по текущему валютному курсу и дефлированы ИПЦ к среднегодовому уровню 2018 г.)

## Цены на пшеницу\*



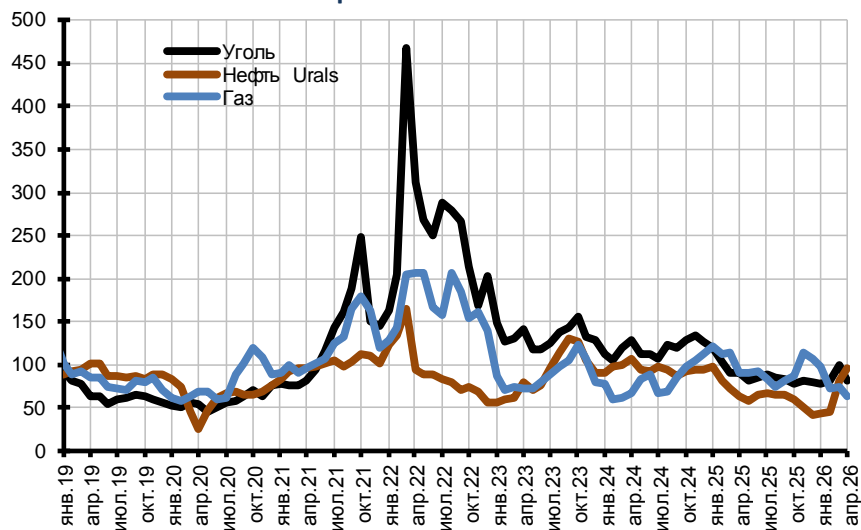
\* Пшеница – US Wheat Futures, CME

## Цены на металлы\*



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

## Цены на топливо\*

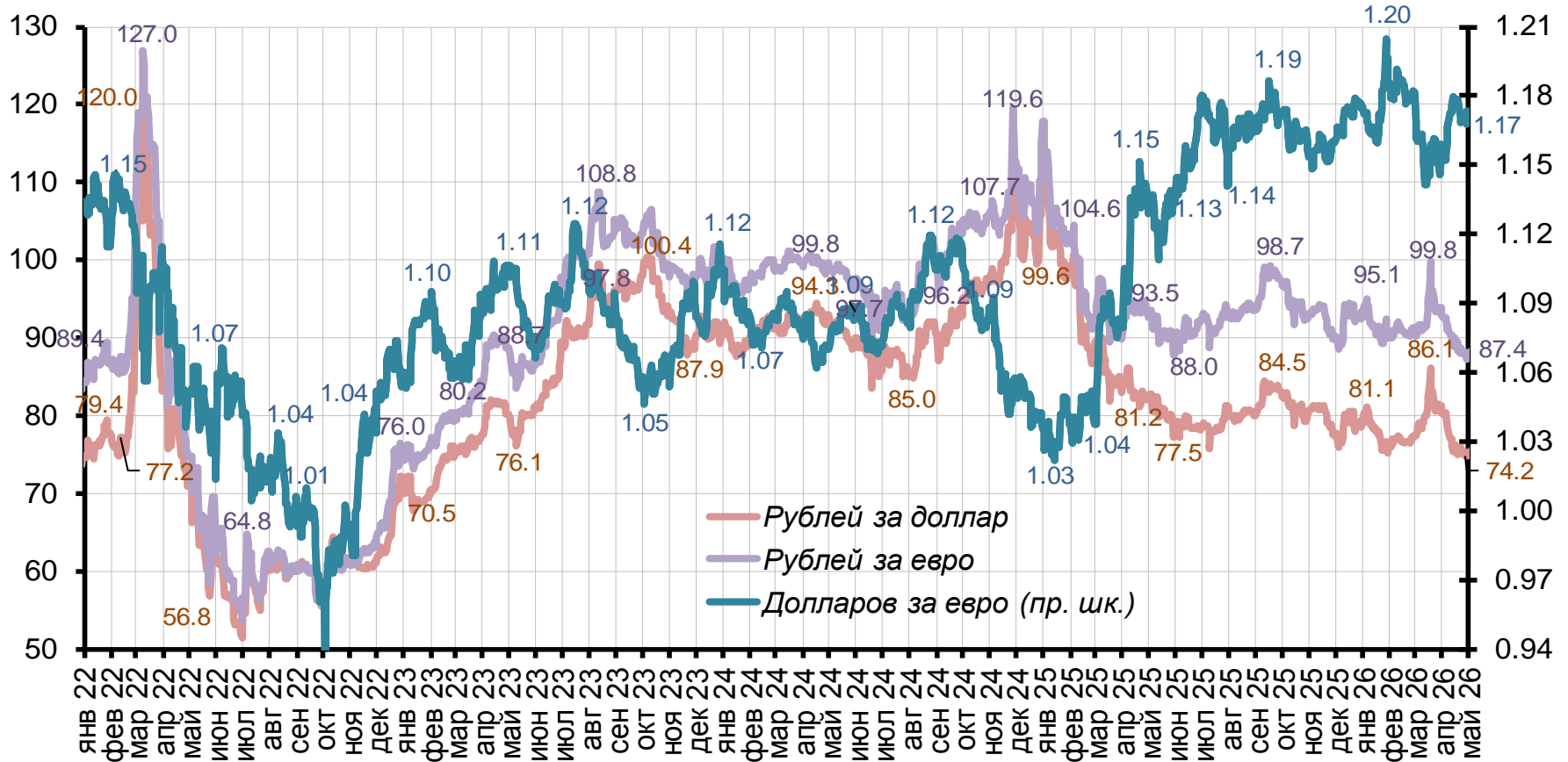


\* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE  
Фьючерс на природный газ (производные данные)

По состоянию на апрель, ситуация с *входящим денежным потоком экспортеров*, в целом, стала улучшаться. Проблема в том, что из-за сочетания накопленной инфляции и укрепления рубля в последний год это улучшение произошло на исторически низком уровне (для зерна и газа – экстремально низком). Разве что по алюминию ситуация может быть охарактеризована как «средняя» – но и здесь едва ли как «благоприятная».

# Валютный курс

Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные

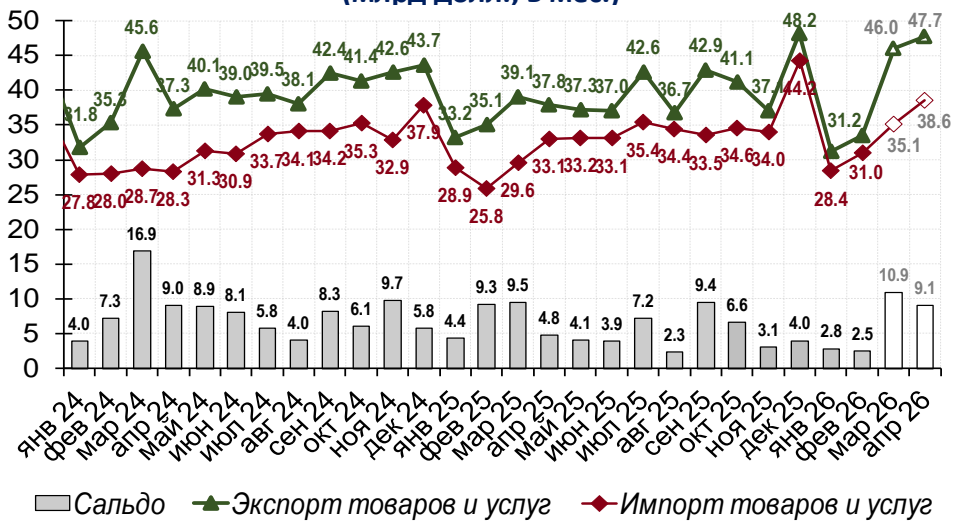


В апреле произошло укрепление рубля как по отношению к доллару США (-6.6% за месяц), так и к евро (-5.6% за месяц).

Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю на 01.05.2026 составил 80.8 руб., снизившись на 6.1% за месяц.

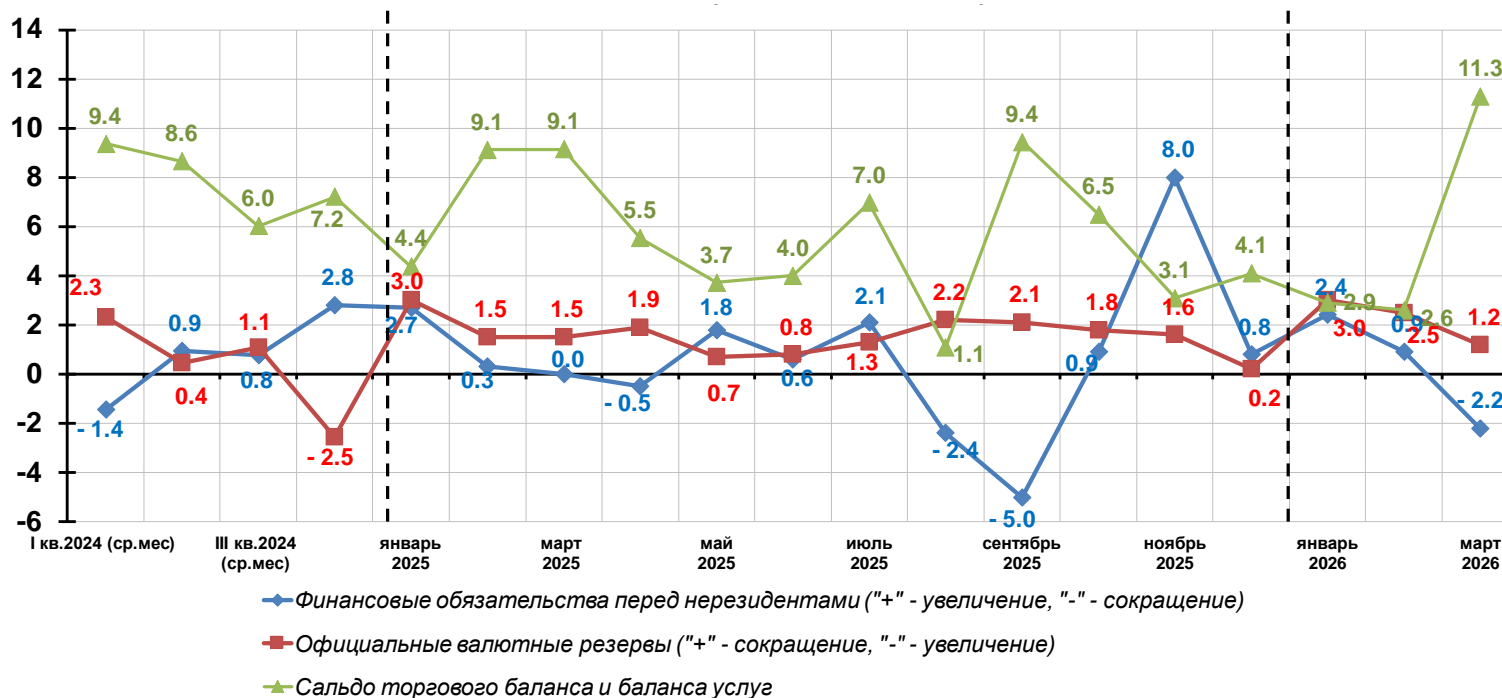
# Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

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



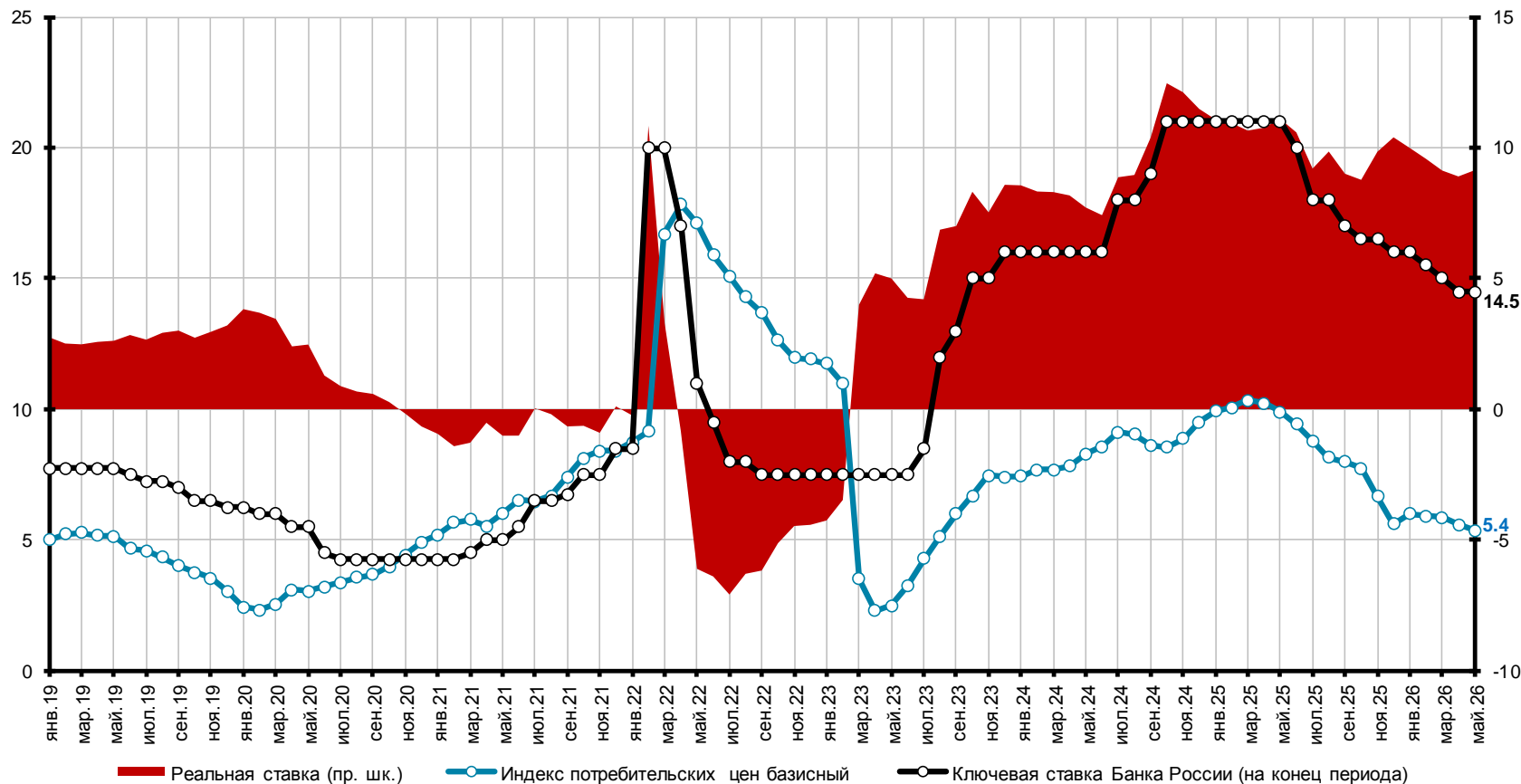
В апреле рубль укрепился по отношению к основным иностранным валютам, благодаря резкому росту объема продаж валютной выручки российскими экспортерами (под влиянием заметно более высокой цены нефти).

Даже несмотря на рост спроса на иностранную валюту со стороны нефинансовых компаний и населения, а также сокращения продаж валюты Банком России в интересах Минфина (в рамках приостановки действия бюджетного правила), фактор увеличившегося предложения сыграл ключевую роль.



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

# Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



Совет директоров Банка России 24 апреля 2026 г. принял решение снизить ключевую ставку на 0,5 п.п., до уровня 14,5% годовых, на фоне сохранения устойчивых показателей текущего роста цен (по используемым регулятором индикаторам) в диапазоне 4-5%. В результате, к концу второй декады мая 2026 г., реальная ключевая ставка (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) стабилизировалась на уровне около 9% годовых. Проведение ближайшего заседания Банка России по вопросу процентной политики запланировано на 19 июня 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	14.50	4.39	10.11
<b>Россия</b>	<b>14.50</b>	<b>5.36</b>	<b>9.14</b>
Китай	3.00	1.20	1.80
Индия	5.25	3.48	1.77
Великобритания	3.75	2.80	0.95
Австралия	4.35	4.10	0.25
США	3.75	3.80	-0.05
Канада	2.25	2.80	-0.55
Швейцария	0.00	0.60	-0.60
Япония	0.75	1.40	-0.65
ЕС	2.15	3.00	-0.85

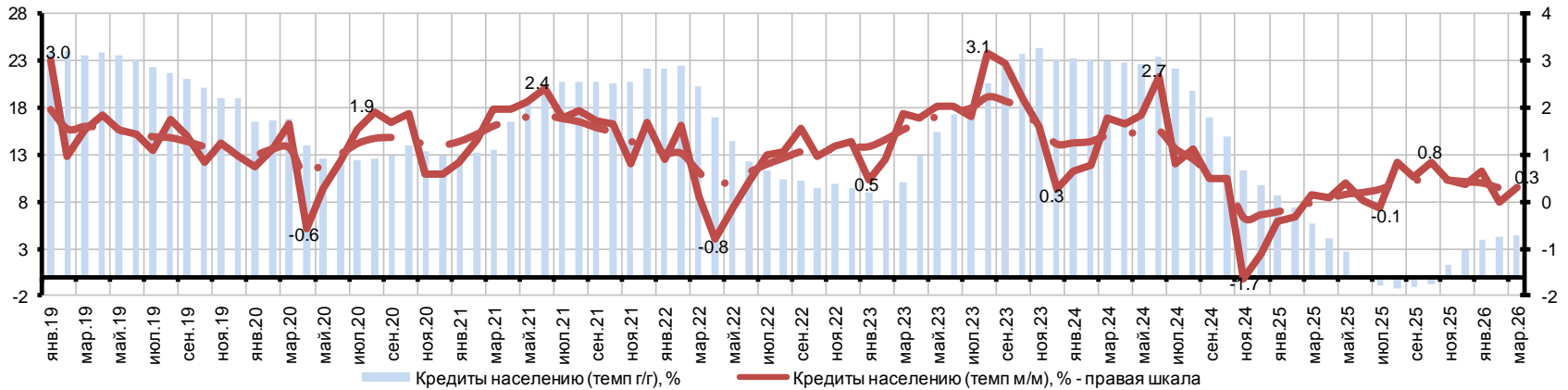
\* В таблице приводятся данные по инфляции за апрель 2026 г., по всем странам, кроме Австралии (4.1% по состоянию на конец I кв. 2026 г.)

*Уровень реальной ключевой ставки в России* продолжает кратно превосходить показатели ведущих экономик мира. Только у Бразилии этот уровень незначительно выше, хотя разрыв постепенно уменьшается.

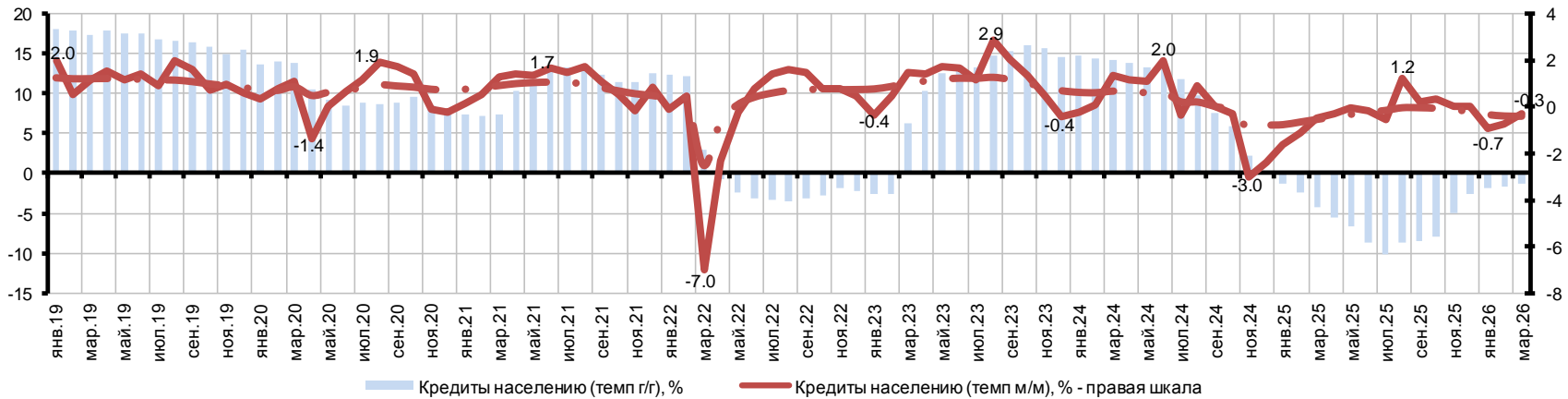
В апреле-мае *уровень реальной ключевой ставки* снизился в Бразилии вследствие уменьшения регулятором страны номинальной ключевой ставки. Аналогичный показатель в США, ЕС, Австралии, Канаде, Швейцарии, Китае и Индии уменьшился из-за ускорения темпов роста потребительских цен, вызванного подорожанием энергоносителей.

# Кредитование населения

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



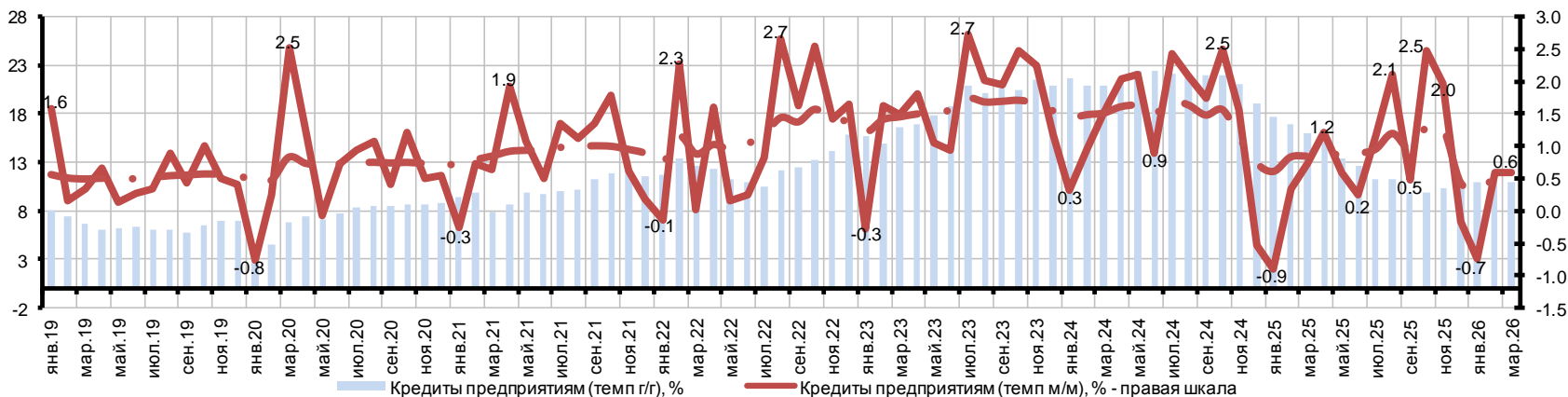
## Динамика портфеля кредитов населению (темпы прироста в реальном выражении, %)



В марте темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +4.4%, что на 0.1 проц. п. выше, чем месяцем ранее. Потребительское кредитование в марте увеличилось на умеренные +0.4% после сокращения на -0.7% в феврале. Основной рост пришелся на сегмент займов по кредитным картам. Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в марте стабилизировался на уровне +0.3% после роста в феврале на +0.2%. Такая слабая динамика обусловлена тем, что высокий спрос на «Семейную ипотеку» реализовался в ноябре 2025 – январе 2026 года, после чего в сегменте льготного ипотечного кредитования наблюдается закономерное охлаждение.

# Кредитование предприятий

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

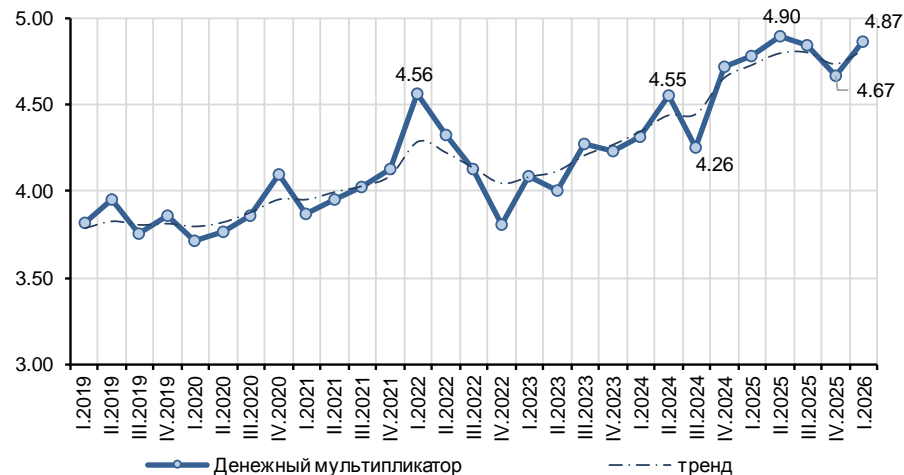
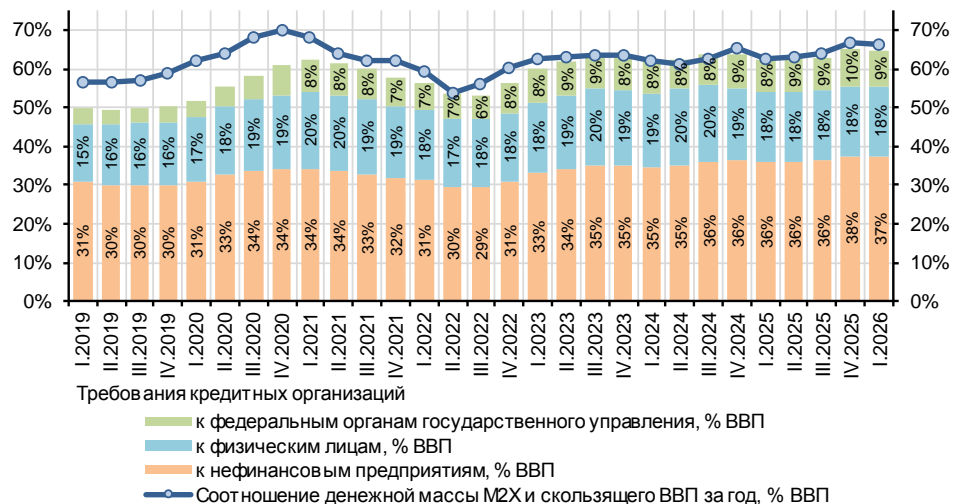


## Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Активность в сегменте *корпоративного кредитования* стабилизировалась. В годовом выражении (в номинальном выражении, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в марте составил 11,0%. Для сравнения: в феврале аналогичный показатель составлял 11,1%, в январе – 10,9%. В марте корпоративный кредитный портфель увеличился на умеренные +0,6 трлн. руб. (+0,6%), что сопоставимо с показателями аналогичного периода прошлого года (+0,8 трлн. руб., +0,9%).

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

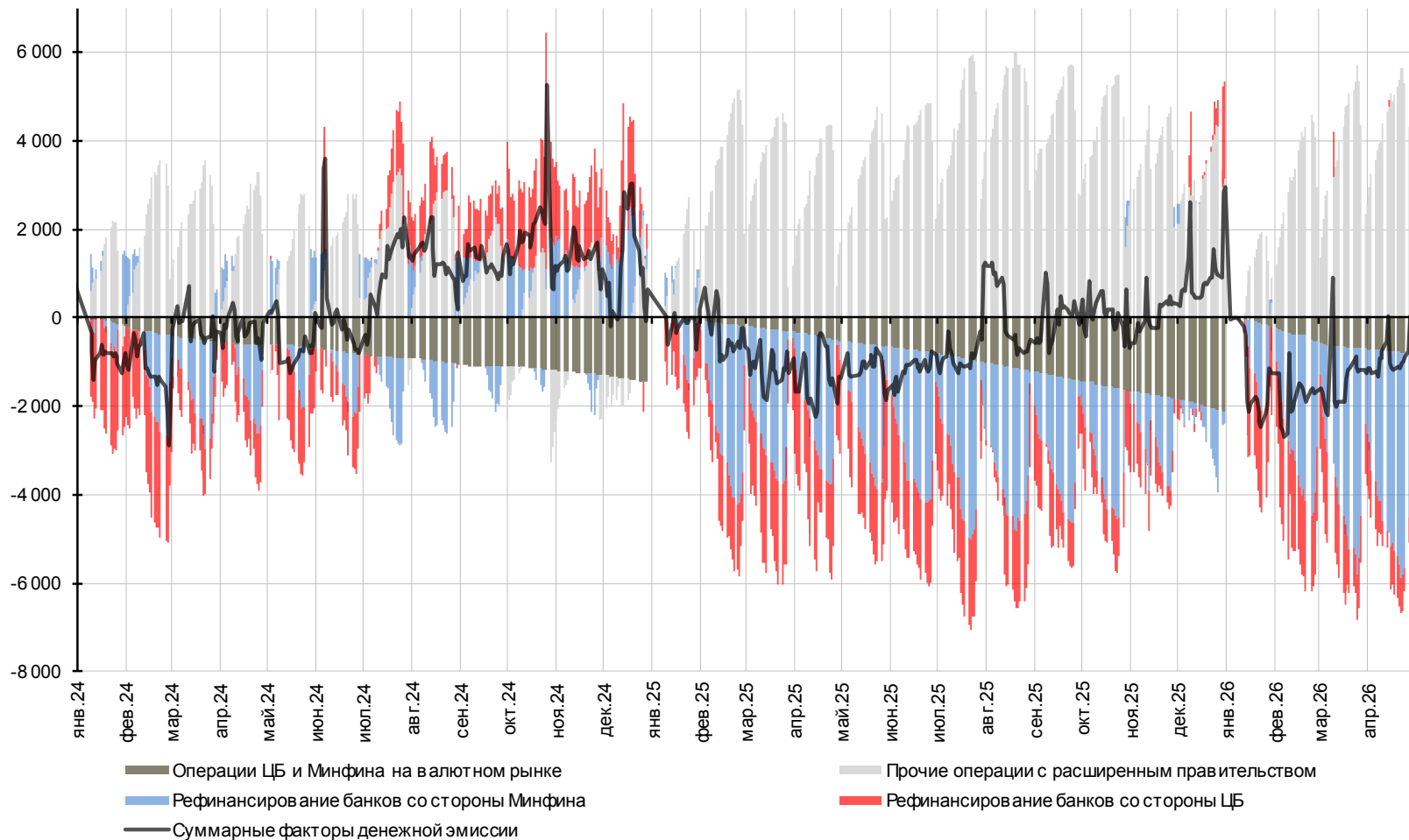


Денежная масса (в широком определении) в I кв. 2026 г. стагнировала (прирост +0.5%, после +6.3% кварталом ранее) – в основном, под влиянием сезонных факторов. В результате этого, даже несмотря на замедление динамики номинального ВВП, рост уровня монетизации в экономике приостановился.

Денежный мультипликатор остаётся на рекордно высоких уровнях - на фоне сокращения денежной базы в I кв. 2026 г. (-4.1%). Это, в свою очередь, означает высокую нагрузку на банковскую систему, как на источник формирования денежной массы.

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

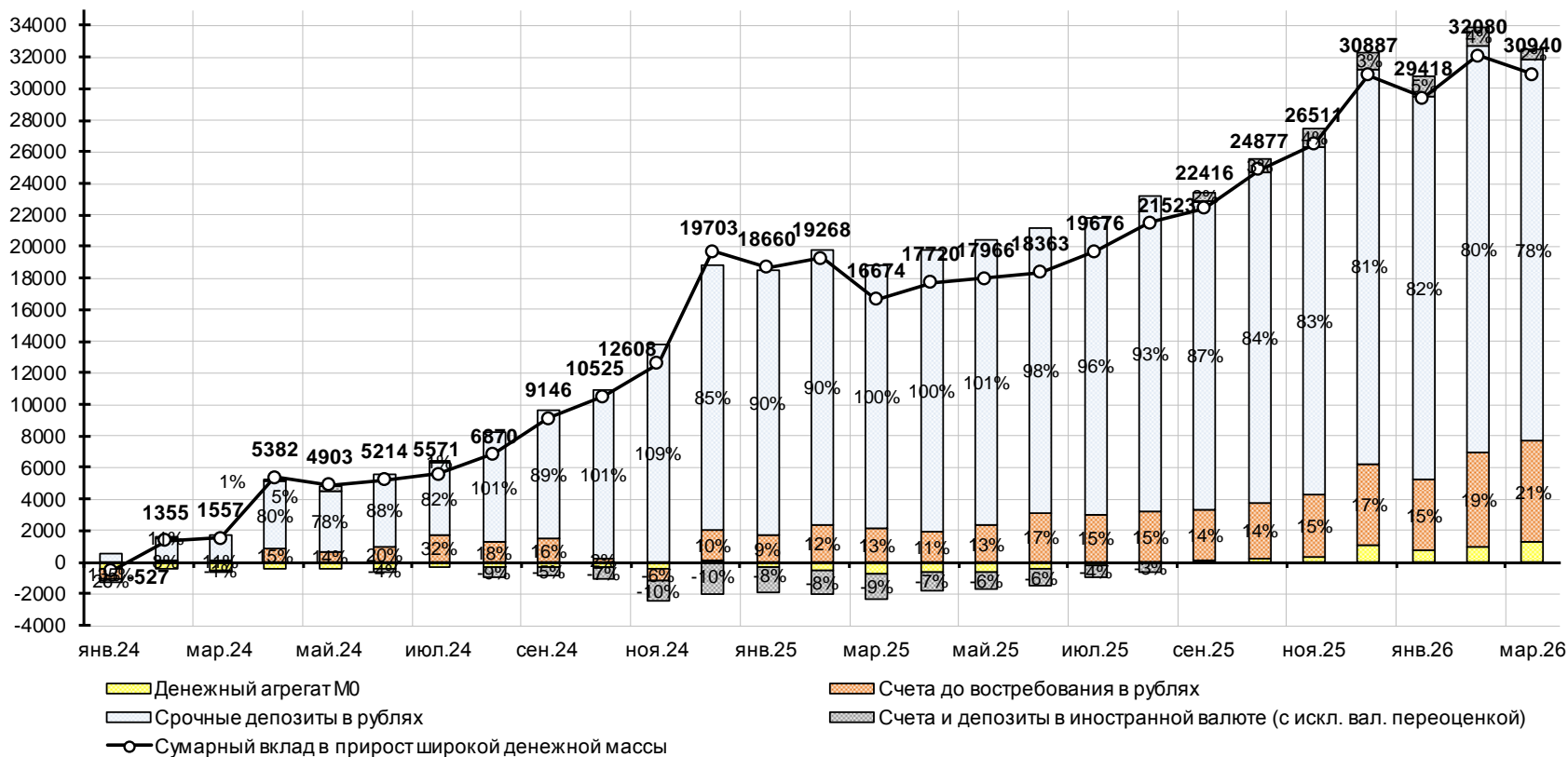
# Факторы денежной эмиссии (млрд руб., накопленным итогом с начала каждого года)



С начала 2026 г. баланс *факторов денежной эмиссии* обуславливал сжатие денежного предложения, однако в последние месяцы наблюдается компенсационный рост. Это происходит за счет неполной стерилизации поступающих в экономику бюджетных средств монетарными властями. Восстановление баланса факторов в течение апреля, было связано преимущественно с увеличением кредитования от Банка России и частично с замедлением оттока ликвидности в результате операций по продаже валюты Банком России в интересах Минфина.

# Факторы роста широкой денежной массы<sup>1</sup>

## (в млрд руб. и в % прироста, накопленным итогом с начала 2024 года)



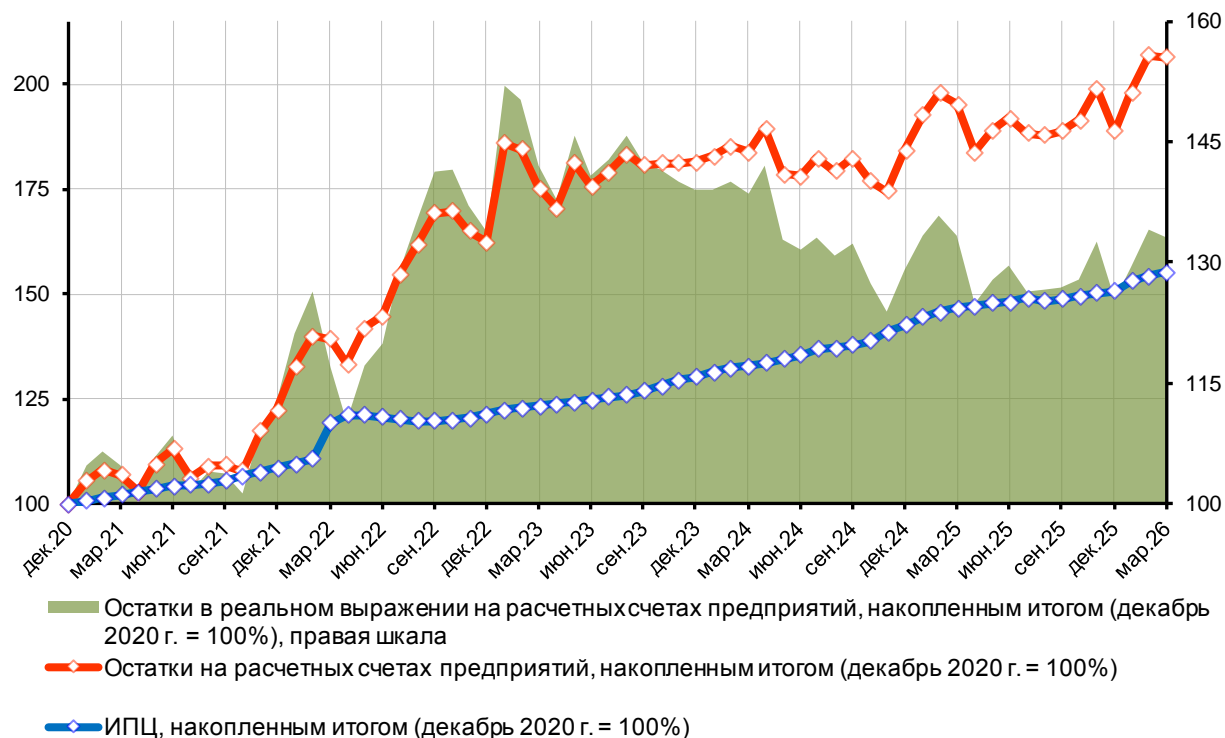
Динамика широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой с начала 2026 г. стагнирует – в основном под влиянием сезонных факторов. Мартовское снижение обуславливается оттоком средств со срочных рублевых депозитов, в первую очередь, предприятий (на 1.4 трлн руб.), слегка дополненного оттоком 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 объяснялось сдвигом срока уплаты февральских налоговых платежей в бюджет на первый рабочий день марта.

К аналогичному периоду предшествующего года в марте прирост M2X с исключенной валютной переоценкой составил 12.5%

<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 текущих (расчетных) счетах предприятий, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%

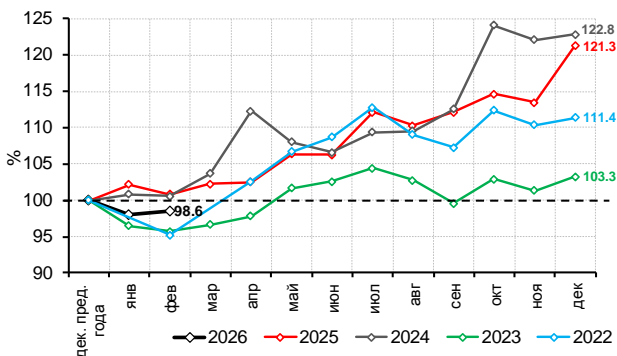


В марте 2026 г. наблюдается незначительная коррекция средств на текущих (расчетных) счетах предприятий после сезонного роста этих средств в январе-феврале 2026 г. По большому счету, уровень остатков средств на счетах в реальном выражении продолжает стагнировать начиная с середины 2024 г. Следовательно пока еще нет оснований говорить об улучшении ситуации с *ликвидностью хозяйственного оборота*.

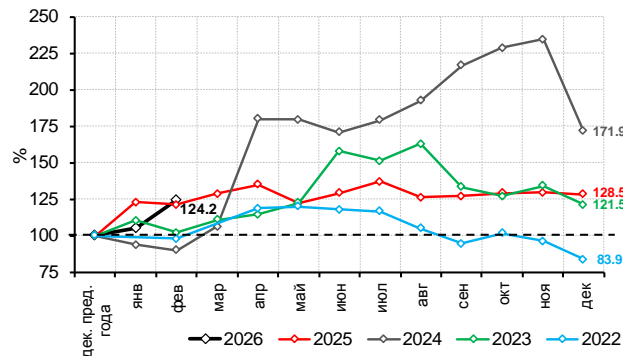
Доля средств на расчетных счетах в общем объеме рублевых денежных средств предприятий с начала 2024 г. колеблется в диапазоне 42-48% (в марте 2026 г. — 46%). Это заметно ниже среднего уровня 2022-2023 гг. (52%). Оставшиеся 52-58% средств на банковских счетах предприятий реального сектора составляют срочные 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

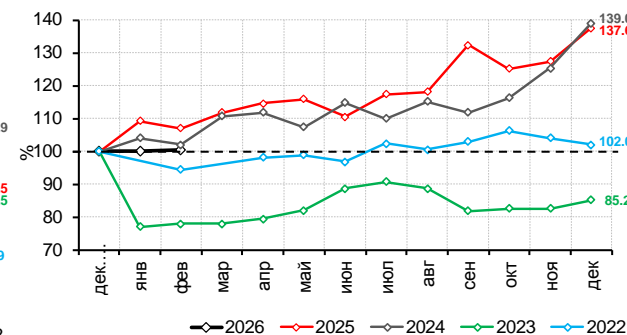
Динамика просроченной кредиторской задолженности предприятий, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



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

В целом по экономике объем *просроченной кредиторской задолженности* предприятий в январе-феврале остается стабильным. Таким образом, после драматического (суммарно - в полтора раза) роста за предшествующие 2 года, возникла небольшая «передышка» а процессе ухудшения ликвидности хозяйственного оборота. Продлится она или сменится новым ухудшением ситуации – покажет будущее.

Доля просроченной задолженности в общем объеме кредиторской задолженности снизилась – с 5.1% на конец 2025 г. до 4.7% на начало марта 2026 г. Однако это пока еще заметно выше уровня начала 2025 г. – 4.3%.

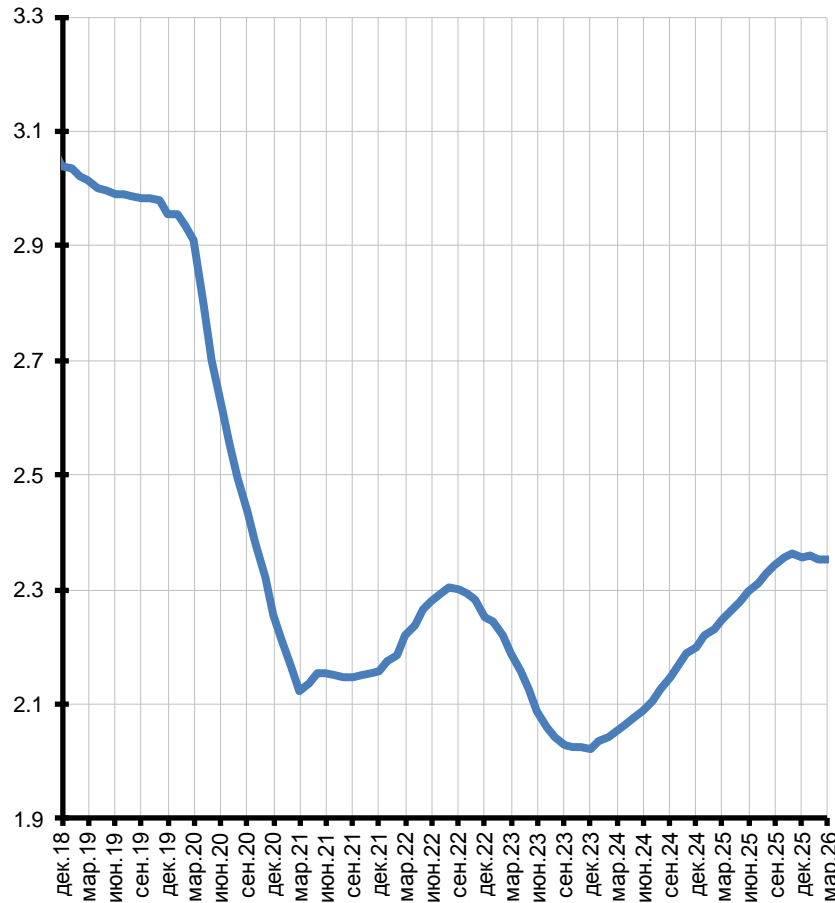
При этом в *добывающем секторе экономики* объем просроченной кредиторской задолженности резко возрос – с начала 2026 г. прирост составил 24%. В основном он был обусловлен увеличением просроченной задолженности в отрасли добычи сырой нефти и природного газа – на 46% с 290 млрд руб. до 425 млрд руб. В другой отрасли этого сектора – добыче угля – объем просроченной задолженности немного снизился – на 5% с 221 млрд руб. до 209 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. Стоит отметить устойчивый рост объема просроченной задолженности в производстве химических веществ и химических продуктов – на 17% с начала года до 35 млрд руб. и в производстве готовых металлических изделий – на 11% с начала года до 236 млрд руб. В производстве машин и оборудования объем просроченной задолженности снизился примерно до уровня начала 2026 г. – почти на 12 млрд руб. до 93 млрд руб. В производстве прочих транспортных средств и оборудования (желдормаш, судо- и авиастроение) объем просроченной задолженности пока остается на прежнем, но в целом высоком уровне – почти 500 млрд руб., что на 100 млрд руб. выше среднего уровня в 2025 г.

<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.

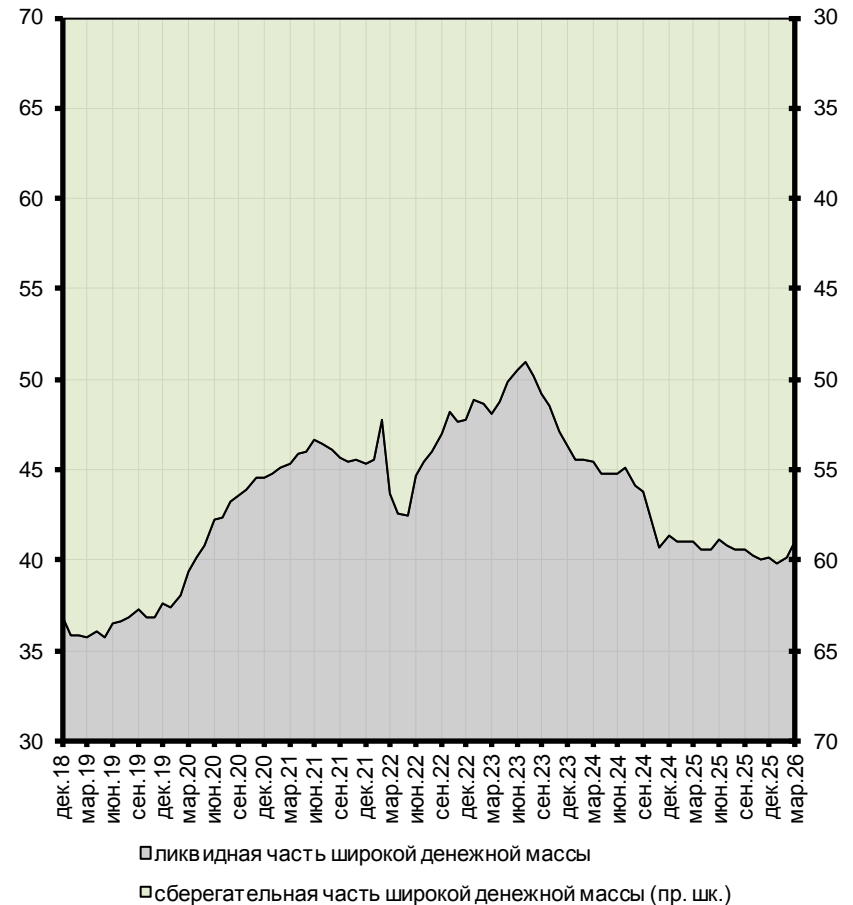
# Оборачиваемость денежных средств

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 %)

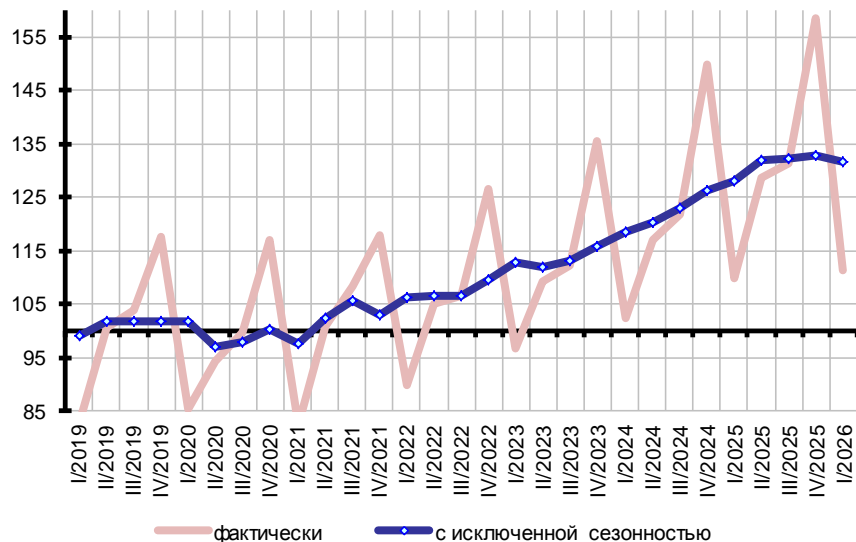


<sup>2</sup> Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки

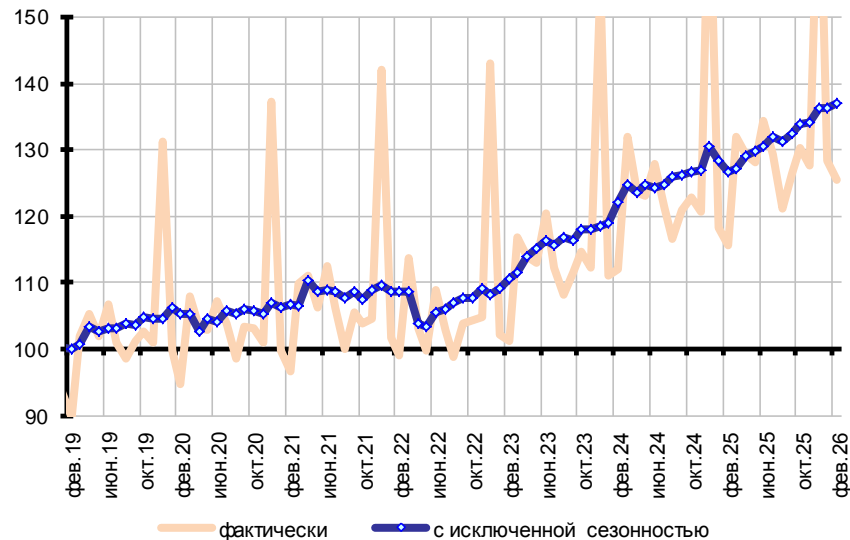
Ситуация в части монетарного давления на инфляцию, по данным на март, остается противоречивой. С одной стороны, скорость обращения ликвидной части денежных средств населения хотя и несколько замедлилась в последние месяцы, но ее уровень остается выше предшествующего локального максимума второго полугодия 2022 г. С другой стороны, несмотря на снизившиеся ставки по депозитам, доля ликвидной части широкой денежной массы существенно не увеличилась, оставаясь близко к уровню локального минимума.

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

## Реальные располагаемые доходы населения



## Реальная начисленная заработная плата

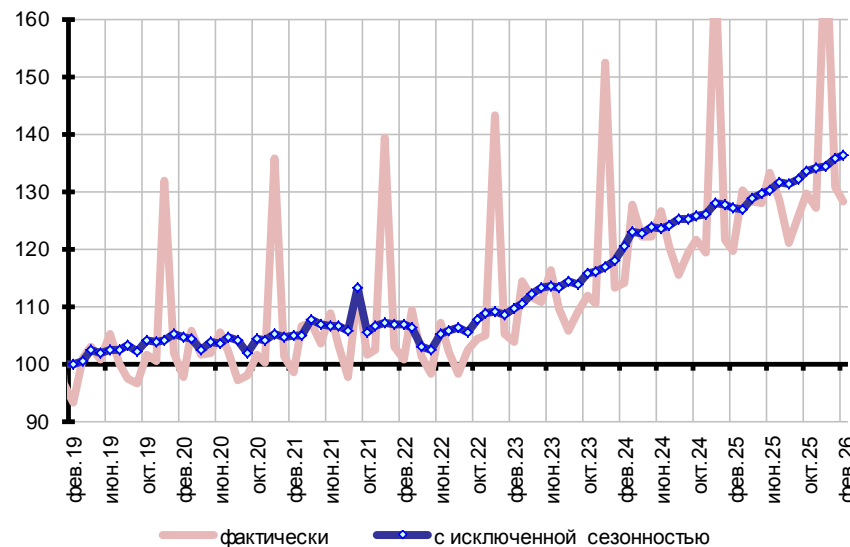


Сохраняется рост *реальной заработной платы* (III кв.: +0.4% в среднем за месяц, IV кв.: +1.0%, январь: +0.0%, февраль: +0.4%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, динамика реальной заработной платы остаётся равновесной между «лидерским эффектом» от отраслей и сфер с интенсивно повышаемыми выплатами населению – и финансовыми дефицитами, ограничивающими возможности дальнейшего роста оплаты труда в большинстве отраслей.

*Основные реальные денежные доходы населения* в феврале растут в соответствии с динамикой их основного компонента – заработной платы (III и IV кв.: по +0.5% в среднем за месяц, январь: +1.0%, февраль: +0.4%, сезонность устранена).

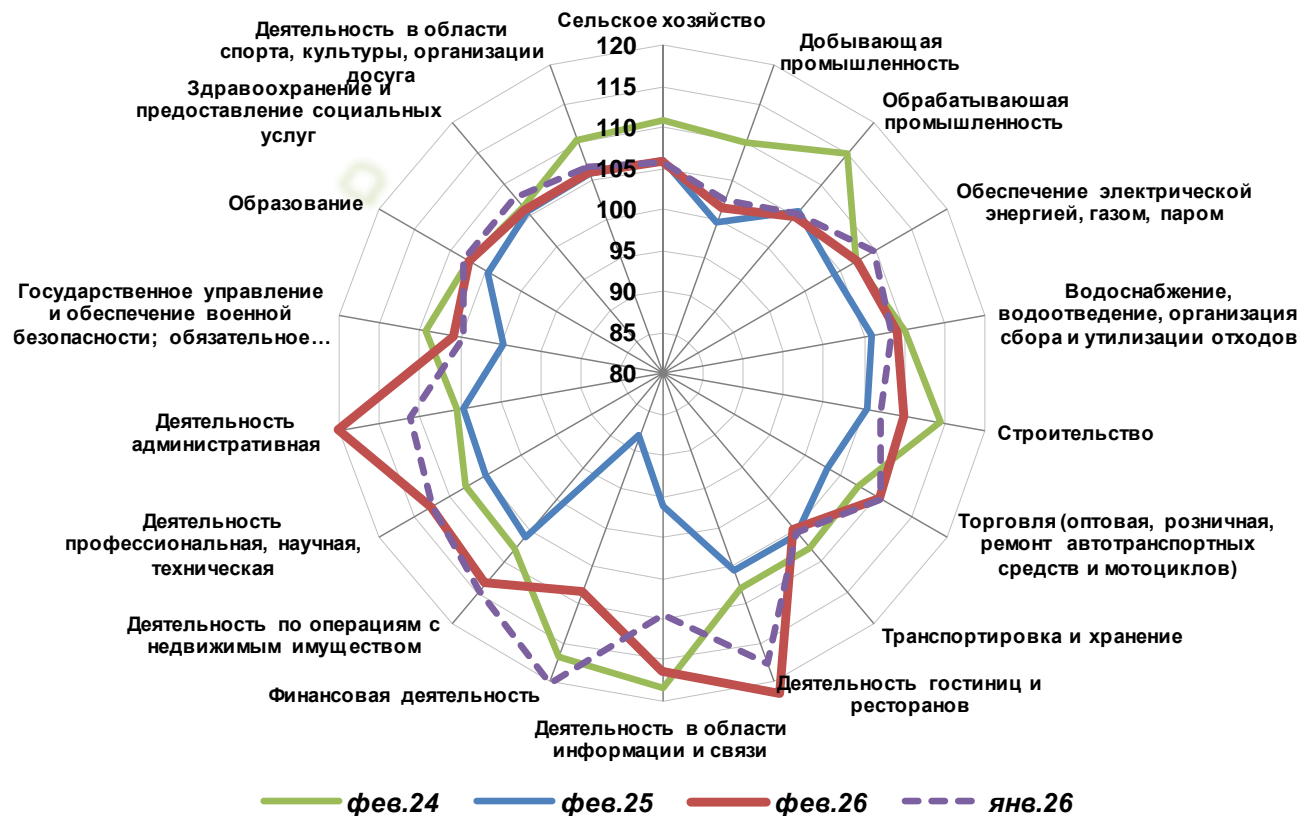
Соответственно, рост *реальных располагаемых доходов населения* формально, сменился коррекцией (III кв.: +0.2% к предш. кв., IV кв.: +0.6%, I кв.: -1.0%, сезонность устранена). Скорее всего, это отражение снижения доходов от финансовых активов в условиях снижения ставок плюс чисто статистические эффекты начала года, и следует ожидать возобновления роста во II кв.

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



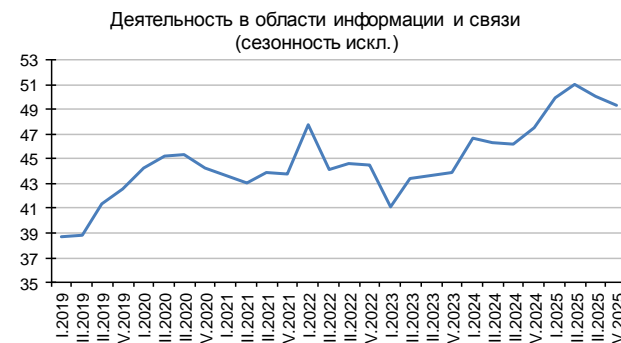
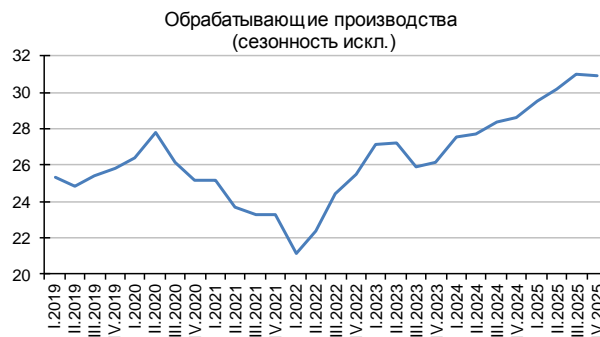
<sup>1</sup> Агрегат включает взвешенные размеры среднемесячной начисленной заработной платы, среднемесячной начисленной пенсии (ПФР) и начисленные проценты по рублевым вкладам и депозитам, приведенные к постоянным ценам с помощью ИПЦ

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



По состоянию на февраль в *отраслевой структуре* роста реальной заработной платы наблюдается феномен «выравнивающего роста»: идёт опережающее повышение зарплаты в отраслях (административная деятельность, гостиницы и рестораны и т.д.), где ранее было существенное замедление относительно общей экономической динамики. Этот «двухтактный» механизм (рост у лидеров – выравнивающий рост у «аутсайдеров») является одним из важных факторов общего «ползучего повышения оплаты труда в экономике», создающего базу для потребления населения, но, одновременно, истощающего инвестиционные ресурсы компаний.

# Соотношение фонда оплаты труда и валовой добавленной стоимости (%)<sup>1</sup>



	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.

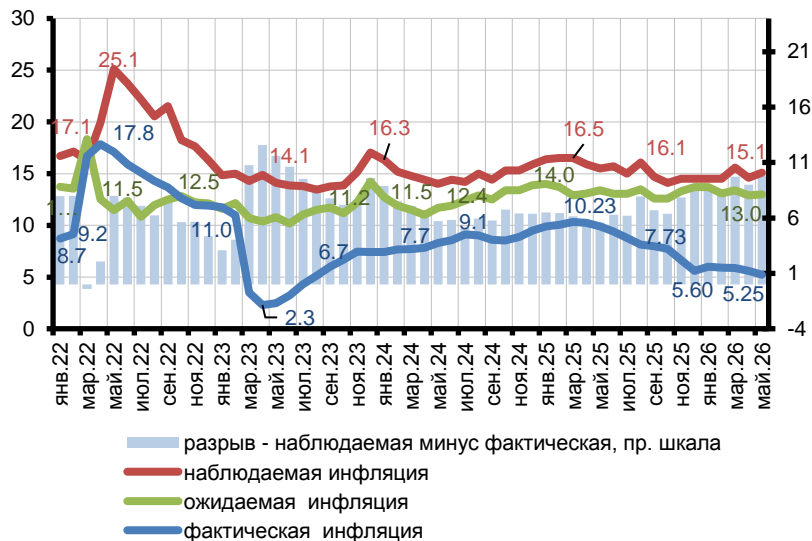
Состав отраслей, в которых доля оплаты труда в добавленной стоимости превышает 20%, очень широк и практически не изменился по сравнению с прошлым периодом.

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

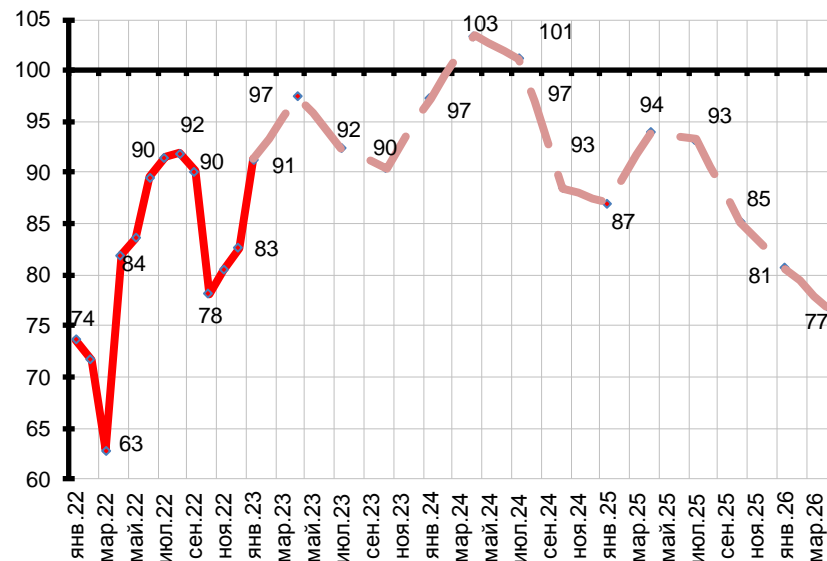
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

# Оценки макроэкономических показателей населением

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



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



Пунктиром отмечена динамика после перехода от ежемесячных к ежеквартальным обследованиям населения

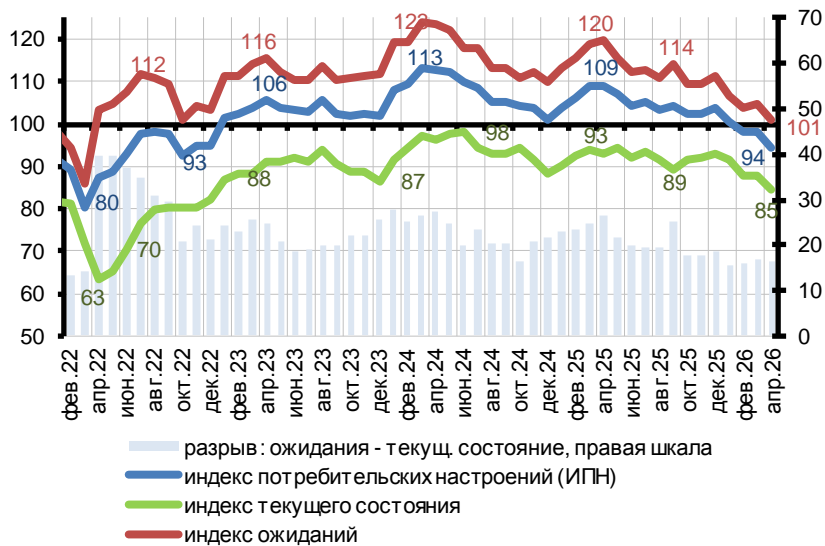
Оценки населением экономической ситуации, в целом, ухудшились:

- инфляционные ожидания и наблюдаемая инфляция по состоянию на май чуть-чуть (на грани наблюдаемого) разошлись: инфляционные ожидания очень медленно снижаются, а наблюдаемая инфляция немного выросла – причем, на фоне устойчивого замедления общей инфляции. В результате разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией возрос, приблизившись к историческим максимумам;
- на этом, в общем благоприятном, фоне по состоянию на апрель происходит быстрое, почти линейное падение (в целом, не имеющее объективных оснований и имеющее характер «перелета» в негативную область) оценок населением уровня жизни. Как уже отмечалось, это падение уже стало самостоятельным фактором, влияющим на поведение населения и на макроэкономику.

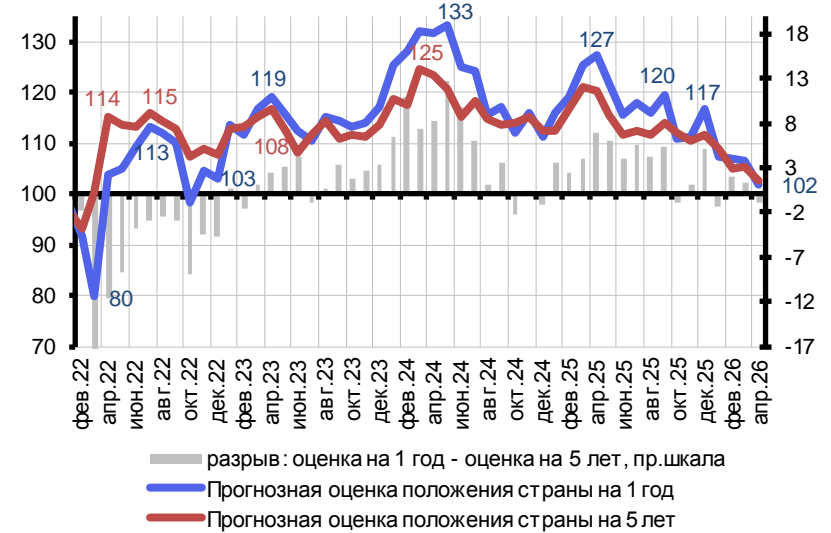
<sup>1</sup> Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Вопрос об уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

# Потребительские настроения населения

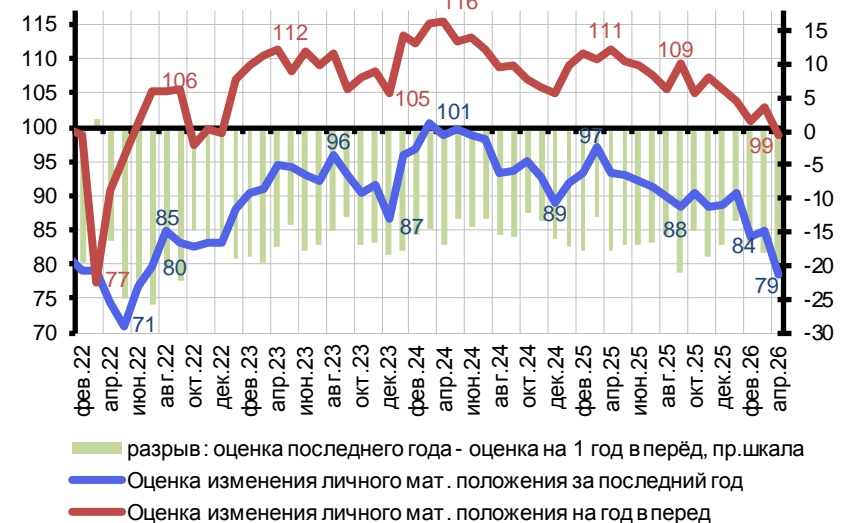
## Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса<sup>1</sup> (пункты)



## Оценка населением экономического положения страны (пункты)



## Оценка населением личного материального положения (пункты)

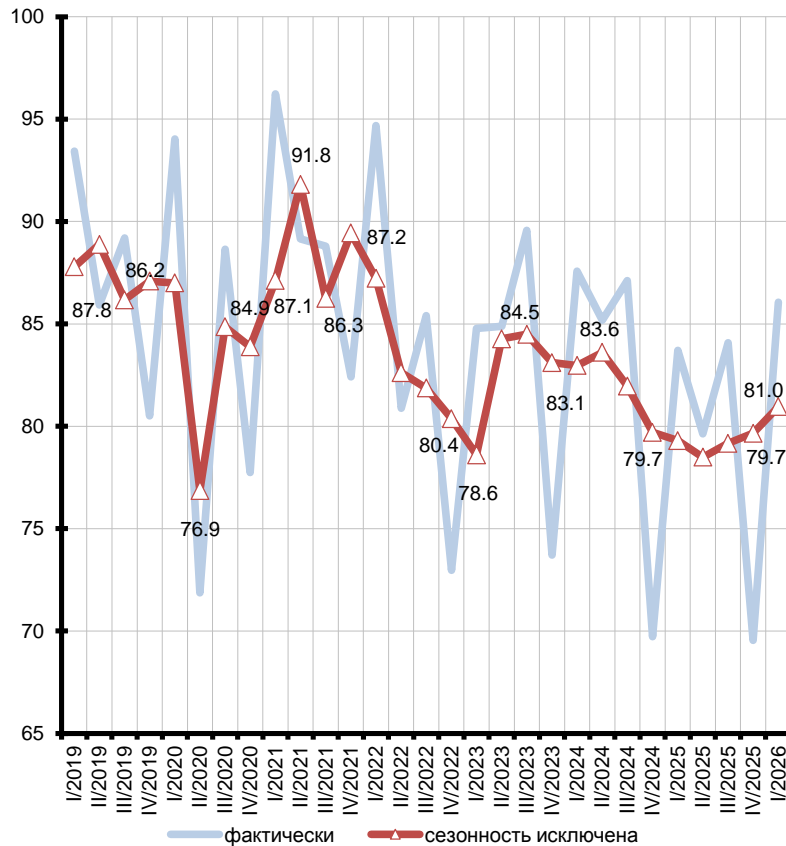


В части *потребительских настроений населения* в апреле ситуация вновь, к сожалению, стала ухудшаться. Причем ухудшение (без видимых объективных оснований и на фоне улучшения внешней конъюнктуры) охватило буквально все компоненты как оценок текущего состояния, так и перспектив развития.

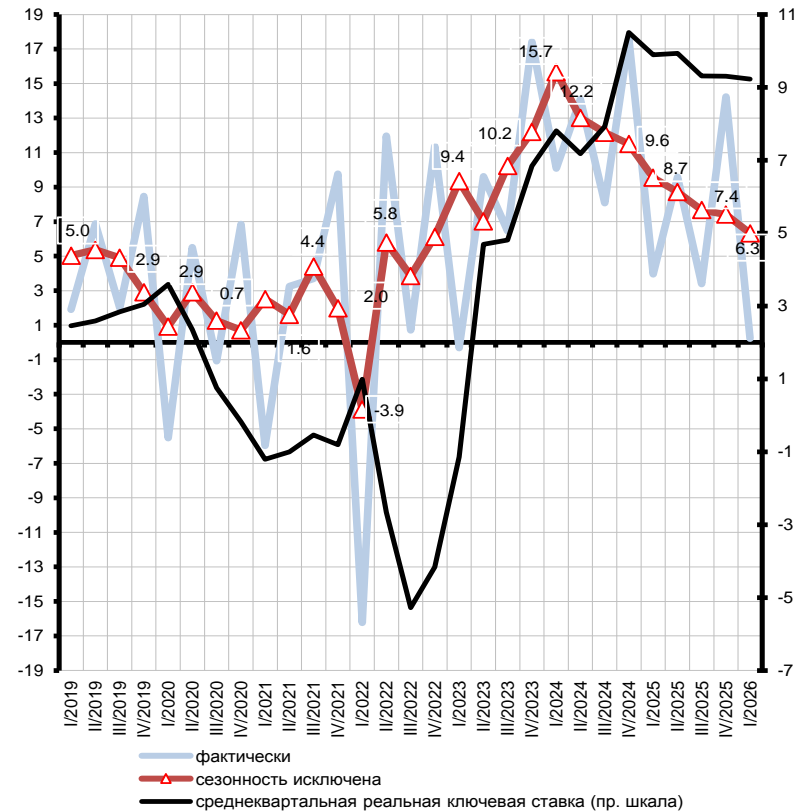
<sup>1</sup> Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО "инФОМ" и ЦБ РФ.

# Норма потребления и норма сбережений населения

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



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



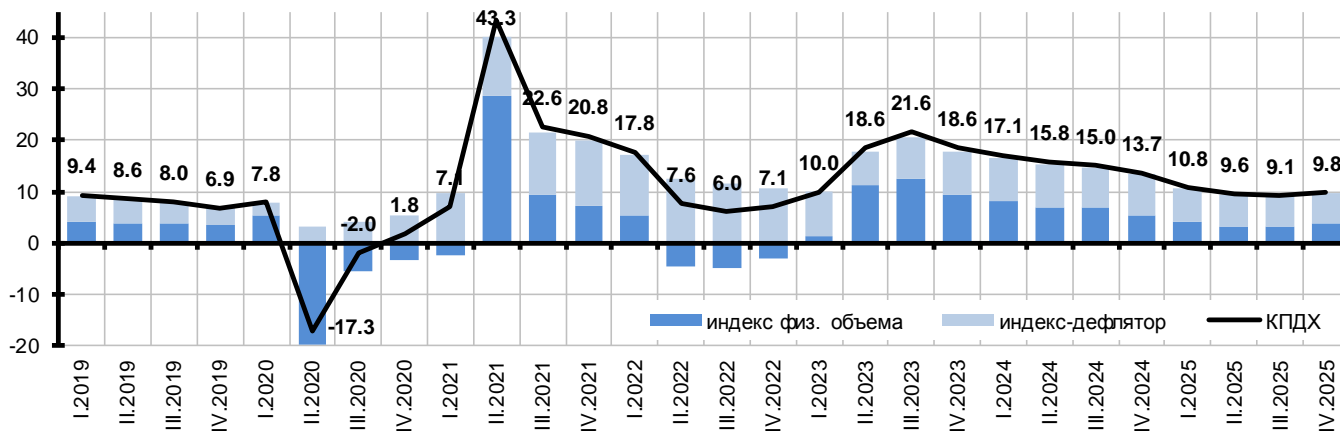
В сфере *потребительского поведения* населения в I кв. продолжилось нарастание ранее отмеченных тенденций. Норма сбережения во вкладах быстро снижается, закономерно в условиях снижения процентных ставок. Норма потребления, в свою очередь, растёт – что поддерживает рынок потребительских товаров

<sup>1</sup> Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2026 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2025-2026 гг. – предварительные оценки Росстата

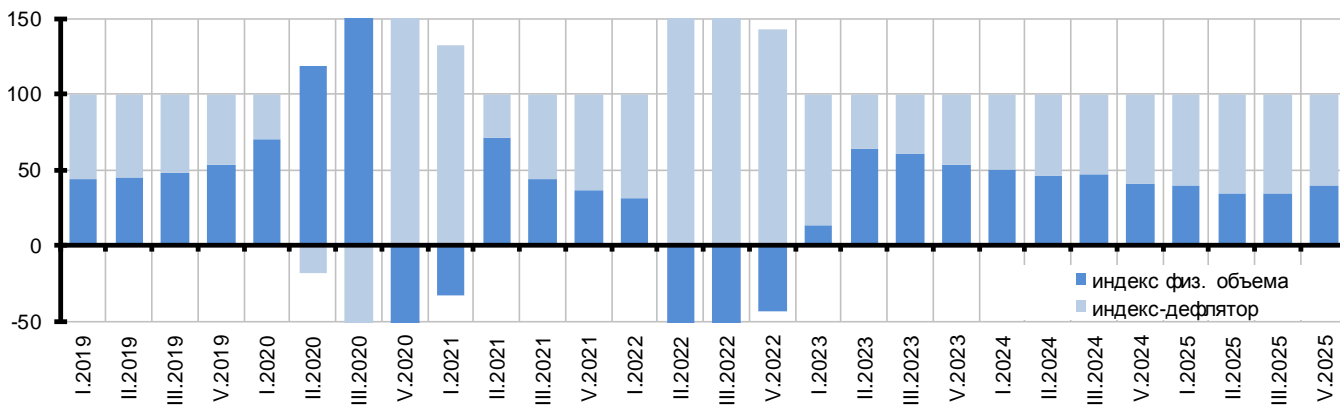
<sup>2</sup> Методология Росстата 2018 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов

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

## Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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



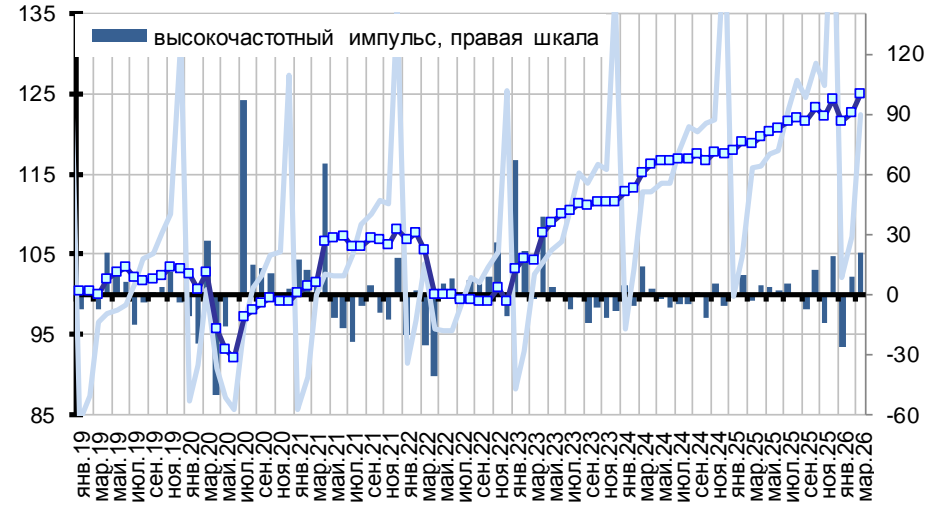
В IV кв. в потребительской сфере *соотношение прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств* осталось, в принципе, таким же, как раньше: уже два года как большая часть прироста спроса «уходит» не в расширение физобъёмов потребления, а в прирост цен.

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

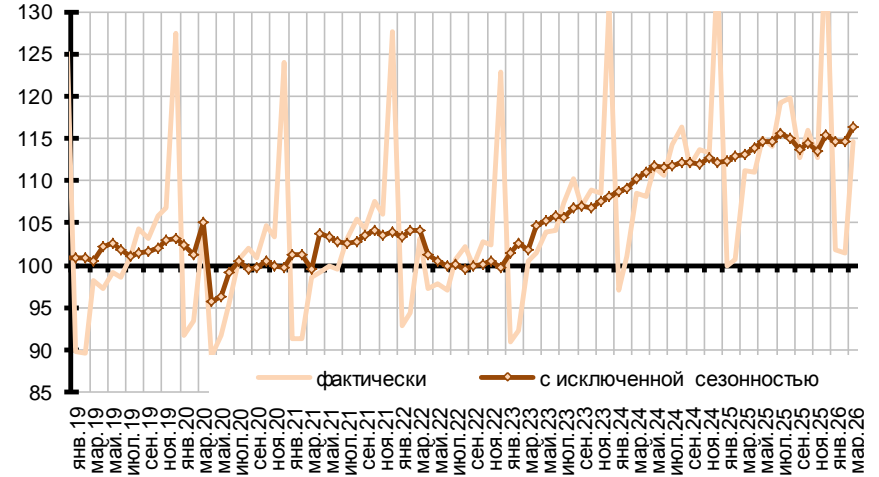
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

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

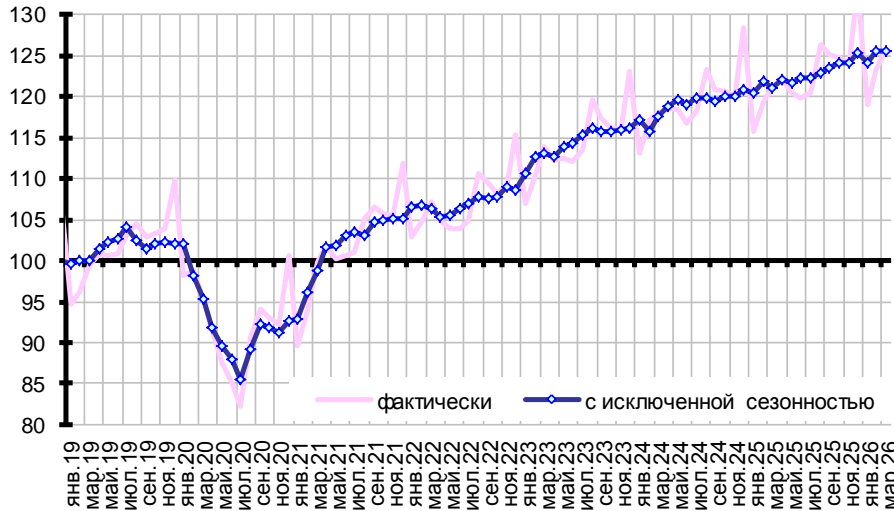
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



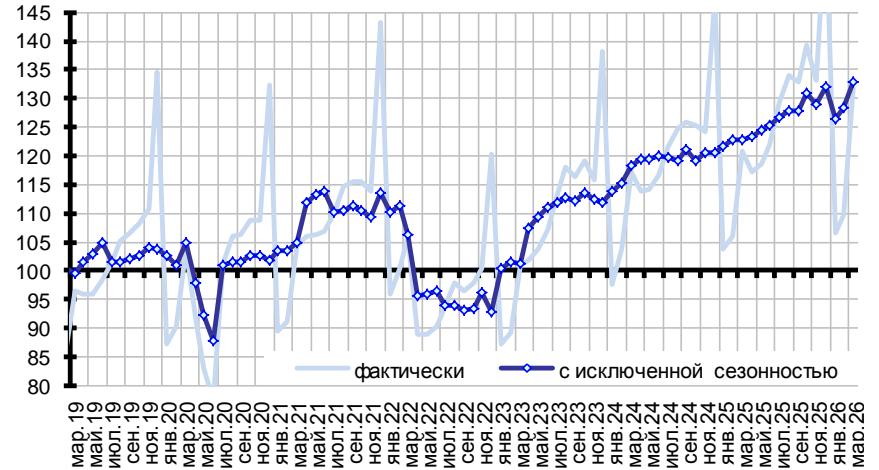
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



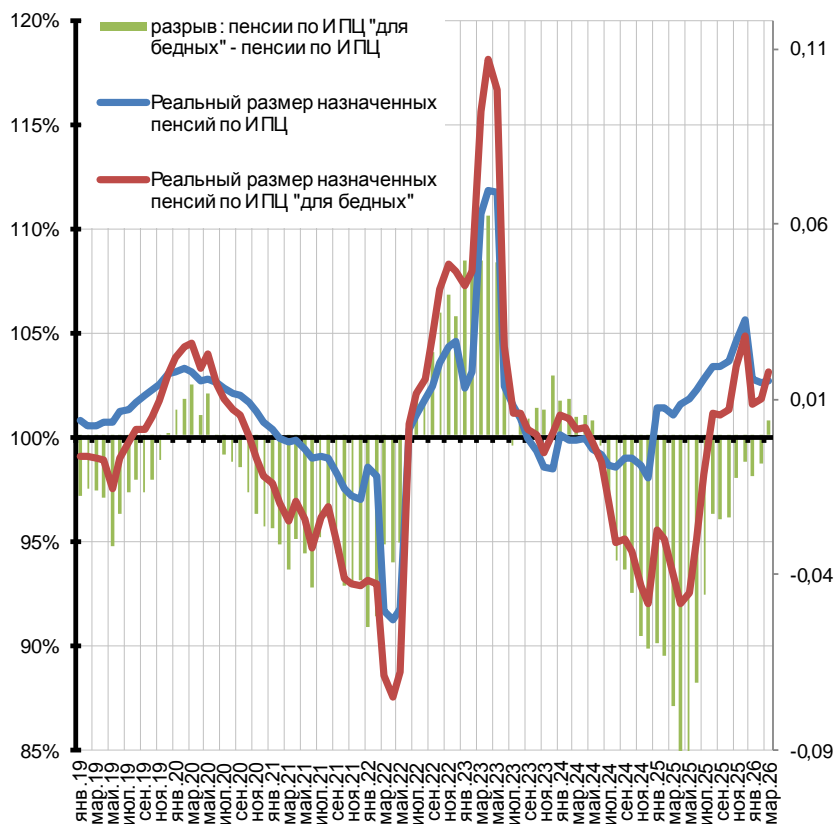
Оборот непродовольственными товарами



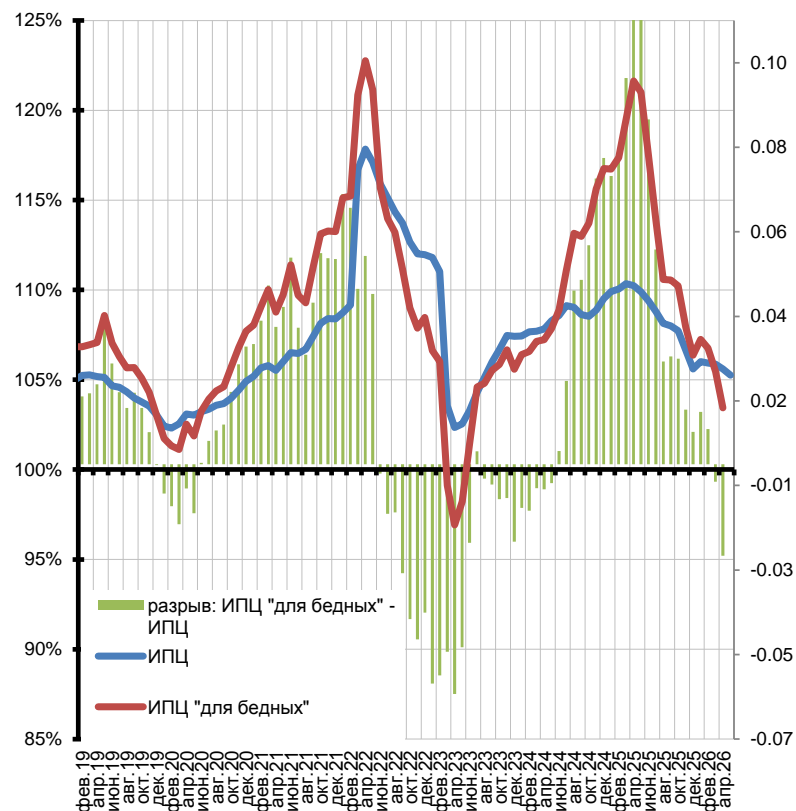
По состоянию на март возобновился рост *потребления населения* (IV кв.: +0.8%, в среднем за месяц, январь: -2.3%, февраль: +0.9%, март: +1.9%, сезонность устранена). Почти все это расширение было сосредоточено в торговле непродовольственными товарами – где, пока, имеет характер «отскока» после глубокого спада в январе (январь: -4.2%, февраль: +1.5%, март: +3.4%), в других секторах рост был более медленным (продовольствие) или его не было совсем (услуги). По мере исчерпания как запасов в организациях торговли (важным фактором стал рост продаж товаров длительного пользования), так и навеса «отложенного спроса», рост потребления населения, очевидно, замедлится – хотя и, несомненно, продолжится.

# 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)

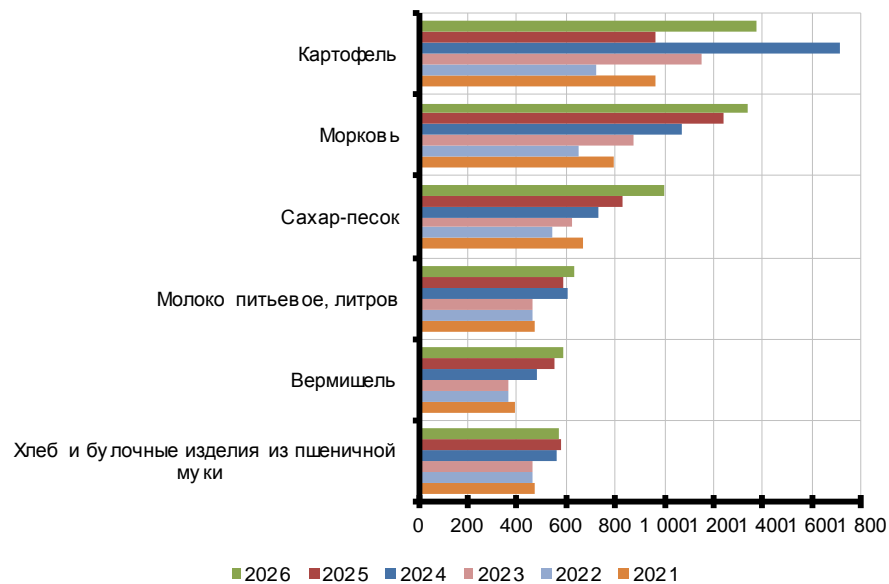
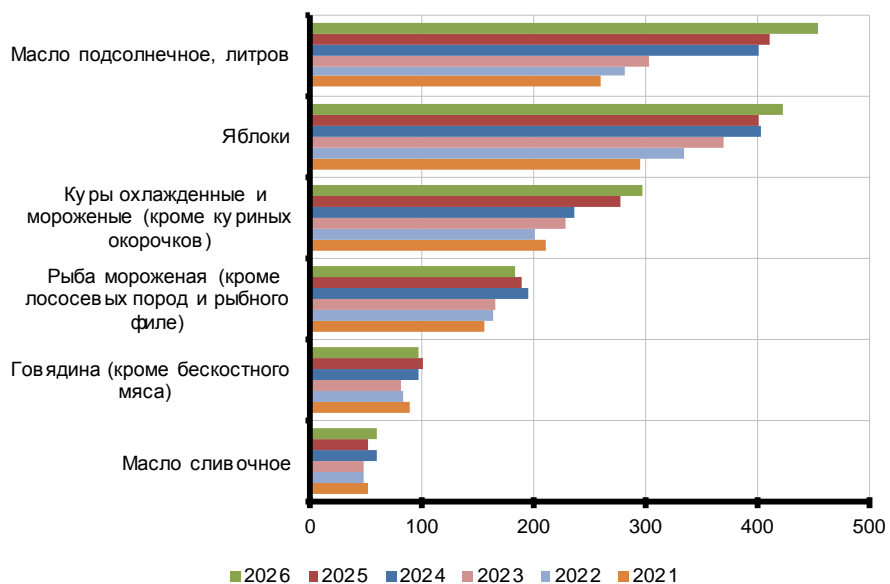


*Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции (по состоянию на апрель) остаётся, в целом, благоприятным: благодаря дефляции на ряде видов продовольствия, цены по корзине потребления малообеспеченного населения растут значительно медленнее общей инфляции.*

*По данным на март, прирост реального размера пенсий (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы был несколько выше, чем измеренный по средней инфляции. Данная тенденция, скорее всего, закрепится в ближайшие месяцы.*

<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

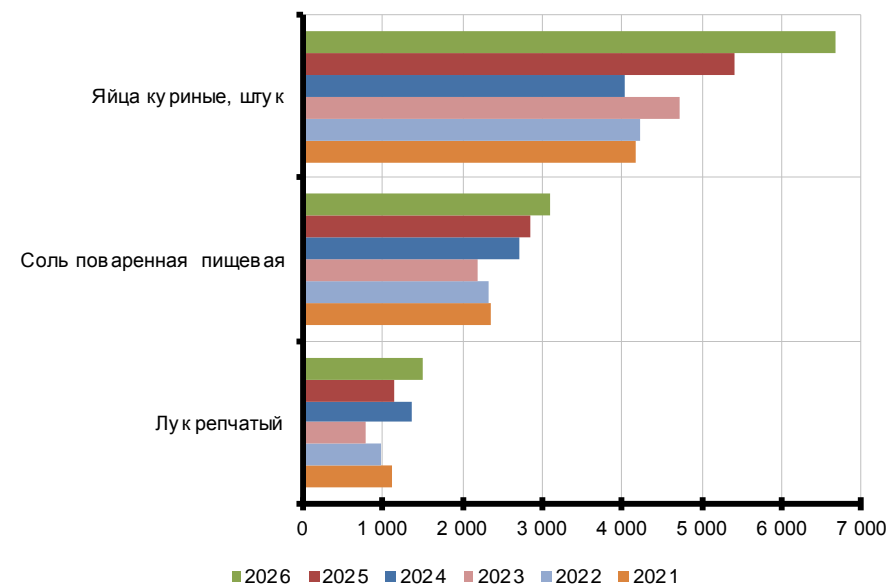
# Покупательная способность среднедушевых денежных доходов населения по основным продуктам питания в январе-марте (кг в месяц)



*Ценовая доступность* основных знаковых видов продовольствия по состоянию на март 2026 г. в целом (по данным за «скользящий год») продолжает улучшаться.

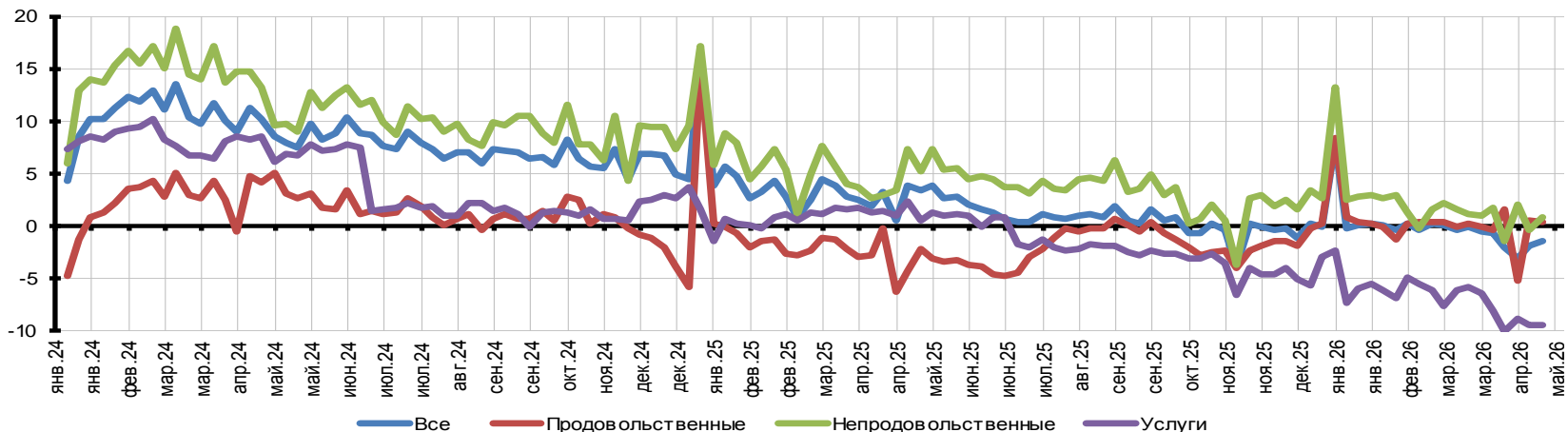
Исключения:

- рыба, где есть ряд фундаментальных, так и ситуационных факторов, подталкивающих цены вверх (удорожание обслуживания судов промыслового флота в условиях санкций, проблемы с налогообложением, сезонные особенности путины текущего года);
- хлеб, где продолжается ползучее повышение цен на продукты, производимые из зерна;
- говядина, которая относительно дорожает (по логике «фрагментации рынка», видимо) на фоне относительного удешевления источников «дешевого белка» (курятины и яиц).



# 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 май, можно отметить сохранение тенденции к стабилизации потребительского спроса (в случае платных услуг – после довольно заметного падения; отметим, что выездной туризм буквально «подкосили» события в Персидском заливе).

В *структуре потребительских расходов* по состоянию на начало мая отмечается быстрый рост продаж на маркетплейсах (высококонкурентные цены) и приобретения цифровых товаров.

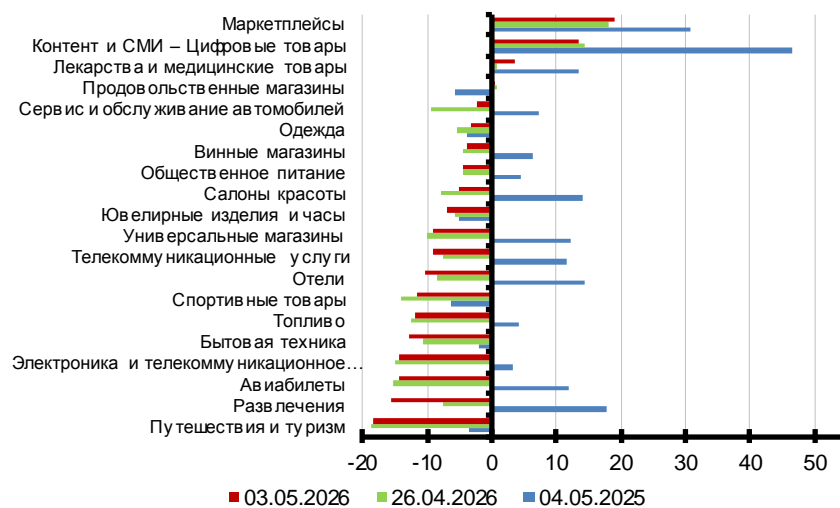
На остальных рынках наблюдается сжатие – более или менее заметное.

<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.

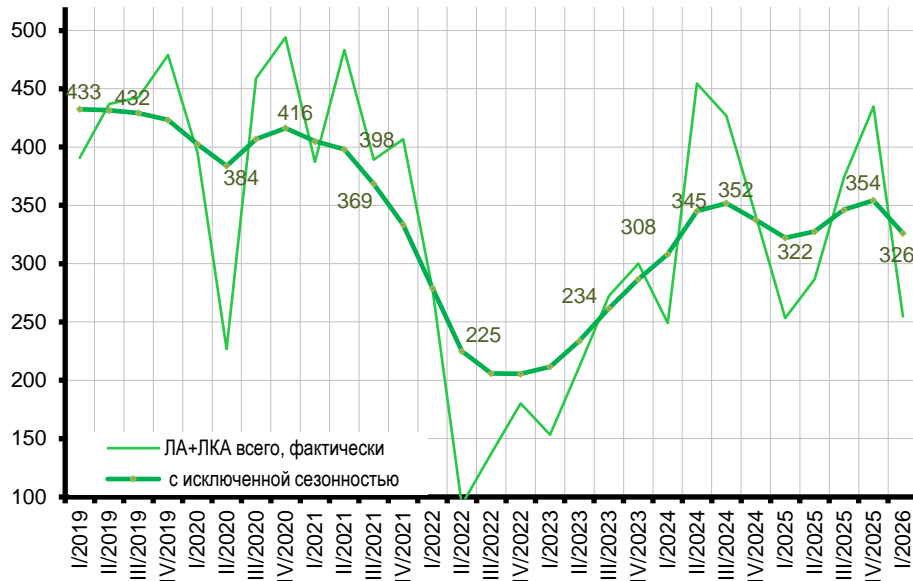
Данные с октября 2023 г. по настоящее время несопоставимы с данными за период с января 2020 г. по сентябрь 2023 г. вследствие изменения в июле 2025 г. Сбером классификации потребительских расходов и представления данных за период с октября 2023 г. в соответствии с изменениями.

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

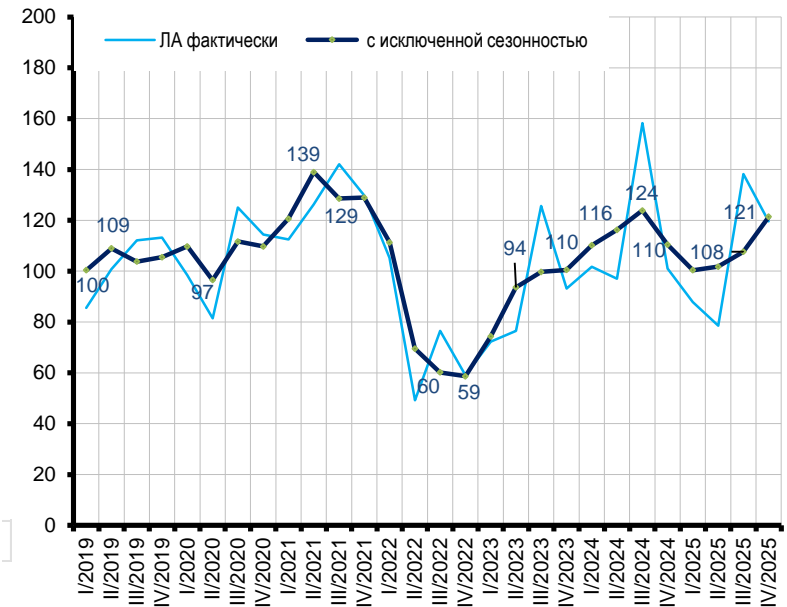


# Продажи новых автомобилей<sup>1</sup>

## 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, формально, изменилась к худшему. Объем продаж машин упал (с устранением сезонного фактора – не очень сильно), хотя за этой общей картиной стоят весьма разнонаправленные процессы. Запаздывание с появлением информации о стоимостных объемах продаж (пока есть такие данные только на конец прошлого года) не позволяет делать однозначный вывод о ситуации на этом важнейшем рынке:

- идёт ли речь об адаптации к «новому НДС» через временное сжатие рынка (тогда в I кв. будет отмечено сомасштабное количеству продаж «в штуках» снижение и стоимостных объемов продаж автомобилей),
- или импортеры и промсборщики осваивают освободившиеся ниши все более дорогих авто (тогда на фоне снижения количества проданных машин будет отмечаться рост стоимостных объемов в постоянных ценах);
- или, наконец, речь идет о чисто счетном феномене «объемных качелей»: сочетания обвала спроса в январе с восстановительным подскоком в феврале и марте, которое, суммарно, даёт, в общем, малосодержательный итог.

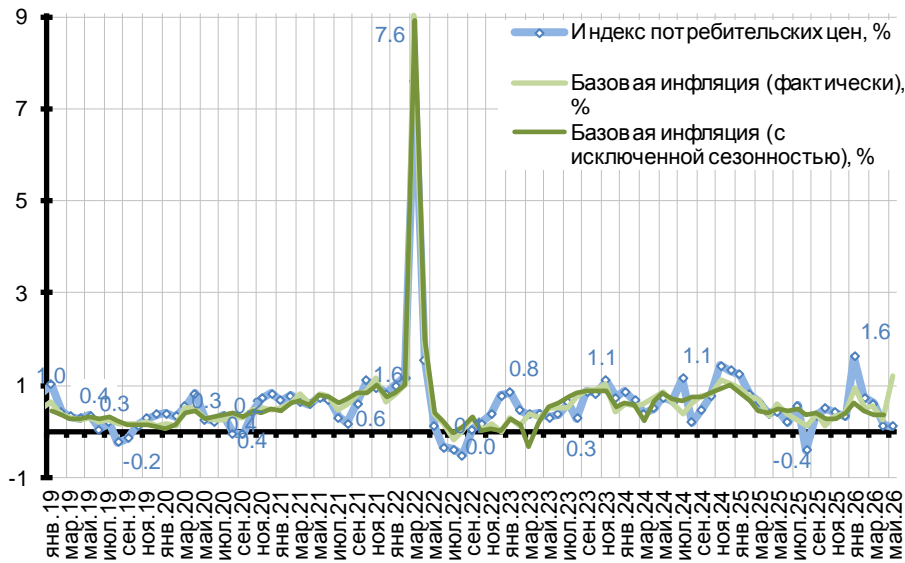
В любом случае, только итоги II кв. позволят «откалибровать» тенденции I кв., которые, очевидно, имеют внутренне слишком неоднородный характер.

Источник данных: исходные помесачные (по 2023 г.) и поквартальные данные о продаже ЛА и ЛКА опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса (ЕАБ). Продажи ЛА в постоянных ценах – Росстат, продажи вне официальных дилерских сетей (т.н. «серый импорт») вместе с данными от автодилеров основаны на методологии АО «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В январе-апреле 2026 г. по оценке АО «ППК» продано 0.37 млн. автомобилей, рост на 3.4% к январю-апрелю 2025 г.

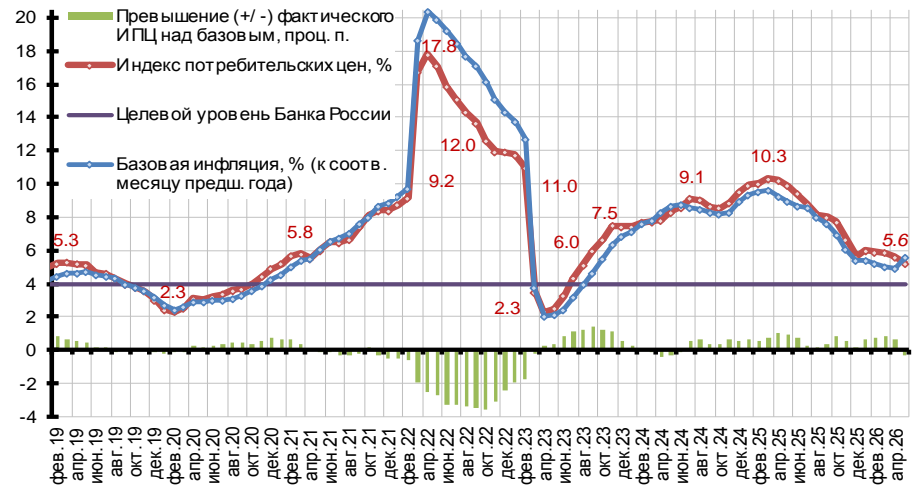
<sup>1</sup> Соответствующий комментарий будет обновлён по обновлениям данных

# Инфляция на потребительском рынке

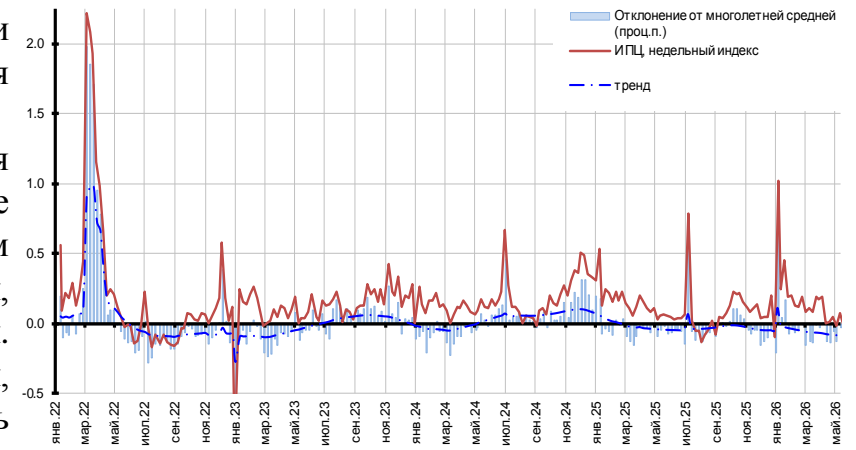
## Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)



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



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



Инфляция постепенно снижается. По данным на 18 мая её годовой уровень (к маю 2025 г.) оценивается в 5.2-5.3% против 5.9% в марте и 5.6% в апреле, причем на неделе с 13 по 18 мая отмечена легкая дефляция (-0.02%).

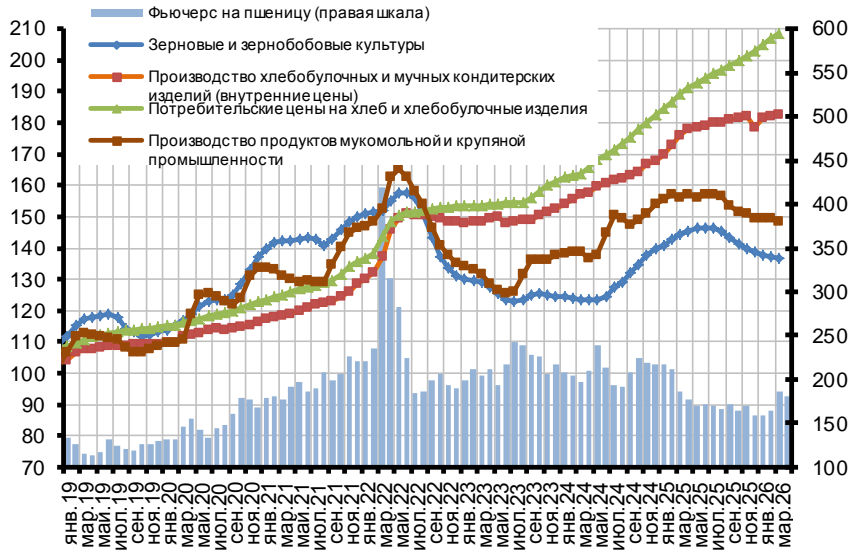
Как уже отмечалось, снижение инфляции стало результатом сочетания укрепления рубля и серьезных проблем со спросом на рубеже 2025/2026 гг. Сейчас действие второго из этих факторов (под влиянием роста нормы потребления) ослабевает, что делает снижение инфляции, вероятно, «нелинейным» и не вполне стабильным процессом. Неприятным намеком на это стало превышение в мае уровня базовой, преимущественно монетарной, инфляции над общей (впрочем, лишь по оперативным, недельным – и неизбежно неточным данным).

В целом, на 5-5.5% прироста ИПЦ по итогам года выйти вполне реально.

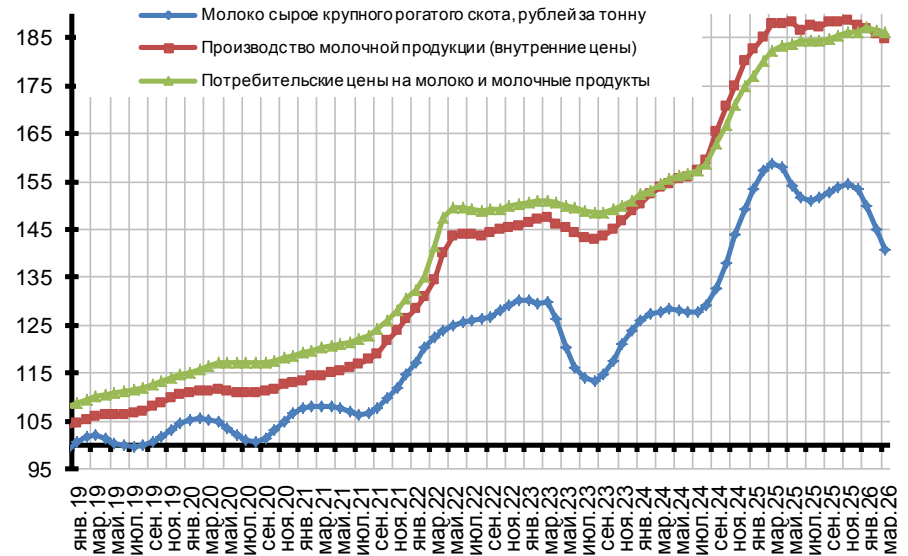
# Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

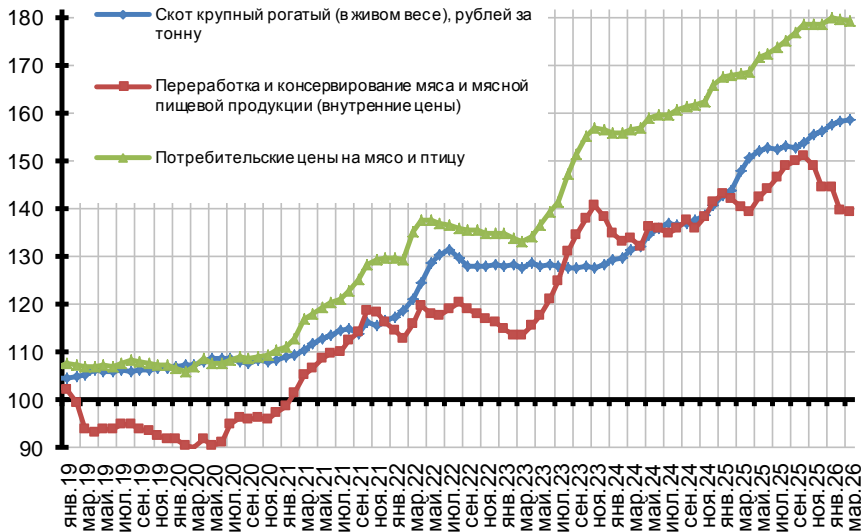
## Цены на хлеб



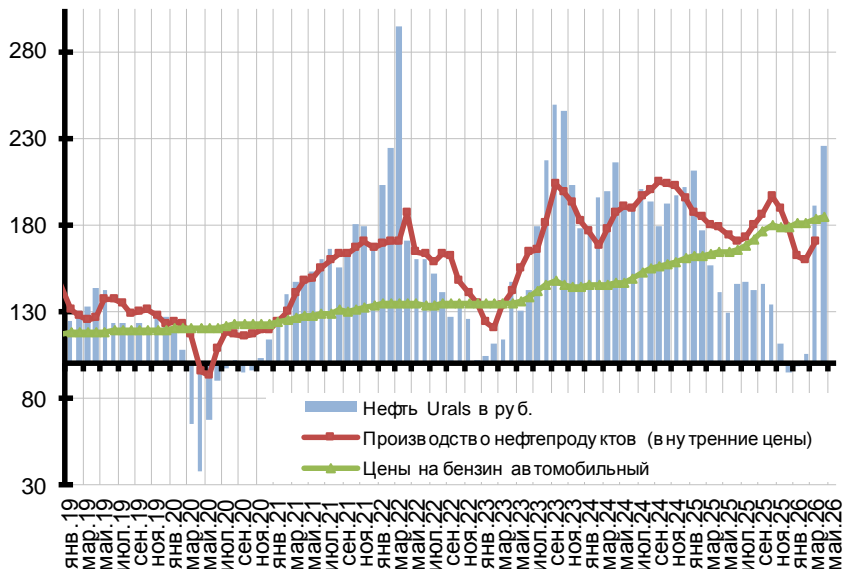
## Цены на молоко и молочную продукцию



## Цены на мясо

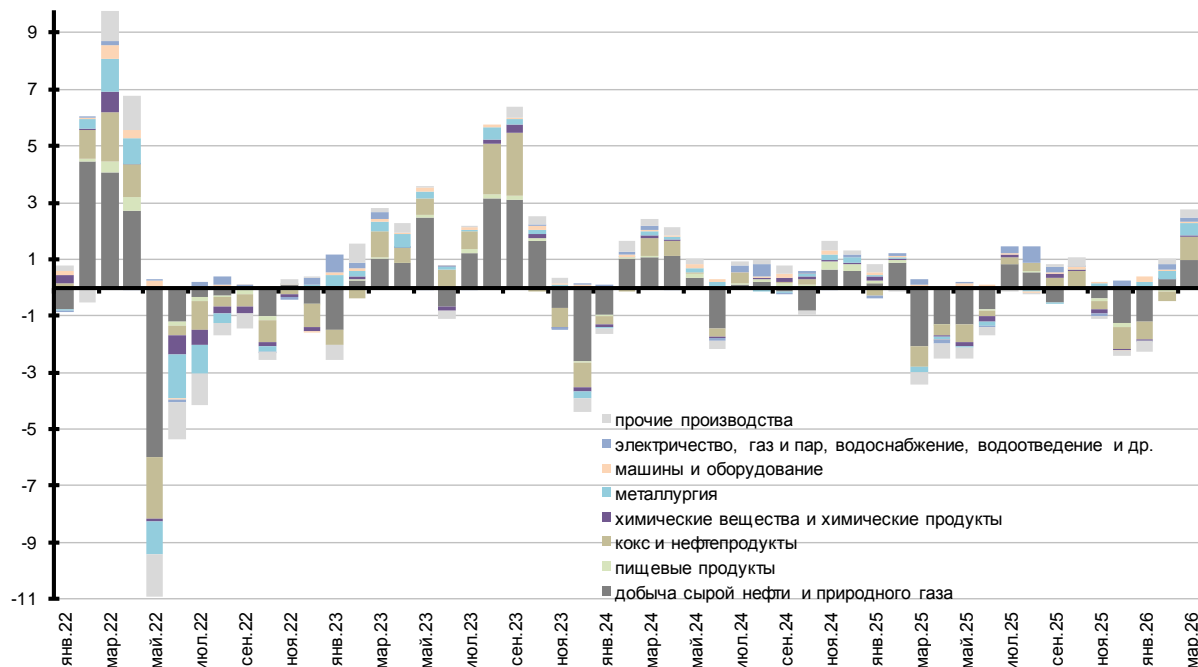


## Цены на топливо

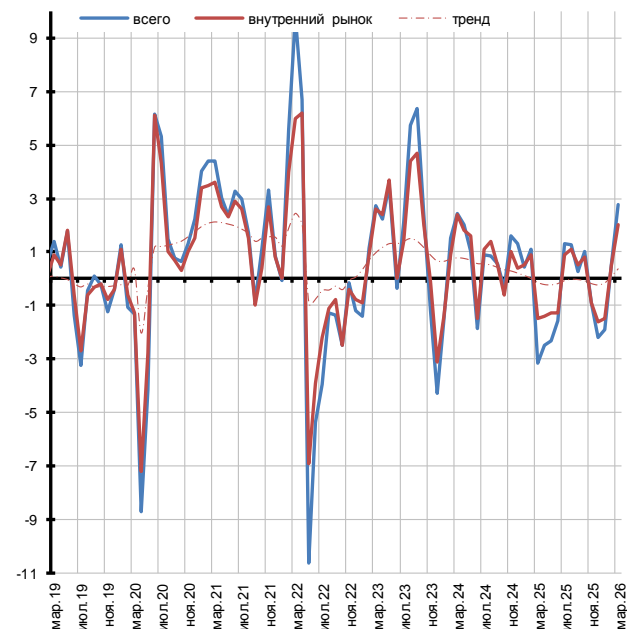


# Структура цен производителей в промышленности

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



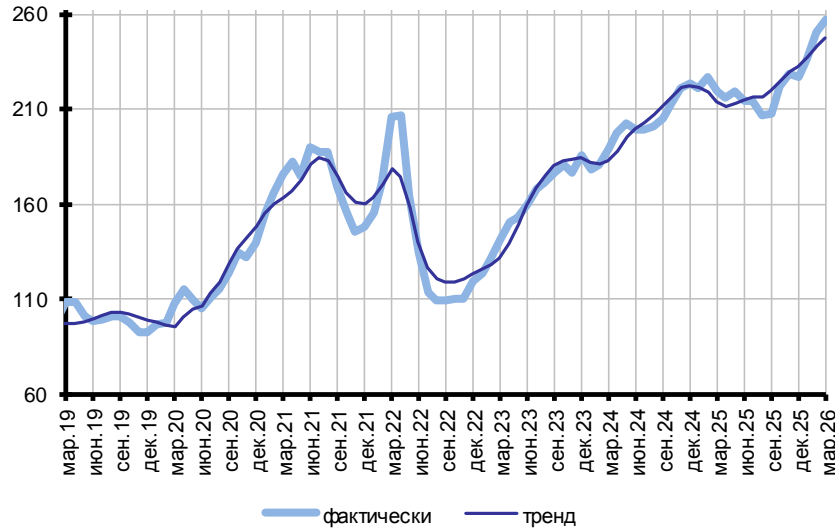
Индекс цен производителей (%)



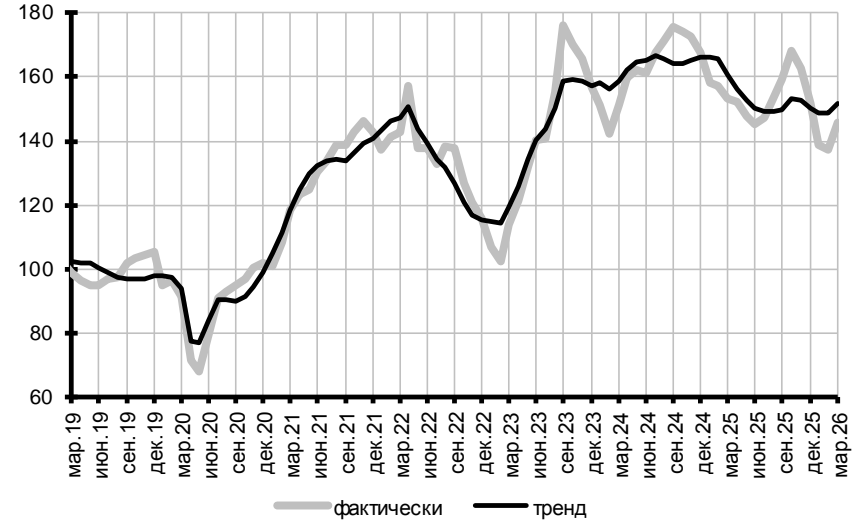
На рынках промышленной продукции по состоянию на март возобновился рост цен производителей – причём по всему кругу отраслей, как энерго-сырьевых, так и производящих конечную потребительскую и инвестиционную продукцию.

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

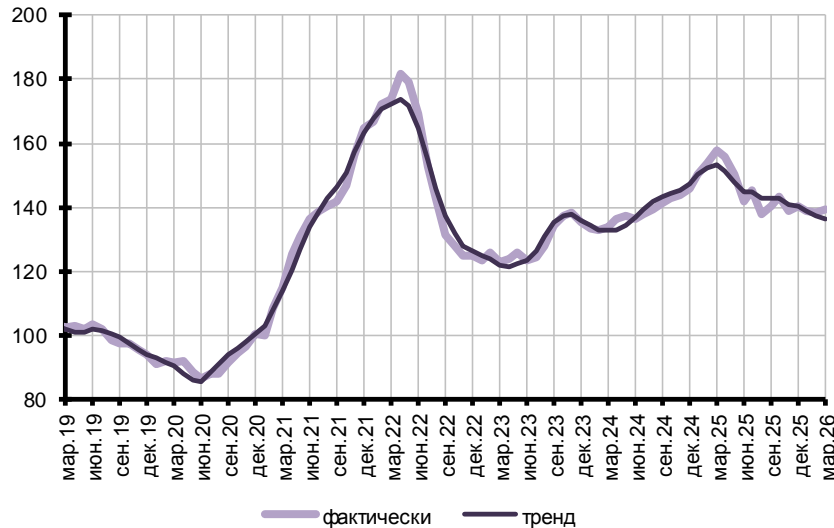
## Добыча металлических руд



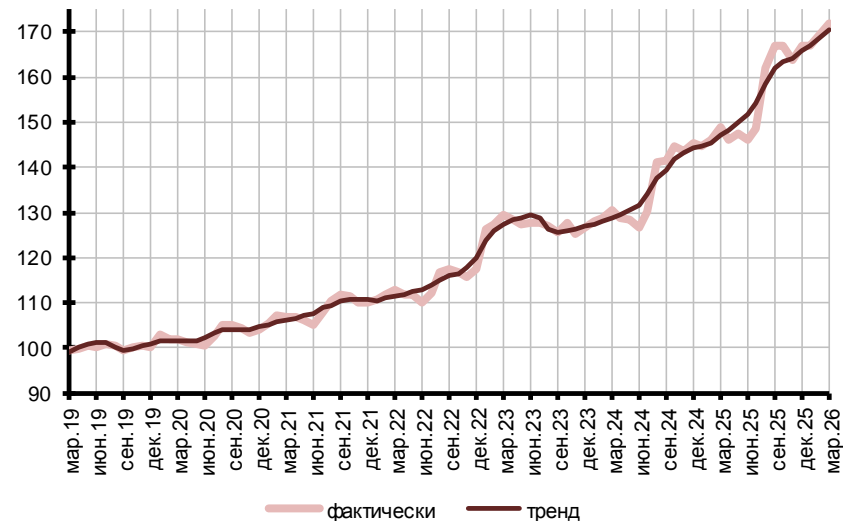
## Производство нефтепродуктов



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

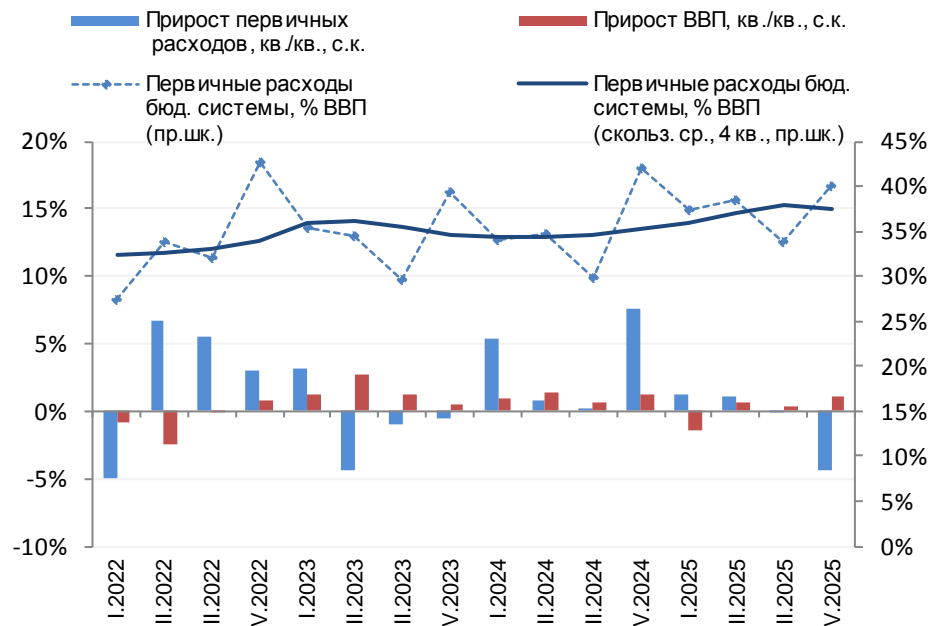
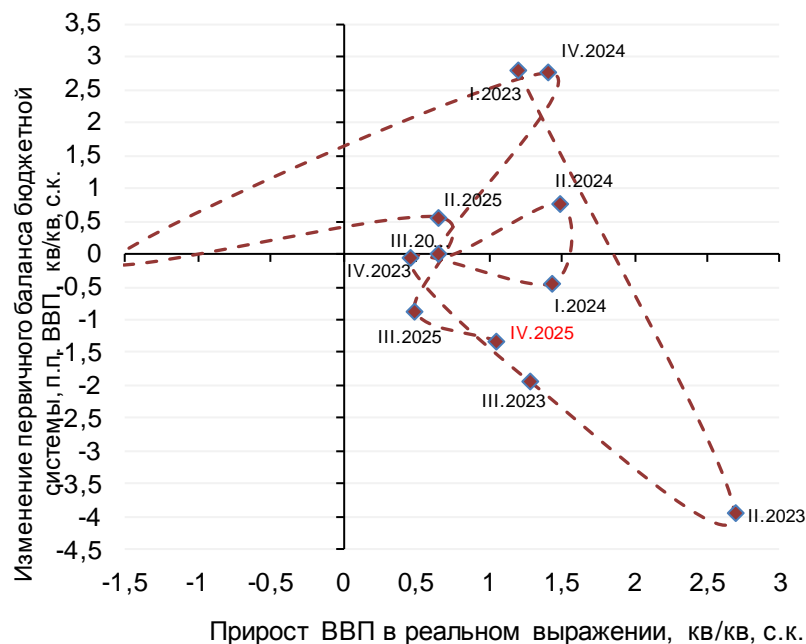


## Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



# 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 продолжение 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.

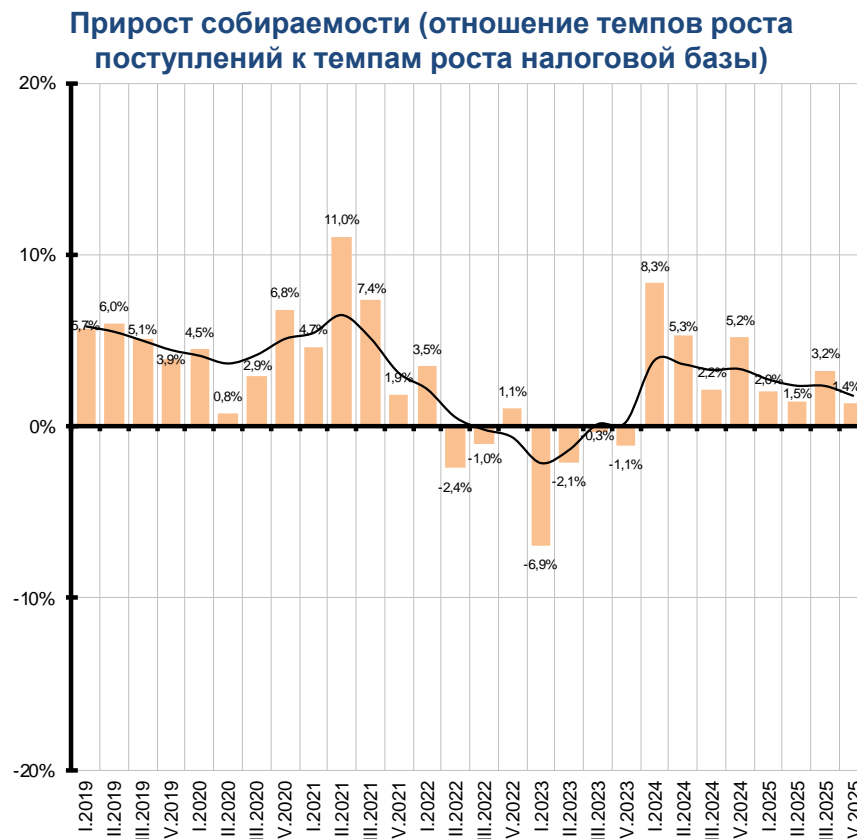
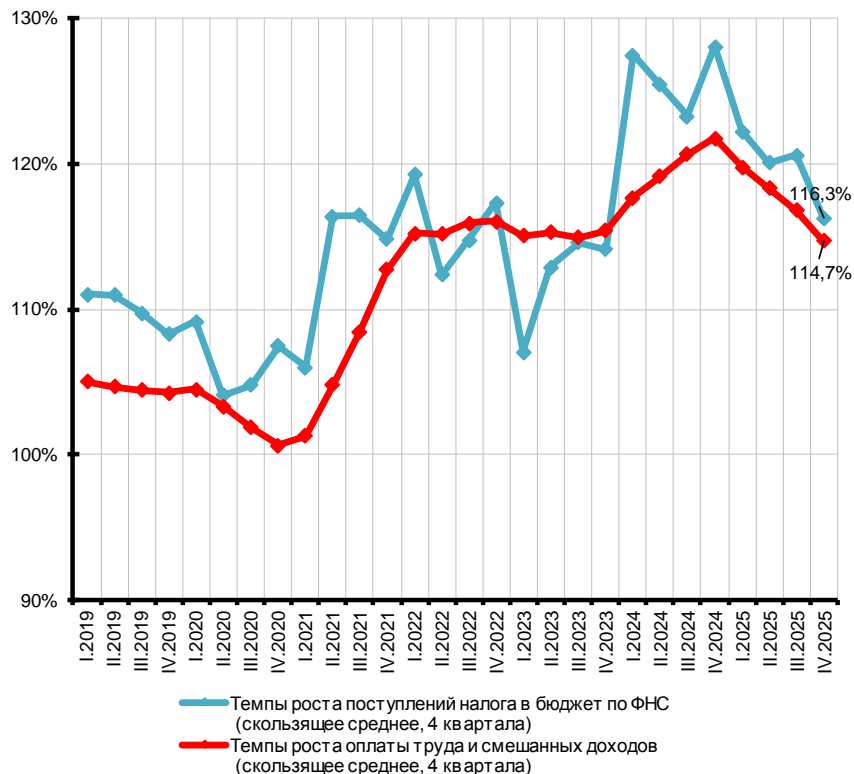
*Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Соответственно, положительный бюджетный импульс определяется снижением разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной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



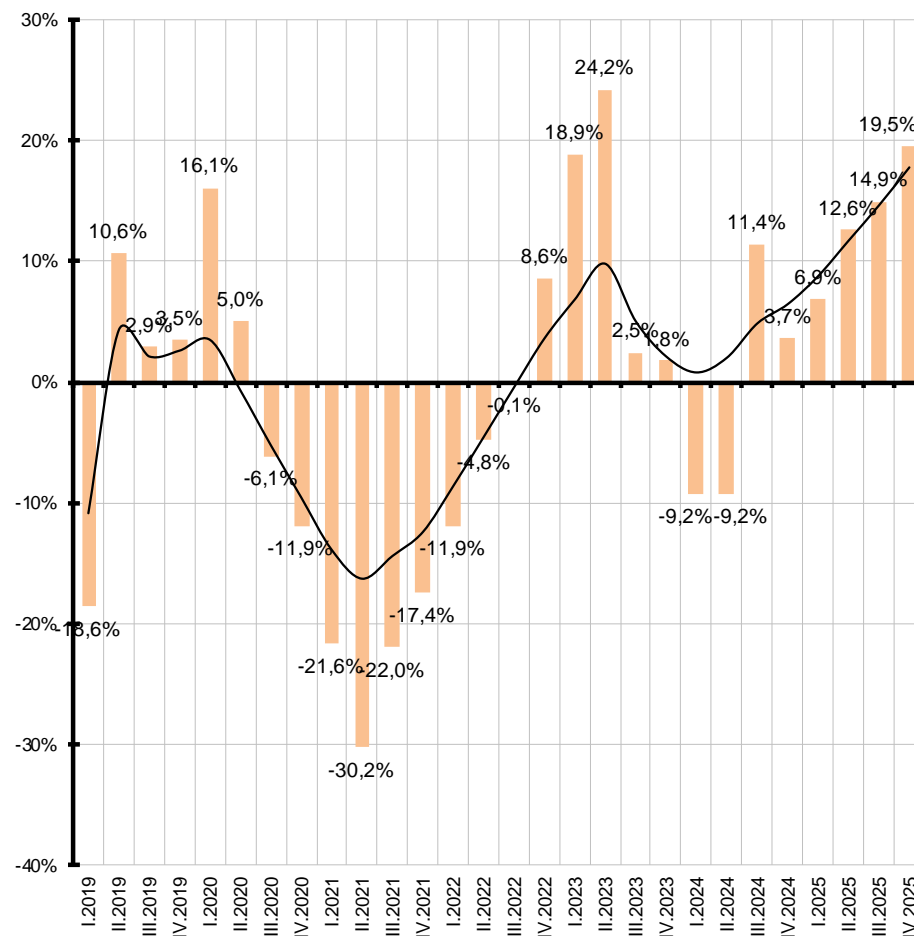
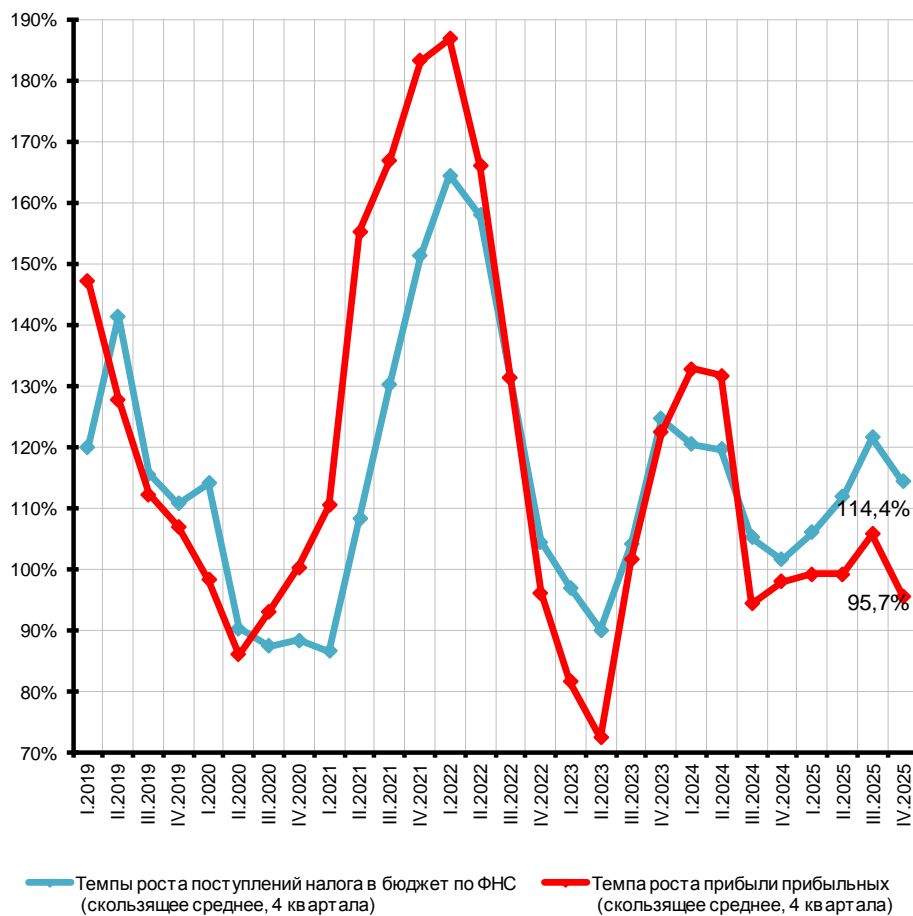
Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)».

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

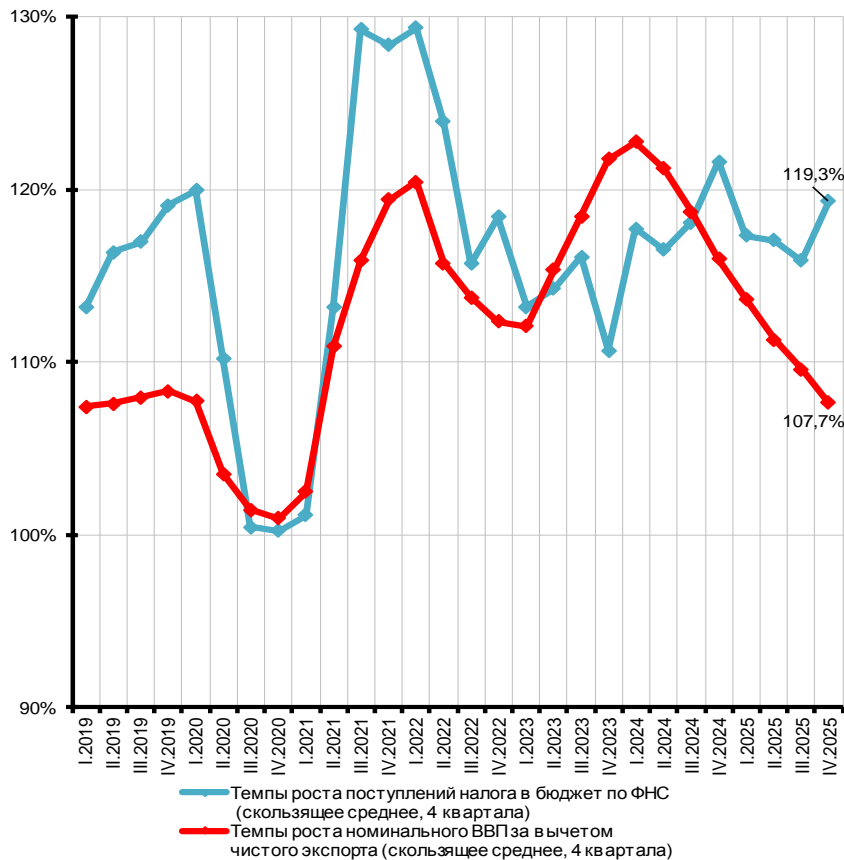
Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



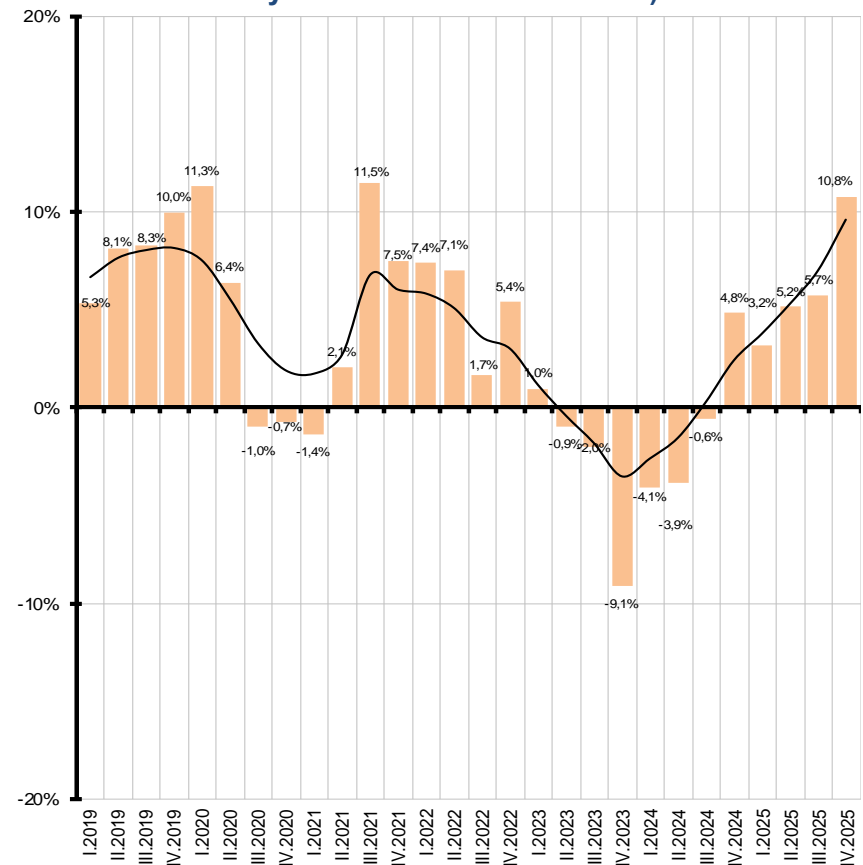
В IV кв. 2025 г. прибыль прибыльных организаций заметно «просела». Вместе с тем поступления налога на прибыль продолжили увеличиваться темпами, опережающими динамику налоговой базы, что в значительной степени связано с повышением ставки налога с начала 2025 г. Тем самым рост поступлений налога на прибыль 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



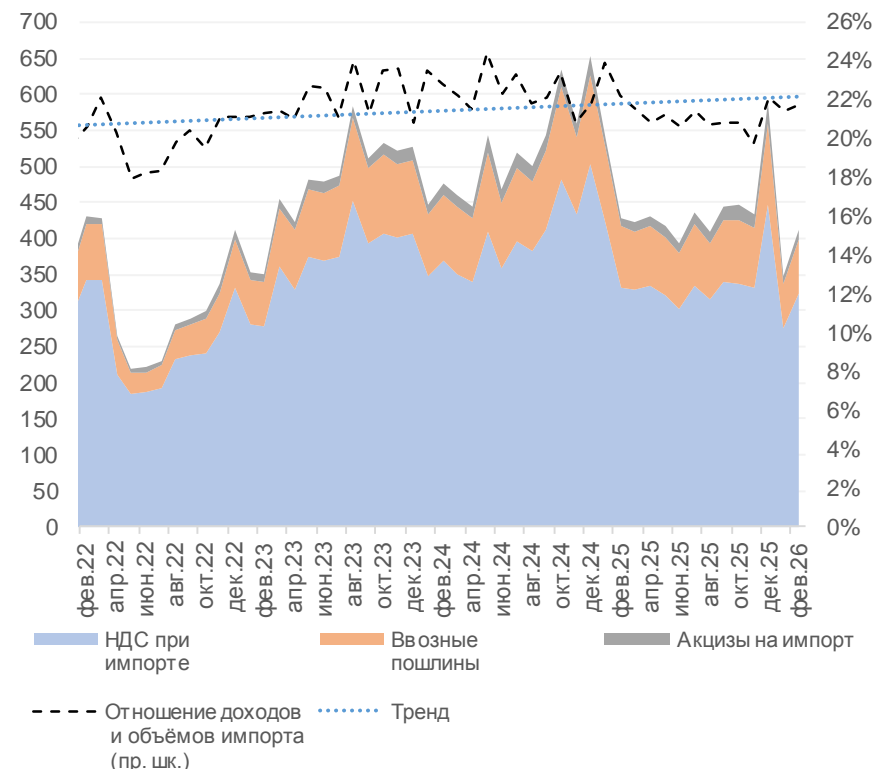
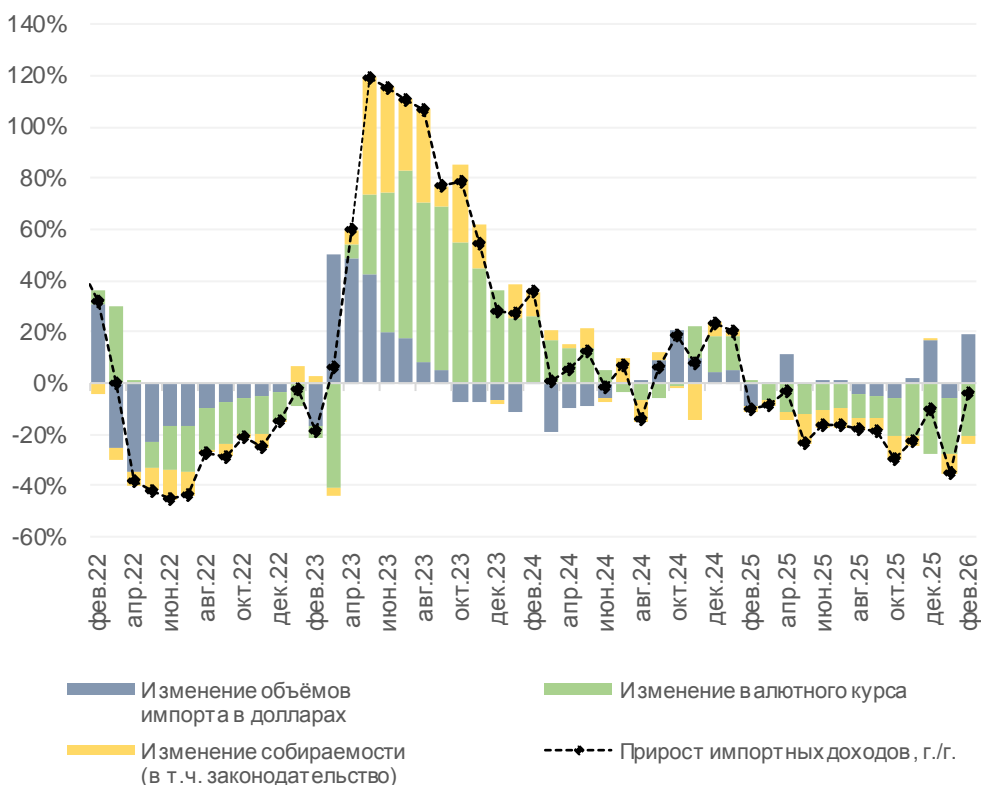
## Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



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.

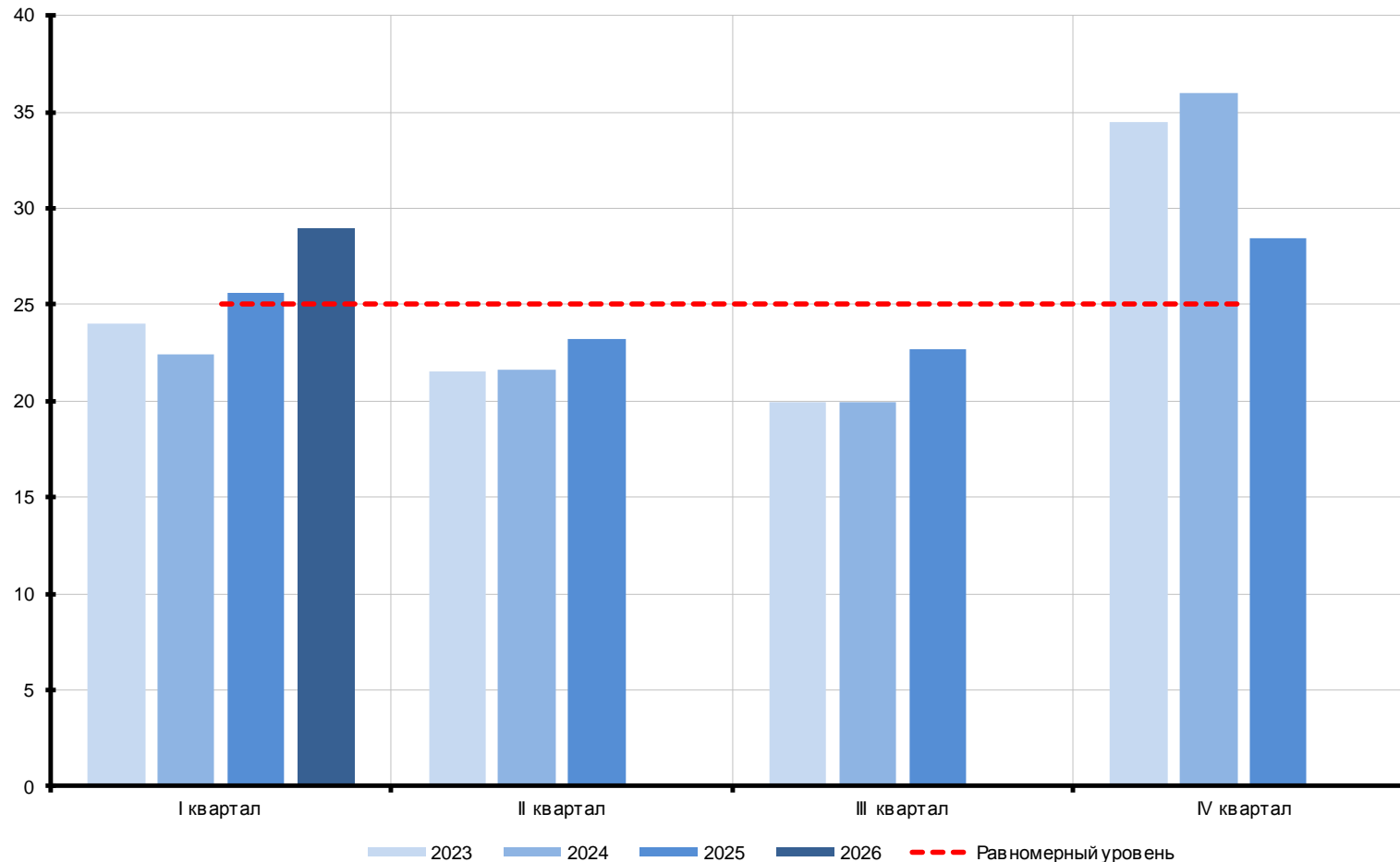
# Бюджетные доходы от импорта



Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. В январе-феврале их совокупный объём составил 0.76 трлн руб. (16% от всех доходов), снизившись на 21.3% относительно аналогичного периода 2025 г. Значительная отрицательная динамика наблюдается по НДС на ввозимые товары (-20.3%) и ввозным пошлинам (-29.1%).

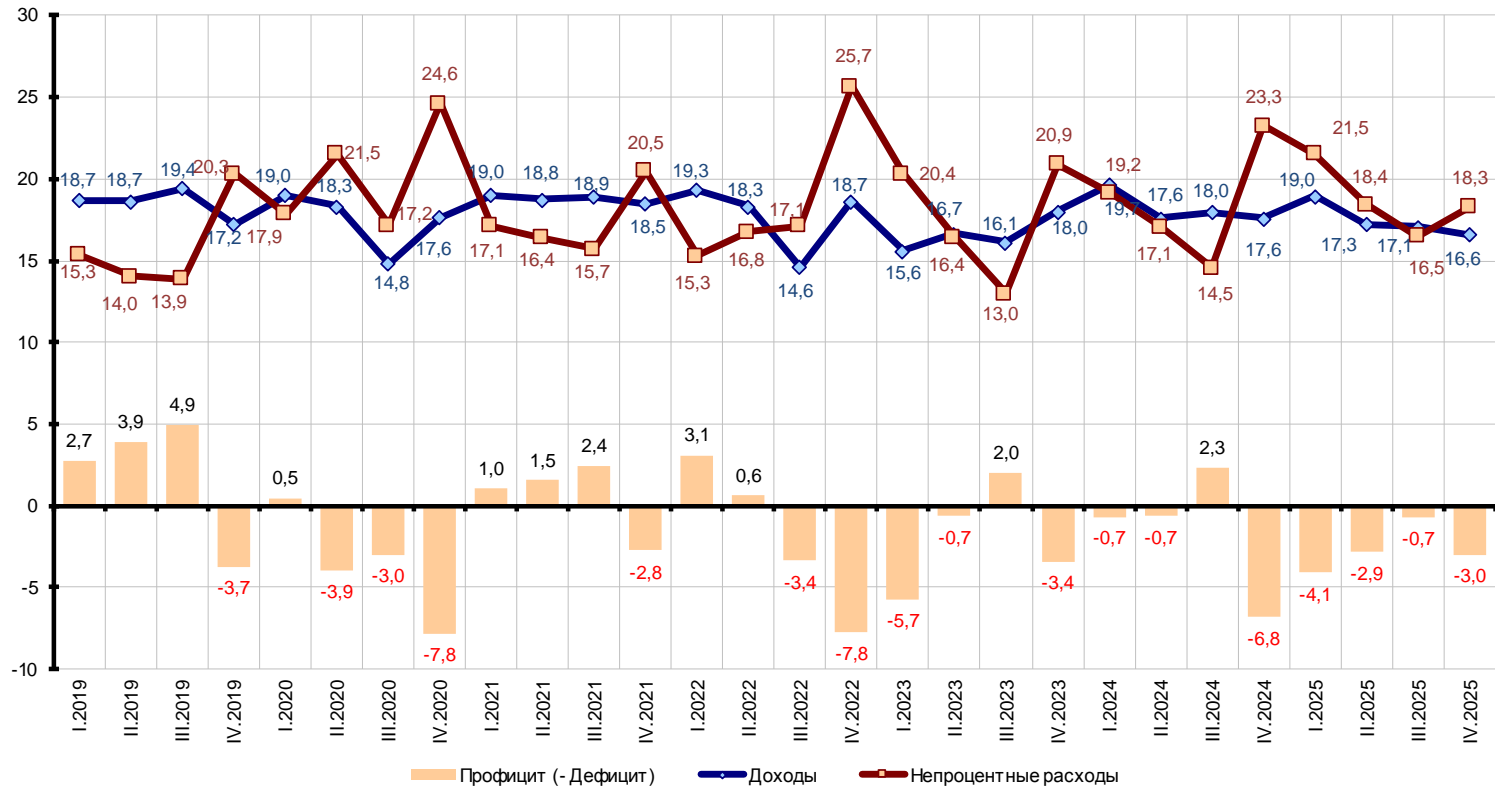
В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать изменение объёма импорта в долларах и курс рубля. В феврале наблюдался значительный рост объёмов импорта в долларовом выражении (+19.4%), что частично позволило компенсировать эффект от более крепкого курса рубля (среднее значение за февраль 2026 г. и 2025 г. – 76.9 руб./долл. и 92.9 руб./долл., соответственно), однако, несмотря на это, бюджетные доходов от импорта продолжили сокращаться (-3.9% г/г). Высокий рост импорта в феврале 2026 г. к февралю прошлого года во многом связан с низкой базой февраля 2025 г., когда импорт был подавлен жёсткими денежно-кредитными условиями, слабым рублём и просадкой спроса на товары длительного пользования, прежде всего автомобили и технику.

# Исполнение расходов федерального бюджета



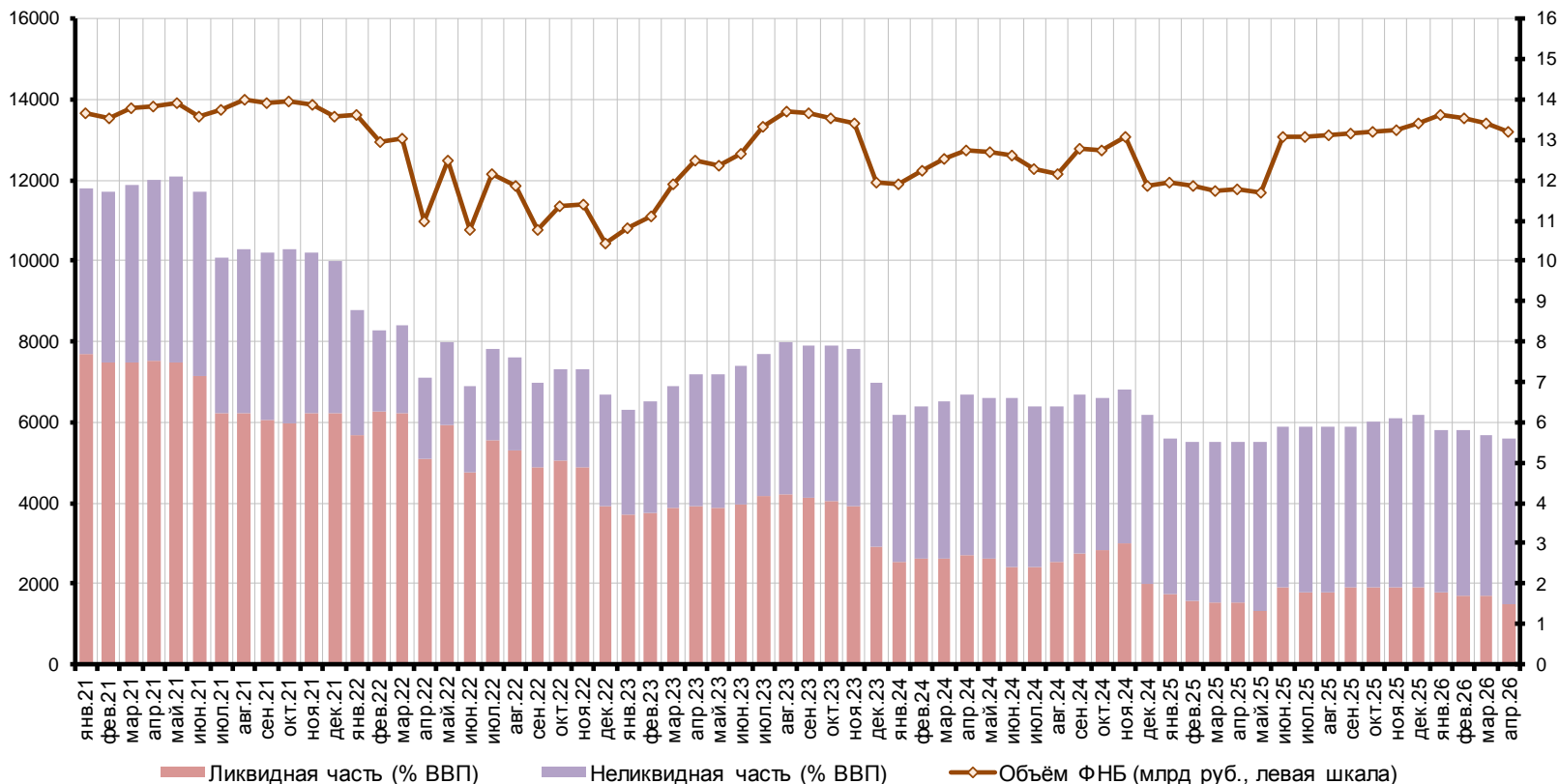
*Исполнение расходов федерального бюджета за I кв. 2026 г. составило 29% от утверждённых бюджетных назначений (по состоянию на конец февраля). Как и в прошлом году, высокие темпы исполнения определяются ускоренным заключением госконтрактов и опережающим авансированием расходов в январе-марте. Уровень 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 мая 2026 г. *объём ФНБ* составил 13.21 трлн руб., или 5.6% ВВП, снизившись примерно на 200 млрд руб. относительно начала апреля. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 3.63 трлн руб., или 1.5% ВВП. За апрель ликвидная часть сократилась на 263.5 млрд руб. преимущественно в результате укрепления курса национальной валюты и снижения стоимости золота. На 1 мая ликвидная часть Фонда состоит из 185.2 млрд юаней, 145.2 т золота и 1.3 млрд руб. Неликвидная часть Фонда оценивается примерно в 9.59 трлн руб., или около 4.1% ВВП. В апреле неликвидная часть Фонда увеличилась на 63 млрд руб. в основном за счёт роста котировок акций ПАО «Сбербанк». В апреле средства Фонда также были размещены в облигации АО «ГТЛК» (3,16 млрд руб.) и на депозите в ВЭБ.РФ (3 млрд руб.), в целях финансирования 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.**