



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

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

Анализ макроэкономических тенденций

Обновляется ежемесячно

30.06.2026

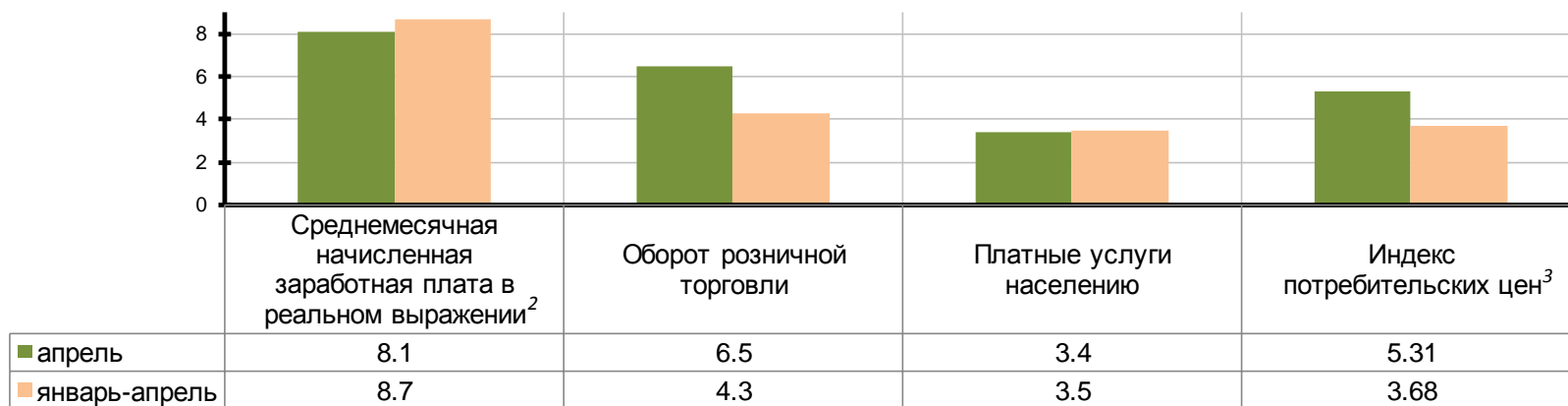
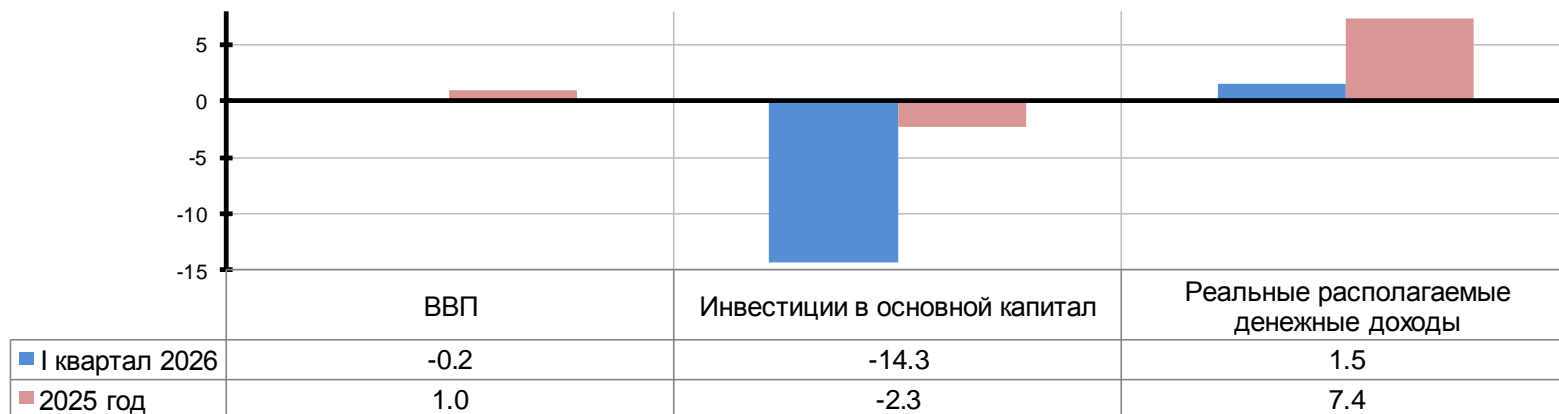
Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** свидетельствуют о стабилизации ситуации – правда на уровне, заметно более низком, чем в конце прошлого года. Есть риск сохранения (по крайней мере, формально) рецессии на протяжении двух кварталов подряд. При этом, единственным надежным драйвером роста (пока) остаётся лишь потребление населения (и, возможно, экспорт – данных о его физических объёмах нет). В то же время, в сфере инвестиций в основной капитал наблюдается выраженный спад.
- **Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** чуть-чуть повысился, но все равно остаётся в «зоне негативных оценок» (менее 50%). Как уже отмечалось, проблема даже не в масштабах «негатива», оно очень невелико – проблема в том, что период этого падения (практически – с весны 2025 г., после повышения ключевой ставки) беспрецедентно затянулся – и сама эта длительность становится фактором, влияющим на инвестиционную (и, шире, бизнес-) активность компаний.
- **Инвестиции в основной капитал** вновь снизились (III кв.: -1.9%, IV кв.: -1.0%, I кв.: -5.0%, сезонность устранена). Такие итоги квартала вполне понятны: сочетание «старых» (высокая «стоимость денег»; укрепление рубля; общая неустойчивость экономической конъюнктуры) и нового (реформа НДС), естественно, привело к сбою инвестиций. Вопрос в том, удастся ли перезапустить инвестиционный цикл в условиях, когда адаптация к НДС прошла (что видно по динамике оптовой торговли), ключевая ставка снижается, а в экономику идет приток конъюнктурных доходов. В *строительстве* ситуация чуть ухудшилась – так что посткризисный отскок, похоже, исчерпан (январь: -8.2%, февраль: +3.3%, март: +2.9%, апрель: -0.2%, сезонность устранена). Как будет развиваться ситуация дальше, с учетом постепенного «перетока» средств из депозитов населения в недвижимость – покажут ближайшие месяцы.
- На **рынке труда** ситуация, по сути, не изменилась. *Безработица* стабилизировалась вблизи минимального уровня (чуть-чуть повысился, почти на грани различимого; сезонность устранена). *Спрос на труд* (с устранением действия сезонного фактора) продолжает довольно заметно снижаться (хотя и остаётся пока на исторически высоком уровне). Ранее драйвером этого процесса являлось снижение числа вакансий, сейчас, вероятно – лёгкое повышение безработицы. *Индикатор перегрева* на рынке труда довольно длительное время понижался, но сейчас стабилизировался – на понизившемся, но довольно высоком уровне. Возможно, это отражение структурных сдвигов в экономике: есть необходимый уровень «вакансионной» активности компаний, обеспечивающий эти сдвиги.
- Что касается **соотношения рентабельности и ставки по безрисковому «держанию денег»** (доходность по ОФЗ), то, по состоянию на начало 2026 г., ситуация с соотношением гарантированной доходности по госбумагам с рентабельностью бизнеса ухудшилась. К числу отраслей с негативным, демотивирующим инвестиции уровнем этого соотношения сейчас относятся, в той или иной мере, практически все отрасли, за важным исключением пищевой. Это – результат сочетания все еще высоких процентных ставок с укреплением рубля, ограничивающим собственные доходы компаний экспортеров. Улучшение мировой конъюнктуры и снижение ключевой ставки могут изменить ситуацию к лучшему.
- **Экспорт товаров** (сезонность устранена) продолжил расти – очевидно, благодаря действию ценового фактора на рынках углеводородов.
- Рост **импорта товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) сохраняется – и это устойчивая тенденция. При этом, происходит какой-то не вполне ясный пока сдвиг: импорт в текущих ценах растёт стремительно, а дефлятированный – тоже стабильно растёт (сезонность устранена), но куда медленнее. Если речь не идёт о статистической ошибке, то налицо либо рост посреднической маржи (санкции, монополизм поставщиков), либо переход российских потребителей к потреблению более дорогой (за единицу), чем прежде, продукции (почти наверняка – грузовики, возможно отдельные виды производственного оборудования).

Макроэкономика. Главное - 2

- **Средняя цена на нефть марки Urals** в мае 2026 г. сократилась до 86.5 долл./барр. после 95 долл./барр. в апреле.
- Произошло **укрепление рубля** по отношению к основным иностранным валютам в результате превышения предложения иностранной валюты над спросом на нее на внутреннем российском валютном рынке. Даже в условиях сокращения продаж валюты Банком России в интересах Минфина (в рамках приостановки действия бюджетного правила), предложение иностранной валюты сохранялось на высоком уровне вследствие значительного объема продаж валютной выручки российскими экспортерами. Спрос на иностранную валюту со стороны нефинансовых компаний, при этом, сократился.
- Совет директоров Банка России 19 июня 2026 г. принял решение снизить **ключевую ставку** на 0.25 п.п., до уровня 14.25% годовых, на фоне сохранения устойчивых показателей текущего роста цен (по используемым регулятором индикаторам) в диапазоне 4-5%. В результате, к концу второй декады июня 2026 г. *реальная процентная ставка* (за вычетом потребительской инфляции к аналогичному периоду прошлого года) стабилизировалась на уровне около 8.65% годовых.
- Сохраняется рост **реальной заработной платы** (IV кв.: +1.0% в среднем за месяц, январь: -0.1%, февраль: +0.4%, март: +0.6%, сезонность устранена). Общий дефицит рабочей силы и «лидирующий эффект» от повышения оплаты труда в секторах-лидерах (плюс выплат военнослужащим) ведут к системному повышению заработной платы – даже ценой ухудшения финансового положения компаний. *Основные реальные денежные доходы населения* в целом следуют за динамикой заработной платы (IV кв.: +0.4% в среднем за месяц, январь: +1.0%, февраль: +0.2%, март: +0.1%, сезонность устранена) с понятным замедлением из-за снижения доходов от процентов по вкладам.
- В части **потребительских настроений населения** ситуация скорее, стабилизировалась и даже, кажется, чуть улучшилась. Развернулись к росту оценки личного материального положения – как текущего, так и краткосрочных ожиданий его изменения. В то же время, оценки населением экономического положения в стране стабилизировались – правда, после волны быстрого (избыточного к реальной ситуации) ухудшения.
- Возобновился рост **потребления населения** (IV кв.: +0.8%, в среднем за месяц, январь: -2.0%, февраль: +0.9%, март: +1.9%, апрель: +0.4%, сезонность устранена). Он, разумеется, сильно замедлился после завершения «маятникового» отскока в феврале-марте – зато имеет почти фронтальный характер (потребление услуг «просбоило» из-за известных событий в Персидском заливе (ОАЭ – не только место выездного туризма, но и крупный хаб) и в Крыму. В целом, поступательный рост потребления – основной фактор экономического роста в сложившейся сейчас ситуации.
- **Инфляция** усилилась. По данным на 22 июня её уровень за месяц оценивается в 0.90-0.95%, а годовой уровень к июню 2025 г. в 6.0-6.1% (самый высокий показатель с начала года). Структура инфляции свидетельствует, что рост цен имеет, во-первых, очаговый, а во вторых – немонетарный характер. Прирост цен формируется за счет удорожания плодоовощной продукции (кратковременный всплеск из-за выхода на рынок продукции нового урожая; оценка за месяц: 7.7%; уже в июле, по мере затоваривания рынка ожидается дефляция), за счет роста цен на бензин и дизтопливо (из-за сезонного роста спроса и ударов по НПЗ; оценка за июнь: 8.6% и 7.8-8.0%, соответственно), роста тарифов в сфере внутреннего туризма и рекреации. В то же время, по «ядру» монетарной инфляции – удорожанию непродовольственных товаров без учёта нефтепродуктов и сигарет – роста цен практически нет (оценка за месяц: 0.1%, год к году: +3.0%).
- В I кв. 2026 г. **бюджетный импульс** вновь стал выраженно положительным (+2.1% ВВП) на фоне снижения ВВП в реальном выражении. Это означает, что бюджетная политика продолжала поддерживать экономическую активность и частично сглаживала эффект охлаждения. Вместе с тем такой масштаб поддержки будет сложно сохранять на протяжении всего года: при высоком дефиците и необходимости удерживать расходы в рамках утвержденных ориентиров бюджетный импульс, вероятно, станет постепенно ослабевать.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



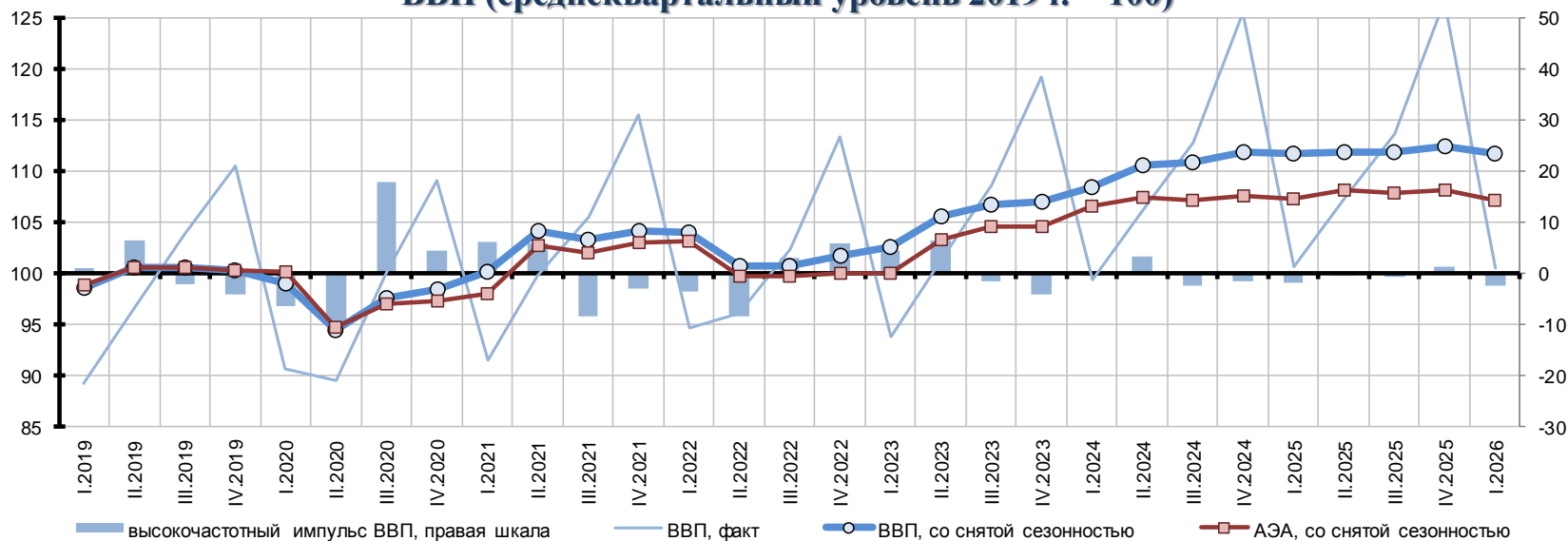
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно март 2026 г. к марту 2025 г. и январь-март 2026 г. к январю-марту 2025 г.

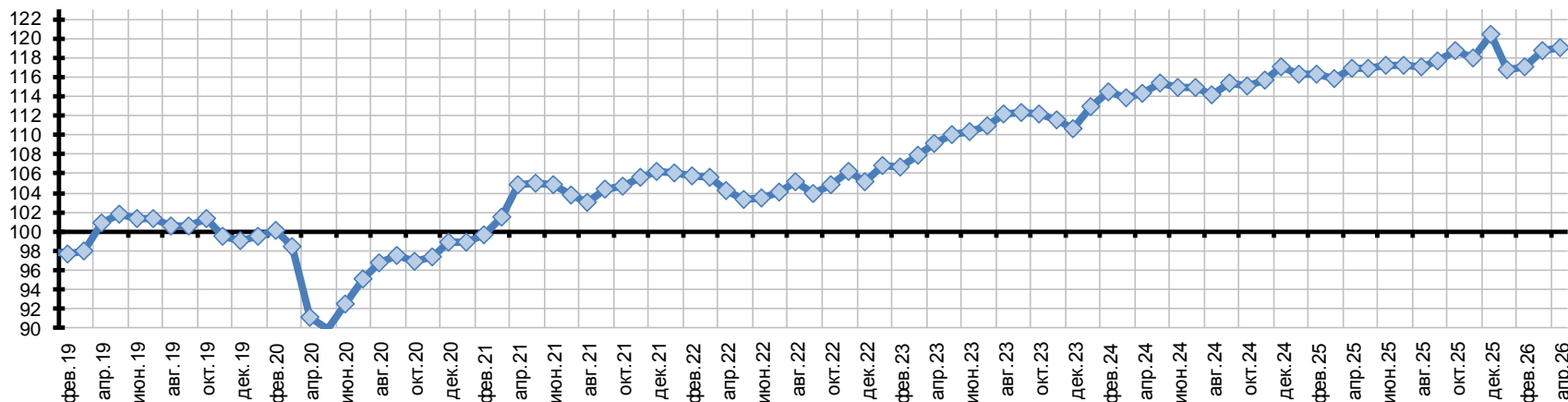
³ соответственно май 2026 г. к маю 2025 г. и за период с начала 2026 г. по 15 июня

Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)¹

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



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

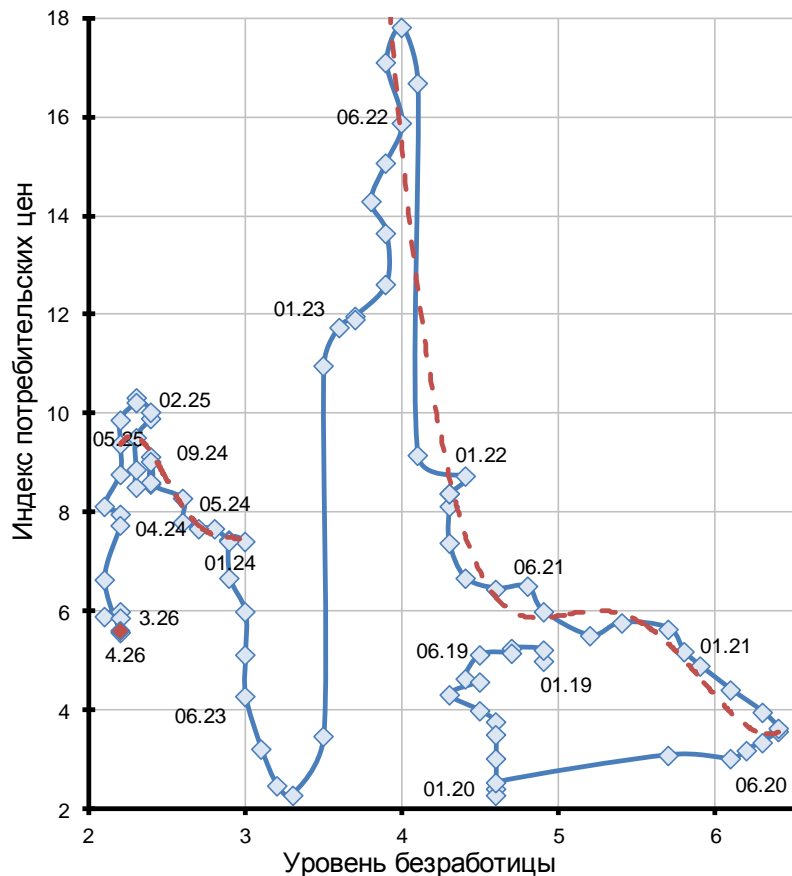


Высокочастотные данные об экономической динамике в апреле (сезонность устранена) свидетельствуют о стабилизации ситуации – правда, на уровне, заметно более низком, чем в конце прошлого года. Есть риск сохранения (по крайней мере, формально) рецессии на протяжении двух кварталов подряд. При этом, единственным надежным драйвером роста (пока) остаётся лишь потребление населения (и, возможно, экспорт – данных о его физических объёмах нет). В то же время, в сфере инвестиций в основной капитал наблюдается выраженный спад.

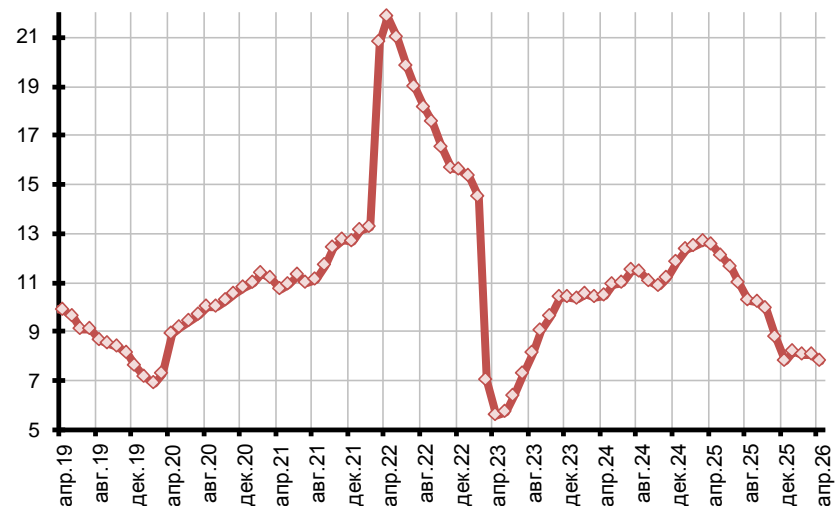
¹ Агрегат экономической активности – показатель динамики добавленной стоимости товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению. Здесь и на слайде 14 данные по АЭА за I квартал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

Характеристики устойчивости экономической ситуации

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



Индекс несчастья Оукена¹

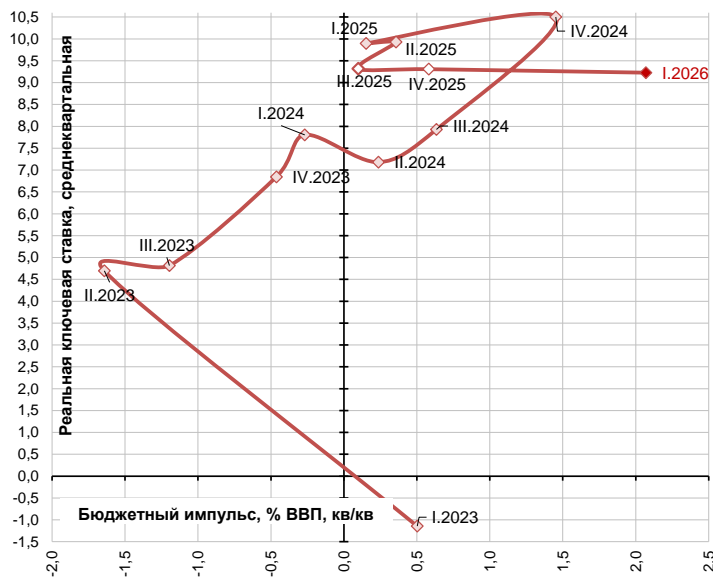


Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на апрель свидетельствуют, что экономика осталась в той же зоне «очень низкая безработица / умеренная инфляция». При этом, уже несколько месяцев нет сколько-нибудь выраженных признаков формирования новой «кривой Филлипса». Это, скорее всего, означает сохранение фундаментальной нестабильности в экономике — точнее, отсутствие нового, устойчивого механизма, связывающего ее базовые параметры. Уровень фундаментальной несбалансированности («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на апрель чуть-чуть снизился, в целом оставаясь стабильным с конца прошлого года.

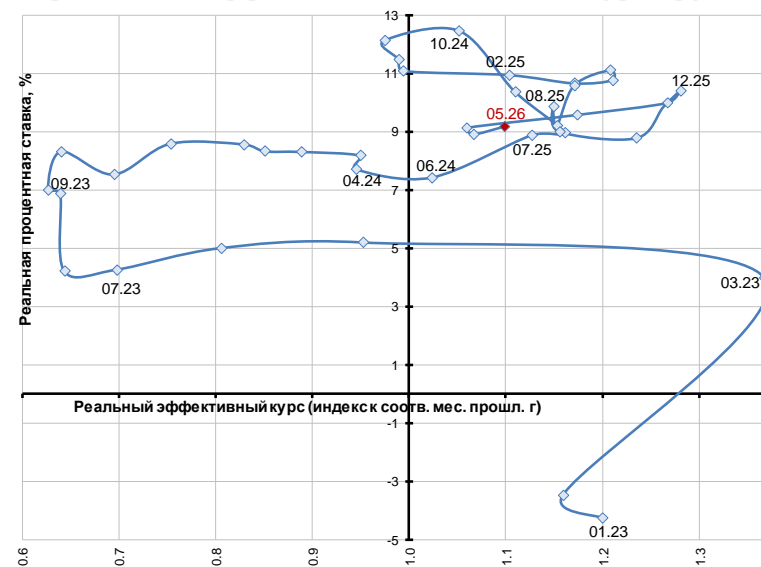
¹ Сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

Характеристики макроэкономической политики

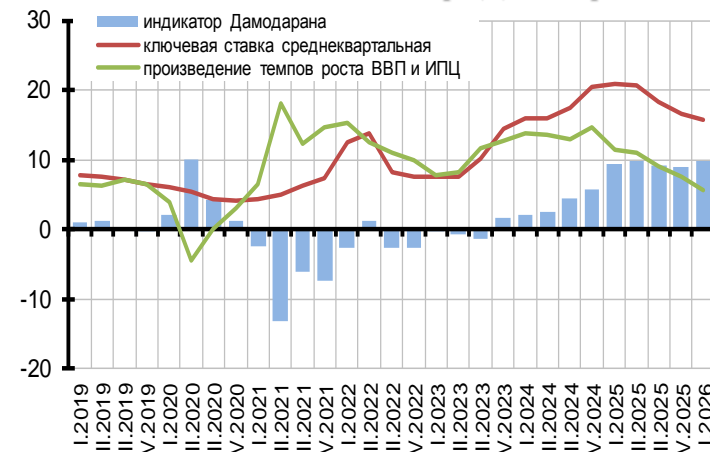
Соотношение реальной ключевой ставки и бюджетного импульса^{1,2}



Соотношение реальной ключевой ставки и реального эффективного валютного курса рубля



Оценка ЦБ макрофинансовых рисков: отклонение ключевой ставки от «индикатора Дамодарана»^{2,3}



Макрофинансовая политика в IV кв. осталась дестимулирующей, сочетающей отрицательный бюджетный импульс (чистое изъятие доходов из экономики по фискальным каналам) и высокую положительную процентную ставку. Как уже отмечалось, закрепление такой ситуации может стать важнейшим фактором 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 апреле, несмотря на некоторое ослабление курсовой политики, всё еще остаётся в квадранте «растущий эффективный курс – высокая реальная ставка» (ключевая ставка снижается параллельно с инфляцией – оставаясь тем самым «стабильно высокой»). Как уже отмечалось, такая ситуация очень выгодна для сдерживания инфляции, но сильно тормозит рост (и особенно – частных инвестиций).

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.

¹ 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.

² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных;

³ Индикатор Дамодарана: произведение прироста ВВП и инфляции

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- сохраняется довольно благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура на нефтяном рынке и рынках металлов;
- возобновился рост потребления населения¹;
- сохраняется рост реальной заработной платы;
- благодаря сезонному снижению цен на отдельные виды продовольствия возник фактор поддержки благосостояния малообеспеченных групп населения;
- возобновился рост в оптовой торговле, что, вероятно, свидетельствует о принципиальной готовности экономики к новой волне роста;
- возник положительный бюджетный импульс.

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%-ый уровень – причём, на фоне глубокого спада инвестиций¹;
- в основной массе гражданских секторов промышленности – стагнация¹ (или спад);
- усиливается спад в сфере инвестиций, особенно в наиболее ценный их компонент – машины и оборудование¹;
- отмечено снижение реальных располагаемых доходов населения (сезонность устранена), что, скорее всего, связано с падением доходов от финансовых активов¹;
- возник заметный импульс инфляции, имеющий, однако, выражено немонетарный характер;

Признаки улучшения:

- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска¹;
- продолжается (медленное) снижение ключевой ставки Банка России¹;
- 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 еще улучшиться¹;
- несколько улучшились оценки населением личного материального положения (оценки положения страны стабилизировались).

Признаки ухудшения:

- возобновился приток конкурирующего импорта на рынки¹;
- в структуре ВВП по доходам наметилось выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (инвестиционного ресурса)¹;
- приняли затаенный характер негативные оценки ситуации в экономике со стороны менеджмента компаний¹;
- нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний находится на запредельно высоком уровне¹.

¹ 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
Индекс потребительских цен		
май 2026	4.6 - 5.0	3.75 - 4.05
январь 2026 (лаг 5 мес)	6.0 - 6.2	3.85 - 4.15
ноябрь 2025 (лаг 7 мес)	5.0 - 5.2	3.8 - 4.1
разница (май - январь)	-1.34	-0.10
разница (май - ноябрь)	-0.34	-0.06
Валовой внутренний продукт		
май 2026	0.5 - 0.8	0.8 - 1.0
январь 2026 (лаг 4 мес)	0.5 - 0.9	1.0 - 1.4
ноябрь 2025 (лаг 7 мес)	0.8 - 1.0	1.0 - 1.4
разница (май - январь)	-0.1	-0.3
разница (май - ноябрь)	-0.3	-0.3
Инвестиции в основной		
май 2026	-2.6 - -2.2	1.5 - 1.9
январь 2026 (лаг 4 мес)	-0.3 - 0.0	0.8 - 1.2
ноябрь 2025 (лаг 7 мес)	0.3 - 0.7	0.8 - 1.2
разница (май - январь)	-2.3	0.7
разница (май - ноябрь)	-2.9	0.7
Потребление населения		
май 2026	1.7 - 2.0	2.3 - 2.5
январь 2026 (лаг 4 мес)	0.8 - 1.0	1.5 - 1.9
ноябрь 2025 (лаг 7 мес)	1.5 - 1.8	1.8 - 2.2
разница (май - январь)	0.9	0.7
разница (май - ноябрь)	0.2	0.4
Уровень безработицы (% рабочей силы)		
май 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 7 мес)	2.5 - 2.8	2.8 - 3.1
разница (май - январь)	-0.5	-0.6
разница (май - ноябрь)	-0.3	-0.3

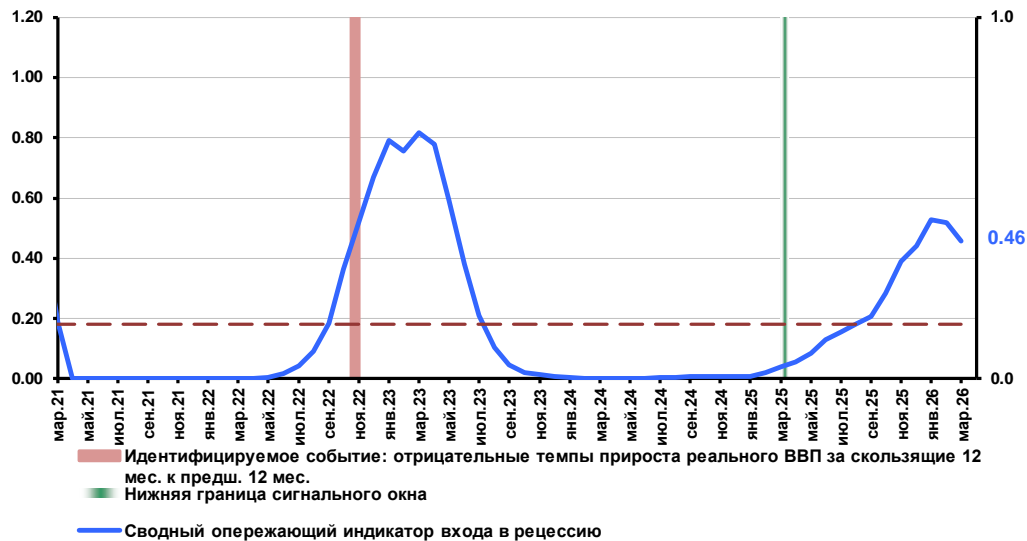
Как уже отмечалось, *параметры макроэкономического прогноза*, в целом, не улучшились – несмотря на очевидное улучшение внешнеэкономической конъюнктуры параметры макроэкономического прогноза почти не улучшились.

Как уже отмечалось, сочетание переукрепленного рубля (снижающего рублевые доходы экспортёров) и, одновременно, все еще высоких процентных ставок почти заблокировало «инвестиционный» контур роста (в текущем году ожидается довольно сильный спад инвестиций, -2.2 - -2.2%).

Рост поддерживается почти исключительно расширением потребления населения (+1.7 - +2.0% в 2026 г.), которое, в очень значительной мере, обеспечивается ростом импорта (а не внутреннего производства).

Отсюда и ожидаемые итоги года - +0.5 – 0.8% ВВП на фоне высоких мировых цен и роста стоимостного объёма экспорта.

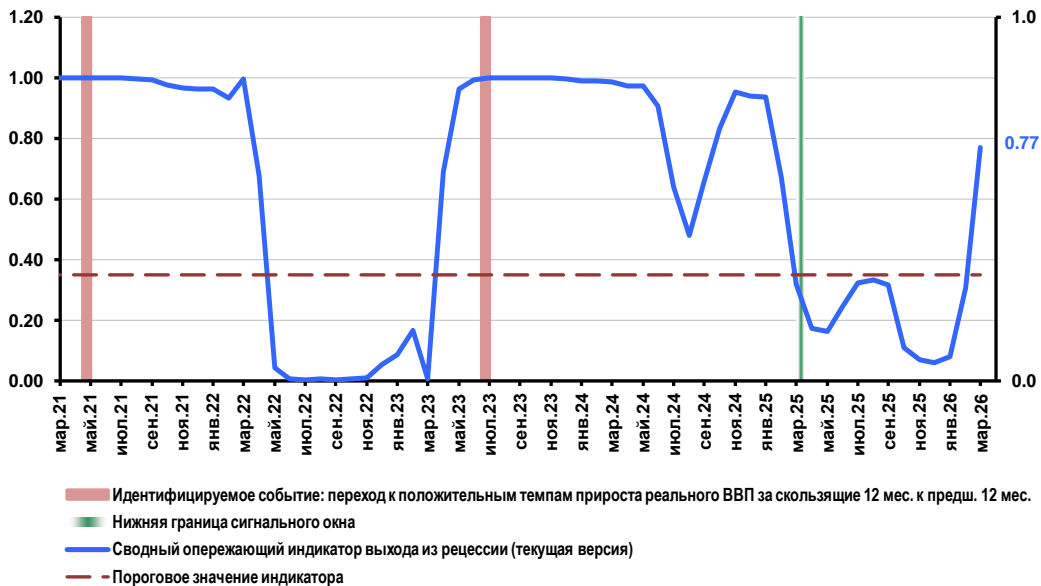
Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в марте снизилось, составив 0.46 (в феврале оно было равно 0.52¹). Однако несмотря на снижение, оно все также находилось заметно выше критического порога (0.18). Это свидетельствует о том, что СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте скользящего года (до июля 2026 г. включительно) российская экономика может войти в рецессию. При этом для того, чтобы данное событие реализовалось, снижение физического объема ВВП к аналогичному периоду прошлого года должно составить 1.5% во втором квартале 2026 г.

Снижению значения СОИ входа в рецессию способствовало поведение ряда частных индикаторов, входящих в его состав:

- снижение уровня (усредненных за скользящий год) ставок отечественного денежного рынка;
- улучшение сводного опережающего индикатора OECD по США, отражающего позитивные ожидания относительно экономической активности в США;
- позитивное влияние инерционного фактора (небольшое увеличение темпа прироста физического объема ВВП за скользящий год).

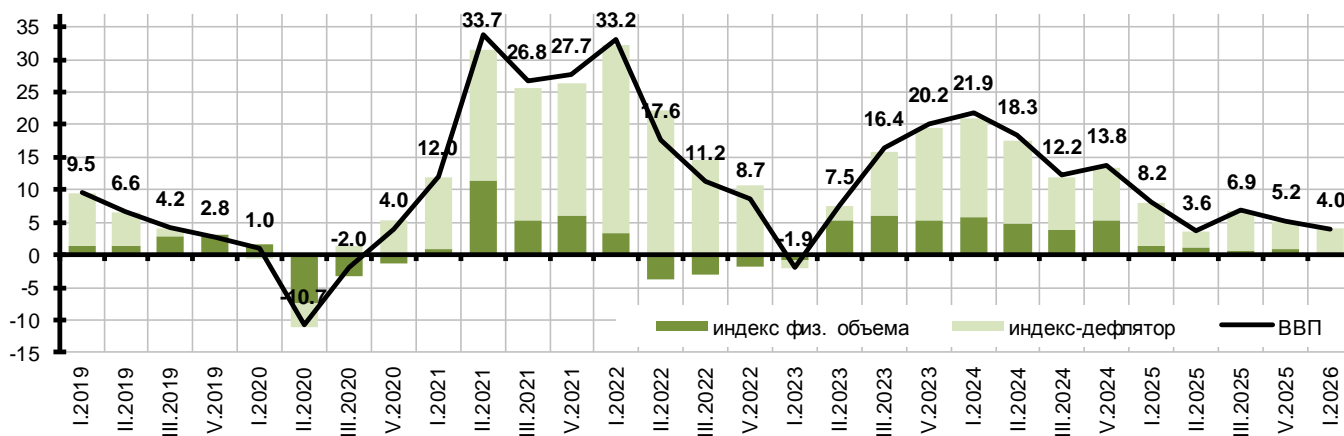


Значение *опережающего индикатора (СОИ) выхода российской экономики из рецессии* в марте взлетело до 0.77 (месяцем ранее оно было равно 0.31²) и оказалось существенно выше критического порога (0.35). Это говорит о том, что СОИ перестал подавать сигнал о том, что приближающаяся рецессия может оказаться затяжной. Соответственно, если рецессия возникнет, то она продлится менее двенадцати месяцев.

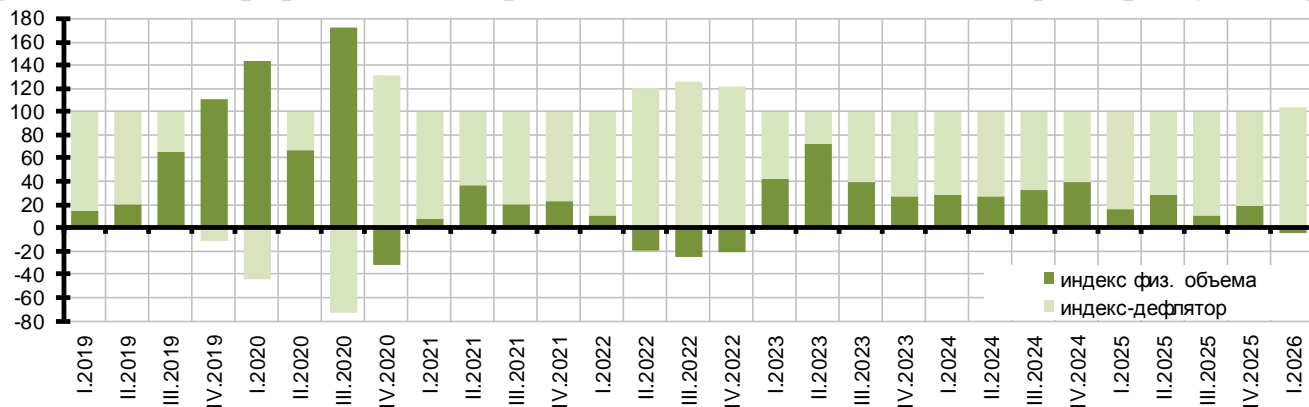
^{1,2} Значения обоих СОИ за предшествующие периоды были уточнены в связи с обновлением статистики.

Динамика ВВП в текущих ценах, индекс физического объема и индекс-дефлятор¹

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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

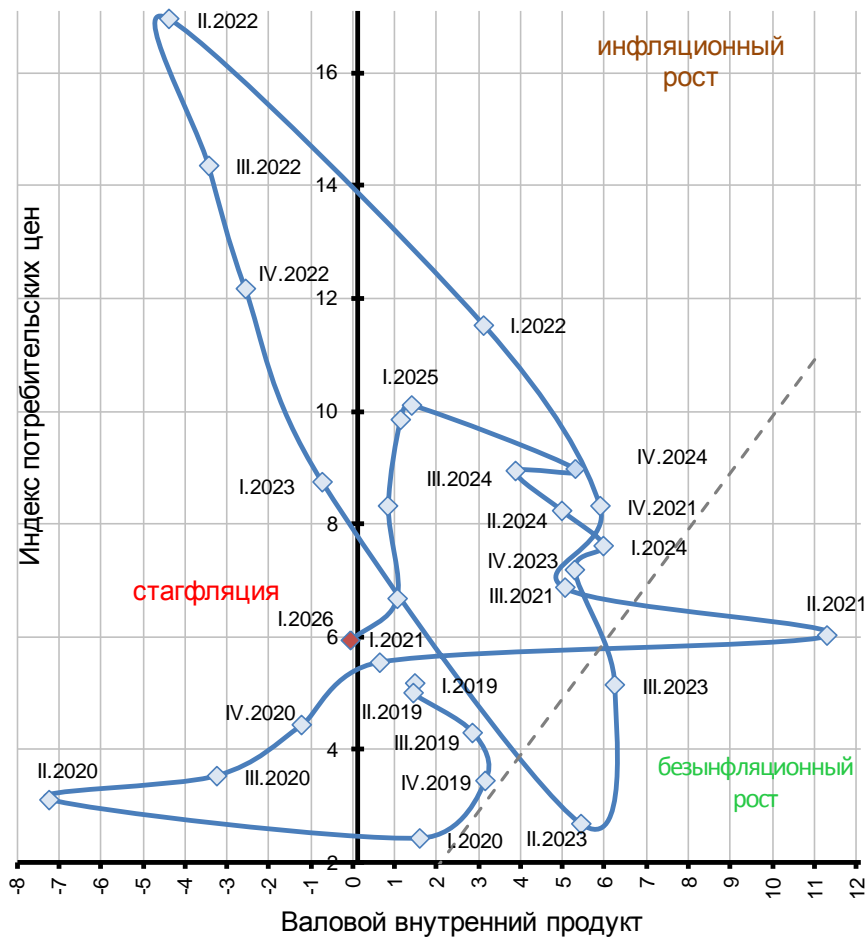


В IV кв. на уровне экономики в целом соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска незначительно улучшилось, оставаясь, в целом, неблагоприятным: на фоне общего падения темпов роста экономики в рост физобъёма стала уходить несколько большая доля расширения спроса (а в прирост дефлятора,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

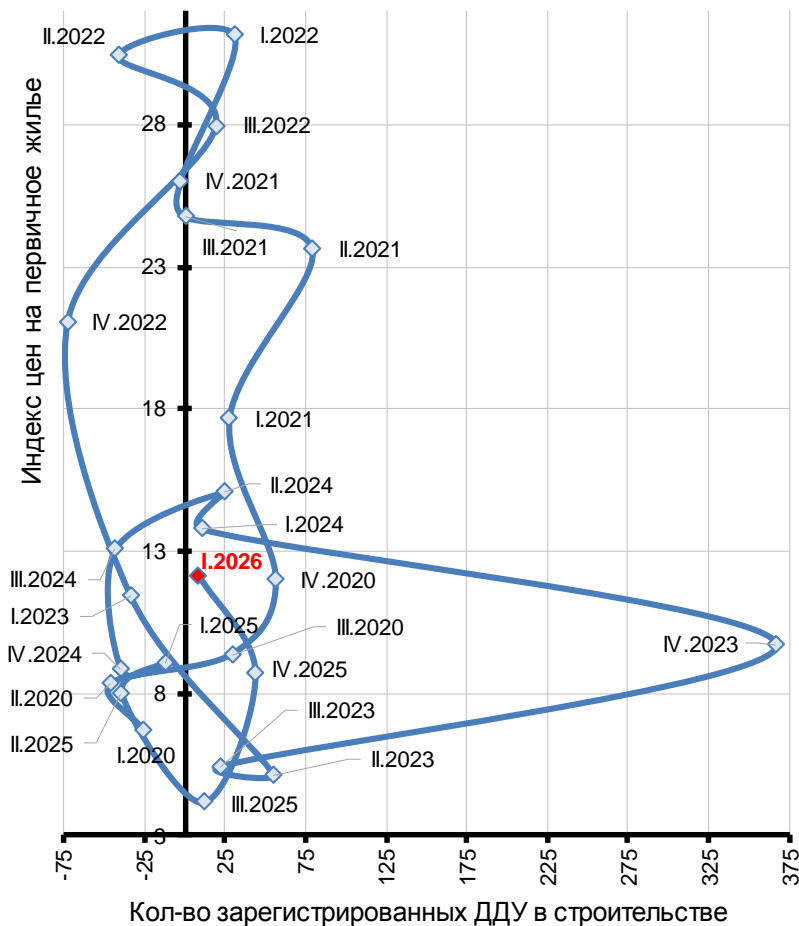
Подчеркнем, что выводы здесь надо делать осторожно из-за крайне низкого качества данных о дефляторах.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных;

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



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



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 I кв. ситуация, к сожалению, стала хуже: на фоне довольно заметного роста цен количество заключенных сделок почти перестало расти (тем самым отрасль вновь подошла к границе ситуации, в которой была в конце 2024 и начале 2025 гг).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

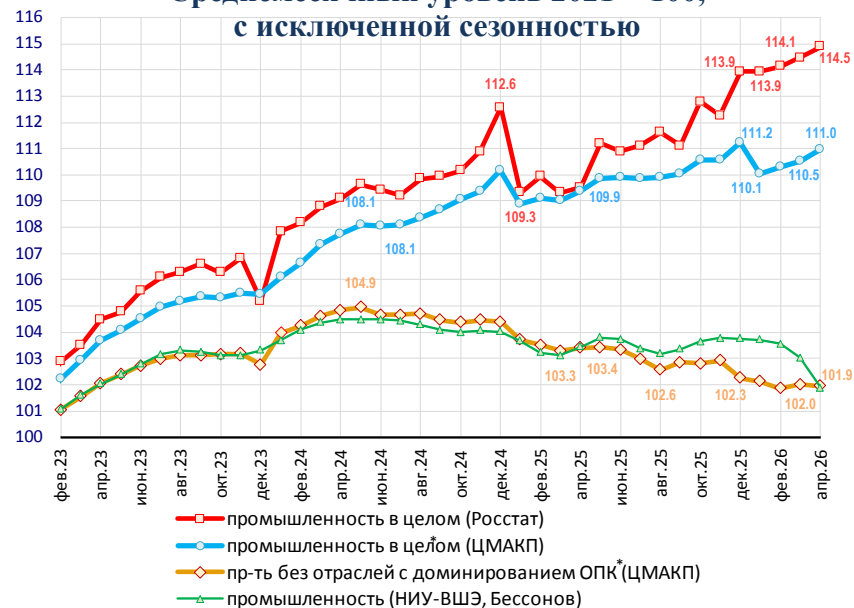
Динамика промышленного производства

Темпы прироста к предыдущему месяцу,
сезонность устранена, %

	IV кв. 2025	I кв. 2026	февраль 2026	март 2026	апрель 2026
Промышленное производство					
данные Росстата	0.8	0.2	0.2	0.3	0.4
оценка ЦМАКП	0.4	-0.2	0.2	0.2	0.4
Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	0.0
Обрабатывающие производства	0.9	-0.5	0.3	0.6	0.5
Производство пищевых продуктов	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0
Сырьевые производства	0.0	-0.9	-0.9	-0.5	0.3
Производство нефтепродуктов	0.0	-0.2	-0.8	0.6	-3.6
Товары инвестиционного спроса	0.1	-1.6	-0.8	0.8	1.4
Производство ТДП	0.0	1.0	1.6	-0.6	1.0
Производство непродовольственных товаров повседневного спроса	0.7	0.2	0.5	1.1	0.1
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.2	0.0	0.1	-1.0	0.3

В оценках направленности изменения *объёмов промышленного производства* от разных организаций продолжает сохраняться расхождение, возникшее ещё в начале года. По данным Росстата, после подскока в декабре и паузы в январе, в феврале-апреле объём производства продолжил увеличиваться (на 0.3% в месяц). В результате в апреле он составил 101.7% от среднемесячного уровня IV кв. 2025 г. (здесь и далее оценки, с устранением сезонного и календарного факторов). Индекс производства к апрелю 2025 г. (СППГ) составил 101.9%. По оценке ЦМАКП, после небольшого увеличения в декабре произошла отрицательная коррекция, и в последние три месяца наблюдается лишь некоторое восстановление. В апреле выпуск оценивается в 100.2% от уровня IV кв. и в 101.5% от уровня годовой давности.

Среднемесячный уровень 2021 = 100,
с исключенной сезонностью

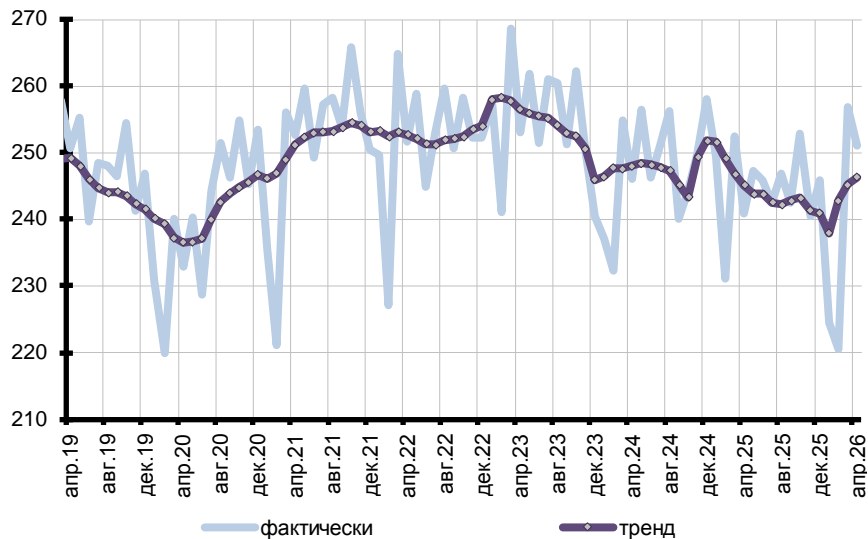


* промышленность за вычетом: производства готовых металлоизделий, не включенных в другие группировки; компьютеров, электронных и оптических изделий; летательных аппаратов; прочих транспортных средств, не включенных в другие группировки

Динамика в транспортно-логистических отраслях

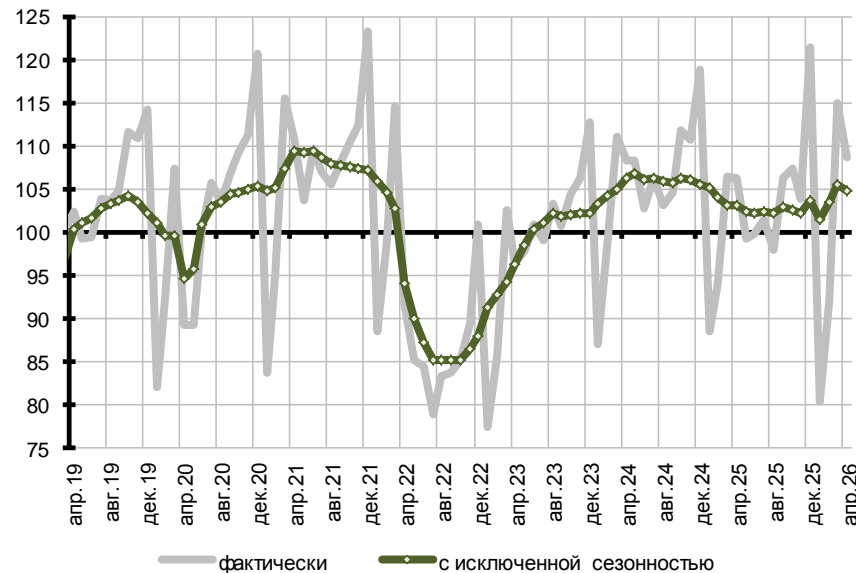
Грузооборот транспорта

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



Оборот оптовой торговли

(% к среднемесячному значению 2018 г.)

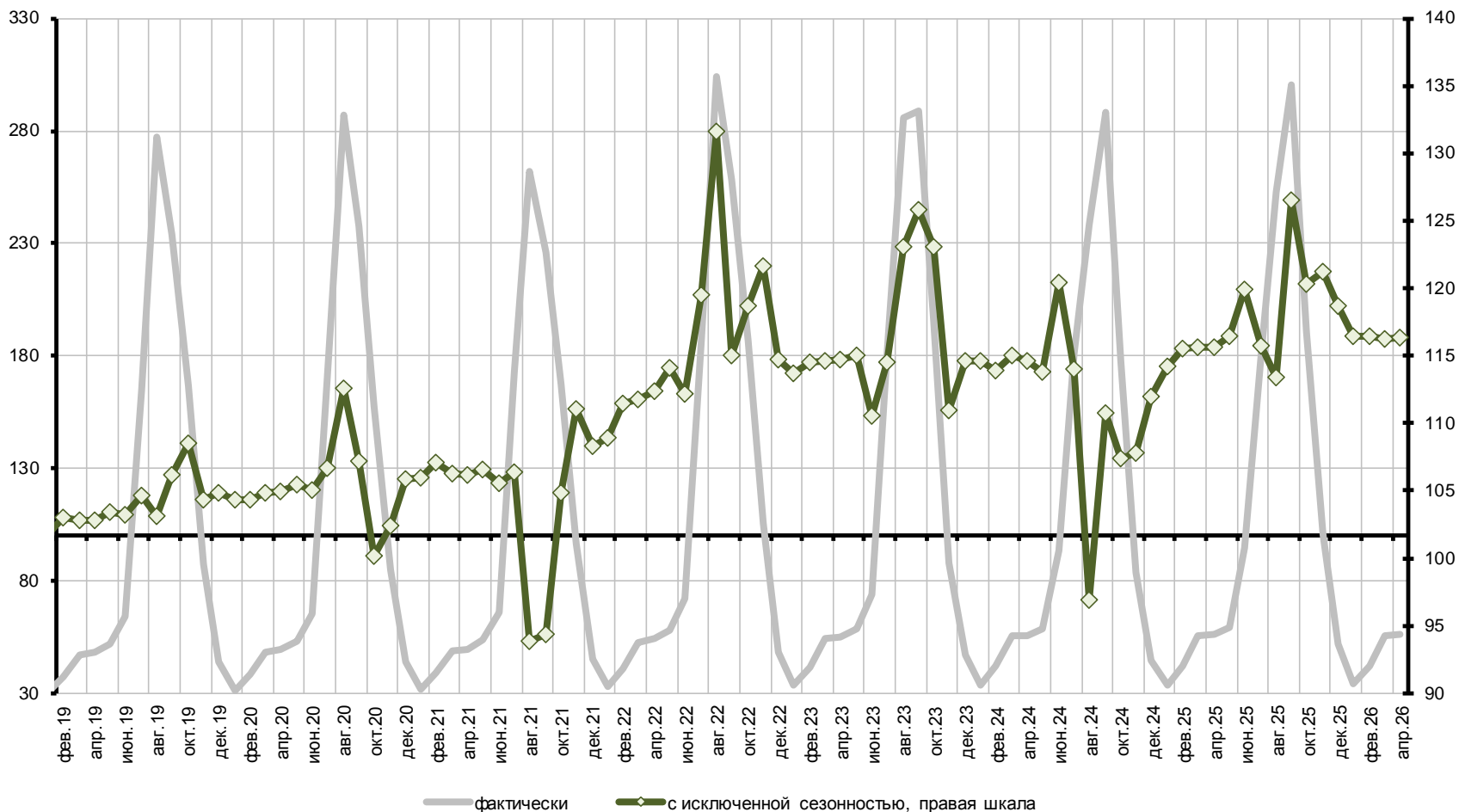


Грузооборот транспорта (без учета морского и трубопроводного) – косвенный показатель экономической активности – в последние месяцы неустойчив. После проседания до рекордно низких за последние 5 лет значений в конце прошлого-начале текущего года, с февраля отмечалось его некоторое восстановление, с торможением в апреле. Фактором восстановления, по всей видимости, является кризис вокруг Ормузского пролива, обусловивший рост цен и оживление внешнего спроса на ряд сырьевых товаров. Впрочем, апрельский уровень не является высоким (примерно соответствует (-0.5%) среднемесячному уровню 2024 г.).

Оборот оптовой торговли – косвенный индикатор активности формирования запасов в производстве и торговле, в апреле чуть снизился (действие сезонного фактора устранено). Впрочем, он остаётся на очень высоком уровне, и это даёт надежду, что новый бизнес-цикл все же начинается.

¹ является косвенным индикатором экономической активности; в предыдущих версиях мониторинга исключался только трубопроводный транспорт

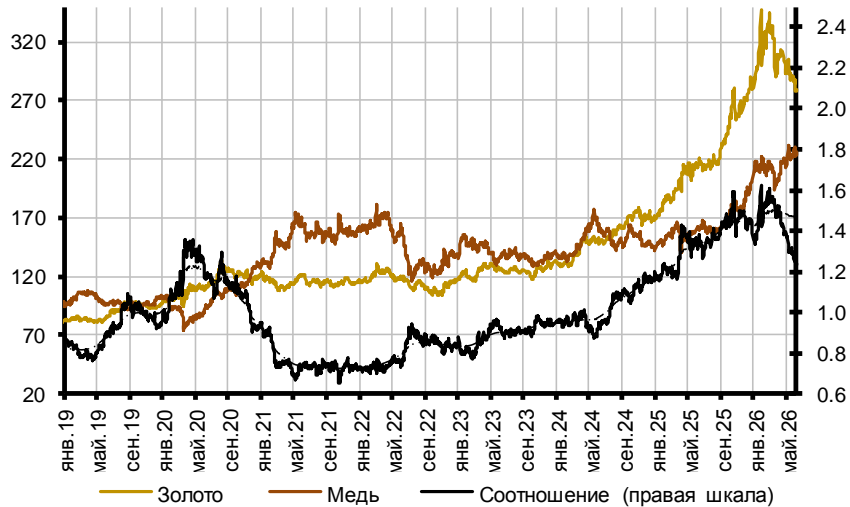
Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



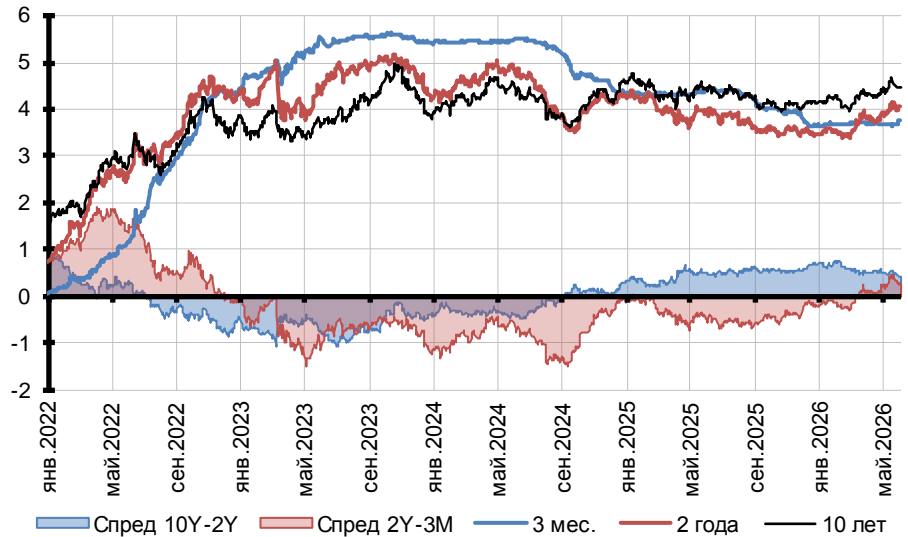
Выпуск в сельском хозяйстве, по состоянию на апрель остаётся стабильным (действие сезонного фактора устранено), Впрочем, как уже отмечалось, итоги сельскохозяйственного года формируются за июнь-октябрь, и именно этот период даст ответ, каков будет вклад сельского хозяйства в итоги года.

Индикаторы рисков в мировой экономике

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



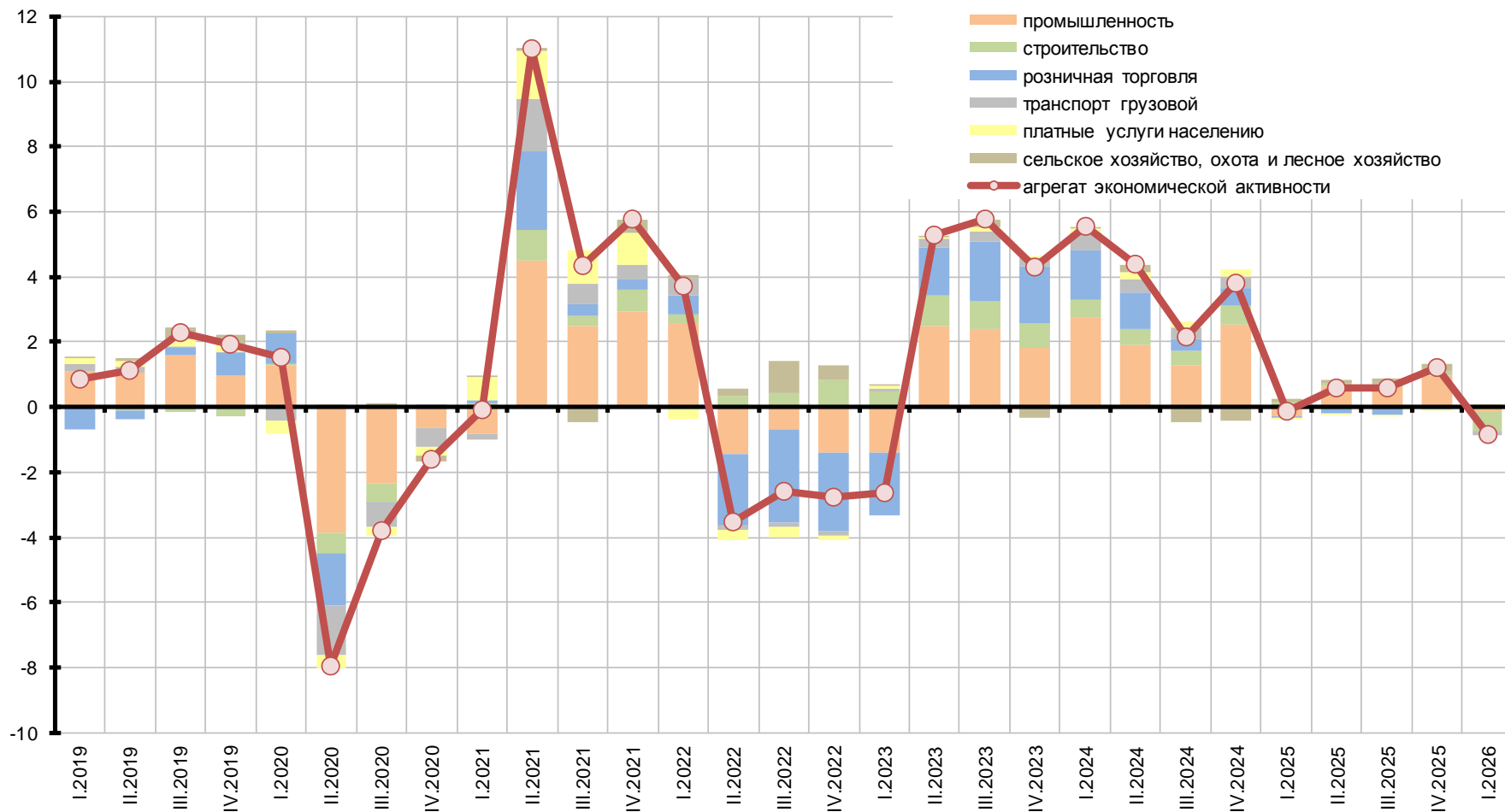
Оценки рисков рецессии в США (доходности казначейских бумаг США, % годовых)



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.

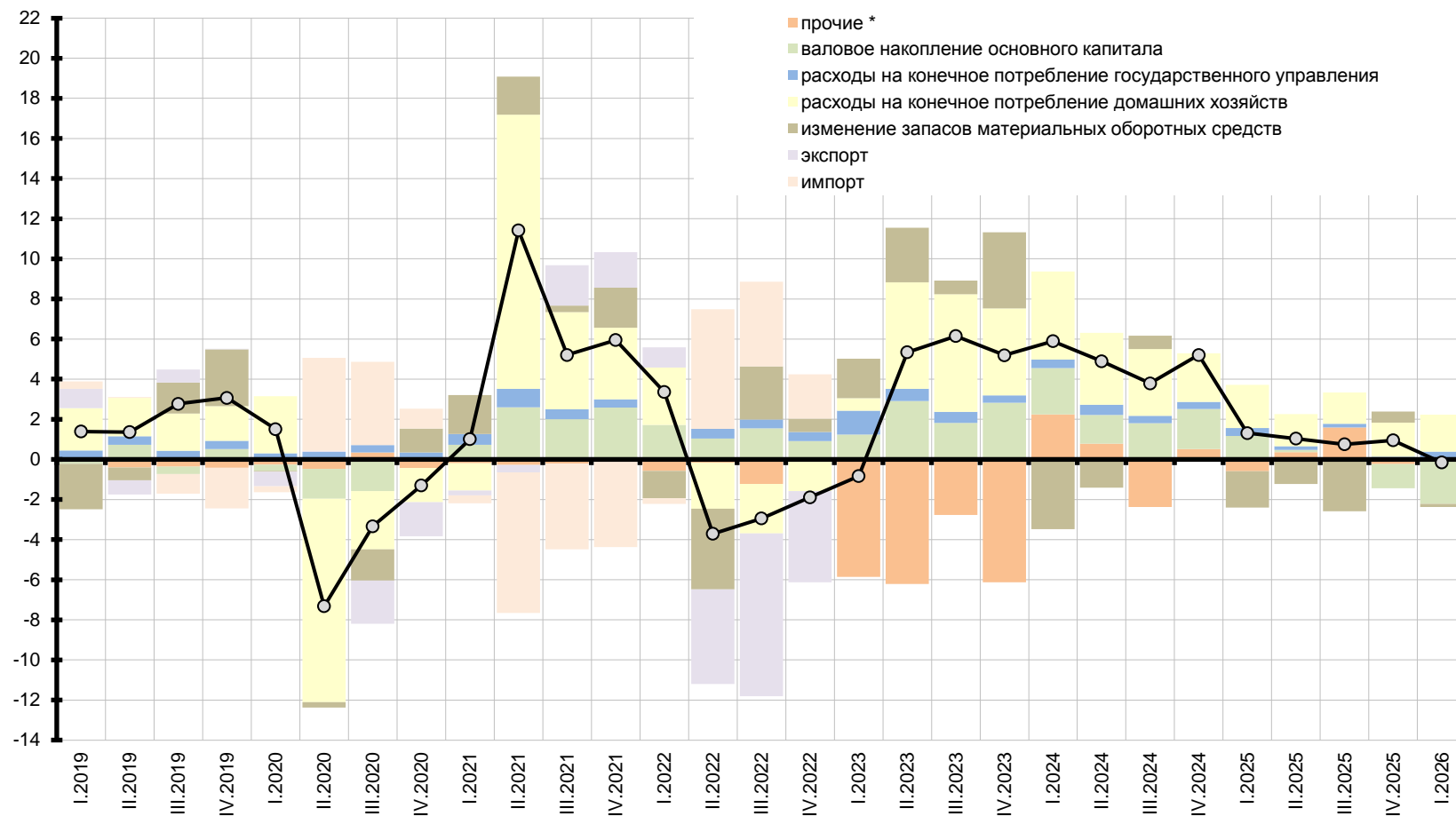
К началу июня кривая доходностей на рынке казначейских бумаг США продолжила возвращаться к нормальному состоянию (риски и, соответственно, доходности по долгосрочным бумагам выше, чем по краткосрочным), главным образом, за счет сохранения доходностей на коротком участке кривой на более низком уровне. Спред 2Y-3M продолжает расти в положительной зоне (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)¹



Структура факторов производства в I кв. 2026 г. (в годовом измерении – за скользящий год) отражает баланс факторов, теперь уже спада, а не роста: практически весь он сосредоточен в строительстве, в остальных отраслях – стагнация (выраженных зон роста нет).

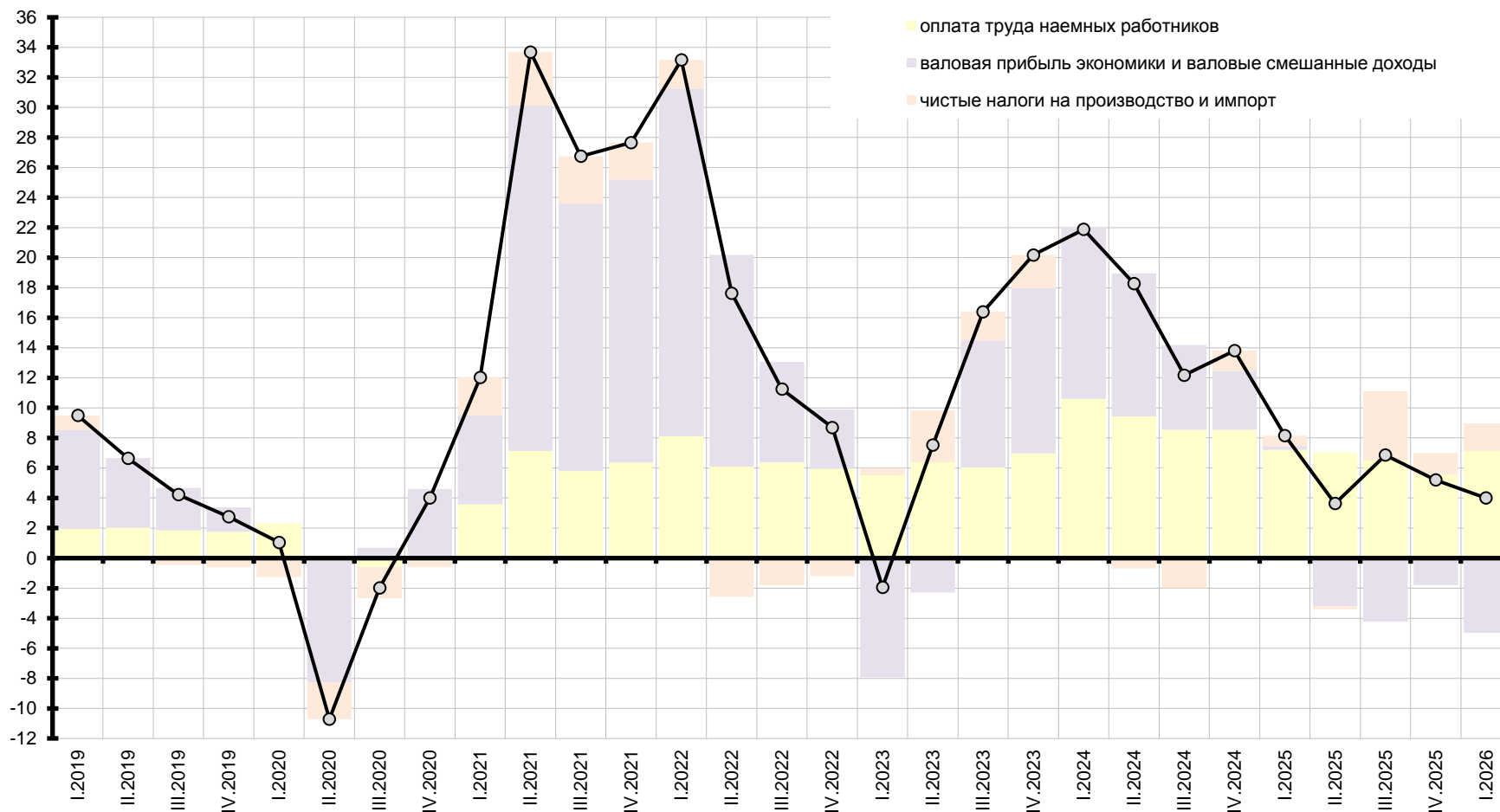
Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)¹



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

Баланс компонентов конечного спроса в I кв. определялся дошедшим до предела сочетанием двух, уже сформировавшихся ранее тенденцией: с одной стороны, сохраняющегося интенсивного роста потребления населения, с другой – быстрого сжатия накопления основного капитала (именно этот «сбой» в инвестиционном процессе и породил спад ВВП, в итоге). Как будет развиваться ситуация во II кв., когда добавился фактор благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, способный дать, как минимум, дополнительный импульс спросу – покажет время.

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

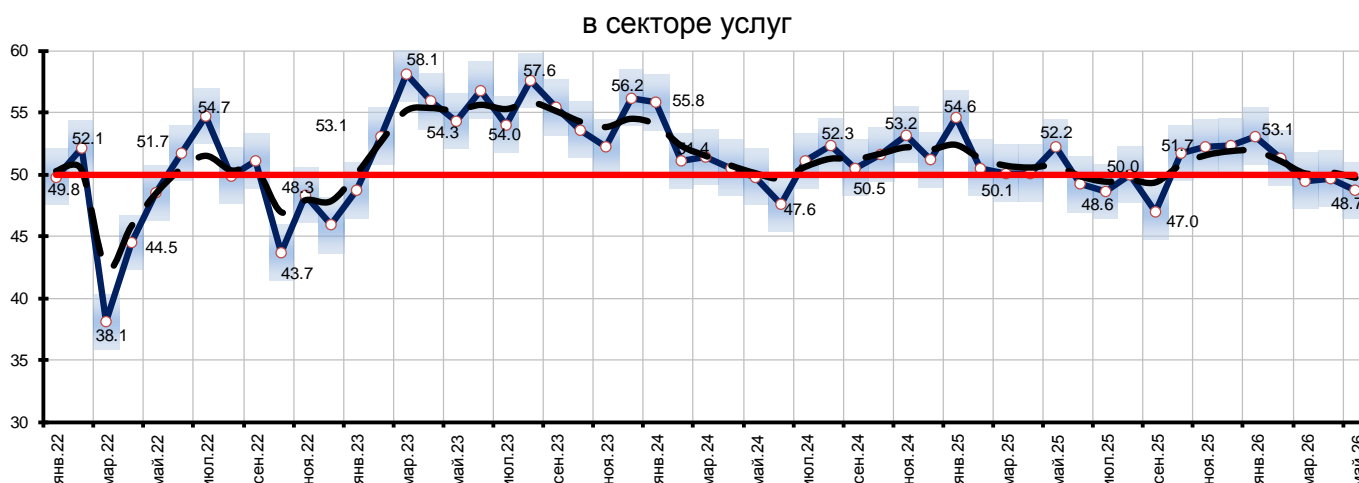
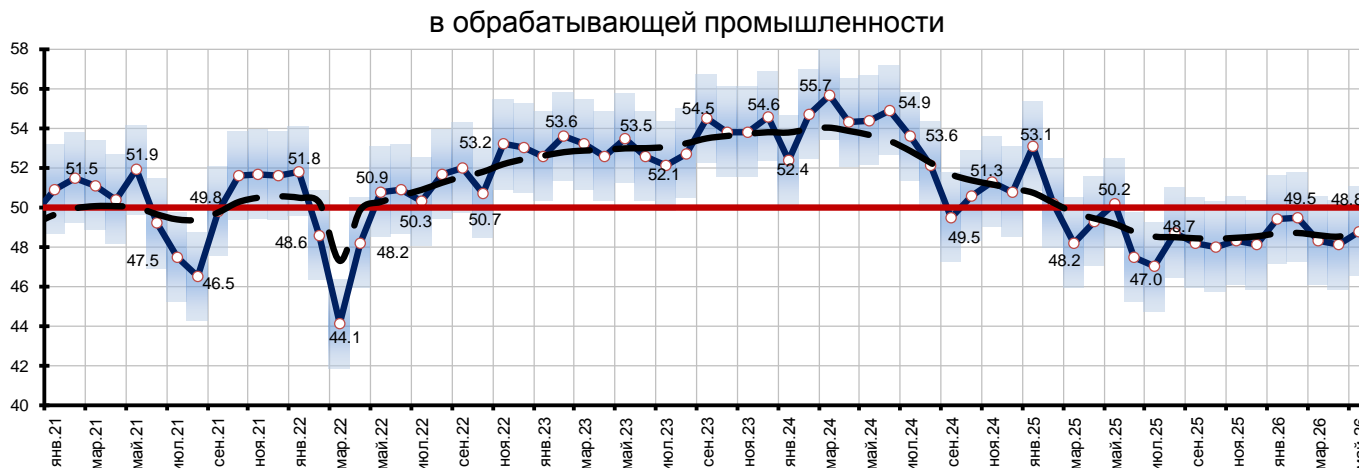


¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать методологических проблем, связанных с дефлированием отдельных компонентов ВВП по доходам; в силу этого результирующая динамика ВВП (в данном случае – в текущих ценах) не соответствует, естественно, динамике реального ВВП на других графиках

В I кв. в структуре *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год») сохранились прежние тенденции: ускоренный рост оплаты труда наемных работников в сочетании с падением (уже целый «скользящий год») основного инвестиционного ресурса экономики – валовой прибыли.

Оценки ситуации и поведение компаний в обрабатывающей промышленности и сервисных компаниях

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

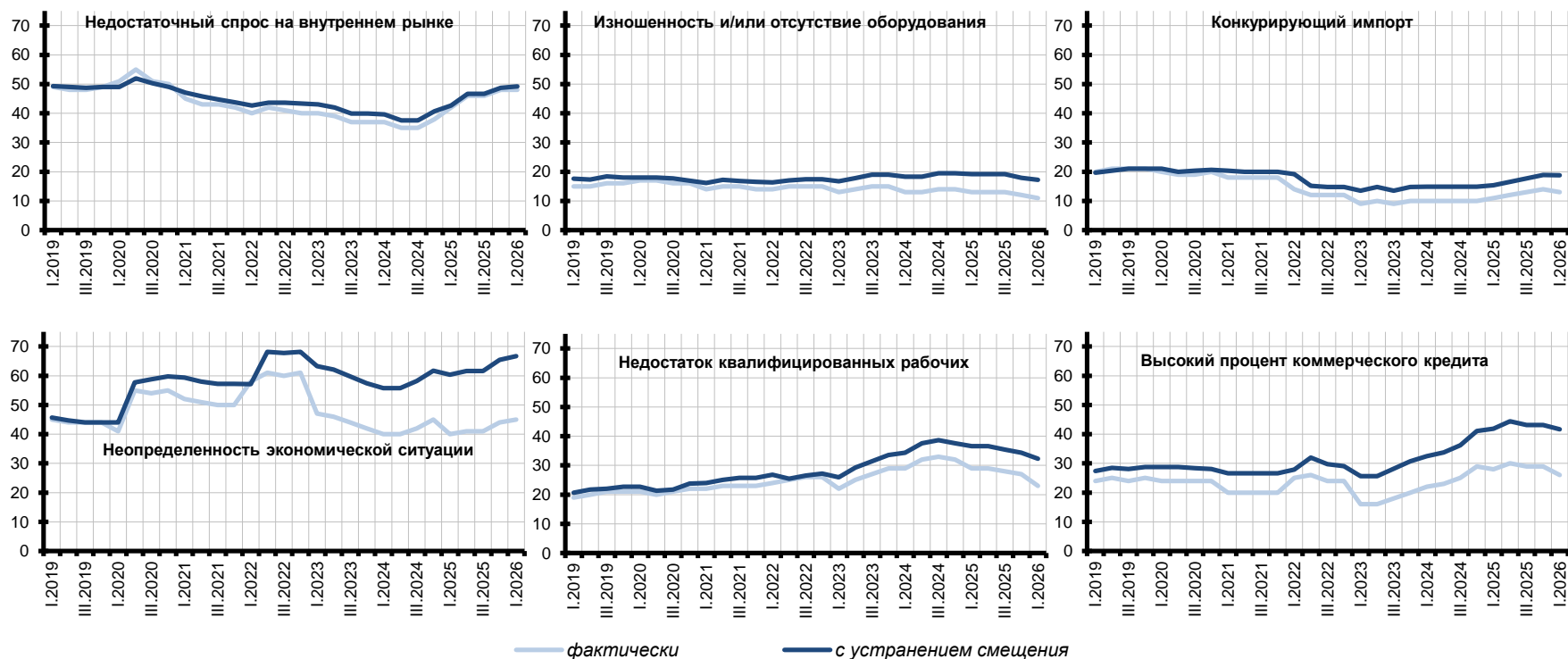


В мае сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей чуть-чуть повысился, но все равно остаётся в «зоне негативных оценок» (менее 50%). Как уже отмечалось, проблема даже не в масштабах «негатива» (падения ниже уровня границы в 50%), оно очень невелико – проблема в том, что период этого падения (практически – с весны 2025 г., после повышения ключевой ставки) беспрецедентно затянулся – и сама эта длительность становится фактором, влияющим на инвестиционную (и, шире, бизнес-) активность компаний.

Индекс PMI в сервисных отраслях закрепился на уровне чуть-чуть ниже 50%. Пока ничего особенно плохого, но закрепился он все же в негативной зоне

Оценки ситуации и поведение компаний¹

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



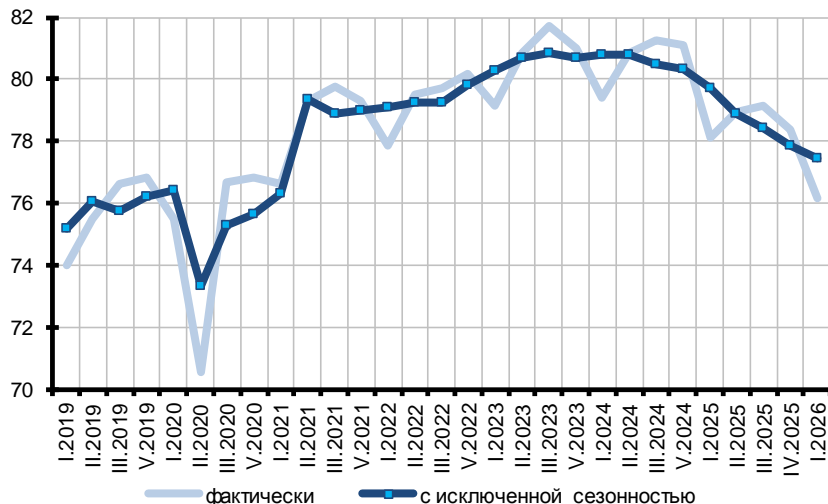
- Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях в I кв. сохраняются ранее сложившиеся тенденции:
- наиболее значимым ограничением остается неопределённость экономической ситуации (около 70% значимости с тенденцией к росту, здесь и далее – с устранением методологических ошибок);
 - вторыми 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.

¹ Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата. Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka_2024-10-24-1.pdf; в нынешней версии мониторинга методика несколько уточнена

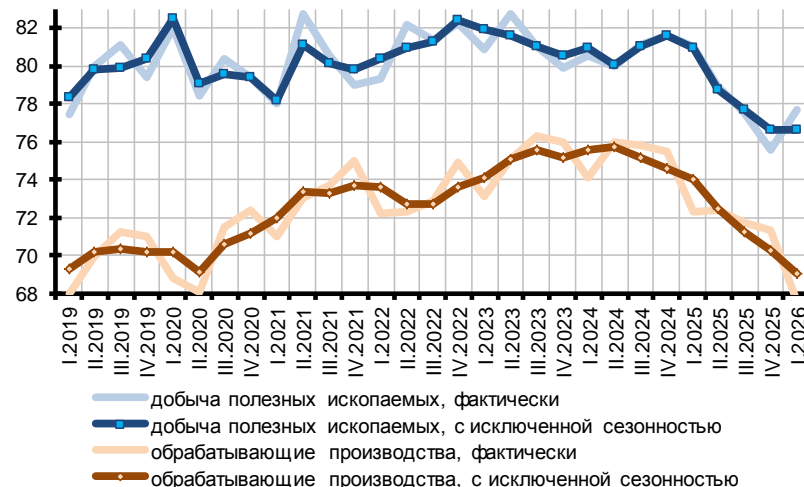
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

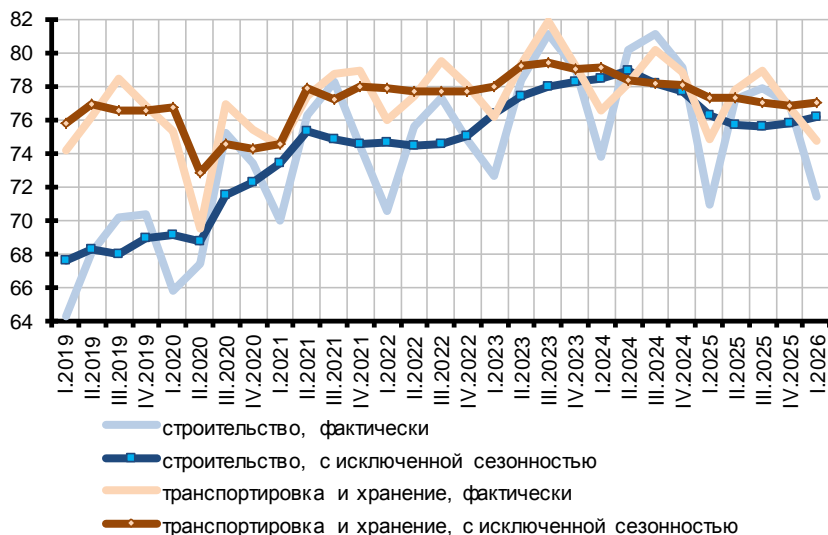
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в 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:

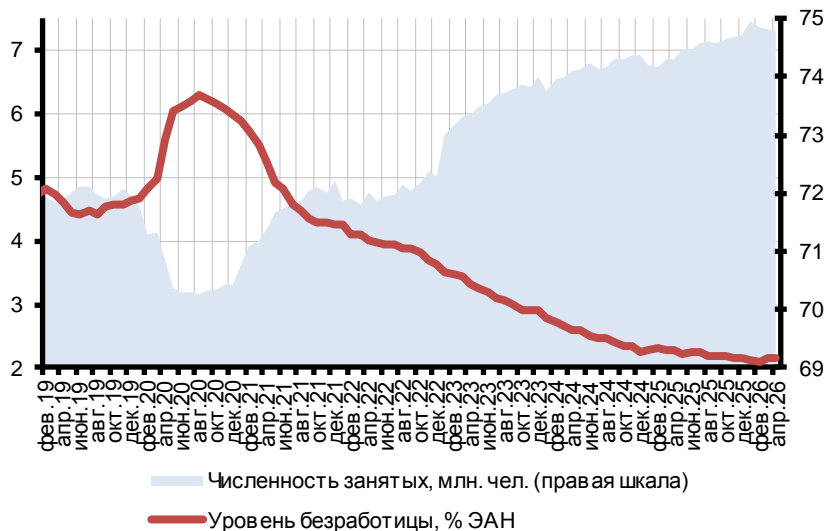
- в добыче полезных ископаемых, с учётом новых реалий на мировом рынке, уровень загрузки стабилизировался, правда, на исторически низком уровне;
- в обрабатывающей промышленности уровень загрузки *быстро* падает, уже до 69% (сезонность устранена). «В целом по обработке», где ситуация очень разная, от высоко загруженной «оборонки» до проблемных инвестиционных отраслей – вопрос дефицита мощностей, похоже, не стоит;
- 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).

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

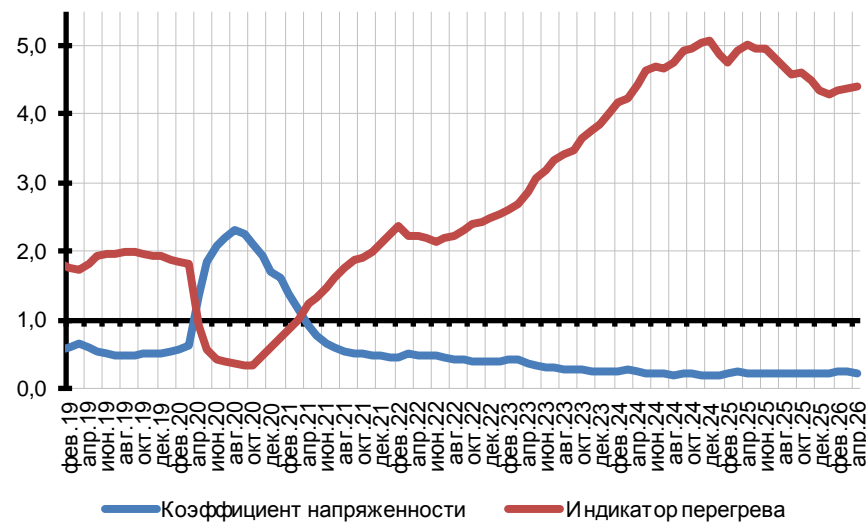
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена

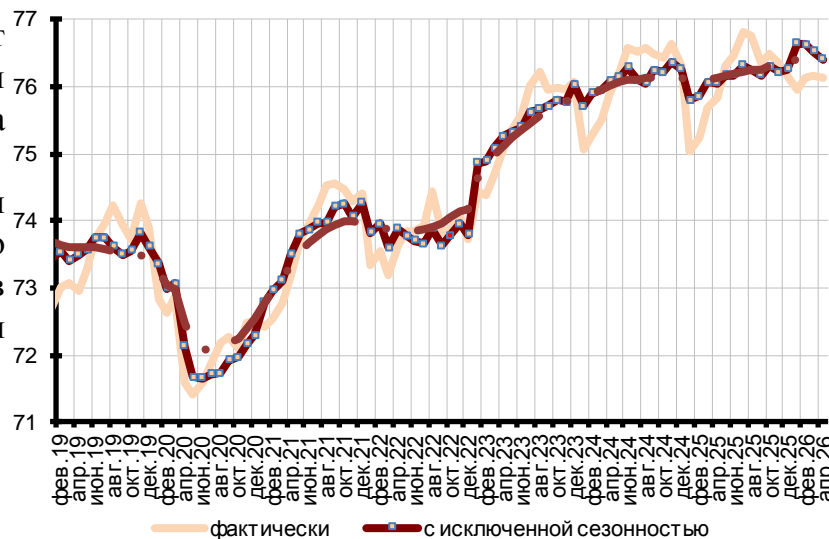


Коэффициент напряженности по безработице и индикатор перегрева на рынке труда,¹ сезонность устранена



На рынке труда в апреле ситуация, по сути, не изменилась. *Безработица* стабилизировалась вблизи минимального уровня (чуть-чуть повысилась, почти на грани различимого; сезонность устранена). *Спрос на труд* (с устранением действия сезонного фактора) продолжает довольно заметно снижаться, хотя и остаётся пока на исторически высоком уровне. Ранее драйвером этого процесса являлось снижение числа вакансий, сейчас, вероятно – лёгкое повышение безработицы. *Индикатор перегрева* на рынке труда довольно длительное время понижался, но сейчас стабилизировался - на понизившемся, но довольно высоком уровне. Возможно, это отражение структурных сдвигов в экономике: есть необходимый уровень «вакансионной» активности компаний, обеспечивающий эти сдвиги.

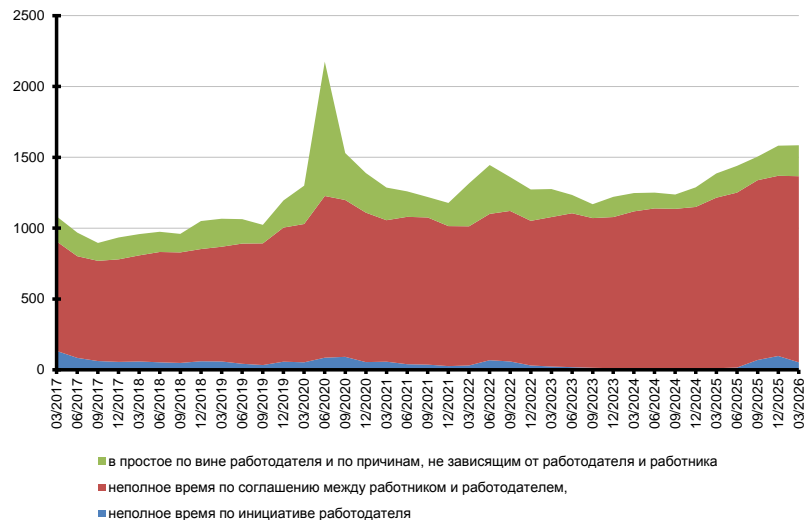
Совокупный спрос на труд в российской экономике (численность занятых+ вакансии, млн. чел.)



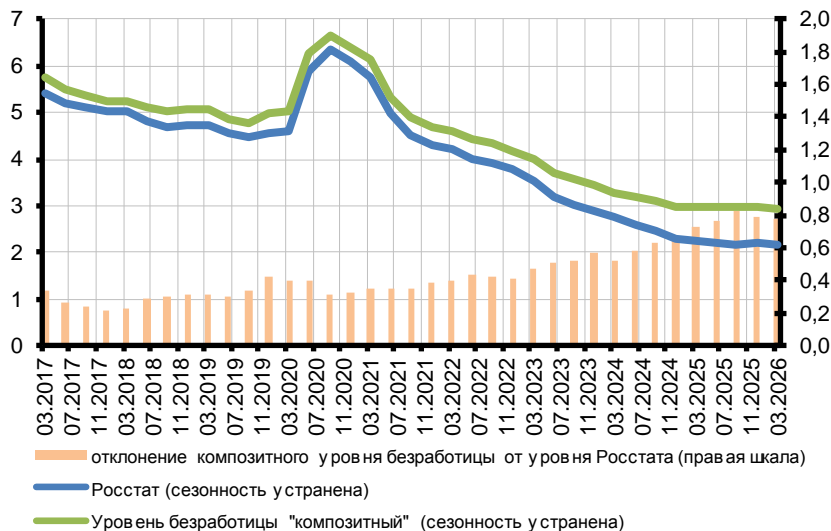
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию. Индикатор перегрева на рынке труда – количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах службы занятости

Численность занятых, находящихся в уязвимом положении¹

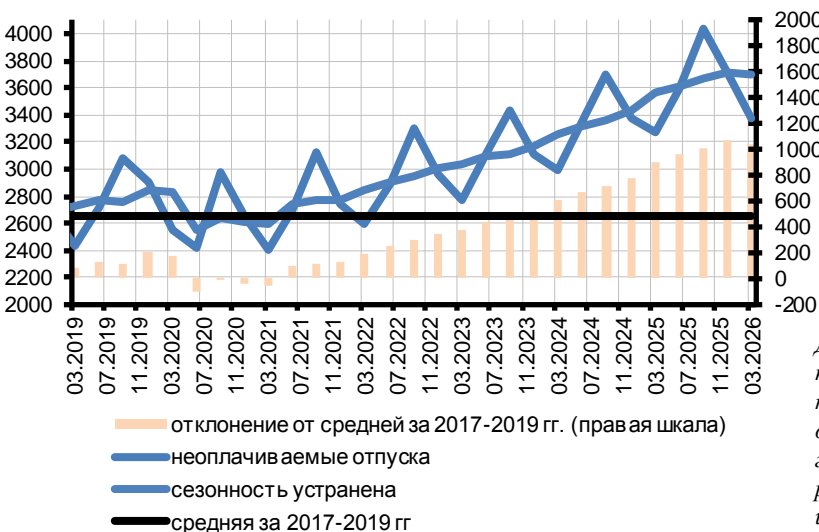
Численность работников, занятых неполное рабочее время (тыс. чел.)



Уровень «композитной» безработицы, % ЭАН



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



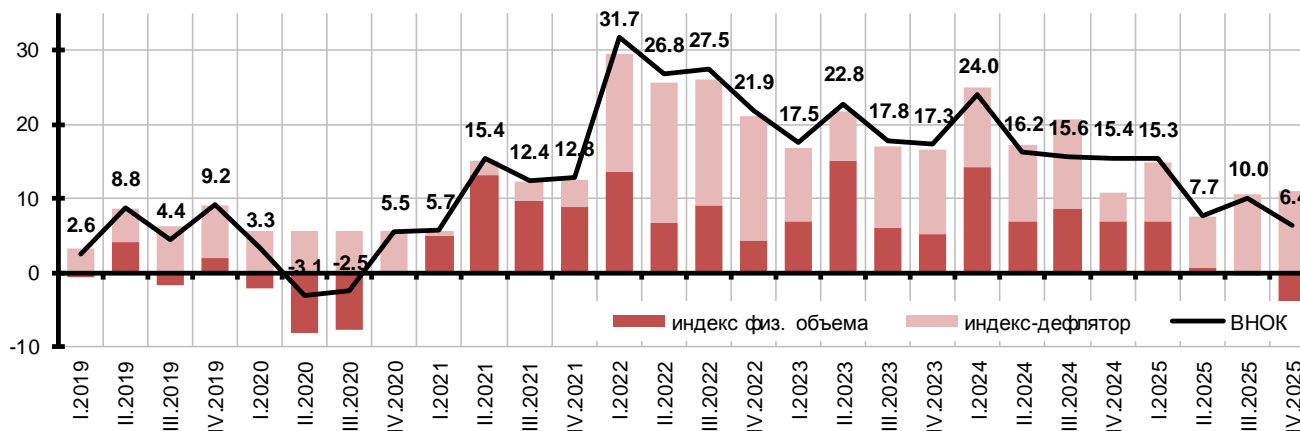
Несмотря на исторически рекордно низкие уровни безработицы, по состоянию на I кв. 2026 г., численность работников, находящихся в уязвимом положении на рынке труда против ожиданий, не снизилась. «Против ожиданий» – потому что начало года принесло явное облегчение ситуации в автопроме (ранее – важном очаге простоев и вынужденных отпусков). Но, к сожалению, дополнительные негативные факторы, очевидно, скомпенсировали это улучшение.

Как уже отмечалось, «снижение уровня фактической загрузки рабочей силы происходит параллельно со снижением загрузки производственных мощностей». Таким образом, имеет место не «выход из перегрева» (которого, в целом и не было), а постепенно нарастающий дефицит спроса.

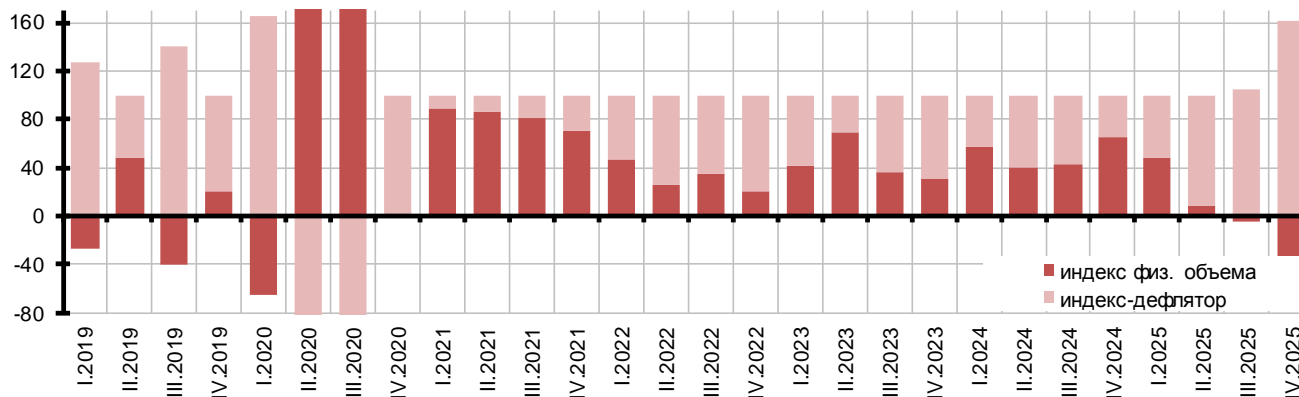
Для отслеживания скрытой безработицы строится композитный уровень безработицы, который помимо численности безработных по методологии МОТ включает в себя с понижающими коэффициентами все категории работников, работавших неполное рабочее время (для тех, кто имел отпуска без сохранения заработной платы, 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-дефлятора¹

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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



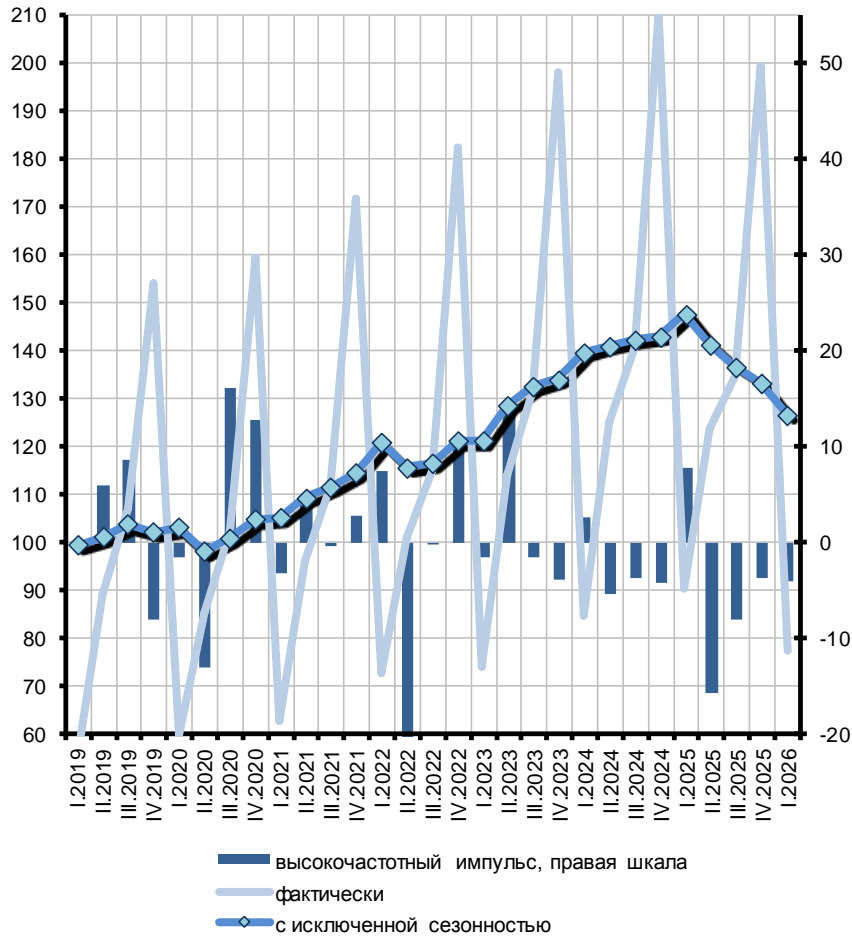
В IV кв. в инвестиционной сфере ситуация с *трансмиссией спроса в рост накопления капитала* остаётся негативной: увеличение спроса транслировалось исключительно в повышение дефлятора, на фоне снижения физобъёма.

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.

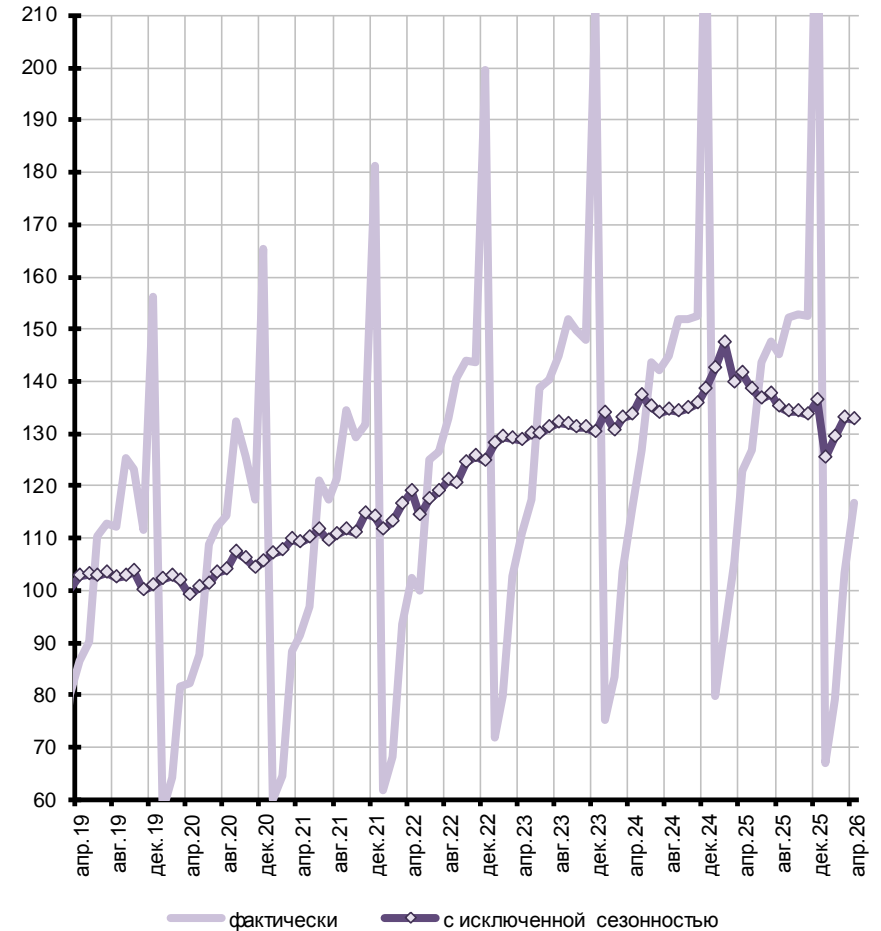
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)

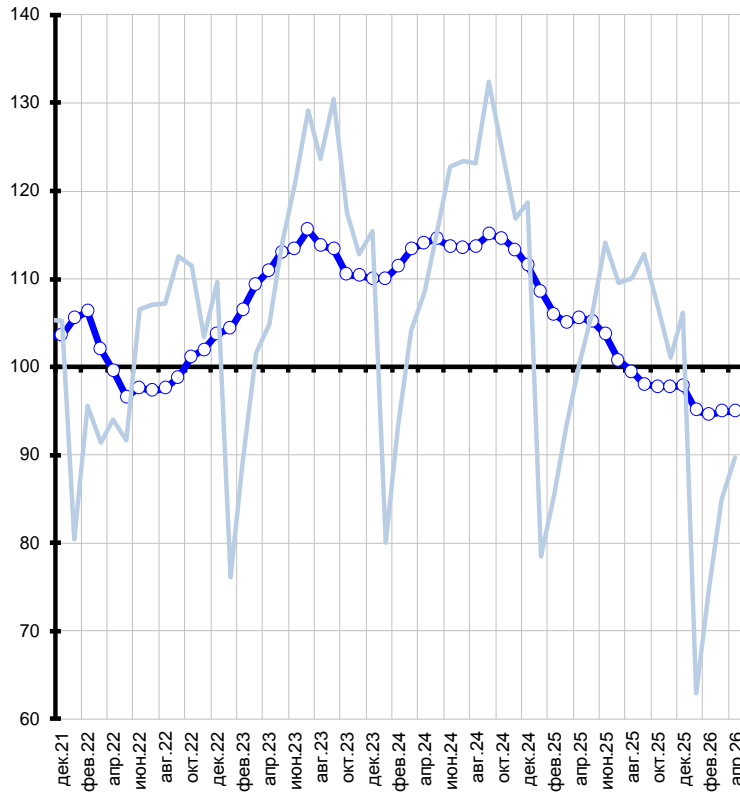


В I кв. *инвестиции в основной капитал* вновь снизились (III кв.: -1.9%, IV кв.: -1.0%, I кв.: -5.0%, сезонность устранена). Такие итоги квартала вполне понятны: сочетание «старого» (высокая «стоимость денег»; укрепление рубля; общая неустойчивость экономической конъюнктуры) и нового (реформа НДС), естественно, повело ко сбою инвестиций. Вопрос в том, удастся ли перезапустить инвестиционный цикл в условиях, когда адаптация к НДС прошла (что видно по динамике оптовой торговли), ключевая ставка снижается, а в экономику идет приток конъюнктурных доходов.

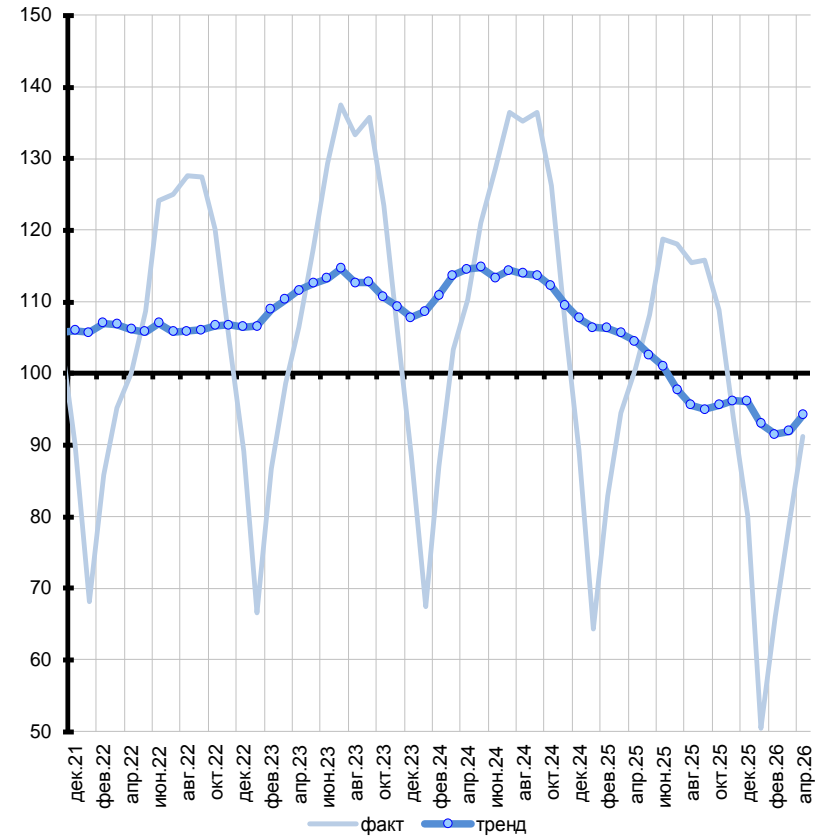
В *строительстве* в апреле ситуация чуть ухудшилась – так что посткризисный отскок, похоже, исчерпан (январь: -8.2%, февраль: +3.3%, март: +2.9%, апрель: -0.2%, сезонность устранена). Как будет развиваться ситуация дальше, с учетом постепенного «перетока» средств из депозитов населения в недвижимость – покажут ближайшие месяцы.

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

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



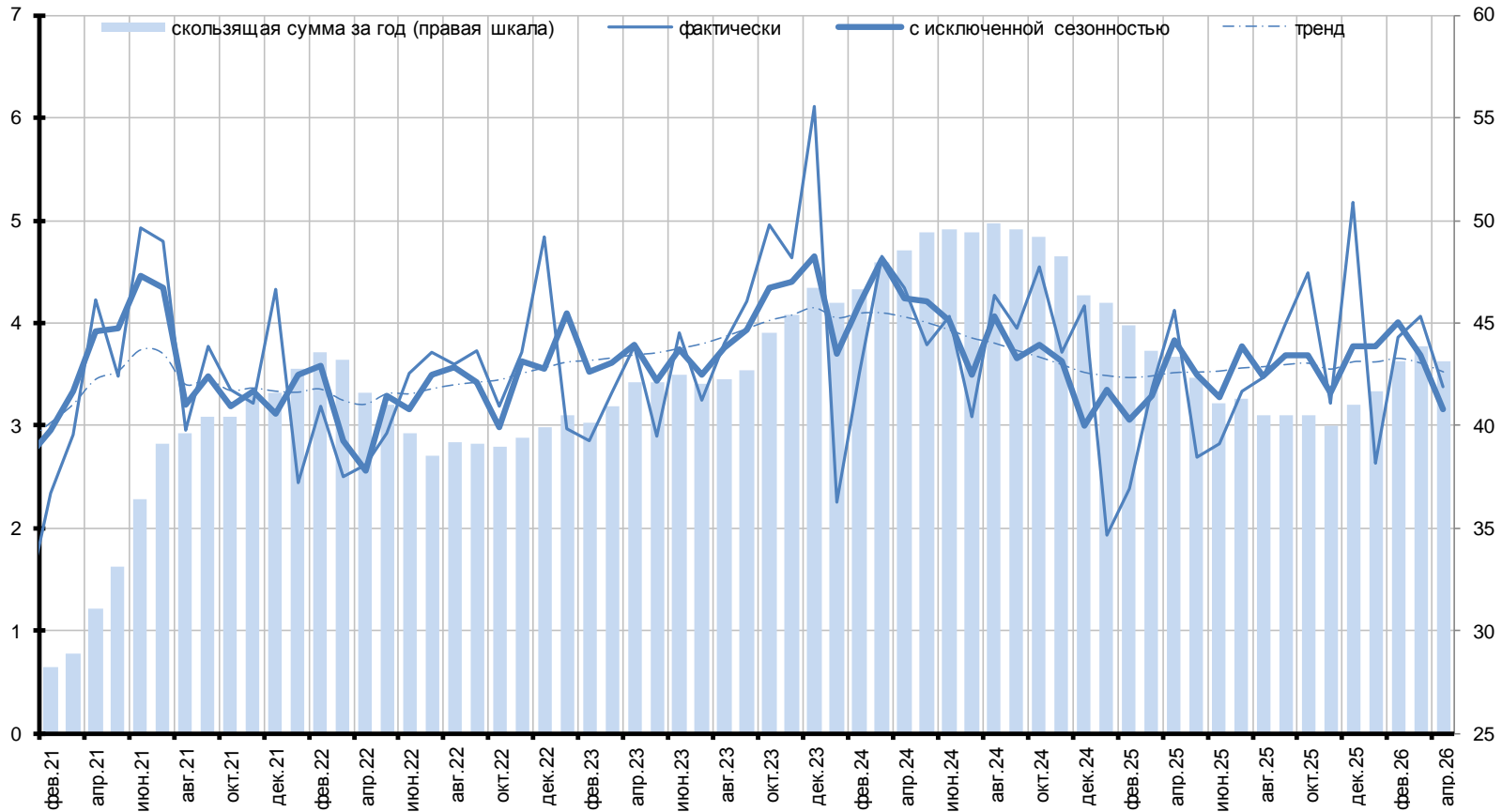
Предложение стройматериалов



Инвестиционная активность (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ) в апреле по сравнению с уровнем I квартала изменилась незначительно (с поправкой на сезонность).

По отдельным компонентам индекса в апреле отмечено разнонаправленное изменение: если *предложение базовых стройматериалов* несколько возросло (впрочем, так и не восстановившись до уровня конца прошлого года), то предложение машин и оборудования – несколько уменьшилось, преимущественно за счет отечественных инвестиционных товаров.

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

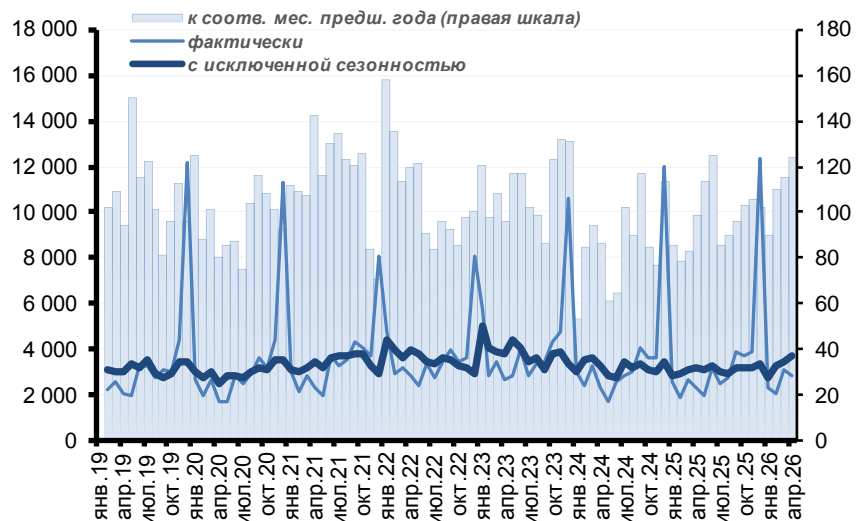


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в апреле снизилось (сезонность устранена). Пока не вполне ясно, имеет ли место перелом тренда – или же (скорее всего) «просто» очень высокая его волатильность вокруг в целом постоянного уровня.

Рынок жилой недвижимости

Строительство многоквартирных домов



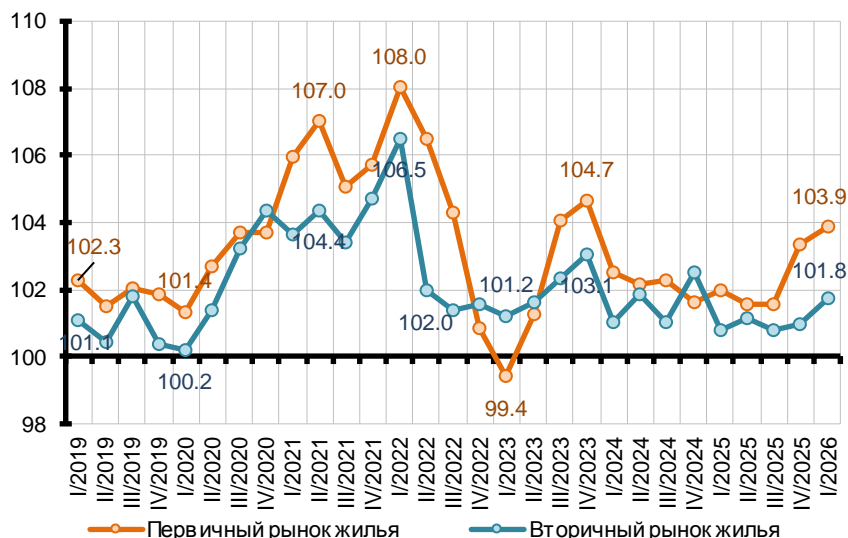
В апреле 2026 г. ввод многоквартирных жилых домов увеличился на 24.2% по отношению к аналогичному месяцу прошлого года. За январь-апрель 2026 г. объем введенного многоквартирного жилья оказался на 9.5% выше относительно соответствующего периода прошлого года.

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.

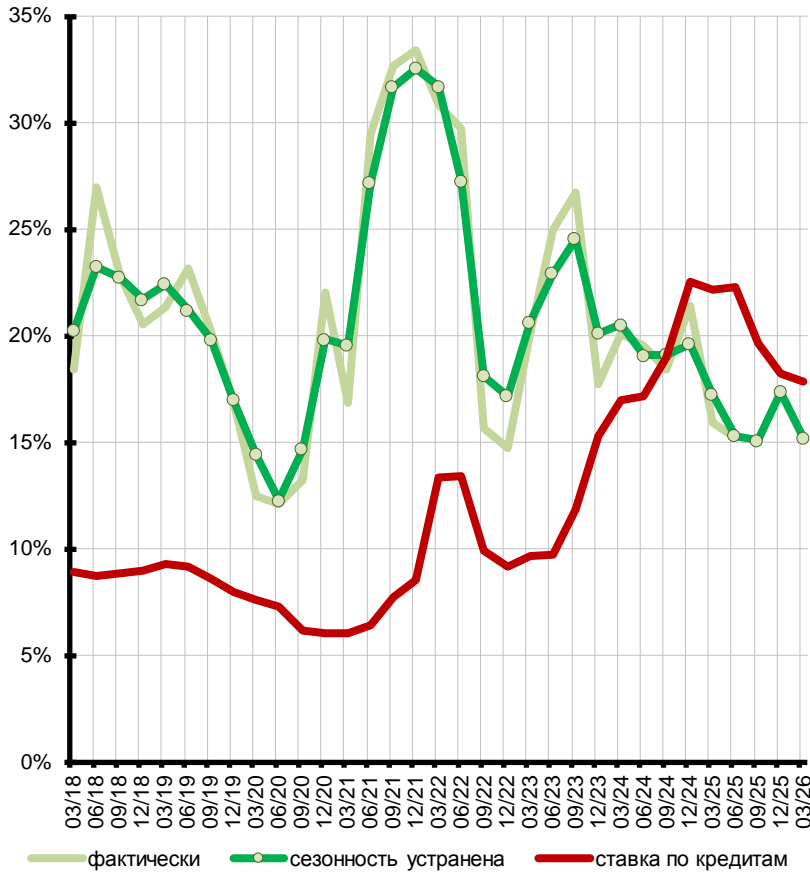
Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)¹



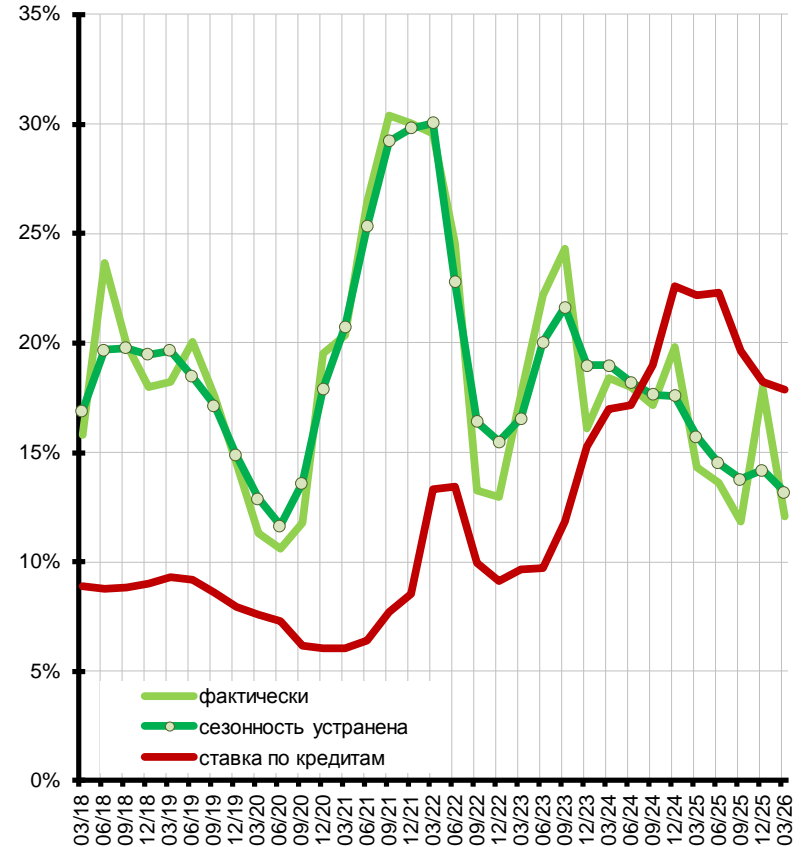
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Ставка по кредитам и рентабельность промышленности

Рентабельность оборотного капитала^{1, 3, 4}



Рентабельность собственного капитала^{2, 3, 4}



В конце прошлого – начале (I кв.) текущего года *рентабельность* в промышленности стагнировала. При этом установившийся уровень рентабельности по историческим меркам – невысокий (лишь немногим выше кризисного ковидного периода). В перспективе некоторую поддержку доходам компаний может оказать рост мировых цен на товары российского экспорта (из-за ситуации вокруг Ирана).

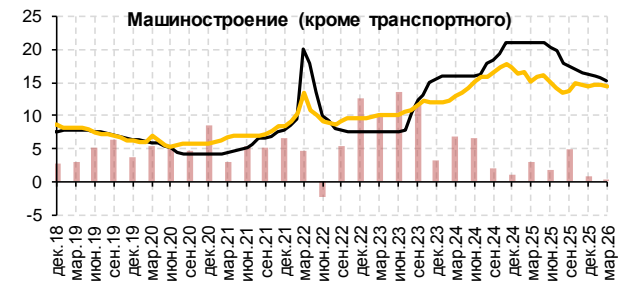
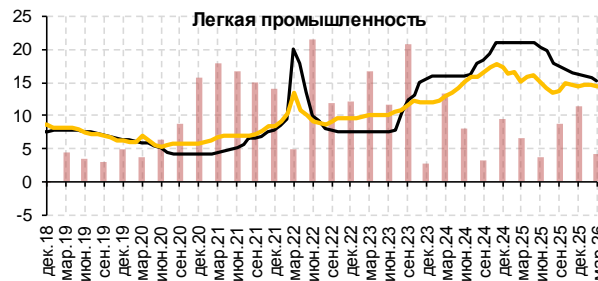
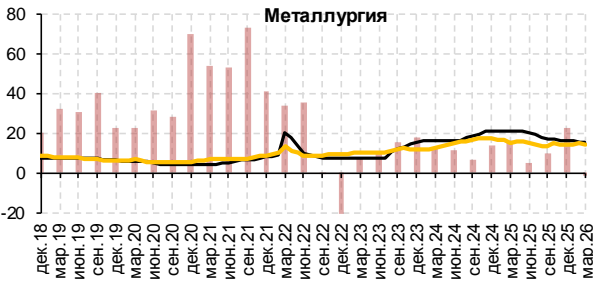
¹ отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу

² отношение прибыли-убытка до налогообложения к собственному капиталу

³ оценка рентабельности за IV квартал – предварительная

⁴ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Динамика рентабельности и стоимости альтернативных вложений по группам отраслей (%)¹



■ Отклонение рентабельности от безрисковой ставки (ОФЗ)

— Ключевая ставка

— Индикатор портфеля ОФЗ

	I кв. 2022	II кв. 2022	III кв. 2022	IV кв. 2022	I кв. 2023	II кв. 2023	III кв. 2023	IV кв. 2023	I кв. 2024	II кв. 2024	III кв. 2024	IV кв. 2024	I кв. 2025	II кв. 2025	III кв. 2025	IV кв. 2025	I кв. 2026	
<i>Рентабельность по группам отраслей</i>																		
Металлургия	45	46	9	-11	17	21	26	30	24	26	23	31	32	20	23	37	13	
Пищевая промышленность	28	32	31	34	35	34	32	29	29	25	25	23	22	22	22	24	25	
Нефтегазовый сектор	33	9	12	24	17	29	27	17	21	21	23	21	10	14	9	12	16	
Легкая промышленность	16	32	21	22	27	22	32	15	26	22	19	27	23	20	23	26	19	
Деревообработка	39	26	-5	-12	-4	-9	7	4	5	5	3	9	10	-5	-7	-3	-10	
Пр-во изделий из бумаги	38	31	26	21	18	20	25	22	25	25	21	21	19	9	9	7	2	
Химический комплекс	49	47	28	17	16	10	27	25	20	22	14	18	31	21	20	16	8	
Производство стройматериалов	24	22	17	19	18	22	22	17	22	20	23	18	16	14	8	13	8	
Машиностроение (кроме трансп-го)	16	8	14	22	20	24	23	15	19	21	18	19	19	18	19	15	15	
Транспортное машиностроение	8	-4	-6	-12	0	5	7	-5	4	6	10	16	5	2	1	3	5	
<i>Сред рентабельность-ОФЗ</i>																		
Металлургия	33.7	35.9	0.0	-20.5	7.6	11.0	15.1	17.7	12.0	11.2	6.6	13.7	16.4	4.7	9.6	22.6	-1.1	
Пищевая промышленность	16.5	21.5	21.7	24.3	24.8	23.5	21.0	17.4	16.1	10.9	9.4	5.5	5.5	6.1	8.3	9.3	10.5	
Нефтегазовый сектор	22.4	-1.2	3.2	14.3	7.6	18.9	15.6	5.2	9.1	6.8	6.6	3.1	-6.4	-2.2	-4.6	-3.0	1.9	
Легкая промышленность	4.9	21.7	12.0	12.2	16.8	11.7	20.7	2.7	13.3	7.9	3.3	9.6	6.6	3.8	8.8	11.4	4.2	
Деревообработка	27.7	16.3	-13.5	-21.8	-13.7	-18.9	-4.2	-8.4	-6.9	-9.0	-13.4	-9.0	-5.6	-20.4	-20.6	-17.6	-24.9	
Пр-во изделий из бумаги	27.4	21.2	16.9	11.1	8.1	9.6	13.8	9.6	12.2	10.2	4.8	3.6	2.5	-7.0	-5.1	-8.0	-12.7	
Химический комплекс	37.8	37.3	19.0	7.4	6.5	0.2	15.6	13.2	7.6	7.5	-1.8	0.4	14.6	4.9	6.3	1.5	-6.5	
Производство стройматериалов	13.2	11.6	8.2	9.3	7.8	11.8	10.9	4.6	9.6	6.2	6.7	0.5	0.2	-2.1	-6.2	-2.0	-6.4	
Машиностроение (кроме трансп-го)	4.6	-2.4	5.4	12.7	10.1	13.5	11.9	3.3	6.8	6.6	1.9	1.0	3.1	1.9	4.9	0.8	0.1	
Транспортное машиностроение	-3.0	-13.9	-14.8	-22.0	-10.3	-5.1	-4.5	-17.2	-8.6	-7.8	-5.8	-1.1	-11.0	-13.6	-12.3	-11.8	-9.6	
Ставка ОФЗ	11.0	10.0	8.8	9.7	9.9	10.1	11.0	12.1	12.4	14.3	16.1	17.5	16.1	15.8	13.8	14.7	14.6	
Ключевая ставка (справочно)	12.6	13.8	8.3	7.5	7.5	7.5	10.2	14.5	16.0	16.0	17.6	20.4	21.0	20.8	18.4	16.6	15.7	

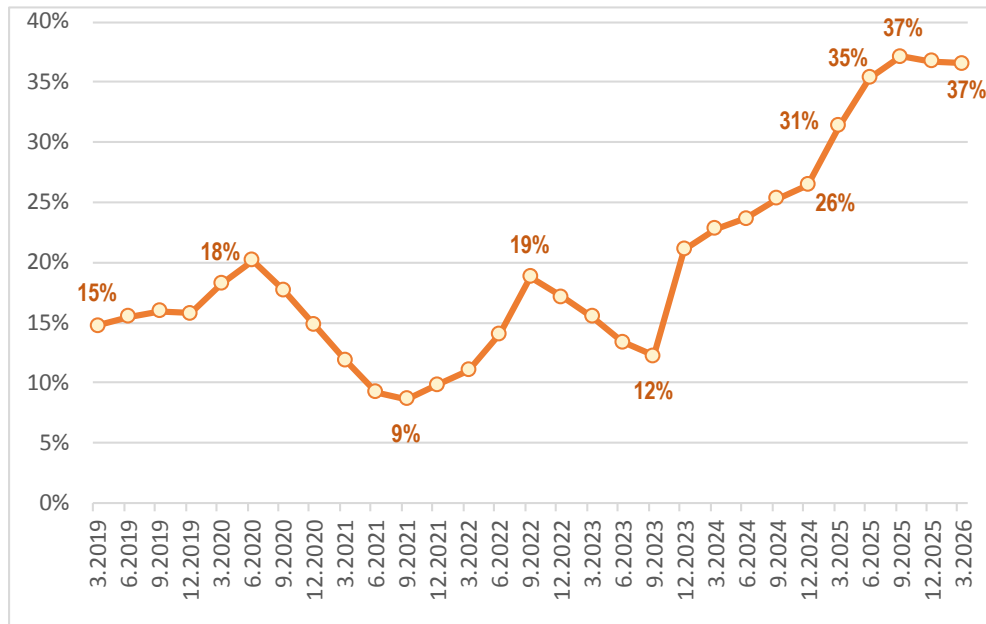
Что касается соотношения рентабельности и ставки по безрисковому «держанию денег» (доходность по ОФЗ), то, по состоянию на начало 2026 г., ситуация с соотношением гарантированной доходности по госбумагам с рентабельностью бизнеса ухудшилась. К числу отраслей с негативным, демотивирующим инвестиции уровнем этого соотношения сейчас относятся, в той или иной мере, практически все отрасли, за важным исключением пищевой.

Это – результат сочетания все еще высоких процентных ставок с укреплением рубля, ограничивающим собственные доходы компаний экспортеров. Впрочем, улучшение мировой конъюнктуры и снижение ключевой ставки могут изменить ситуацию к лучшему.

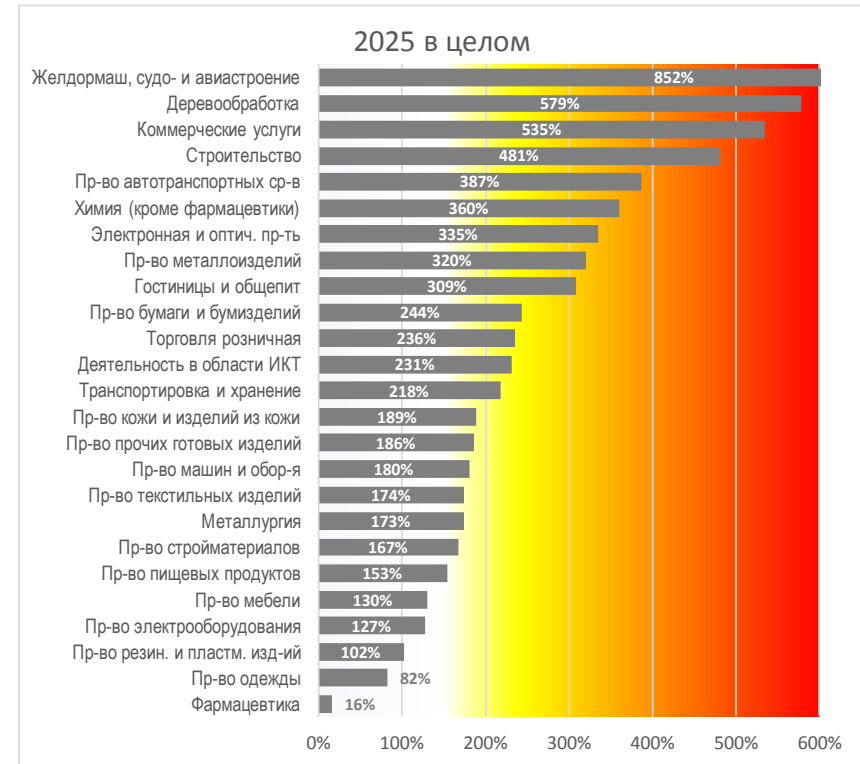
¹ В качестве показателя рентабельности используется соотношение прибыли до налогообложения и собственного капитала.

Долговое давление на компании

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



Чистые обязательства компаний, % к EBITDA¹



Нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний I кв. стабилизировалась на исторически максимальном уровне – на выплату процентов по-прежнему уходит 37% прибыли компаний.

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

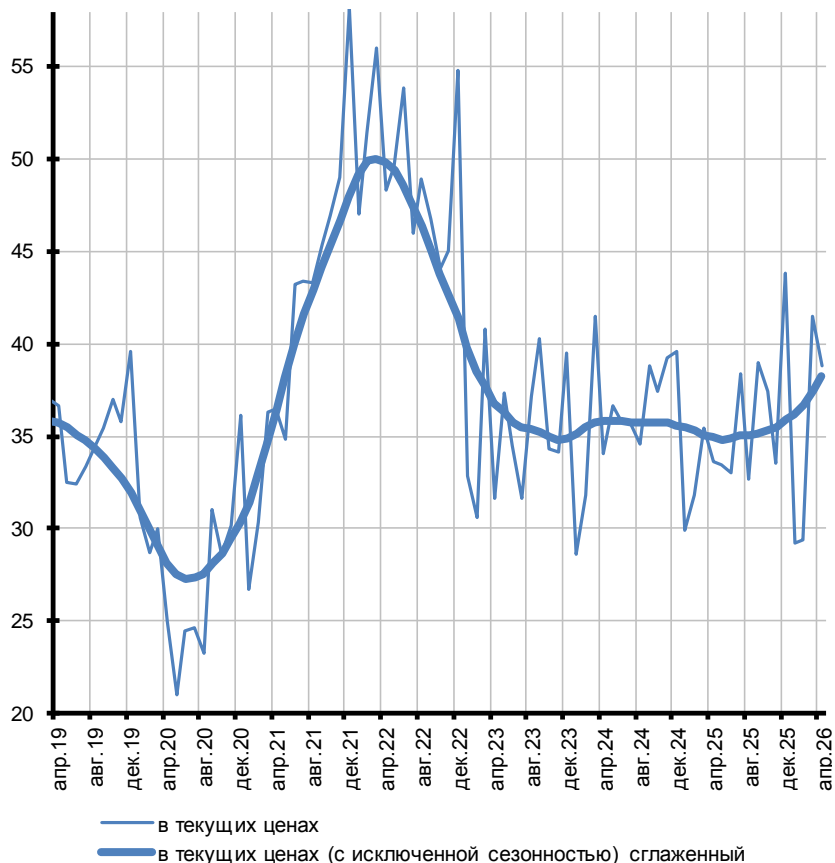
EВИТ – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата и процентов к уплате

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

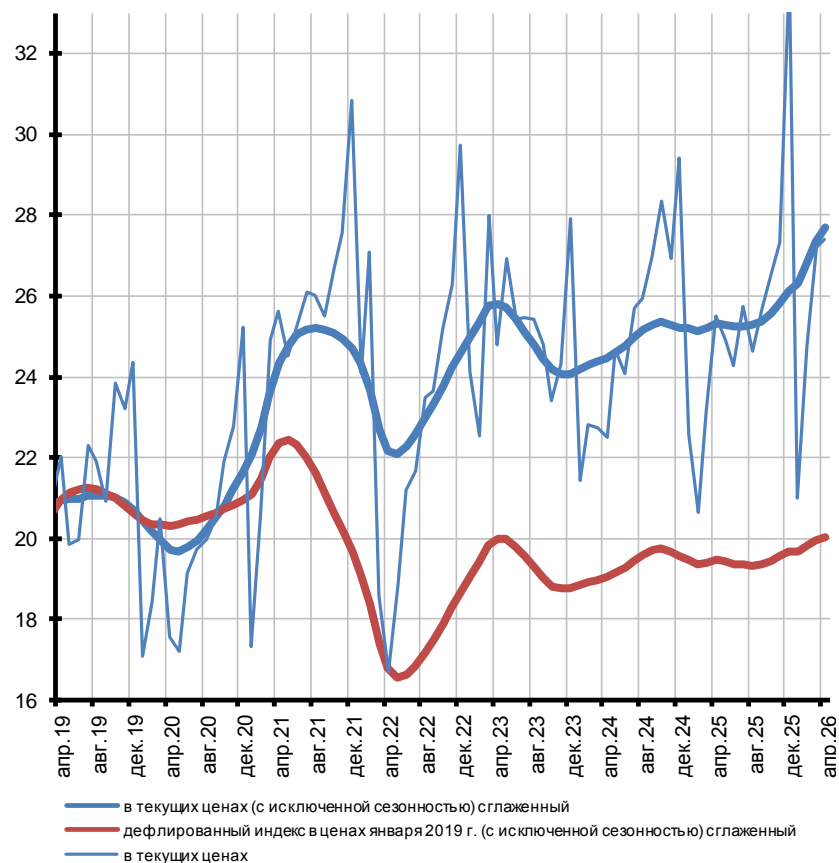
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)¹



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



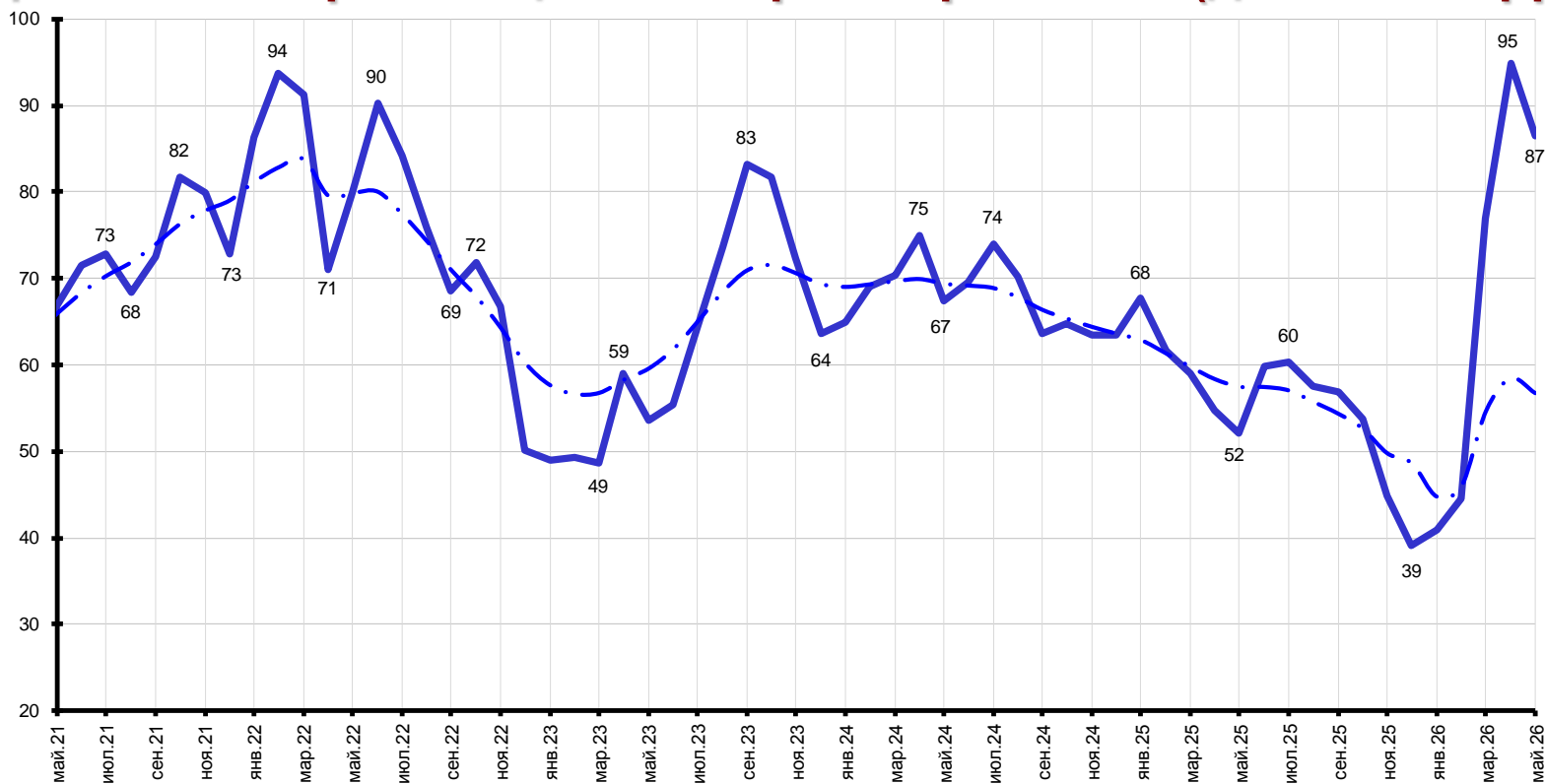
Экспорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) по состоянию на апрель продолжает расти – очевидно, благодаря действию ценового фактора на рынках углеводородов.

Рост *импорта товаров* (в текущих ценах, сезонность устранена) сохраняется – и это устойчивая тенденция. При этом, происходит какой-то не вполне ясный пока сдвиг: импорт в текущих ценах растёт стремительно, а дефлятированный – тоже стабильно растёт (сезонность устранена; это подтверждают и опросы бизнеса об ограничениях экономического роста), но куда медленнее. Если речь не идёт о статистической ошибке, то налицо либо рост посреднической маржи (санкции, монополизм поставщиков), либо переход российских потребителей к потреблению более дорогой (за единицу), чем прежде, продукции.

¹ На основе данных Банка России и оценок ЦМАКП

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

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

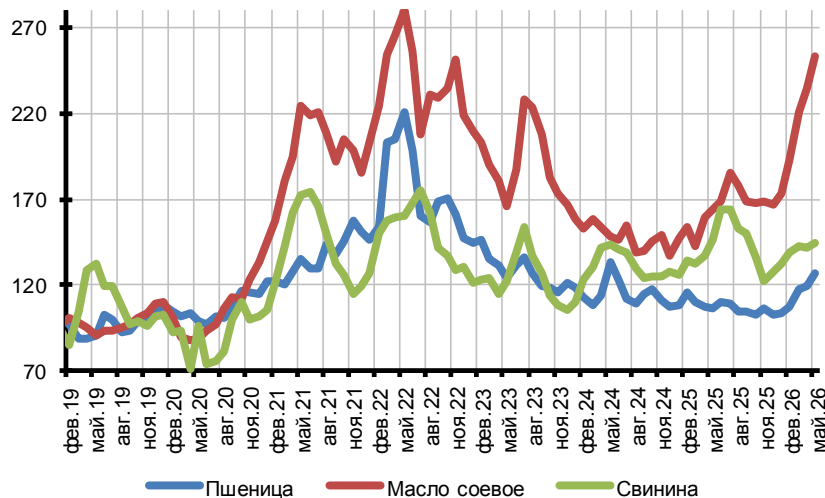


Средняя цена на нефть марки Urals в мае 2026 г. сократилась до 86.5 долл./барр. после 95 долл./барр. в апреле. В начале мая цены на нефть снижались на фоне заявления Д.Трампа о начале оказания помощи судам в проходе через заблокированный Ормузский пролив и решения ОПЕК+ об увеличении с июня добычи нефти (ОАЭ вышли из объединения с 1 мая). Однако вскоре американский президент свернул свою инициативу. Цены на нефть с 8 по 15 мая выросли из-за эскалации конфликта между США и Ираном и снижения вероятности достижения соглашения. Во второй половине месяца цены на нефть преимущественно падали, за редким исключением. Наблюдался прогресс в переговорах между США и Ираном. После новых американских ударов по югу Ирана 26 мая и скачка цен на нефть, цены продолжили снижаться.

Средняя цена на нефть марки Brent в мае 2026 г. составила 102.8 долл./барр. после 100.8 долл./барр. в апреле, то есть дисконт на нефть марки Urals в мае увеличился до 16.3 долл./барр. после 5.9 долл./барр. в апреле.

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

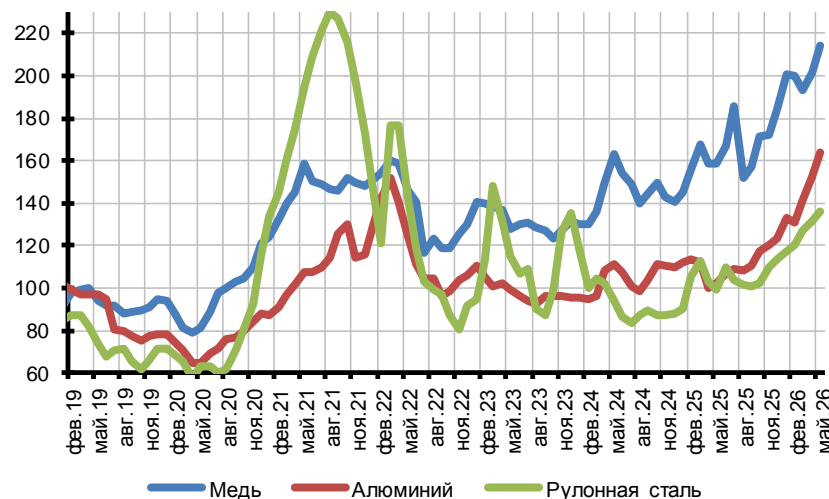
Цены на продукцию сельского хозяйства*



— Пшеница — Масло соевое — Свинина

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

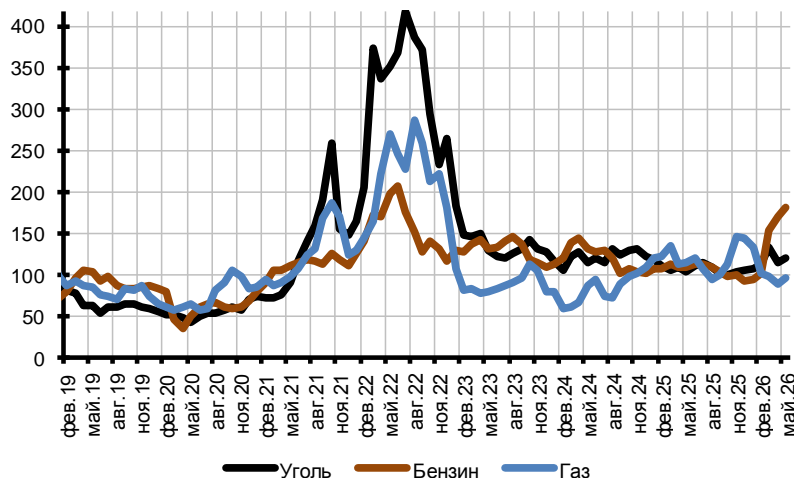
Цены на металлы*



— 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)

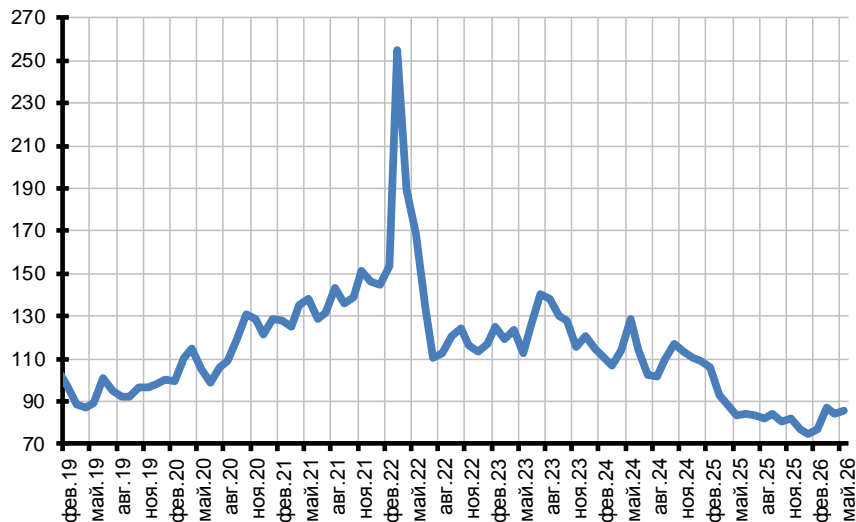
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на май, продолжают расти – как уже отмечалось, вероятно, из-за переноса в цены новых затрат на топливо и азотные удобрения (в перспективе дополнительным фактором для рынка зерна может стать эскалация боевых действий на Черном море).

На рынках основных видов металлов цены также быстро растут, что, как уже отмечалось, естественно в условиях принятия в основных крупных экономиках (США, Китай, ЕС) металлоёмких инфраструктурных и оборонных программ.

Цены на топливо, как ни странно, все еще ведут себя разнонаправленно. На рынке бензина они, разумеется, быстро возросли. В то же время, ни рынок газа, ни рынок угля (здесь «должно было быть» косвенное влияние, через механизм выравнивания цен на разные виды энергоресурсов) пока не отреагировали на ситуацию в Персидском заливе.

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*



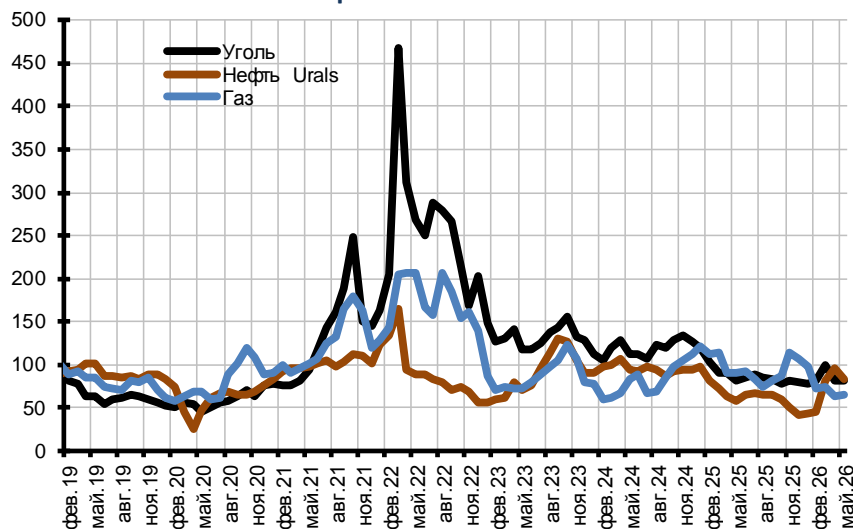
* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*

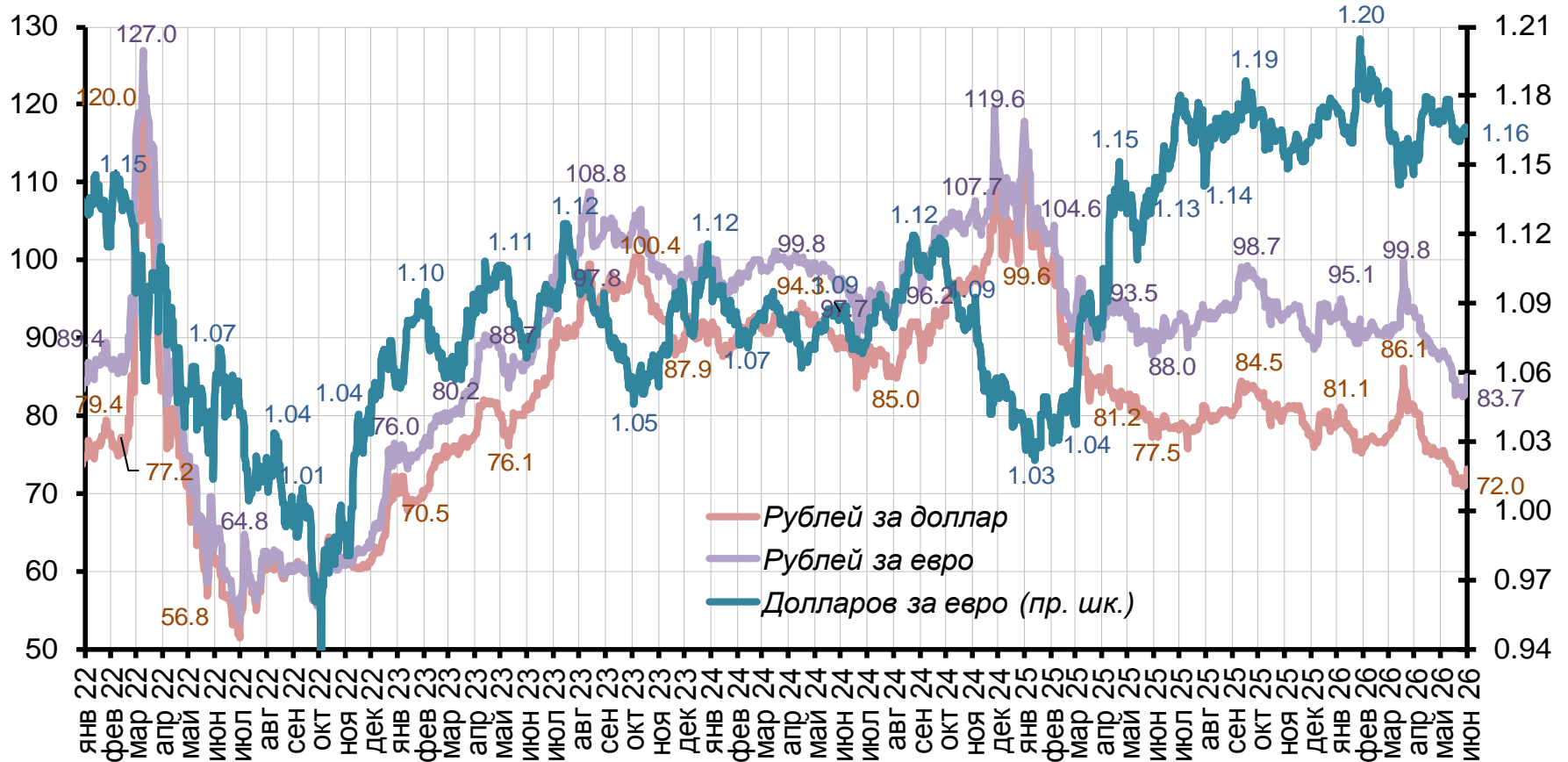


* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
Фьючерс на природный газ (производные данные)

По состоянию на май, ситуация с входящим денежным потоком экспортеров, в целом, стабилизировалась – правда, как уже отмечалось, на исторически низком уровне (особенно, это касается зерна) «из-за сочетания накопленной инфляции и укрепления рубля». Явное улучшение – лишь на рынках алюминия (и, с оговоркой, нефти), где ситуация, в целом, находится на исторически высоком уровне.

Валютный курс

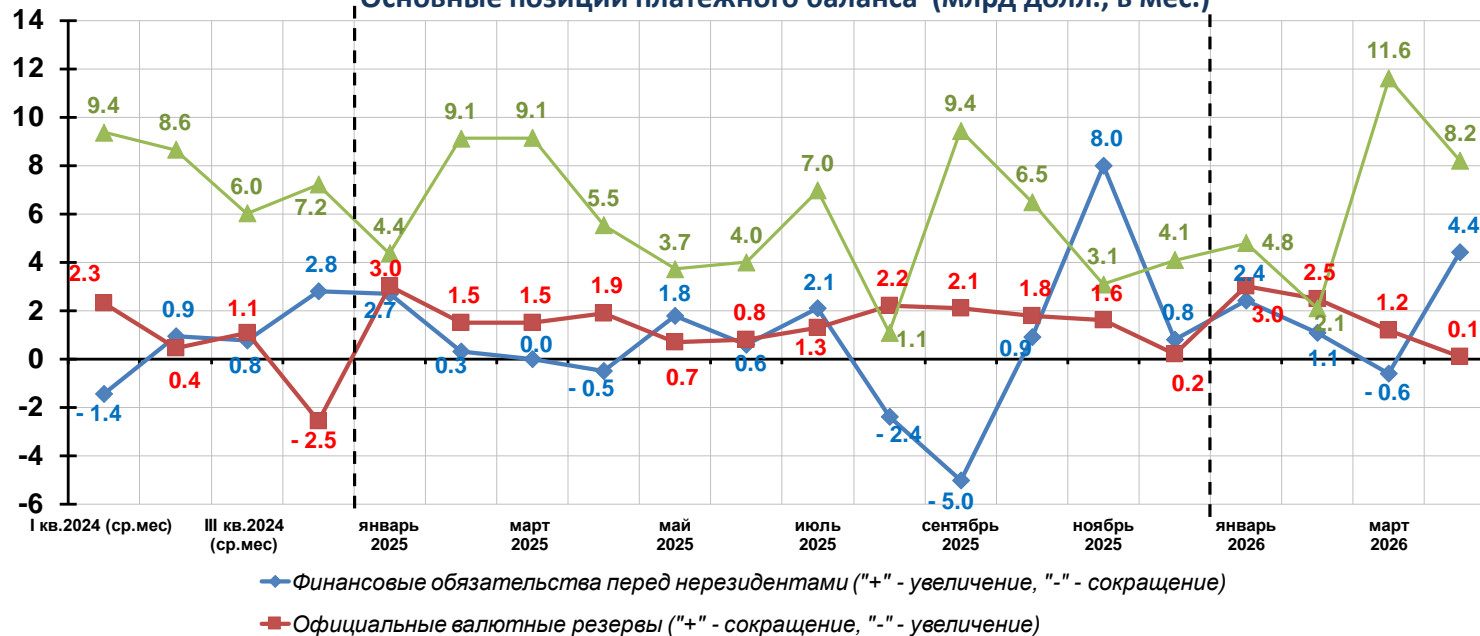
Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные



В мае укрепление рубля продолжалось как по отношению к доллару США (-4.0% за месяц), так и к евро (-4.7% за месяц). Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю на 01.06.2026 составил 77.3 руб., снизившись на 4.3% за месяц.

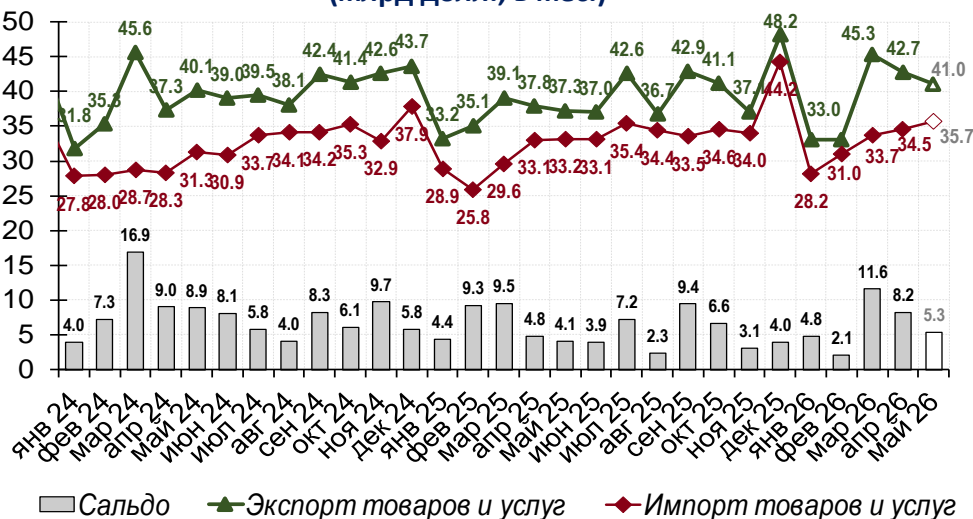
Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

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



- Финансовые обязательства перед нерезидентами ("+" - увеличение, "-" - сокращение)
- Официальные валютные резервы ("+" - сокращение, "-" - увеличение)
- Сальдо торгового баланса и баланса услуг

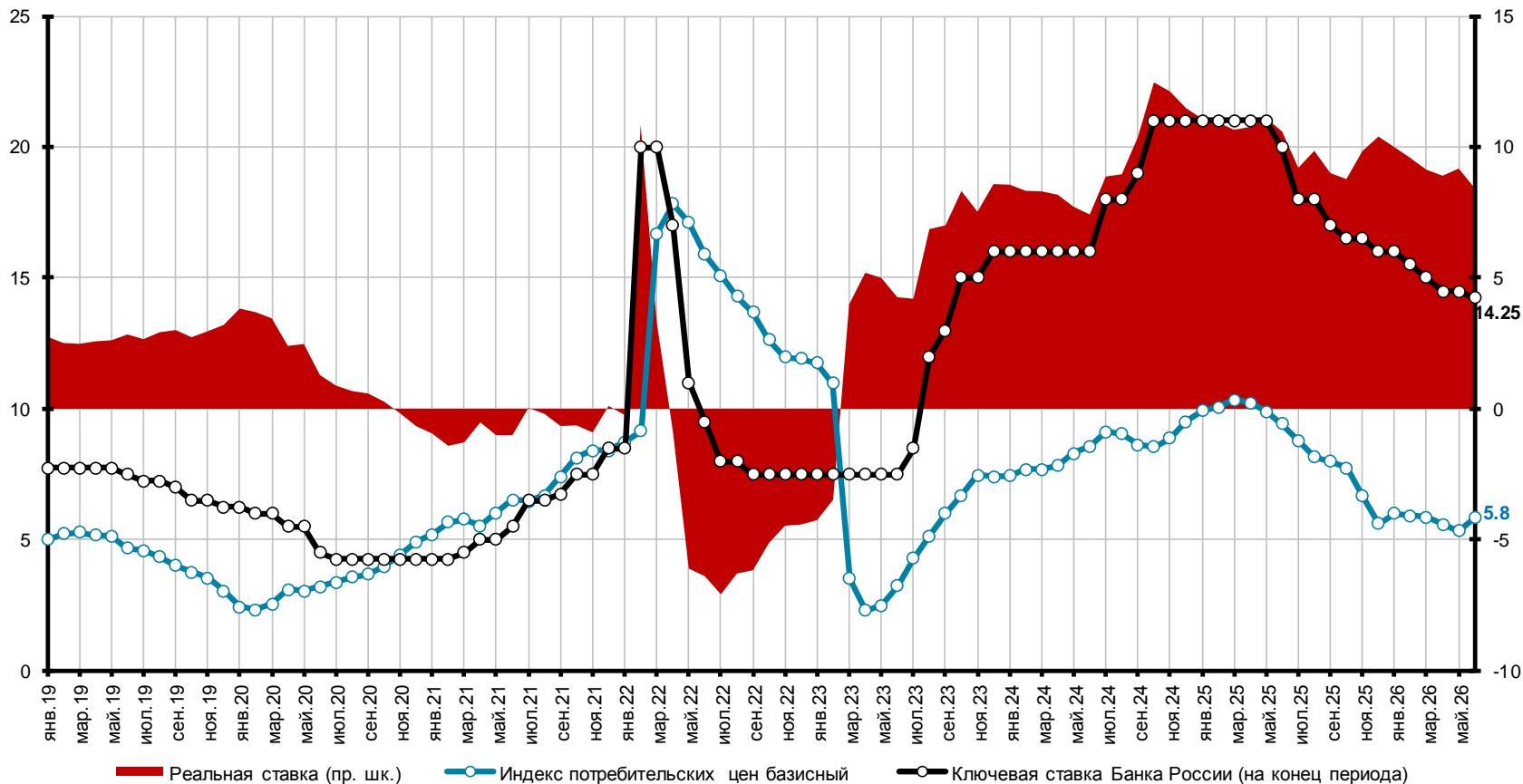
Динамика экспорта и импорта¹: товары + услуги (млрд долл., в мес.)



В мае рубль укрепился по отношению к основным иностранным валютам в результате превышения предложения иностранной валюты над спросом на нее на внутреннем российском валютном рынке. Даже в условиях сокращения продаж валюты Банком России в интересах Минфина (в рамках приостановки действия бюджетного правила), предложение иностранной валюты сохранялось на высоком уровне вследствие значительного объема продаж валютной выручки российскими экспортерами. Спрос на иностранную валюту со стороны нефинансовых компаний при этом сократился.

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

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



Совет директоров Банка России 19 июня 2026 г. принял решение снизить ключевую ставку на 0.25 п.п., до уровня 14.25% годовых, на фоне сохранения устойчивых показателей текущего роста цен (по используемым регулятором индикаторам) в диапазоне 4-5%. В результате, к концу второй декады июня 2026 г., реальная процентная ставка (за вычетом потребительской инфляции, к аналогичному периоду прошлого года) стабилизировалась на уровне около 8.4% годовых. Проведение ближайшего заседания Банка России по вопросу процентной политики запланировано на 24 июля 2026 г.

Реальная процентная 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	14.25	4.72	9.53
Россия	14.25	5.82	8.43
Китай	3.00	1.20	1.80
Индия	5.25	3.93	1.32
Великобритания	3.75	2.80	0.95
Австралия	4.35	4.10	0.25
Япония	1.00	1.40	-0.40
США	3.75	4.20	-0.45
Швейцария	0.00	0.60	-0.60
ЕС	2.40	3.20	-0.80
Канада	2.25	3.20	-0.95

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

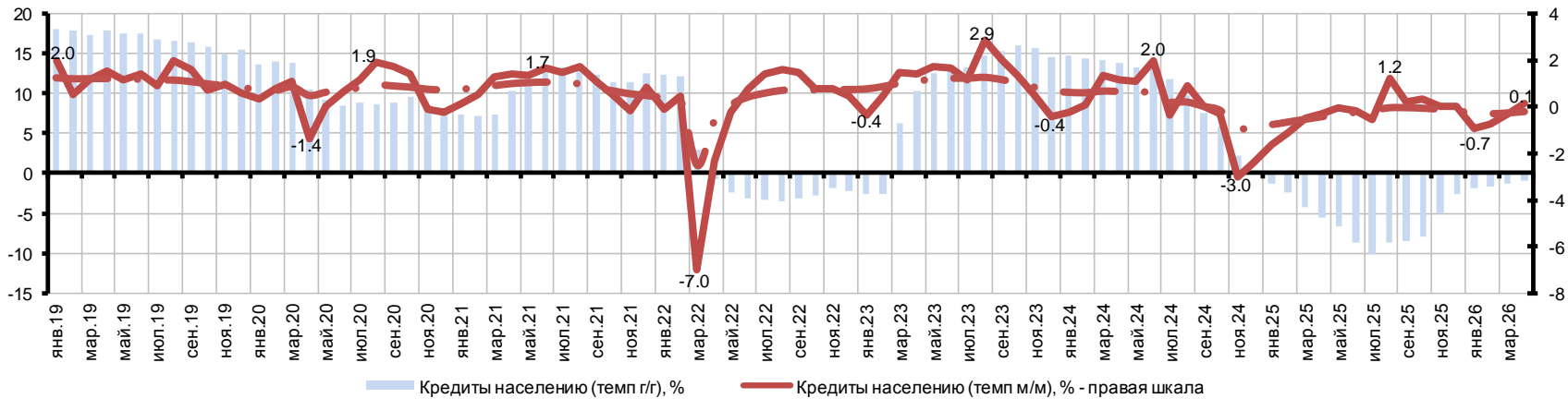
Уровень реальной процентной ставки в России продолжает кратно превосходить показатели ведущих экономик мира. Только у Бразилии этот уровень незначительно выше, хотя разрыв постепенно уменьшается. В мае-июне *уровень реальной процентной ставки* снизился в Бразилии и России вследствие сочетания роста инфляции и уменьшения регуляторами стран номинальной учетной ставки. Аналогичный показатель в Индии и США уменьшился из-за ускорения темпов роста потребительских цен, вызванного подорожанием энергоносителей. В ЕС и Японии *уровень реальной процентной ставки* вырос благодаря ужесточению денежно-кредитной политики соответствующими регуляторами.

Кредитование населения

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



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

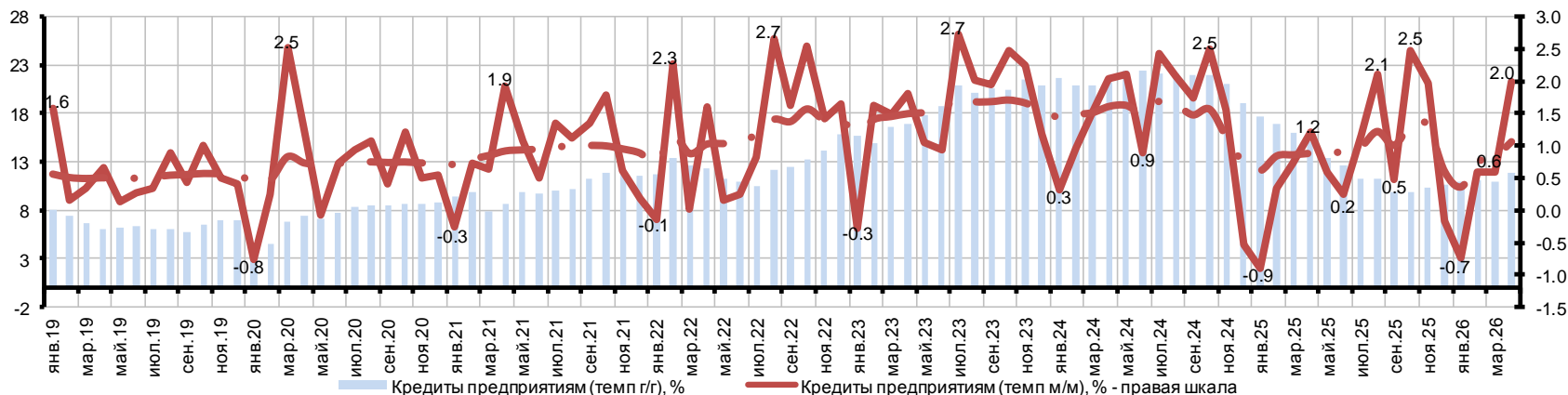


В апреле темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +4.6%, что на 0.2 проц. п. выше, чем месяцем ранее.

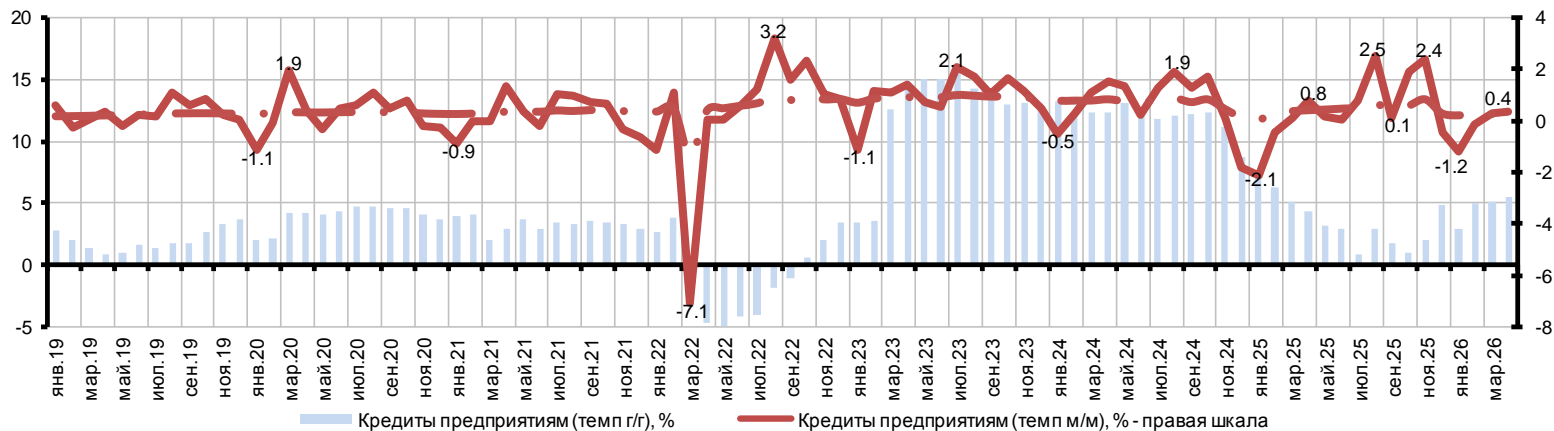
Потребительское кредитование в апреле увеличилось на скромные +0.1% после роста на +0.4% в марте, в основном из-за замедления выдач новых ссуд в сегменте кредитных карт. При этом кредитование наличными немного выросло после мартовского снижения. Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в апреле стабилизировался на уровне +0.4% после роста в феврале и марте на +0.3%.

Кредитование предприятий

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



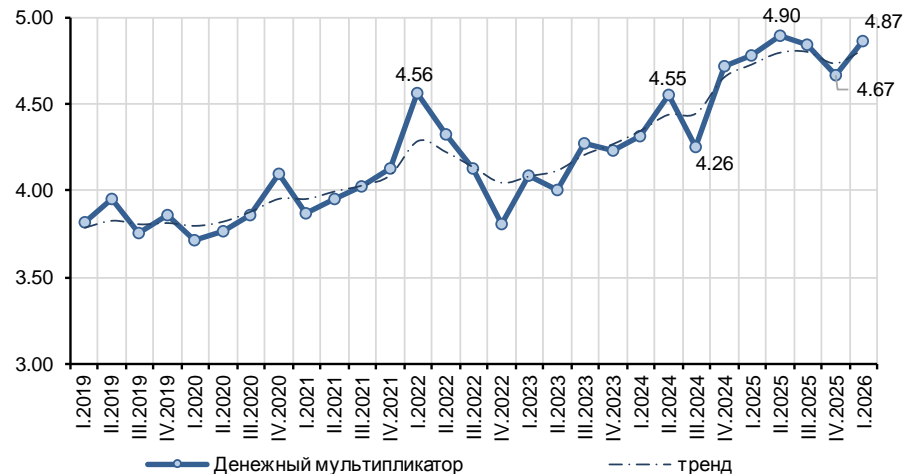
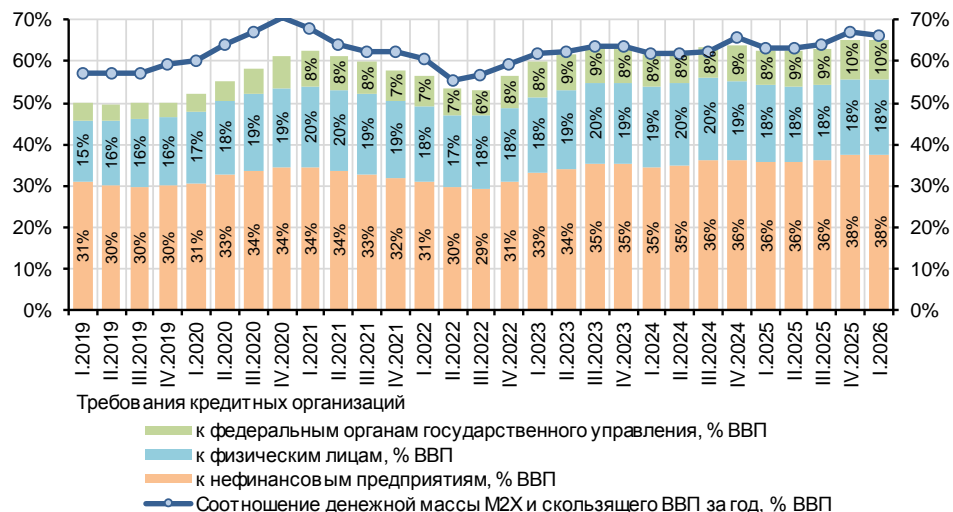
Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Возобновился рост активности в сегменте *корпоративного кредитования*. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в апреле составил 11.8%. Для сравнения: в марте аналогичный показатель составлял 11.0%, в феврале – 11.1%.

В апреле корпоративный кредитный портфель увеличился на +1.8 трлн. руб. (+1.9%), что сопоставимо с показателями октября-ноября прошлого года. Рост обеспечили преимущественно рублевые кредиты (+1.8 трлн. руб., +2.1%), которые выдавались компаниям из широкого круга отраслей, тогда как валютные кредиты практически не изменились.

Монетизация и денежный мультипликатор¹

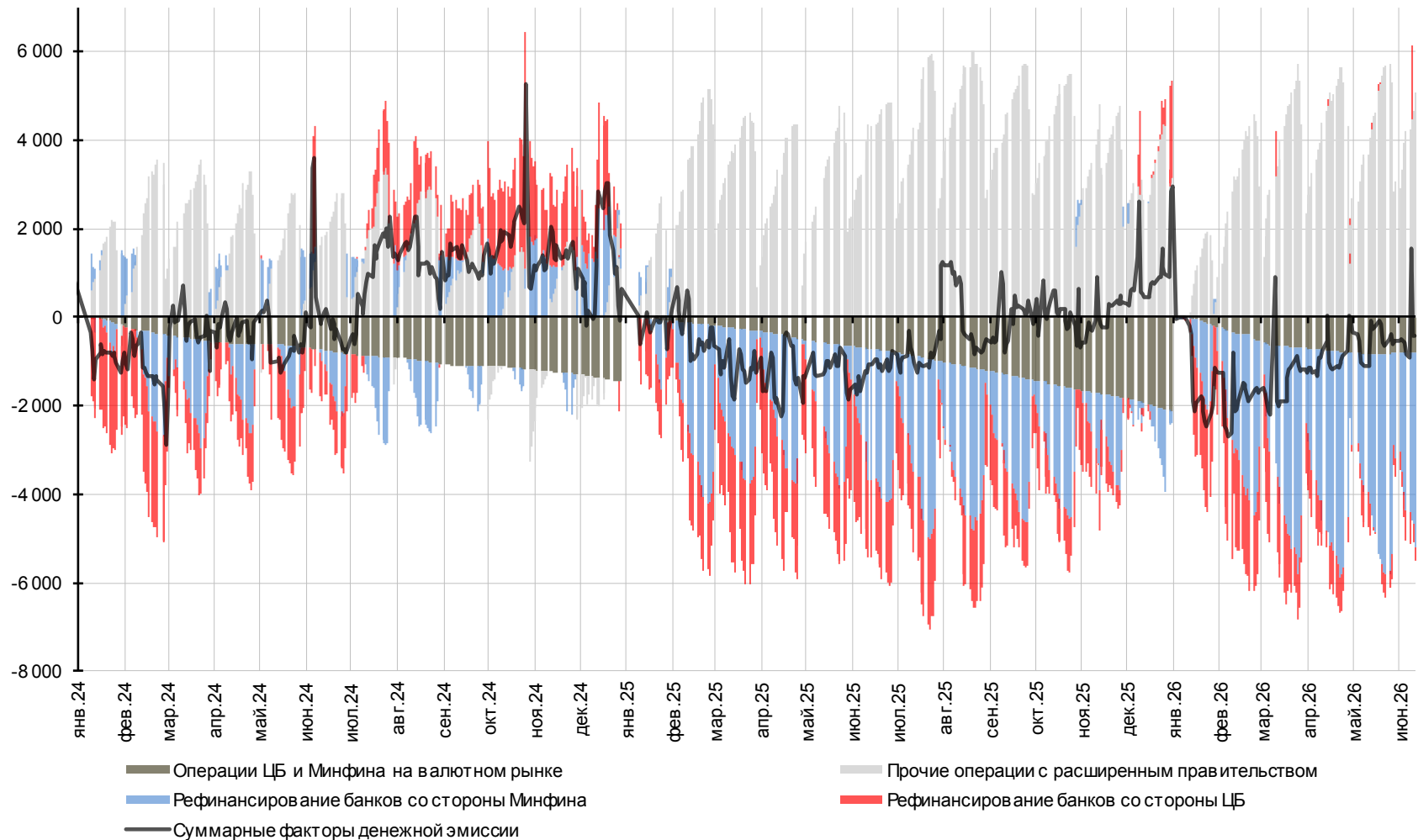


Денежная масса (в широком определении) в I кв. 2026 г. стагнировала (прирост +0.04%, после +6.3% кварталом ранее) в основном под влиянием сезонных факторов. В результате, даже несмотря на замедление динамики номинального ВВП, рост уровня монетизации в экономике приостановился.

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.

¹ Денежный мультипликатор – соотношение широкой денежной массы (M2X) и широкой денежной базы

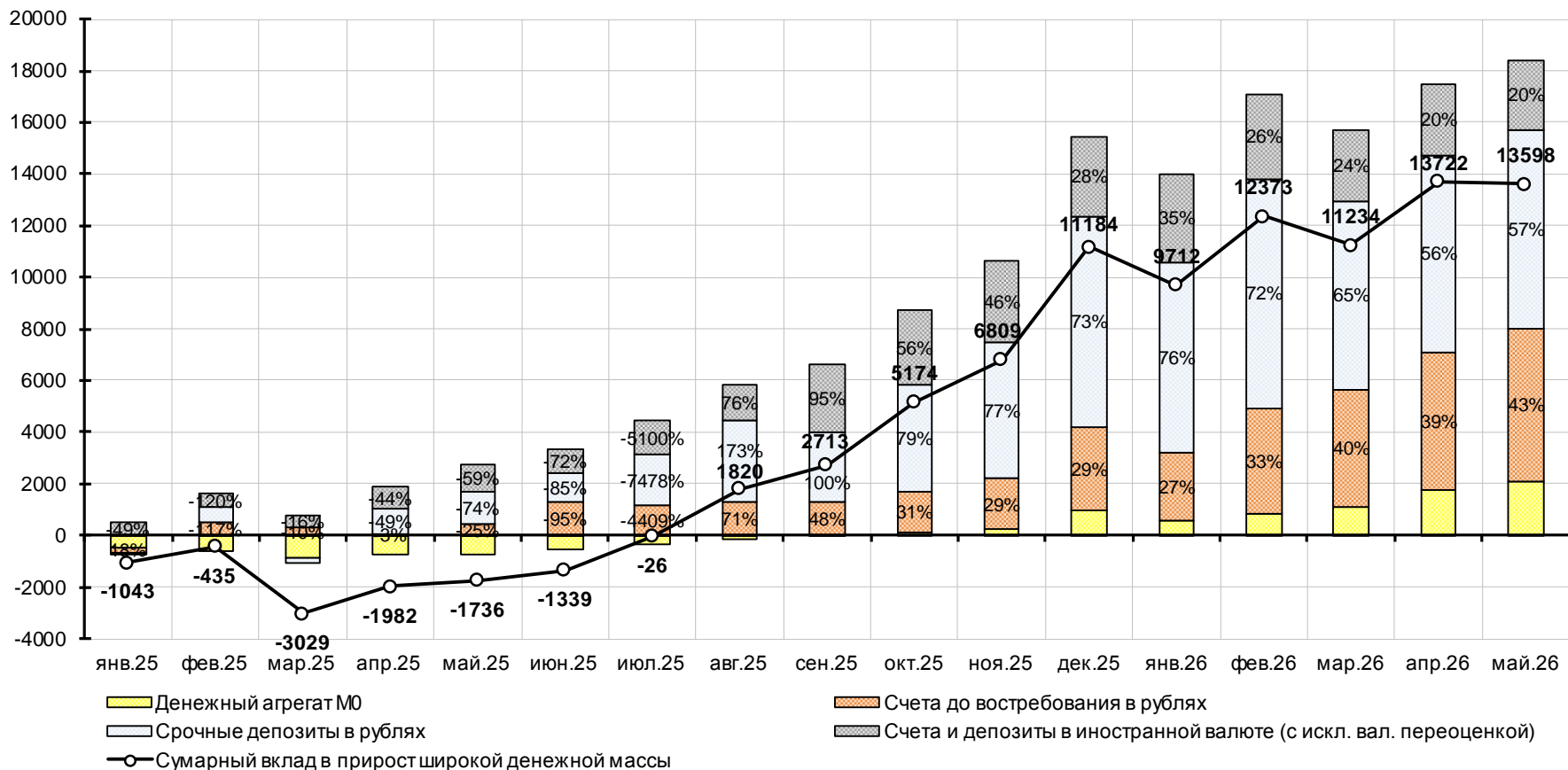
Факторы денежной эмиссии (млрд руб., накопленным итогом с начала каждого года)



С начала 2026 г. баланс факторов денежной эмиссии обуславливал сжатие денежного предложения, однако в последние месяцы наблюдается компенсационный рост. Ускорение денежной эмиссии происходит, во-первых, вследствие перехода от продажи валюты Банком России в интересах Минфина к покупкам, а-вторых, на фоне перехода к росту кредитования банков со стороны Банка России. Последнее, в свою очередь, вероятно, компенсирует отток ликвидности из банков, возникающий в результате роста спроса населения на денежную наличность.

Факторы роста широкой денежной массы¹

(в млрд руб. и в % прироста, накопленным итогом с начала 2025 года)

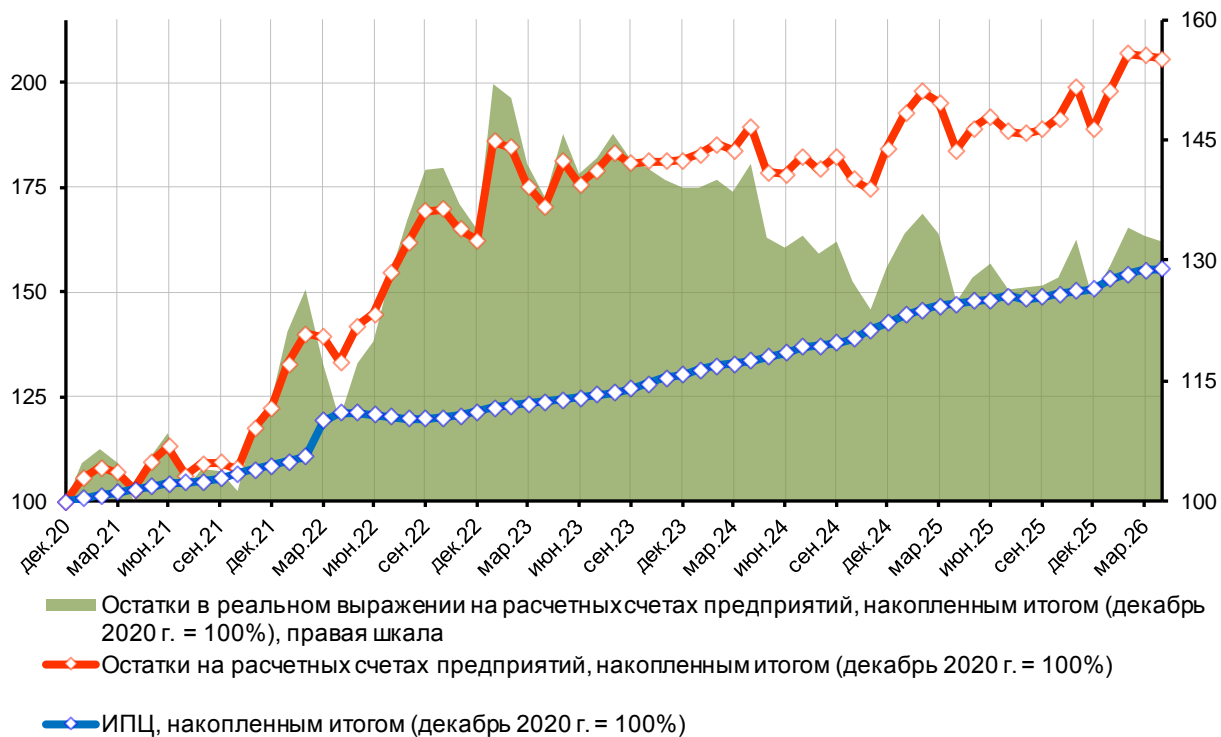


Динамика широкой денежной массы (M2X) с начала 2026 г. в целом и в последние месяцы характеризуется медленным ростом. И хотя депозиты населения продолжают вносить основной вклад в годовую динамику широкой денежной массы – их доля постепенно сокращается, при увеличении вклада счетов предприятий и наличных денег. В течение мая (согласно оперативной статистике Банка России) счета предприятий выросли на 1.3 трлн руб. (0.7 трлн руб. по счетам до востребования и 0.6 – по срочным), а объем наличных в обращении вырос на 0.4 трлн руб., при сокращении счетов населения на 0.7 трлн руб. (0.5 по счетам до востребования и 0.2 – по срочным). К аналогичному периоду предшествующего года в мае прирост M2X с исключенной валютной переоценкой составил 13.2%

¹ С исключенной валютной переоценкой. Объем средств по депозитным и сберегательным сертификатам крайне незначителен, поэтому на графике среди факторов он не представлен

Ликвидность хозяйственного оборота

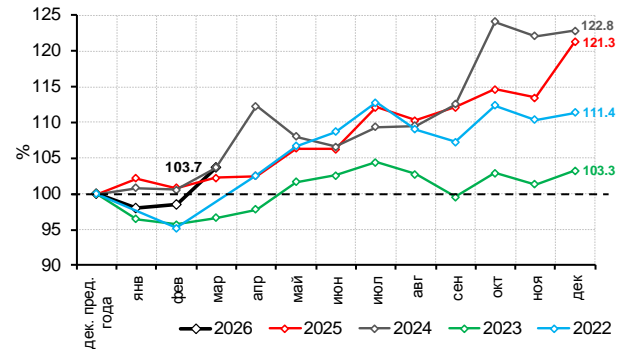
Динамика остатков средств на текущих (расчетных) счетах предприятий, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%



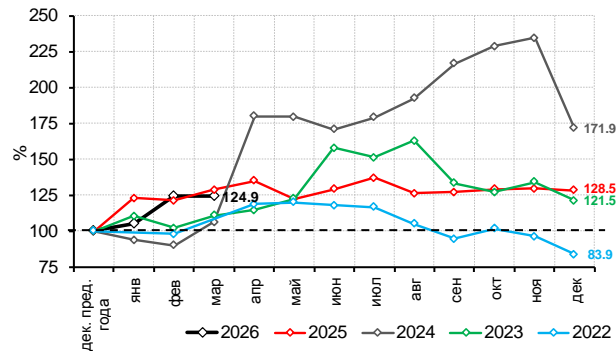
В апреле 2026 г. продолжается незначительная коррекция средств на текущих (расчетных) счетах предприятий после сезонного роста этих средств в январе-феврале 2026 г. По большому счету, уровень остатков средств на счетах в реальном выражении продолжает стагнировать начиная с середины 2024 г. Следовательно 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 апреле 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

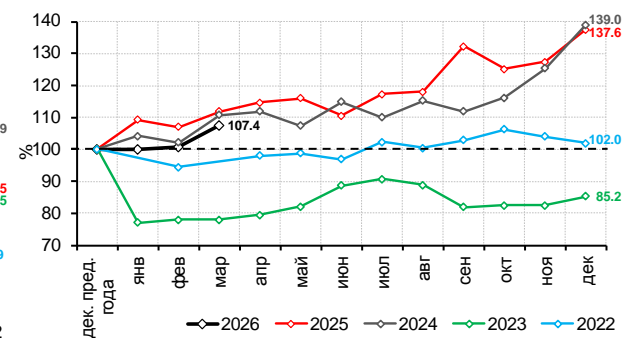
Динамика просроченной кредиторской задолженности предприятий, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обработывающие производства без нефтепереработки¹

В целом по экономике по данным за январь-март возобновился рост объема *просроченной кредиторской задолженности* предприятий: примерно с тем же темпом, что и в последние два года – 3.7%. Таким образом, после драматического (суммарно - в полтора раза) роста за предшествующие 2 года, негативная динамика объема просроченной задолженности пока сохраняется, несмотря на возникшую небольшую «передышку» в процессе ухудшения ликвидности хозяйственного оборота в самом начале года. Формально (согласно отчетности) доля просроченной задолженности в общем объеме кредиторской задолженности составляет 5% на начало апреля 2026 г. Это примерно соответствует уровню начала 2026 г. (5.1%), но заметно выше уровня начала 2025 г. (4.3%). Однако нужно иметь в виду, что просроченная задолженность является одним из наиболее искаженных показателей отчетности, и, соответственно, фактическая доля просроченной задолженностикратно выше.

В *добывающем секторе экономики* к концу первого квартала 2026 г. объем просроченной кредиторской задолженности остается на высоком уровне относительно начала 2026 г. (прирост составил около 25%). В основном он был обусловлен увеличением просроченной задолженности компаний, занятых добычей сырой нефти и природного газа, – на 55% к началу года. Напротив, угледобывающие компании сократили просроченную задолженность за тот же период на 9%.

В *обработывающем секторе экономики* (за исключением нефтепереработки) к концу первого квартала 2026 г. объем просроченной кредиторской задолженности заметно возрос, прервав наметившуюся ранее стабилизацию. Заметим, что до этого, в 2024-2025 гг., он рос на 38-39% в год.

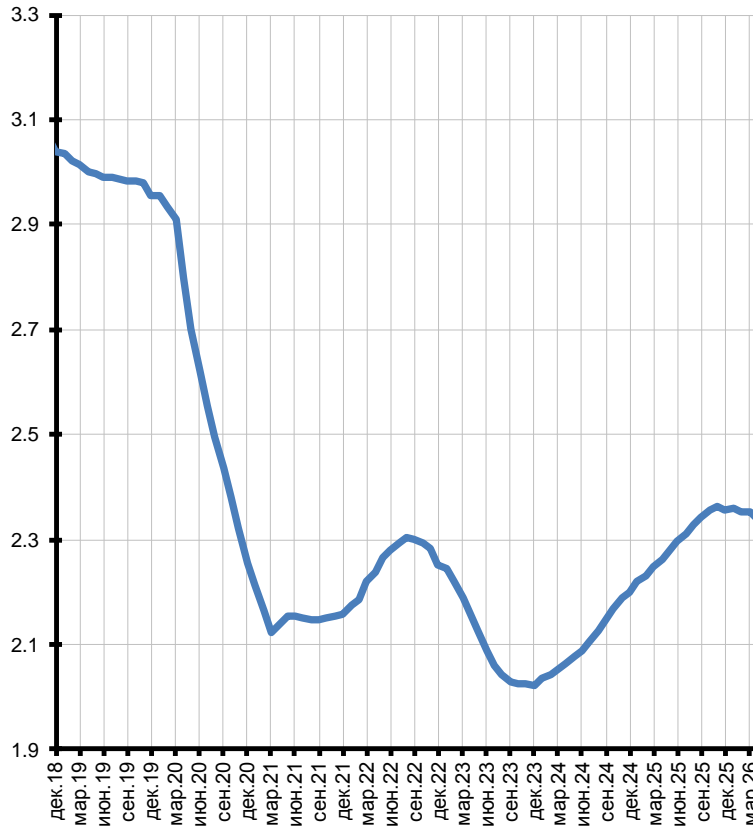
В начале 2026 г. рост просроченной кредиторской задолженности в этом секторе экономики в значительной мере был обусловлен ситуацией у производителей прочих транспортных средств и оборудования (желдормаш, судо- и авиастроение): на эту отрасль сейчас приходится 44% от всего объема просроченной кредиторской задолженности этого сектора. Стоит отметить устойчивый рост объема просроченной кредиторской задолженности производителей химических веществ и продуктов – на 24% с начала года и производителей готовых металлических изделий – на 20% с начала года.

В то же время у производителей машин и оборудования эта задолженность снизилась примерно до уровня середины 2025 г., а у предприятий, осуществляющих ремонт и монтаж машин и оборудования, сократилась с начала 2026 г. более чем вдвое.

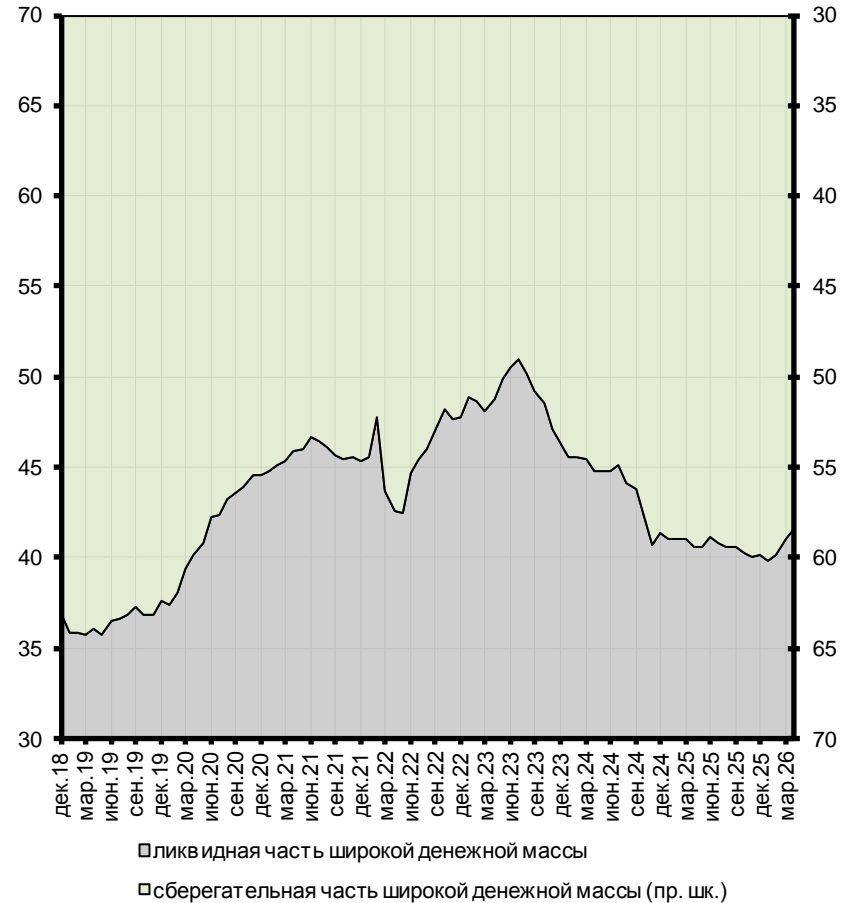
¹ Отрасль нефтепереработки представлена компаниями, входящими, в основном, в крупные вертикально-интегрированные холдинги. Возникающая их кредиторская задолженность, скорее всего, относится к внутрихолдинговым операциям. Учитывая также высокую долю в просроченной кредиторской задолженности, которую занимает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

Оборачиваемость денежных средств

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



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



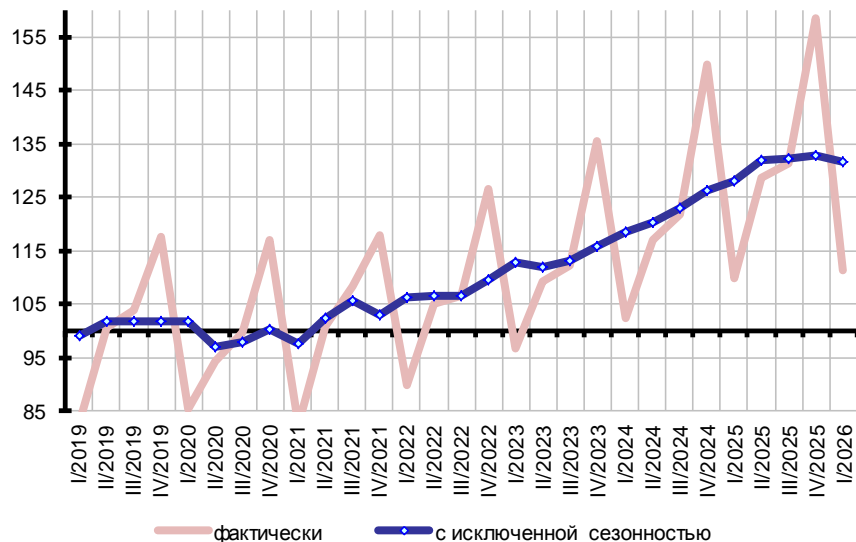
¹ Отношение величины потребления населения (сумма розничного товарооборота и платных услуг) к величине рублевых транзакционных денежных средств населения (наличные деньги и текущие счета)

² Агрегат М2Х. С исключением валютной переоценки

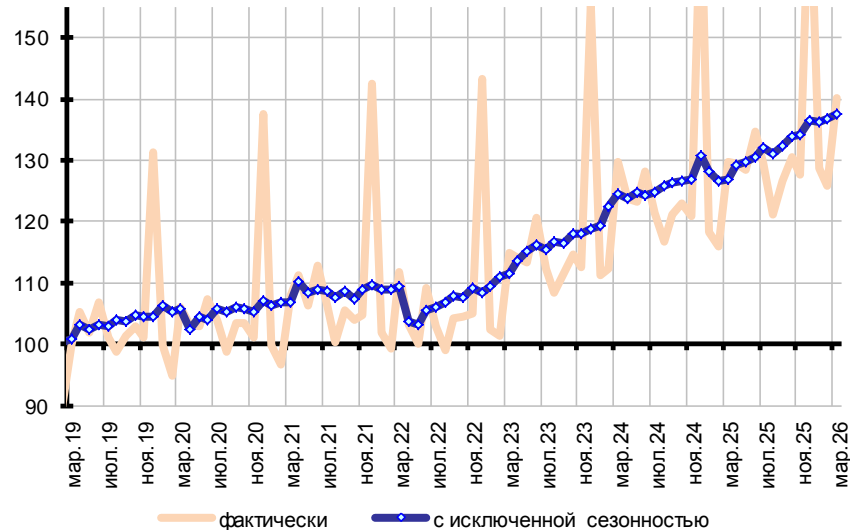
Ситуация в части монетарного давления на инфляцию, по данным на апрель 2026 г., остается противоречивой. С одной стороны, скорость обращения ликвидной части денежных средств населения хотя и несколько замедлилась в последние месяцы, но ее уровень остается выше предшествующего локального максимума второго 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 населения²



Реальная начисленная заработная плата

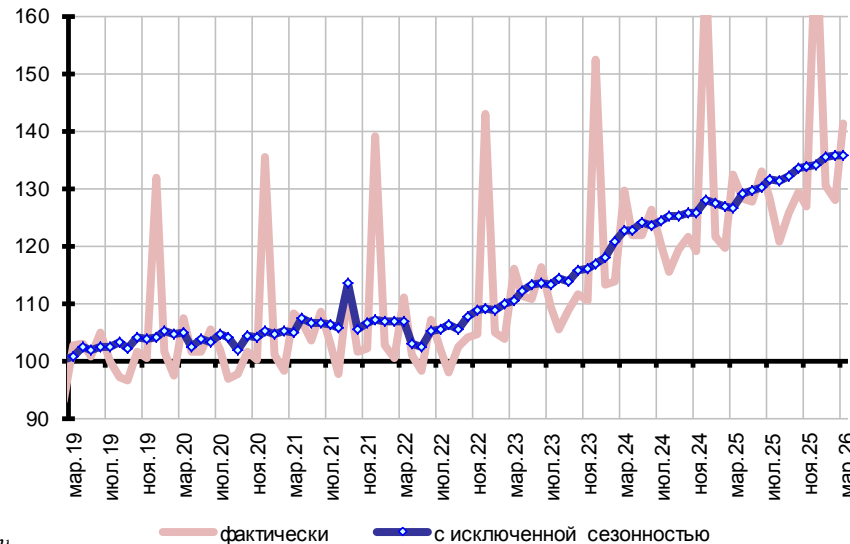


Возобновился рост *реальной заработной платы* (IV кв.: +1.0% в среднем за месяц, январь: -0.1%, февраль: +0.4%, март: +0.6%, сезонность устранена). Общий дефицит рабочей силы и «лидирующий эффект» от повышения оплаты труда в секторах-лидерах (плюс выплат военнослужащим) ведут к системному повышению заработной платы — даже ценой ухудшения финансового положения компаний.

Основные реальные денежные доходы населения в целом следуют за динамикой заработной платы (IV кв.: +0.4% в среднем за месяц, январь: +1.0%, февраль: +0.2%, март: +0.1%, сезонность устранена) с понятным замедлением из-за снижения доходов от процентов по вкладам.

На этом фоне 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 сокращения доходов от финансовых активов в условиях снижения ставок плюс чисто статистические эффекты начала года, - и следует ожидать возобновления роста во II кв.

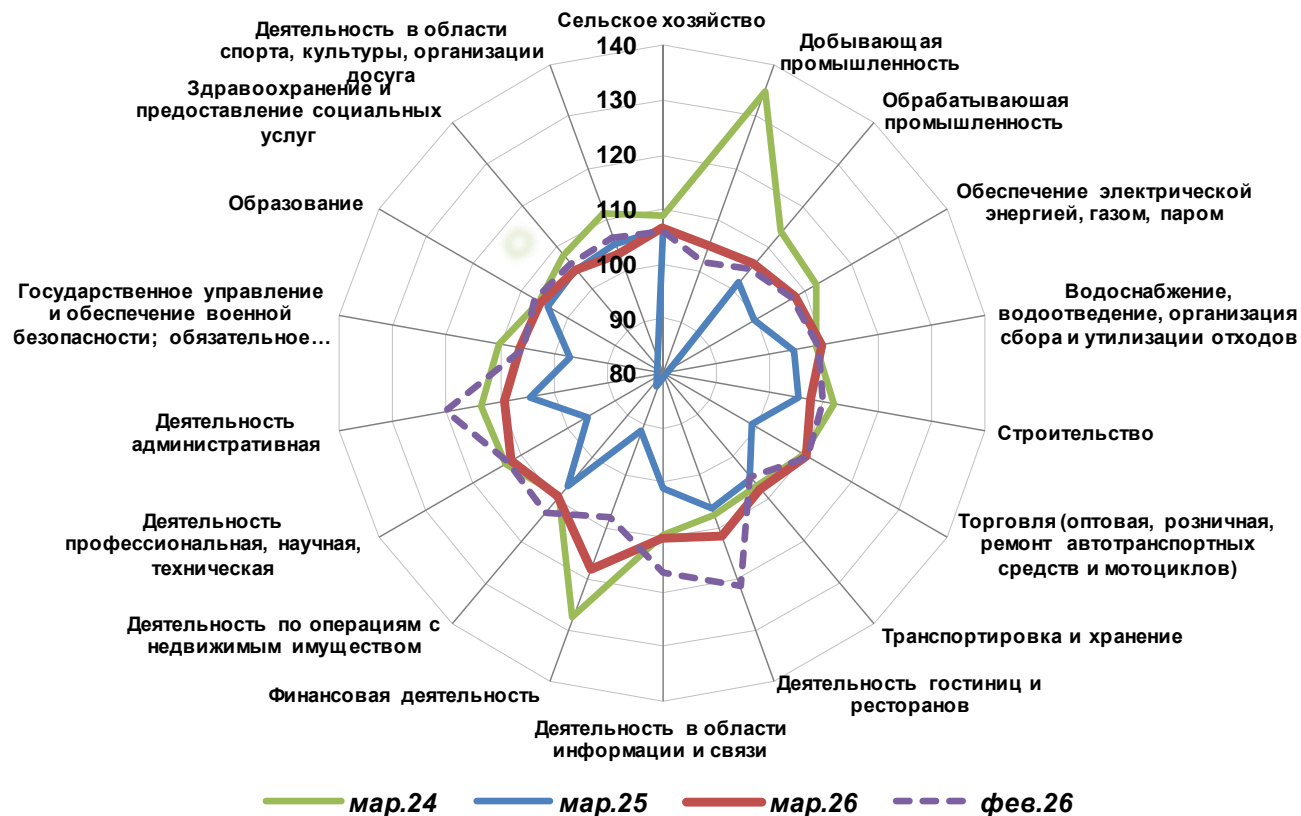
Агрегат основных реальных денежных доходов¹



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

² Соответствующий комментарий будет обновлен по мере обновления данных

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



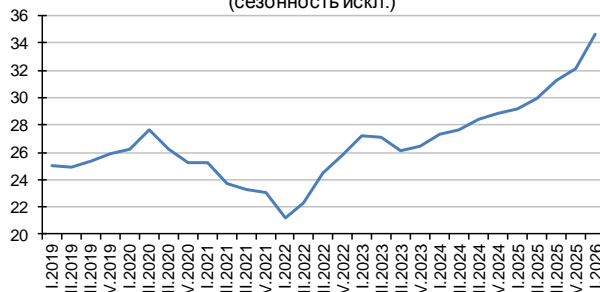
По состоянию на март в *отраслевой структуре роста реальной заработной платы* расширение было практически фронтальным и почти равномерным. Единственное исключение – финансовая деятельность, где высокие финансовые показатели (эффект ставки!) позволяют активно повышать заработную плату.

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

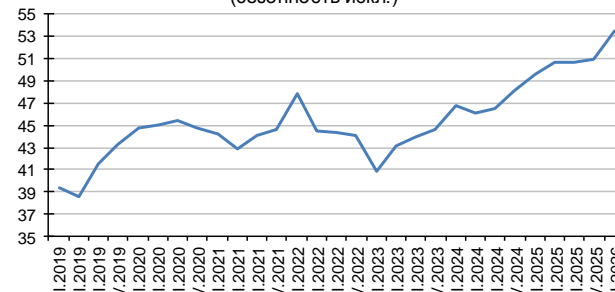
Всего по обследуемым видам экономической деятельности (сезонность искл.)



Обрабатывающие производства (сезонность искл.)



Деятельность в области информации и связи (сезонность искл.)



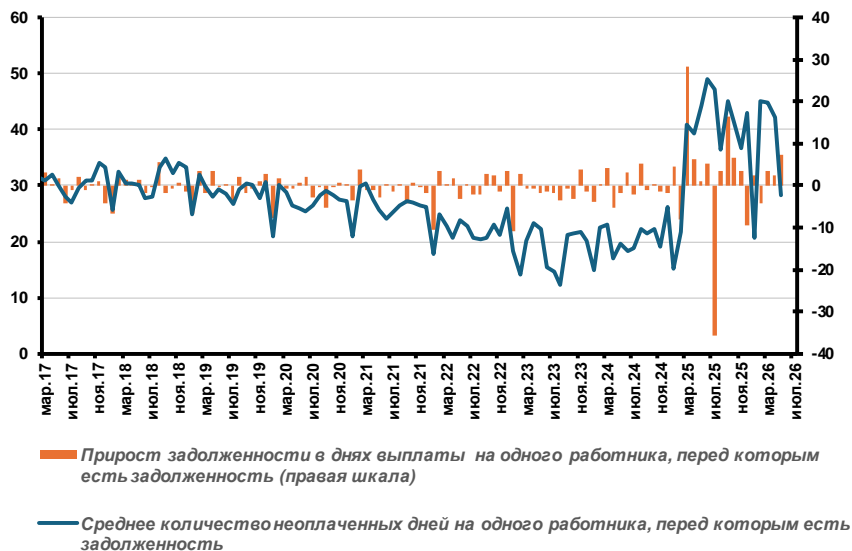
	I.2021	II.2021	III.2021	IV.2021	I.2022	II.2022	III.2022	IV.2022	I.2023	II.2023	III.2023	IV.2023	I.2024	II.2024	III.2024	IV.2024	I.2025	II.2025	III.2025	IV.2025	I.2026
Всего по обследуемым видам экономической деятельности	27.2	25.9	22.0	22.6	23.6	24.2	21.9	23.0	26.1	25.9	21.6	22.6	25.8	25.5	22.7	24.1	27.7	28.4	25.1	26.0	31.1
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	31.1
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	12.2
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	39.1
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	55.1
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	31.7
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	31.2
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	72.0

Давление *оплаты труда на добавленную стоимость* по состоянию на I кв. еще выросло, выйдя на исторический максимум. Уже почти во всех отраслях (кроме, естественно, «рентной» добычи полезных ископаемых) доля оплаты труда в добавленной стоимости превышает 25%, а в строительстве и ИКТ – превысила 50%.

Данные, представленные на графиках и в таблице приведены в разной методологии: На графике - с исключением сезонного фактора. Данные, представленные в таблице, - исходные, без исключения сезонности.

Просроченная задолженность по зарплате

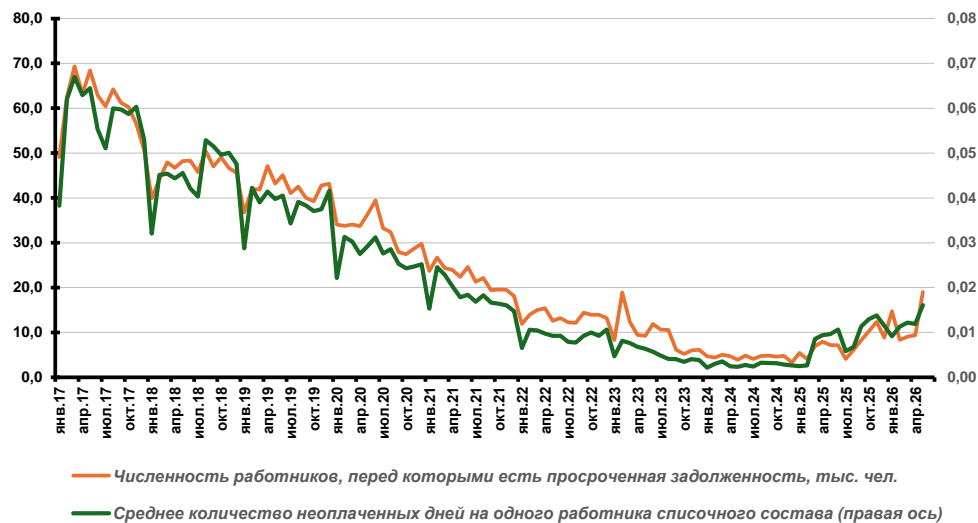
Относительные масштабы (степень остроты проблемы)



Что касается задолженности по зарплате, то здесь возникла довольно острая (по крайней мере, для занятых, которых коснулась данная проблема), но локальная по макромасштабам, ситуация. С одной стороны, сформировалась довольно острая ситуация, когда объём просроченной задолженности по зарплате перед теми занятыми, перед которыми такая задолженность есть (но, разумеется, не перед общей совокупностью занятых) с середины 2025 г. колеблется на довольно высоком уровне, в диапазоне порядка 20-40 дней выплат.

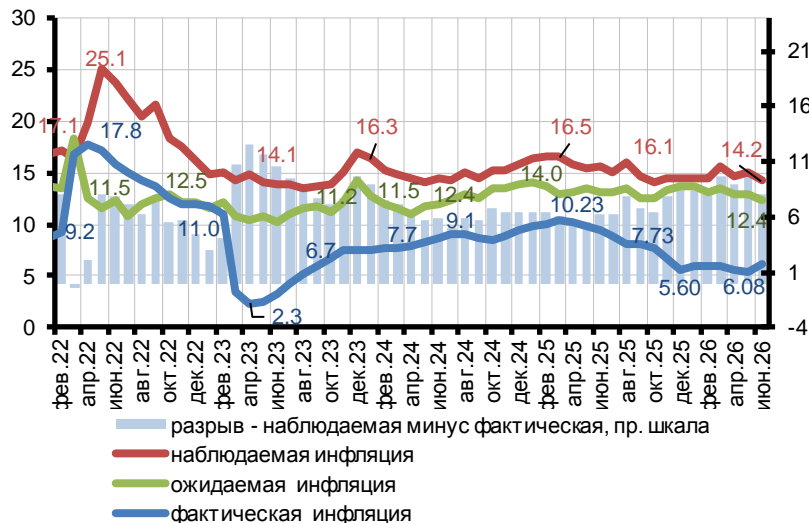
С другой стороны, сама эта проблема пока касается крайне незначительного числа лиц – всего около 20 тыс. чел., и является, тем самым, сугубо локальной. Однако, учитывая тенденцию как к росту этой категории, так и общего масштаба долга – «на карандаш» эту ситуацию брать уже придется.

Абсолютные масштабы

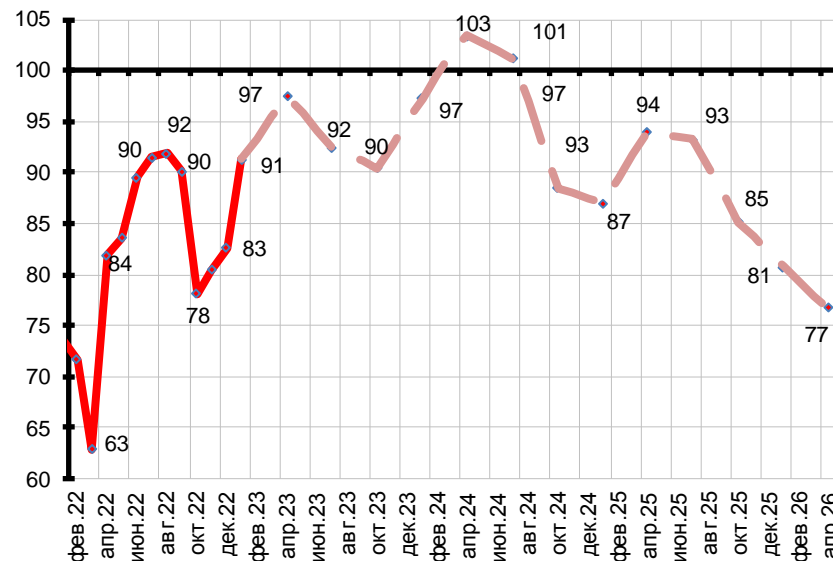


Оценки макроэкономических показателей населением

Инфляционные ожидания (годовых, в %)¹



Индекс уровня жизни (пункты)^{1, 2}



Пунктиром отмечена динамика после перехода от ежемесячных к ежеквартальным обследованиям населения

Оценки населением экономической ситуации, в целом, скорее ухудшились:

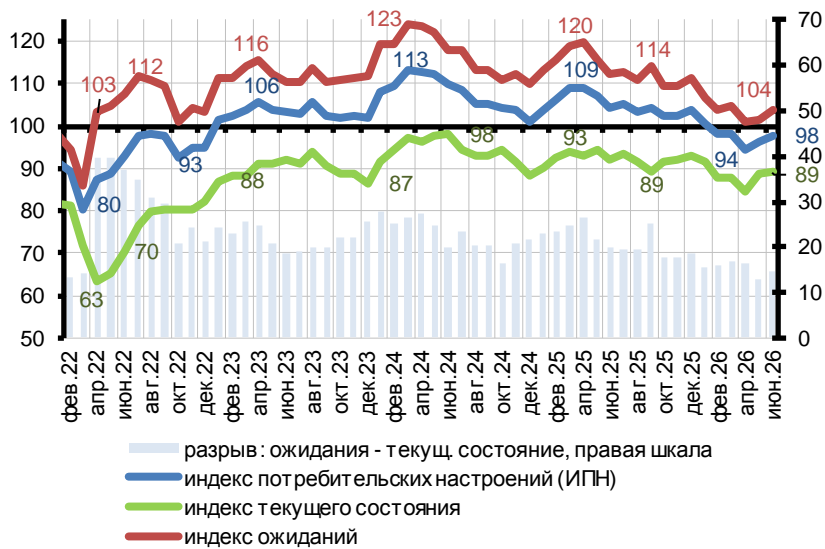
- инфляционные ожидания и наблюдаемая инфляция по состоянию на июнь чуть-чуть снизились. На фоне небольшого повышения фактического уровня инфляции разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией несколько снизился, что, в целом, скорее положительное явление;
- по состоянию на апрель имело место быстрое, 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.

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

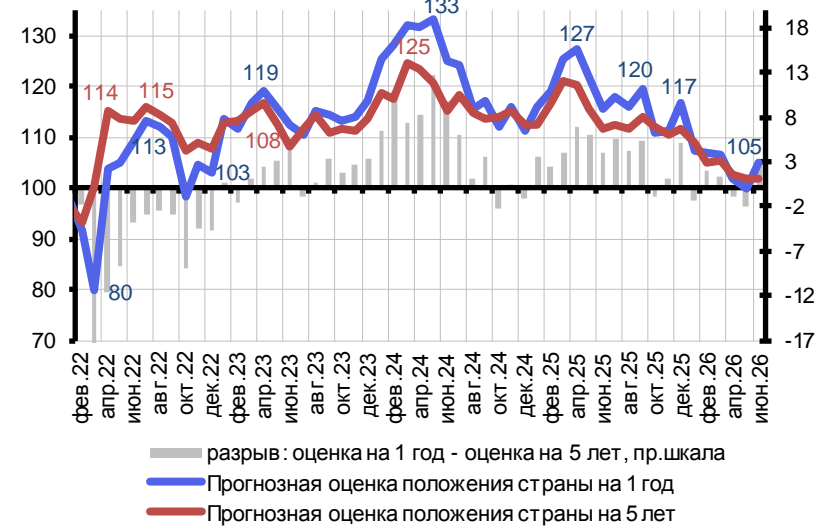
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Потребительские настроения населения

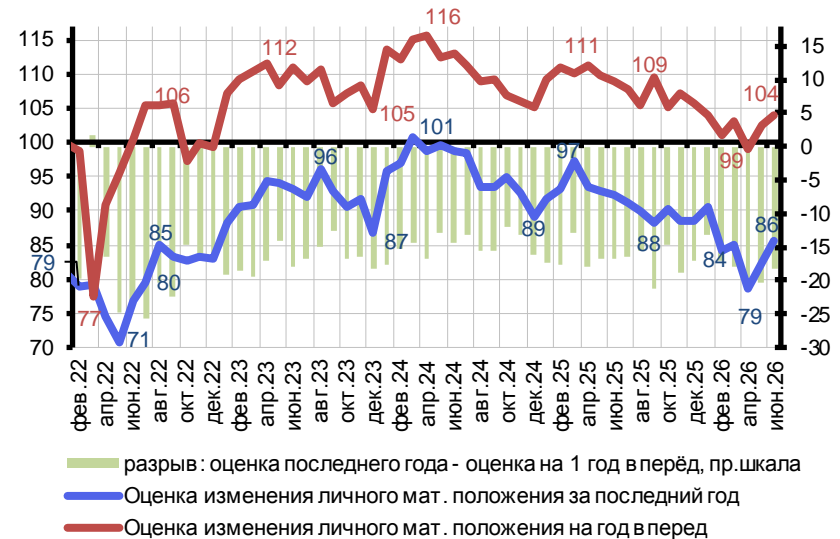
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)



В части *потребительских настроений населения* в июне ситуация стабилизировалась и даже, кажется, чуть улучшилась.

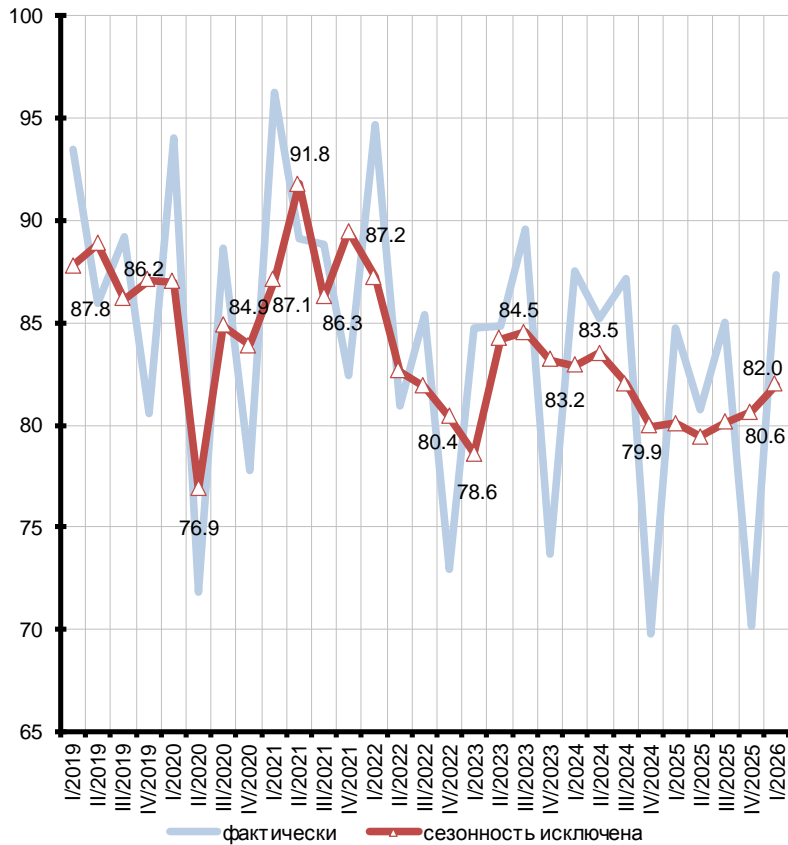
Развернулись к росту оценки личного материального положения – как текущего, так и краткосрочных ожиданий его изменения (возможно, противоречие с оценками уровня жизни связано с низкой частотностью последних).

В то же время, оценки населением экономического положения в стране стабилизировались – правда, после волны быстрого (избыточного относительно реальной ситуации) ухудшения.

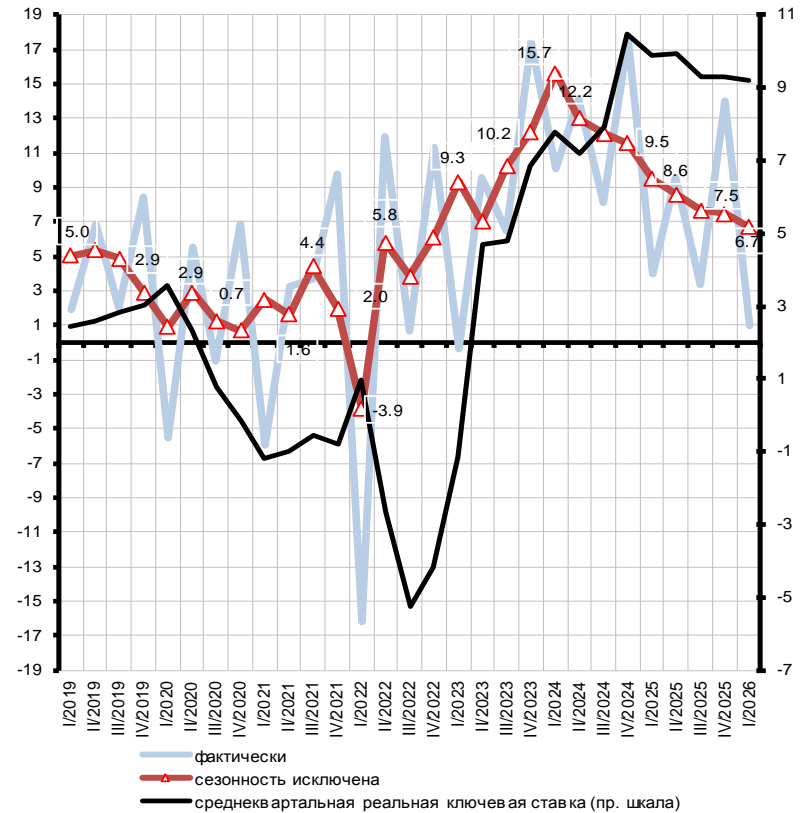
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ.

Норма потребления и норма сбережений населения

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



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



В сфере *потребительского поведения* населения в 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

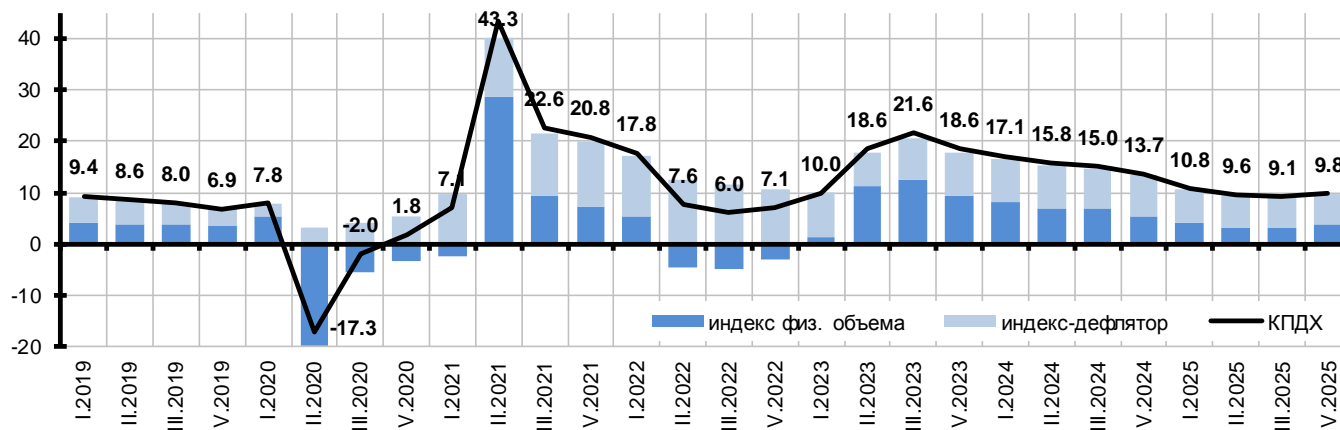
¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2026 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2025-2026 гг. – предварительные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

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

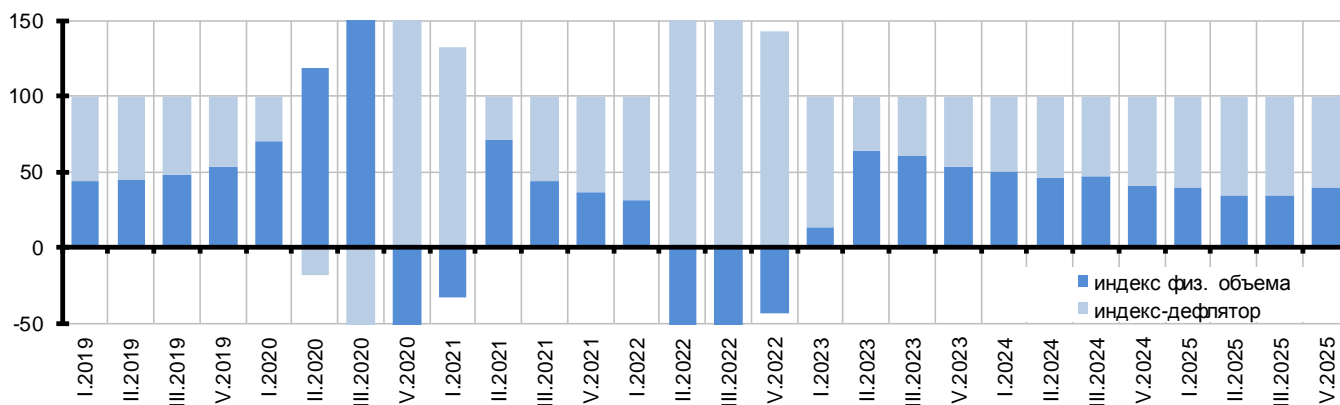
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



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



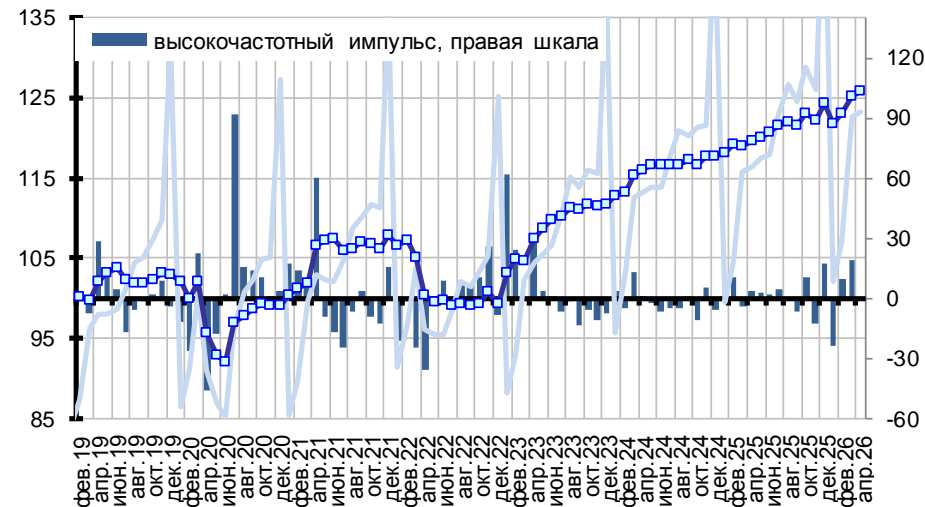
В IV кв. в потребительской сфере *соотношение прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств* осталось, в принципе, таким же, как раньше: уже два года как большая часть прироста спроса «уходит» не в расширение физобъёмов потребления, а в прирост цен.

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

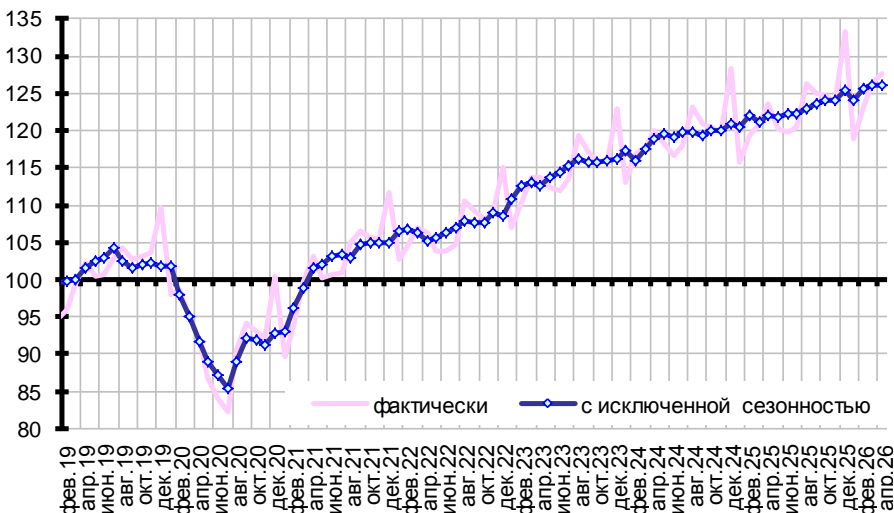
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

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

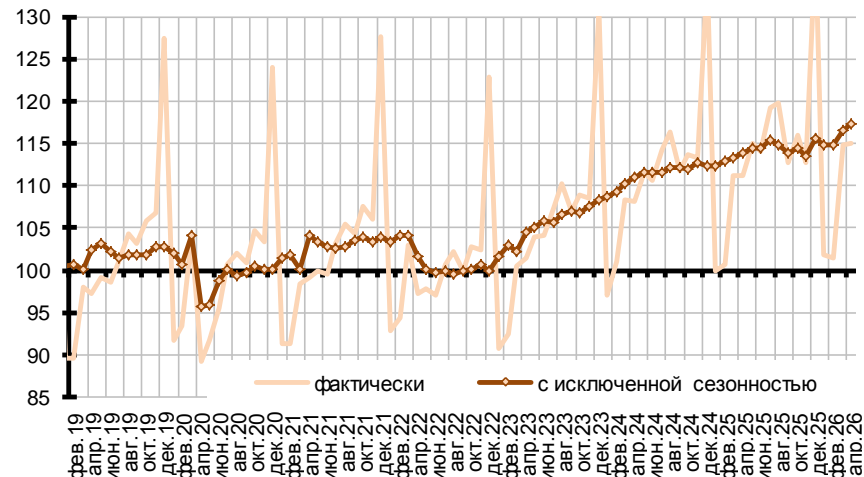
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



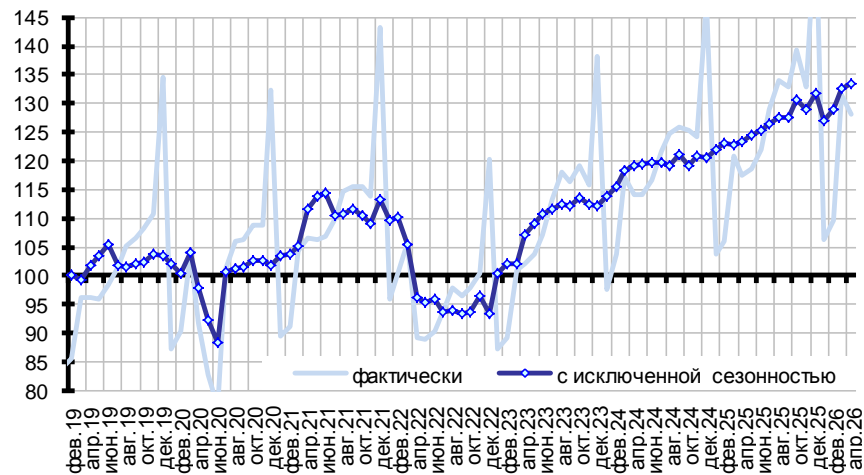
Платные услуги населению



Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



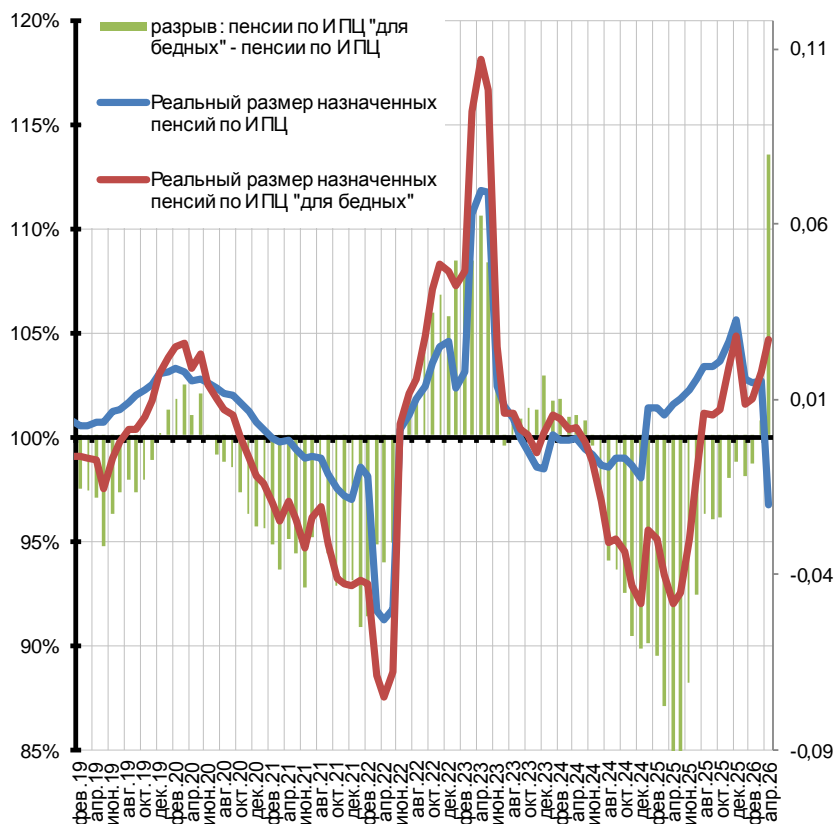
Оборот непродовольственными товарами



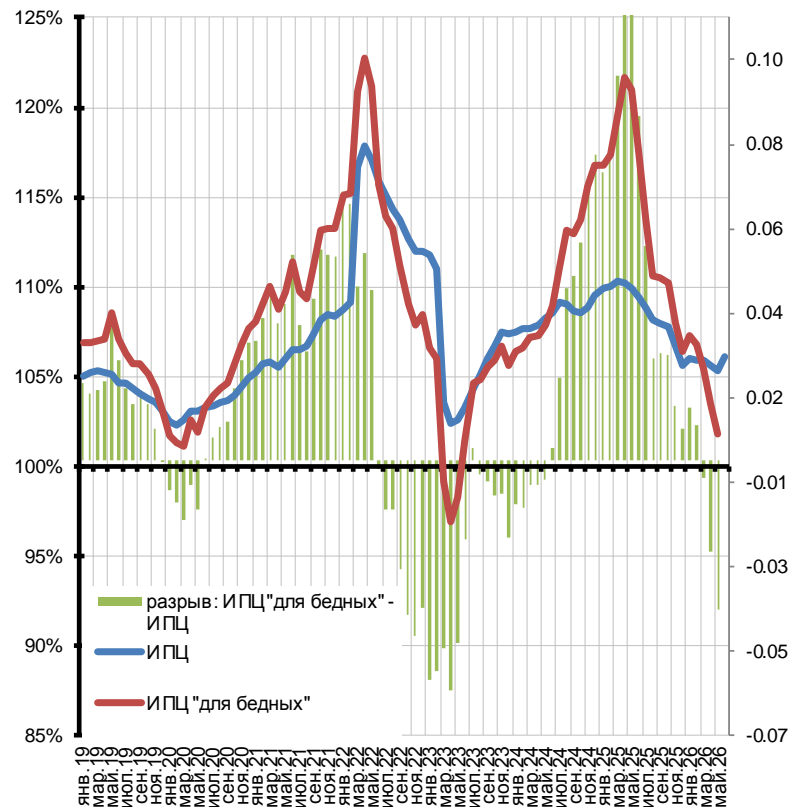
По состоянию на апрель сохраняется рост *потребления населения* (IV кв.: +0.8%, в среднем за месяц, январь: -2.0%, февраль: +0.9%, март: +1.9%, апрель: +0.4%, сезонность устранена). Он, разумеется, сильно замедлился после завершения «маятникового» отскока в феврале-марте – зато имеет почти фронтальный характер (потребление услуг «остановилось» из-за известных событий в Персидском заливе: ОАЭ – не только популярное место выездного туризма, но и крупный авиахаб на другие направления) и в Крыму. В целом, поступательный рост потребления – основной фактор экономического роста в сложившейся сейчас ситуации.

Инфляция «по корзине потребления малообеспеченных»¹

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



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

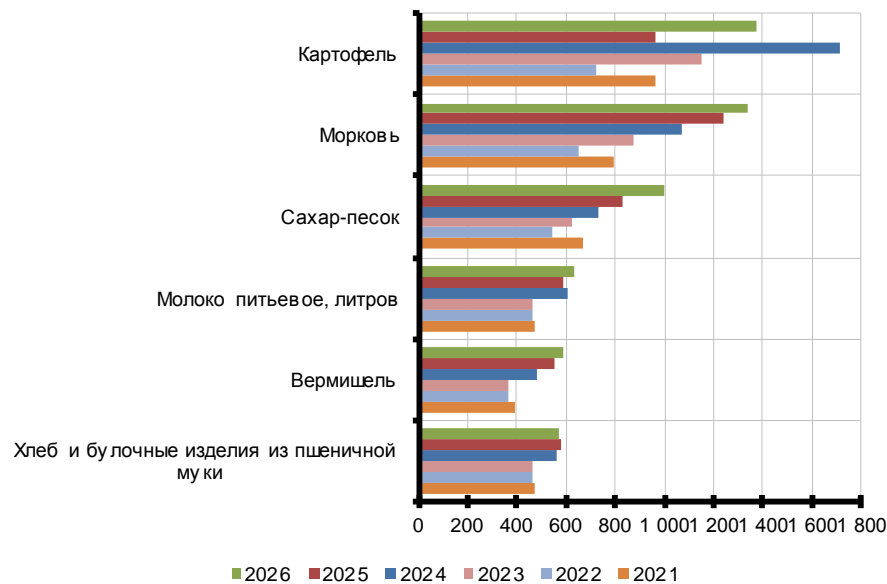
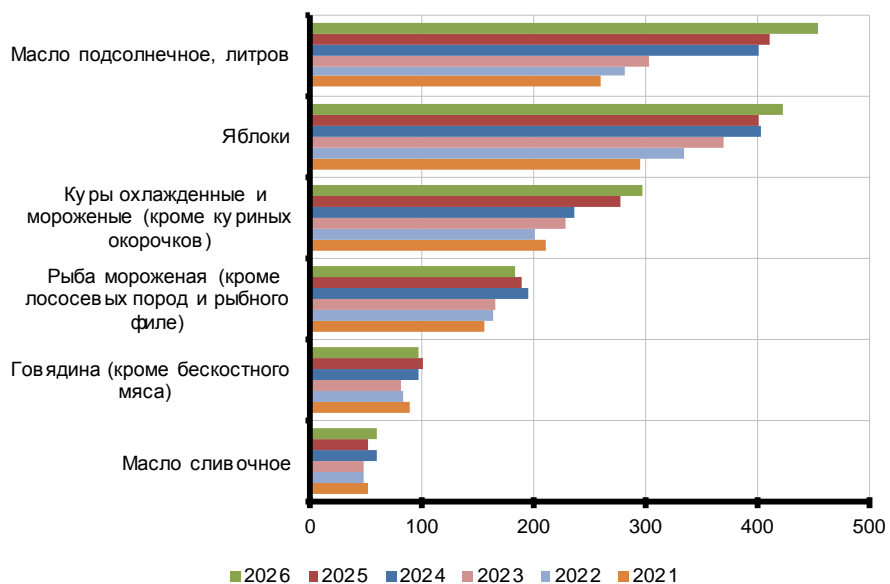


Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции (по состоянию на май) стал крайне благоприятным: цены по корзине потребления малообеспеченного населения возросли значительно медленнее общей инфляции.

По данным на апрель, прирост реального размера пенсий (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы был весьма положительным: благодаря минимальной динамике потребительских цен по данной группе реальный размер пенсий для нее заметно возрос (а по средней инфляции — снизился).

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

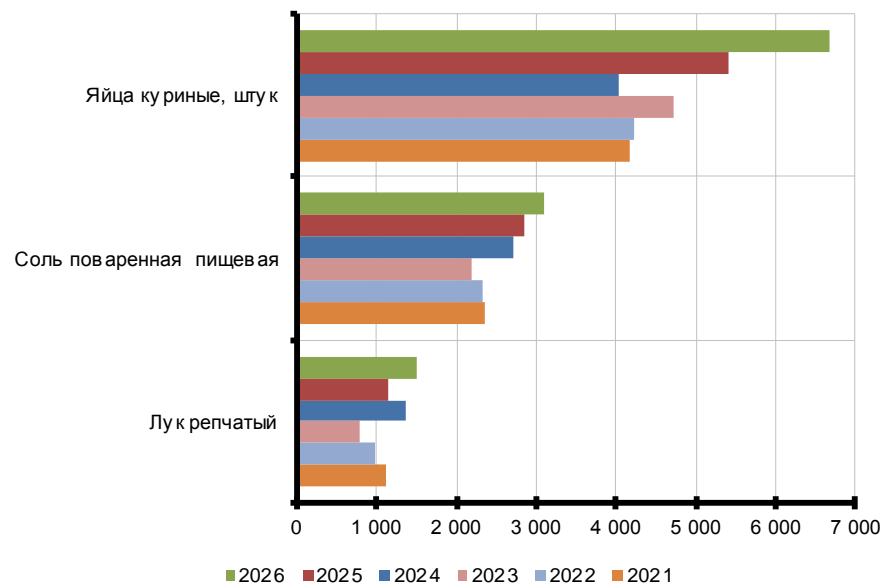
Покупательная способность среднедушевых денежных доходов населения по основным продуктам питания в январе-марте (кг в месяц)¹



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

Исключения:

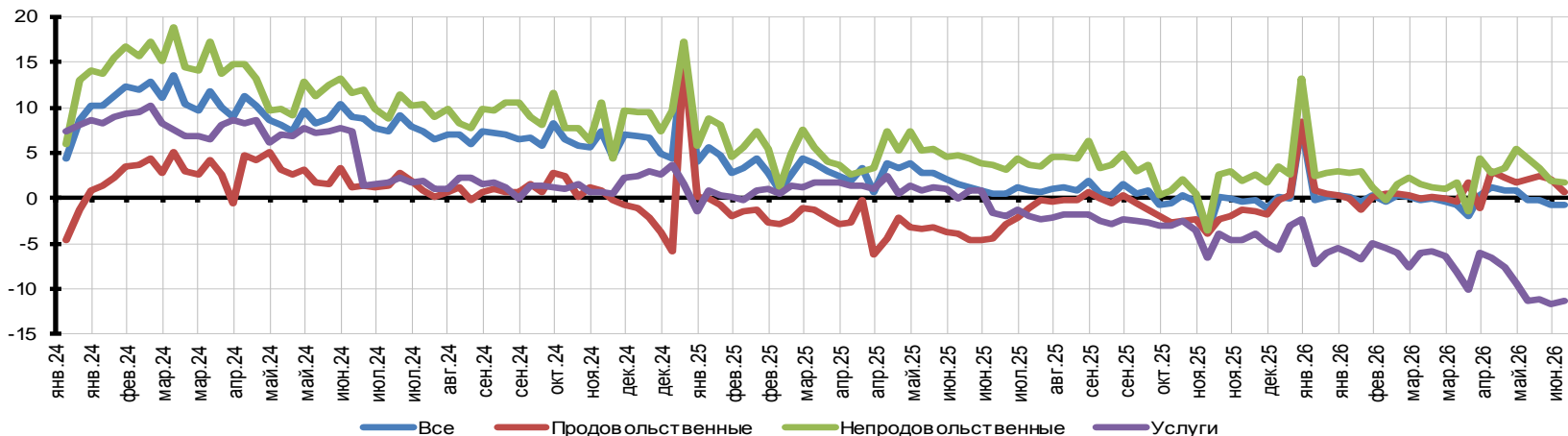
- рыба, где есть ряд как фундаментальных, так и ситуационных факторов, подталкивающих цены вверх (удорожание обслуживания судов промыслового флота в условиях санкций, проблемы с налогообложением, сезонные особенности путины текущего года);
- хлеб, где продолжается ползучее повышение цен на продукты,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



¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных

Основные направления потребительских расходов^{1,2}

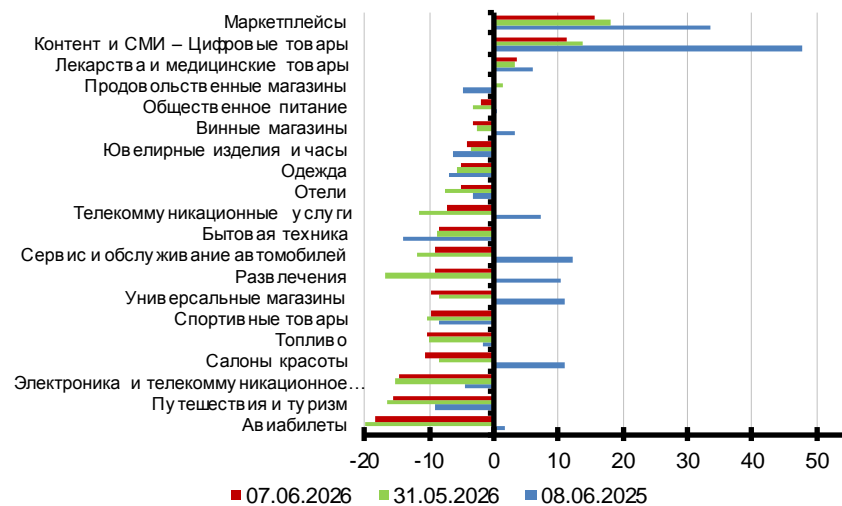
Изменение расходов физических лиц на товары и услуги (% к соотв. периоду прошлого года, в реальном выражении)



В части *потребительского поведения* по состоянию на июнь, можно отметить, скорее негативные тенденции. По всем основным позициям наблюдается более или менее сильный спад. Однако, пока нет официальной статистики, неясно, имеет ли место реальный спад, улавливающийся через оперативную информацию, или (скорее) налицо «статистическая aberrация», связанная с наложением выборочных данных о продажах по одной выборке с оперативными данными об инфляции по другой.

В *структуре потребительских расходов* по состоянию на начало июня отмечаются все те же тенденции, что и раньше: быстрый (хотя и замедляющийся) рост продаж на маркетплейсах (высококонкурентные цены) и приобретения цифровых товаров, плюс некоторое оживление на рынке лекарств.

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



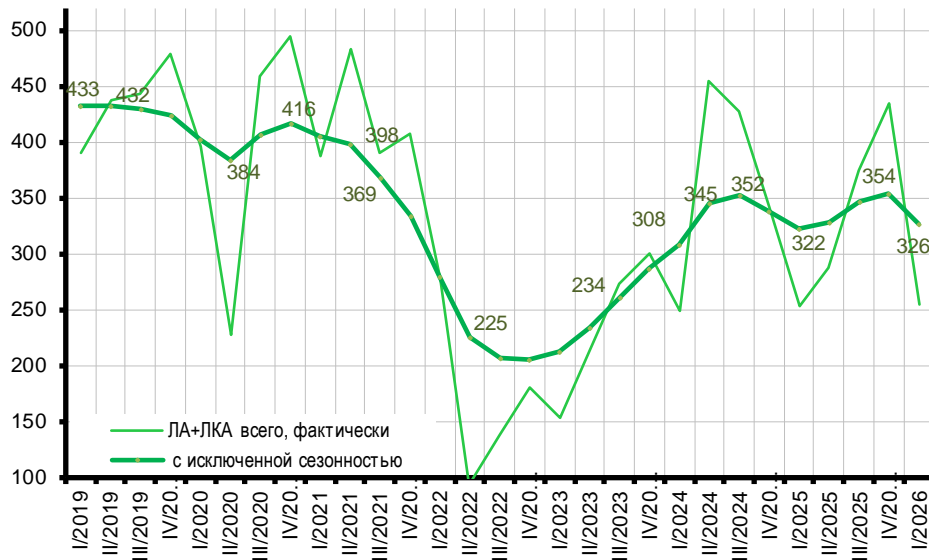
¹ По данным еженедельного исследования Сбера «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

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

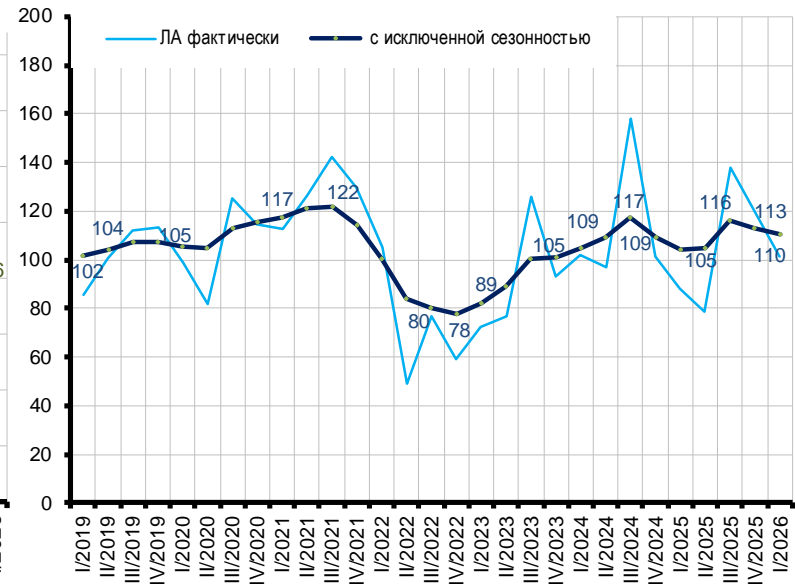
Данные с октября 2023 г. по настоящее время несопоставимы с данными за период с января 2020 г. по сентябрь 2023 г. вследствие изменения в июле 2025 г. Сбером классификации потребительских расходов и представления данных за период с октября 2023 г. в соответствии с изменениями.

Продажи новых автомобилей¹

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



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



На рынках легковых автомобилей и ЛКА в 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:

- идет 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.

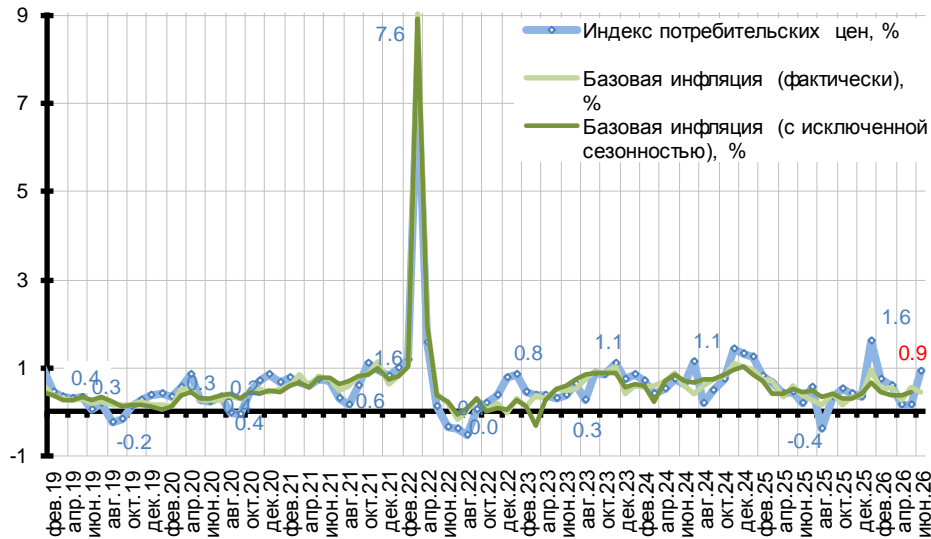
В любом случае, только итоги II кв. позволят «откалибровать» тенденции I кв., которые, очевидно, имеют внутренне слишком неоднородный характер.

Источник данных: исходные ежемесячные (по 2023 г.) и поквартальные данные о продаже ЛА и ЛКА опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса (ЕАБ). Продажи ЛА в постоянных ценах – Росстат, продажи вне официальных дилерских сетей (т.н. «серый импорт») вместе с данными от автодилеров основаны на методологии АО «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В январе-мае 2026 г. по оценке АО «ППК» продано 0.48 млн. автомобилей, рост на 6.0% к январю-маю 2025 г.

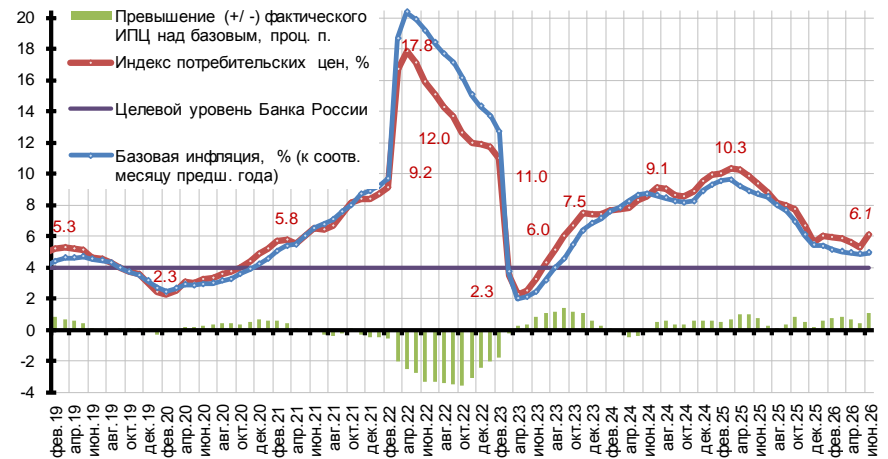
¹ Соответствующий комментарий будет обновлен по обновлениям данных

Инфляция на потребительском рынке

Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)

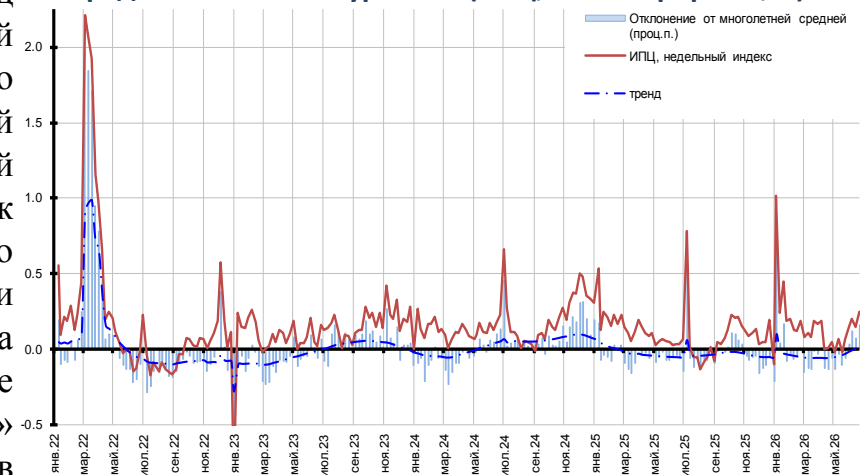


Индекс потребительских цен (к соотв. месяцу предшествующего года, %)



Инфляция усилилась. По данным на 22 июня её уровень за месяц оценивается в 0.90-0.95%, а к июню 2025 г. - в 6.0-6.1% (самый высокий с начала года). Структура инфляции свидетельствует, что рост цен имеет, во-первых, очаговый, а во вторых – немонетарный характер. Прирост цен формируется удорожанием плодоовощной продукции (кратковременный всплеск из-за выхода на рынок продукции нового урожая; оценка за месяц: 7.7%; уже в июле, по мере заговаривания рынка ожидается дефляция), на бензин и дизтопливо (из-за сезонного роста спроса и ударов по НПЗ; оценка за июнь: 8.6% и 7.8-8.0%, соответственно), роста тарифов в сфере внутреннего туризма и рекреации. В то же время, по «ядру» монетарной инфляции – удорожанию непродовольственных товаров без учёта нефтепродуктов и сигарет прироста цен почти нет (оценка за месяц: 0.1%, год к году: +3.0%).

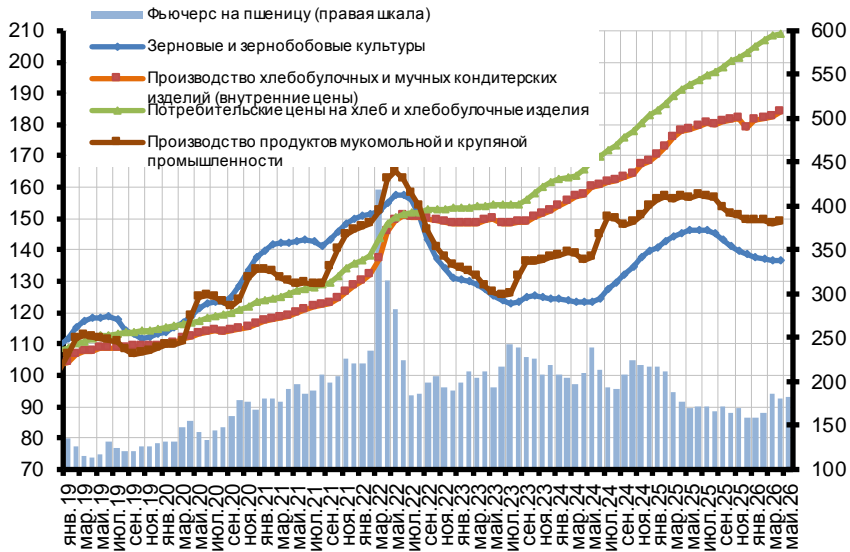
Недельный индекс потребительских цен и его превышение над среднелетним уровнем (ИПЦ, темпы прироста, %)



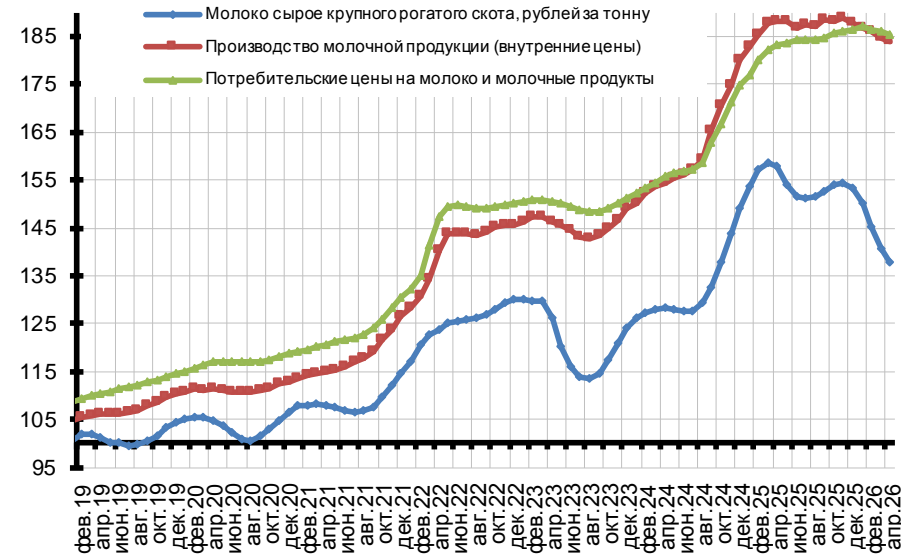
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

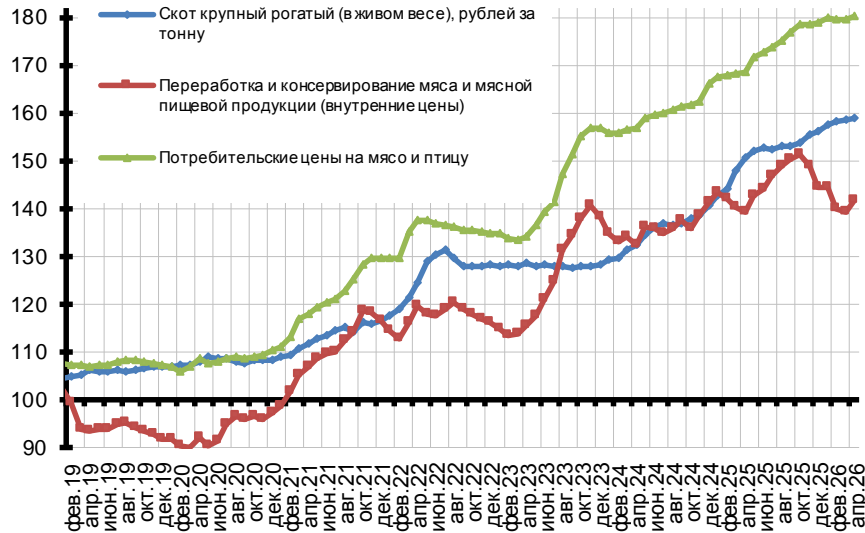
Цены на хлеб



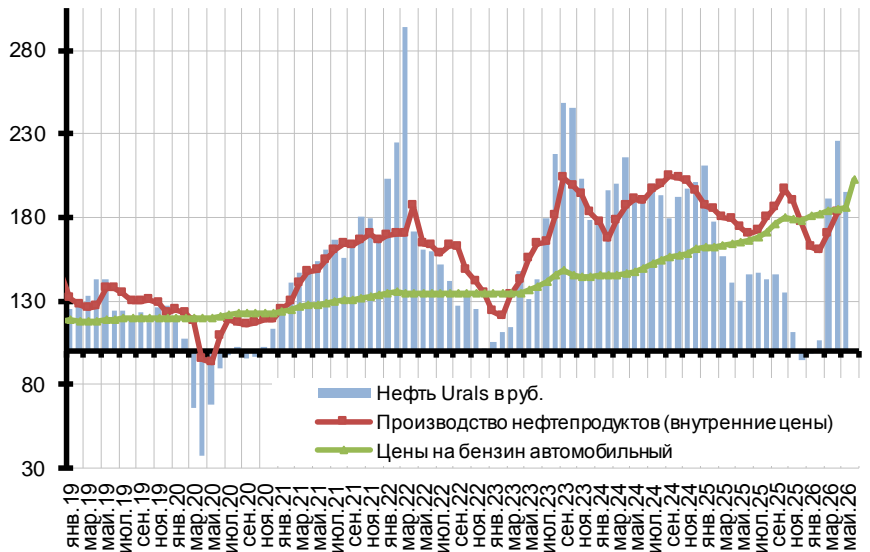
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

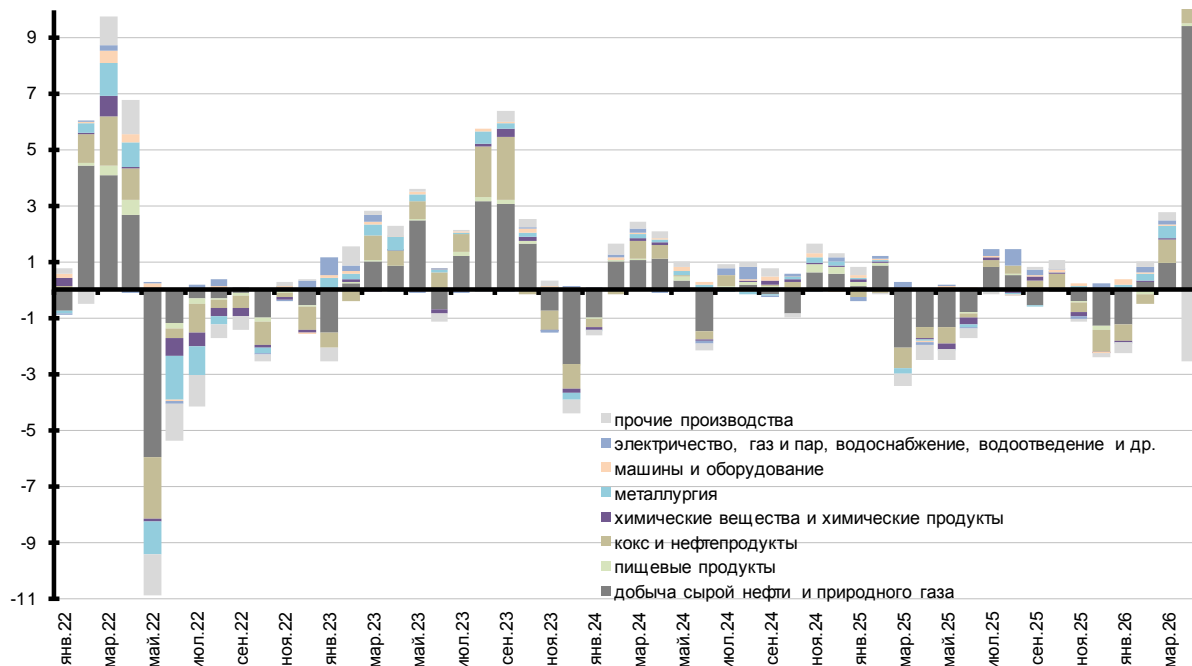


Цены на топливо

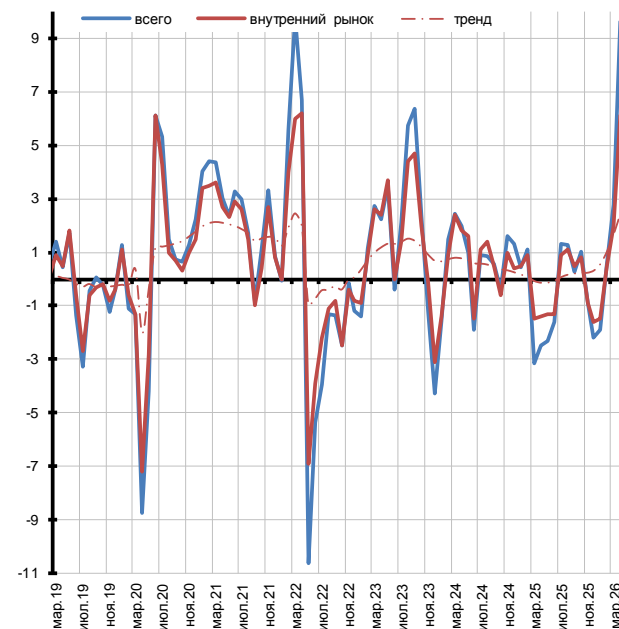


Структура цен производителей в промышленности

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



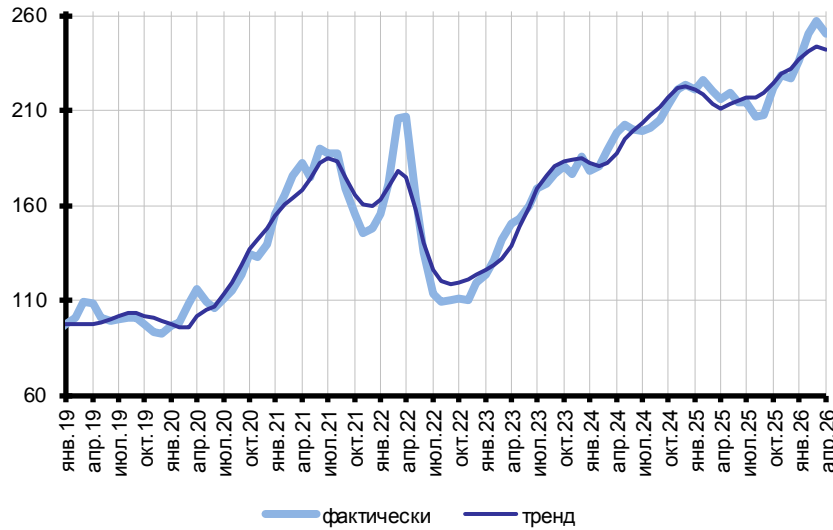
Индекс цен производителей (%)



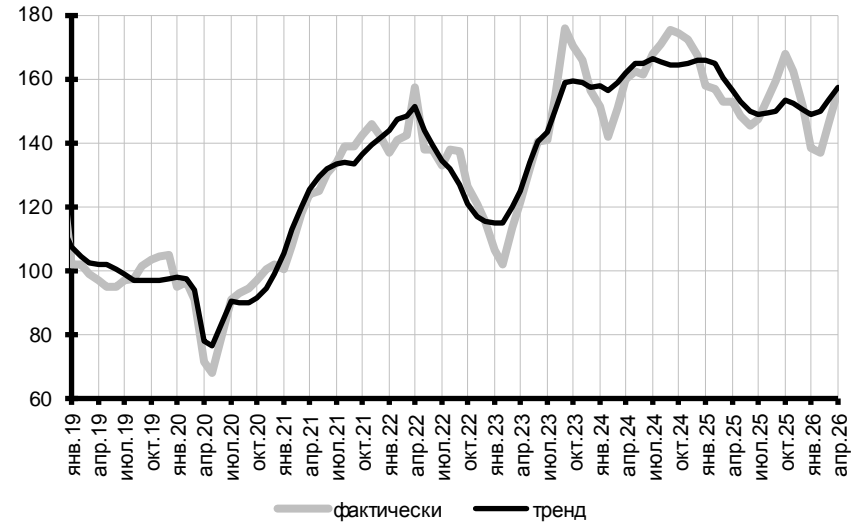
На рынках промышленной продукции по состоянию на апрель цены резко подскочили – правда, исключительно за счет цен в сфере добычи нефти и газа, а внутри неё – за счет роста цен на экспортируемые ресурсы. В остальных отраслях сколько-нибудь значимого роста цен нет, а в пищевой промышленности даже отмечена дефляция (заметно более глубокая, чем «должно быть» в соответствии с сезонностью).

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

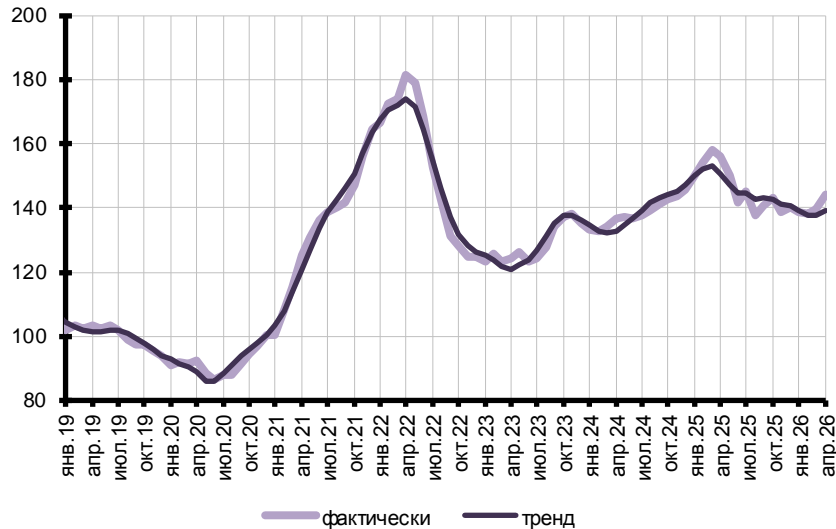
Добыча металлических руд



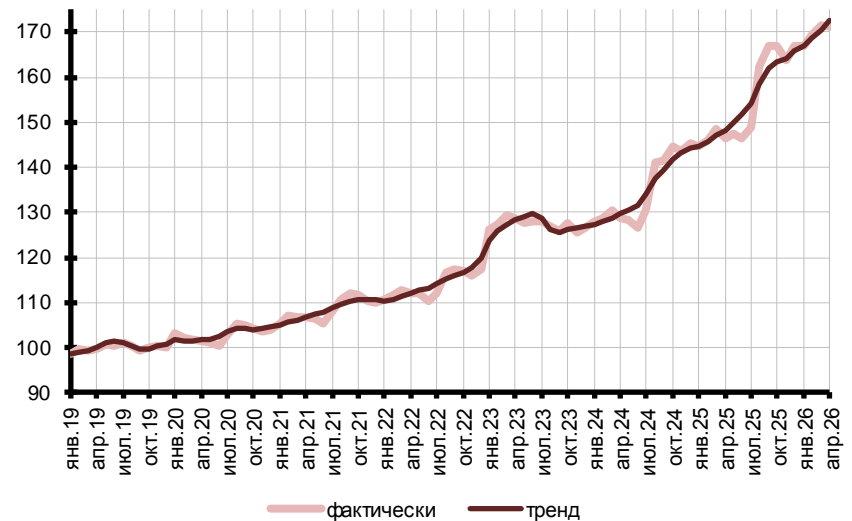
Производство нефтепродуктов



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

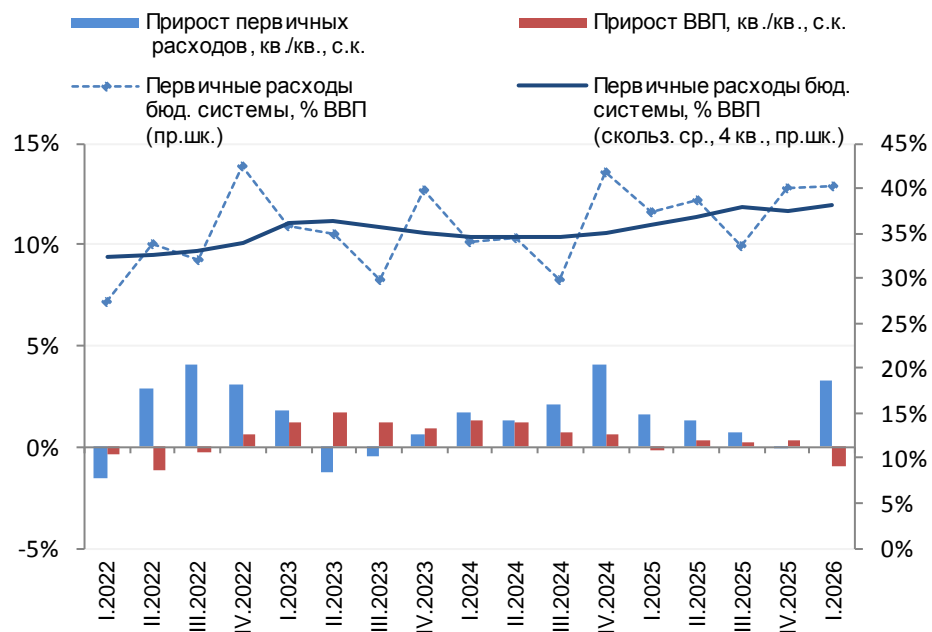
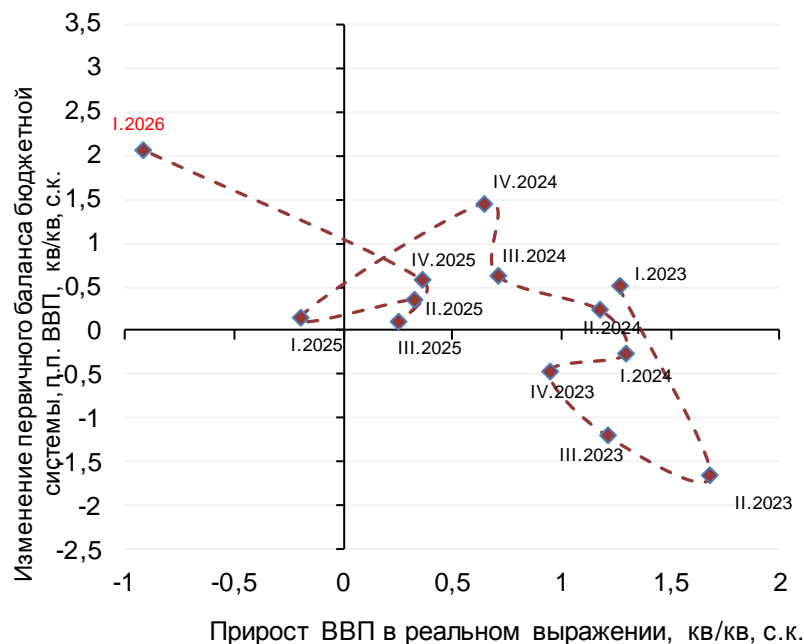


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



Бюджетная система как фактор роста

По итогам I кв. 2026 г. темп прироста первичных расходов бюджетной системы в реальном выражении составил 3.3%, а ВВП снизился. Это определяет сохранение высокого уровня первичных расходов бюджетной системы в % от ВВП. К концу I кв. 2026 г. сглаженный показатель (скользящее среднее за 4 квартала) составил 38.1% ВВП. Такой уровень свидетельствует о сохранении значимой роли бюджетных расходов в экономике, особенно в условиях замедления экономической активности. Однако, учитывая опережающее финансирование расходов в начале года, в последующие кварталы возможности для дальнейшего расширения расходов будут ограничены.



В I кв. 2026 г. бюджетный импульс вновь стал выраженно положительным (+2.1% ВВП) на фоне снижения ВВП в реальном выражении. Это означает, что бюджетная политика продолжила поддерживать экономическую активность и частично сглаживала эффект охлаждения. Вместе с тем такой масштаб поддержки будет сложно сохранять на протяжении всего года: при высоком дефиците и необходимости удерживать расходы в рамках утвержденных ориентиров бюджетный импульс, вероятно, станет постепенно ослабевать.

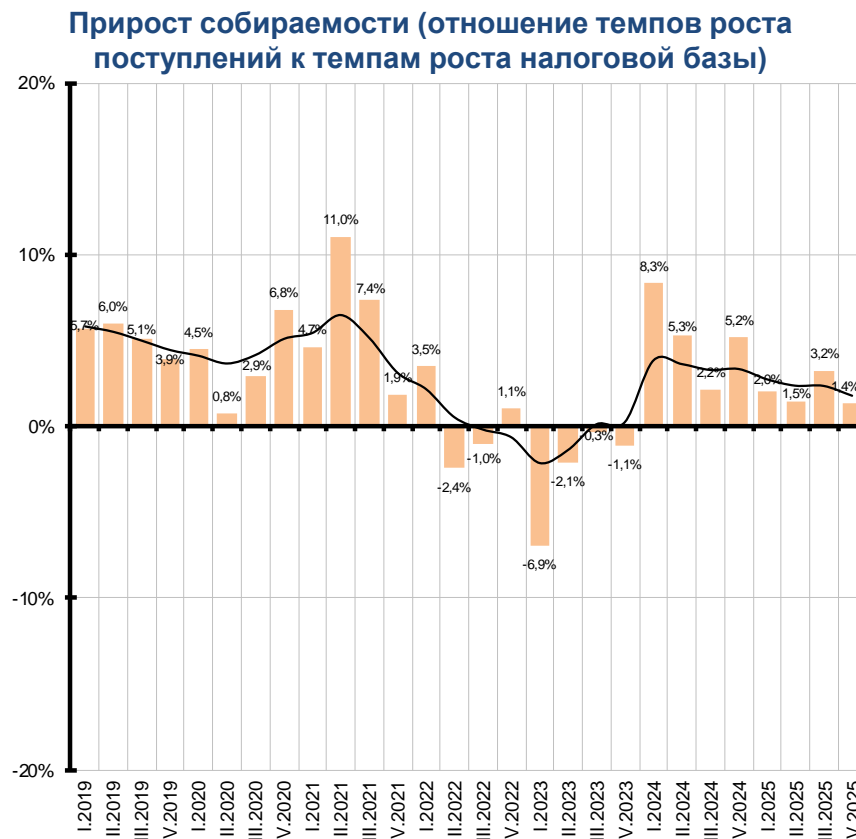
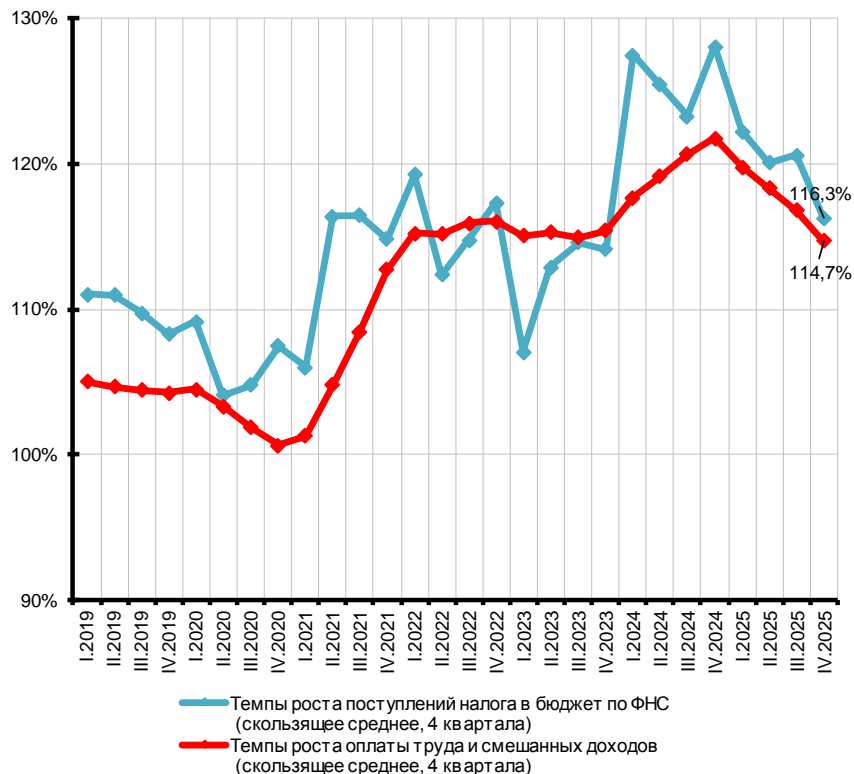
Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Соответственно, положительный бюджетный импульс определяется снижением разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной системы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

Структура доходов бюджетной системы

Мпрд руб.	4 мес. 2026			4 мес. 2025			Среднее (4 мес. 2019-2026 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	24 800	1,7%	100,0%	24 392	9,9%	100,0%	11,1%	101,0%
Нефтегазовые доходы в том числе	2 298	-38,3%	9,3%	3 727	-10,3%	15,3%	9,5%	18,0%
Нефть и нефтепродукты	1 174	-38,5%	4,7%	1 909	-14,0%	7,8%	2,0%	11,0%
Газ и газовый конденсат	675	-20,0%	2,7%	843	-11,6%	3,5%	13,1%	4,2%
Налог на дополнительный доход	450	-53,8%	1,8%	975	-6,2%	4,0%	37,3%	2,8%
Ненефтегазовые доходы в том числе	22 502	8,9%	90,7%	20 665	14,6%	84,7%	12,7%	85,6%
Налоги на доходы и прибыль	6 741	5,9%	27,2%	6 368	37,5%	26,1%	12,0%	26,3%
Налоги на потребление	6 299	18,1%	25,4%	5 333	1,8%	21,9%	13,3%	23,9%
Налоги на имущество	829	5,7%	3,3%	785	12,1%	3,2%	10,7%	3,4%
Налоги, сборы и платежи за добычу ресурсов	216	21,7%	0,9%	178	-112,5%	0,7%	-127,1%	-0,5%
Таможенные пошлины	331	-14,0%	1,3%	385	-34,0%	1,6%	10,0%	2,0%
Страховые взносы	5 651	11,2%	22,8%	5 084	16,5%	20,8%	14,1%	20,1%
Прочие доходы	2 434	-3,9%	9,8%	2 532	9,0%	10,4%	8,1%	11,0%

По итогам 4 месяцев 2026 г. *доходы бюджетной системы* выросли на 1.7% относительно аналогичного периода прошлого года. Сдерживающим фактором стало сокращение нефтегазовых доходов (-38%): рост цен на отечественные энергоносители был во многом нивелирован более крепким курсом рубля. Ненефтегазовые доходы продолжили расти (+8.9%), прежде всего за счет налогов на потребление (+18) и страховых взносов (+11%). Рост налогов на потребление отражает повышение ставки НДС, расширение круга его плательщиков, а также индексацию и повышение ставок акцизов по отдельным подакцизным товарам. Динамика налогов на доходы и прибыль (+5.9%) оставалась более сдержанной на фоне ослабления прибыли организаций. Дополнительную поддержку доходам обеспечили налоги, сборы и платежи за добычу ненефтегазовых ресурсов (+22%), в том числе за счет роста поступлений НДС на золото фоне высоких мировых цен. Поступления таможенных пошлин снизились (-14%), что во многом связано с укреплением рубля.

Налог на доходы физических лиц



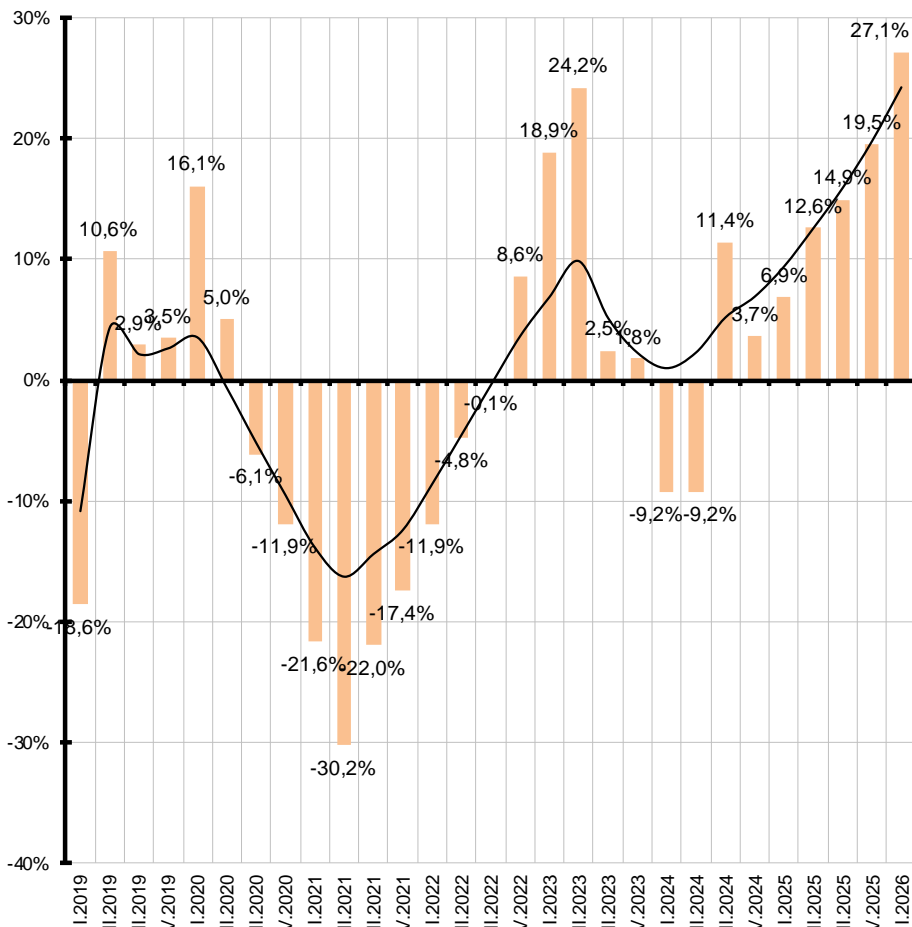
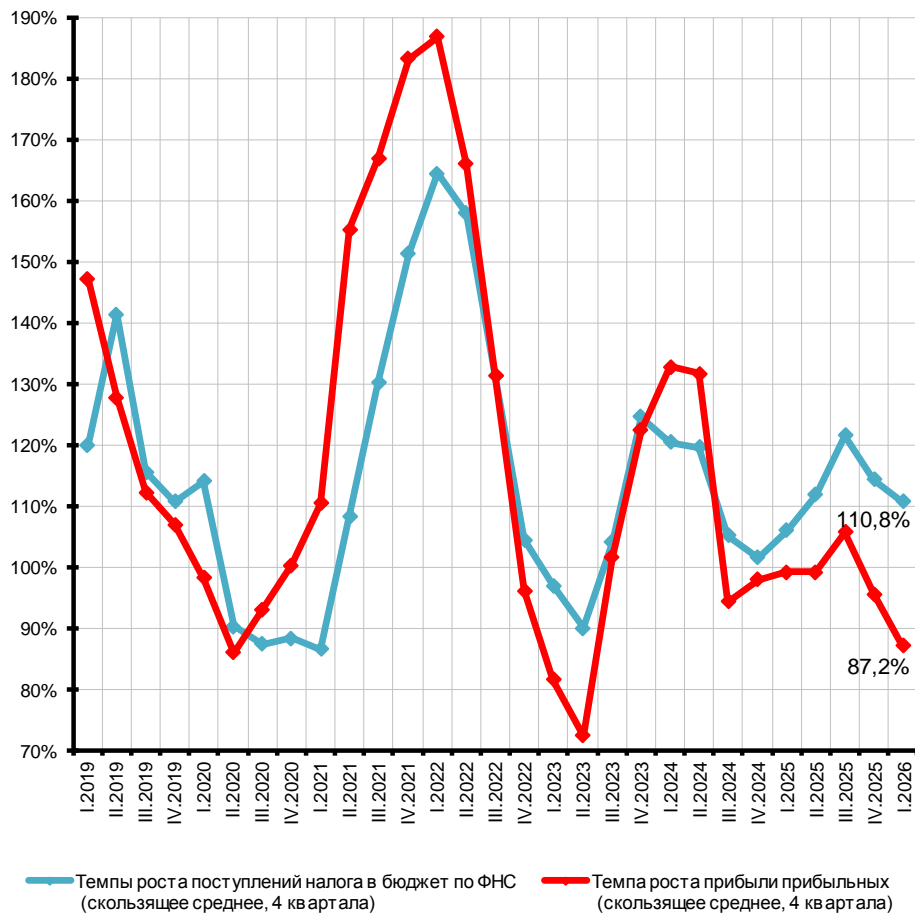
Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)».

В IV кв. 2025 г. темпы роста поступлений НДФЛ скорректировались до 116% (скользящее среднее за 4 квартала) против 121% 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

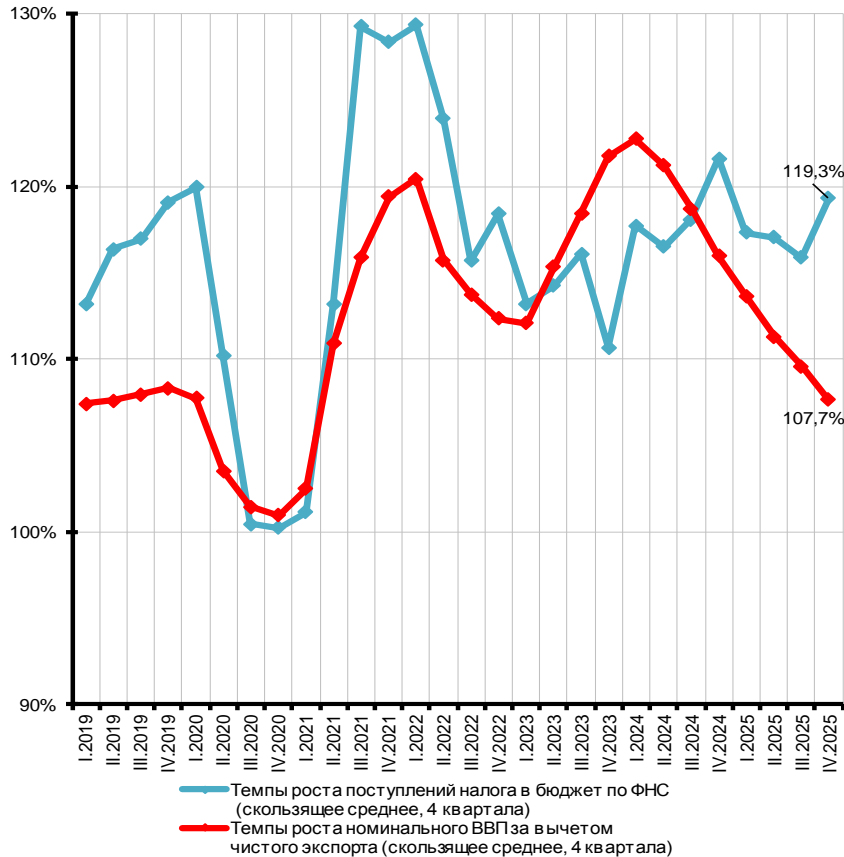
Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



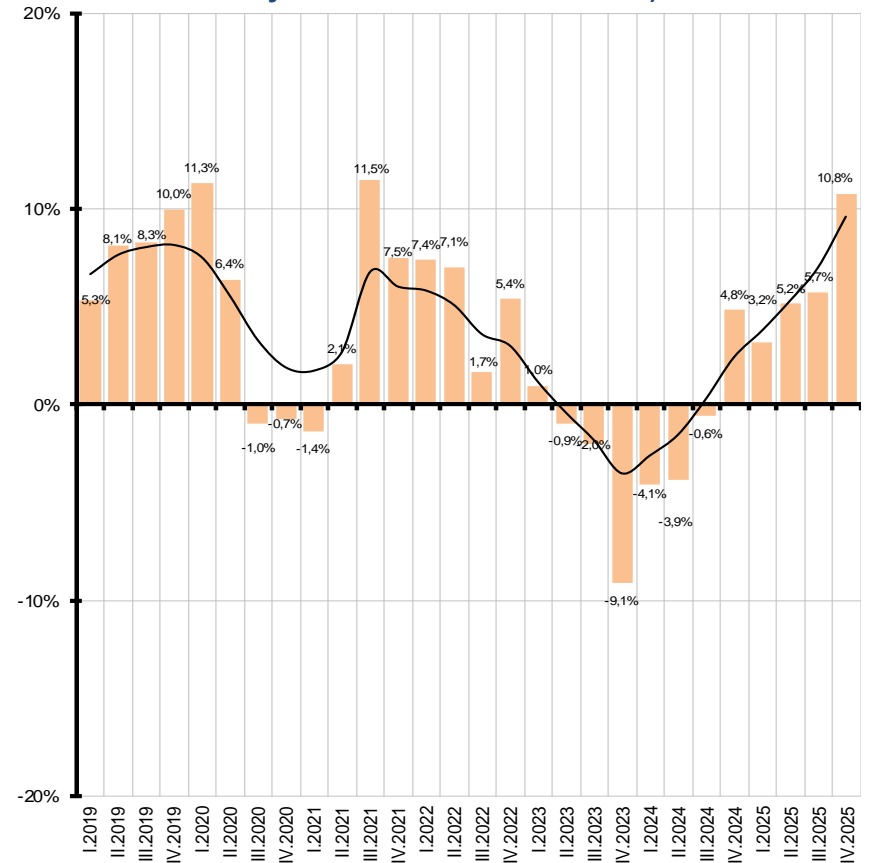
В I кв. 2026 г. прибыль прибыльных организаций продолжила снижаться, однако поступления налога на прибыль заметно выросли. Основная причина – полный фискальный эффект повышения ставки: в начале 2025 г. часть платежей еще относилась к прибыли 2024 г. и рассчитывалась по прежним условиям, что сформировало низкую базу для сопоставления. По мере исчерпания этого эффекта поступления налога на прибыль в текущем году будут снижаться вслед за сокращением налоговой базы

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

Налог на добавленную стоимость



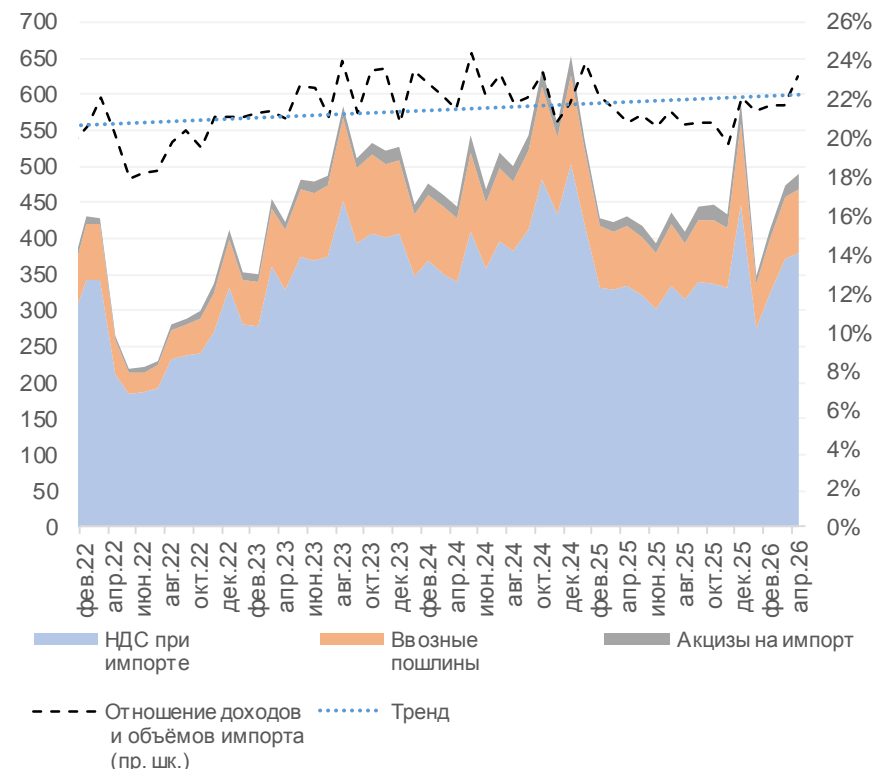
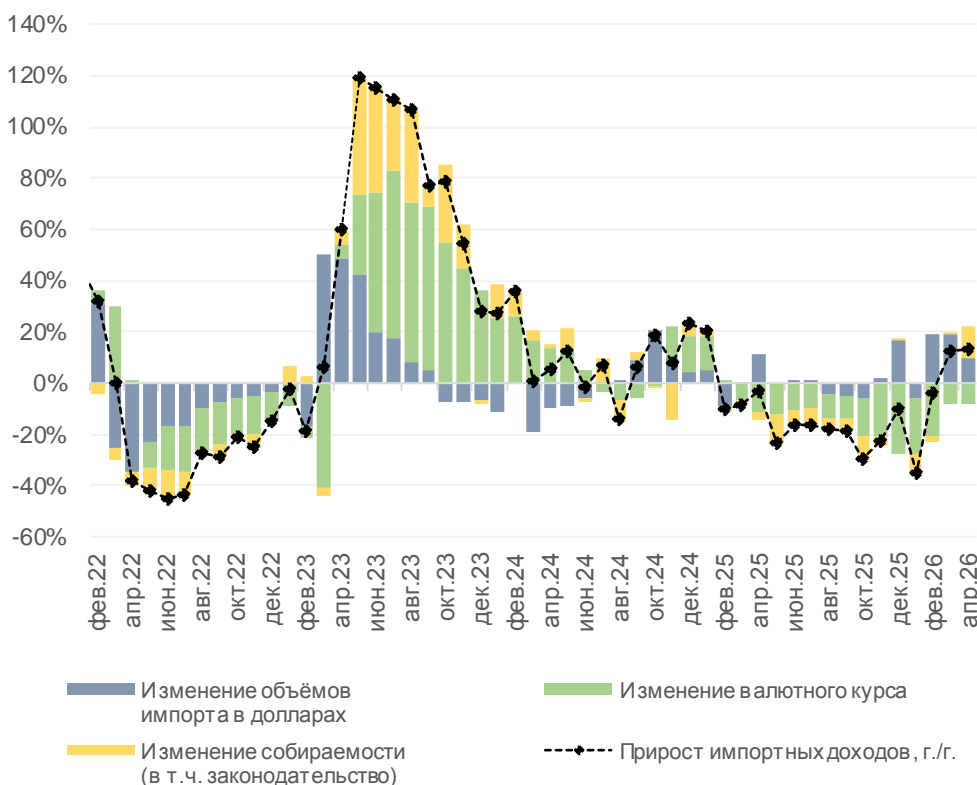
Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



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.

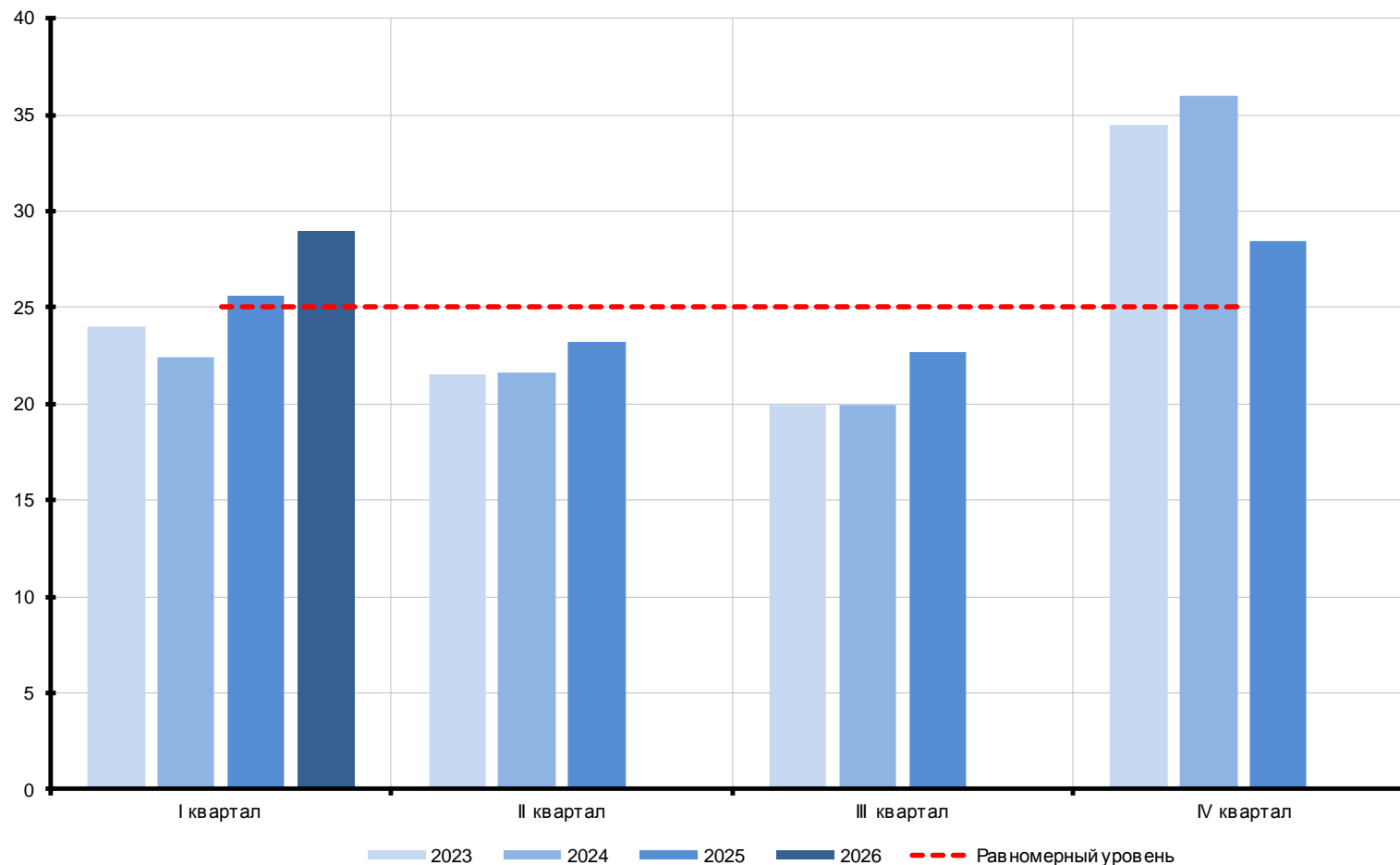
Бюджетные доходы от импорта



Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. В январе-апреле 2026 г. они составили 1.7 трлн руб., или 15% всех доходов федерального бюджета, снизившись на 5.3% относительно аналогичного периода прошлого года. Основное сокращение пришлось на НДС на ввозимые товары (-4.6%) и ввозные пошлины (-13%). Акцизы на импорт, напротив, выросли на 26% – этому способствовало повышение ставок акцизов на алкогольную продукцию, прежде всего, по винам и другим категориям импортного алкоголя.

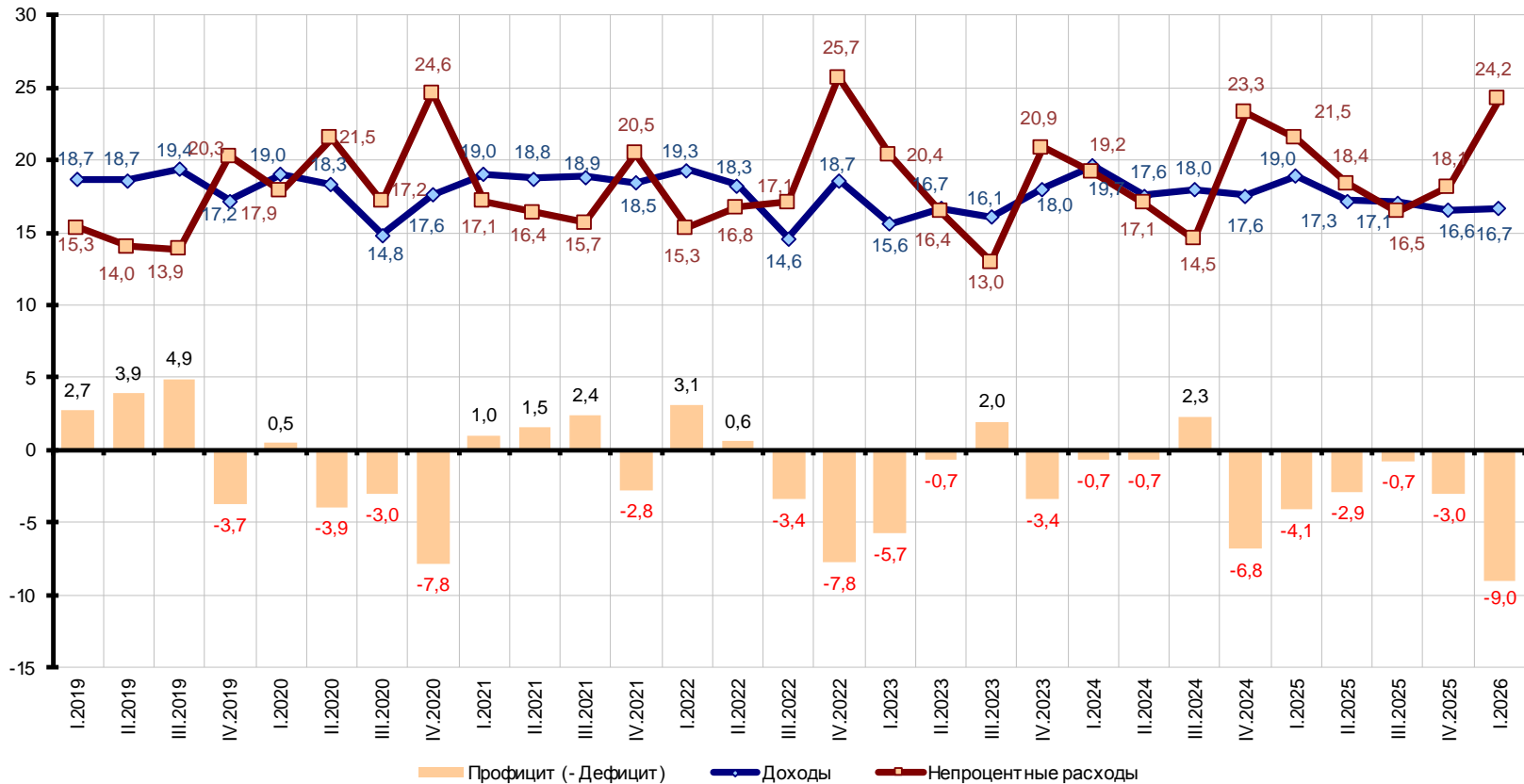
В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать изменение объёма импорта в долларах и курс рубля. В январе-апреле 2026 г. импорт в долларовом выражении вырос на 11% относительно аналогичного периода прошлого года, что поддержало поступления НДС на ввозимые товары, пошлин и акцизов. Однако этот эффект был во многом ограничен более крепким курсом рубля: среднее значение за январь-апрель 2026 г. и 2025 г. составило 78 руб./долл. и 91 руб./долл., соответственно. После выхода в положительную область в марте месячная динамика «импортных» доходов сохранила рост и в апреле. Помимо роста объёма импорта, важную роль мог сыграть фактор усиления контроля за ввозом товаров из стран ЕАЭС в рамках подготовки к запуску СПОТ. Это могло улучшить собираемость НДС и акцизов по части товарных потоков, где ранее сохранялись риски неполной уплаты косвенных налогов.

Исполнение расходов федерального бюджета



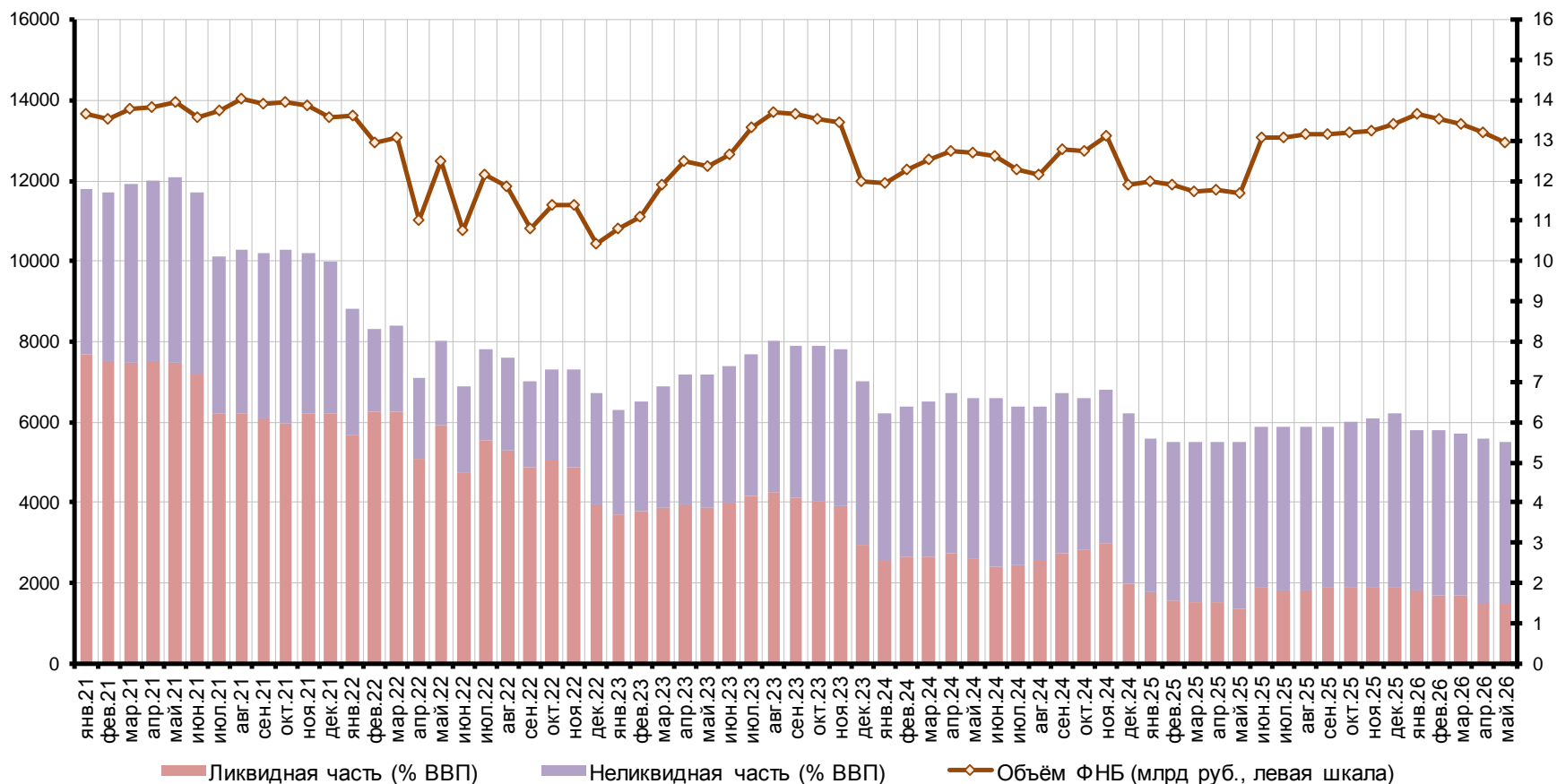
Исполнение расходов федерального бюджета за I кв. 2026 г. составило 29% от утверждённых бюджетных назначений (по состоянию на конец февраля). Как и в прошлом году, высокие темпы исполнения определяются ускоренным заключением госконтрактов и опережающим авансированием расходов в январе-марте. Уровень 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 I кв. 2026 г. доходы федерального бюджета составили 8,3 трлн руб., расходы – 12,8 трлн руб., дефицит – 4,51 трлн руб. (16,7%, 25,7% и 9,0% квартального ВВП, соответственно). По сравнению с I кв. 2025 г. доходы снизились на 8,2%, прежде всего из-за сокращения нефтегазовых поступлений (-45%) на фоне более низкой цены на нефть и крепкого курса рубля. Ненефтегазовые доходы выросли на 7,2%, преимущественно за счет поступлений, связанных с внутренним производством, тогда как доходы от ввоза товаров продолжили сдерживать их общую динамику. Расходы достигли максимального для первого квартала уровня за рассматриваемый период, что во многом связано с опережающим финансированием в начале года. При этом процентные расходы, по данным Счетной палаты, составили 733 млрд руб. и остались на уровне I кв. 2025 г. Уже по итогам исполнения бюджета за январь-март дефицит превысил годовой ориентир, предусмотренный законом о бюджете на 2026 г. Похожая ситуация наблюдалась и в 2025 г., когда дефицит за I квартал составил более половины годового плана, а по итогам года оказался существенно выше первоначальных параметров. С учетом слабой динамики нефтегазовых доходов и высокого уровня расходов это повышает вероятность превышения утвержденного ориентира дефицита и в 2026 г.

Фонд национального благосостояния



На начало июня 2026 г. *объём ФНБ* составил 13 трлн руб., или 5.5% ВВП, снизившись на 258 млрд руб. относительно начала мая. Минфин оценивает объём ликвидной части ФНБ, размещённой на счетах в Банке России, в 3.4 трлн руб., или 1.5% ВВП. За май ликвидная часть сократилась на 213 млрд руб. преимущественно в результате укрепления курса национальной валюты и снижения стоимости золота. На 1 июня ликвидная часть Фонда состоит из 185.5 млрд юаней, 145.2 т золота и 1.5 млрд руб. Неликвидная часть Фонда оценивается в 9.5 трлн руб., или 4.0% ВВП. В апреле неликвидная часть Фонда снизилась на 45 млрд руб. в основном за счёт снижения котировок акций ПАО «Банк ВТБ». В мае средства Фонда также были размещены в облигации АО «ГТЛК» (0.12 млрд руб.) и на депозите в ВЭБ.РФ (0.76 млрд руб.) в целях финансирования инфраструктурных проектов. В общем объёме на 1 июня 2026 г. в федеральный бюджет поступили доходы от размещения средств Фонда в размере 45 млрд руб.



Материал подготовили:

Руководитель направления, к.э.н.

Руководитель направления, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, 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.