



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

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

Анализ макроэкономических тенденций

Обновляется ежемесячно

23.07.2026

В данной работе используются результаты проекта HSE-BR-2025-63, выполняемого в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2025-2027 гг.

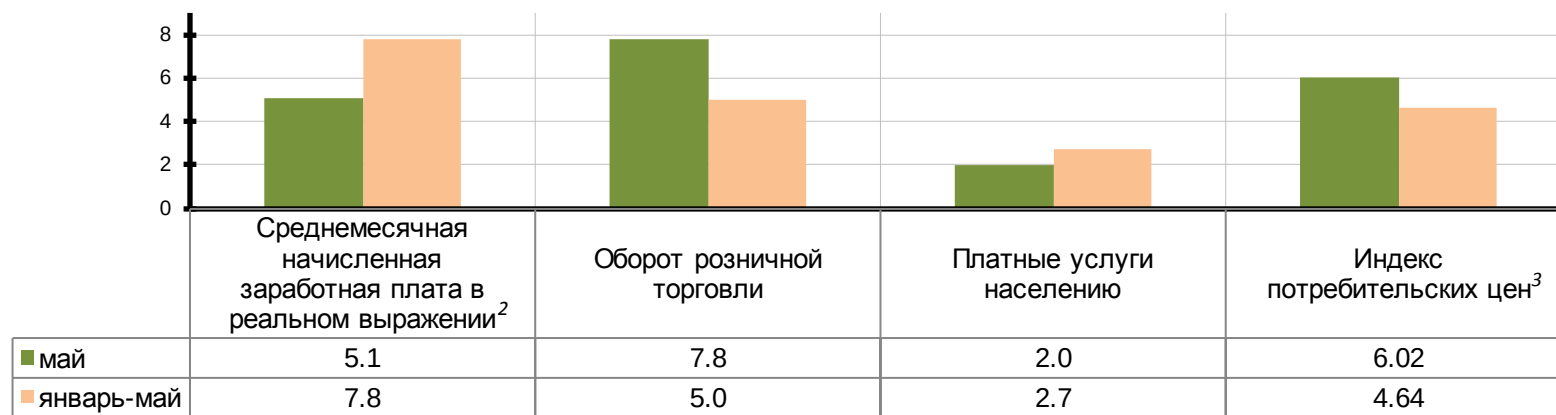
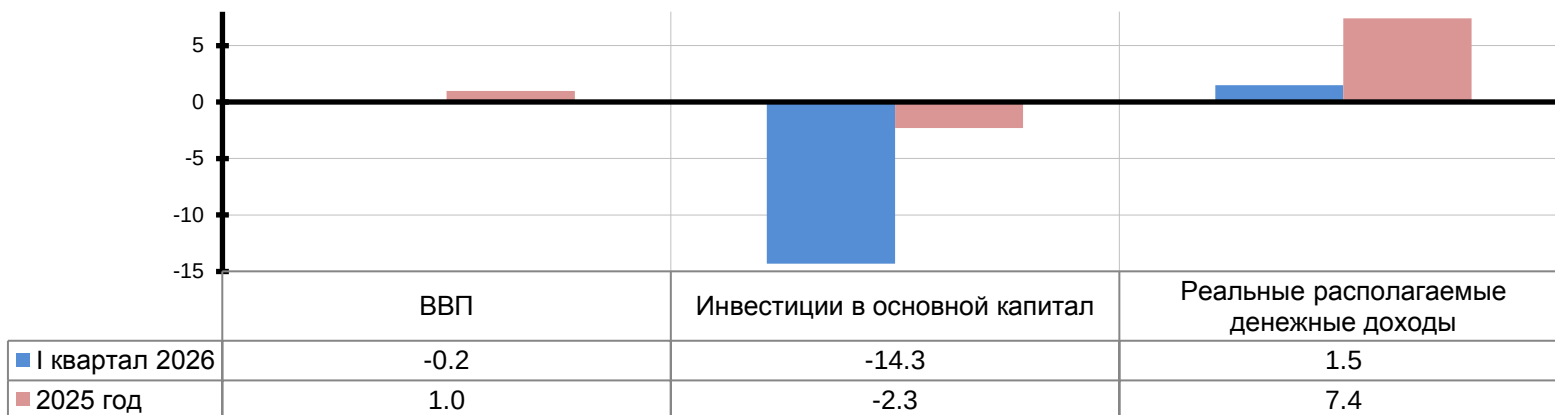
Макроэкономика. Главное.

- Высокочастотные данные об **экономической динамике** свидетельствуют о сохранении тенденции к стабилизации – и даже, кажется, наметился (очень легкий) спад. Причем, если вопрос о спаде неясен в силу незначительных масштабов колебаний, то уже со всей определенностью можно утверждать, что волна экономического подъёма исчерпана. А впереди, по данным за июнь, будет видна оценка эффекта от шока в нефтепереработке. В мае произошло снижение *объёмов промышленного производства*. По оценке ЦМАКП, объём выпуска сократился к апрелю на 0.3% (сезонность устранена). В секторе гражданских производств (за вычетом нефтяной промышленности) после полуторогодового сокращения выпуск балансирует между стагнацией и дальнейшим сжатием (в последние 3 месяца выпуск снижался на 0.1% в месяц, сезонность устранена). *Оборот оптовой торговли* – косвенный индикатор деловой активности в производстве и торговле, начал медленно, но довольно уверенно снижаться. Если это не проявление чисто статистических эффектов, то, возможно, перед нами проявление начинающейся новой волны угнетения деловой активности, если не рецессии.
- Сезонно скорректированный **индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** заметно повысился и, формально, вышел в зону положительных оценок (точнее, на самую ее границу «сверху» – 50.3%; «но это не точно»: доверительный интервал разделен 50%-й границей ровно посередине). Скорее всего – дело в сочетании адаптации экономики к новым условиям (включая «дорогие деньги») и постепенном улучшении внешней конъюнктуры. Отразились ли в оценках эффекты от «бензинового кризиса» или нет – покажут оценки за июль.
- На рынке труда ситуация, в целом, прежняя. **Безработица** остаётся вблизи минимального уровня (сезонность устранена). *Спрос на труд* (сезонность устранена) локально стабилизировался – правда только на тренде краткосрочного снижения, в то время как на среднесрочном тренде остаётся весьма высоким.
- **Инвестиционная активность** (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ) – после достижения рекордно низкого уровня в I кв. в апреле-мае начала восстанавливаться (с поправкой на сезонность). В **строительстве** в мае закрепилась тенденция медленного снижения (I кв.: -1.0% в среднем за месяц, апрель: -0.2%, май: -0.4% сезонность устранена), начавшаяся еще в прошлом году. Если процентные ставки на денежных рынках сохранятся высокими, можно ожидать закрепление негативных тенденций в отрасли, что, с учётом длительности строительного цикла, может приобрести среднесрочный характер.
- Продолжился быстрый рост **экспорта товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) из-за действия ценового фактора на рынках нефти, удобрений и др. Другой вопрос – как развернется ситуация в июне, «на паузе» боевых действий в Персидском Заливе и на фоне ударов БПЛА.
- Рост **импорта товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) ускорился, что, как уже отмечалось, означает, скорее всего, структурные сдвиги в пользу более дорогостоящих товаров: во всяком случае, дефлированный объём импорта тоже растёт, но гораздо более низкими темпами. Проблема, вероятно, состоит в том, что рывок экспорта определяется ситуационными, быстро «разворачивающимися» факторами. А рост импорта, вероятно – более фундаментальными сдвигами в потребительских стандартах. В итоге может возникнуть ситуация, когда стоимостной объём экспорта скорректируется, а импорта – продолжит расти.
- **Средняя цена на нефть марки Urals** в июне 2026 г. сократилась до 63.5 долл./барр. после 86.5 долл./барр. в мае.
- Ситуация со **входящим денежным потоком экспортеров** почти не изменилась: там, где цены растут достаточно быстро, их эффект «перекрыл» потери от укрепления рубля – и ситуация, в целом, выправляется (металлы, особенно алюминий). Там где цены уже скорректировались, но росли ранее – компании остаются «при своих», не почувствовав особенного эффекта (топливный сектор). Наконец, там, где цены отреагировали слабо, и изначально не очень высоки – ситуация находится вблизи «исторического дна» (зерно).

Макроэкономика. Главное - 2

- Рубль заметно ослаб по отношению как к доллару США (+7.7% за месяц), так и к евро (+5.3% за месяц). Курс *бивалютной корзины* (доллар США, евро) к рублю на 01.07.2026 составил 82.3 руб., увеличившись на 6.5% за месяц. Хотя в июне имело место снижение цены на нефть и, как следствие, уменьшение объема экспорта, это не привело к сжатию предложения иностранной валюты на российском рынке. Так, объем продаж иностранной валюты российскими экспортерами не сократился по сравнению с предшествующим месяцем (по данным Банка России). Однако рост спроса нефинансовых компаний на иностранную валюту увеличился, что и поспособствовало *ослаблению российской валюты*.
- 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 июня 2026 г., **реальная процентная ставка** (за вычетом потребительской инфляции, к аналогичному периоду прошлого года) стабилизировалась на уровне около 8.2% годовых.
- Рост **реальной заработной платы**, как и ожидалось, скорректировался – и сейчас можно говорить, скорее, об общей тенденции к стабилизации, чем о росте, как раньше (февраль: +0.2%, март: +0.5%, апрель: -0.5%, сезонность устранена). Далее обеспечивать ускоренный рост оплаты труда компаниям будет все сложнее из-за исчерпания возможностей этого за счет сжатия валовой прибыли – снижать её «уже некуда». Основные **реальные денежные доходы** населения следуют за реальной зарплатой. С учётом низкой динамики других компонентов, а также сокращения процентов по депозитам, траектория чуть ниже (февраль и март: по +0.0%, апрель: -0.1% сезонность устранена).
- Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции** остаётся благоприятным, хотя и снизился: цены по корзине потребления малообеспеченного населения увеличились медленнее общей инфляции – хотя разрыв заметно сократился. *Прирост реального размера пенсий* (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), *с учётом повышения цен для этой социальной группы* оказался положительным – и это сделало социальный эффект от структуры инфляции благоприятным: реальный размер назначенных пенсий, рассчитанный по стандартному ИПЦ, напротив, заметно упал относительно прошлого года. Разница в потребительских корзинах и удорожанию их компонентов по менее обеспеченным группам и «в среднем» сейчас работает, скорее, на социальное выравнивание.
- По состоянию на май рост **потребления населения** даже немного ускорился (март: +2.0%, апрель: +0.6%, май: +0.9%, сезонность устранена). Он охватил продажу товаров, при этом реализация платных услуг закономерно «просела» (март и апрель: +0.3%, май: -0.7%, сезонность устранена) из-за кризиса в сфере внутреннего (Черноморское побережье России) и выездного (южное направление) туризма.
- Инфляция** заметно подскочила. По данным на 20 июля, её годовой уровень (июль к июлю 2025 г.) оценивается в 6.3-6.4% – это самый высокий уровень с конца прошлого года. Пока очевиден большой вклад удорожания нефтепродуктов в инфляцию, при этом не вполне ясно (вопрос требует дополнительного анализа) не начался ли перенос цен на топливо на цены и тарифы других товаров – это покажут ближайшие недели.
- 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 и страховых взносов. 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 оставалась более сдержанной на фоне ослабления прибыли организаций. Дополнительную поддержку доходам обеспечили налоги, сборы и платежи за добычу ненефтегазовых ресурсов, в том числе за счет роста поступлений НДС на золото на фоне высоких мировых цен. Поступления таможенных пошлин снизились, что во многом связано с укреплением рубля.

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



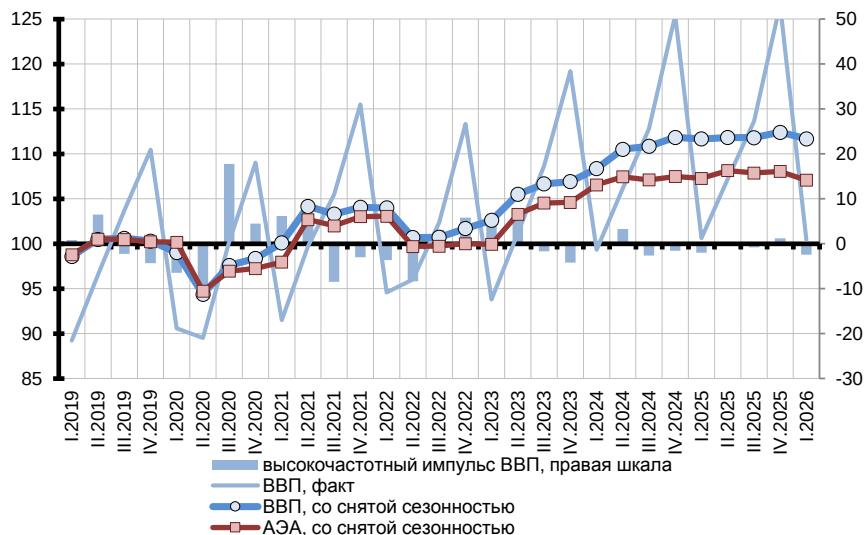
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно апрель 2026 г. к апрелю 2025 г. и январь-апрель 2026 г. к январю-апрелю 2025 г.

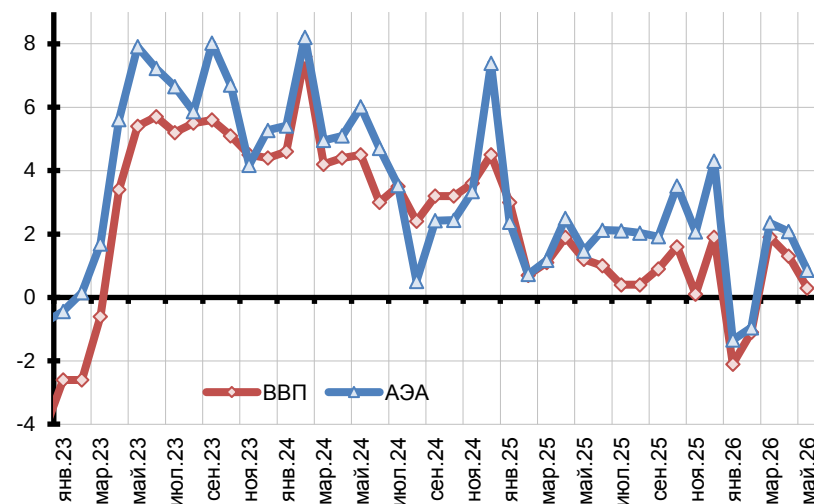
³ соответственно июнь 2026 г. к июню 2025 г. и за период с начала 2026 г. по 13 июля

Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)¹

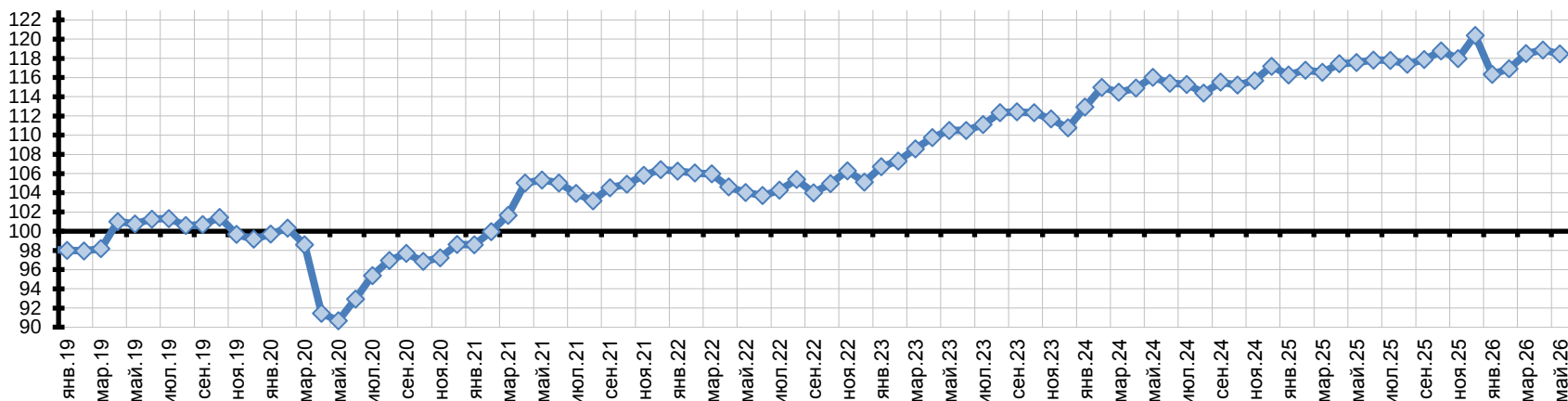
ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)



Индекс физического объема к соотв. мес. предш. года²



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



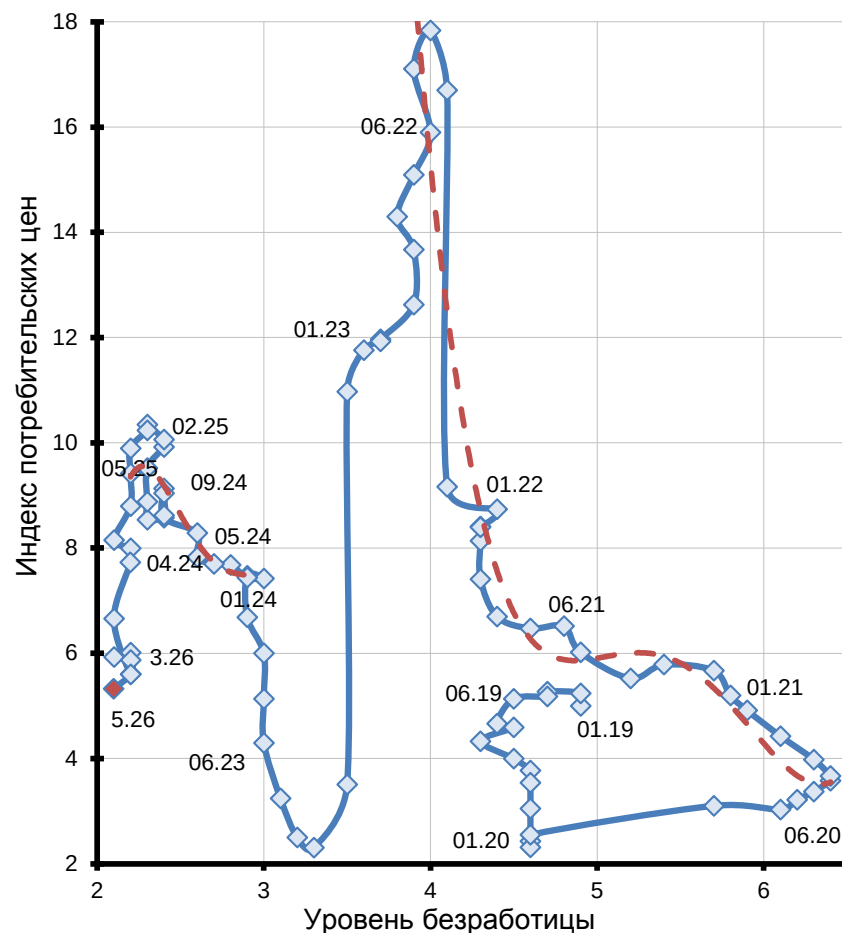
Высокочастотные данные об экономической динамике в мае (сезонность устранена) свидетельствуют, как минимум, о сохранении тенденции к стабилизации – и даже, кажется, наметился (очень легкий) спад. Причем, если вопрос о спаде неясен в силу низких масштабов колебаний, то уже со всей определенностью можно утверждать, что волна экономического подъема исчерпана. А впереди, в июне – будет видна оценка эффекта от шока в нефтепереработке.

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

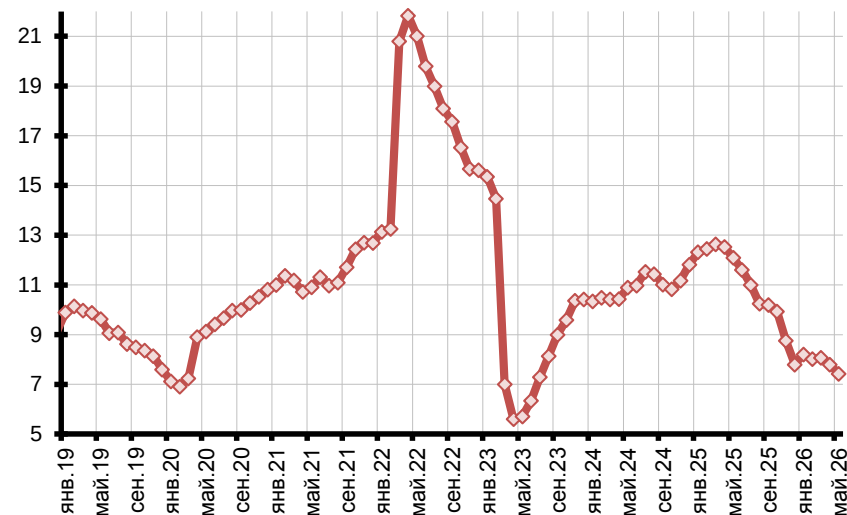
² Помесячный ВВП – по доступным данным Минэкономразвития России. Данные за истекшие периоды пересматриваются, но не всегда публикуются

Характеристики устойчивости экономической ситуации

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



Индекс несчастья Оукена¹



Соотношение безработица / инфляция по состоянию на май почти не изменилось: экономика остаётся в том же углу «минимальная безработица / умеренная инфляция». И, как и ранее, не формируется сколько-нибудь выраженная «кривая Филлипса», что, как уже отмечалось, «скорее всего, означает сохранение фундаментальной нестабильности в экономике — точнее, отсутствие нового механизма, связывающего ее базовые параметры».

Уровень фундаментальной несбалансированности («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на май чуть-чуть снизился, отражая некоторое улучшение ситуации с инфляцией.

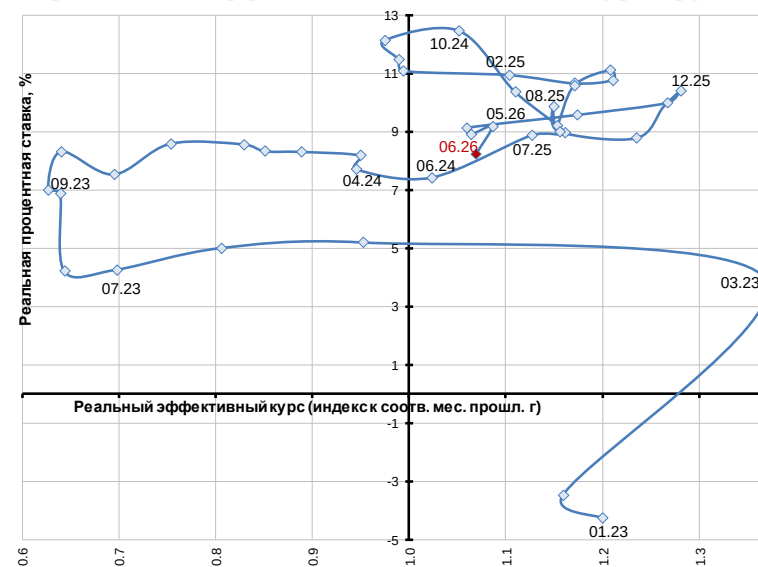
¹ Сумма уровня безработицы и индекса потребительских цен (к соотв. месяцу предш. года)

Характеристики макроэкономической политики

Соотношение реальной ключевой ставки и бюджетного импульса¹



Соотношение реальной ключевой ставки и реального эффективного валютного курса рубля

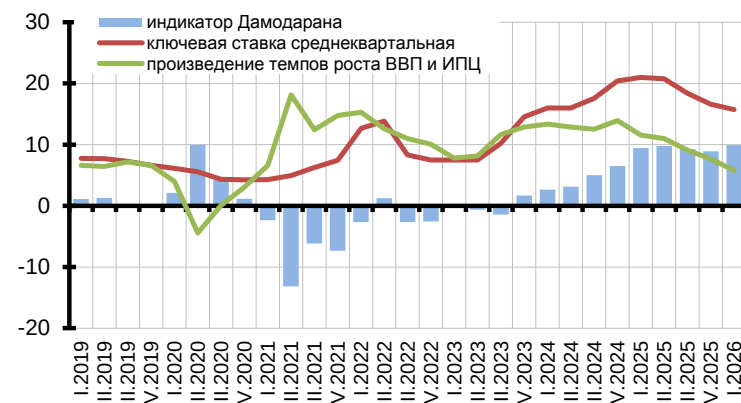


Макрофинансовая политика в I кв. сочетает противоположные, «взаимно блокирующие» черты – необычно масштабный положительный бюджетный импульс (чистый приток ресурсов в экономику по фискальным каналам) и высокую положительную процентную ставку. С учётом того, что эффект от бюджетного импульса уже ограничен, а эффект от высокой ставки, так или иначе, затрагивает все производства, этот негативный эффект, к сожалению, «перевешивает».

По соотношению монетарных условий (реальной ключевой ставки и индекса реального эффективного обменного курса) российская экономика в июне, несмотря на некоторое ослабление курсовой политики и снижение ставки, всё ещё остаётся в квадранте «растущий эффективный курс – высокая реальная ставка». Как уже отмечалось, «такая ситуация очень выгодна для сдерживания инфляции, но сильно тормозит рост».

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 производением прироста ВВП и инфляции в годовом выражении.

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



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

² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных;

³ Индикатор Дамодарана: произведение прироста ВВП и инфляции

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- сохраняется рост потребления населения¹;
- благодаря сезонному снижению цен на отдельные виды продовольствия возник фактор поддержки благосостояния малообеспеченных групп населения;
- довольно интенсивно рос экспорт (в стоимостном выражении) – благодаря благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре;
- 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 инвестиций¹**;
- отмечено снижение реальных располагаемых доходов населения (сезонность устранена), что, скорее всего, связано с падением доходов от финансовых активов¹;
- возник заметный импульс инфляции, имеющий выражено немонетарный характер (топливо!). Есть, однако, риски его распространения на более широкий круг товаров и услуг.

Признаки улучшения:

- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска¹;
- уровень PMI повысился и впервые за длительный период вышел в положительную область;
- 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)¹;
- продажи легковых автомобилей стабилизировались.

Признаки ухудшения:

- возобновился и обрел устойчивость приток конкурирующего импорта на рынки¹;
- в структуре ВВП по доходам наметилось выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (инвестиционного ресурса)¹;
- рост реальной заработной платы прервался и принял, по меньшей мере, нестабильный характер;
- в оптовой торговле возник небольшой, но, к сожалению, обретший устойчивость тренд на спад оборотов;
- заметно подскочили инфляционные ожидания населения (эффект «бензинового кризиса»);
- 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 июне и в январе 2026 г. и ноябре 2025 г.
(умеренно-благоприятный сценарий, темпы прироста, %)

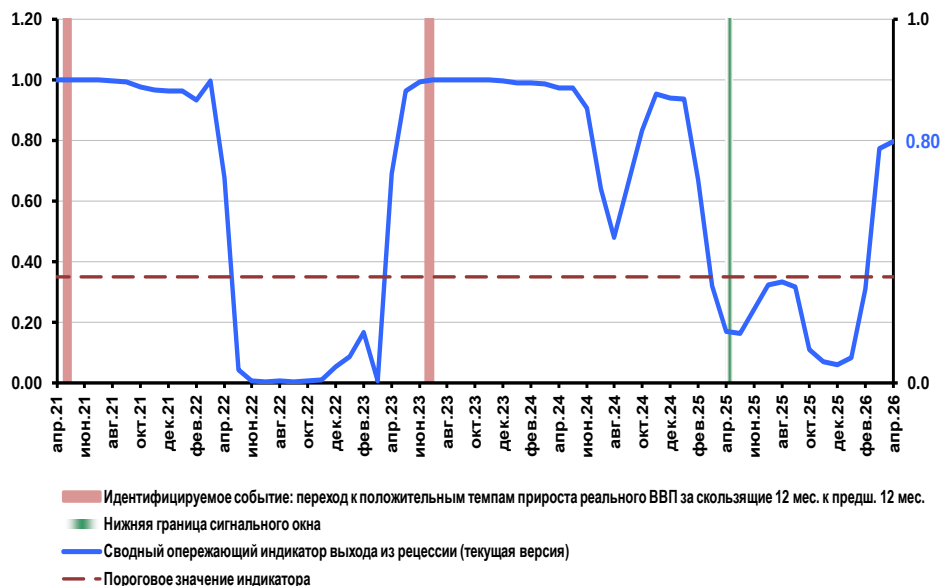
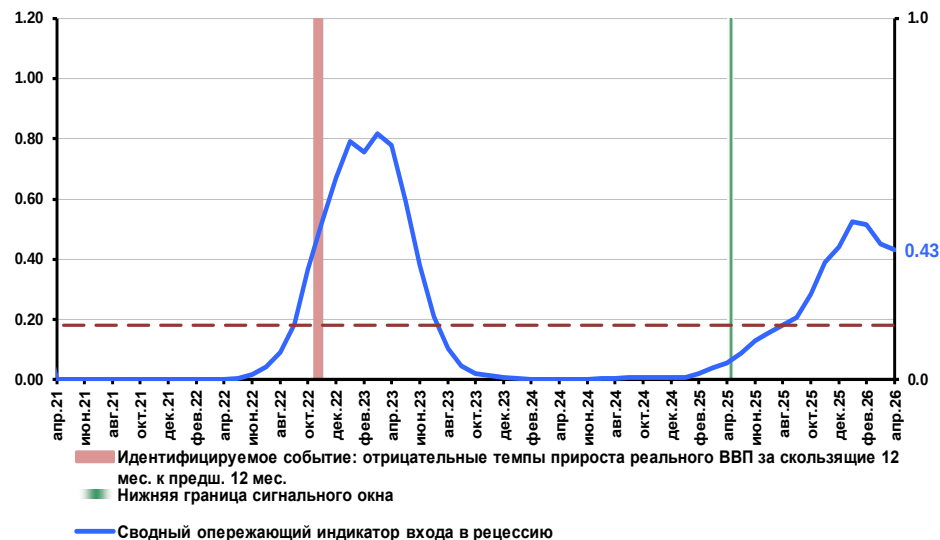
	2026	2027
Индекс потребительских цен		
июнь 2026	5.1 - 5.5	4.5 - 4.7
январь 2026 (лаг 5 мес)	6.0 - 6.2	3.85 - 4.15
ноябрь 2025 (лаг 7 мес)	5.0 - 5.2	3.8 - 4.1
разница (июнь - январь)	-0.84	0.53
разница (июнь - ноябрь)	0.17	0.57
Валовой внутренний продукт		
июнь 2026	0.5 - 0.8	0.9 - 1.2
январь 2026 (лаг 5 мес)	0.5 - 0.9	1.0 - 1.4
ноябрь 2025 (лаг 7 мес)	0.8 - 1.0	1.0 - 1.4
разница (июнь - январь)	0.0	-0.2
разница (июнь - ноябрь)	-0.3	-0.2
Инвестиции в основной		
июнь 2026	-3.8 - -3.5	1.7 - 2.0
январь 2026 (лаг 5 мес)	-0.3 - 0.0	0.8 - 1.2
ноябрь 2025 (лаг 7 мес)	0.3 - 0.7	0.8 - 1.2
разница (июнь - январь)	-3.5	1.0
разница (июнь - ноябрь)	-4.1	0.9
Потребление населения		
июнь 2026	2.5 - 2.9	1.5 - 1.9
январь 2026 (лаг 5 мес)	0.8 - 1.0	1.5 - 1.9
ноябрь 2025 (лаг 7 мес)	1.5 - 1.8	1.8 - 2.2
разница (июнь - январь)	1.9	0.0
разница (июнь - ноябрь)	1.1	-0.3
Уровень безработицы (% рабочей силы)		
июнь 2026	2.2 - 2.5	2.5 - 2.7
январь 2026 (лаг 5 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	-0.7
разница (май - ноябрь)	-0.3	-0.4

Параметры макроэкономического прогноза, скорее, ухудшаются.

Оценка спада инвестиций в 2026 г., во-многом из-за неоправданно жесткой денежно-кредитной политики, повысилась с -2.5 - -2.2% до -3.8 - -3.5%.

При этом уровень инфляции в текущем году (в том числе, из-за ситуации с бензином) будет, скорее, ближе к 5.5%, чем к 5%, как ожидалось ранее.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в апреле продолжало снижаться и составило 0.43 (в марте оно было равно 0.45¹). Несмотря на произошедшее снижение, оно по-прежнему оставалось заметно выше критического порога (0.18). Таким образом, СОИ продолжал подавать сигнал о том, что на горизонте скользящего года (до июля 2026 г. включительно) статистически может быть зафиксировано вхождение экономики в рецессию.

Снижению значения СОИ способствовала позитивная динамика 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;
- небольшое увеличение соотношения сальдо счета текущих операций российского платежного баланса к ВВП за скользящий год (под влиянием высоких цен на нефть).

Значение *опережающего индикатора (СОВ) выхода российской экономики из рецессии* в апреле увеличилось до 0.80 (месяцем ранее оно составляло 0.76) и оставалось существенно выше своего критического порога (0.35).

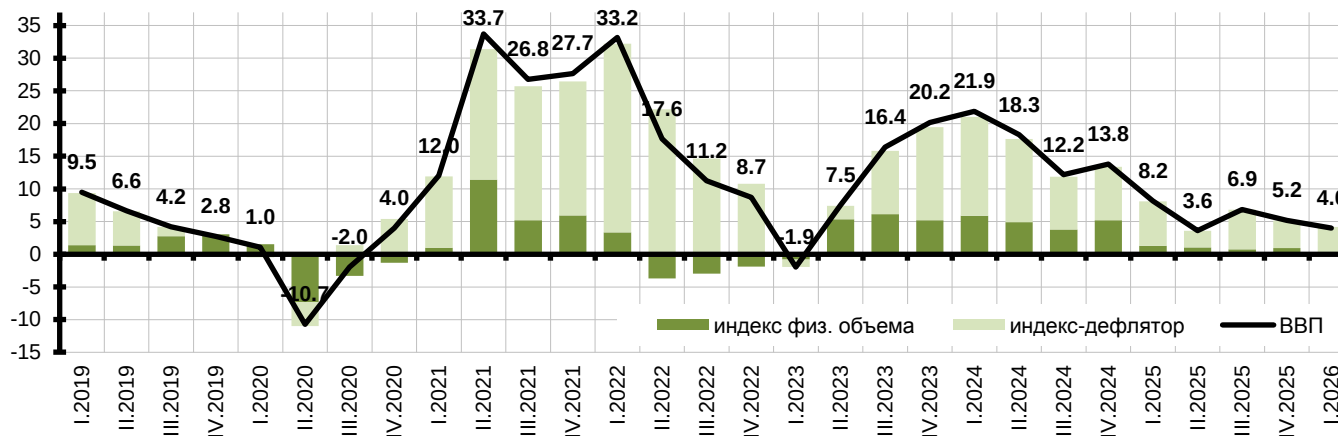
Однако, при принятии во внимание последней небольшой корректировки значений СОИ за 2025-2026 гг.² было выявлено, что уже в феврале 2026 г. данный СОИ двенадцатый месяц подряд находился ниже критической отметки (0.35). Это означает, что даже несмотря на то, что в последующие два месяца (март и апрель 2026 г.) он оказался выше своего критического порога, фактически еще в феврале он подал сигнал о том, что приближающаяся рецессия может оказаться затяжной.

Соответственно, если рецессия возникнет, то она продлится более одного скользящего года.

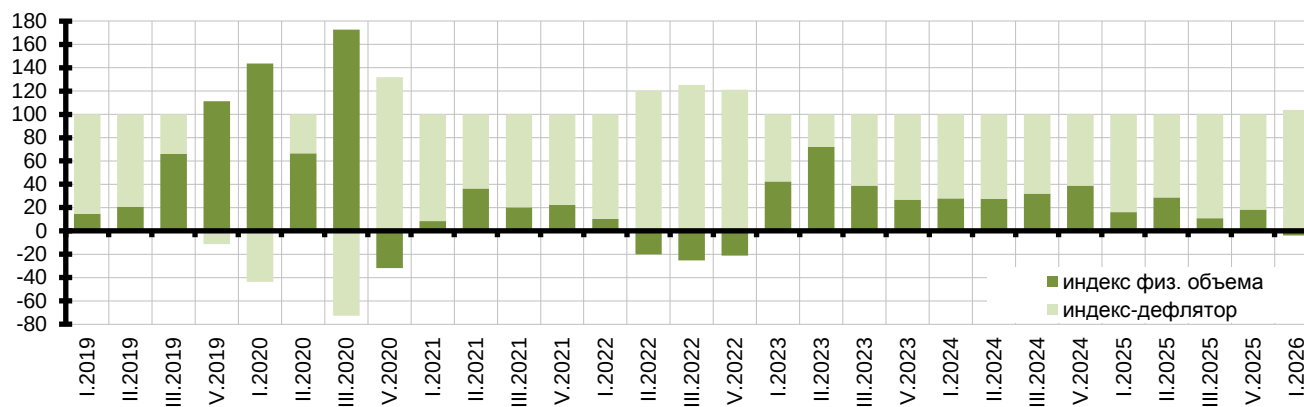
^{1,2} Значения обоих СОИ за предшествующие периоды были уточнены в связи с обновлением статистики.

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



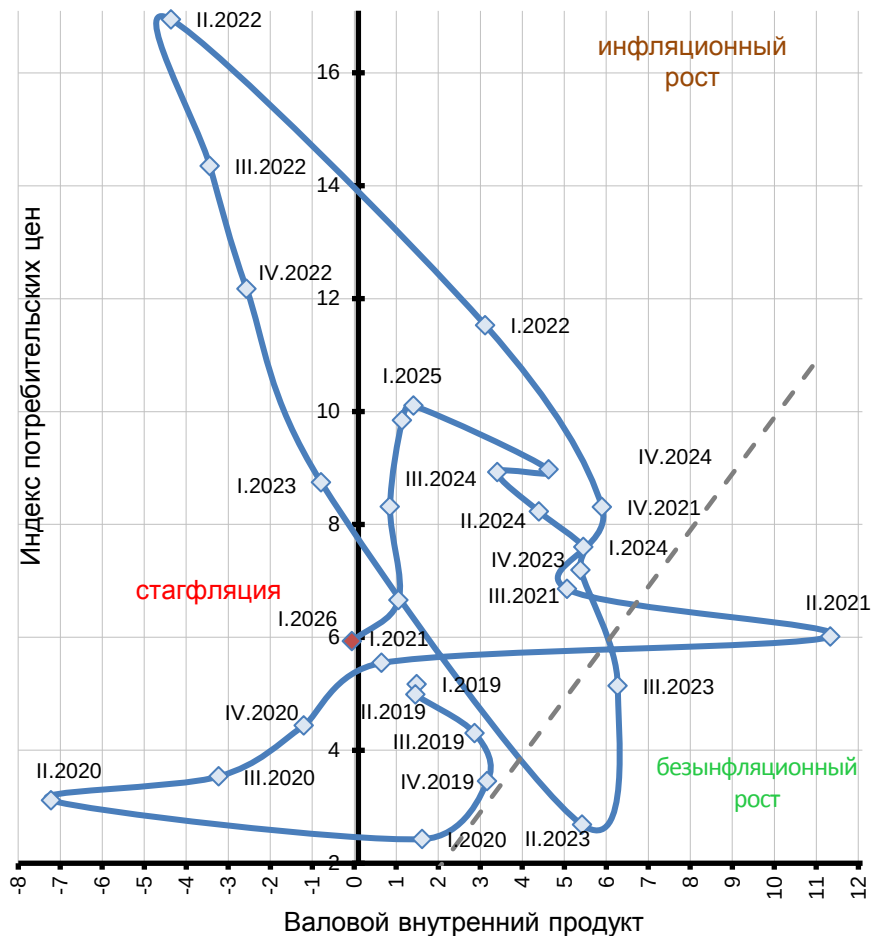
Разложение прироста ВВП на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)



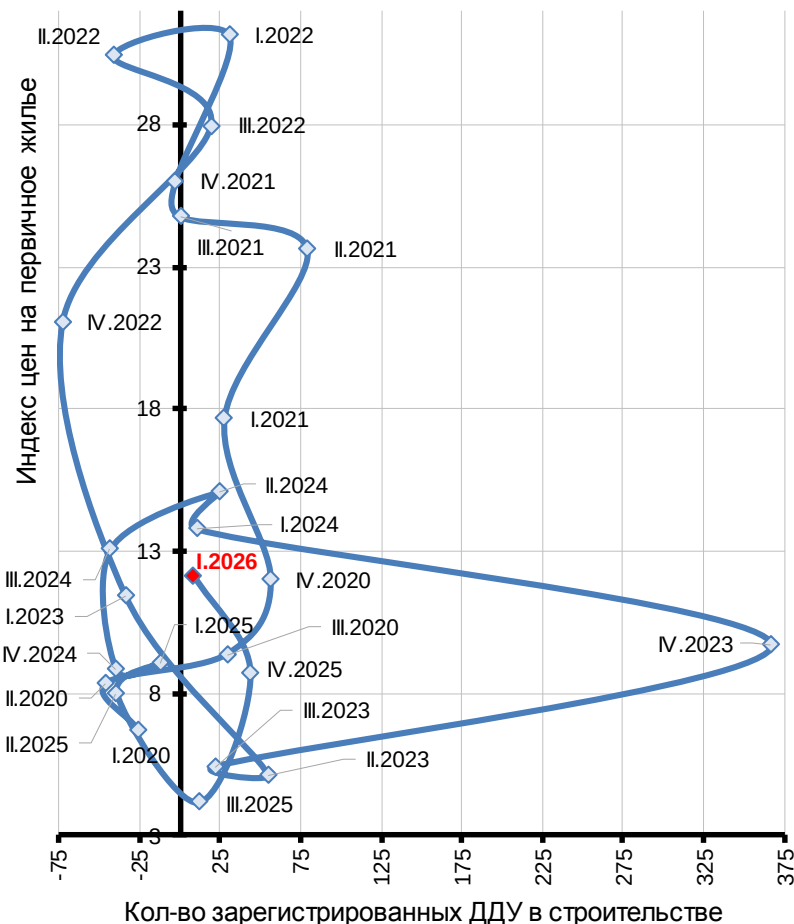
В I кв. на уровне экономики в целом соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска еще ухудшилось. Почти весь прирост спроса «ушел» в повышение дефляторов, при том, что по физобъёму наблюдается спад. Подчеркнем, что выводы здесь надо делать осторожно из-за крайне низкого качества данных о дефляторах.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных;

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



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



В I кв. ситуация в *российской экономике*, формально, снова 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

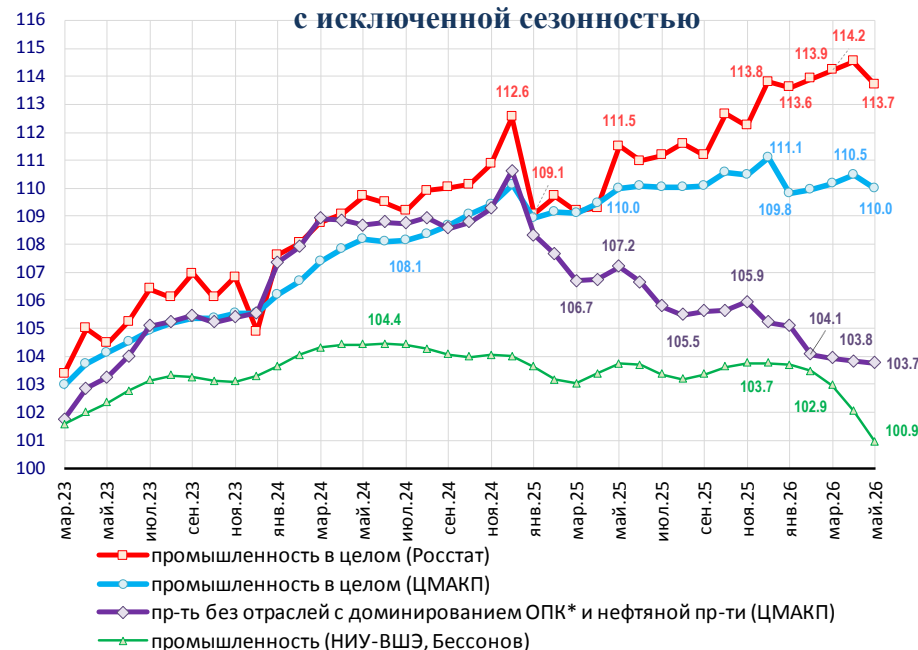
Динамика промышленного производства

Темпы прироста к предыдущему месяцу,
сезонность устранена, %

	IV кв. 2025	I кв. 2026	апрель- май 2026	апрель 2026	май 2026
Промышленное производство					
данные Росстата	0.8	0.1	-0.2	0.3	-0.7
оценка ЦМАКП	0.3	-0.3	-0.1	0.3	-0.4
Индекс к предыдущему месяцу (оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1	-0.6
Обрабатывающие производства	0.8	-0.5	0.0	0.4	-0.3
Производство пищевых продуктов	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.2
Сырьевые производства	0.1	-0.8	0.6	0.3	1.0
Производство нефтепродуктов	-0.1	-0.4	-3.3	-4.3	-2.3
Товары инвестиционного спроса	-0.1	-1.5	0.3	0.8	-0.3
Производство ТДП	0.0	1.6	0.1	0.7	-0.4
Производство непродовольственных товаров повседневного спроса	0.8	0.3	0.4	0.0	0.7
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.2	0.0	0.0	0.3	-0.4

В мае произошло сокращение *объёмов промышленного производства*. По данным Росстата, уровень выпуска понизился относительно апреля на 0.7% (с устранением сезонного и календарного факторов), а индекс к уровню соответствующего периода предшествующего года (СППГ) просел до 99.3% (со 101.9% в апреле). Следует отметить, что «поддержку» индексу СППГ оказал календарный фактор – в мае текущего года было на 1 рабочий день больше, чем годом ранее. С поправкой на календарный фактор, индекс СППГ оценивается в 98.1%. По оценке ЦМАКП, объём производства в мае сократился к апрелю на 0.3% (см. график). Центр развития НИУ ВШЭ фиксирует быстрое снижение выпуска уже начиная с апреля, на 0.9-1.1% к предыдущему месяцу.

Среднемесячный уровень 2021 = 100,
с исключенной сезонностью

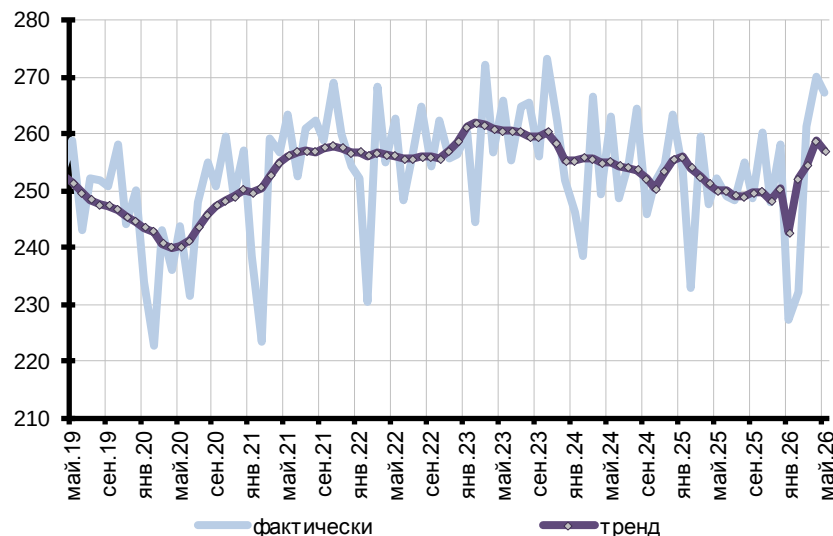


Отметим, что если рассмотреть *структуру выпуска*, а конкретно динамику выпуска гражданских производств за вычетом нефтяной промышленности, то есть секторов, чья динамика не находится под воздействием сильных специфических факторов (если таковыми не считать особенности текущей денежно-кредитной политики), можно констатировать, что этот сегмент после полуторагодового снижения балансирует между стагнацией и дальнейшим снижением (в последние 3 месяца выпуск сокращался на 0.1% в месяц). При этом майский объем производства составил 96.8% от уровня годовой давности и 95.4% – от среднемесячного уровня 2024 г.

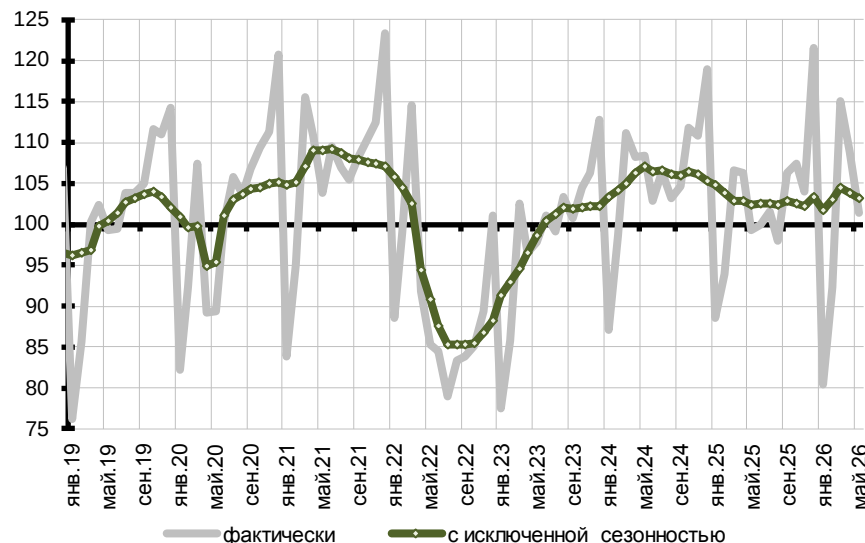
* промышленность за вычетом: производства готовых металлоизделий, не включенных в другие группировки; компьютеров, электронных и оптических изделий; летательных аппаратов; прочих транспортных средств, не включенных в другие группировки

Динамика в транспортно-логистических отраслях

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



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

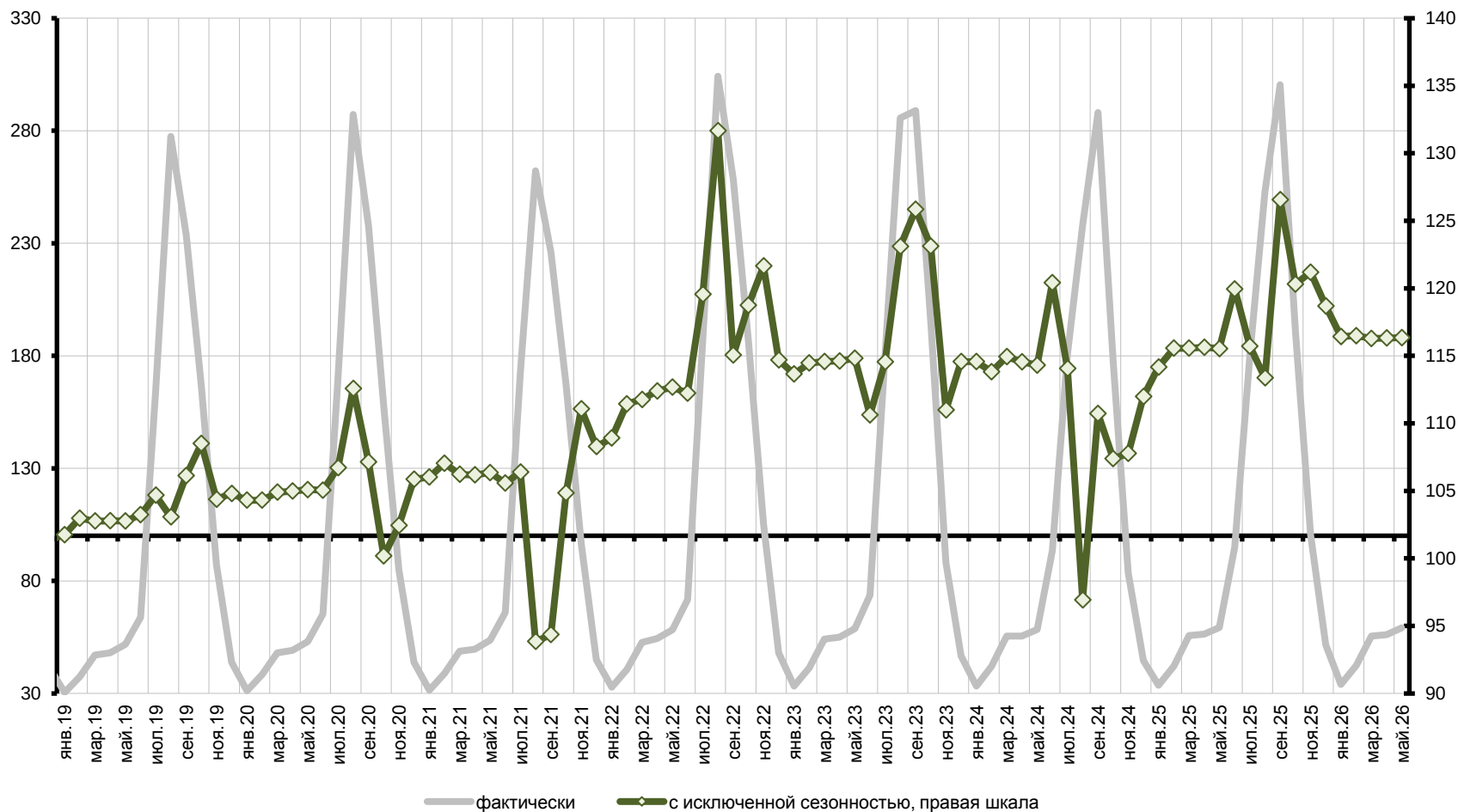


Грузооборот транспорта (без учета морского и трубопроводного) – косвенный показатель экономической активности – в последние месяцы начал активно восстанавливаться. Впрочем, пока речь идёт лишь о неполном восстановлении прежнего уровня (среднесуточный грузооборот в мае составил 98.8% от среднегодового уровня 2023 г.).

Оборот оптовой торговли – косвенный индикатор деловой активности в производстве и торговле, начал медленно, но довольно уверенно снижаться. Если это не проявление чисто статистических эффектов, то, возможно, перед нами проявление начинающейся новой волны угнетения деловой активности, если не рецессии.

¹ является косвенным индикатором экономической активности

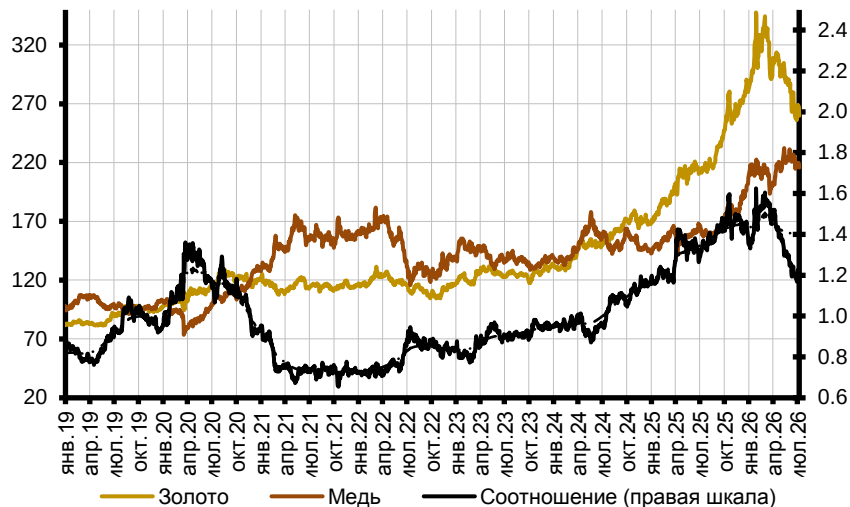
Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



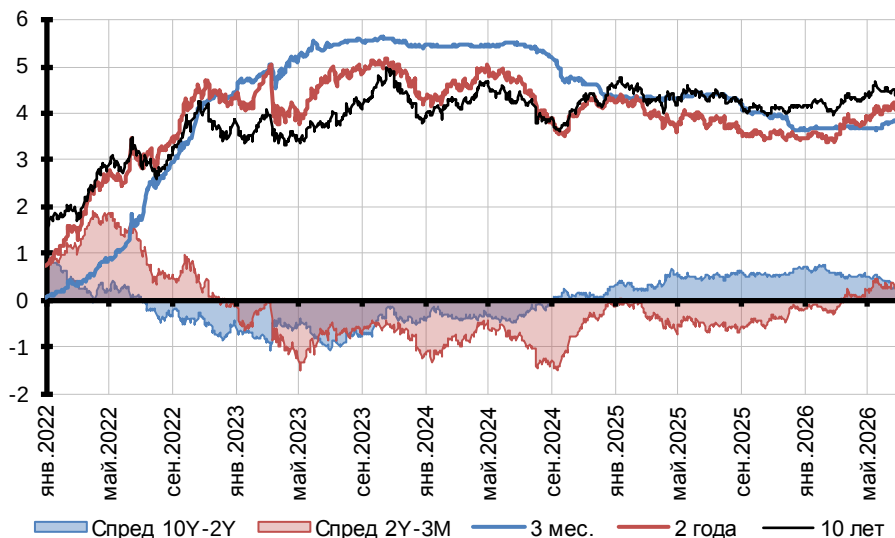
Выпуск в сельском хозяйстве, по состоянию на май стабилен уже пять месяцев (действие сезонного фактора устранено). Как уже отмечалось, существенное влияние на итоги года окажут лишь результаты за июль-октябрь.

Индикаторы рисков в мировой экономике

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

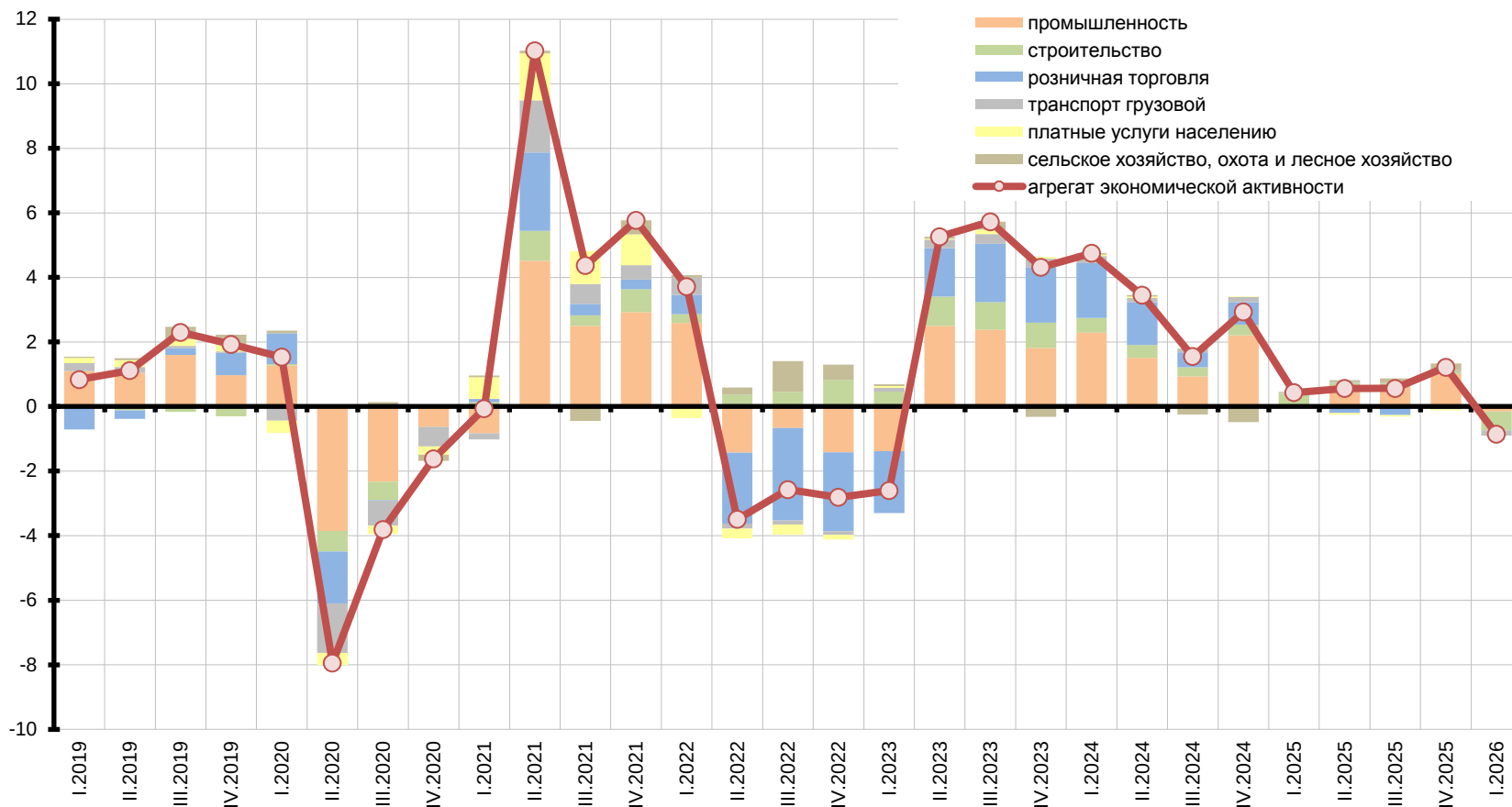


Оценки рисков рецессии в США (доходности казначейских бумаг США, % годовых)



На мировых товарных биржах по состоянию на июнь ситуация заметно «разрядилась». С одной стороны, снизились оценки риска в мировой экономике (адаптация США к «тарифам Трампа» и к кризису в Персидском заливе оказалась гораздо более быстрой и мягкой, чем ожидалось) и в политике («пауза» в войне в Заливе), что привело к снижению цен на золото. С другой стороны, инвестиционный по своей природе спрос на электронику и машины и оборудование (включая военную технику) ведет к росту спроса на основное сырье - на медь. В итоге, соотношение «золото/медь» – индикатор напряженности в мировой экономике (и воспринимаемых бизнесом рисков) – упал до уровня весны прошлого года, оставаясь на тренде к снижению. К началу июля кривая доходностей на рынке казначейских бумаг США сохранила нормальную форму (доходности по долгосрочным бумагам остаются выше, чем по краткосрочным). В течение июня доходности по всей кривой либо незначительно выросли, либо практически не изменились. Такая динамика свидетельствует о том, что рынок по-прежнему не ожидает возврата к жесткой денежно-кредитной политике ФРС в краткосрочной перспективе, однако одновременно сохраняет повышенную осторожность в отношении долгосрочных инфляционных и долговых рисков.

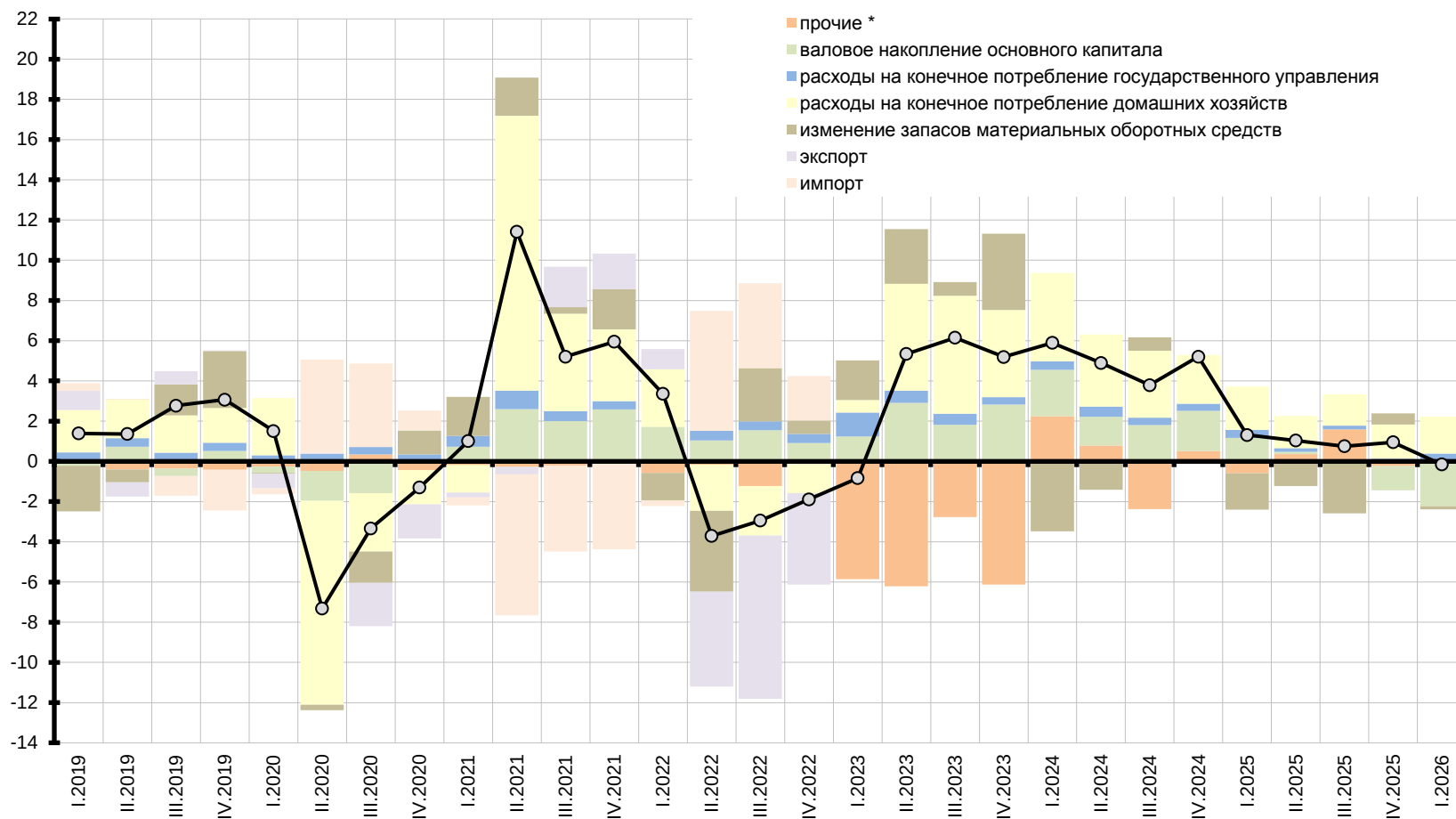
Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)¹



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).

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

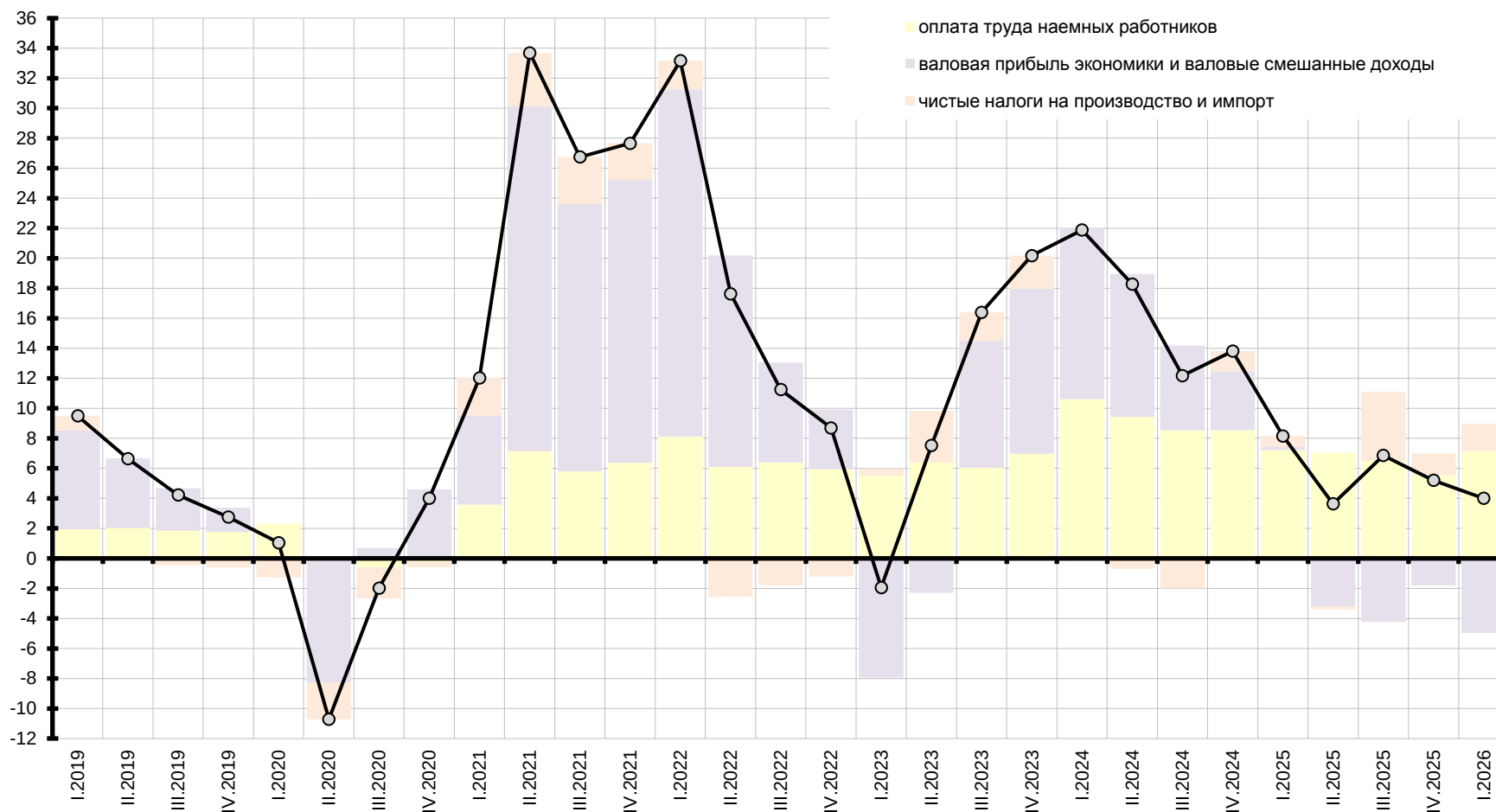


* прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка; с I квартала 2023 г. «прочие факторы» включают чистый экспорт

Баланс компонентов конечного спроса в I кв. определялся дошедшим до предела сочетанием двух, уже сформировавшихся ранее тенденций: 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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



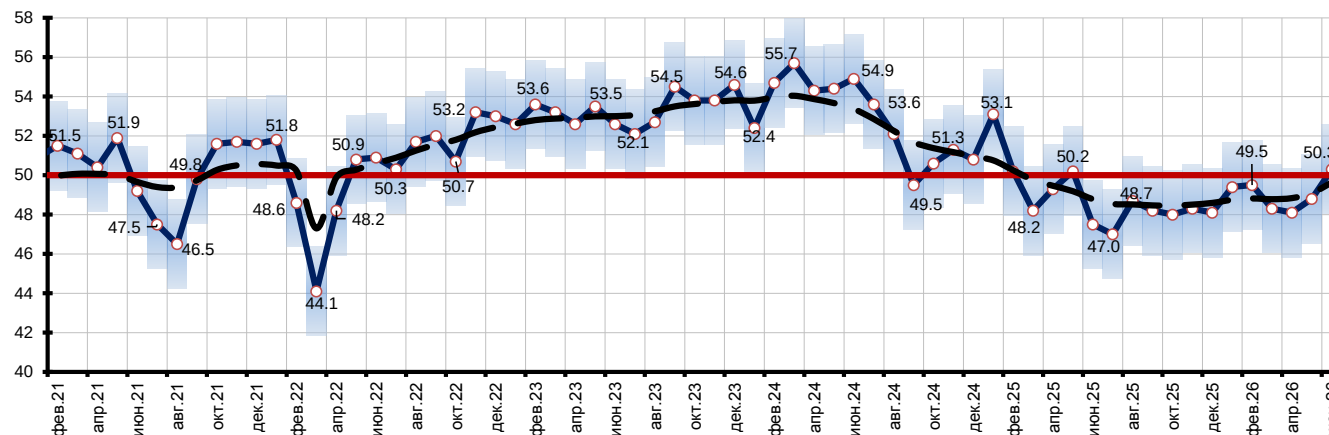
¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать методологических проблем, связанных с дефлированием отдельных компонентов ВВП по доходам; в силу этого результирующая динамика ВВП (в данном случае – в текущих ценах) не соответствует, естественно, динамике реального ВВП на других графиках

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.

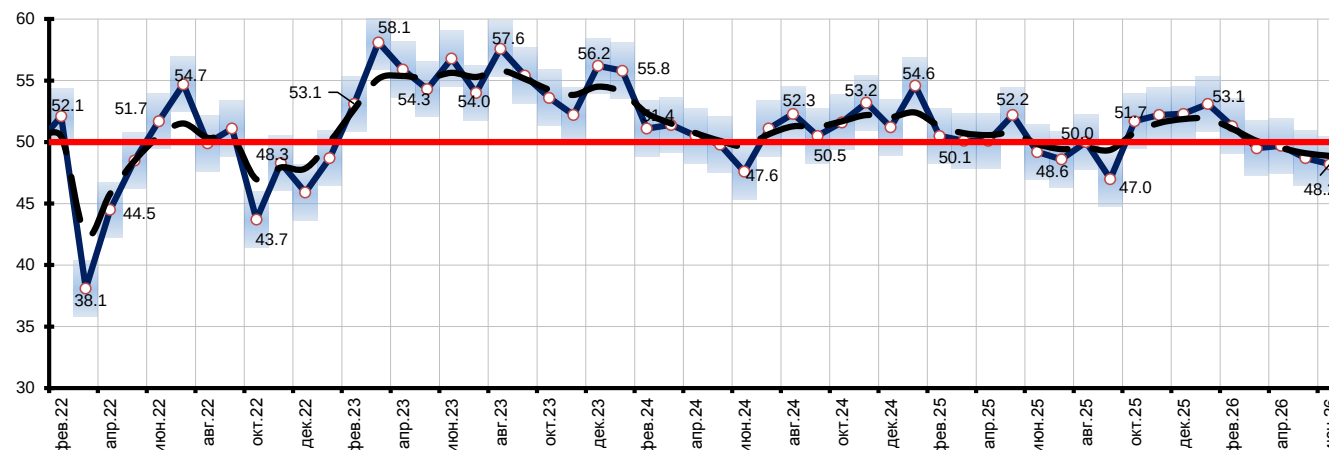
Оценки ситуации и поведение компаний в обрабатывающей промышленности и сервисных компаниях

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

в обрабатывающей промышленности



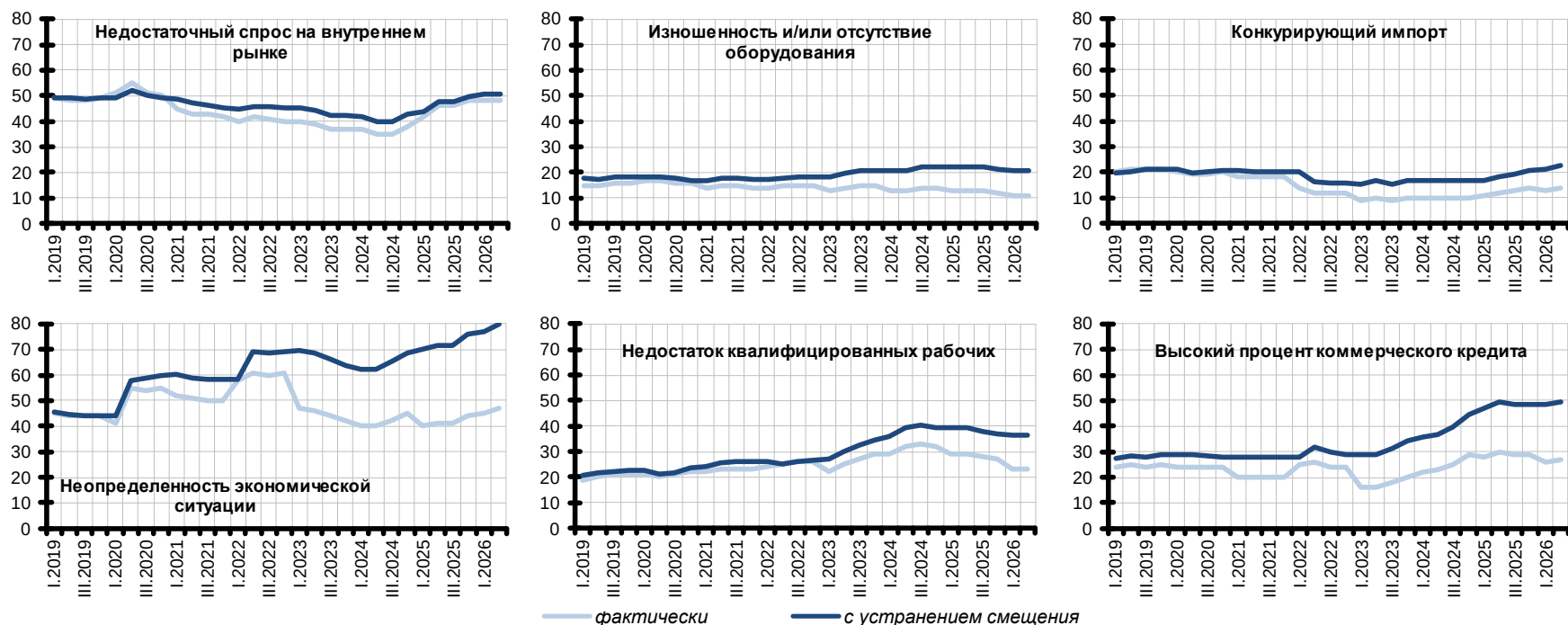
в секторе услуг



В июне сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей заметно повысился и, формально, вышел в зону положительных оценок (точнее, на самую ее границу «сверху» - 50.3%; «но это не точно»: доверительный интервал разделен 50%-ой границей ровно посередине). Скорее всего – дело в сочетании адаптации экономики к новым условиям (включая «дорогие деньги») и постепенном улучшении внешней конъюнктуры. Отразились ли в оценках эффекты от «бензинового кризиса» или нет – покажут оценки за июль. Индекс PMI в сервисных отраслях уже три месяца остаётся на уровне чуть-чуть ниже 50% и (очень медленно) снижается.

Оценки ситуации и поведение компаний^{1, 2}

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



Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях во II кв. сохраняются ранее сложившиеся тенденции:

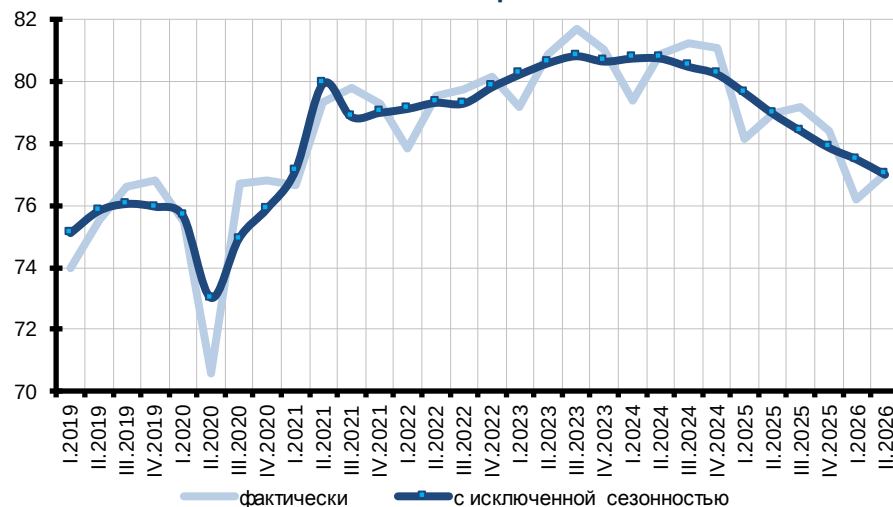
- все более усиливается фактор неопределённости экономической ситуации (к середине года его отметили уже 80% компаний – абсолютный исторический рекорд; здесь и далее – оценки с устранением ошибок в первичных данных);
- вторыми по значимости остаются дефицит спроса на внутреннем рынке, а также высокий процент по кредитам (каждый из факторов отмечает примерно по 50% компаний);
- значимость ограничений со стороны дефицита рабочих несколько снизилась во II п/г 2025 г. и затем стабилизировалась;
- 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

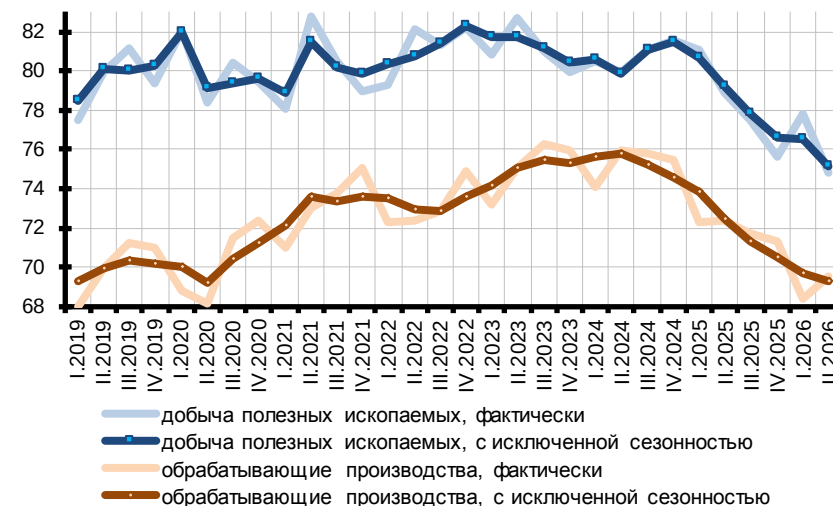
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

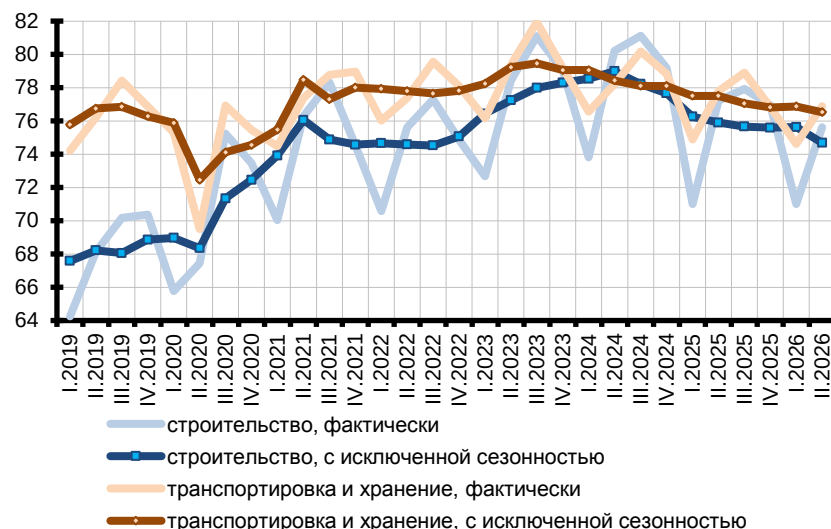
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, во II кв. в целом по экономике как падала, так и падает – причём практически фронтально. В целом по экономике она вышла на уровень 77% (сезонность устранена).

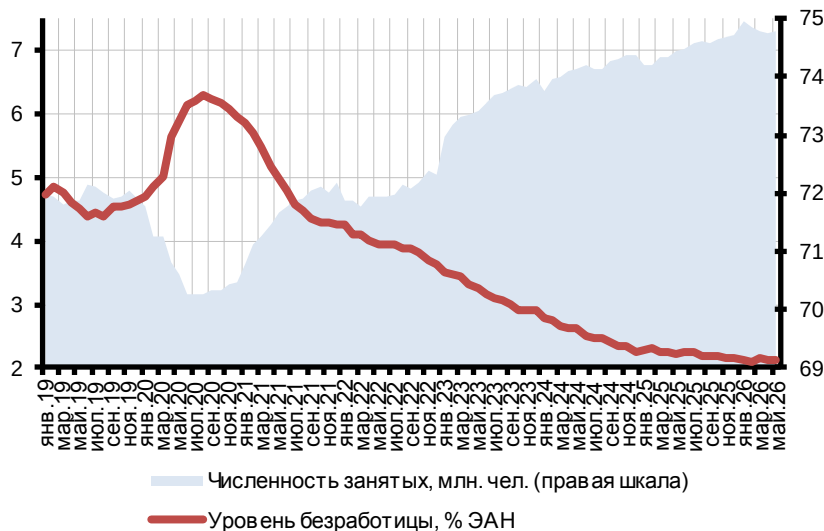
Самый низкий уровень, позволяющий уже уверенно говорить о «недозагруженности» производственного аппарата – в обрабатывающей промышленности (загрузка 69%, сезонность устранена). Разумеется, масштабы комплекса таковы, что «где-то» загрузка высока (ОПК), где-то экстремально низка, но в целом «перегрева» в экономике нет (максимум, в отдельных узких местах).

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

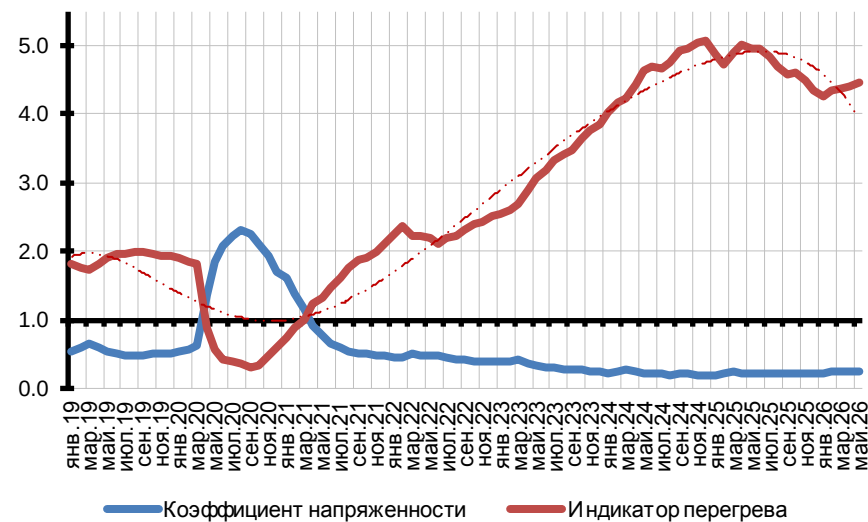
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Рынок труда

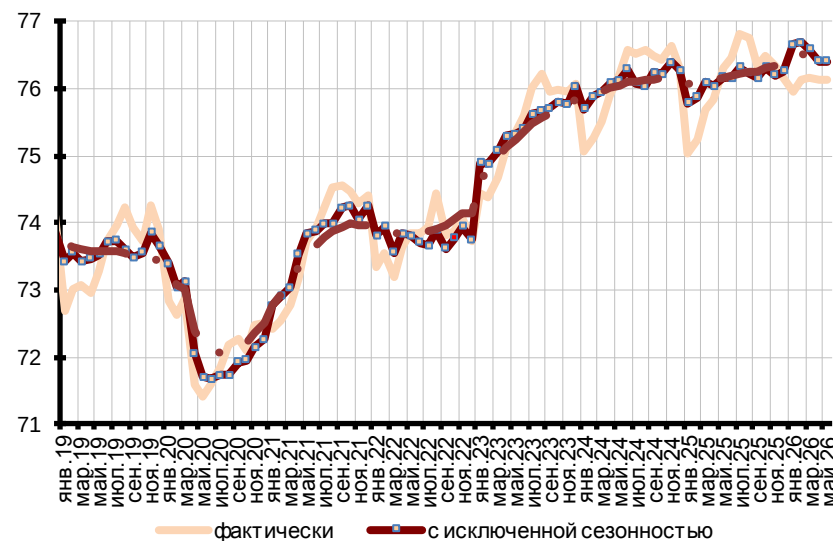
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



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



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

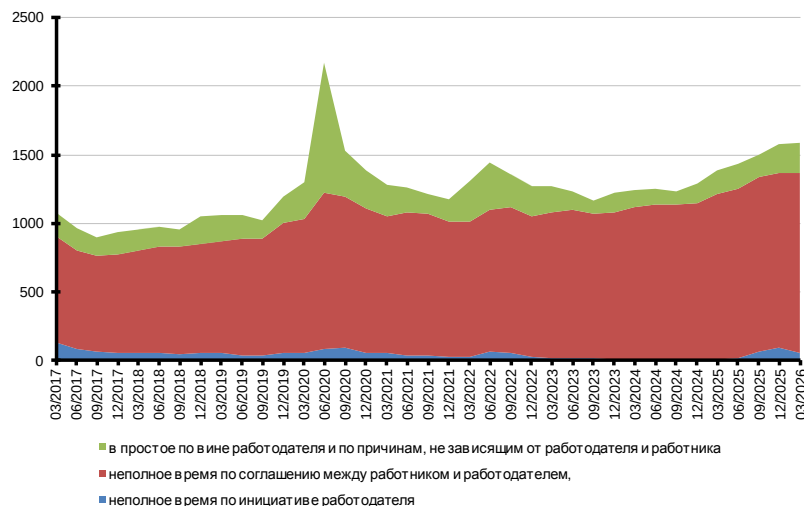


На рынке труда в мае ситуация, в целом, прежняя. *Безработица* остаётся вблизи минимального уровня (сезонность устранена). *Спрос на труд* (с устранением действия сезонного фактора) локально стабилизировался – правда, на тренде краткосрочного снижения (а среднесрочного – остаётся весьма высоким). *Индикатор перегрева* на рынке труда (с устранённой сезонностью) немного повысился, но после довольно длительного периода снижения.

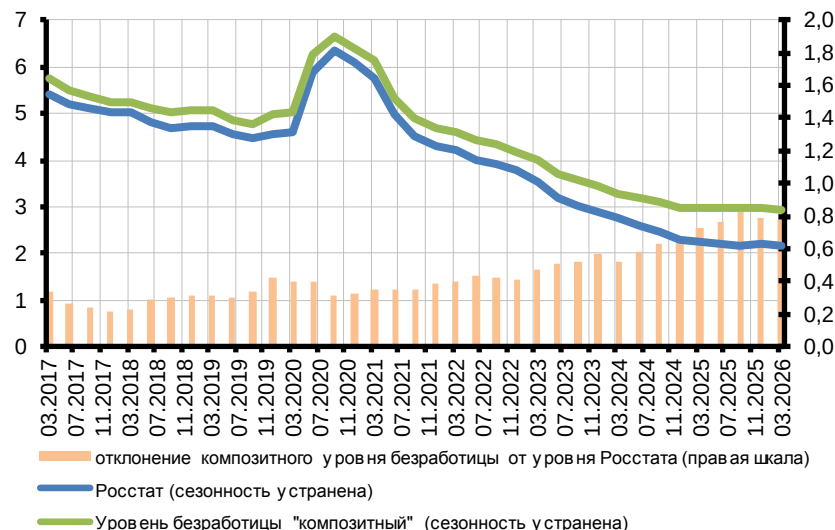
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию. Индикатор перегрева на рынке труда – количество вакансий в расчете на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах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

Численность занятых, находящихся в уязвимом положении¹

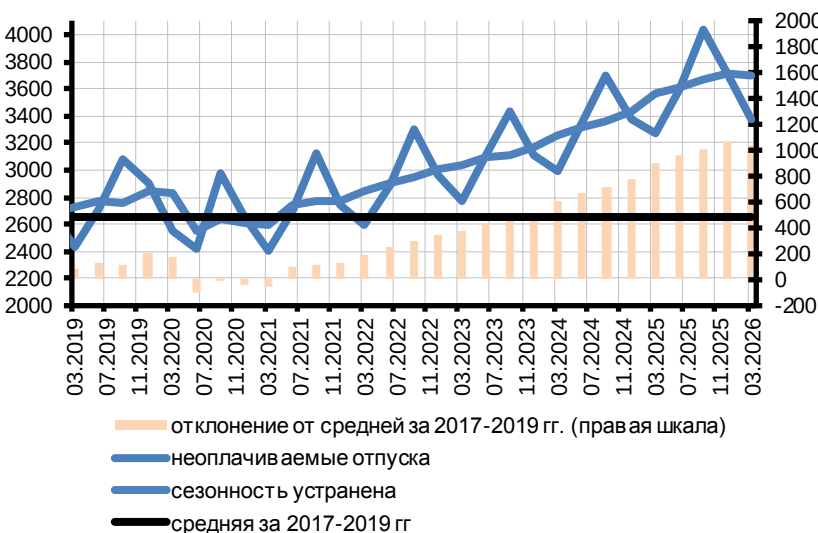
Численность работников, занятых неполное рабочее время (тыс. чел.)



Уровень «композитной» безработицы, % ЭАН



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



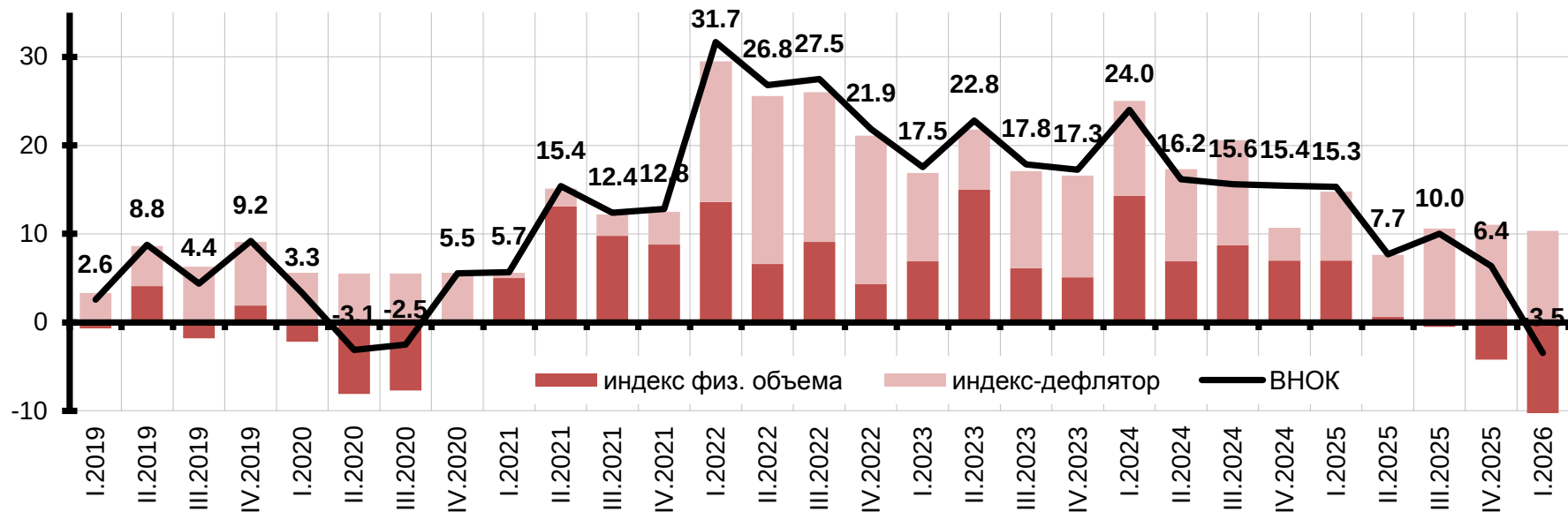
Несмотря на исторически рекордно низкие уровни безработицы, по состоянию на I кв. 2026 г., численность работников, находящихся в уязвимом положении на рынке труда против ожиданий, не снизилась. «Против ожиданий» – потому что начало года принесло явное облегчение ситуации в автопроме (ранее – важном очаге 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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года

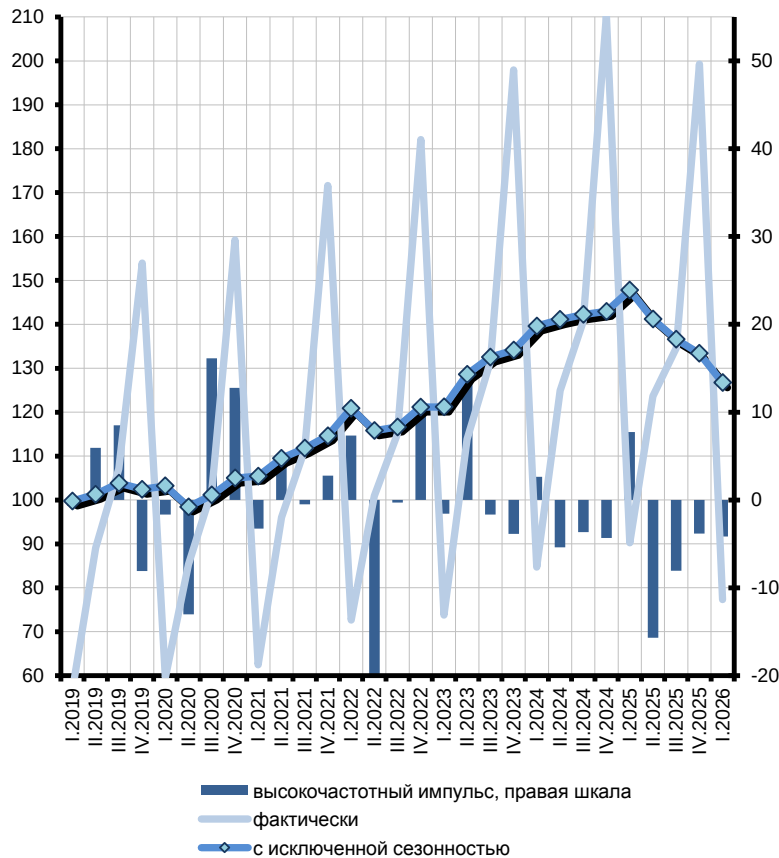


В I кв. в инвестиционной сфере был отмечен довольно серьёзный спад, (временно) обесмысливший обсуждение разложения структуры роста – отметим, впрочем, что рост цен в данной сфере сохранился.

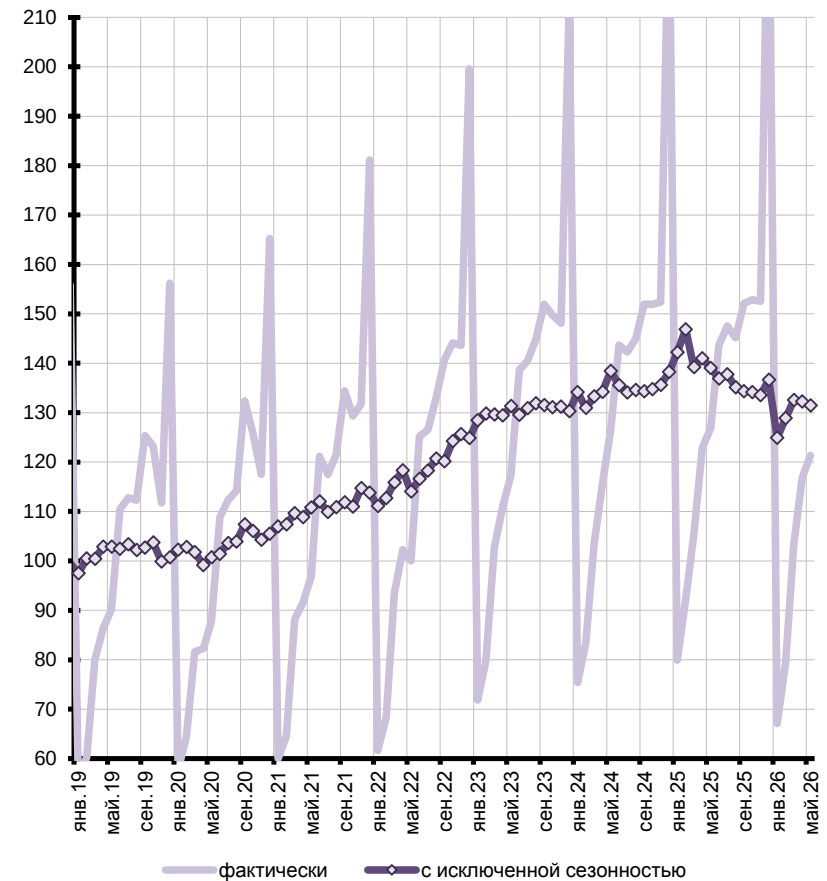
Очень низкое качество информации (индекс-дефлятор по импортному оборудованию не учитывает рост долларовых цен) и методологические проблемы (показатель ВНОК включают в себя, в том числе, и приобретение военной техники с длительным сроком эксплуатации) не дают делать однозначных выводов.

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



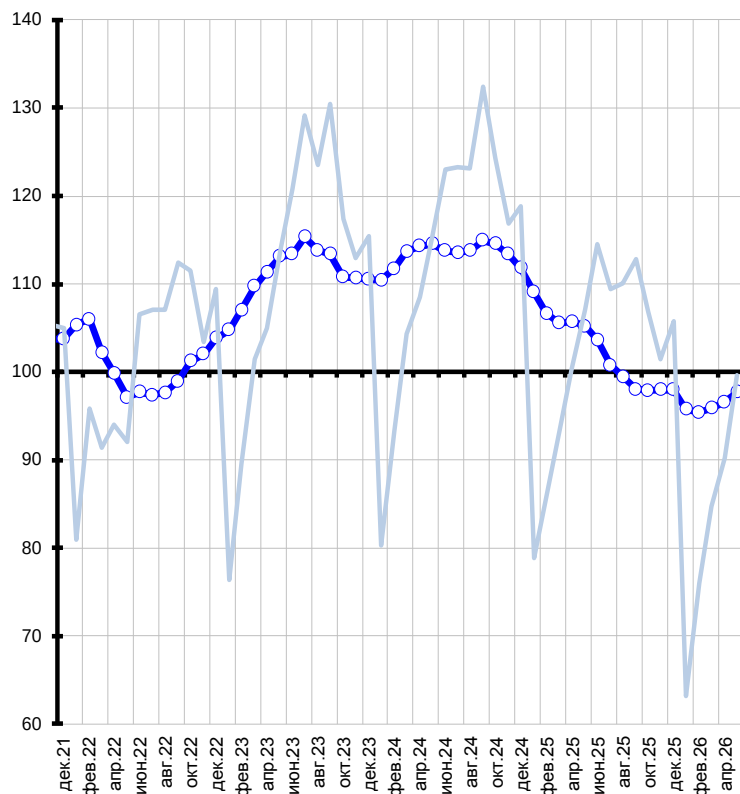
В I кв. *инвестиции в основной капитал* вновь снизились (III кв.: -1.9%, IV кв.: -1.0%, I кв.: -5.0%, сезонность устранена). Такие итоги квартала вполне понятны: сочетание «старого» (высокая «стоимость денег»; укрепление рубля; общая неустойчивость экономической конъюнктуры) и нового (реформа НДС), естественно, 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* в мае закрепилась тенденция медленного снижения (I кв.: -1.0% в среднем за месяц, апрель: -0.2%, май: -0.4%, сезонность устранена), начавшаяся еще в прошлом году. Если процентные ставки на денежных рынках сохранятся высокими, можно ожидать закрепление в отрасли негативных тенденций, которые, с учётом длительности строительного цикла, могут приобрести среднесрочный характер.

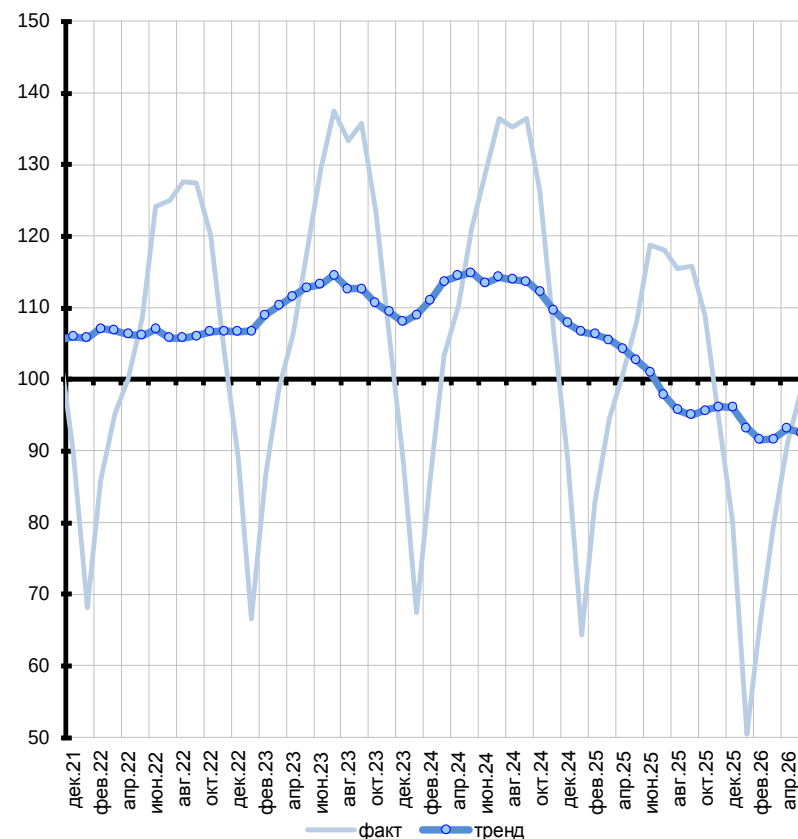
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Индекс инвестиционной активности
(индекс предложения инвестиционных товаров)



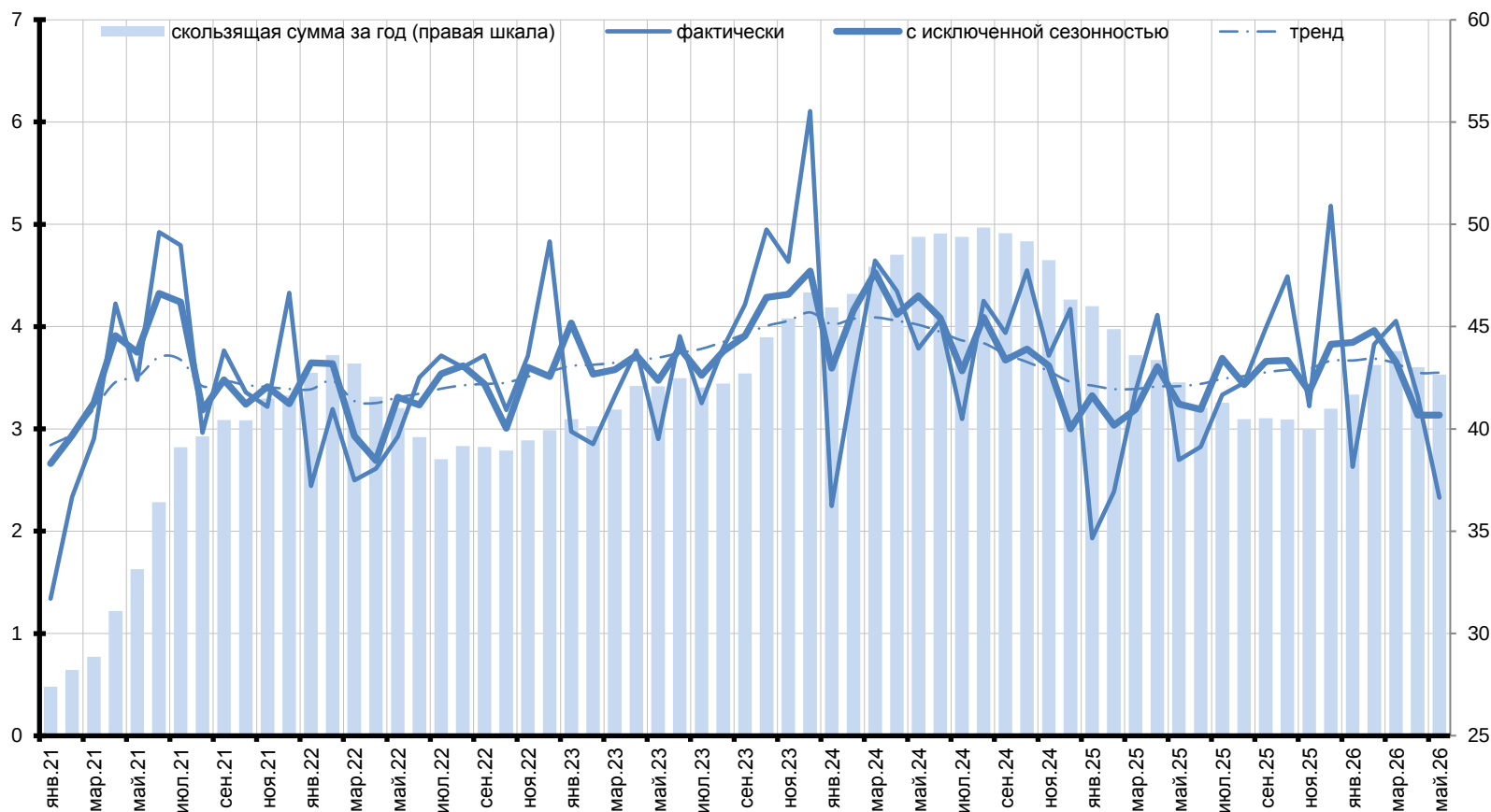
Предложение стройматериалов



Инвестиционная активность (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения, включая предложение продукции и услуг ИКТ) после достижения рекордно низкого уровня в I кв., в апреле-мае начала восстанавливаться (с поправкой на сезонность). Впрочем, пока уровень предложения инвестиционных товаров и услуг остается на 13.8% ниже среднего уровня 2024 г. (!)

При этом *предложение базовых стройматериалов* практически не увеличилось, восстановление произошло преимущественно за счет небольшого расширения *импорта машин и оборудования* и резкого увеличения *продаж программного обеспечения* (расходы на ПО являются основным элементом инвестиций в объекты интеллектуальной собственности).

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

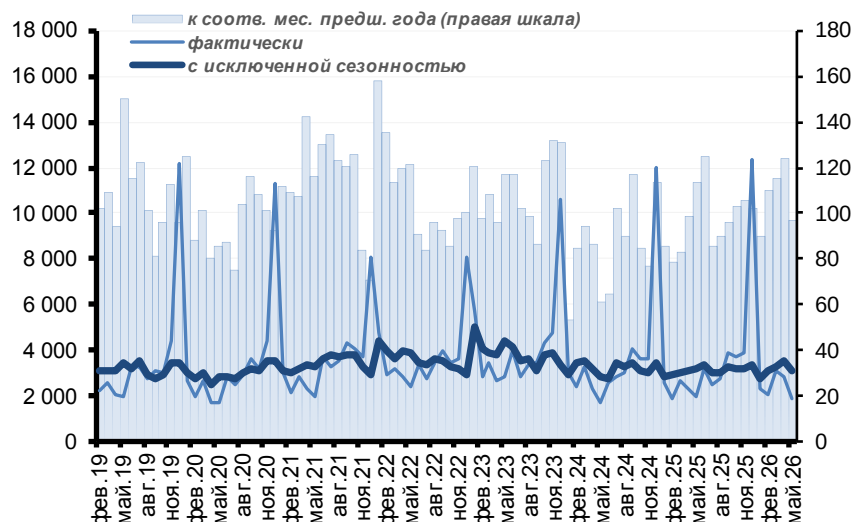


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в мае практически не изменилось (чуть снизилось, сезонность устранена). Это – минимальный уровень с начала 2025 г., что хорошо коррелирует и с динамикой в строительстве.

Рынок жилой недвижимости

Строительство многоквартирных домов



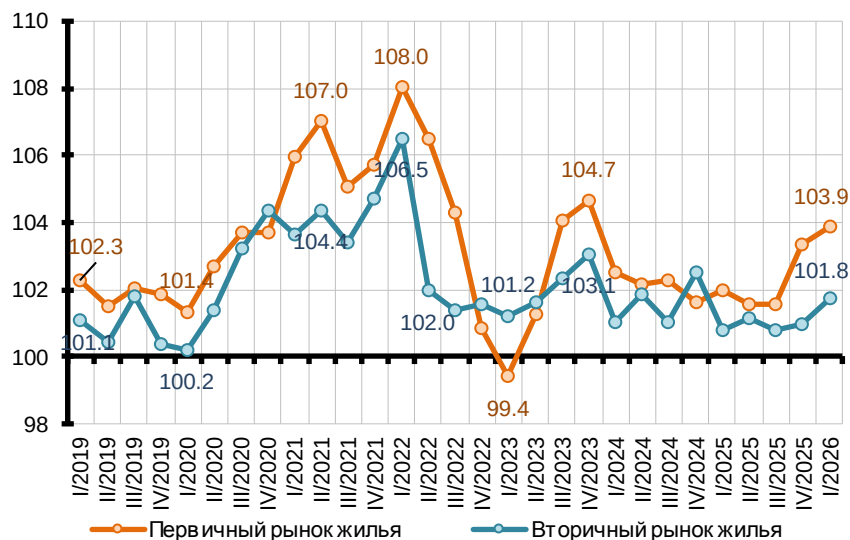
В мае 2026 г. ввод многоквартирных жилых домов снизился на 3.2% по сравнению с аналогичным месяцем прошлого года. За январь-май 2026 г. объем введенного многоквартирного жилья оказался на 7.4% выше соответствующего периода прошлого года.

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 в 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 разрыв в уровнях цен на жилье на этих сегментах.

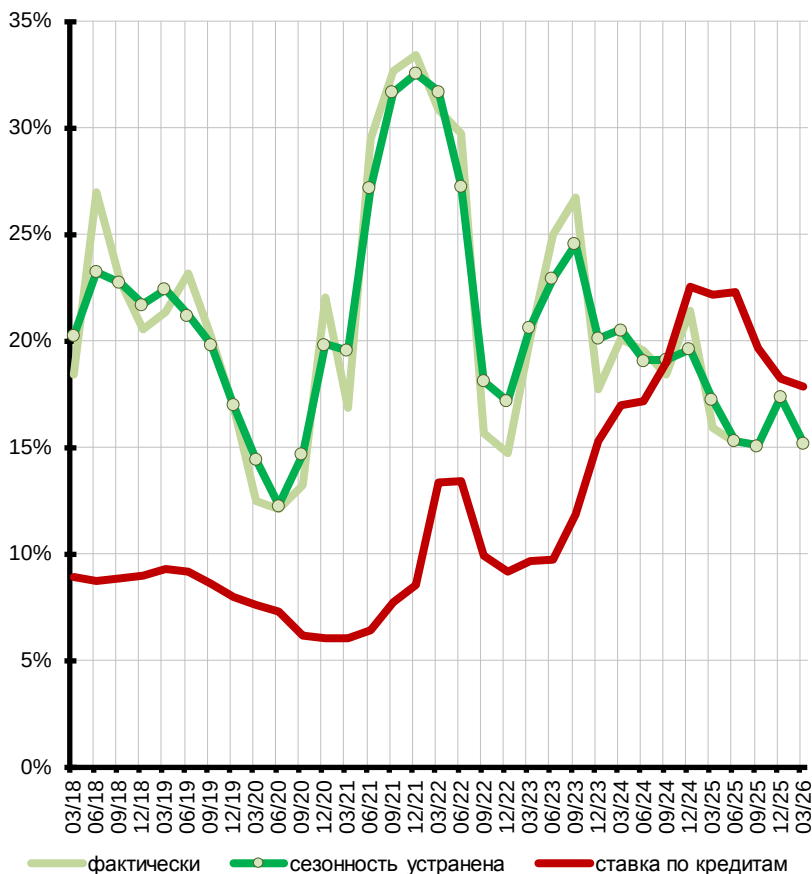
Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)¹



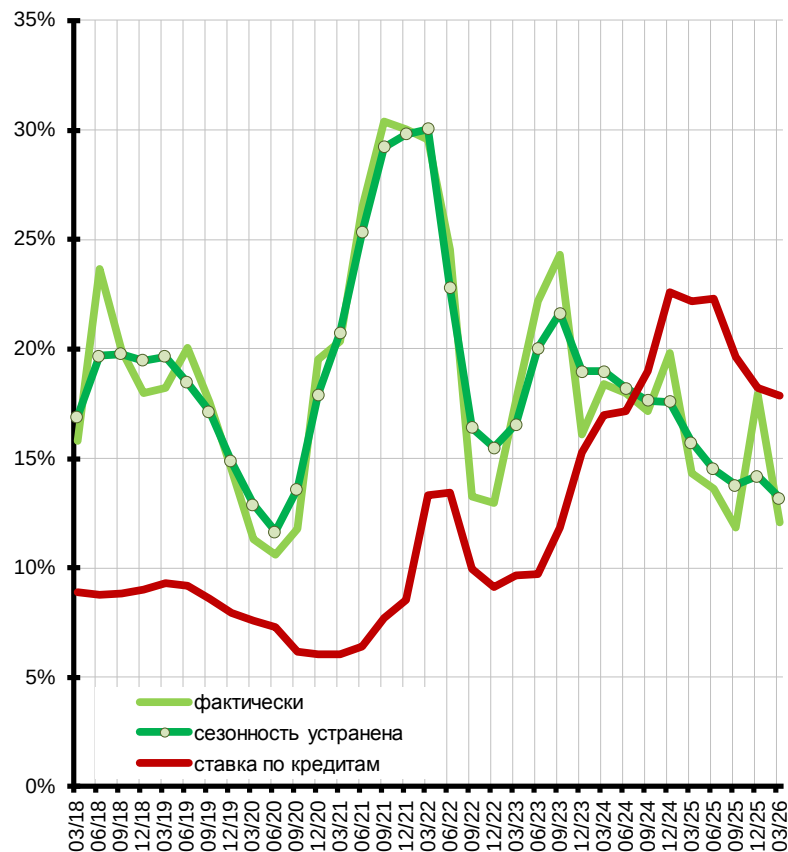
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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).

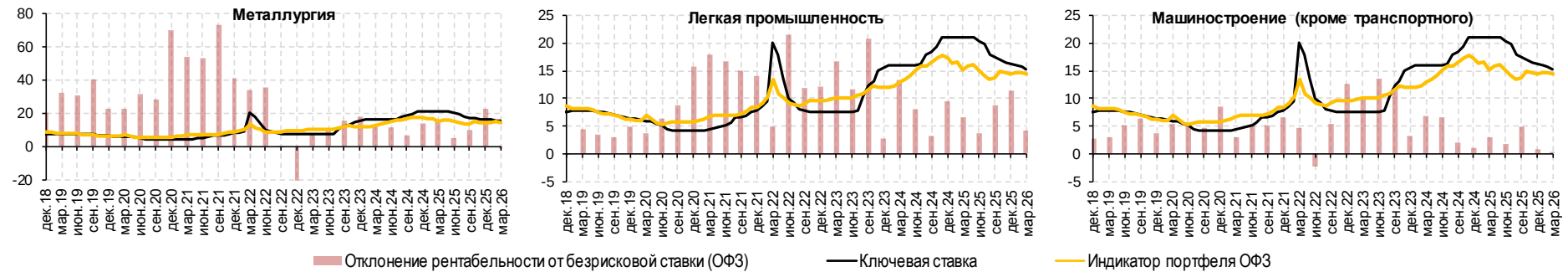
¹ отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу

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 (%) ^{1,2}



	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
Рентабельность по группам отраслей																	
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
Сред рентабельность-ОФЗ																	
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.

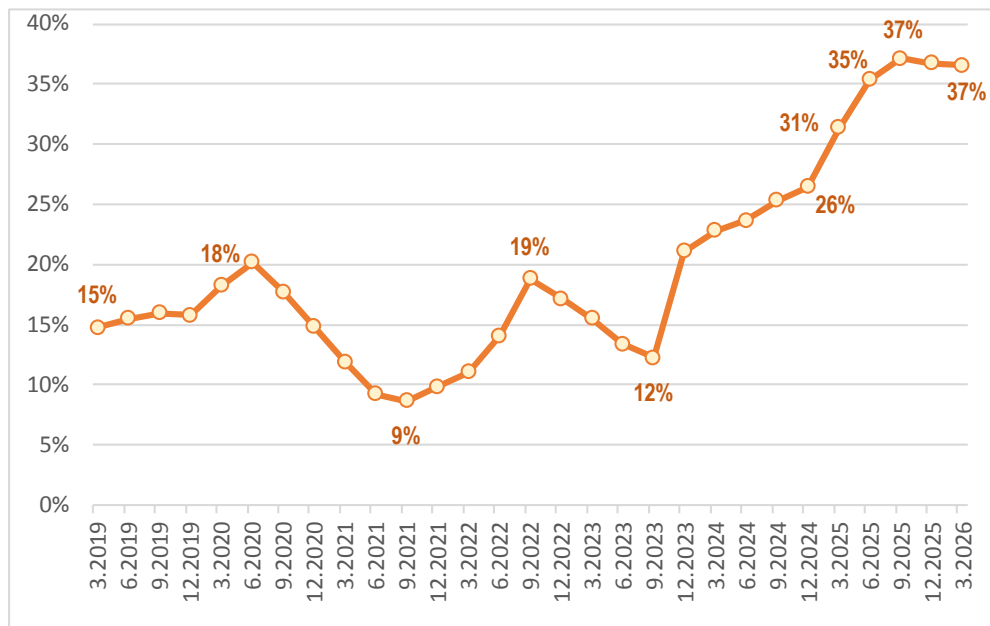
Это – результат сочетания все еще высоких процентных ставок с укреплением рубля, ограничивающим собственные доходы компаний экспортеров. Впрочем, улучшение мировой конъюнктуры и снижение ключевой ставки могут изменить ситуацию к лучшему.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере выхода данных по рентабельности за II кв. 2026 г.

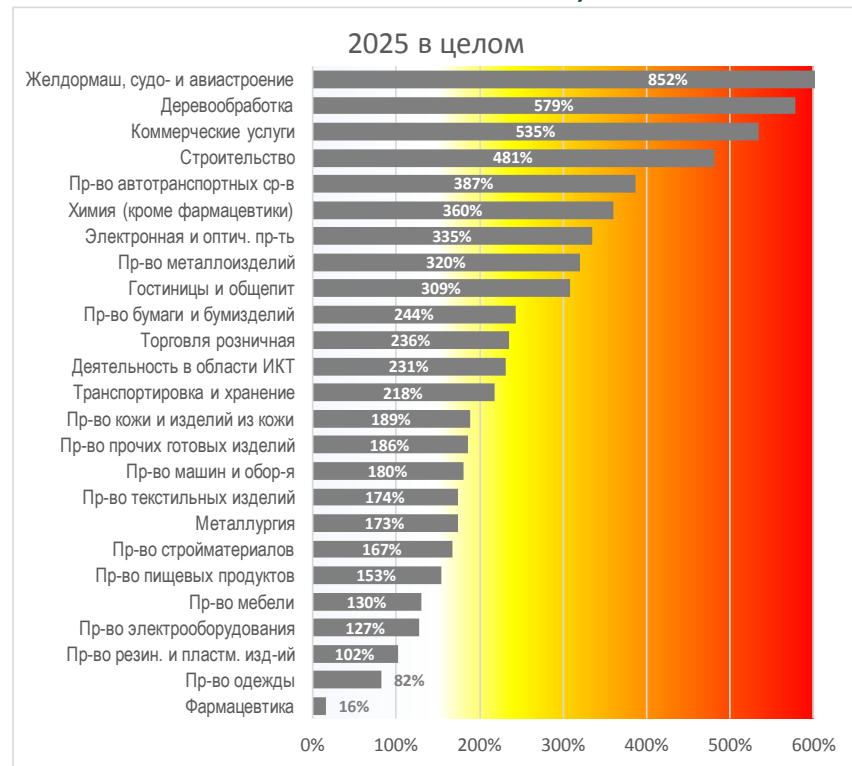
² В качестве показателя рентабельности используется соотношение прибыли до налогообложения и собственного капитала.

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.

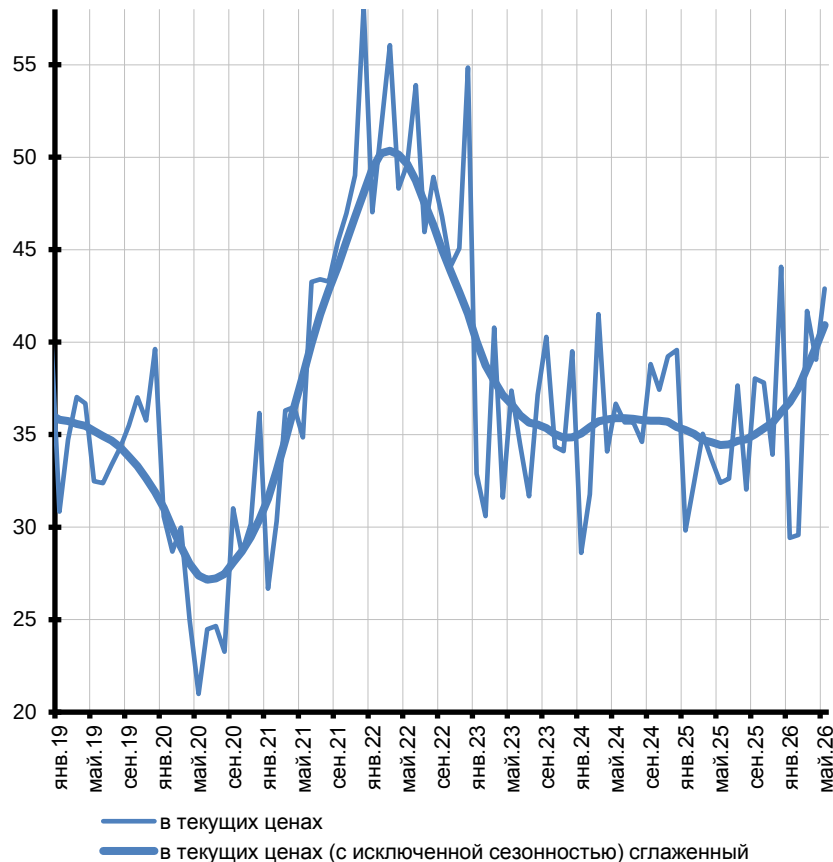
EBIT – отраслевая оценка, сумма сальдированного финансового результата и процентов к уплате

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

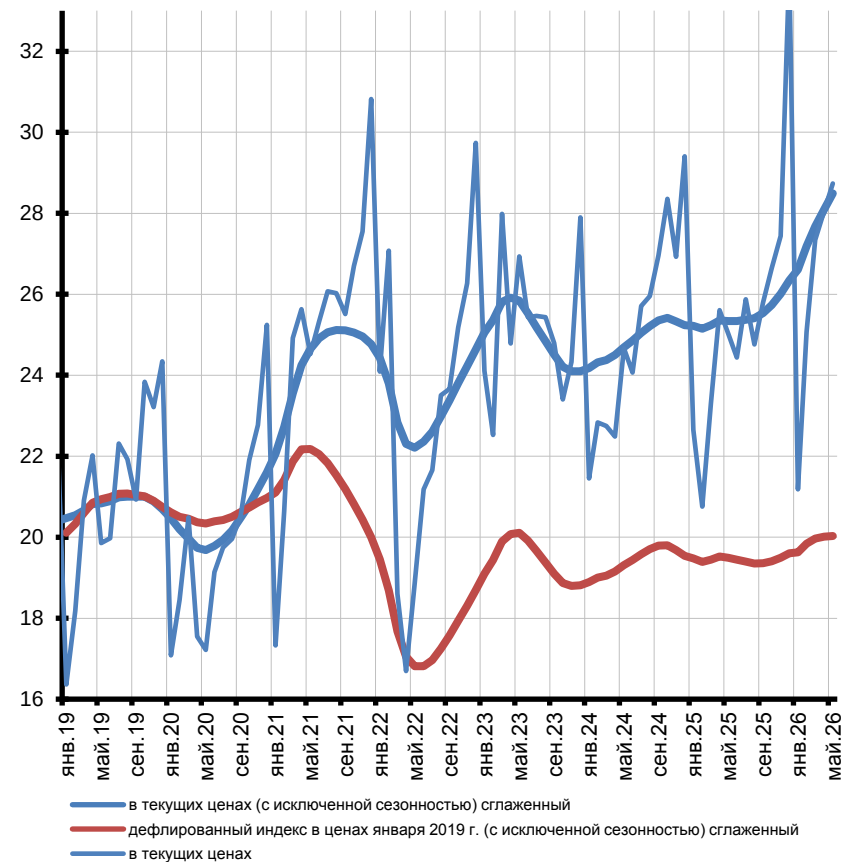
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)¹



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



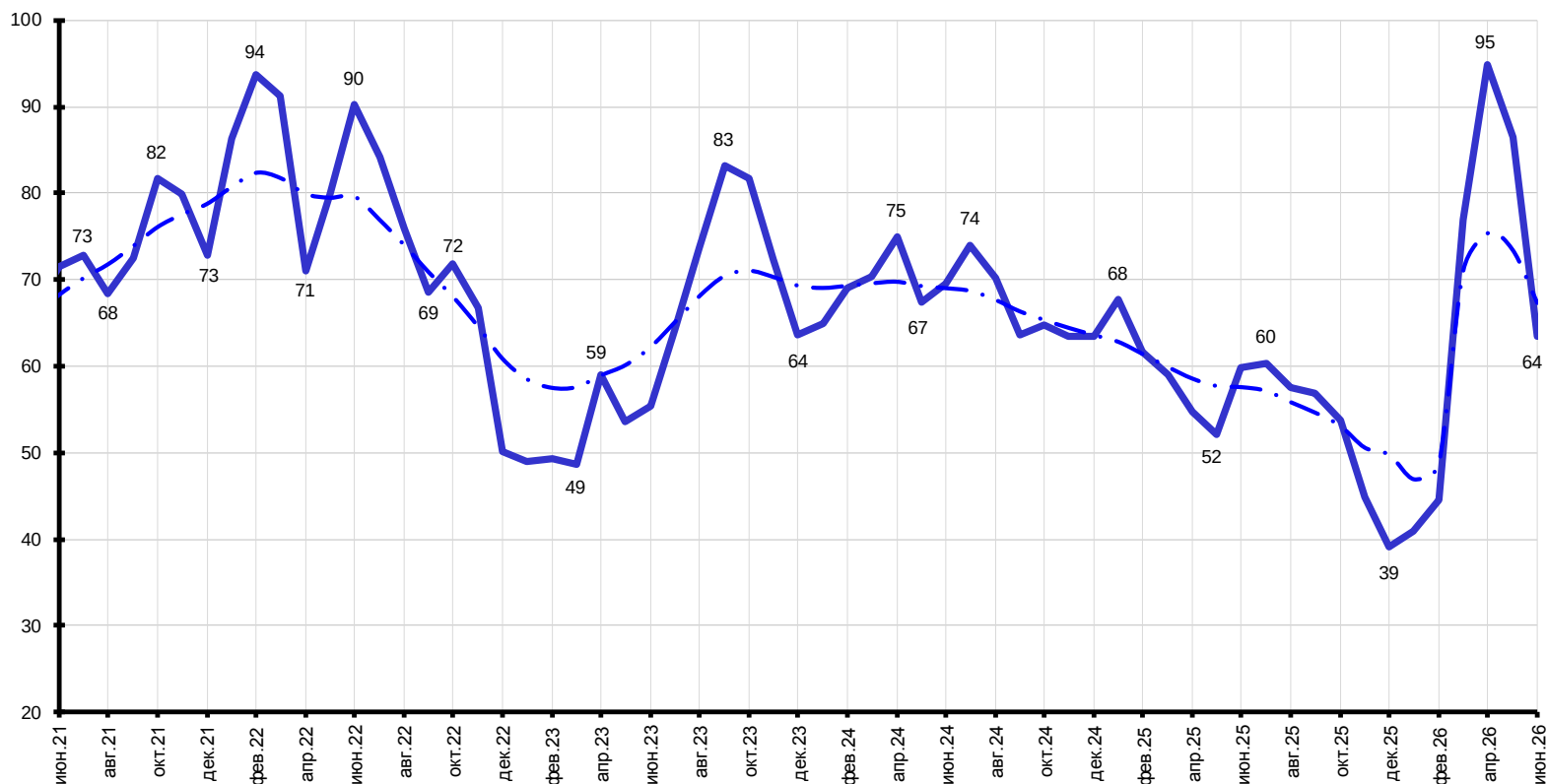
Продолжился по состоянию на май быстрый рост *экспорта товаров* (в текущих ценах, сезонность устранена) – из-за действия ценового фактора на рынках нефти, удобрений и др. Другой вопрос – как развернется ситуация в июне, «на паузе» боевых действий в Персидском Заливе и на фоне ударов БПЛА.

Рост *импорта товаров* (в текущих ценах, сезонность устранена) ускорился, что, как уже отмечалось, означает, скорее всего, структурные сдвиги в пользу более дорогостоящих товаров: во всяком случае, дефлированный объём импорта тоже растёт, но гораздо более низкими темпами. Проблема, вероятно, состоит в том, что рывок экспорта определяется ситуационными, быстро «разворачивающимися» факторами. А рост импорта, вероятно – более фундаментальными сдвигами в потребительских стандартах. В итоге может возникнуть ситуация, когда стоимостной объём экспорта скорректируется, а импорта – продолжит расти.

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.)

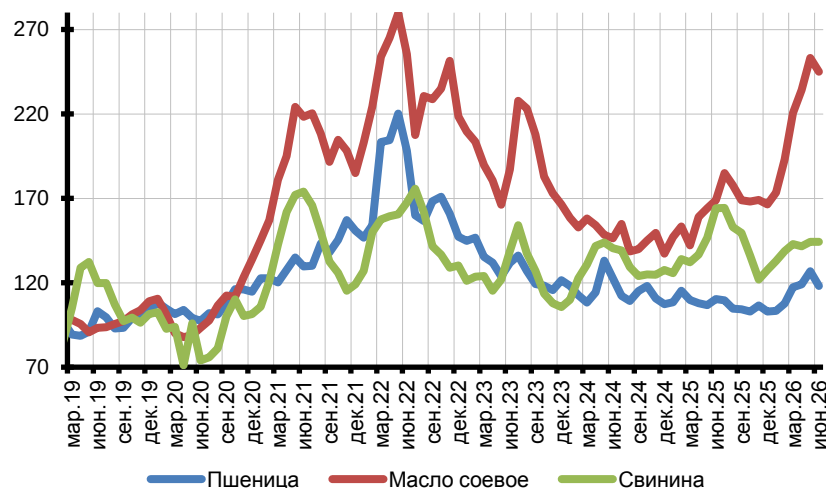


Средняя цена на нефть марки Urals в июне 2026 г. сократилась до 63.5 долл./барр. после 86.5 долл./барр. в мае. В июне пик цен на нефть пришелся на первые числа месяца – после новых ударов США по Ливану и снижения вероятности скорого достижения перемирия на Ближнем Востоке. Однако затем до конца месяца цены на нефть преимущественно снижались. Американский президент Д.Трамп настаивал, что США с Ираном близки к заключению сделки. 15 июня было достигнуто временное соглашение, в том числе по Ормузскому проливу. Судоходство начало постепенно восстанавливаться по обозначенным Ираном маршрутам.

Средняя цена на нефть марки Brent в мае 2026 г. составила 83.9 долл./барр. после 102.8 долл./барр. в мае, то есть дисконт на нефть марки Urals в июне увеличился до 20.4 долл./барр. после 16.3 долл./барр. в мае.

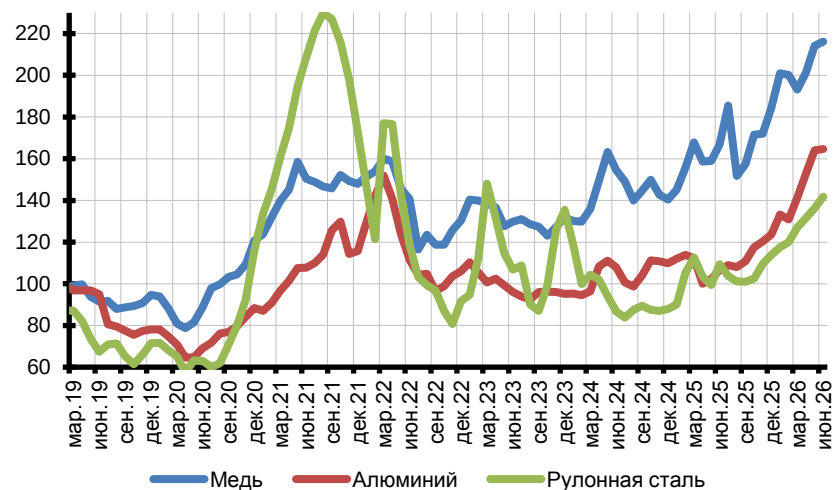
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



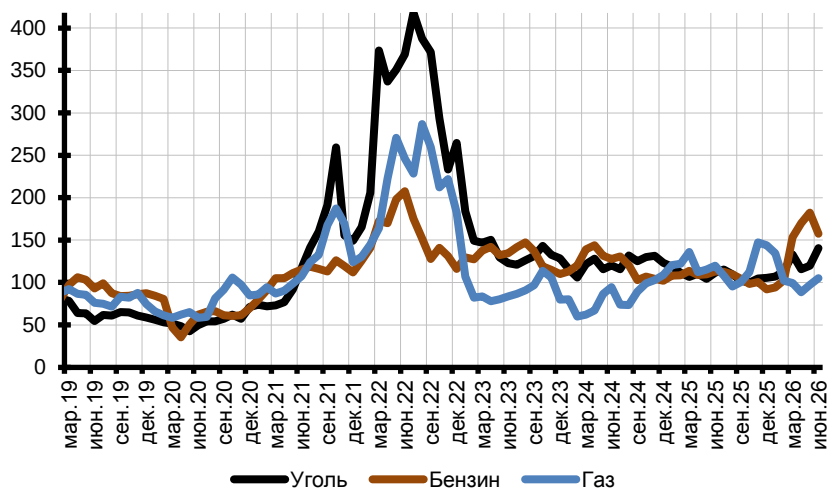
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
Свинина – фьючерс на свинину, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*



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

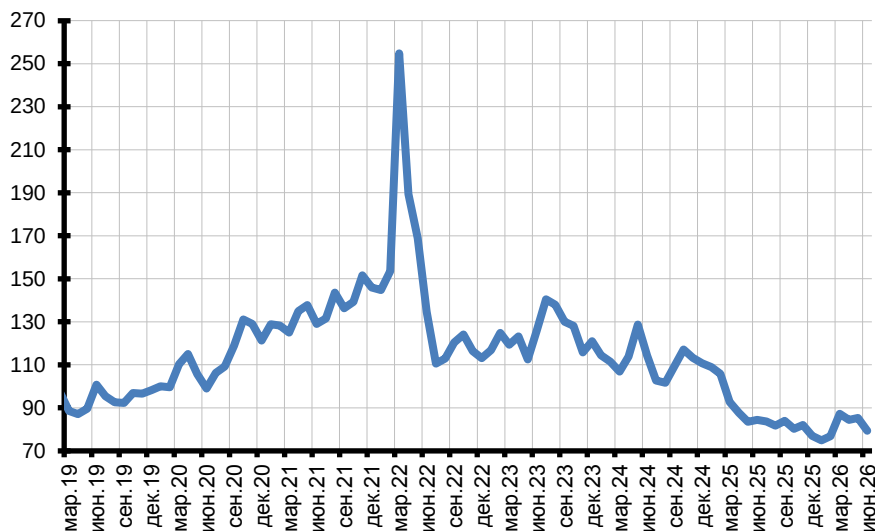
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на июнь, приостановили рост – правда, после более или менее интенсивного повышения в предшествующие месяцы на ожиданиях глобального дефицита топлива для сельхозработ).

На рынках основных видов металлов рост цен ускорился. Отчасти, это стало результатом возвращения интереса бизнеса к инвестированию в (металлоёмкие) строительные и инфраструктурные проекты, а также развертывание военных программ.

Цены на топливо, как уже отмечалось, ведут себя разнонаправленно. По состоянию на июнь цены на бензин, ранее резко возраставшие, чуть упали (хоть и остаются высокими), цены на уголь и газ – подросли, вероятно, следуя за предшествующей, с лагом в пару месяцев, динамикой цен на нефть.

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*



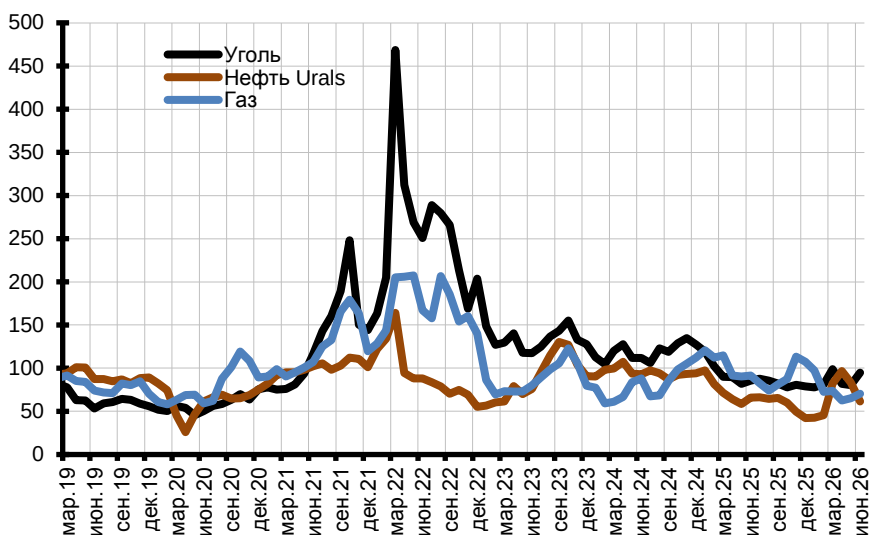
* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*

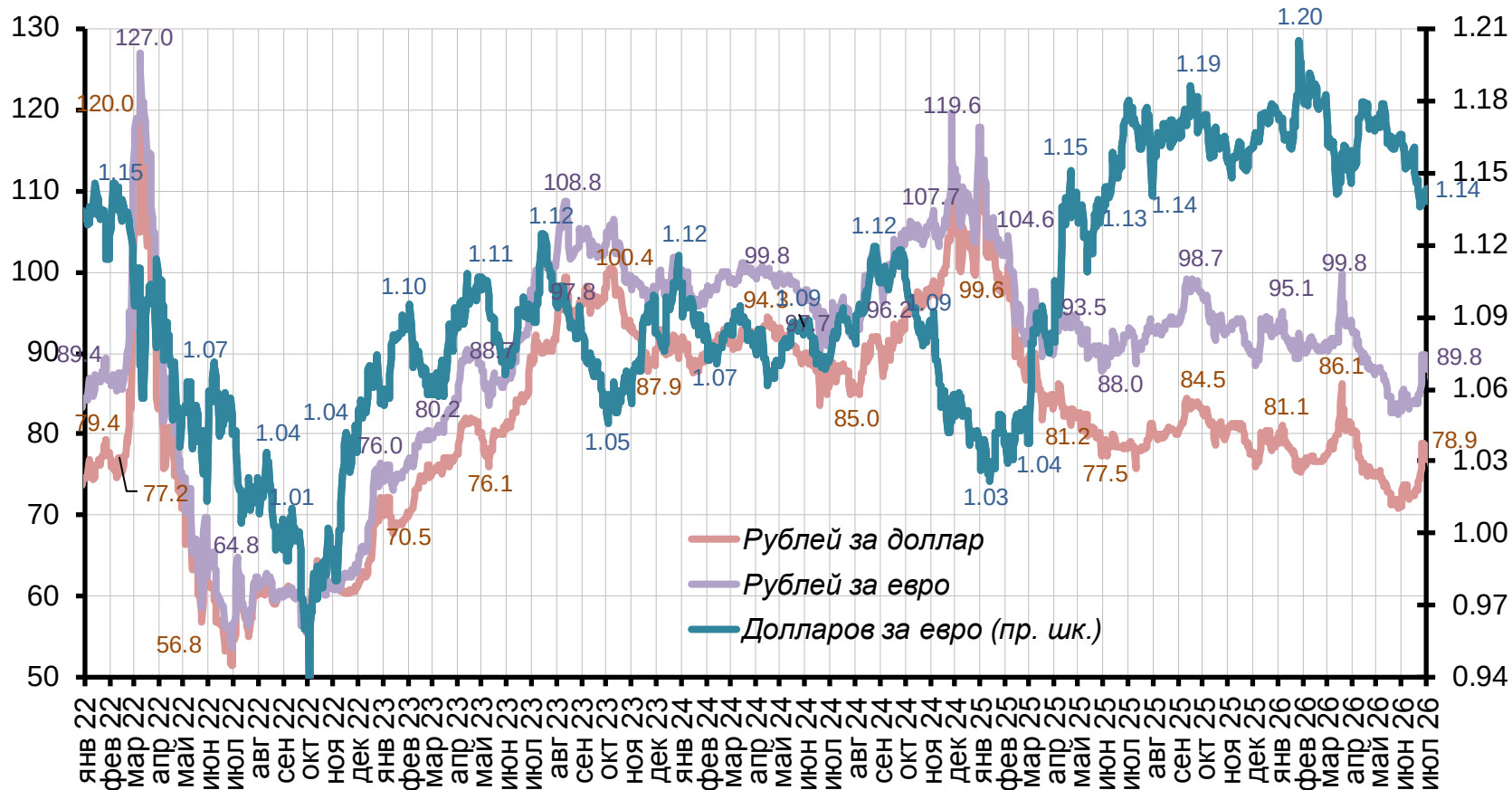


* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
Фьючерс на природный газ (производные данные)

По состоянию на июнь, ситуация с *входящим денежным потоком экспортеров почти не изменилась* по сравнению с прошлым месяцем: там, где цены растут достаточно быстро, их эффект «перекрыл» потери от укрепления рубля – и ситуация, в целом, выправляется (металлы, особенно алюминий). Там где цены уже скорректировались, но росли ранее – компании остаются «при своих», не почувствовав особенного эффекта (топливный сектор; учтём влияние фактора дисконта на российскую нефть и системы скидок для покупателей). Наконец, там, где цены отреагировали слабо, и изначально не очень высоки – ситуация находится вблизи «исторического дна» (зерно).

Валютный курс

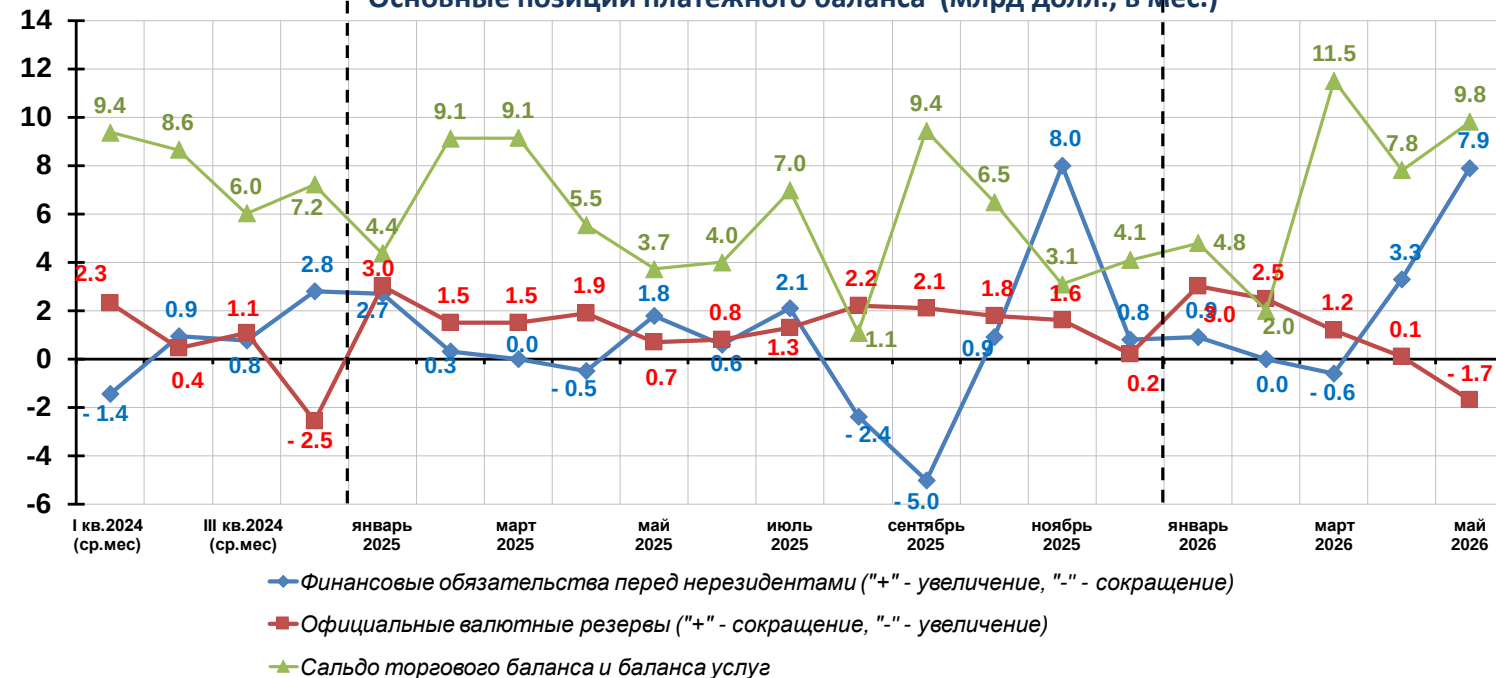
Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные



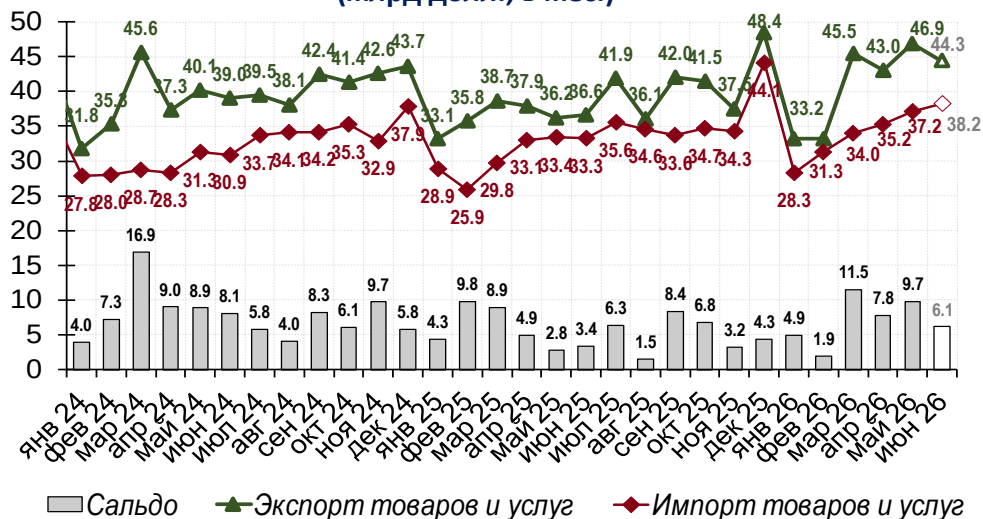
В июне рубль заметно ослаб как по отношению к доллару США (+7.7% за месяц), так и к евро (+5.3% за месяц). Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю на 01.07.2026 составил 82.3 руб., увеличившись на 6.5% за месяц.

Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

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



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

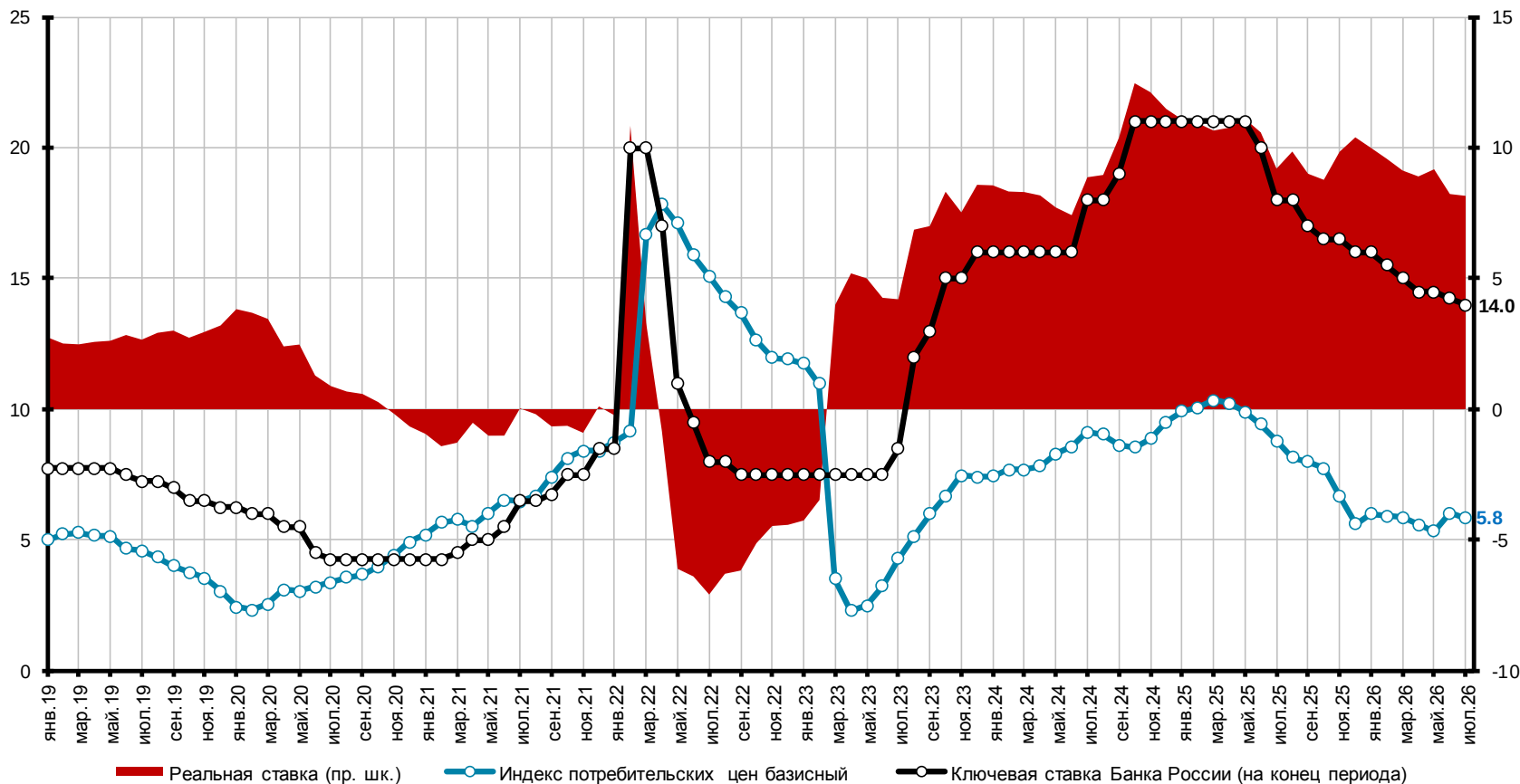


Хотя в июне имело место снижение цены на нефть и, как следствие, уменьшение объема экспорта, оно не привело к сжатию предложения иностранной валюты на российском рынке. Так, объем продаж иностранной валюты российскими экспортерами не сократился по сравнению с предшествующем месяцем (по данным Банка России).

Однако рост спроса нефинансовых компаний на иностранную валюту увеличился, что и поспособствовало ослаблению российской валюты.

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

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



Совет директоров Банка России 24 июля 2026 г. принял решение снизить ключевую ставку на 0.25 п.п., до уровня 14% годовых, на фоне сохранения устойчивых показателей текущего роста цен (по используемым регулятором индикаторам) в диапазоне 4-5%. В результате, к концу июля 2026 г., *реальная процентная ставка* (за вычетом потребительской инфляции, к аналогичному периоду прошлого года) стабилизировалась на уровне около 8.1-8.2% годовых. Проведение ближайшего заседания Банка России по вопросу процентной политики запланировано на 11 сентября 2026 г.

Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

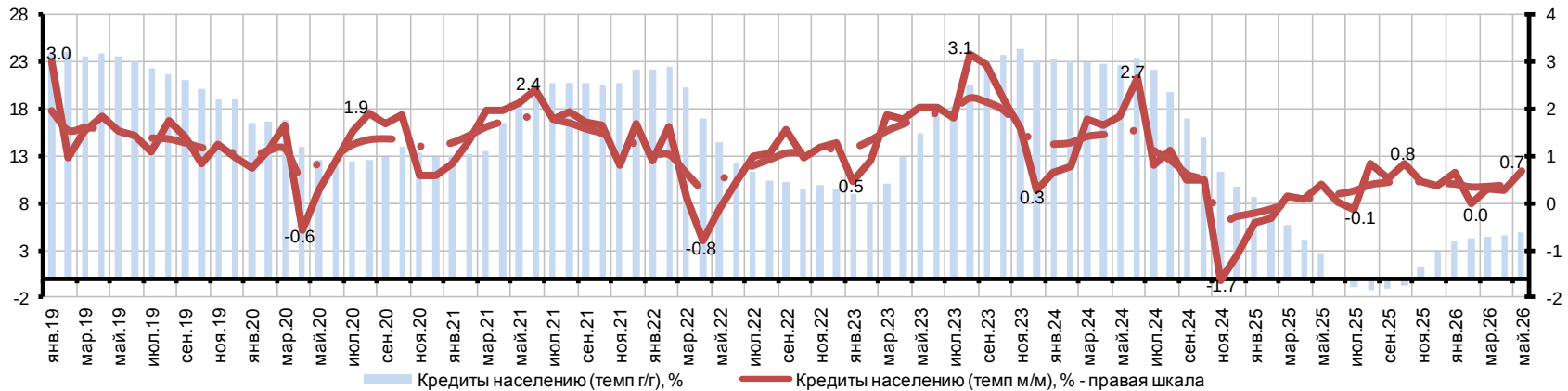
Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)*	Реальная процентная ставка (%)
Бразилия	14.25	4.64	9.61
Россия	14.00	5.84	8.16
Китай	3.00	1.00	2.00
Великобритания	3.75	2.60	1.15
Индия	5.25	4.38	0.87
Австралия	4.35	4.10	0.25
США	3.75	3.50	0.25
Япония	1.00	1.40	-0.40
ЕС	2.40	2.80	-0.40
Швейцария	0.00	0.50	-0.50
Канада	2.25	3.20	-0.95

* В таблице приводятся данные по инфляции за июнь 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. По предварительным итогам июля, *уровень реальной процентной ставки* снизился в России вследствие уменьшения номинальной учетной ставки. Аналогичный показатель в Бразилии, Китае, ЕС, США, Великобритании и Швейцарии вырос из-за снижения темпов роста потребительских цен.

Кредитование населения

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



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

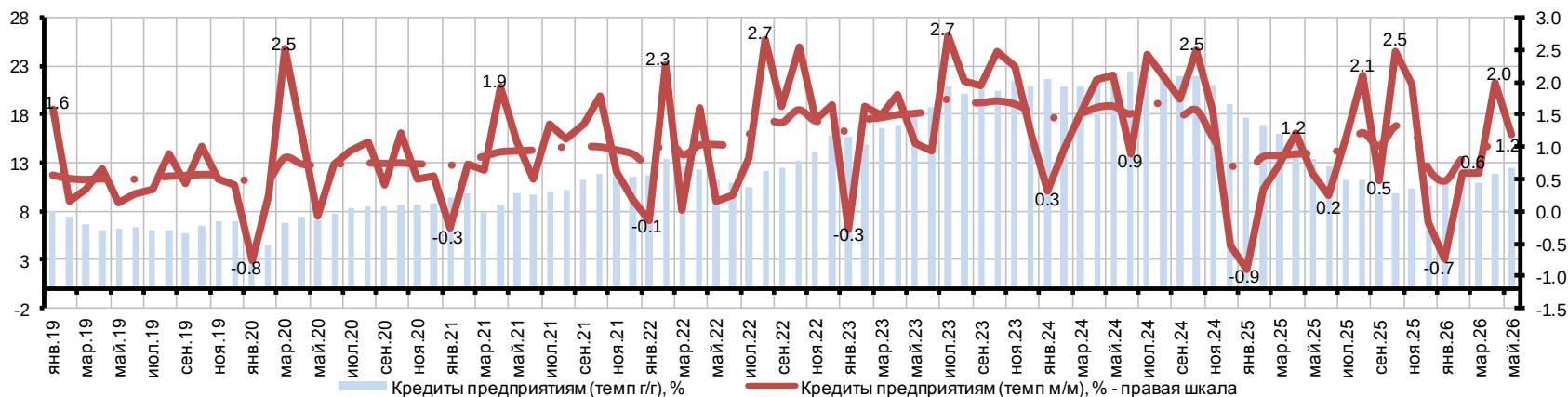


В мае темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил +4.8%, что на 0.2 проц. п. выше, чем месяцем ранее.

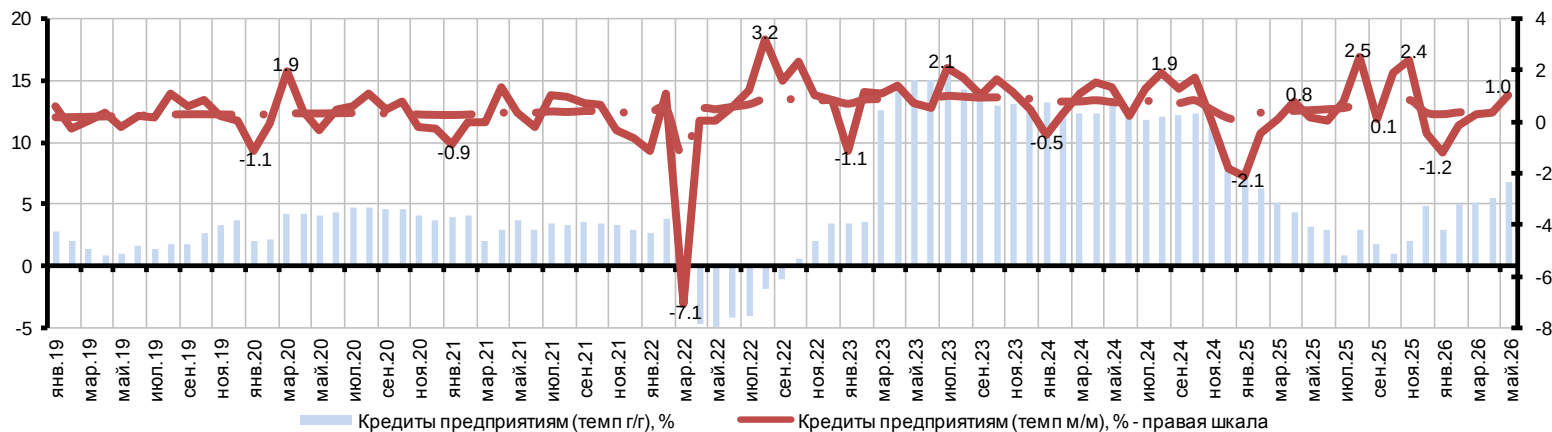
Потребительское кредитование в мае росло очень активно (+1.4% после роста на +0.1% в апреле), что, в том числе, может быть связано с сезонными расходами населения на отпуск. При этом увеличились выдачи как по кредитным картам, так и по кредитам наличными. Темп прироста портфеля ипотечных ссуд в мае составил +0.3%. С февраля 2026 г. он растет достаточно стабильно – по +0.3–0.4% в среднем ежемесячно.

Кредитование предприятий

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



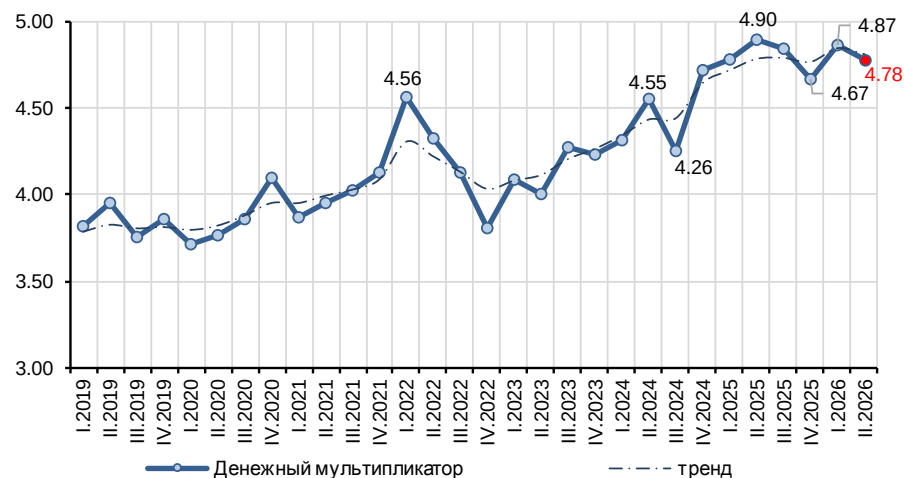
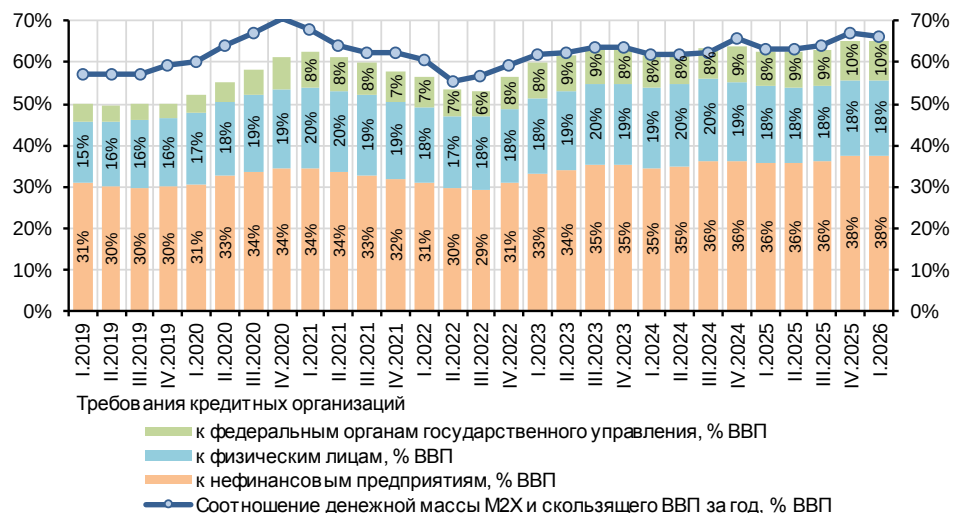
Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Продолжает ускоряться активность в сегменте *корпоративного кредитования*. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в мае составил 12.5%. Для сравнения: в апреле аналогичный показатель составлял 11.8%, в марте – 11.0%.

В мае корпоративный кредитный портфель увеличился на +1.2 трлн. руб. (+1.2%). Около половины прироста корпоративного портфеля пришлось на кредиты госкомпаниям (+0.4 трлн. руб.) и застройщикам жилья (+0.2 трлн. руб.), а остальной прирост равномерно распределился по отраслям.

Монетизация и денежный мультипликатор¹



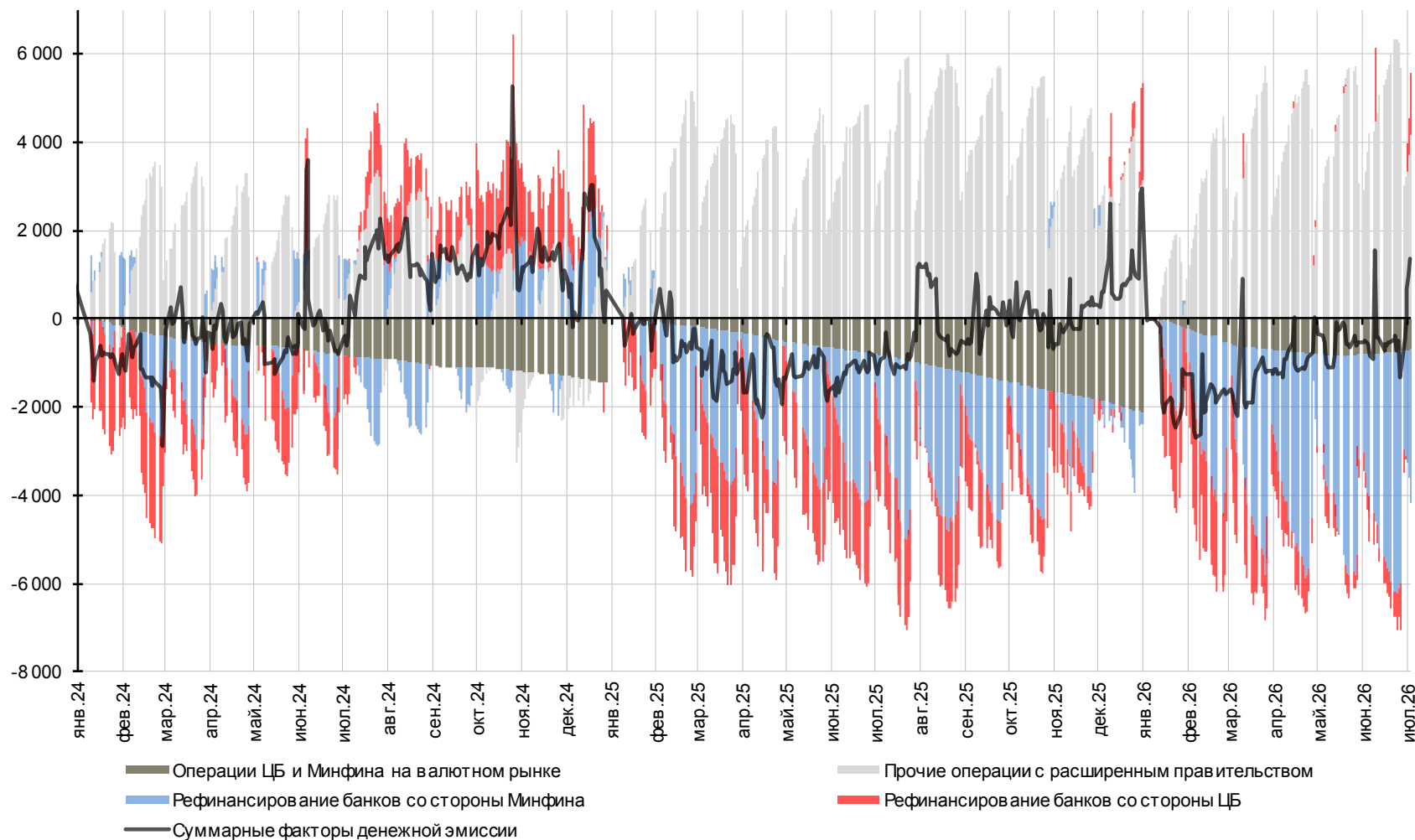
Денежная масса (в широком определении) в I кв. 2026 г. стагнировала (прирост +0.04%, после +6.3% кварталом ранее) в основном под влиянием сезонных факторов. В результате, даже несмотря на замедление динамики номинального ВВП, рост уровня монетизации в экономике приостановился.

Согласно оперативным данным Банка России по итогам II кв. 2026 г. *денежная масса* (в широком определении) выросла на 2.2% в результате увеличения ее ликвидной части (наличных средств в обращении и счетов до востребования) при стагнации сберегательной составляющей.

Денежный мультипликатор хотя и несколько снизился на фоне более быстрого восстановления денежной базы во II кв. 2026 г. (+4.1%), тем не менее остаётся на высоких уровнях. 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

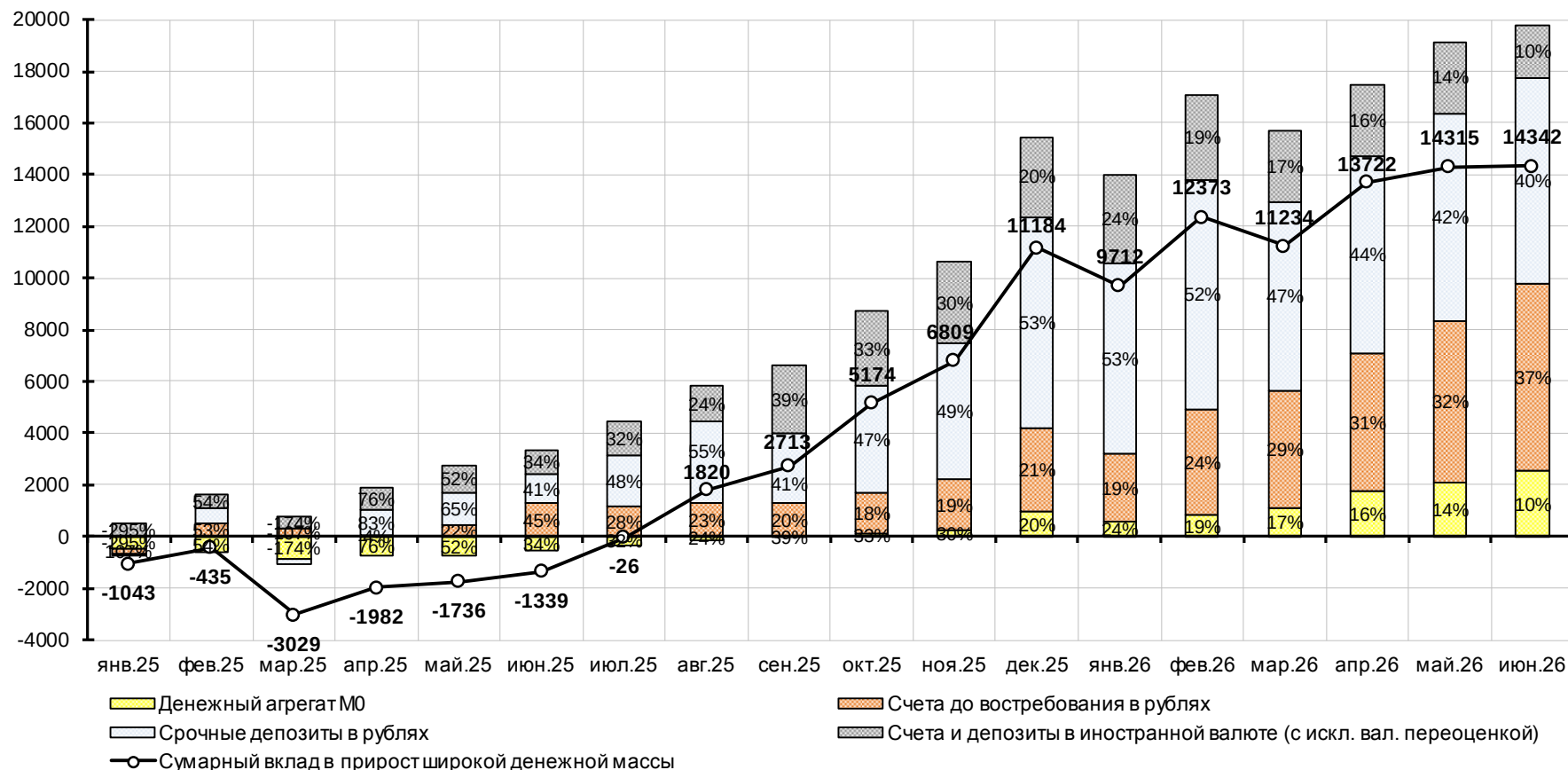
Факторы денежной эмиссии (млрд руб., накопленным итогом с начала каждого года)



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, во-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)

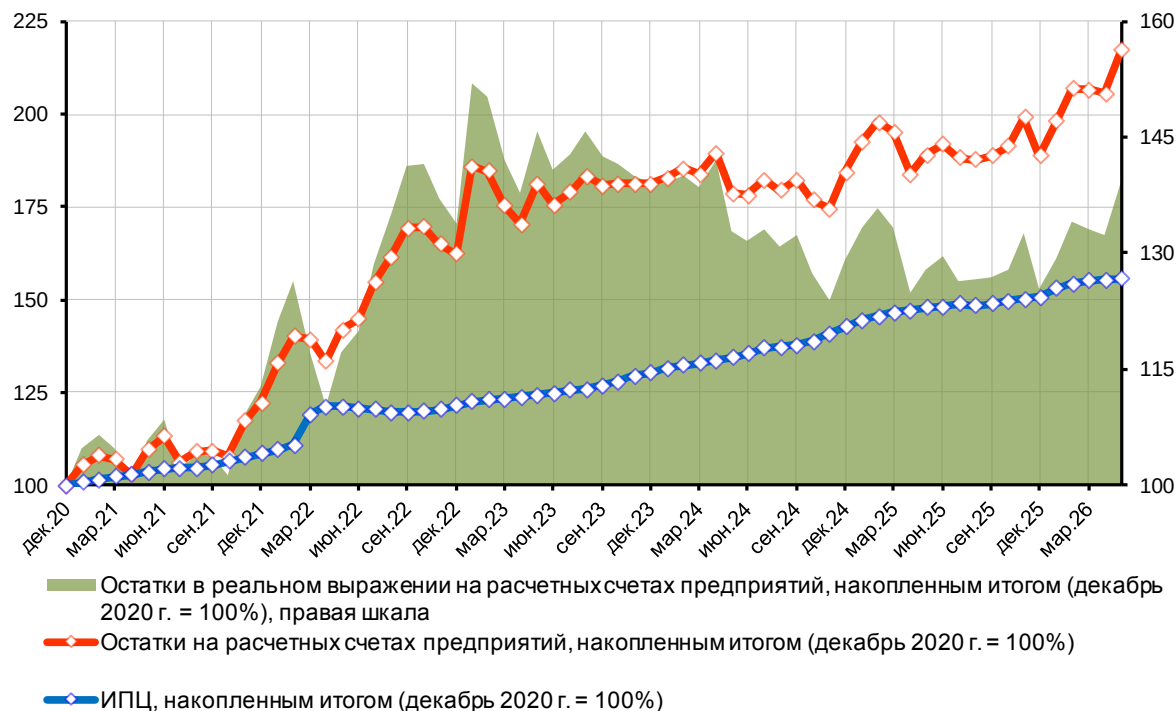


Широкая денежная масса (М2Х) с начала 2026 г. расширялась умеренными (но все-таки более высокими, чем за аналогичный период прошлого года) темпами, однако в июне это расширение приостановилось (вероятно, временно). При этом продолжилось медленное, но в целом устойчивое изменение структуры денежной массы – сдвиг от сберегательной компоненты (срочные депозиты) в сторону ликвидной компоненты (наличные средства, счета до востребования). Этот сдвиг обусловлен снижением процентных ставок по срочным депозитам, а также стремлением населения увеличить долю наличных средств в условиях участвовавших технических сбояв в доступе к безналичным расчетам.

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

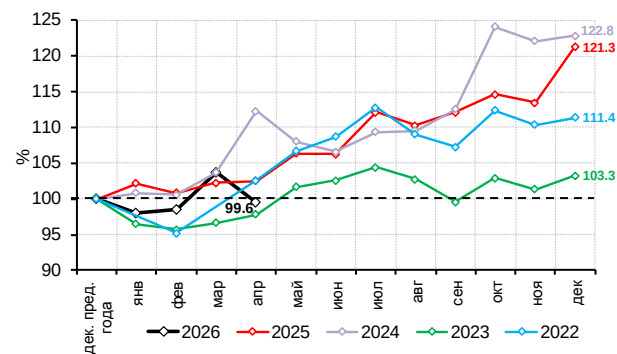
Динамика остатков средств на текущих (расчетных) счетах предприятий, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%



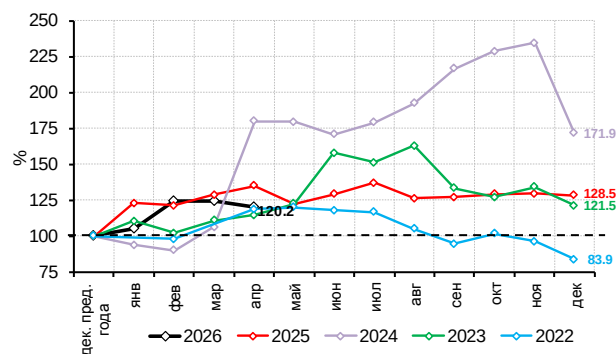
В мае 2026 г. наблюдался резкий рост объема средств на текущих (расчетных) счетах предприятий. Согласно материалу Банка России «О развитии банковского сектора Российской Федерации в мае 2026 года» рост средств «преимущественно обеспечили компании-экспортеры (их выручка увеличилась благодаря высоким ценам на энергоносители из-за сохраняющейся напряженности на Ближнем Востоке), а также исполнители госконтрактов». Эти факторы имели скорее краткосрочный эффект на динамику средств на расчетных счетах, поэтому пока еще нет оснований говорить об устойчивом улучшении ситуации с *ликвидностью хозяйственного оборота* по широкому кругу предприятий. По большому счету, уровень остатков средств на счетах в реальном выражении продолжает стагнировать начиная с середины 2024 г. Доля средств на расчетных счетах в общем объеме рублевых денежных средств предприятий с начала 2024 г. колеблется в диапазоне 42-48% (с января по май 2026 г. она устойчиво держится на уровне 45-46%). 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, все еще склонны придерживаться модели поведения, когда они стараются поддерживать минимально необходимый для обеспечения производственного оборота уровень ликвидности, максимально извлекая выгоду от пока еще сохраняющихся высоких ставок, и при этом существенно не сокращая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками.

Проблема неплатежей

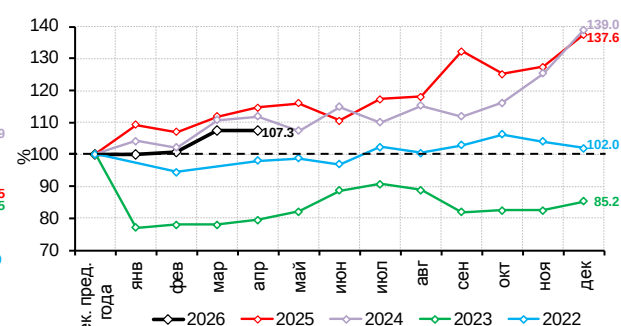
Динамика просроченной кредиторской задолженности предприятий, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обрабатывающие производства без нефтепереработки¹

В целом по экономике по данным на начало мая объем *просроченной кредиторской задолженности* предприятий вернулся на уровень начала 2026 г. Таким образом, удалось нивелировать случившееся месяцем ранее заметное обострение ситуации с неплатежами. Однако такого снижения явно недостаточно, чтобы компенсировать масштабный (суммарно - в полтора раза) рост за предшествующие два года. Формально (согласно отчетности) доля просроченной задолженности в общем объеме кредиторской задолженности составляет 4.6% на начало мая 2026 г. Это уже ниже уровня начала 2026 г. (5.1%), но пока еще выше уровня начала 2025 г. (4.3%). Вместе с тем нужно иметь в виду, что просроченная задолженность является одним из наиболее искаженных показателей отчетности, и, соответственно, фактическая доля просроченной задолженности кратно выше.

В *добывающем секторе экономики* к началу мая 2026 г. объем просроченной кредиторской задолженности все еще остается на высоком уровне относительно начала 2026 г. (прирост составил около 20%). В основном он был обусловлен увеличением просроченной задолженности компаний, занятых добычей сырой нефти и природного газа, – на 50% к началу года. Напротив, угледобывающие компании сократили просроченную задолженность за тот же период на 7%.

В *обрабатывающем секторе экономики* (за исключением нефтепереработки) прирост объема просроченной кредиторской задолженности к началу 2026 г. составил 7%. Заметим, что до этого, в 2024-2025 гг., он рос на 38-39% в год.

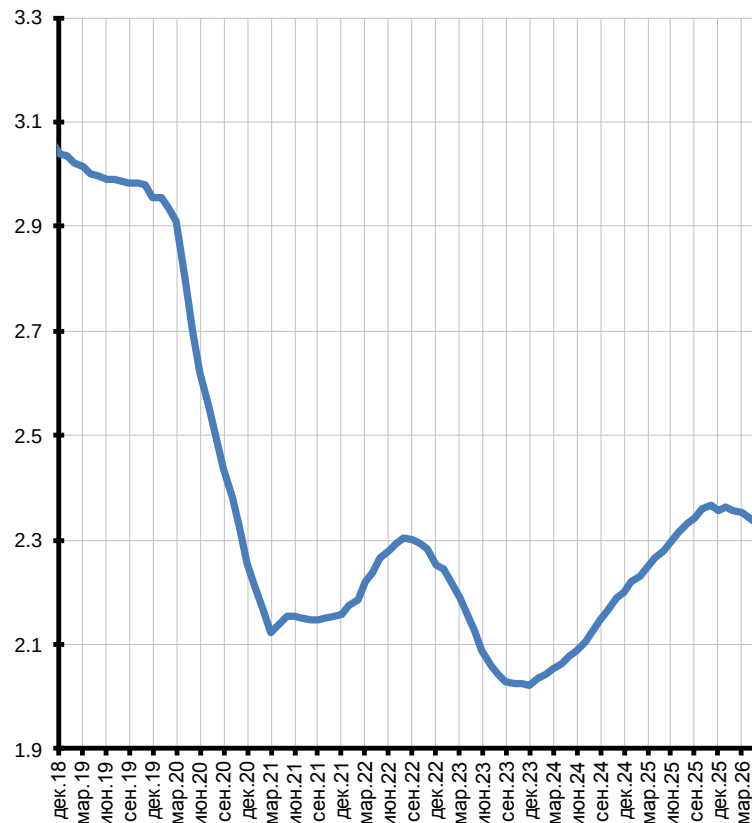
Рост просроченной кредиторской задолженности в этом секторе экономики в значительной мере был обусловлен ситуацией у производителей прочих транспортных средств и оборудования (желдормаш, судо- и авиастроение) – прирост задолженности к началу 2026 г. составил почти 40%. На эту отрасль сейчас приходится 44% всего объема просроченной кредиторской задолженности этого сектора. Стоит отметить рост объема просроченной кредиторской задолженности производителей химических веществ и продуктов – на 18% с начала года и производителей стройматериалов – на 34% 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.

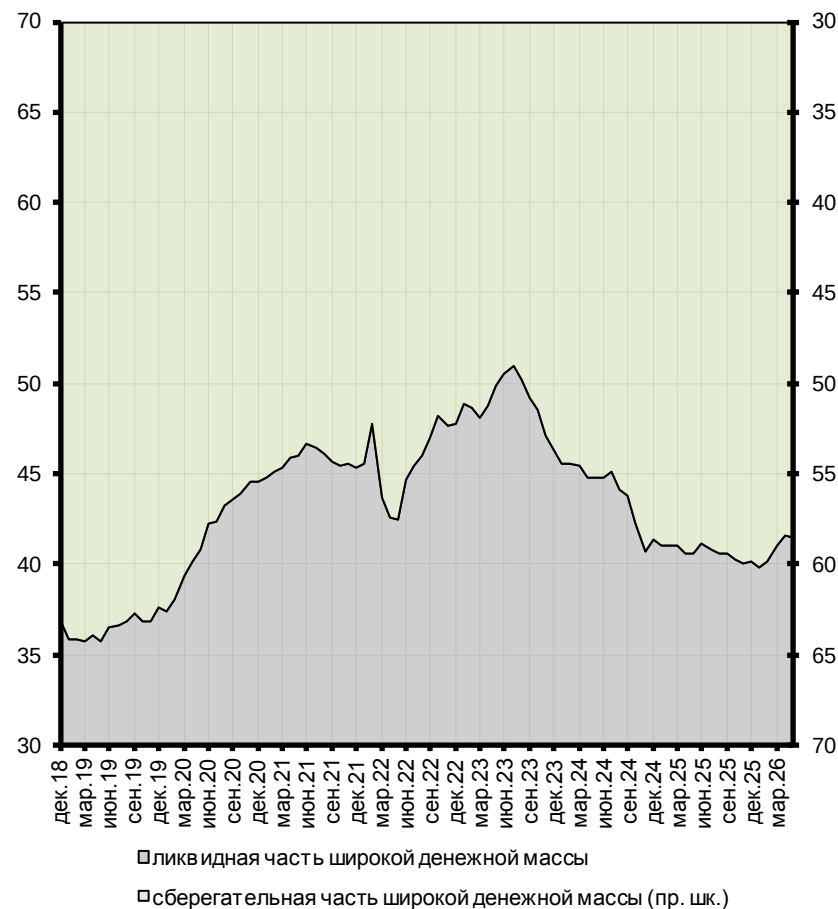
Оборачиваемость денежных средств

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



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

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



■ ликвидная часть широкой денежной массы

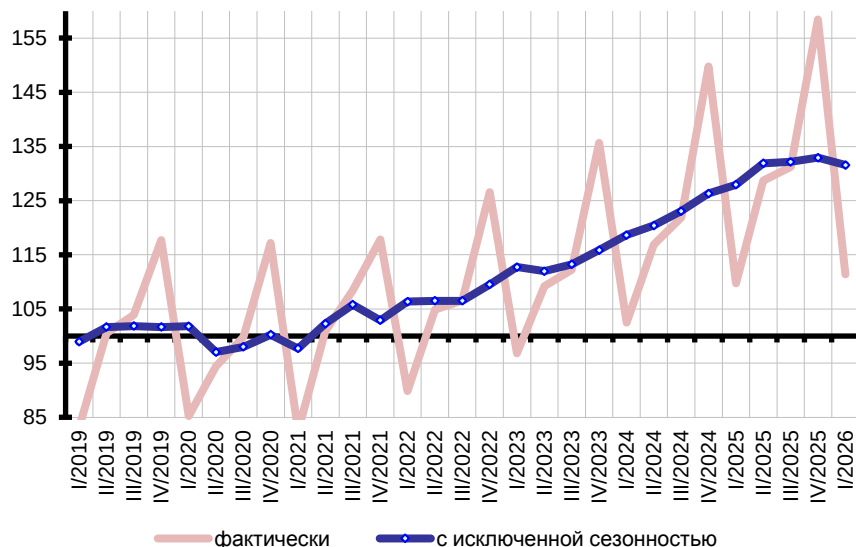
■ сберегательная часть широкой денежной массы (пр. шк.)

² Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки

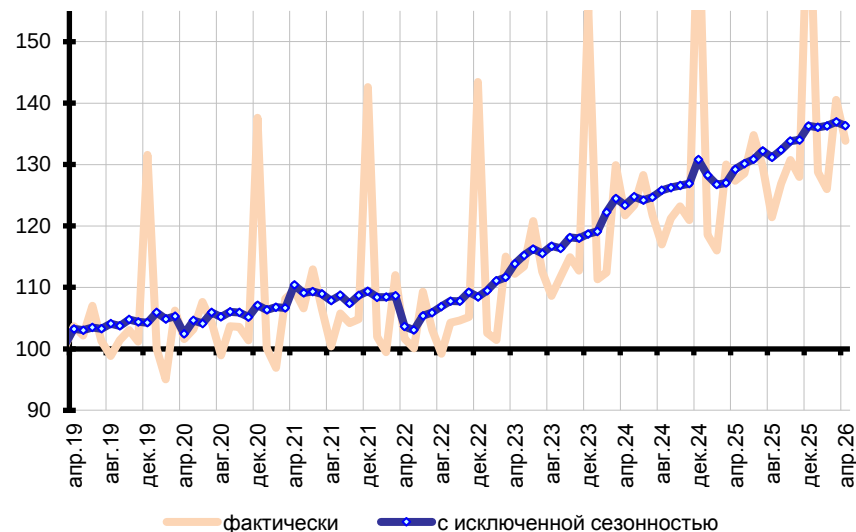
Ситуация в части монетарного давления на инфляцию, по данным на май 2026 г., остается противоречивой. С одной стороны, скорость обращения ликвидной части денежных средств населения хотя и начинает замедляться в последние месяцы, но ее уровень пока остается выше предшествующего локального максимума второго полугодия 2022 г. С другой стороны, доля ликвидной части широкой денежной массы несколько выросла, хотя еще и остаётся близко к уровню локального минимума.

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

Реальные располагаемые доходы населения²



Реальная начисленная заработная плата

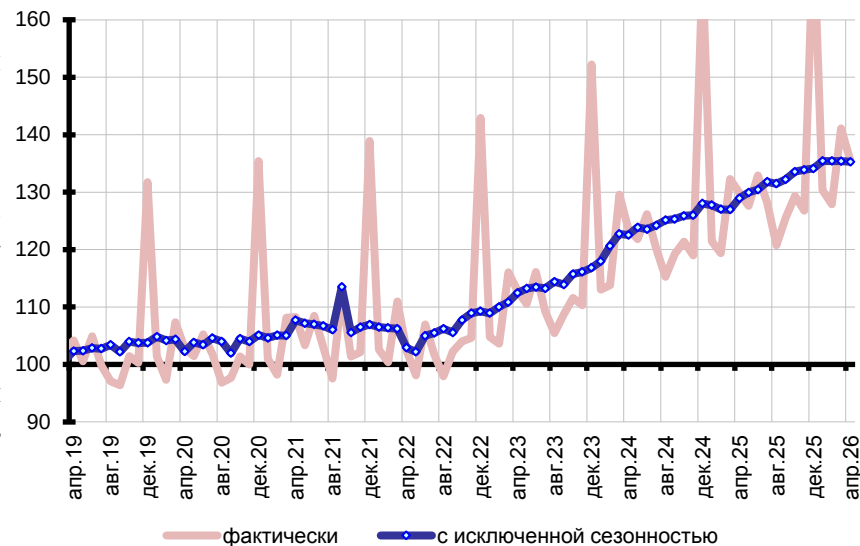


Рост *реальной заработной платы*, как и ожидалось, скорректировался — и сейчас можно говорить, скорее, об общей тенденции к её стабилизации, чем об устойчивом росте, как раньше (февраль: +0.2%, март: +0.5%, апрель: -0.5% сезонность устранена). Как уже отмечалось, далее обеспечивать ускоренный рост оплаты труда компаниям будет все сложнее из-за истощения возможностей этого наращивания за счет сжатия валовой прибыли — снижать её «уже некуда».

Основные реальные денежные доходы населения, как обычно, следуют за реальной зарплатой. С учётом низкой динамики других их компонентов — пенсий и пособий, а также снижения процентов по депозитам, траектория этого агрегата чуть ниже (февраль и март: по +0.0%, апрель: -0.1% сезонность устранена).

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) — правда, и тут можно говорить скорее, о среднесрочной стабилизации.

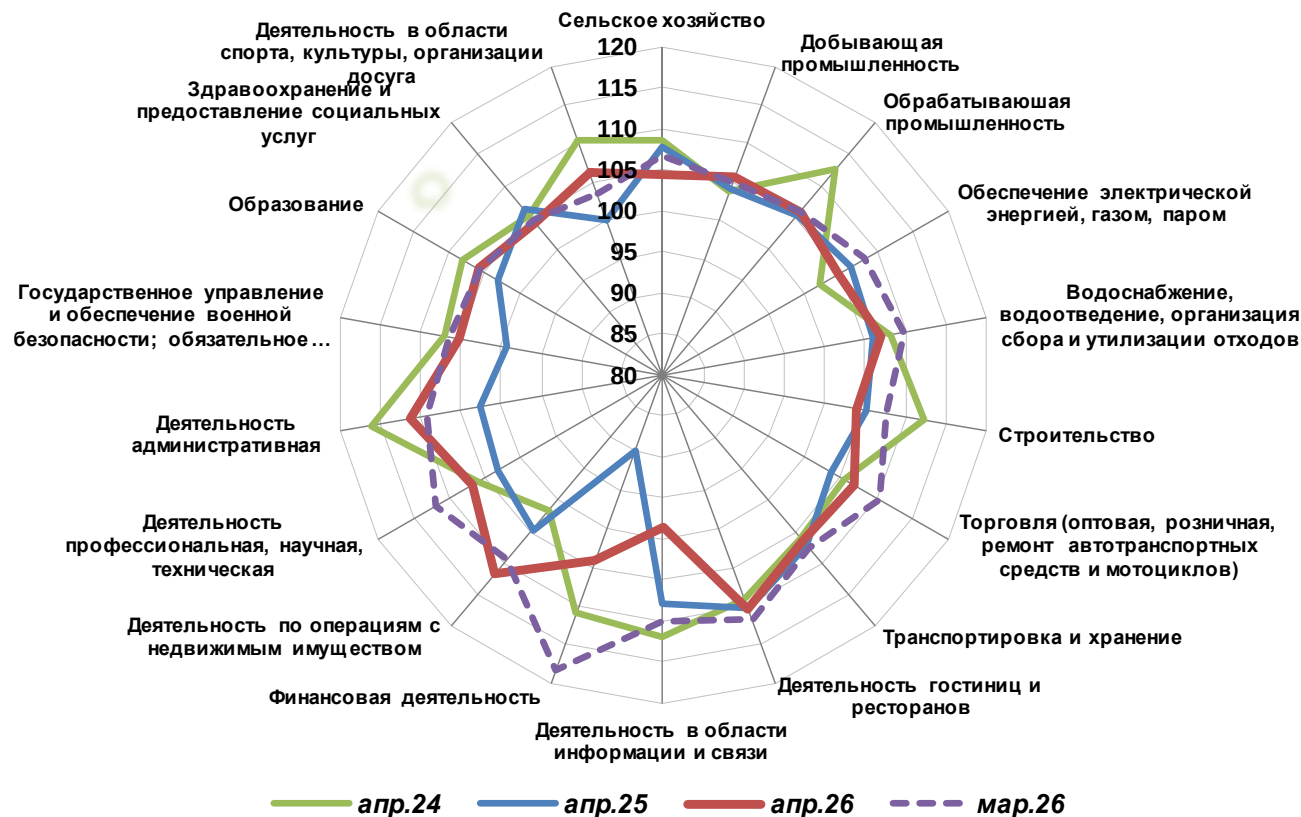
Агрегат основных реальных денежных доходов¹



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

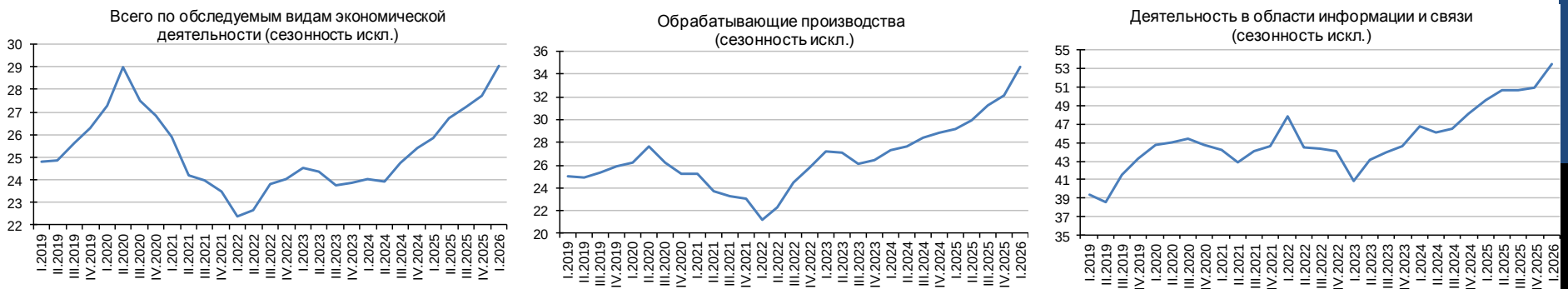
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



По состоянию на апрель в *отраслевой структуре* роста реальной заработной платы расширение было почти фронтальным, за исключением единственной отрасли – ИКТ и телекома, где уже достигнуты возможные пределы давления издержек по оплате труда на доходы компаний.

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



	I.2021	II.2021	III.2021	IV.2021	I.2022	II.2022	III.2022	IV.2022	I.2023	II.2023	III.2023	IV.2023	I.2024	II.2024	III.2024	IV.2024	I.2025	II.2025	III.2025	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

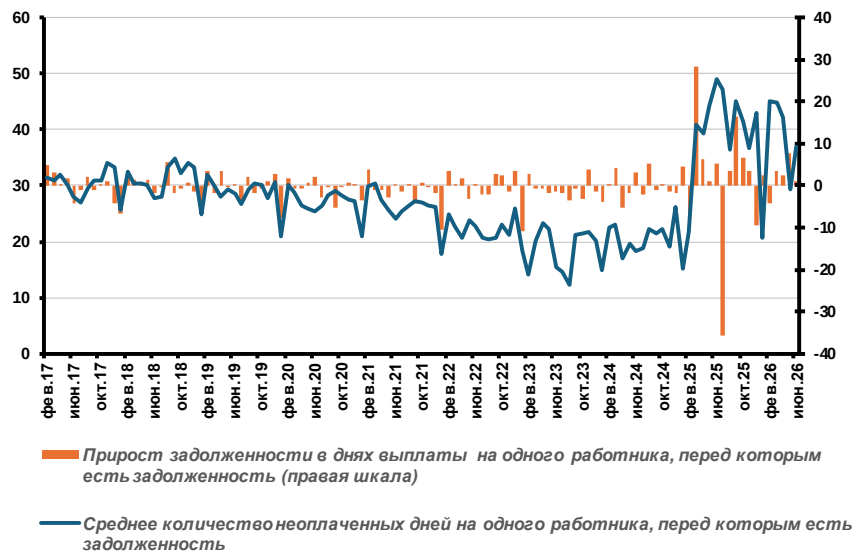
Давление *оплаты труда на добавленную стоимость* по состоянию на I кв. еще выросло, выйдя на исторический максимум. Уже почти во всех отраслях (кроме, естественно, «рентной» добычи полезных ископаемых) доля оплаты труда в добавленной стоимости превышает 25%, а в строительстве и ИКТ – превысила 50%.

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.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Просроченная задолженность по зарплате

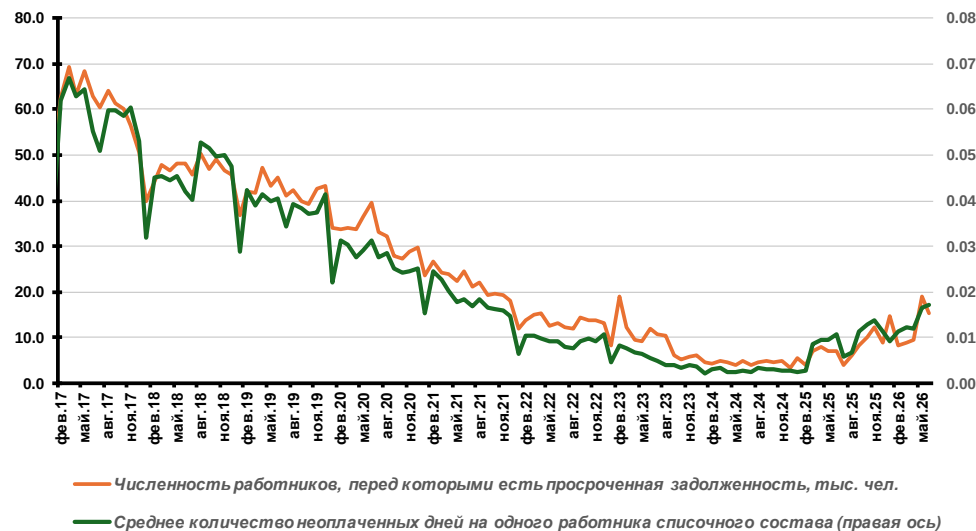
Относительные масштабы (степень остроты проблемы)



Что касается задолженности по зарплате, то здесь, по состоянию на июнь, сохраняется описанная в прошлом Обзоре ситуация. С одной стороны – она довольно острая (по крайней мере, для категории лиц, которых она коснулась). Прирост задолженности перед работниками (перед которыми она есть) снова увеличился и, компенсировав «разрядку» в начале года, вернулся на уровень конца прошлого года.

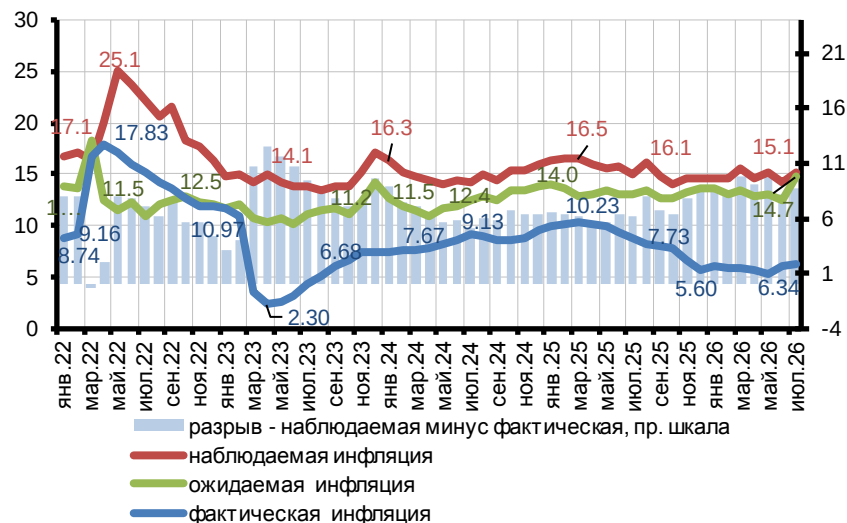
С другой стороны, она остаётся локальной: и объём задолженности, и численность работников, перед которыми есть задолженность, имеют тенденцию к довольно устойчивому росту, уже начиная с весны 2025 г. Пока общеэкономические масштабы малы, но через год-полтора, при имеющейся динамике, могут стать уже вполне заметными. Поэтому, как отмечалось в прошлом Обзоре «на карандаш» эту ситуацию брать уже приходится».

Абсолютные масштабы

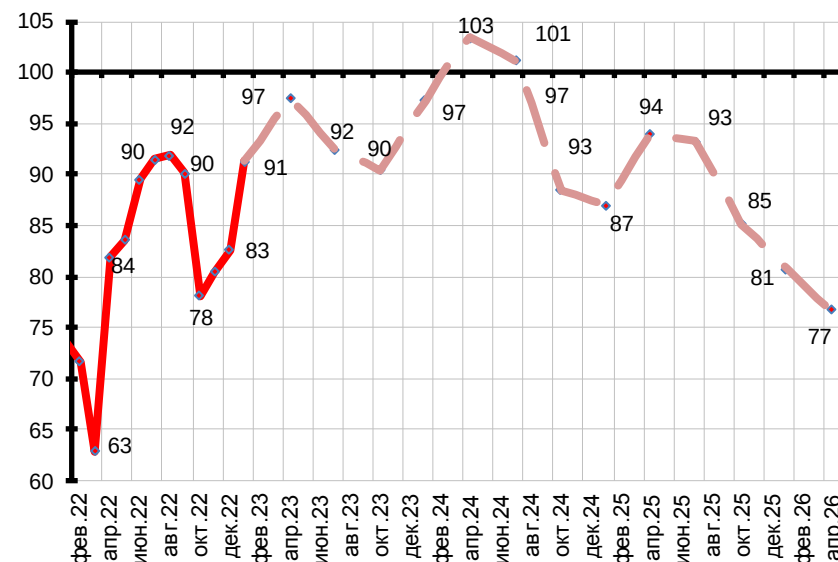


Оценки макроэкономических показателей населением

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 нестабильны:

- инфляционные ожидания по состоянию на июль возросли, что стало прямым итогом «бензинового кризиса» (отметим, что уровень фактической инфляции в июне вырос умеренно, а в июле остался на июньском уровне). Снова увеличился разрыв «наблюдаемая минус фактическая инфляция», что может стать самостоятельным негативным фактором;
- 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.

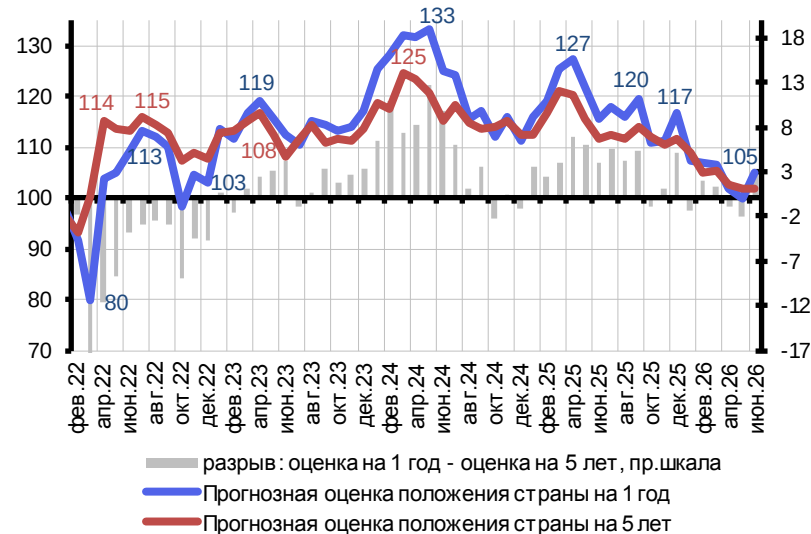
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Потребительские настроения населения

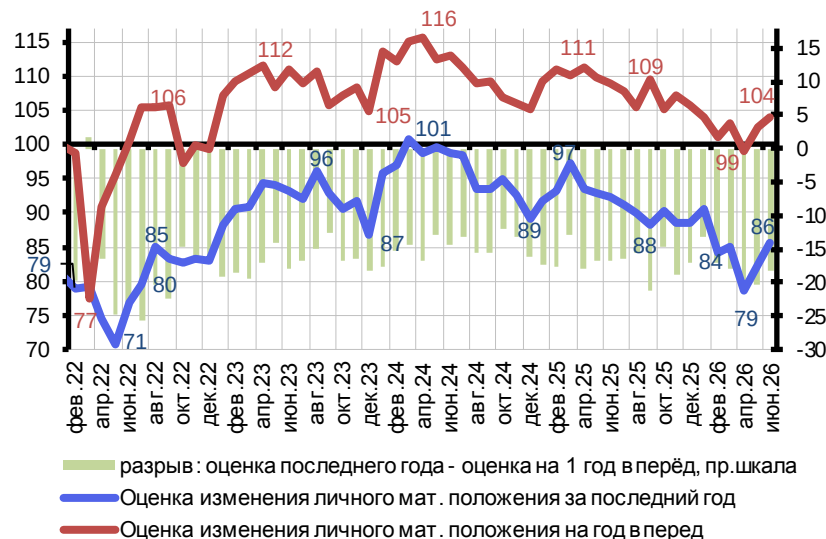
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса^{1,2} (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)²



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).

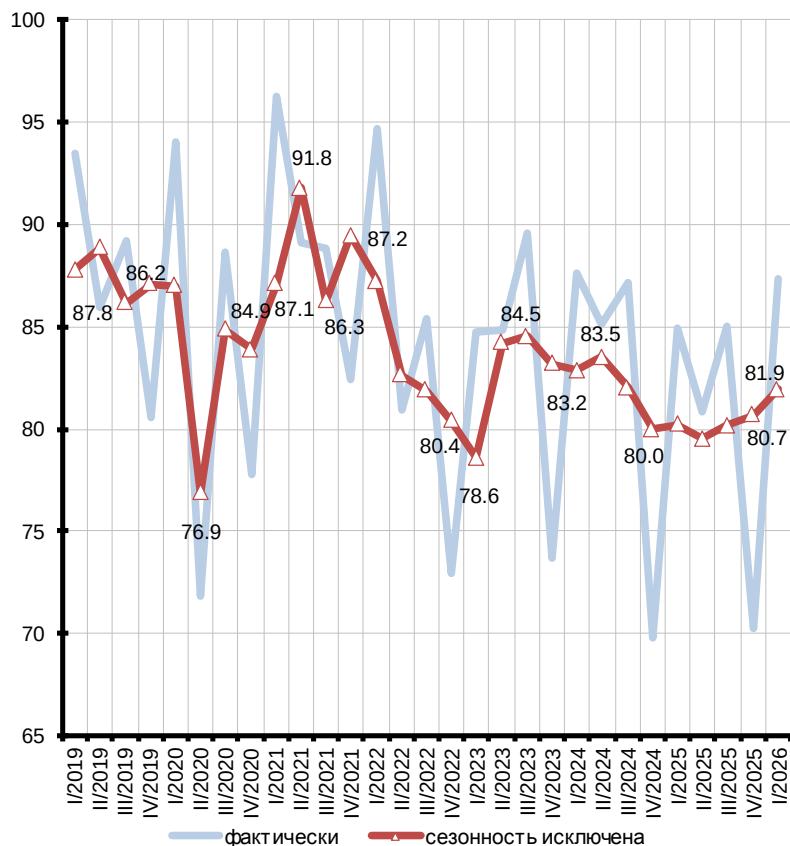
В то же время, оценки населением экономического положения в стране стабилизировались — правда, после волны быстрого (избыточного относительно реальной ситуации) ухудшения.

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

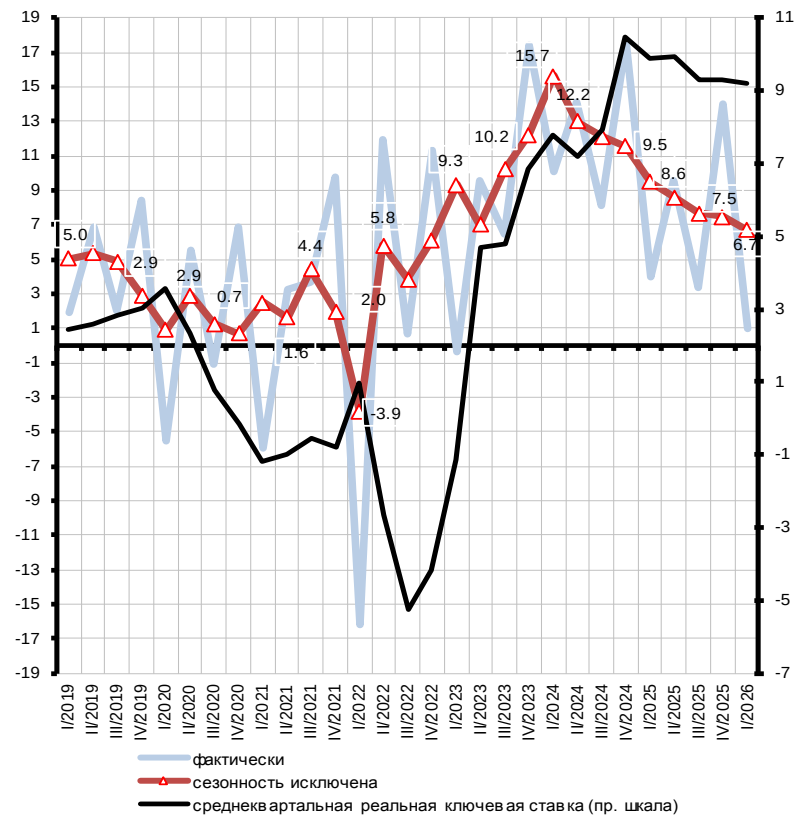
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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}



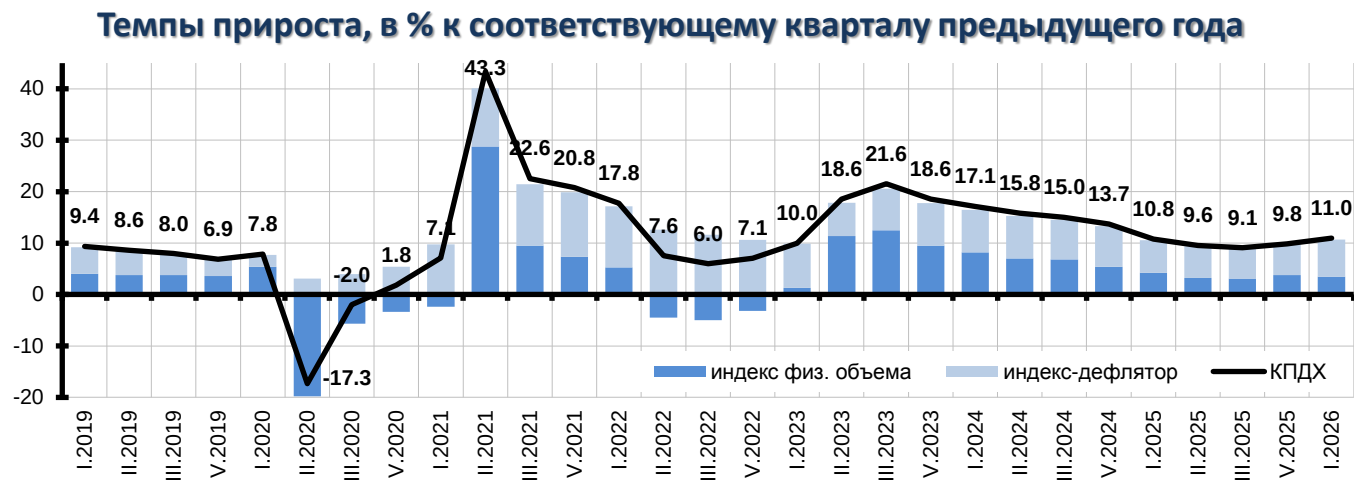
В сфере *потребительского поведения* населения в I кв. продолжилось нарастание ранее отмеченных тенденций. Норма сбережения во вкладах быстро снижается, закономерно в условиях снижения процентных ставок. Норма потребления, в свою очередь, растёт – что поддерживает рынок потребительских товаров

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

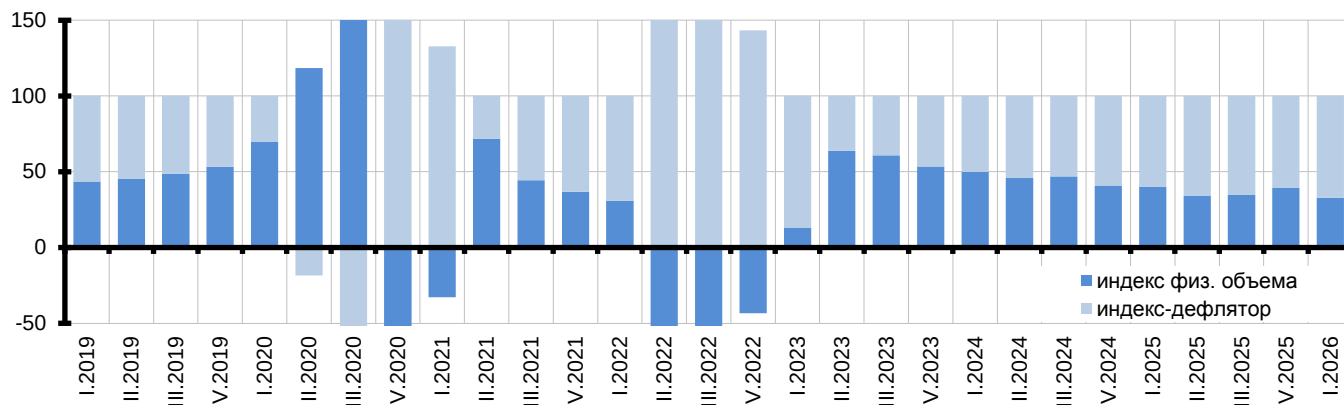
² Методология Росстата 2018 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов

³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



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



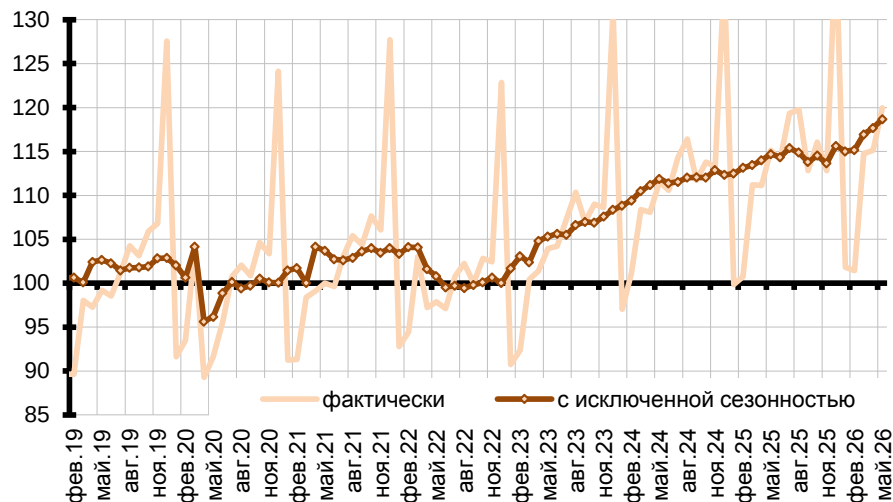
В I кв. в потребительской сфере *соотношение прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств* осталось всё таким же, как и раньше: большая часть прироста спроса обеспечивает прирост цен, а не рост объёмов продаж.

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

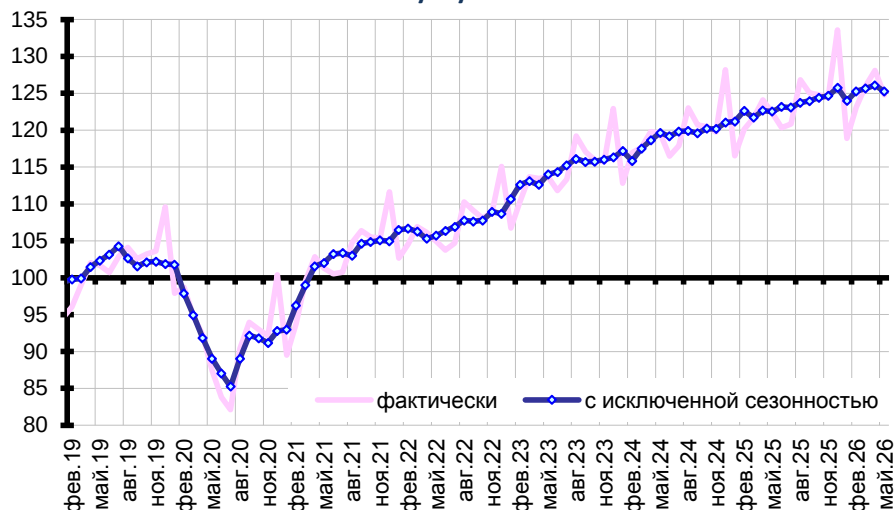
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



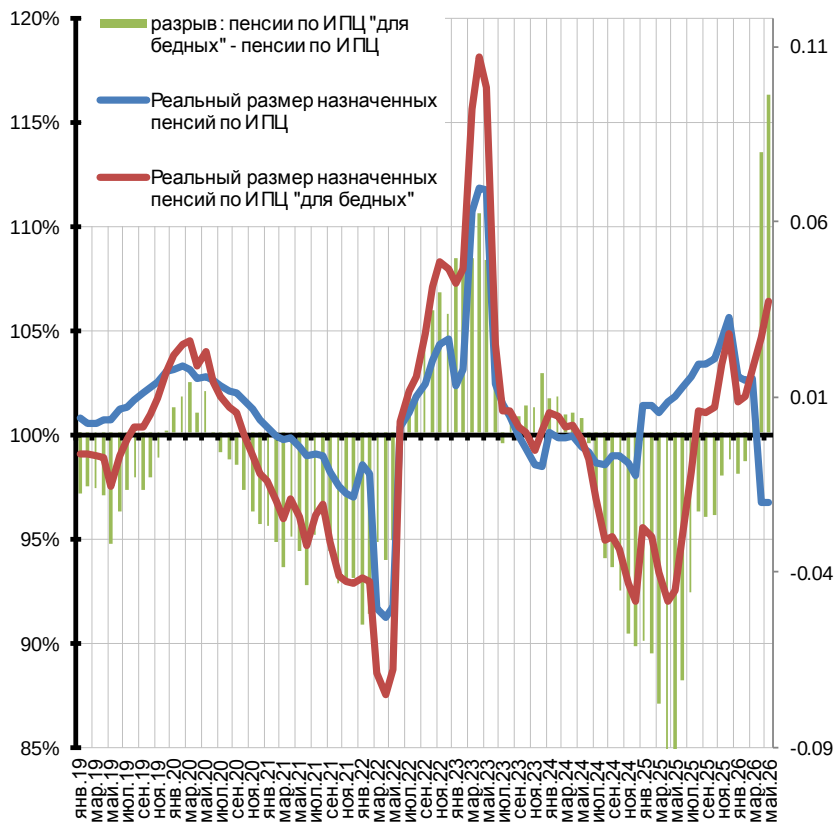
Оборот непродовольственными товарами



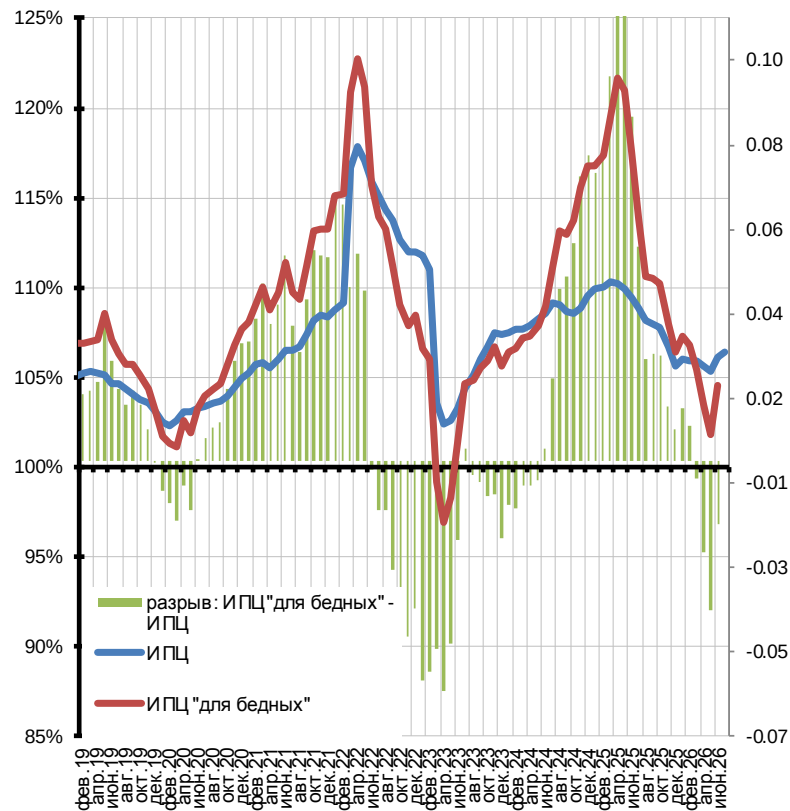
По состоянию на май рост *потребления населения* даже немного ускорился (март: +2.0%, апрель: +0.6%, май: +0.9%, сезонность устранена). Рост охватил продажу товаров, в то же время реализация платных услуг закономерно «просела» (март и апрель: +0.3%, май: -0.7%, сезонность устранена) из-за кризиса в сфере внутреннего (Черноморское побережье России) и выездного (южное направление) туризма.

Инфляция «по корзине потребления малообеспеченных»¹

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



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

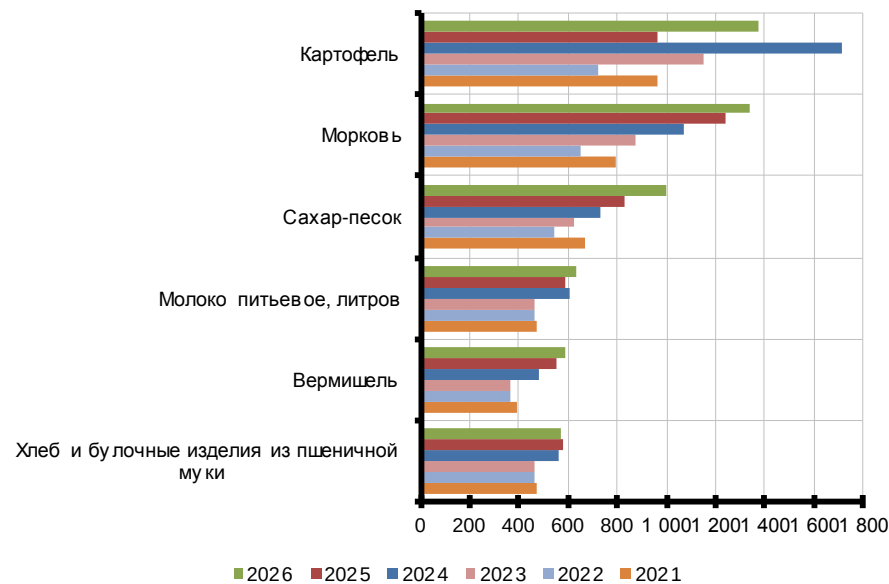
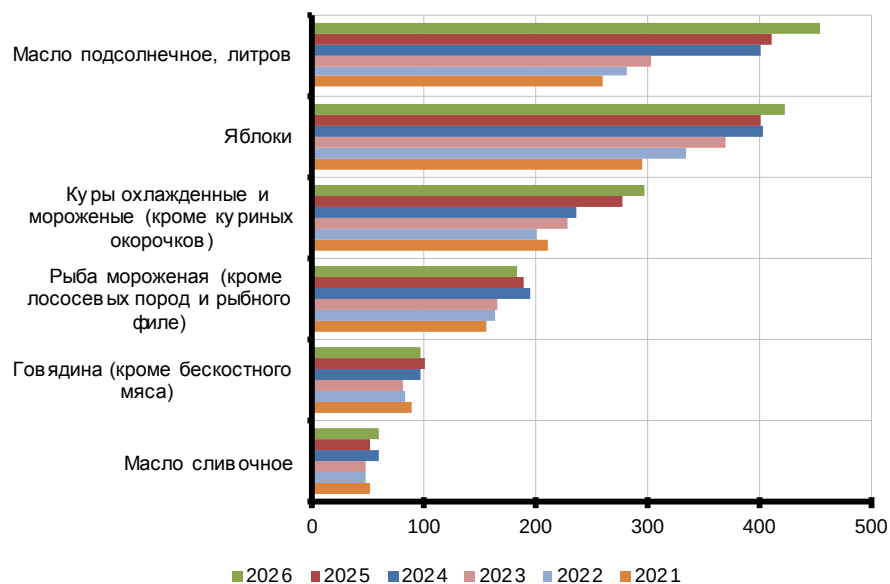


Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции (по состоянию на июнь) остаётся благоприятным, хотя и снизился: цены по корзине потребления малообеспеченного населения увеличились медленнее общей инфляции — хотя разрыв заметно уменьшился.

По данным на май, *прирост реального размера пенсий* (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы остается положительным — и это сделало социальный эффект от структуры инфляции благоприятным: реальный размер назначенных пенсий, рассчитанный по стандартному ИПЦ («с бензином и выездным туризмом»), напротив, заметно упал относительно прошлого года. Разница в потребительских корзинах и удорожании их компонентов по менее обеспеченным группам и «в среднем» сейчас работает, скорее, на выравнивание потребительских возможностей и социальное выравнивание.

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

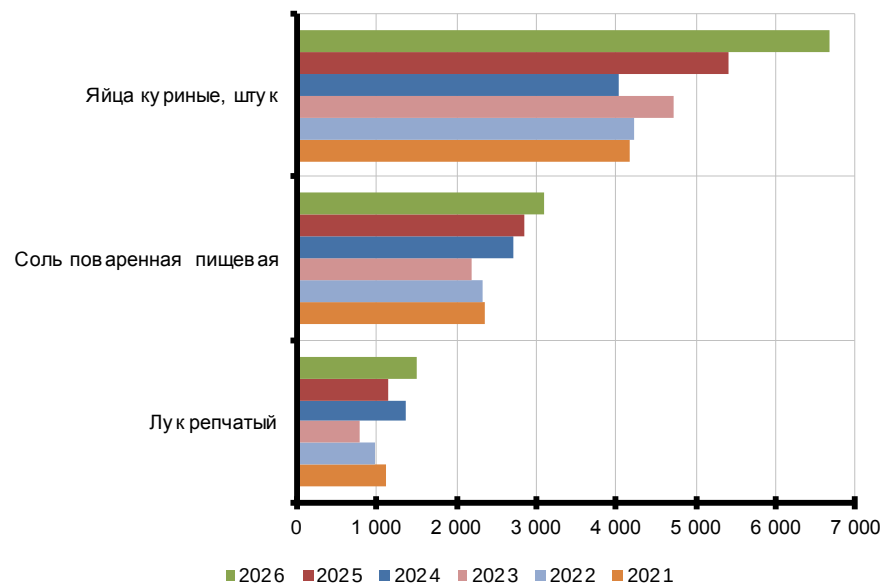
Покупательная способность среднедушевых денежных доходов населения по основным продуктам питания в январе-марте (кг в месяц)¹



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

Исключения:

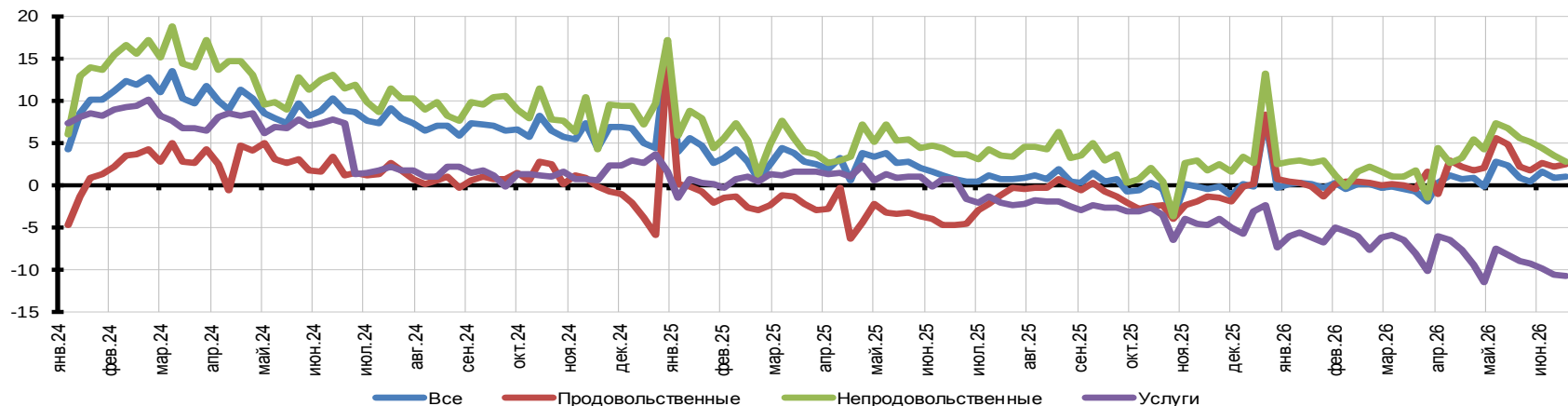
- рыба, где есть ряд как фундаментальных, так и ситуационных факторов, подталкивающих цены вверх (удорожание обслуживания судов промыслового флота в условиях санкций, проблемы с налогообложением, сезонные особенности путины текущего года);
- хлеб, где продолжается ползучее повышение цен на продукты, 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 обновлениям 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 аберрация», связанная с наложением выборочных данных о продажах по одной выборке с оперативными данными об инфляции по другой. **↓**

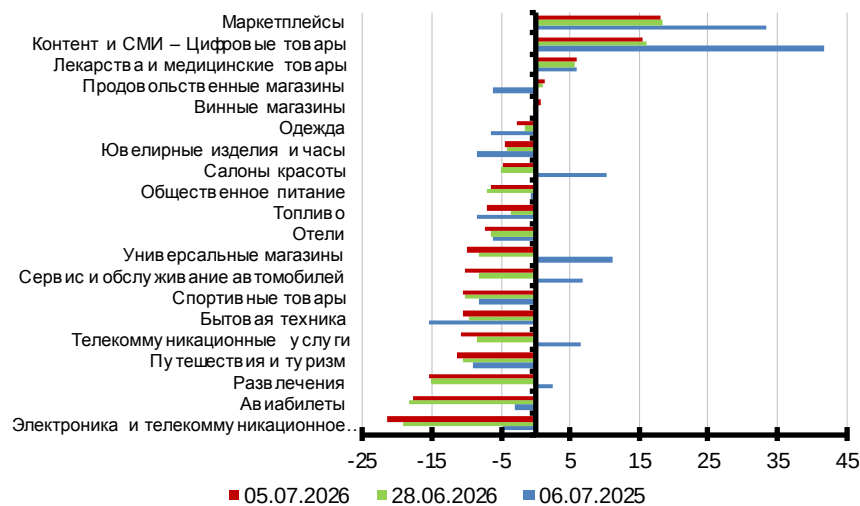
В *структуре потребительских расходов* по состоянию на начало июня отмечаются все те же тенденции, что и раньше: быстрый (хотя и замедляющийся) рост продаж на маркетплейсах (высококонкурентные цены) и приобретения цифровых товаров, плюс некоторое оживление на рынке лекарств.

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 неучетом 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.

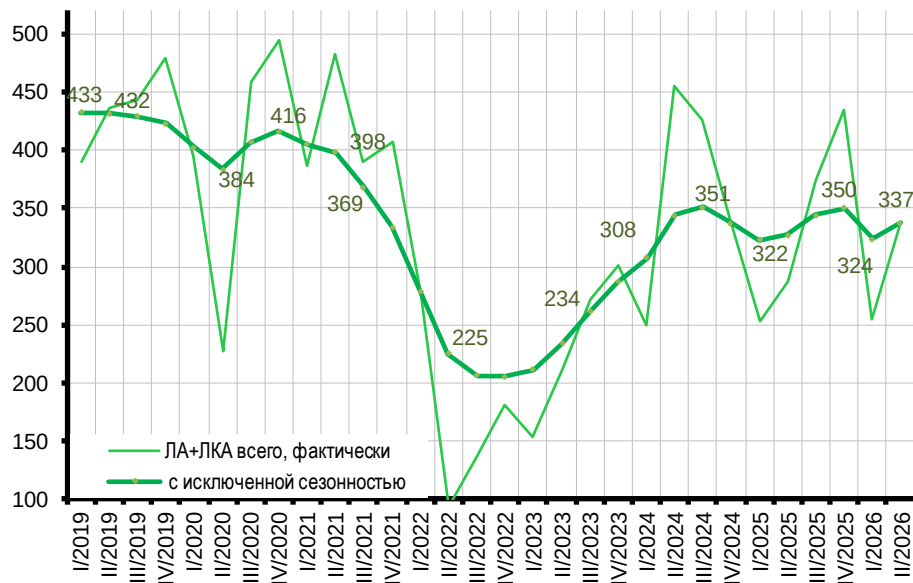
² Соответствующий комментарий будет обновлен по обновлениям данных

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

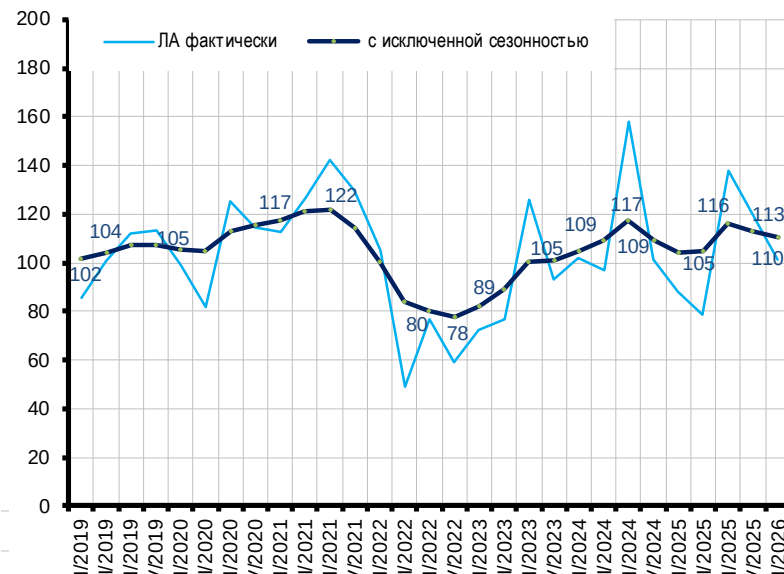


Продажи новых автомобилей

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



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



На рынках легковых автомобилей и ЛКА во II кв. ситуация, кажется, чуть улучшилась: объём продаж ЛА и ЛКА несколько возрос, так что теперь можно уже говорить о тенденции к стабилизации, а не к спаду.

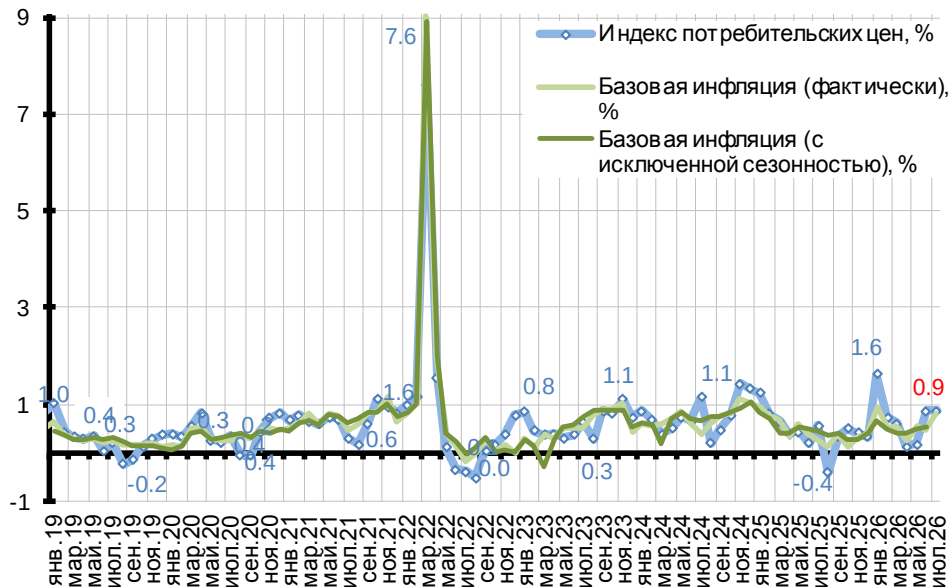
Новых данных о продажах в фиксированных ценах пока нет, так что и суждения о структурных сдвигах в продажах пока невозможны.

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 «ТПК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В первом полугодии 2026 г., по оценке АО «ТПК» продано 0.6 млн. автомобилей, рост на 10.0% к январю-июню 2025 г.

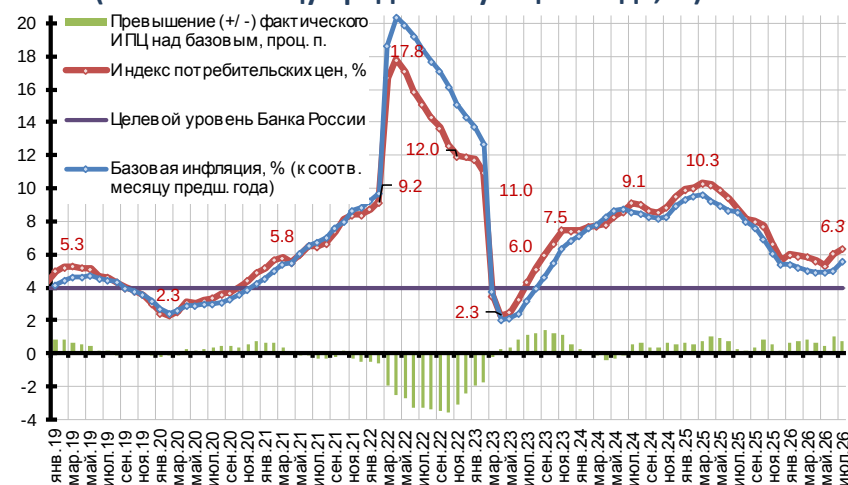
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновлениям данных

Инфляция на потребительском рынке

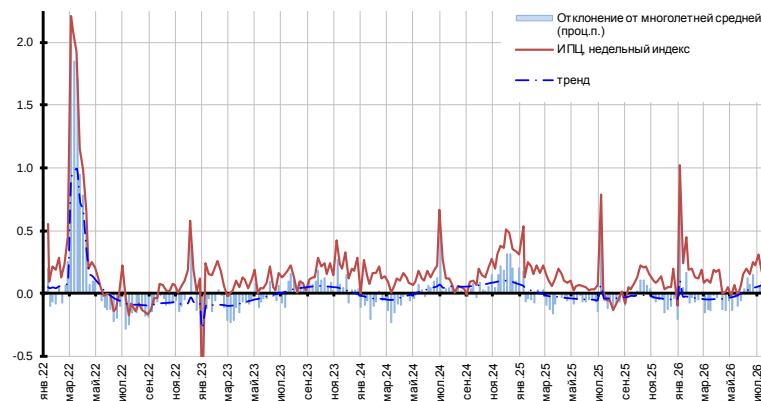
Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста, %)



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



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

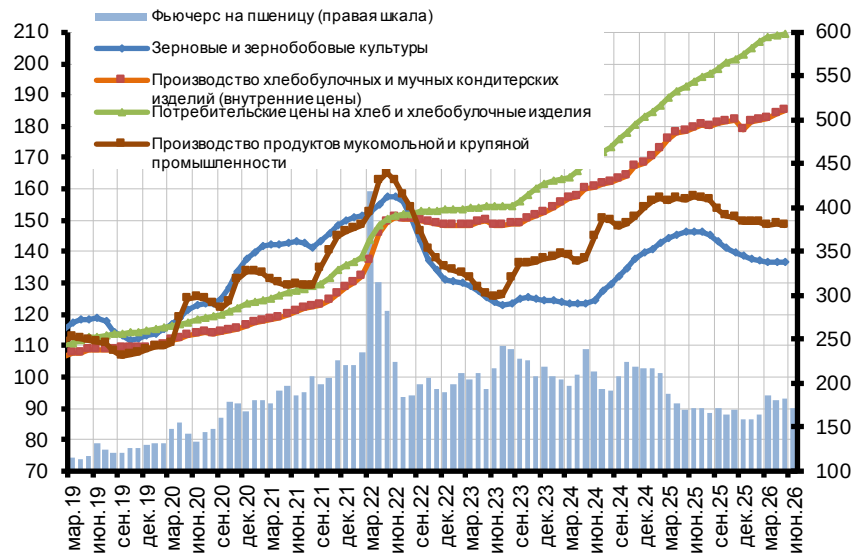


Инфляция заметно подскочила. По данным на 20 июля, её годовой уровень (июль к июлю 2025 г.) оценивается в 6.3-6.4%, что является самым высоким уровнем с конца прошлого года. Пока очевиден высокий вклад удорожания нефтепродуктов в инфляцию и не вполне ясно (вопрос требует дополнительного анализа) не начался ли перенос цен на топливо в динамику других цен и тарифов — это покажут ближайшие недели.

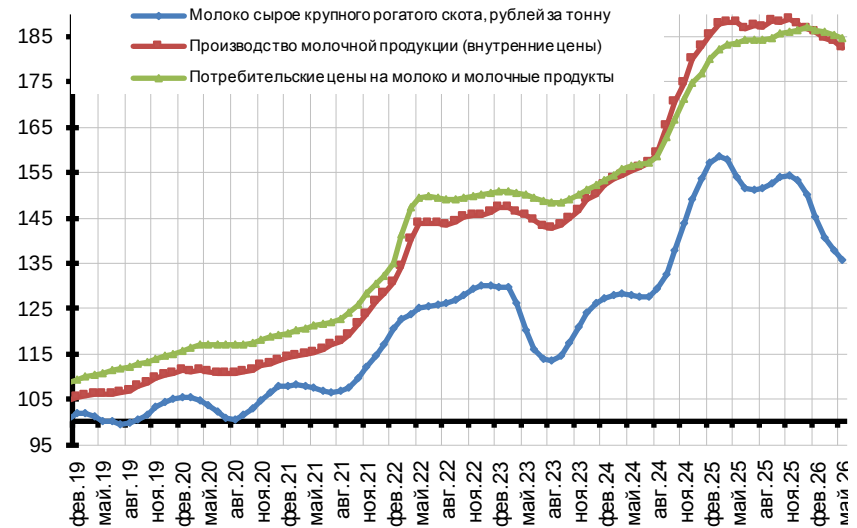
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

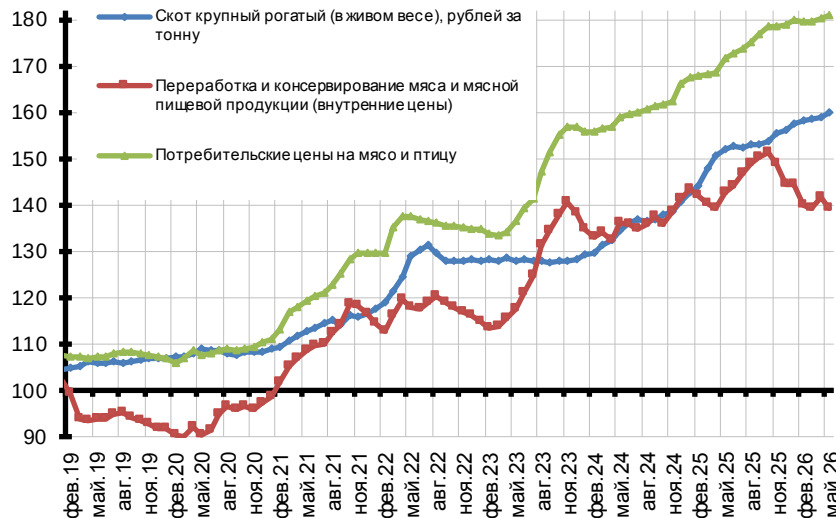
Цены на хлеб



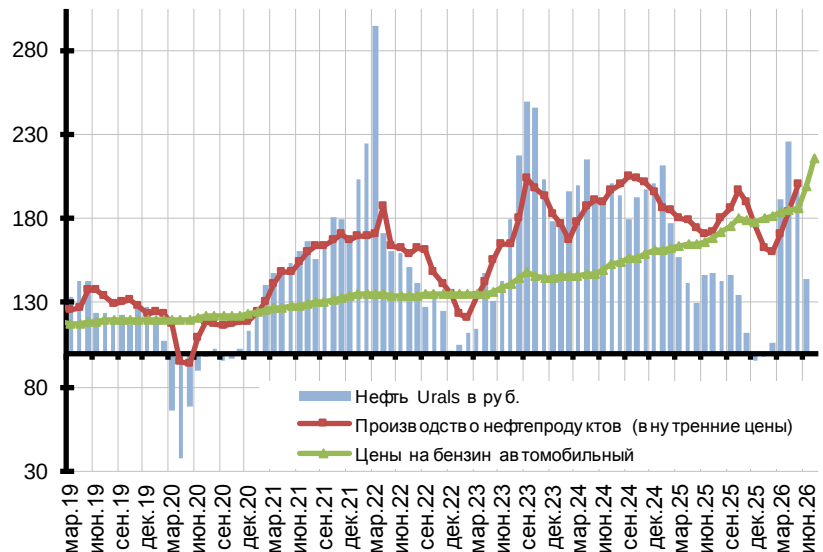
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

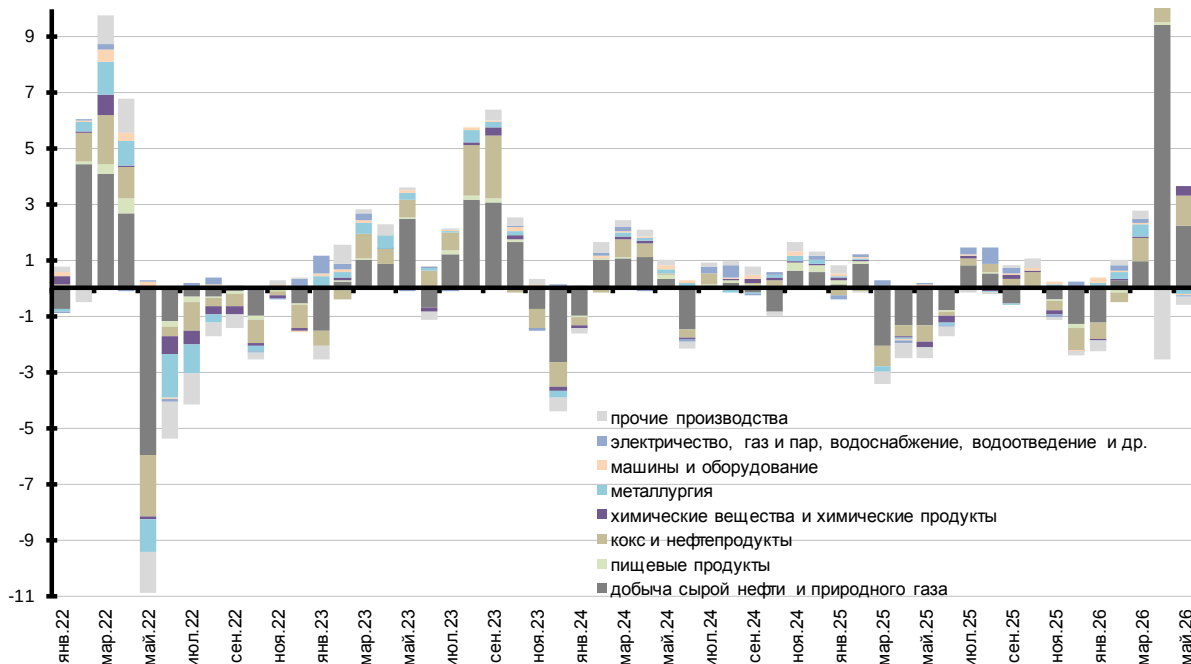


Цены на топливо

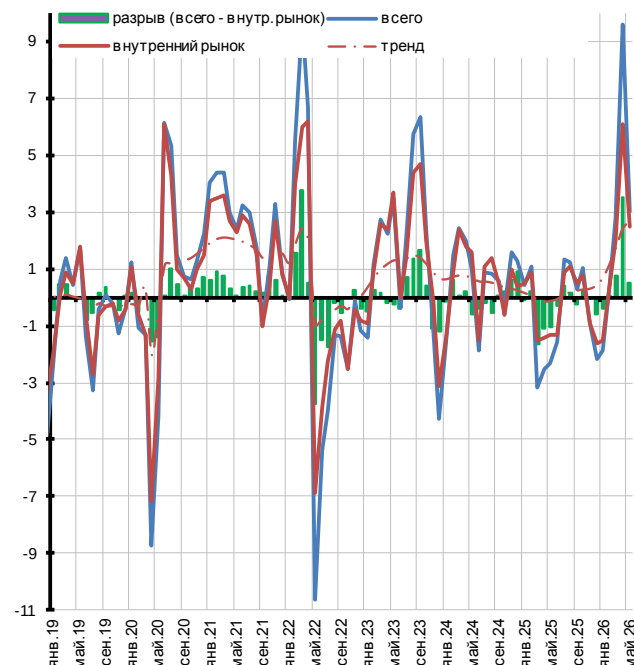


Структура цен производителей в промышленности

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



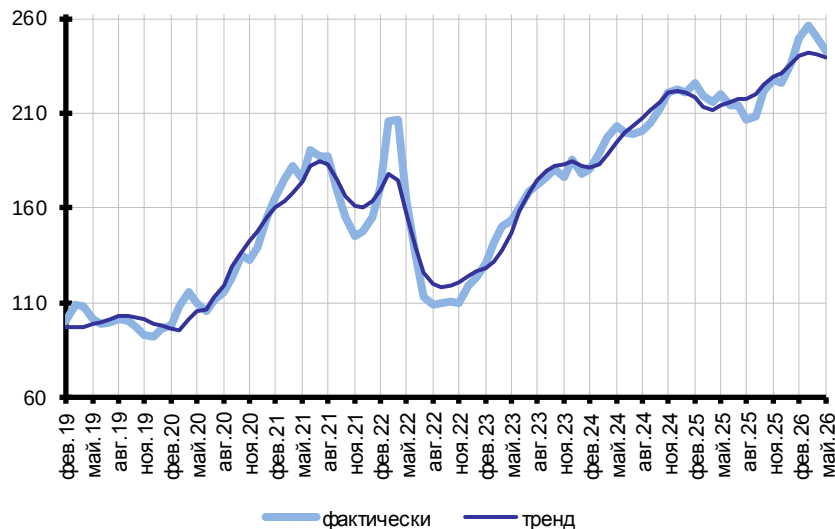
Индекс цен производителей (%)



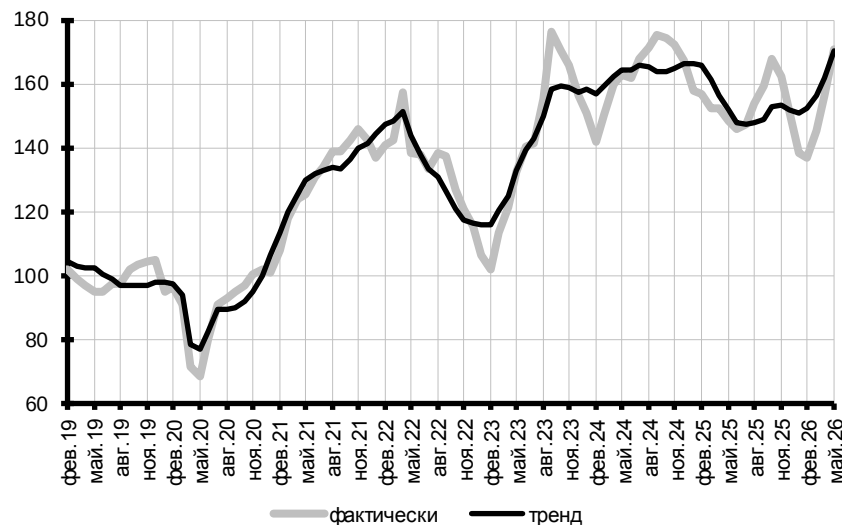
На рынках промышленной продукции по состоянию на май прирост цен, формально, замедлился – правда, исключительно из-за динамики цен на нефть, реализуемую на внешнем рынке (об этом свидетельствует, с одной стороны, отраслевая структура роста цен, и, с другой – уменьшение разрыва между промышленной инфляцией в целом и ростом цен на продукцию для внутреннего рынка, что как раз и характеризует удорожание экспорта). Вероятно, июнь принесет новый разворот тренда из-за скачка цен производителей в нефтепереработке.

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

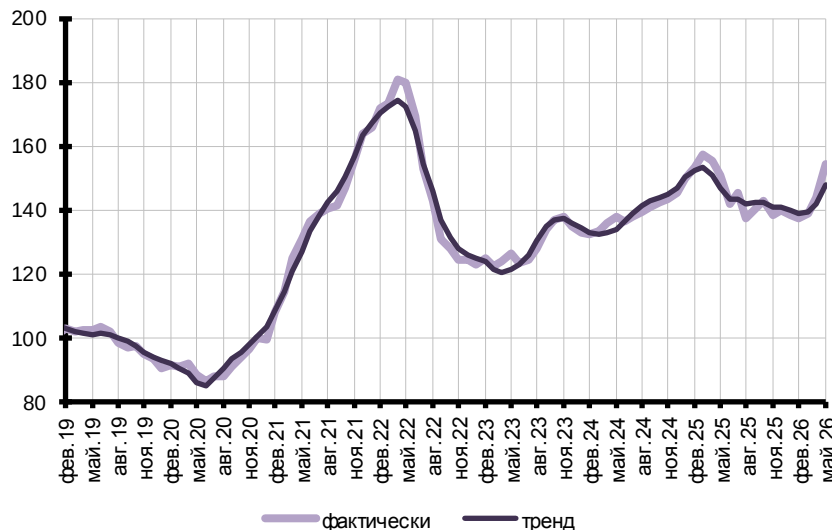
Добыча металлических руд



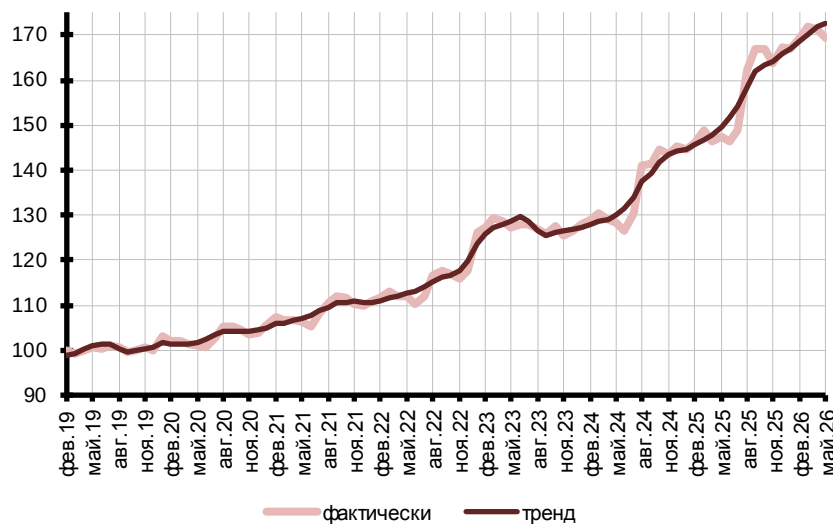
Производство нефтепродуктов



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

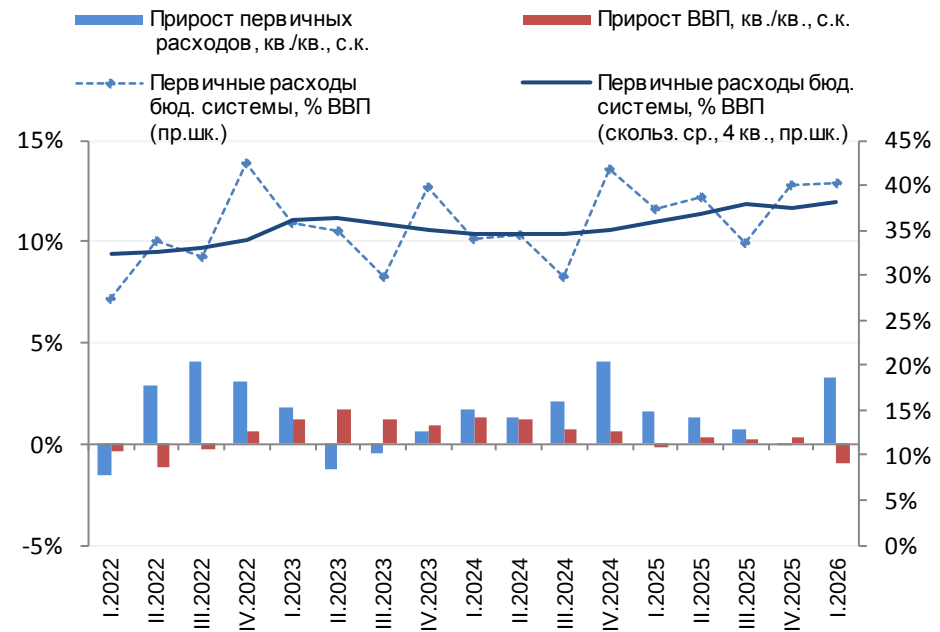
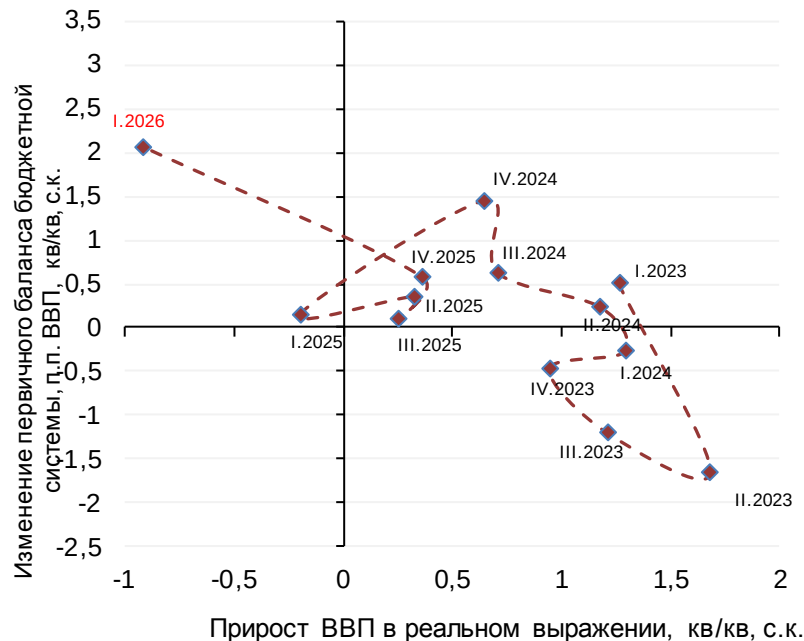


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



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 по доле в 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.

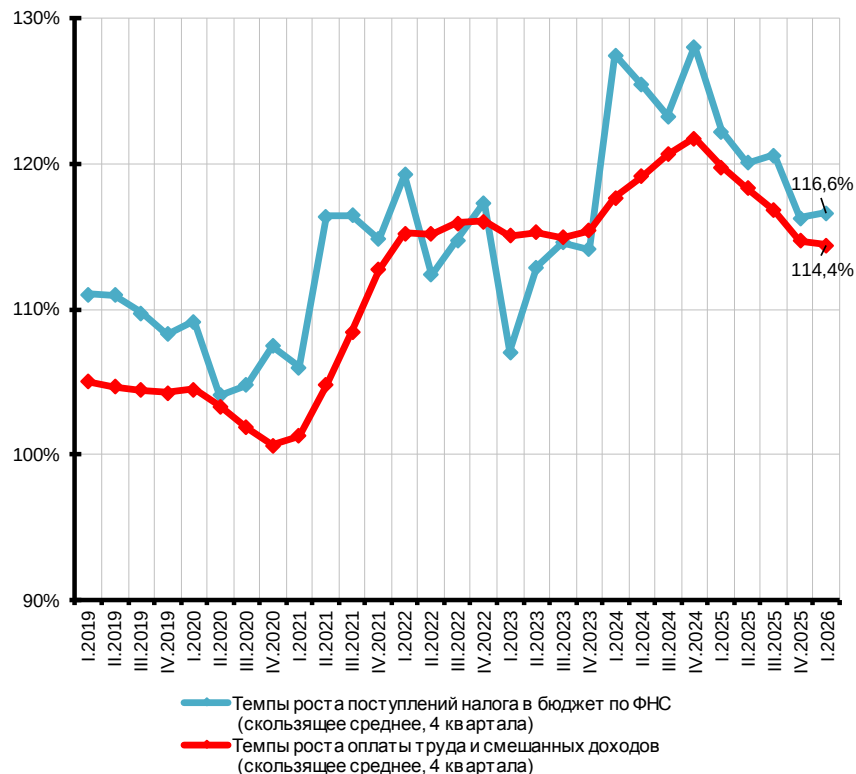
Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и предыдущим значениями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Соответственно, положительный бюджетный импульс определяется снижением разницы между сезонно скорректированными доходами и первичными расходами бюджетной системы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

Структура доходов бюджетной системы

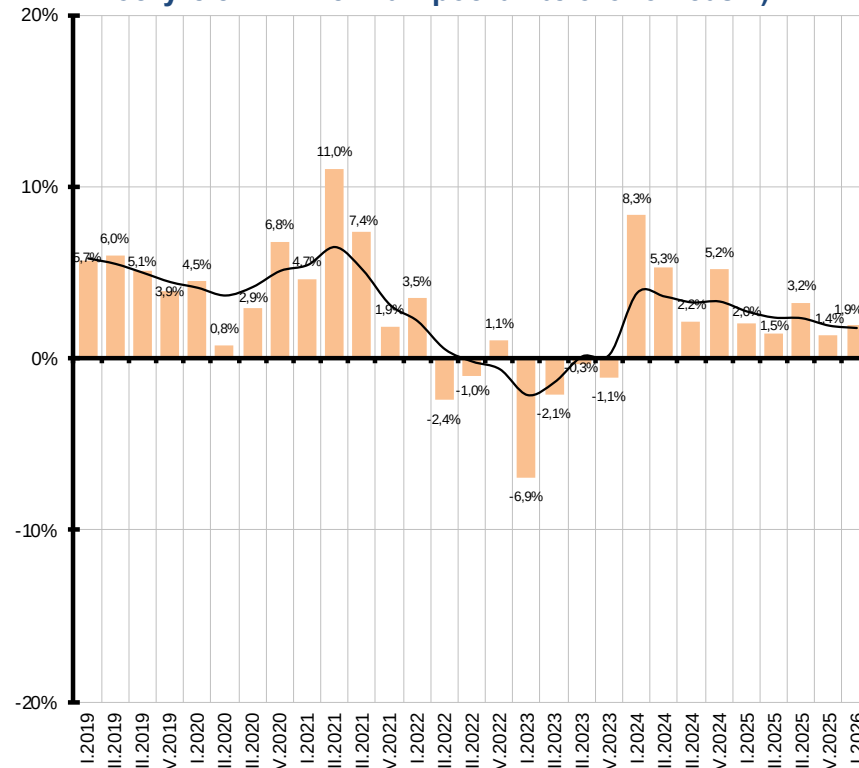
Мпрд руб.	5 мес. 2026			5 мес. 2025			Среднее (5 мес. 2019-2026 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	31 095	4,9%	100,0%	29 643	6,5%	100,0%	11,2%	104,2%
Нефтегазовые доходы в том числе	2 977	-29,8%	9,6%	4 240	-14,4%	14,3%	8,6%	17,7%
Нефть и нефтепродукты	1 668	-27,1%	5,4%	2 290	-17,9%	7,7%	1,9%	11,3%
Газ и газовый конденсат	863	-11,2%	2,8%	972	-18,5%	3,3%	14,3%	4,2%
Налог на дополнительный доход	446	-54,4%	1,4%	978	-6,1%	3,3%	37,6%	2,3%
Ненефтегазовые доходы в том числе	28 118	10,7%	90,4%	25 403	11,1%	85,7%	12,9%	86,7%
Налоги на доходы и прибыль	8 500	7,8%	27,3%	7 882	17,7%	26,6%	12,3%	26,8%
Налоги на потребление	7 939	19,1%	25,5%	6 663	5,6%	22,5%	13,8%	24,0%
Налоги на имущество	870	7,4%	2,8%	810	6,9%	2,7%	6,3%	3,3%
Налоги, сборы и платежи за добычу ресурсов	274	23,8%	0,9%	221	24,3%	0,7%	25,3%	0,7%
Таможенные пошлины	414	-11,7%	1,3%	468	-37,3%	1,6%	10,0%	2,0%
Страховые взносы	7 165	13,0%	23,0%	6 339	12,7%	21,4%	13,7%	20,8%
Прочие доходы	2 956	-2,1%	9,5%	3 019	18,1%	10,2%	46,8%	8,7%

По итогам 5 месяцев 2026 г. *доходы бюджетной системы* выросли на 4,9% относительно аналогичного периода прошлого года. Сдерживающим фактором стало сокращение нефтегазовых доходов (-29,8%): рост цен на отечественные энергоносители был во многом нивелирован более крепким курсом рубля. Ненефтегазовые доходы продолжили расти (+10,7%), прежде всего за счет налогов на потребление (+19,1%) и страховых взносов (+13%). 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 (+7,8%) оставалась более сдержанной на фоне ослабления прибыли организаций. Дополнительную поддержку доходам обеспечили налоги, сборы и платежи за добычу ненефтегазовых ресурсов (+23,8%), в том числе за счет роста поступлений НДС на золотом фоне высоких мировых цен. Поступления таможенных пошлин снизились (-11,7%), что во многом связано с укреплением курса рубля.

Налог на доходы физических лиц



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

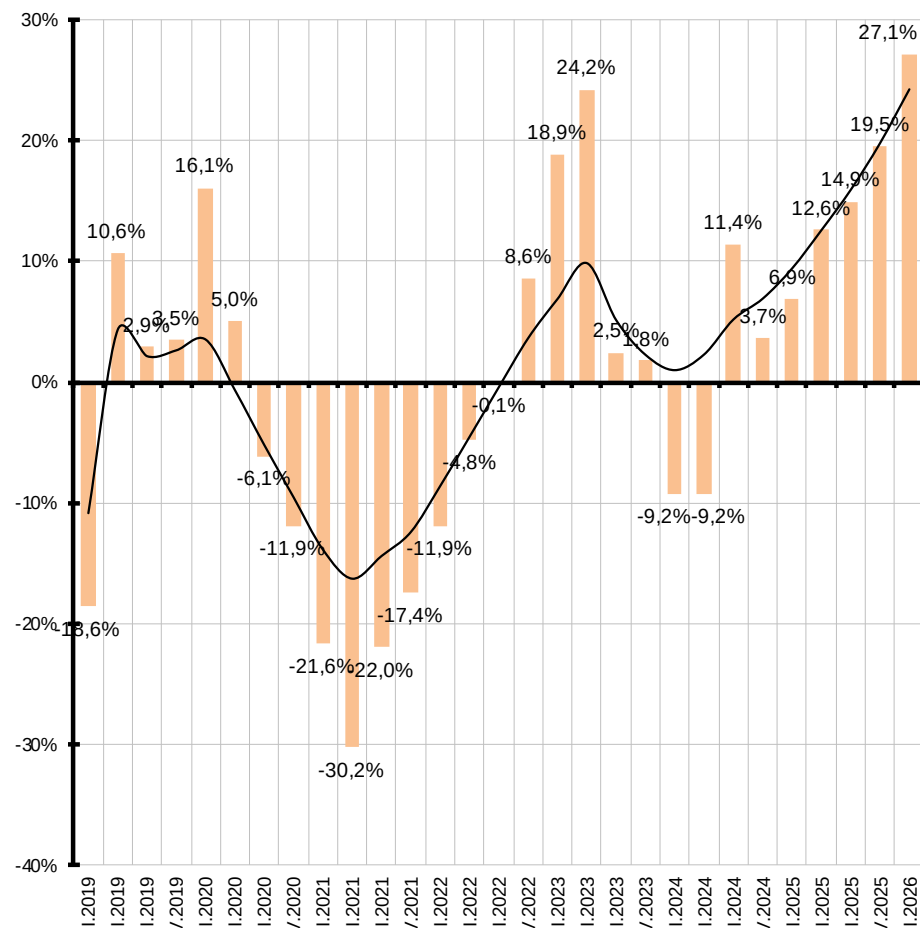
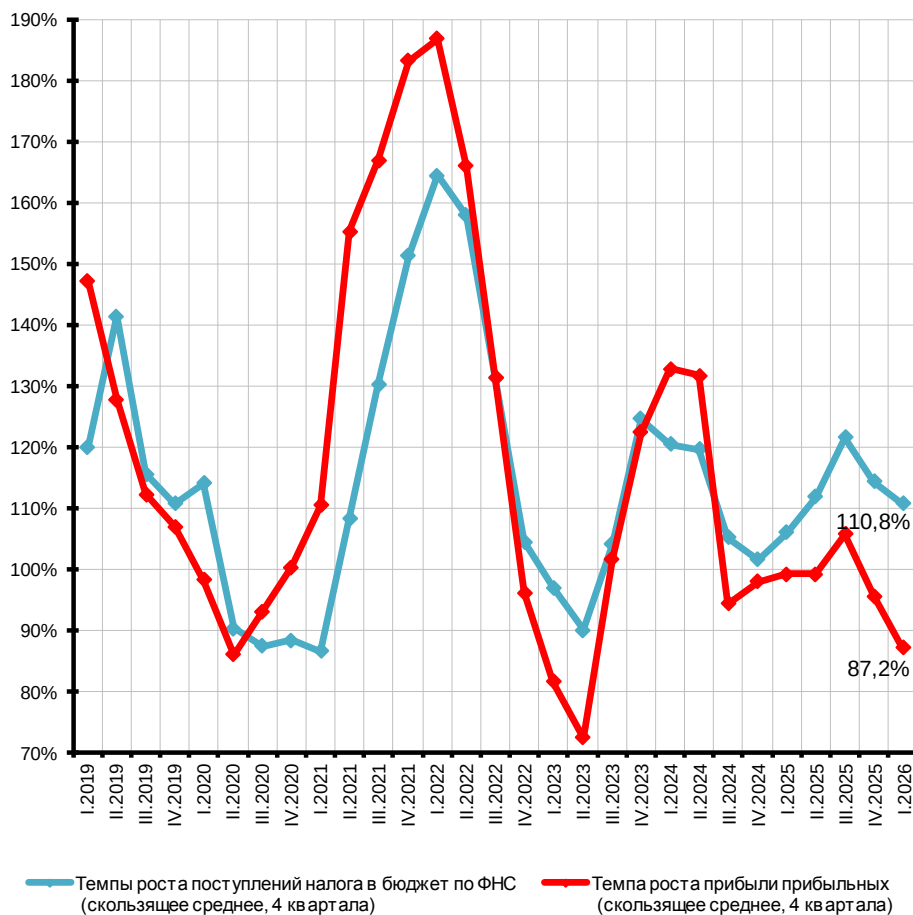


Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)».

В I кв. 2026 г. темпы роста поступлений НДФЛ составили 116,6% (скользящее среднее за 4 квартала), тогда как темпы роста оплаты труда и смешанных доходов составили 114,4%. Сохранение опережающей динамики НДФЛ связано с эффектом введения прогрессивной шкалы и улучшением администрирования. Вместе с тем дальнейшее замедление зарплатной динамики и охлаждение рынка труда будут постепенно ограничивать прирост поступлений по НДФЛ.

Налог на прибыль

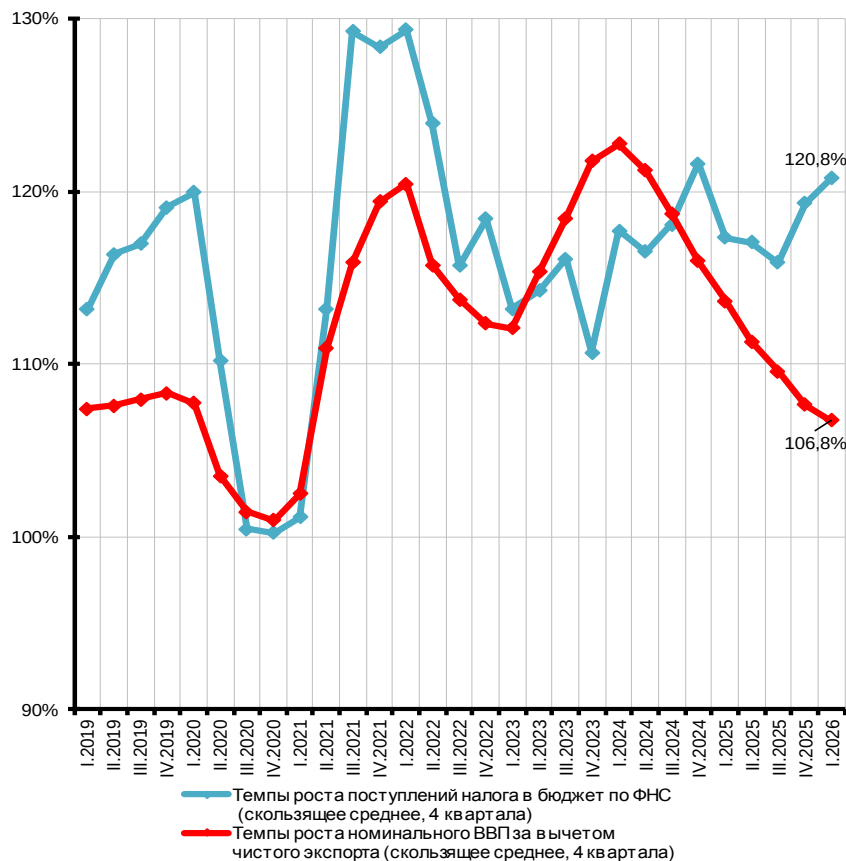
Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



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



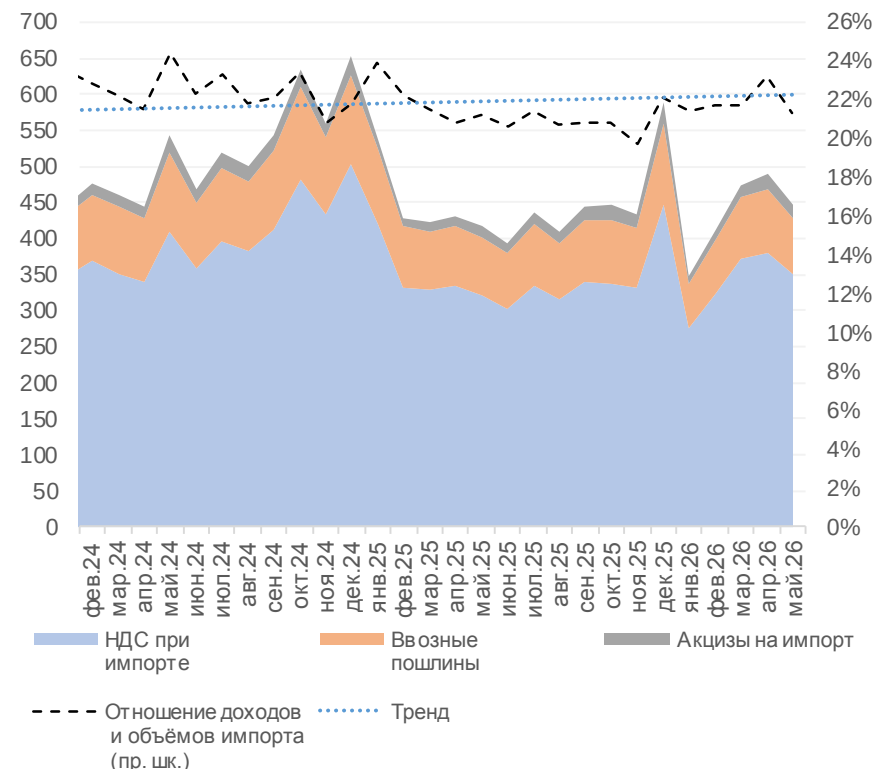
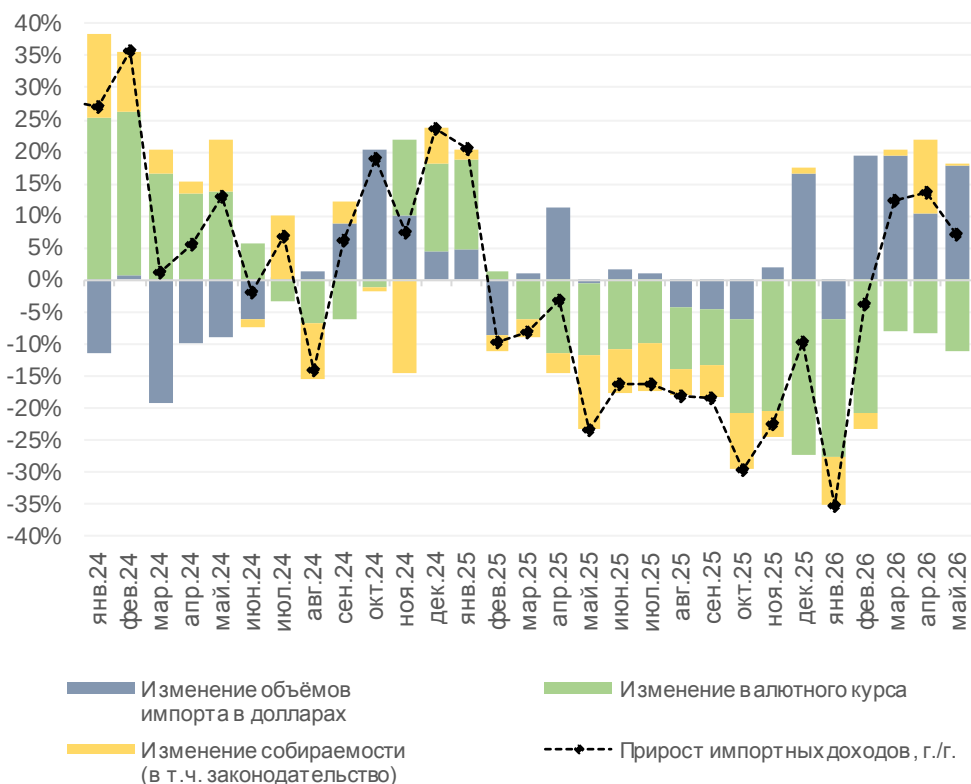
Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



По итогам I кв. 2026 г. темпы роста поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной на территории России продукции, заметно превысили динамику расчетной налоговой базы, определяемой как ВВП в номинальном выражении за вычетом чистого экспорта. Поступления НДС выросли до 120.8% (скользящее среднее за 4 квартала), тогда как темпы роста расчетной базы снизились до 106.8%.

Основным фактором такого расхождения стало изменение параметров налогообложения с начала 2026 г., прежде всего повышение основной ставки НДС до 22% и расширение круга плательщиков налога. Вместе с тем замедление расчетной базы указывает на охлаждение экономической активности и внутреннего спроса, что существенно ограничивает фискальный эффект налоговых новаций.

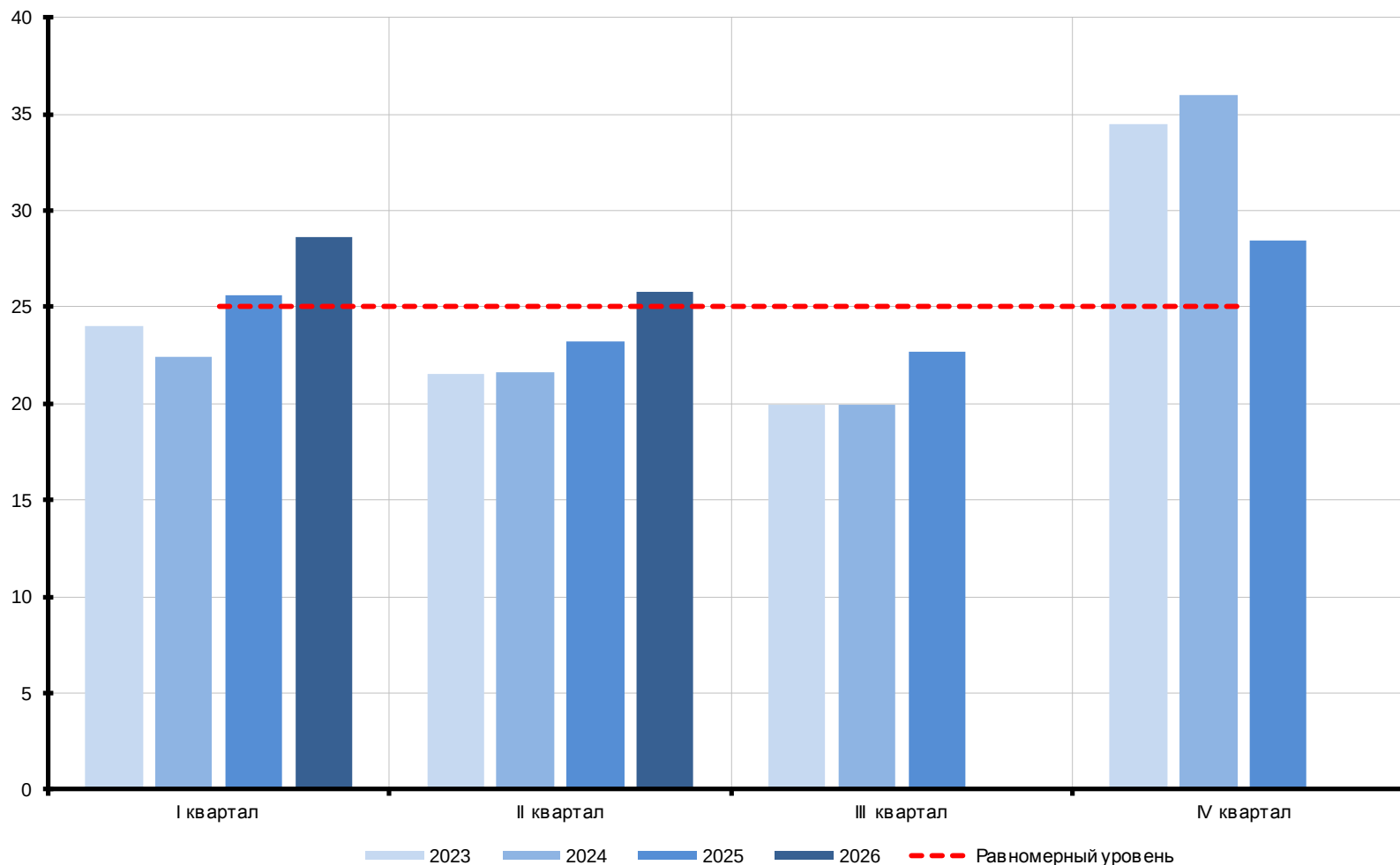
Бюджетные доходы от импорта



Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. В январе-мае 2026 г. они составили 2.17 трлн руб., или 14.7% всех доходов федерального бюджета, снизившись на 2.9% относительно аналогичного периода прошлого года. Основное сокращение пришлось на НДС на ввозимые товары (-2%) и ввозные пошлины (-11.1%). Акцизы на импорт, напротив, выросли на 25.8% – этому способствовало повышение ставок акцизов на алкогольную продукцию, прежде всего, по винам и другим категориям импортного алкоголя.

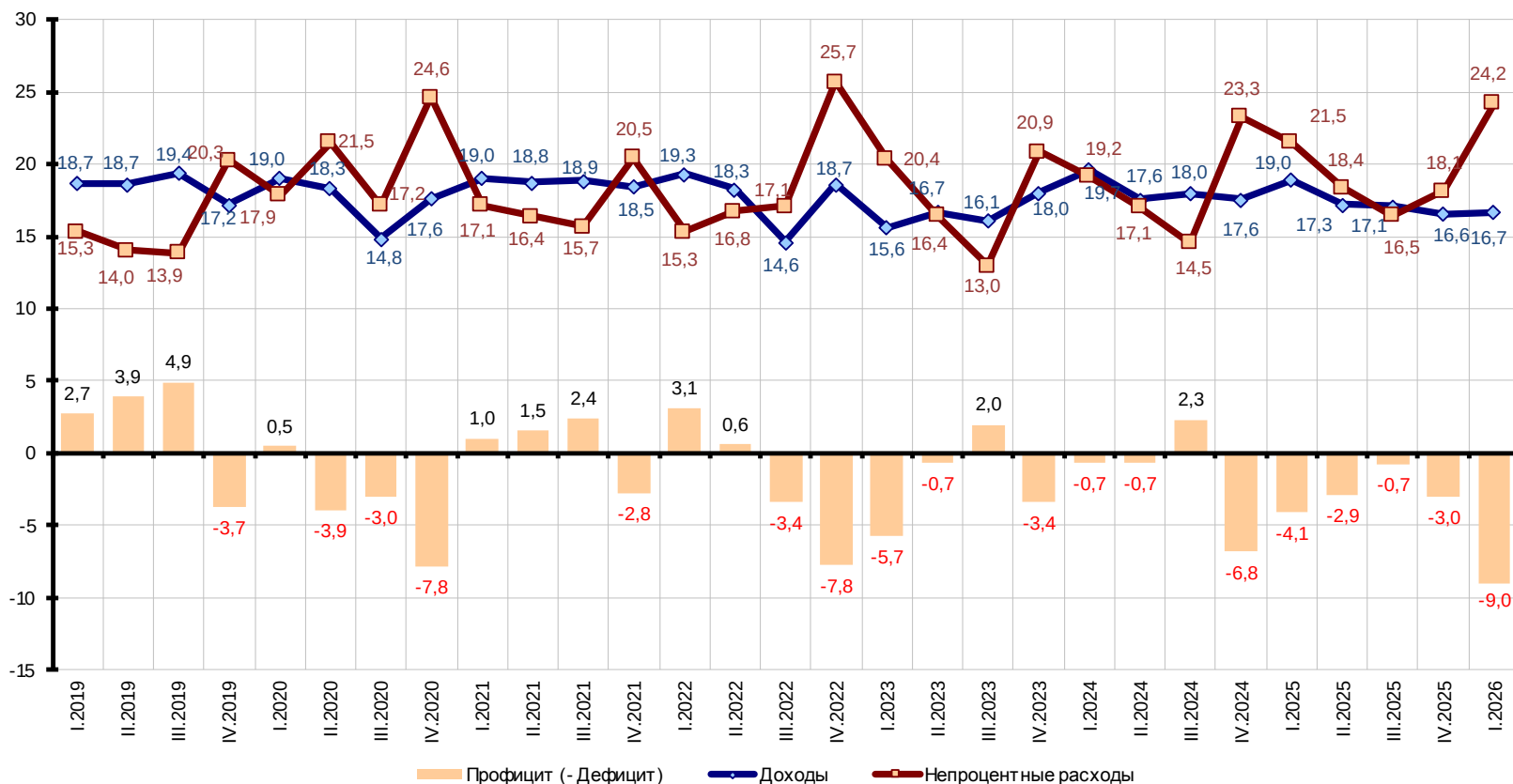
В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать изменение объёма импорта в долларах и курс рубля. В январе-мае 2026 г. импорт в долларовом выражении вырос на 12.1% относительно аналогичного периода прошлого года, что поддержало поступления НДС на ввозимые товары, 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 77 руб./долл. и 88.8 руб./долл., соответственно. После выхода в положительную область в марте месячная динамика «импортных» доходов сохранила рост и в апреле-мае. В мае основным фактором увеличения поступлений в бюджет доходов, связанных с импортом, стал рост стоимостного объема импорта.

Исполнение расходов федерального бюджета



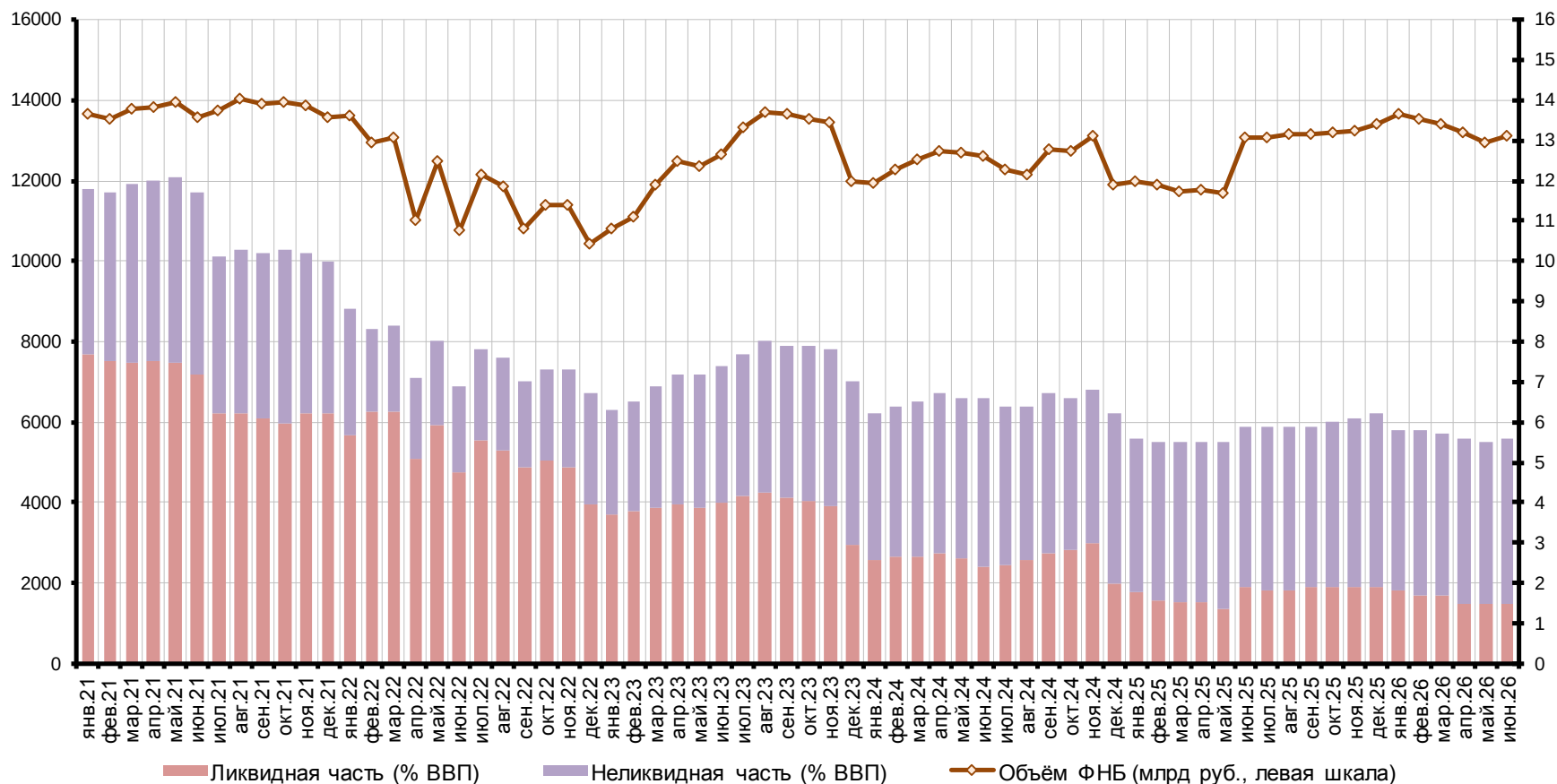
Исполнение расходов федерального бюджета в I и II кварталах 2026 г. составило 28.6% и 25.8% утвержденных бюджетных назначений соответственно. В результате за первое полугодие было исполнено 54.4% годового объема расходов, или около 24.35 трлн руб. Как и в 2025 г., высокие темпы исполнения связаны с ускоренным заключением госконтрактов и опережающим авансированием расходов, а также, вероятно, с ожидаемым расширением совокупного лимита расходов на текущий год. Первоначально расходы федерального бюджета на весь 2026 г. были утверждены в объеме 44.07 трлн руб.; по состоянию на конец мая бюджетные назначения составляли уже 44.77 трлн. руб. При повторении даже прошлогодних темпов исполнения расходов дополнительное увеличение расходов относительно текущих назначений может превысить 2 трлн руб., а итоговый объем расходов федерального бюджета по итогам 2026 г. составить порядка 47 трлн руб.

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 увеличения утвержденного значения дефицита и в 2026 г.

Фонд национального благосостояния



На начало июля 2026 г. *объём ФНБ* составил 13.1 трлн руб., или 5.6% ВВП, увеличившись за июнь на 0.15 трлн руб. Минфин оценивает объём ликвидной части Фонда, размещенной на счетах в Банке России, в 3.61 трлн руб., или 1.5% ВВП, что на 0.2 трлн руб. выше уровня на начало июня. На отдельных счетах по учету средств ФНБ размещено 189.79 млрд юаней и 141.08 т золота. Рост ликвидной части связан с зачислением 3.46 млрд юаней и 5.15 т золота, приобретенных ранее за счет дополнительных нефтегазовых доходов, а также конвертацией 8.76 млрд руб. в 0.79 млрд юаней. Неликвидная часть Фонда составила 9.49 трлн руб., или 4.1% ВВП, снизившись за июнь на 0.05 трлн руб. В июне средства Фонда были размещены в облигации ГК «Ростех» (92.15 млрд руб.), на депозитах в ВЭБ.РФ (1.61 млрд руб.) и в облигации АО «ГТЛК» (0.12 млрд руб.) в целях финансирования инвестиционных и инфраструктурных проектов. Одновременно на стоимость неликвидной части влияло снижение котировок акций ПАО «Сбербанк» и ПАО «Банк ВТБ».



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, к.э.н.

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Эксперт

Белоусов Д.Р.

Сальников В.А.

Аблаев Э.Ю.

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.

Ломоносов Д.К.