



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

16.07.2025

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

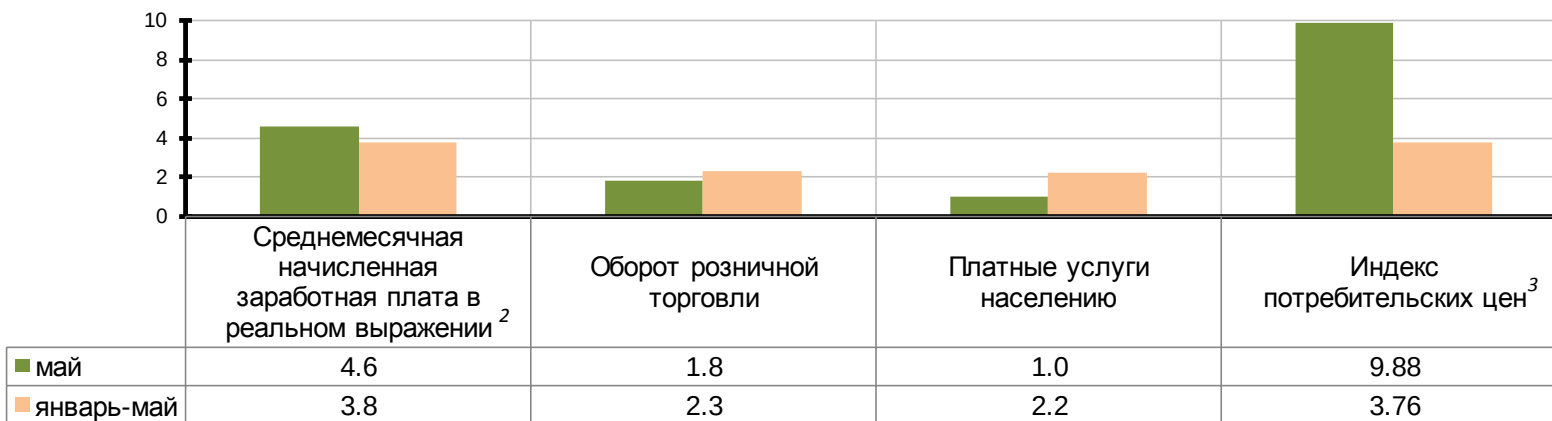
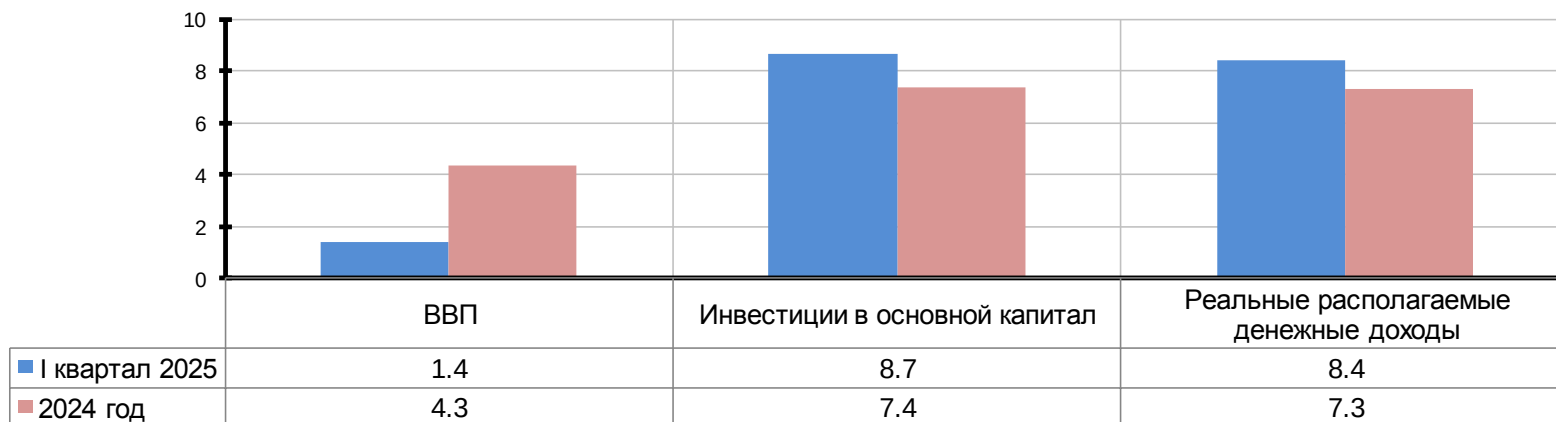
Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** в мае указывают, что в российской экономике «в общем» наступила стагнация: апрельский скачок остался чисто локальным и не закрепился, но и спада, вопреки опасениям, нет. Проблема, однако, в том, что (с точностью до проблем с качеством данных) в гражданских отраслях промышленности наблюдается выраженный спад. Правда, на потребительском рынке возобновилось оживление (отчасти, из-за снижения нормы сбережения), так что шанс на возобновление экономического роста есть.
- В **промышленности** в мае фиксируется скачок объемов производства – прирост на 2.6% относительно предыдущего месяца (сезонность устранена). В результате, объем среднесуточного производства (с поправкой на сезонность) вышел на рекордный уровень, наблюдавшийся в декабре 2024 г. Однако говорить о формировании полноценной тенденции роста не приходится. По нашей оценке, около 2/3 майского прироста обусловлено резким скачком выпуска в секторах с доминированием продукции ОПК. А оставшаяся часть прироста – всплеском производства в цветной металлургии. В целом по остальным отраслям объем среднесуточного выпуска в мае значительно не изменился (с учетом сезонности).
- **Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного)** неустойчив. В мае наметилась новая волна его снижения: по сравнению с апрелем среднесуточная интенсивность уменьшилась на 0.6% (сезонность устранена), и в результате грузооборот достиг многолетнего минимума (более низкие значения наблюдались лишь в течение большей части 2020 г., на фоне «ковидного кризиса» и локдаунов).
- В I кв. **структура компонентов доходов** (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год») приняло несколько «вырожденный» характер: мало того, что сам объем ВВП снижается, в его составе оплата труда наёмных работников практически вытеснила все остальные компоненты доходов (прежде всего, инвестиционный ресурс – валовую прибыль). Такая или подобная ситуация ранее наблюдалась только в периоды кризисов и свидетельствует, одновременно, об ограниченности ресурсов для дальнейшего повышения оплаты труда и о дефиците средств для роста инвестиций.
- Сезонно скорректированный **индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** в июне вновь «провалился» в зону негативных оценок (47.5%, ниже порога в 50%), причём этот уровень – самый низкий с кризиса начала 2022 г. Вероятно, причина – в (переоцененном менеджерами) восприятии негативных сигналов о начале рецессии, причём, если ситуацию не удастся переломить, это восприятие «зафиксируется» в инвестиционной активности и бизнес-деятельности, и оценка может стать самореализующейся.
- **Инвестиционная активность** (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения), после снижения в конце прошлого – начале текущего года, стагнирует вот уже три месяца. Причем, закрепление произошло на довольно низком уровне. Наблюдаемое предложение инвестиционных товаров в мае было на 6.7% ниже среднемесячного уровня 2024 г.
- В **строительстве** в мае, формально, производство лишь слегка снизилось, но на фоне крайней нестабильности динамики. В принципе, можно говорить лишь о слабой тенденции к спаду строительной активности, но, судя по данным о производстве стройматериалов и о запуске новых проектов, за этим может стоять гораздо более серьезная ситуация: концентрация ресурсов на завершаемых проектах в ущерб новым. Количество *запускаемых строительных проектов по МКД* в мае 2025 г. довольно быстро и устойчиво падает, судя по данным с исключением действия сезонного фактора. Это означает, что на конец 2025, 2026 и 2027 г., фактически, уже заложен вычит из экономического роста в части жилищного строительства. При этом *предложение базовых стройматериалов* продолжает медленно уменьшаться.
- **Экспорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) в мае довольно сильно упал, в том числе, из-за усиливающегося снижения мировых цен на нефть.
- **Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) в мае несколько увеличился, вернувшись на тренд медленного роста, подталкиваемого укреплением рубля. Можно ожидать, что во втором полугодии этот рост, как минимум, замедлится из-за проблем со сбытом.

Макроэкономика. Главное - 2.

- Превышение **объема предложения иностранной валюты над спросом** на нее способствовало значительному укреплению рубля в I полугодии 2025 г. в целом и его сохранению на «переукрепленном» уровне в июне. Низкому спросу на иностранную валюту на внутреннем российском валютном рынке способствовали такие факторы как: сжатие импорта товаров и услуг, связанное, в основном, с сезонным фактором; осуществление Банком России продаж иностранной валюты в интересах Минфина, которые в значительной мере осуществлялись в рамках расходования средств ФНБ в целях финансирования дефицита бюджета вне бюджетного правила за 2024 г.. При этом, произошедшее сокращение объема экспортных поступлений (как вследствие действия сезонного фактора, так и вследствие изменения конъюнктуры) еще не успело сказаться на предложении иностранной валюты из-за существенных временных лагов, связанных с поступлением экспортной выручки. Несмотря на небольшое ослабление рубля по отношению к евро, стоит отметить, что фактически российская валюта оставалась *«переоцененной» по сравнению с теоретическим уровнем* ее стоимости, обоснованным фундаментальными факторами (снижение цен на нефть, уменьшение сальдо торгового баланса, сокращение поступлений от продажи валютной выручки экспортерами). Поскольку текущий курс рубля выглядит «переукрепленным», то весьма вероятно его коррекция во втором полугодии в направлении фундаментально обусловленных уровней.
- Сочетание крепкого рубля и падения / стабилизации на невысоком уровне цен по состоянию на июнь на большинство видов экспортируемого сырья ведут к соответствующему сжатию **входящего денежного потока экспортеров**, причём, практически фронтально. С учетом роста затрат (заработная плата, налоги, процентные платежи), эта ситуация приводит к заметному сжатию располагаемой прибыли компаний-экспортеров.
- Уровень **реальной заработной платы** в апреле несколько повысился, но пока нет оснований утверждать, что зарплата растёт – речь идёт не более, чем о компенсации предшествующего провала. Как уже отмечалось, возможности дальнейшего ускоренного повышения зарплаты – под вопросом. Динамика *основных реальных денежных доходов населения*, в целом, следует за приростом реальной зарплаты (чуть более сглажено, из-за других элементов доходов – пенсий и пособий, доходов от процентов по вкладам).
- В части **потребительских настроений населения** в июне ситуация ожидаемо ухудшилась: негативный новостной фон (сообщения о риске рецессии) в сочетании со все ещё высокой инфляцией привели к снижению как оценок текущего состояния экономики, так и ожиданий.
- **Динамика потребления населения** по состоянию на май стала возрастать, так что сейчас можно уже говорить о новой тенденции к оживлению потребительского спроса. Правда, все оживление сосредоточено в продажах продуктов питания. В то же время, на рынках непродовольственных товаров (существенная роль «высоких ставок») и платных услуг наблюдается, скорее, стабилизация.
- **Инфляция** в июле заметно подскочила из-за индексации административно регулируемых тарифов на отдельные виды товаров и услуг. По данным на 7 июля, прирост тарифов на эти услуги оценивается в 13.5-14%. Инфляция за месяц может составить 2.2-2.3%, что ее вернет в годовом выражении на уровень «более 10%» (оценка – 10.5-10.55%). При этом, монетарные компоненты динамики цен были и остаются очень умеренными: так, *базовая инфляция* оценивается в 0.04% (8.3% в годовом выражении) и быстро снижается, а на рынке непродовольственных товаров без учета сигарет и нефтепродуктов наблюдается дефляция. Как будет реагировать Банк России на ситуацию усиления инфляции, имеющей, однако, немонетарный характер – пока неясно.
- **На рынках промышленной продукции** по состоянию на май уже три месяца наблюдается снижение цен. Это, похоже, видимое проявление кризиса сбыта на промышленном рынке (плюс, как уже отмечалось – влияние укрепления рубля на динамику цен экспортируемых товаров).

Динамика важнейших макроэкономических показателей к соответствующему периоду предшествующего года¹



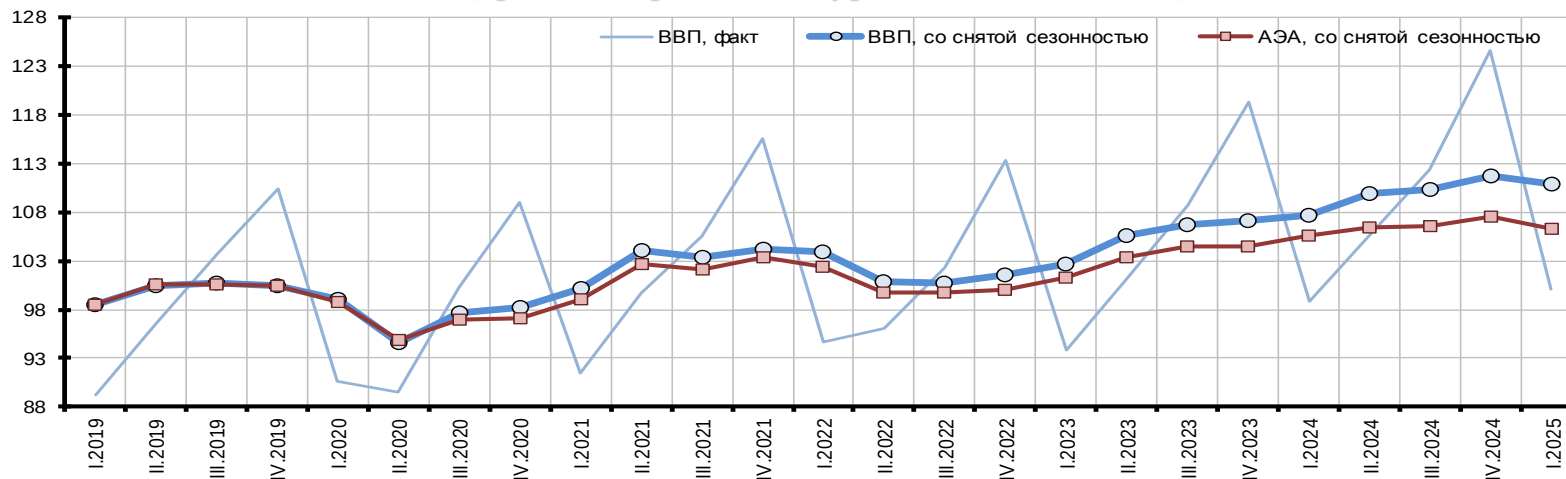
¹ здесь и на других слайдах в связи с отсутствием статистики по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям данные временно приводятся без учета указанных регионов

² соответственно апрель 2025 г. к апрелю 2024 г. и январь-апрель 2025 г. к январю-апрелю 2024 г.

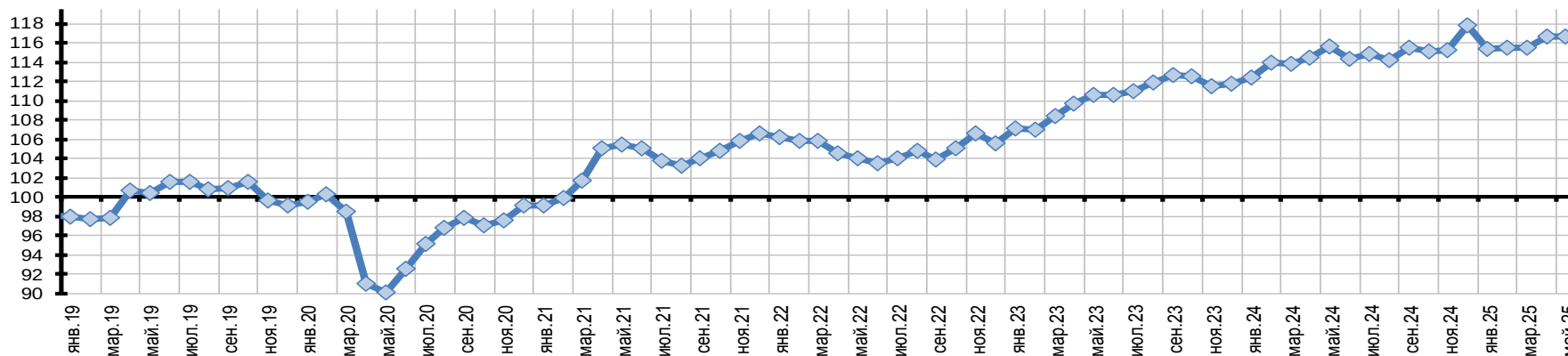
³ соответственно май 2025 г. к маю 2024 г. и за период с начала 2025 г. по 30 июня

Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)¹

ВВП (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)²



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



Высокочастотные данные об экономической динамике в мае указывают, что в российской экономике «в общем» наступила стагнация: апрельский скачок остался чисто локальным и не закрепился, но и спада, вопреки опасениям, нет. Проблема, однако, в том, что (с точностью до проблем с качеством данных) в гражданских отраслях промышленности наблюдается выраженный спад. Правда, на потребительском рынке возобновилось оживление (отчасти, из-за снижения нормы сбережения), так что шанс на возобновление экономического роста есть.

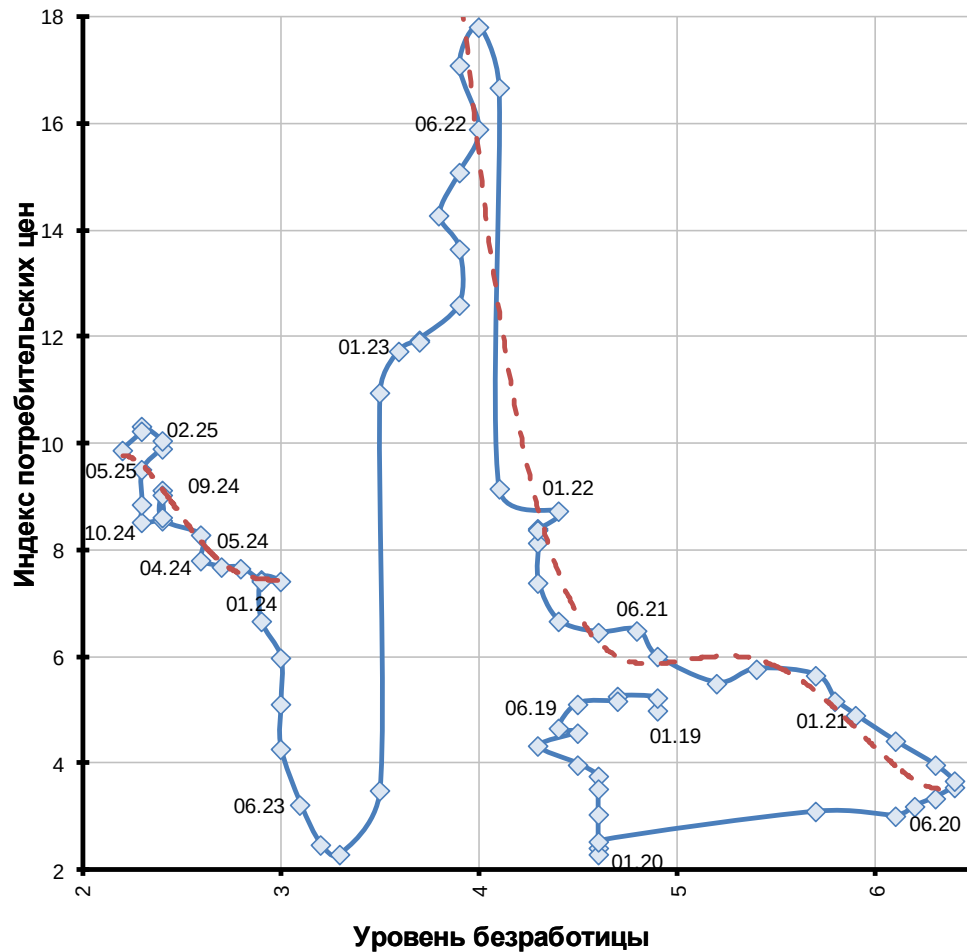
На уровне ВВП (и, в меньшей степени, АЭА) в первом квартале наблюдалось снижение, связанное, однако, с разовой коррекцией в январе.

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

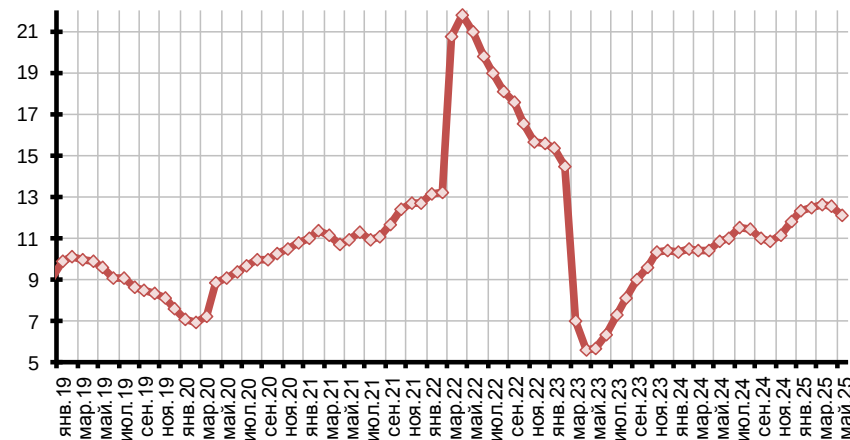
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Характеристики устойчивости экономической ситуации

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



Индекс несчастья Оукена¹



Данные о соотношении безработица / инфляция по состоянию на май свидетельствуют, что в российской экономике (пока) не происходит масштабных макроструктурных сдвигов: в последние месяцы соответствующие точки не только лежат на одной кривой, но и теснятся «в одном углу»: довольно высокая инфляция — низкая безработица.

Фундаментальная несбалансированность («Индекс несчастья» Оукена), по состоянию на май, чуть-чуть снизилась благодаря наметившемуся уменьшению инфляции.

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

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- в целом по экономике стагнация не сформировалась – хотя и импульса роста нет;
- сохраняется (хоть и замедляющийся) рост реальных располагаемых доходов населения¹;
- возобновился рост потребления населения.

Плохо:

- в основной массе гражданских секторов промышленности – спад;
- падает объём грузоперевозок;
- **снижается количество вновь запускаемых строительных проектов, что означает концентрацию усилий строительных компаний на завершаемых стройках и может означать формирование потенциала кризиса впоследствии;**
- предложение инвестиционных товаров стабилизировалось на низком уровне;
- наблюдается кредитное сжатие – особенно на рынке потребительского кредитования¹;
- в результате повышения административно регулируемых тарифов уровень инфляции в годовом выражении в июле, вероятно, превысит 10%;
- на потребительском рынке номинальное (в текущих ценах) расширение рынков все сильнее «уходит в цены», но не в рост продаж.

Признаки улучшения:

- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности, так что в этой части уже можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска. В меньшей степени, но это актуально и для торговли, транспорта и строительства: фактически, проблемы с ограничениями по мощностям сейчас остро стоят только перед добывающими отраслями (где существенного потенциала роста просто нет)¹;
- благодаря снижению цен на плодоовощную продукцию, инфляция по корзине потребления малообеспеченного населения уже вплотную приблизилась к общему уровню инфляции.

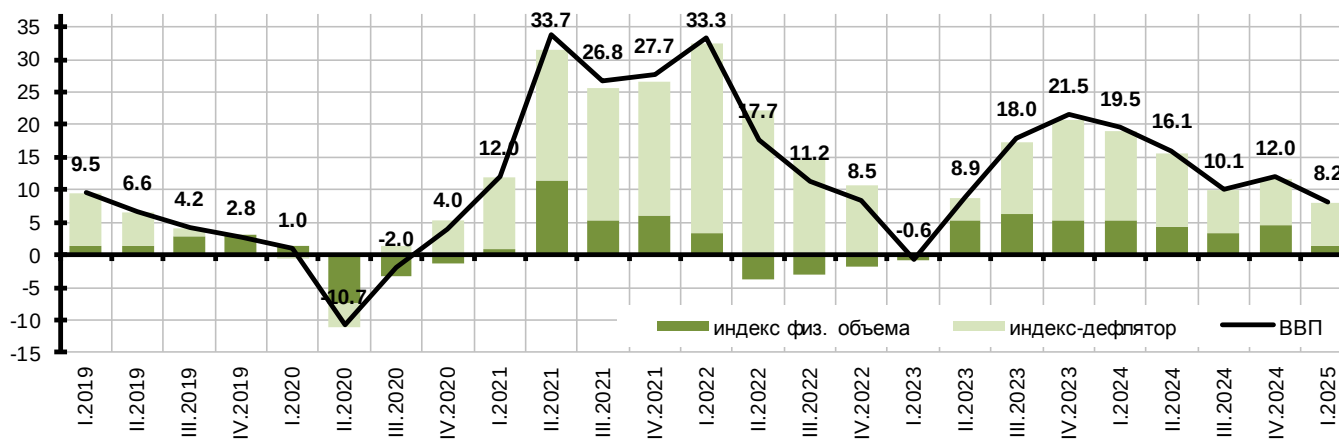
Признаки ухудшения:

- **сочетание довольно низких мировых цен на сырьё и неожиданного крепкого рубля наносит очень сильный удар по доходам отраслей-экспортёров;**
- в ряде отраслей рентабельность сравнялась или стала ниже «стоимости денег», что дестимулирует частные инвестиции¹;
- оценки ситуации как менеджерами компаний, так и населением заметно ухудшились из-за сочетания высокой инфляции и развернувшейся в июне «дискуссии о рецессии»;
- в структуре ВВП по доходам наметилось выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (инвестиционного ресурса)¹;
- идёт провал в продажах легковых автомобилей и ЛКА, что является косвенным признаком осложнения положения домашних хозяйств и малого бизнеса¹.

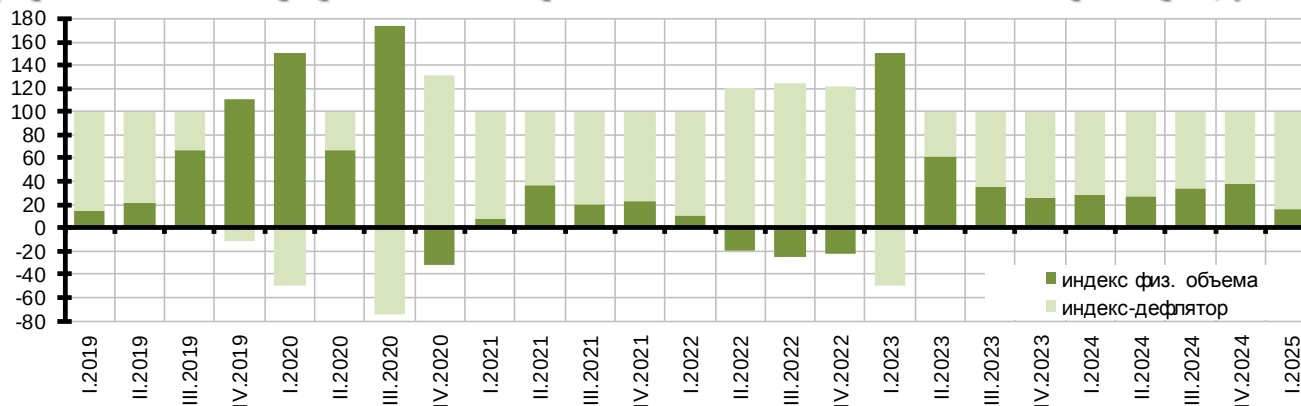
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года

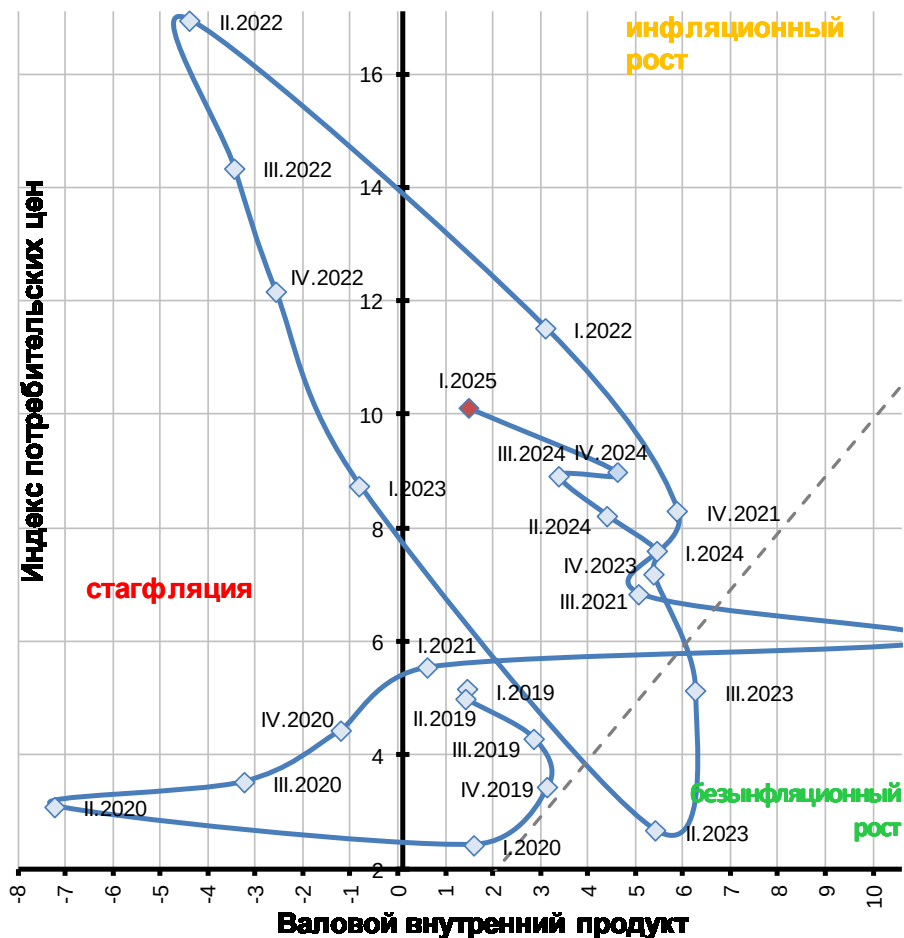


Разложение прироста ВВП на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)

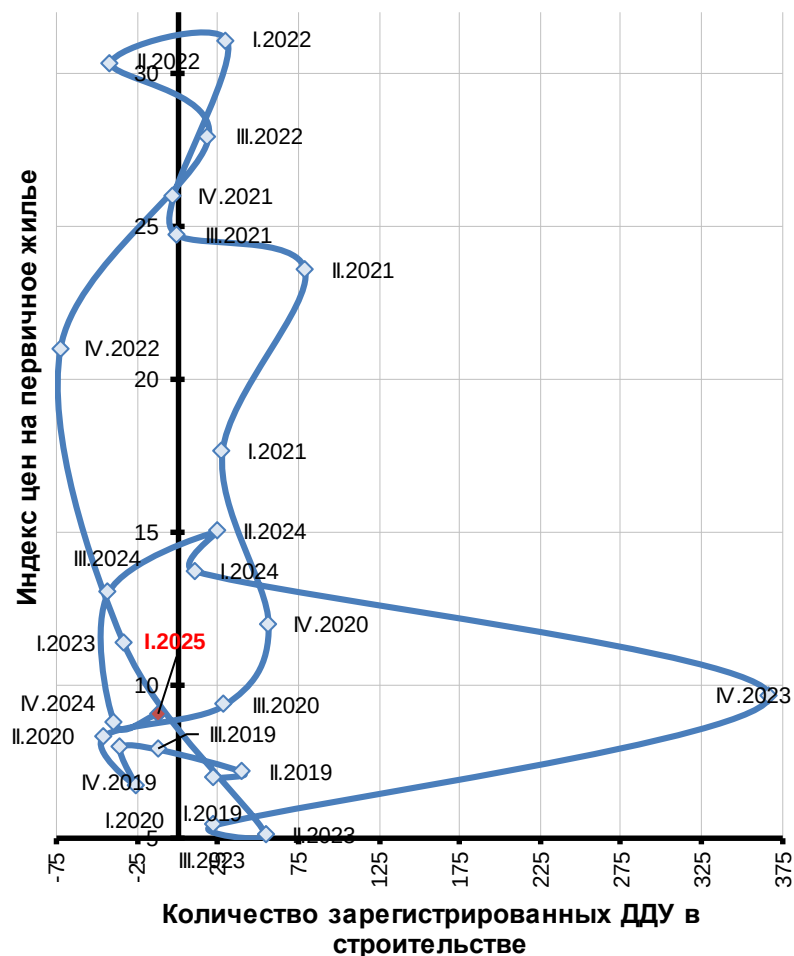


В I кв. на уровне экономики в целом *соотношение прирост цен (индекса-дефлятора ВВП) / прирост выпуска* заметно ухудшилась: на фоне заметно затормозившегося спроса его прирост (в текущих ценах) впервые с начала 2023 г. в основном «ушел в инфляцию». Разумеется, и тенденция крайне нестабильна, и данные (особенно по дефляторам) – крайне низкокачественны, но все же, с оговорками, можно говорить об общем ухудшении макроэкономической ситуации: инфляция остаётся высокой даже на явно «тормозящем» спросе.

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



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 заметно ухудшилась: инфляция немного повысилась, динамика ВВП быстро снижется. «Если так пойдет и дальше», после подведения итогов II кв. может оказаться, что российская экономика вплотную приблизилась к стагфляции. На рынке жилья в I кв. ситуация, качественно, почти не изменилась: отрасль в целом находится «в негативной зоне» (цены растут — количество сделок падает), но, в целом, движется в сторону восстановления деловой активности. Сохранится ли это движение впоследствии — вопрос.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

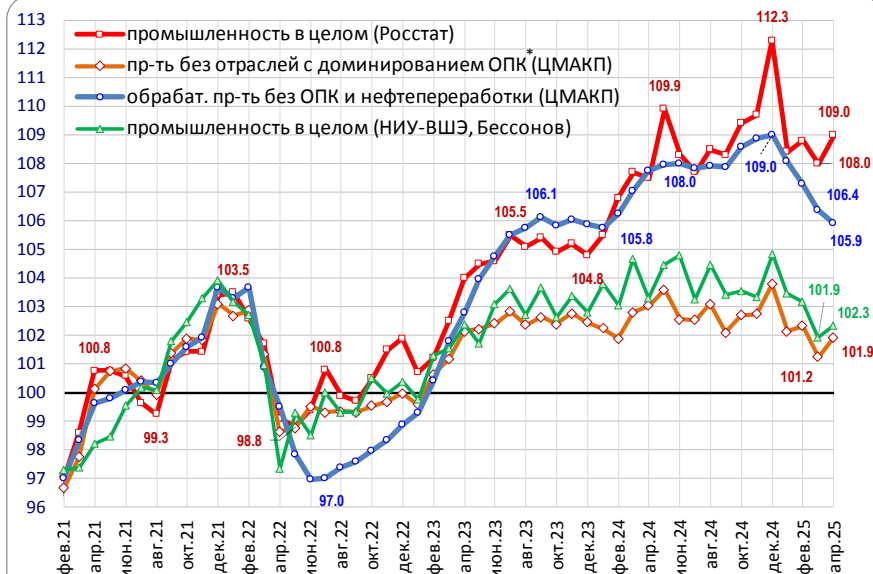
Динамика промышленного производства

темпы прироста, %

	I кв.	апрель-май	март	апрель	май
Промышленное производство					
<i>к соответ. периоду 2019 года</i>					
данные Росстата	15.5	16.4	16.3	14.0	18.8
оценка ЦМАКП	12.5	14.1	13.2	11.3	17.0
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>					
данные Росстата	-1.2	1.8	-0.6	0.9	2.7
оценка ЦМАКП	-1.1	1.3	-0.5	1.0	1.6
Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	-1.1	1.0	-1.0	1.6	0.4
Обрабатывающие производства	-1.3	1.6	0.0	0.6	2.5
Производство пищевых продуктов	-0.6	0.4	-1.2	1.4	-0.5
Сырьевые производства	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	-0.4
Производство нефтепродуктов	-0.1	1.7	2.1	2.3	1.0
Товары инвестиционного спроса	-2.0	0.3	-2.5	0.3	0.4
Производство ТДП	-1.1	-2.9	1.0	4.2	-9.5
Производство непрод. товаров повседневного спроса	-1.1	2.3	1.8	0.0	4.7
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.1	0.6	-2.0	1.5	-0.2

В промышленности в мае фиксируется скачок объемов производства – прирост на 2,6% относительно предыдущего месяца (сезонность устранена). В результате, объем среднесуточного производства (с поправкой на сезонность) вышел на рекордный уровень, наблюдавшийся в декабре 2024 г. Однако, говорить о формировании полноценной тенденции роста не приходится. По нашей оценке, около 2/3 майского прироста обусловлено резким скачком выпуска в секторах с доминированием продукции ОПК. А оставшаяся часть прироста – всплеском производства в цветной металлургии. В целом по остальным отраслям объем среднесуточного выпуска в мае значимо не изменился (с учетом сезонности).

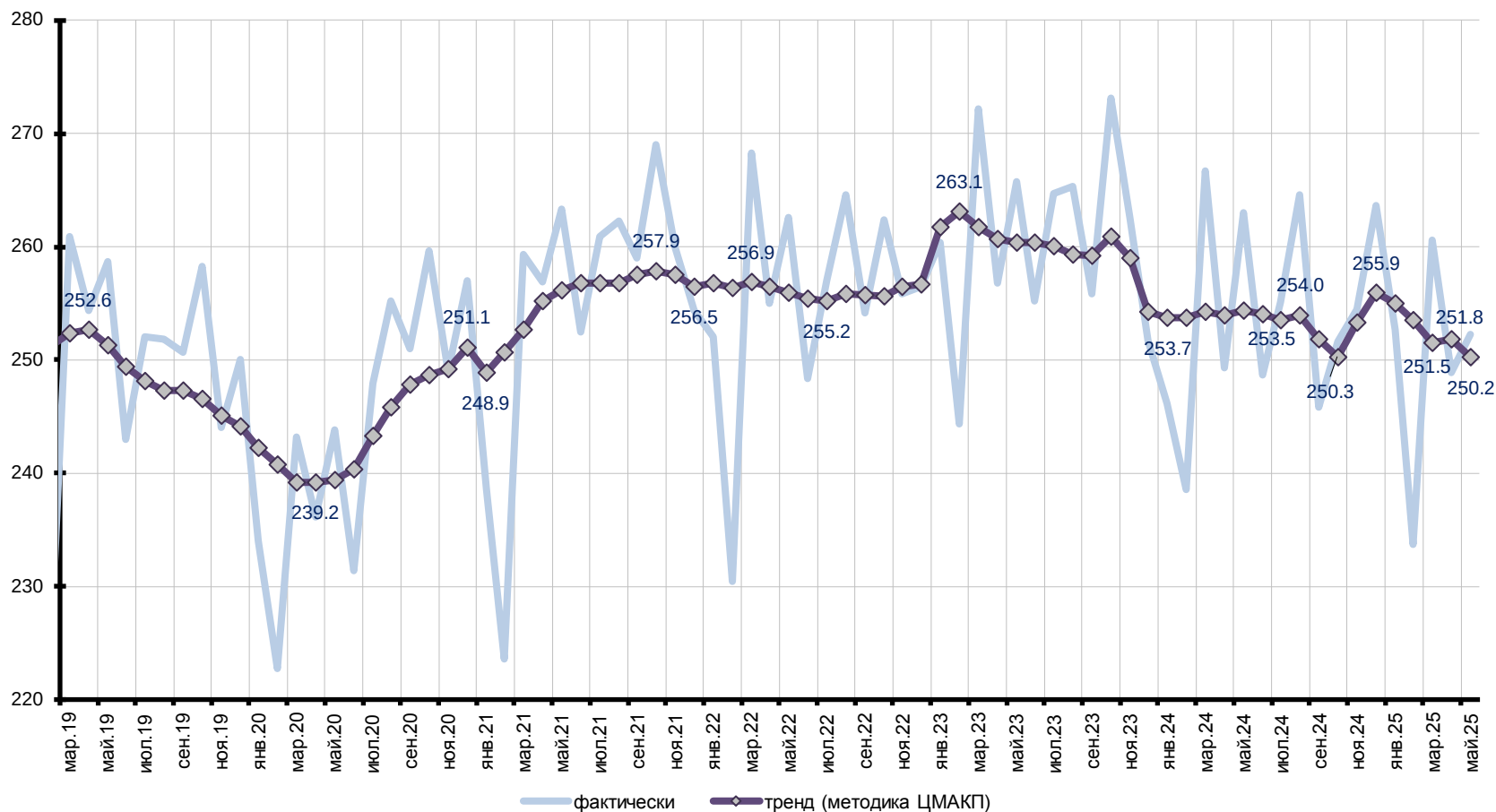
**среднемесячный уровень 2021 = 100,
с исключенной сезонностью**



Стагнация среднесуточного выпуска в остальных секторах была «поддержана» календарным фактором – аномально низким числом рабочих дней в мае, что, по нашей оценке, завысило среднесуточный выпуск примерно на 0,8 проц.п. Как следствие, индекс к уровню годовой давности вырос незначительно: 101.8% в мае после 101.5% в апреле. Без учета секторов с доминирующим присутствием продукции ОПК индекс СППГ в мае оценивается в 98.3%.

* 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

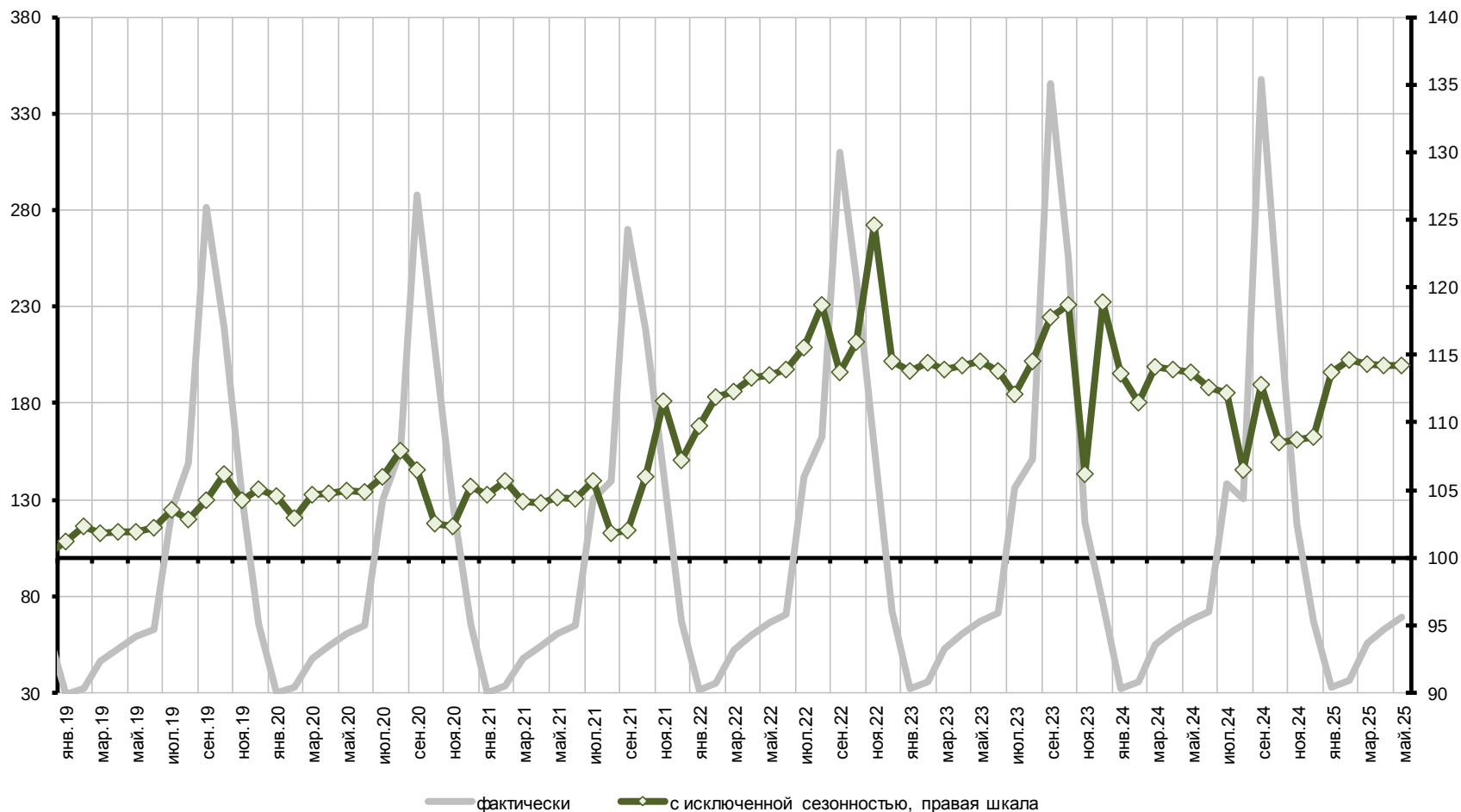
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)¹



Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) неустойчив. В мае наметилась новая волна его снижения: по сравнению с апрелем среднесуточная интенсивность уменьшилась на 0.6% (сезонность устранена), и в результате грузооборот достиг многолетнего минимума (более низкие значения наблюдались лишь в течение большей части 2020 г., на фоне «ковидного кризиса» и локдаунов).

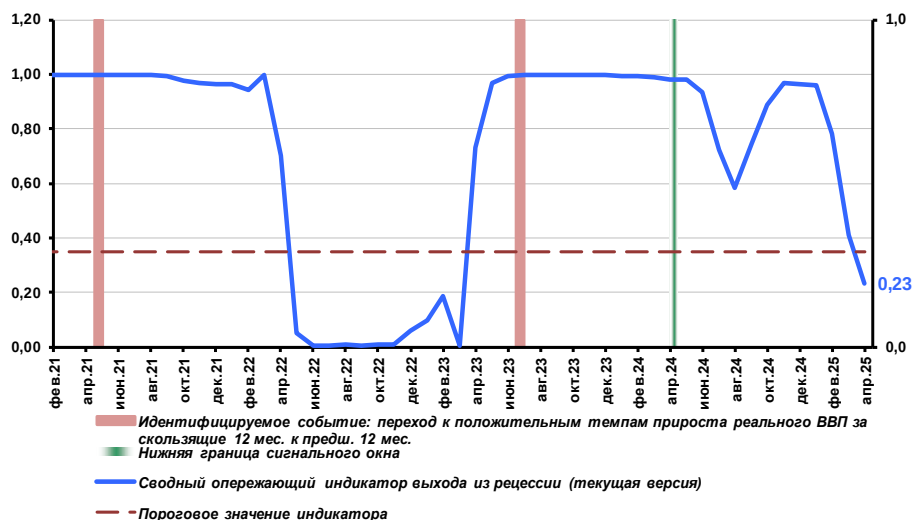
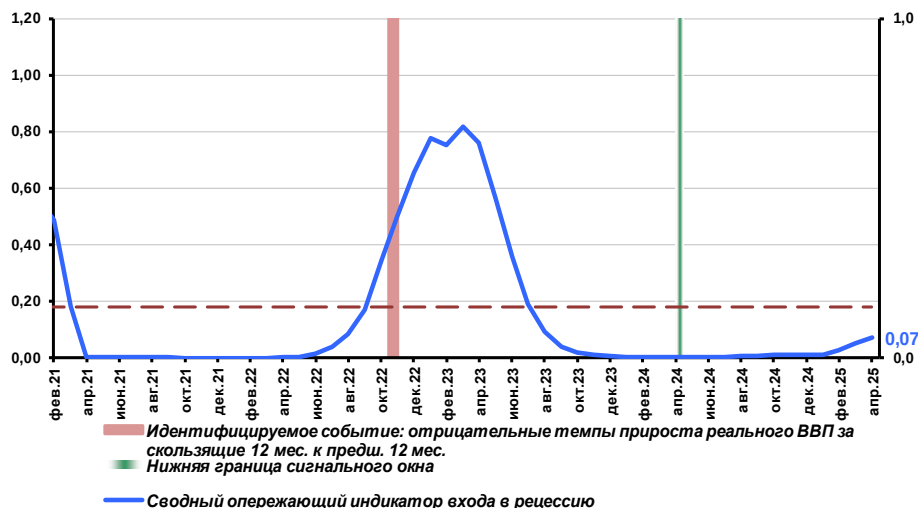
¹ является косвенным индикатором экономической активности

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



Выпуск в сельском хозяйстве уже четыре месяца подряд остаётся практически на одном уровне (сезонность устранена). Ближайшие четыре месяца покажут, как скажется финансовая ситуация и погодные условия этого года на конечных результатах года для сельского хозяйства.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии

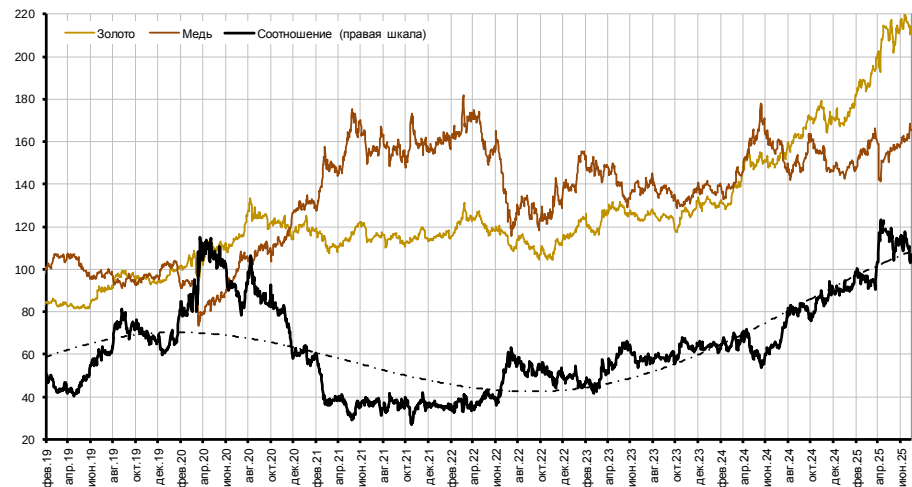


Значение *сводного опережающего индикатора (СОИ) входа российской экономики в рецессию* в апреле продолжало расти и составило 0,07 (для сравнения, месяцем ранее оно было равно 0,05), однако пока что оно оставалось вдалеке от своего критического порога (0,18). Несмотря на то, что текущее значение СОИ все еще находится на достаточном расстоянии от своего критического уровня, исходя из наших прогнозов, принимающих во внимание текущую динамику показателей и их тренды, становится понятно, что, его дальнейший рост и «пробой» критического уровня неизбежны.

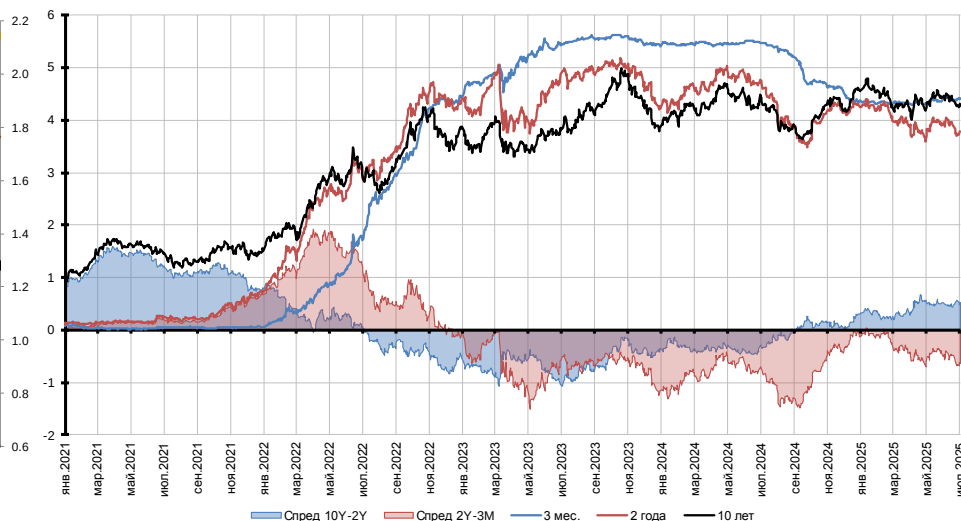
Этому будет способствовать негативная динамика ряда индикаторов, входящих в состав СОИ, наблюдавшаяся в апреле и ожидаемая в последующие месяцы: снижение сальдо счета текущих операций российского платежного баланса; уменьшение позитивного влияния инерционного фактора (положительный темп прироста физического объема ВВП за скользящий год); ухудшение сводного опережающего индикатора OECD по США, связанное с замедлением американской экономики и возросшим риском рецессии в США; сохранение высокого уровня (усредненных за скользящий год) ставок отечественного денежного рынка. Принимая во внимание действие указанных выше факторов, стоит отметить, что даже дальнейшее снижение ключевой ставки не сможет остановить уже начавшиеся процессы, и при любом реалистичном сценарии смягчения денежно-кредитной политики СОИ просигналит в течение текущего года.

Индикаторы рисков в мировой экономике

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



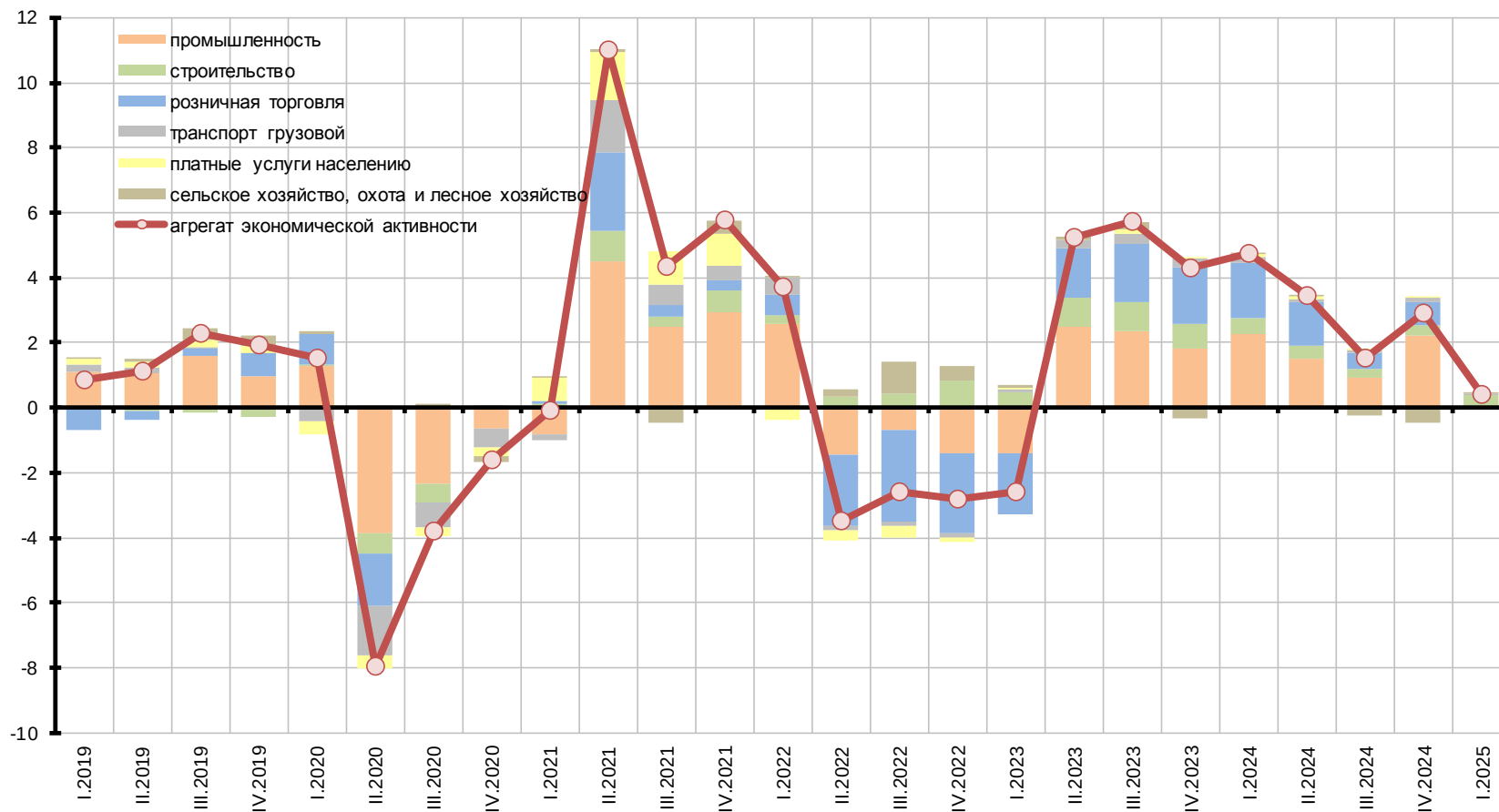
Оценки рисков финансового кризиса в США (доходности ценных бумаг США, % годовых)



На мировых товарных биржах по состоянию на начало июля ситуация чуть улучшилась: соотношение цен «золото / медь» (защитный / инвестиционный актив), наконец, стало снижаться – правда, за счет опережающего роста цен на медь, а золото как было, так и осталось вблизи исторического минимума. Так что говорить о «разрядке напряженности» на рынке явно рано.

В июле на фондовых рынках США продолжала формироваться картина «полунормализации», зафиксированная ранее: спред между доходностями долгосрочных и краткосрочных облигаций пришёл к нормальным значениям, тогда как между средне- и краткосрочными бумагами сохраняется инверсия, характерная для предкризисных фаз. Подобная конфигурация, вероятно, отражает рыночные ожидания краткосрочного спада, который может продлиться два–три квартала, не оказывая при этом существенного влияния на среднесрочные перспективы.

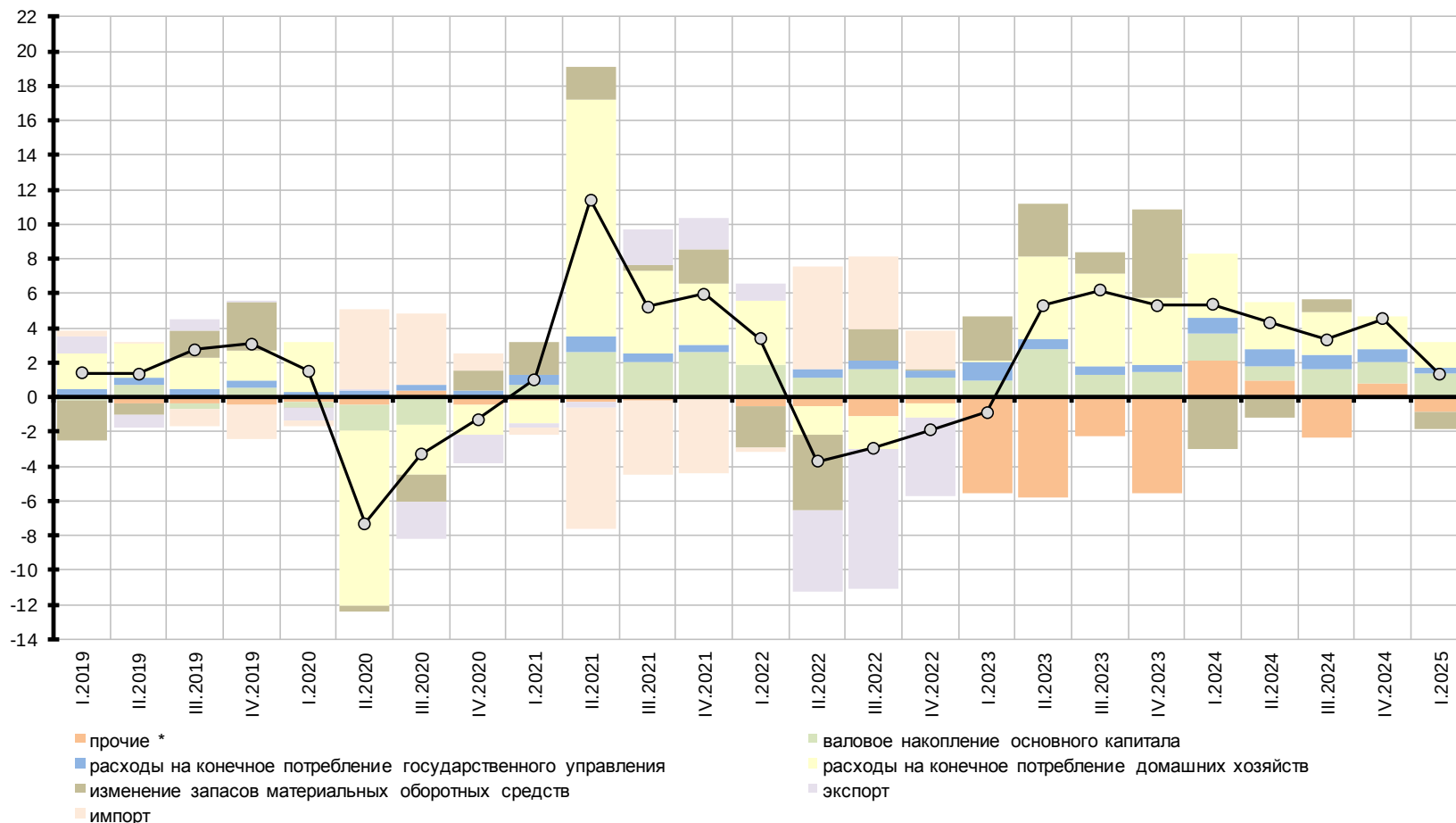
Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)¹



Структура факторов производства в I кв. 2025 г. (в годовом измерении - за скользящий год) резко изменилась: торможение экономической активности произошло практически исключительно за счёт резкого торможения в промышленности; вклады торговли и строительства в экономический рост (пока) не изменились.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

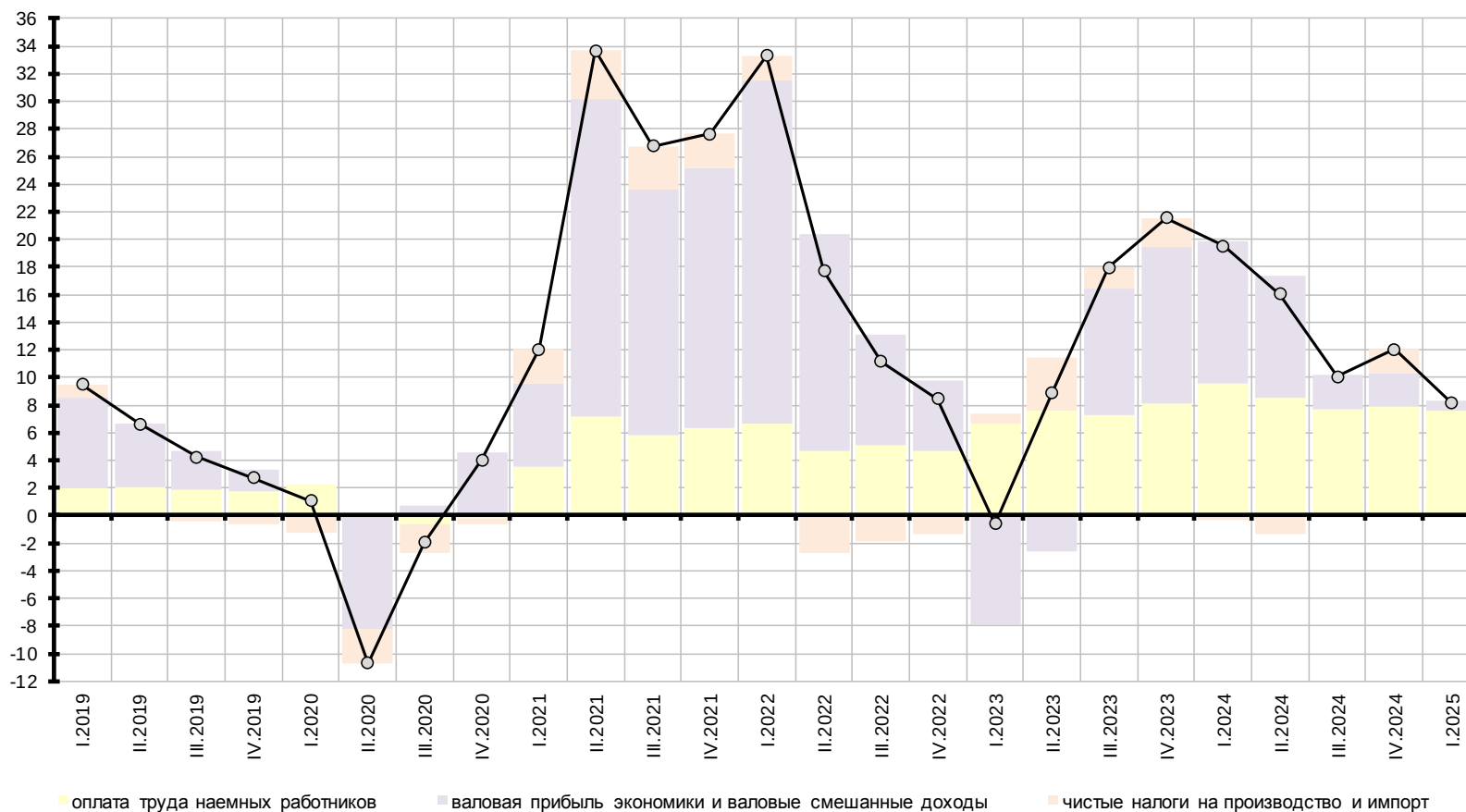
Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)



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

Баланс *компонентов конечного спроса* в I кв. заметно изменился. На фоне более-менее постоянного вклада инвестиций в основной капитал и очень заметно снизившегося вклада потребления домохозяйств произошло два принципиальных изменения: вновь стал отрицательным вклад чистого экспорта, что почти неизбежно в условиях проблем с экспортом и интенсивного возврата импорта на рынки, и произошел «уход в минус» прироста запасов в условиях высоких процентных ставок даже по краткосрочным кредитам.

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

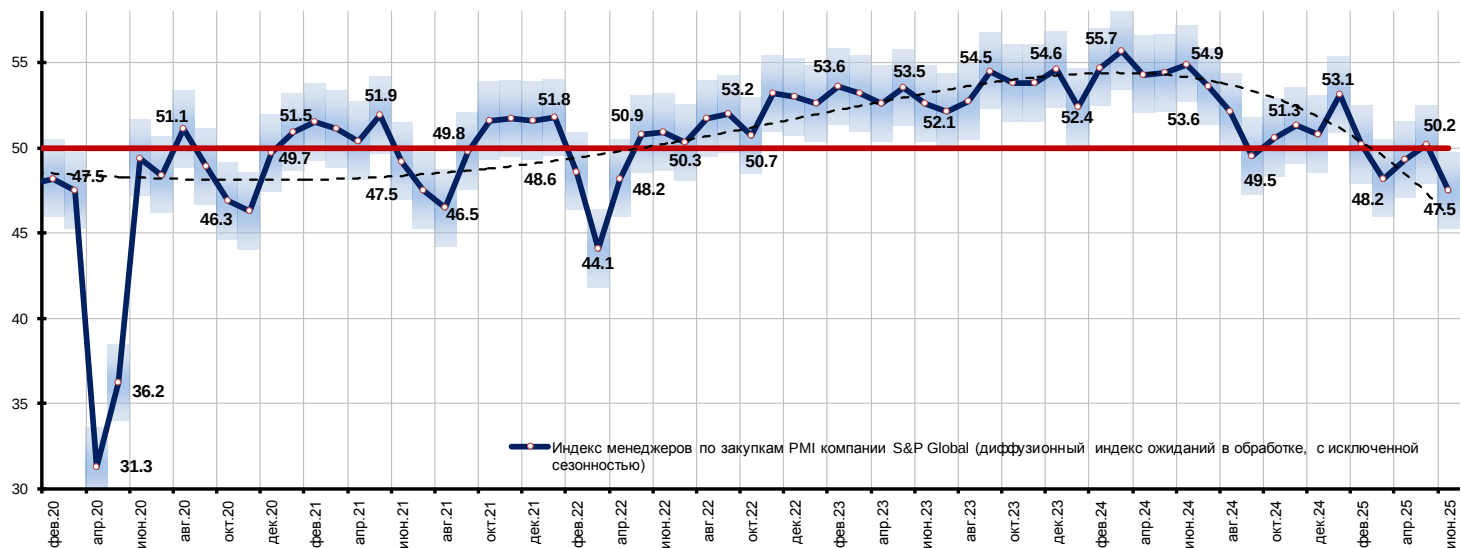


¹ В текущих ценах для того, чтобы избежать методологических проблем, связанных с дефлированием отдельных компонентов ВВП по доходам

В I кв. структура *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении с суммированием эффектов за весь «скользящий год») приняло несколько «вырожденный» характер: мало того, что сам объём ВВП снижается – в его составе оплата труда наёмных работников практически вытеснила все остальные компоненты доходов (прежде всего, инвестиционный ресурс – валовую прибыль). Такая или подобная ситуация ранее наблюдалась только в периоды кризисов и свидетельствует, одновременно, об ограниченности ресурсов для дальнейшего повышения оплаты труда и о дефиците средств для роста инвестиций.

Оценки ситуации и поведение компаний

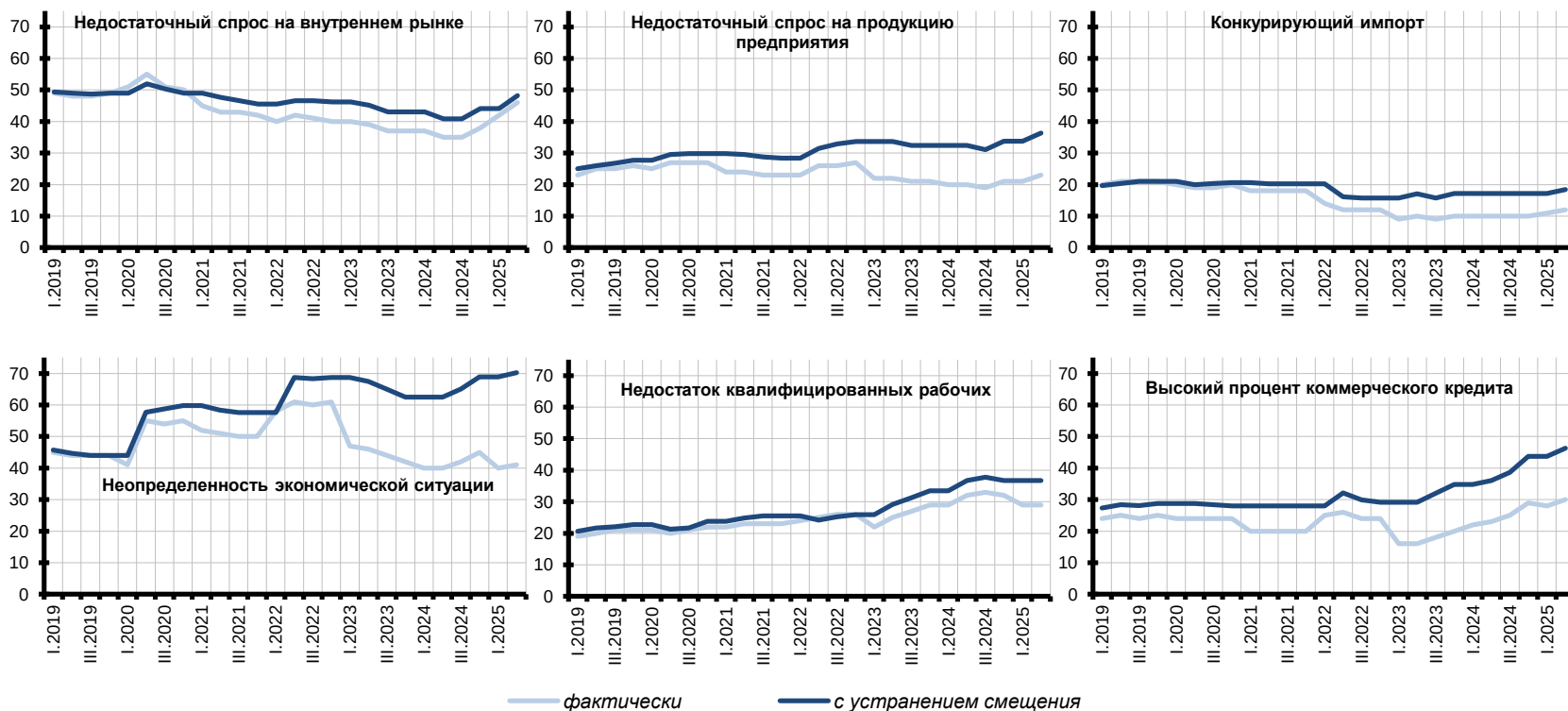
Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (%)



Сезонно скорректированный индекс *S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей* в июне вновь «провалился» в зону негативных оценок (47.5%, ниже порога в 50%), причём этот уровень – самый низкий с кризиса начала 2022 г. Вероятно, причина – в (переоцененном менеджерами) восприятии негативных сигналов о начале рецессии (в сочетании с запретительными процентными ставками и ожиданиями секвестра бюджетных расходов), причём, если ситуацию не удастся переломить, это восприятие «зафиксируется» в инвестиционной активности и бизнес-деятельности, и оценка может стать самореализующейся.

Оценки ситуации и поведение компаний^{1, 3}

Факторы, ограничивающие рост в обрабатывающих производствах (по данным на последний месяц квартала)¹ фактически и с устранением смещения²



Из отмечаемых ограничений роста в обрабатывающих отраслях в I кв. в целом, сохранились и усилились тенденции, сложившиеся еще во втором полугодии прошлого года:

- важнейшим ограничивающим фактором стала неопределённость экономической ситуации (70% значимости, здесь и далее – с устранением методологических ошибок), естественная в условиях высокой волатильности рубля, инфляции и жесткой денежно-кредитной политики;
- вторым по значимости является (очевидно, взаимообусловленные; примерно по 50% значимости) дефицит спроса на внутреннем рынке и высокий процент по кредитам;
- наконец, кадровые ограничения (40% значимости) стали менее важными, чем спросовые ограничения, что напрямую противоречит установке Банка России по борьбе с «перегревом спроса» за счёт высокой ставки.

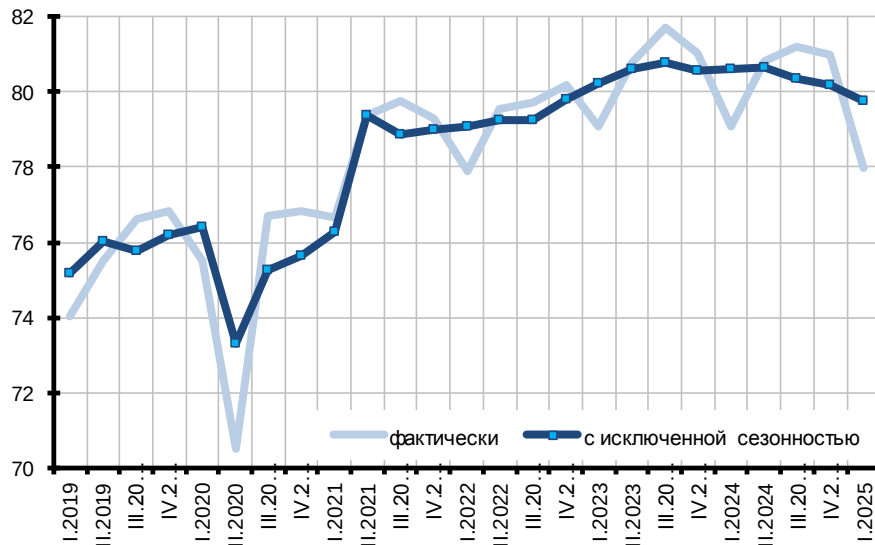
¹ Удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, ограничивающий деятельность организации (без взвешивания), по опросам Росстата

² Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka_2024-10-24-1.pdf

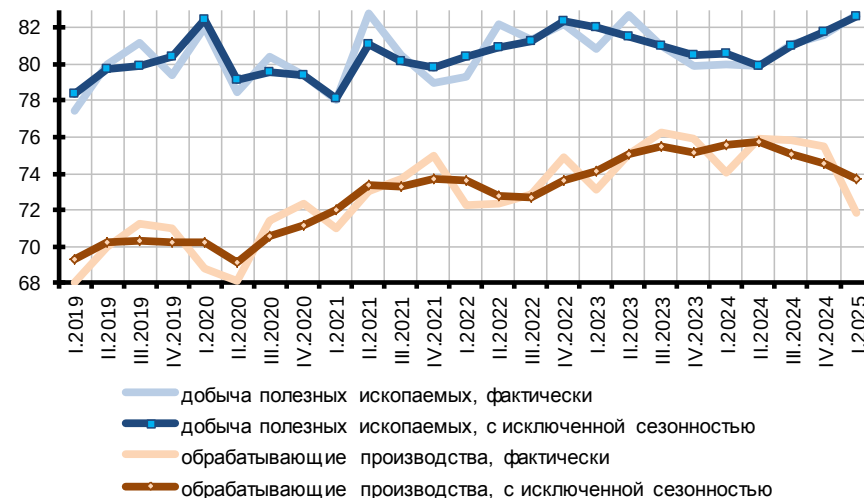
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

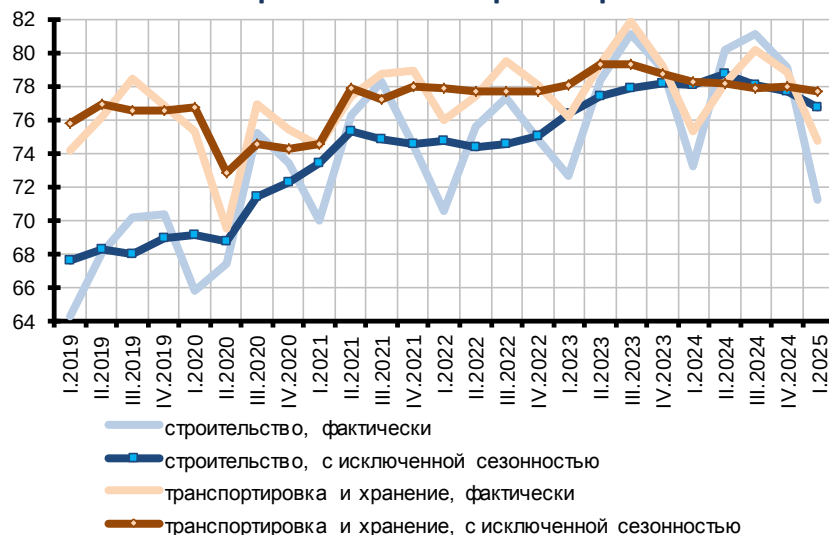
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в I кв. в целом по экономике продолжала медленно снижаться и уже вышла на уровень чуть ниже 80%:

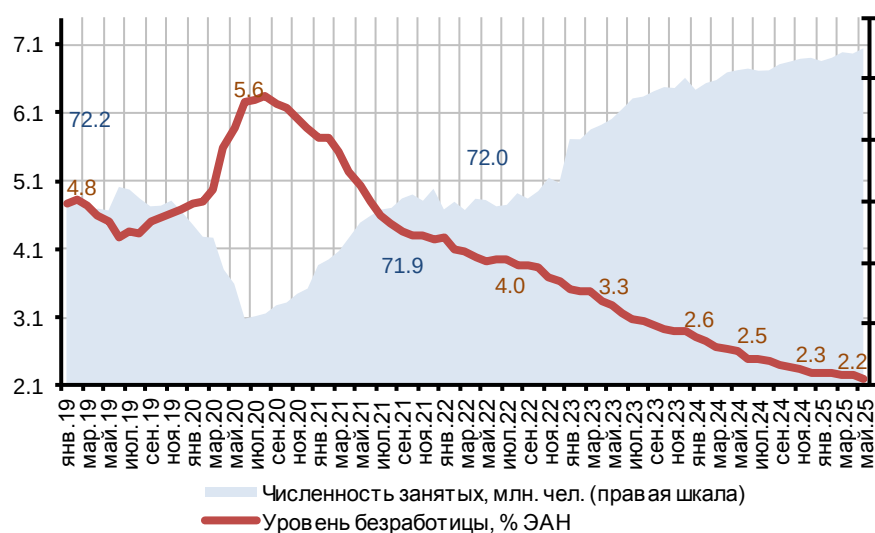
- *добыча полезных ископаемых* — единственная отрасль, где загрузка растёт и, выйдя на исторический максимум, превысила 82% (сезонность устранена). Еще раз подчеркнем, что эта загрузка — едва ли серьезный ограничитель роста, с учётом добровольных самоограничений по России ОПЕК+ и санкций;
- *в обрабатывающей промышленности* уровень продолжает быстро снижаться, до 74% (сезонность устранена). Как уже отмечалось, «в целом по группе» уровень загрузки мощностей уже не позволяет говорить о ней, как о системном ограничителе роста (разумеется, на уровне отдельных секторов «все может быть очень по-разному»);
- *в строительстве* и в логистических отраслях загрузка медленно снижается, до уровня 77-78%. Мощностные ограничения стабильно ослабевают из-за общей стагнации / снижения спроса и эффекта от ранее сделанных инвестиций.

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

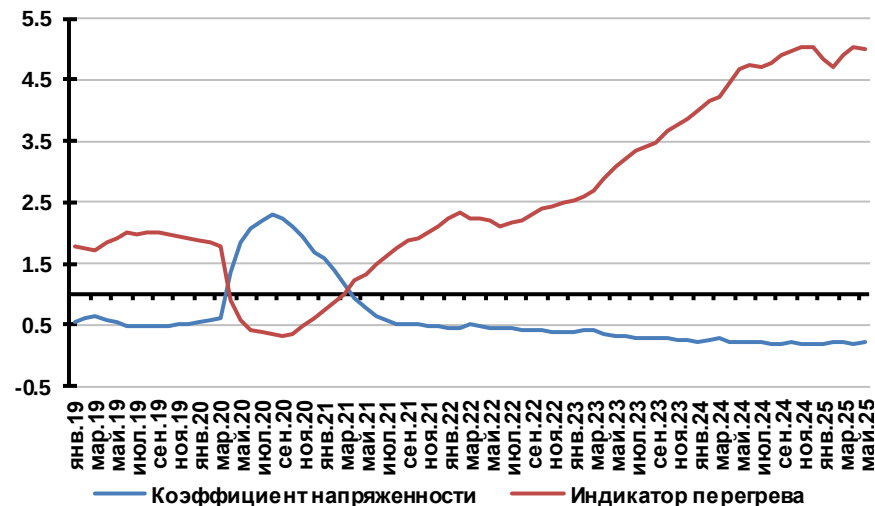
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Рынок труда

Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



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

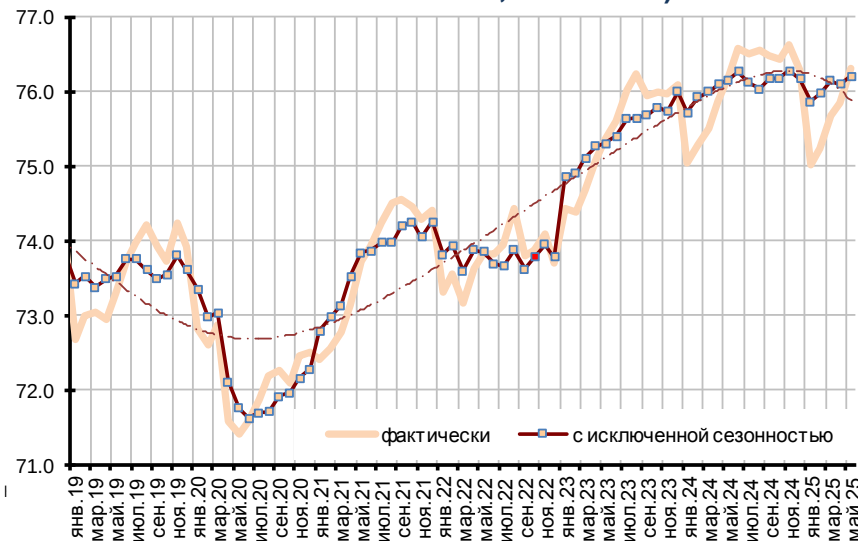


На рынке труда в мае ситуация может быть охарактеризована как «потенциально нестабильный застой». Уровень безработицы несколько понизился, но, в общем, стабилен на исторически минимальном уровне.

Индикатор перегрева – тоже стабилизировался, но на историческом максимуме.

Спрос на труд (с устранением действия сезонного фактора) немного повысился, но это лишь компенсировало предшествующее снижение.

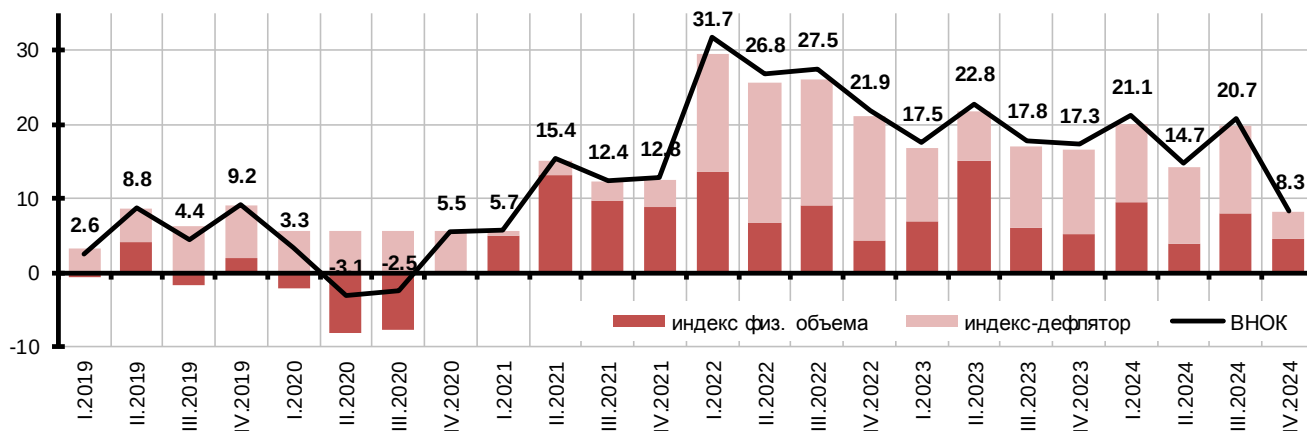
Совокупный спрос на труд в российской экономике (численность занятых+ вакансии, млн. чел.)



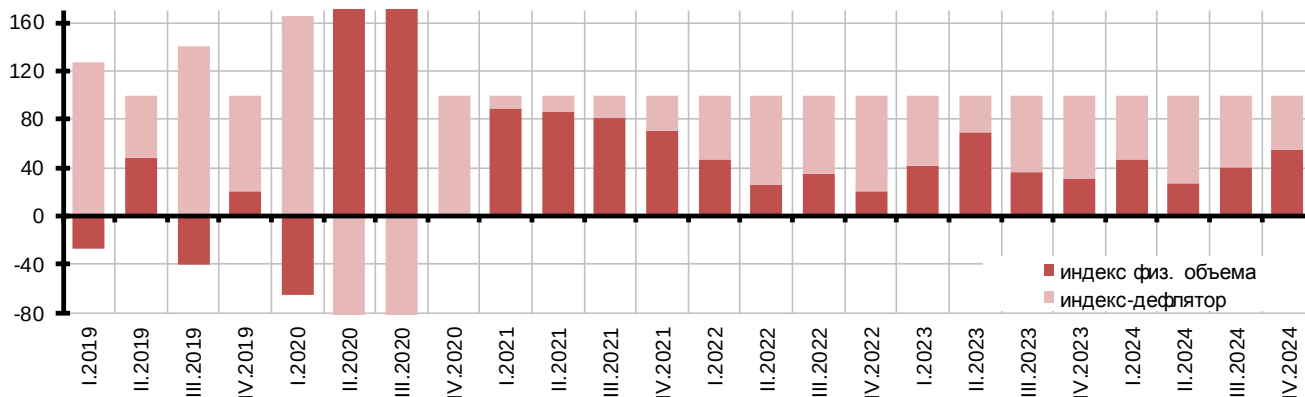
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих в регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию
Индикатор перегрева на рынке труда – количество вакансий в расчёте на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах службы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

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



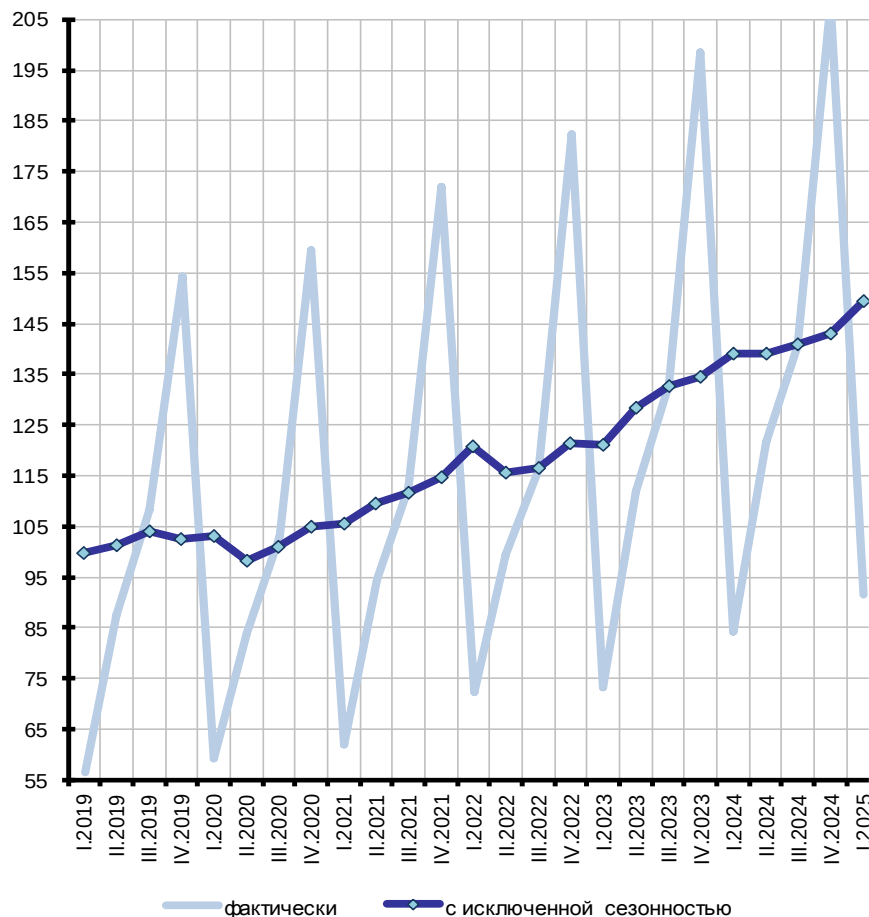
Разложение прироста валового накопления основного капитала на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)



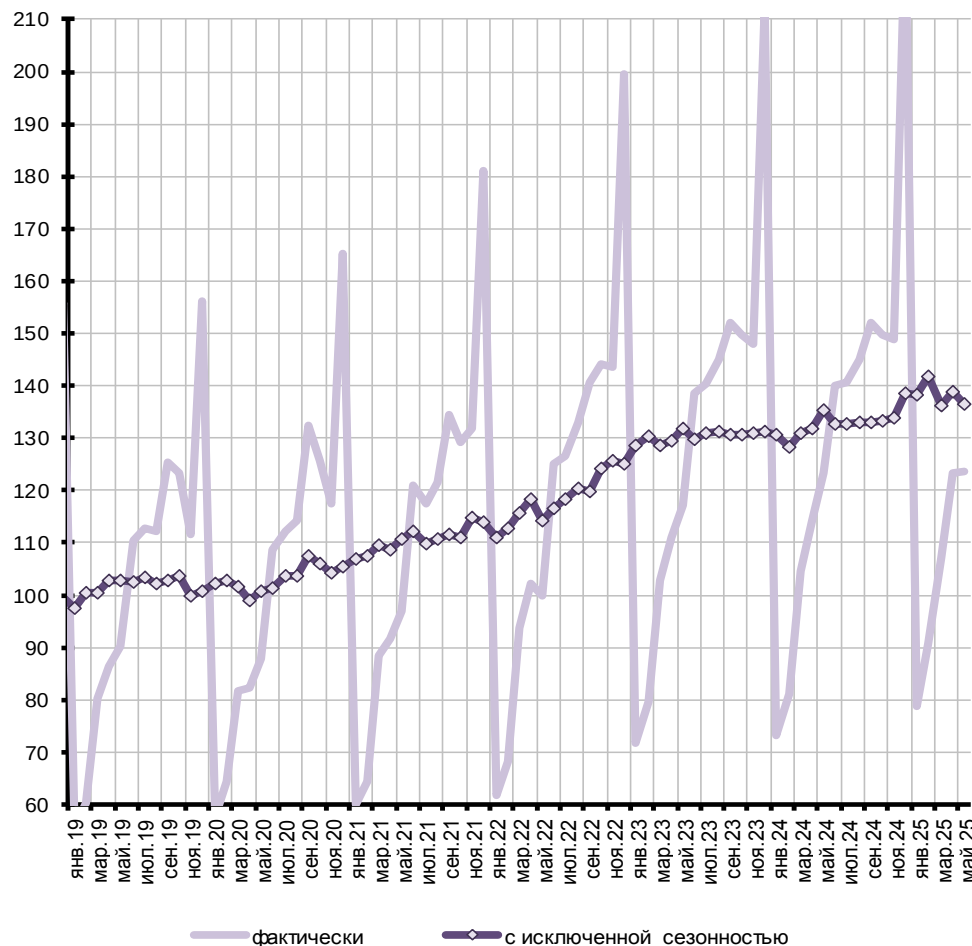
В I кв. в инвестиционной сфере тенденция трансмиссии спроса в экономической рост неоднозначна – и этим она резко отличается, например, от ситуации на потребительском рынке. В целом, прирост накопления в текущих ценах тормозится, но в его структуре все большую роль играет рост физического объема, а не цен. Разумеется, 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, но, во всяком случае, и простого «линейного» инфляционного разогрева рынков нет. Поэтому резерв для возобновления экономического роста находится «где-то» в сфере стимулирования инвестиций.

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



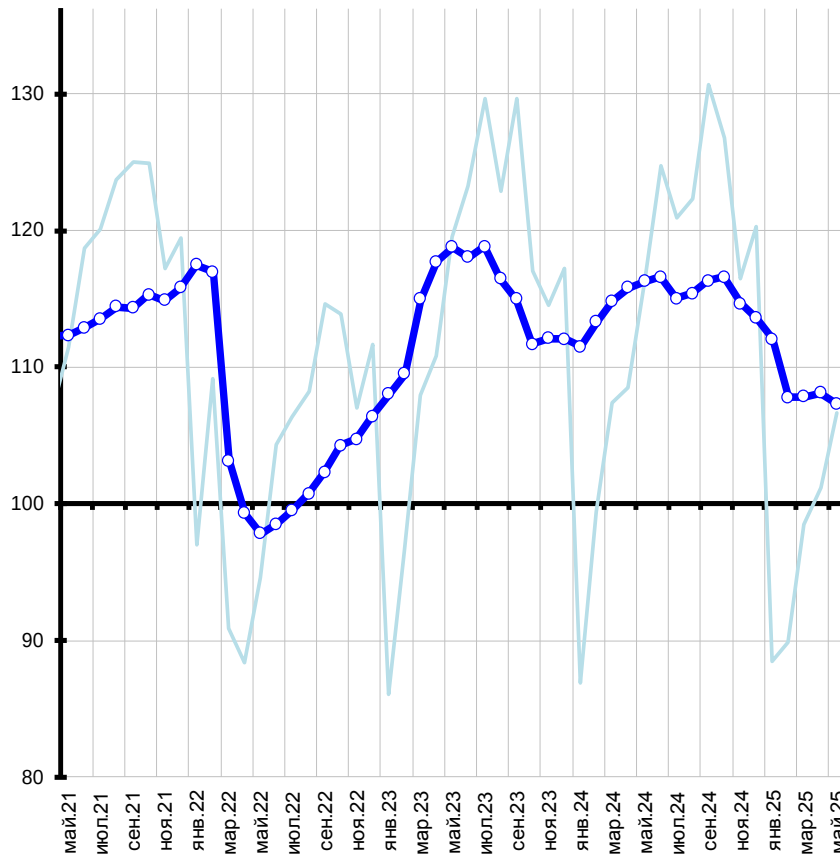
В I кв. *инвестиции в основной капитал*, формально, продолжили быстро расти (II и III кв.: по +0.3%, IV кв.: +1.5% к пред. кв., I кв.: +4.5%, сезонность устранена). Как и ранее, эти цифры, скорее всего, связаны с инвестициями в нематериальные активы, очень плохо подтверждаются данными о строительных работах и о производстве инвестиционных товаров.

В *строительстве* в мае, формально, производство лишь слегка снизилось, но на фоне крайней нестабильности динамики (январь: -0.1%, февраль: +2.4%, март: -3.9%, апрель: +2.0%, май: -1.8% сезонность устранена). В принципе, можно говорить лишь о слабой тенденции к спаду строительной активности, но, судя по данным о производстве стройматериалов и о запуске новых проектов, за этим может стоять гораздо более серьезная ситуация: концентрация ресурсов на завершаемых проектах в ущерб новым.

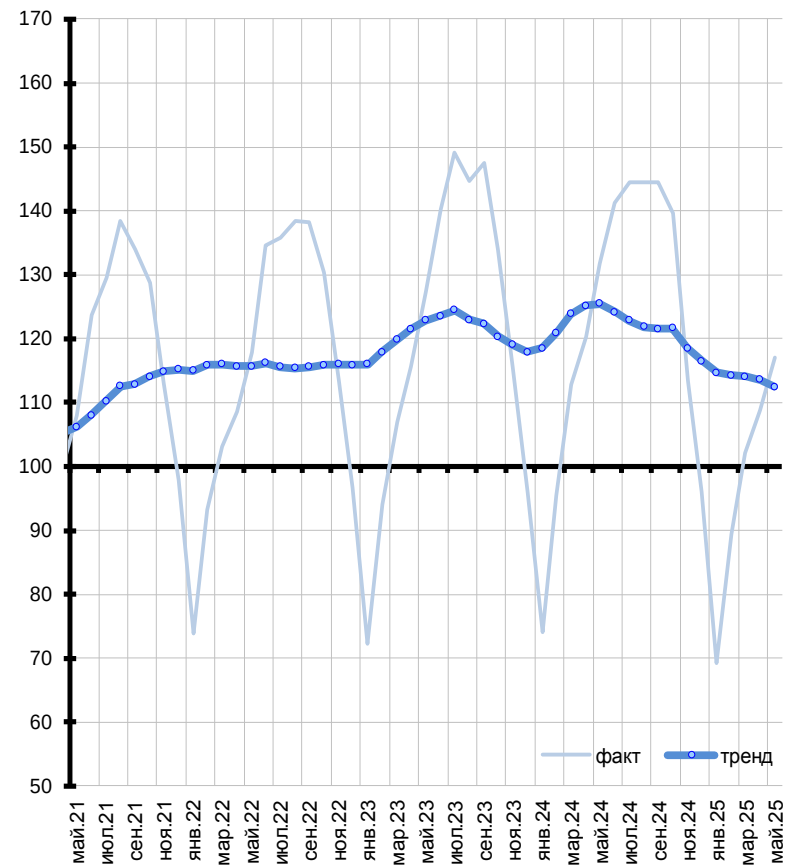
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценка текущей инвестиционной активности (среднемесячное значение 2019 г. = 100)

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



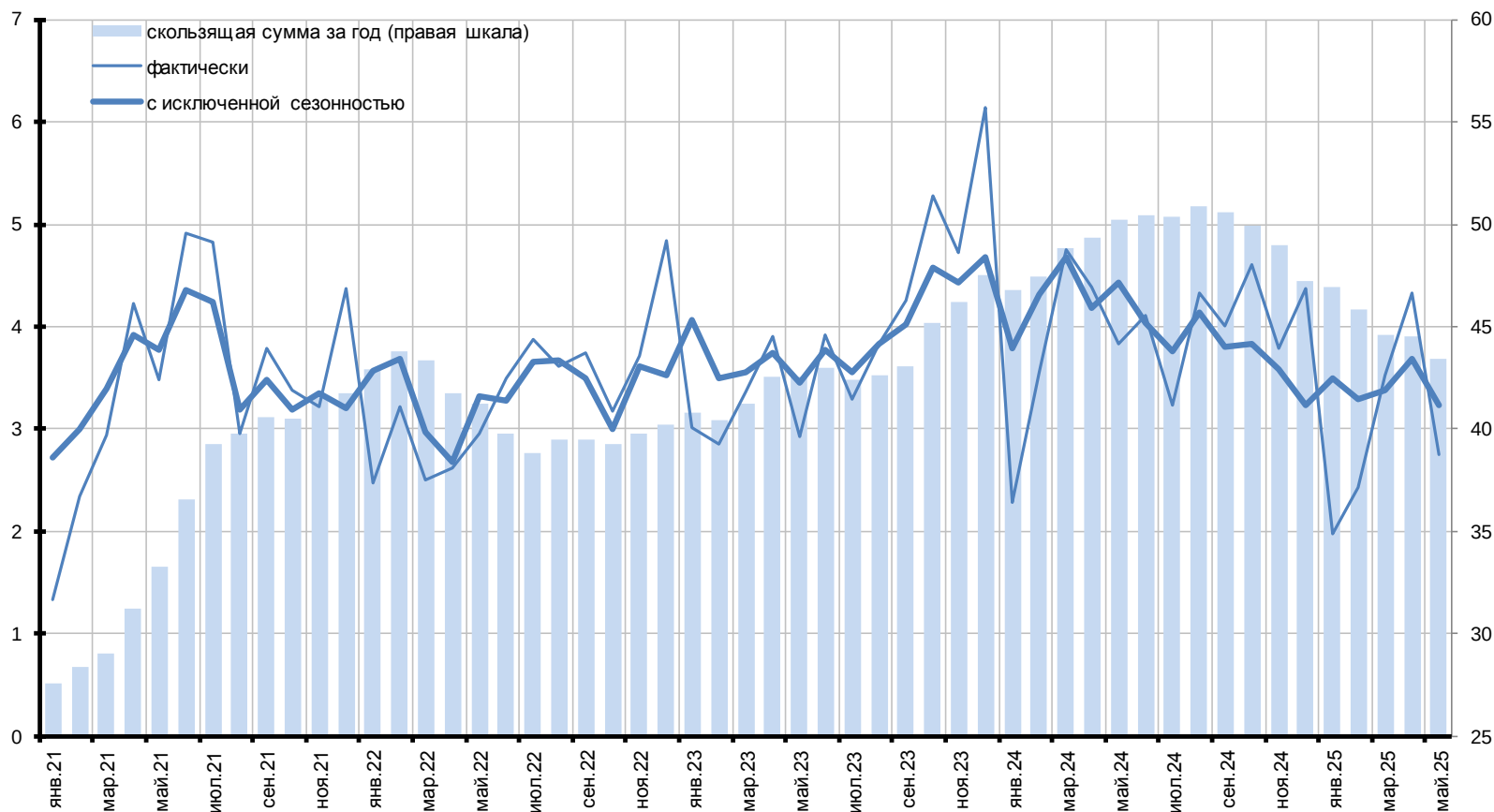
Предложение стройматериалов



Инвестиционная активность (аппроксимируемая предложением товаров инвестиционного назначения), после снижения в конце прошлого – начале текущего года, стагнирует вот уже три месяца. Причем, закрепление произошло на довольно низком уровне. Наблюдаемое предложение инвестиционных товаров в мае было на 6.7% ниже среднемесячного уровня 2024 г. (и на 3.9% - уровня 2021 г., сезонность устранена). При этом *предложение базовых стройматериалов* продолжает медленно уменьшаться. По *машинам и оборудованию* наблюдается очень слабое увеличение предложения, но оно пока лишь компенсирует предшествующее снижение.

Оценки уточнены по сравнению с предшествующей версией записки вследствие уточнения корзины товаров-представителей по базовым стройматериалам и методики устранения сезонности

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

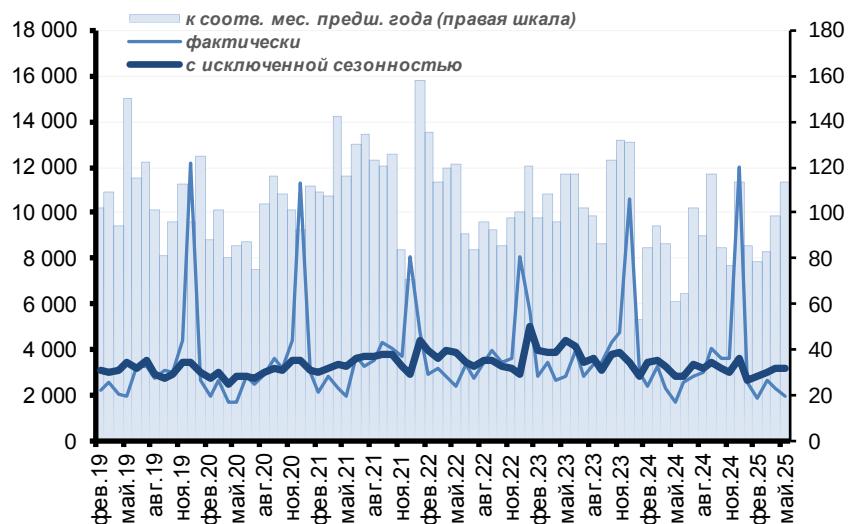


¹ Многоквартирные дома

Количество запускаемых строительных проектов по МКД в мае 2025 г. довольно быстро и устойчиво падает, судя по данным с исключением действия сезонного фактора. Это означает, что на конец 2025, 2026 и 2027 гг., фактически, уже заложен вычет из экономического роста в части жилищного строительства.

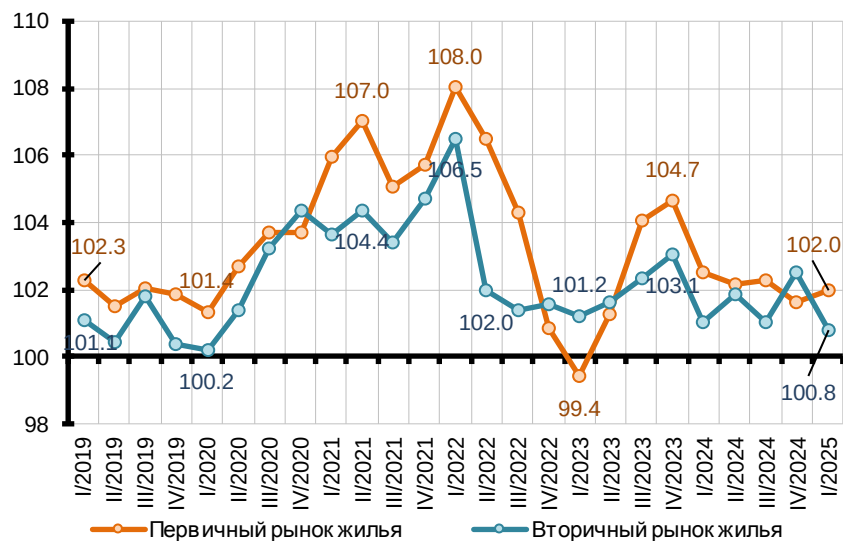
Рынок жилой недвижимости

Строительство многоквартирных домов



В мае 2025 г. введено на 13.6% *многоквартирных жилых домов* больше по сравнению с аналогичным месяцем прошлого года. За январь-май объем введенного многоквартирного жилья оказался ниже на 10.3% по отношению к соответствующему периоду прошлого года.

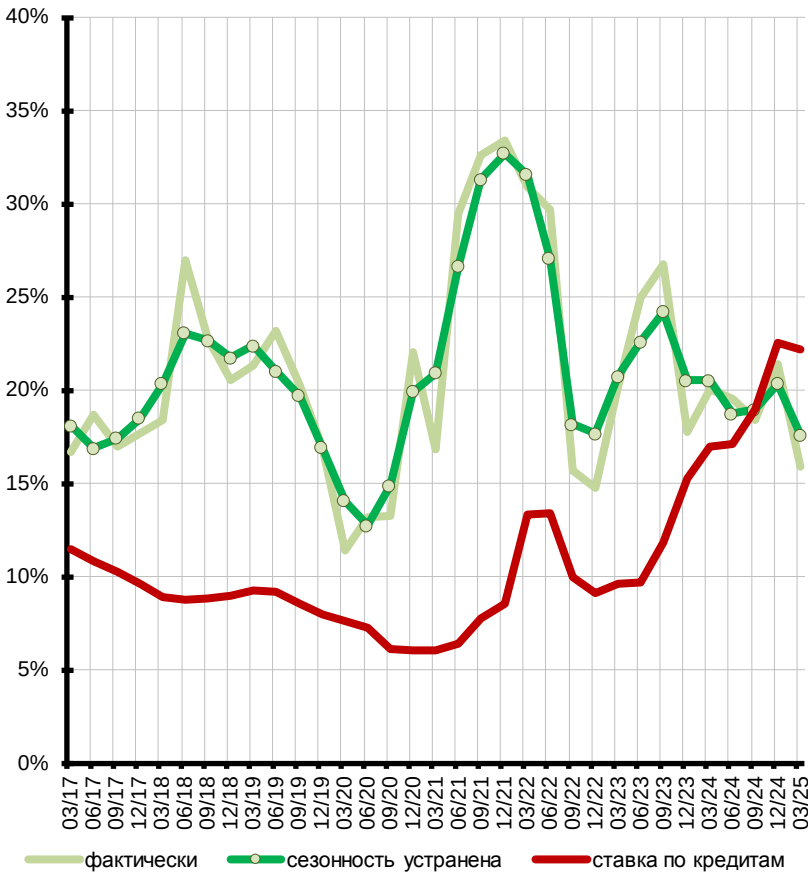
Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)



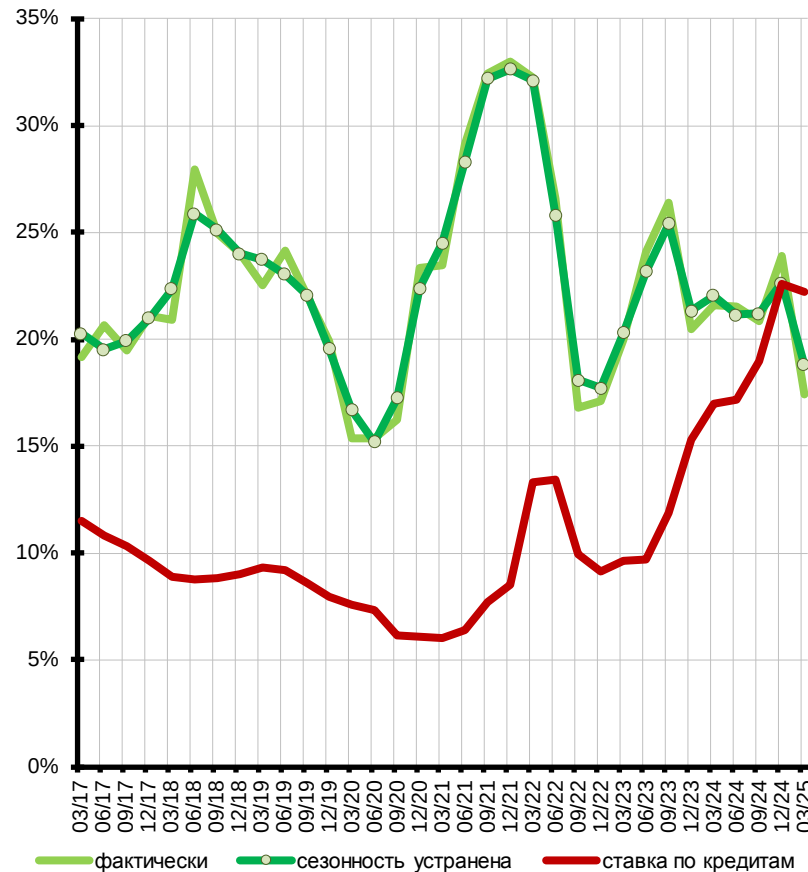
В I кв. 2025 г. цены на *первичном и вторичном рынке жилья* немного выросли (+2.0% и +0.8%, соответственно). На первичном рынке жилья количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) сократилось на 21.5% по сравнению с IV кв. 2024 г. По-видимому, наблюдается постепенное «охлаждение» рынка жилья за счет продолжительного действия высоких ставок по ипотеке и ужесточения ипотечного регулирования (с 1 января 2025 г. вступил в силу введенный Банком России ипотечный стандарт, который направлен на снижение количества высокорисковых сделок). В результате, количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ в I кв. 2025 г. сократилось на 25.7%, их объем — на 24.5% по сравнению с IV кв. 2024 г. На вторичном рынке жилья в I кв. 2025 г. количество и объем выданных ИЖК, ставки по которым остаются на запредельно высоком уровне, снизились на 51.1% и 47.8%, соответственно, по сравнению с IV кв. 2024 г.

Ставка по кредитам и рентабельность промышленности (Рентабельность капитала в промышленности и ставка по кредитам)³

Рентабельность оборотного капитала¹



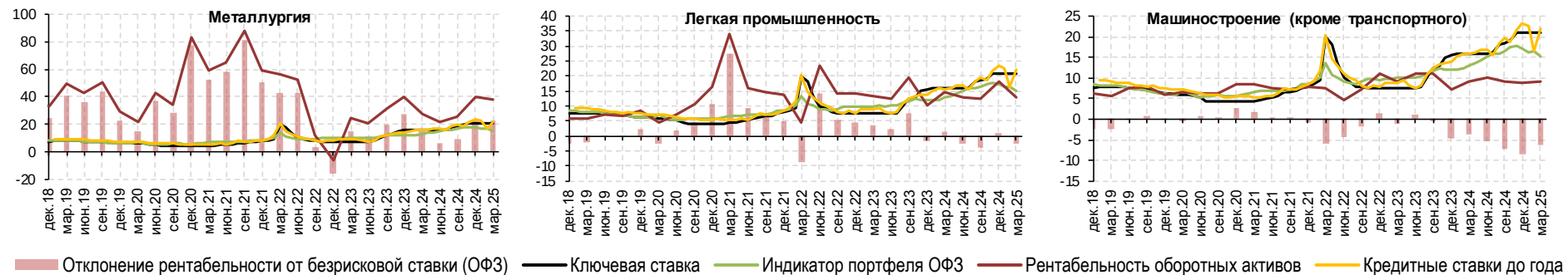
Чистая рентабельность собственного капитала²



Рентабельность в промышленности в I кв. несколько понизилась. При этом ставка по кредитам остается на устойчиво более высоком, чем рентабельность, уровне. Такая ситуация, очевидно, дестимулирует инвестиционную активность, что понижает перспективный потенциальный выпуск, ограничивает в среднесрочной перспективе расширение предложения и, таким образом, при прочих равных, способствует повышенному уровню инфляции в будущем.

¹ отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу
² отношение прибыли-убытка (за вычетом условно исчисленного налога на прибыль) и амортизации к собственному капиталу
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



	I.2022			II.2022			III.2022			IV.2022			I.2023			II.2023			III.2023			IV.2023			I.2024			II.2024			III.2024			IV.2024			I.2025		
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар
Рентабельность по группам отраслей																																							
Металлургия		56.0			52.1			12.0				-6.6	24.5		21.1			31.3				39.5			27.7		21.9			25.2			39.7			37.6			
Пищевая промышленность		15.9			21.4			21.0				23.1	23.3		23.4			22.8				20.8			20.4		18.9			18.5			17.9			16.1			
Нефтегазовый сектор		45.4			15.7			20.7				37.9	31.3		49.0			41.3				26.8			35.1		35.2			34.2			32.3			18.5			
Легкая промышленность		4.7			23.4			14.3				14.0	13.5		12.4			19.4				10.4			14.5		12.8			12.4			18.2			12.9			
Деревообработка		39.7			23.4			-4.3				-9.9	-2.4		-10.3			5.3				5.5			6.1		2.2			2.0			9.4			10.2			
Пр-во изделий из бумаги		43.5			36.9			30.4				26.8	23.9		22.9			28.0				25.2			27.9		24.8			22.9			23.4			20.3			
Химический комплекс		60.2			57.2			35.7				24.2	26.3		12.8			33.9				34.1			28.1		25.0			18.9			23.9			37.7			
Производство стройматериалов		25.3			22.5			18.3				20.9	18.9		23.3			23.9				19.1			23.2		20.4			20.8			17.6			17.0			
Машиностроение (кроме транспортного)		7.5			4.6			7.3				11.0	9.0		11.2			11.0				7.3			9.2		10.1			9.1			8.8			9.1			
Транспортное машиностроение		2.3			-1.4			-2.2				-4.9	-0.7		2.0			2.5				-1.9			1.2		2.5			3.6			6.5			2.1			
Спред рентабельность-ОФЗ																																							
Металлургия	46.8	45.8	42.4	41.2	42.0	43.1	3.2	3.4	3.0	-16.3	-16.2	-16.2	14.9	14.6	14.5	11.0	11.1	10.9	20.8	20.4	19.6	27.2	27.6	27.5	15.7	15.5	14.7	8.4	7.8	6.6	9.3	9.3	8.7	22.3	21.9	22.4	21.2	21.1	22.3
Пищевая промышленность	6.8	5.7	2.4	10.5	11.3	12.4	12.2	12.4	12.0	13.4	13.5	13.5	13.6	13.4	13.3	13.3	13.4	13.3	12.3	11.9	11.2	8.5	8.9	8.8	8.4	8.1	7.4	5.4	4.8	3.6	2.6	2.6	2.0	0.4	0.0	0.5	-0.2	-0.4	0.9
Нефтегазовый сектор	36.3	35.2	31.9	4.8	5.5	6.6	11.9	12.1	11.7	28.1	28.2	28.2	21.6	21.4	21.3	38.9	39.0	38.9	30.8	30.3	29.6	14.5	14.9	14.8	23.1	22.9	22.1	21.7	21.1	20.0	18.3	18.2	17.7	14.8	14.4	14.9	2.1	1.9	3.2
Легкая промышленность	-4.4	-5.5	-8.8	12.5	13.3	14.4	5.5	5.7	5.3	4.3	4.4	4.4	3.8	3.6	3.5	2.3	2.4	2.3	8.9	8.5	7.7	-1.9	-1.5	-1.6	2.5	2.3	1.5	-0.7	-1.3	-2.5	-3.5	-3.5	-4.1	0.8	0.4	0.9	-3.5	-3.6	-2.4
Деревообработка	30.5	29.5	26.1	12.5	13.3	14.4	-13.1	-12.9	-13.3	-19.6	-19.5	-19.5	-12.1	-12.3	-12.4	-20.4	-20.3	-20.4	-5.2	-5.6	-6.4	-6.8	-6.5	-6.5	-5.9	-6.2	-6.9	-11.4	-12.0	-13.1	-13.9	-13.9	-14.5	-8.0	-8.4	-7.9	-6.1	-6.3	-5.0
Пр-во изделий из бумаги	34.4	33.3	29.9	26.0	26.7	27.8	21.6	21.8	21.4	17.1	17.1	17.2	14.3	14.0	13.9	12.8	12.9	12.8	17.6	17.1	16.4	12.9	13.3	13.2	15.9	15.7	14.9	11.3	10.6	9.5	6.2	6.2	5.7	6.0	5.5	6.1	4.0	3.8	5.1
Химический комплекс	51.1	50.0	46.7	46.3	47.1	48.2	26.9	27.1	26.7	14.5	14.6	14.6	16.6	16.3	16.3	2.7	2.8	2.7	23.4	23.0	22.2	21.8	22.2	22.1	16.1	15.9	15.1	11.4	10.8	9.7	3.0	3.0	2.4	6.4	6.0	6.5	21.3	21.2	22.4
Производство стройматериалов	16.2	15.1	11.8	11.6	12.4	13.5	9.5	9.7	9.3	11.2	11.2	11.3	9.3	9.0	8.9	13.2	13.3	13.2	13.5	13.0	12.3	6.7	7.1	7.0	11.2	11.0	10.2	6.8	6.2	5.1	4.9	4.9	4.3	2.1	1.7	2.2	0.7	0.5	1.8
Машиностроение (кроме транспортного)	-1.6	-2.7	-6.0	-6.3	-5.5	-4.4	-1.5	-1.3	-1.7	1.3	1.4	1.4	-0.6	-0.9	-1.0	1.1	1.2	1.1	0.6	0.1	-0.6	-5.0	-4.7	-4.7	-2.9	-3.1	-3.9	-3.4	-4.1	-5.2	-6.8	-6.8	-7.4	-8.6	-9.0	-8.5	-7.3	-7.4	-6.2
Транспортное машиностроение	-6.9	-8.0	-11.3	-12.3	-11.5	-10.4	-11.0	-10.9	-11.3	-14.6	-14.6	-14.6	-10.3	-10.6	-10.7	-8.1	-8.0	-8.2	-8.0	-8.4	-9.2	-14.2	-13.8	-13.9	-10.8	-11.0	-11.8	-11.0	-11.6	-12.8	-12.3	-12.3	-12.9	-11.0	-11.4	-10.9	-14.2	-14.4	-13.1
Ключевая ставка																																							
Ставка ОФЗ	8.5	9.4	20.0	18.0	13.5	10.0	9.2	8.0	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.8	10.4	12.4	13.1	15.0	15.5	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	15.0	15.0	
Кредитные ставки до 1 года "Добыча полезных ископаемых"	9.1	10.2	13.5	10.9	10.1	9.0	8.8	8.6	9.0	9.7	9.6	9.6	9.6	9.9	10.0	10.1	10.0	10.1	10.5	10.9	11.7	12.3	11.9	12.0	12.0	12.2	13.0	13.5	14.1	15.3	15.9	15.9	16.5	17.4	17.9	17.3	16.4	16.5	15.3
Кредитные ставки до 1 года "Обрабатывающие производства"	10.0	12.1	18.3	14.7	11.2	11.6	12.0	10.6	10.3	10.2	10.3	10.6	10.1	10.2	10.3	11.1	10.7	10.7	10.8	13.1	14.6	16.7	17.0	18.0	17.3	17.9	18.0	18.0	18.1	18.1	19.8	20.0	21.0	23.9	21.8	24.8	25.1	24.8	24.1
Кредитные ставки до 1 года "Обрабатывающие производства"	9.2	11.7	20.3	14.7	13.1	11.0	10.3	9.5	8.1	7.4	8.3	7.7	8.9	8.9	8.8	9.5	8.2	7.6	8.1	10.9	12.4	13.2	13.7	13.9	15.3	16.1	15.8	16.1	16.9	16.9	15.7	18.4	19.7	18.9	21.7	23.3	22.6	16.6	22.1

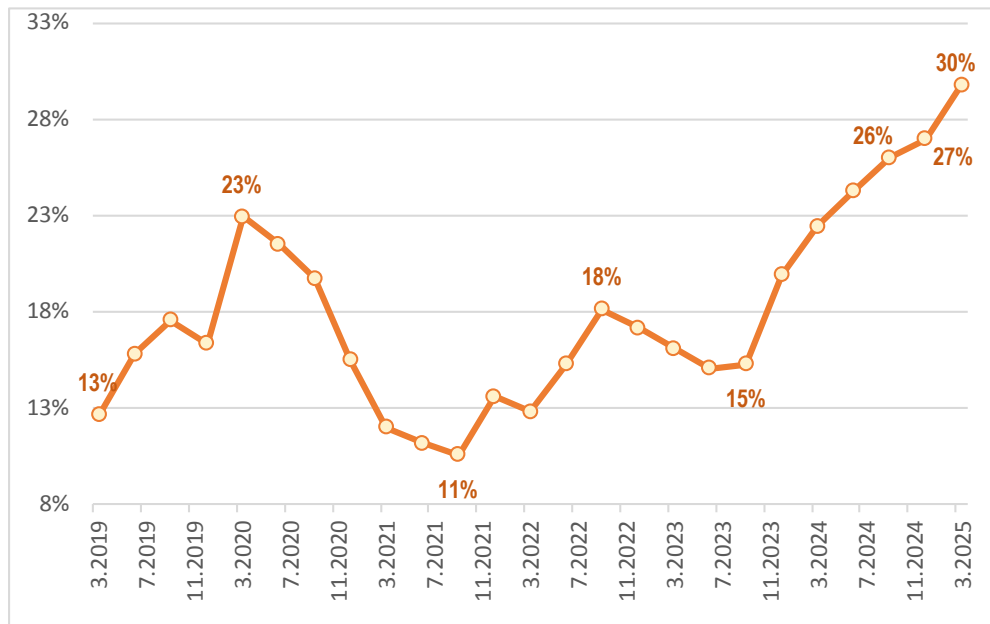
Рентабельность, по состоянию на I кв. 2025 г., чуть снизилась, однако остаётся на весьма высоком уровне. Перечень отраслей, где рентабельность ниже доходности «безрискового» финансового инвестирования в ОФЗ, не изменился. Хуже всего, с точки зрения возможности инвестирования, ситуация в транспортном машиностроении (-13%; инвестирование возможно, пожалуй, лишь с господдержкой), заметно лучше, но тоже плохая ситуация – в других машиностроительных производствах (-6.2%), деревообработке (-5.0%), легкой промышленности (-2.4%). Благоприятная ситуация только в металлургии и химическом комплексе (спред «рентабельность – доходность ОФЗ»: +22%, что, вероятно, связано с внешнеэкономической конъюнктурой).

¹Кредитные ставки для нефтегазового сектора – ставки для «добычи полезных ископаемых» (B). Для прочих групп отраслей – ставки «обрабатывающих производств» (C).

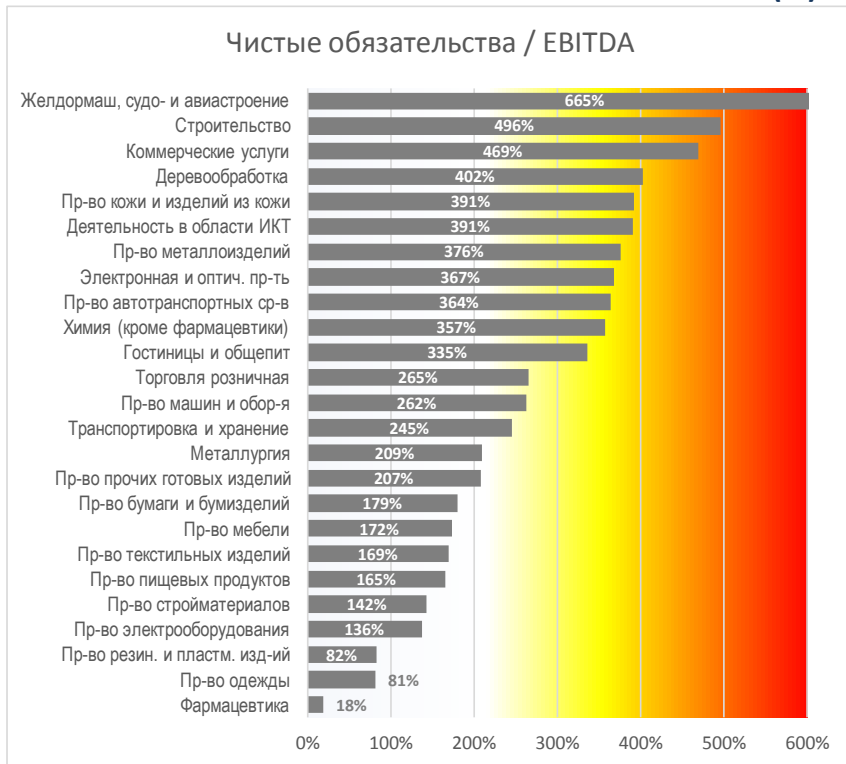
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере выхода данных по рентабельности за II кв. 2025 г.

Долговое давление на компании

Соотношение процентных платежей к показателю «прибыль до выплаты налогов и процентов минус убыток» (%)^{1, 3}



Обязательства компаний по отношению к EBITDA (%)³



Нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний быстро увеличивается и по состоянию на март 2025 г. вышла на локальный исторический максимум (за последние 8 лет²).

На данный момент, благодаря в целом высокой рентабельности бизнеса, проблема *долговой нагрузки на прибыль* имеет структурный характер и очень остро стоит для части отраслей – транспортного машиностроения (чистый долг в 6.7 раза превышает EBITDA!), в несколько меньшей степени – для строительства (5.0 раза), коммерческих услуг (4.7 раза), деревообработки, сектора ИКТ (4 раза).

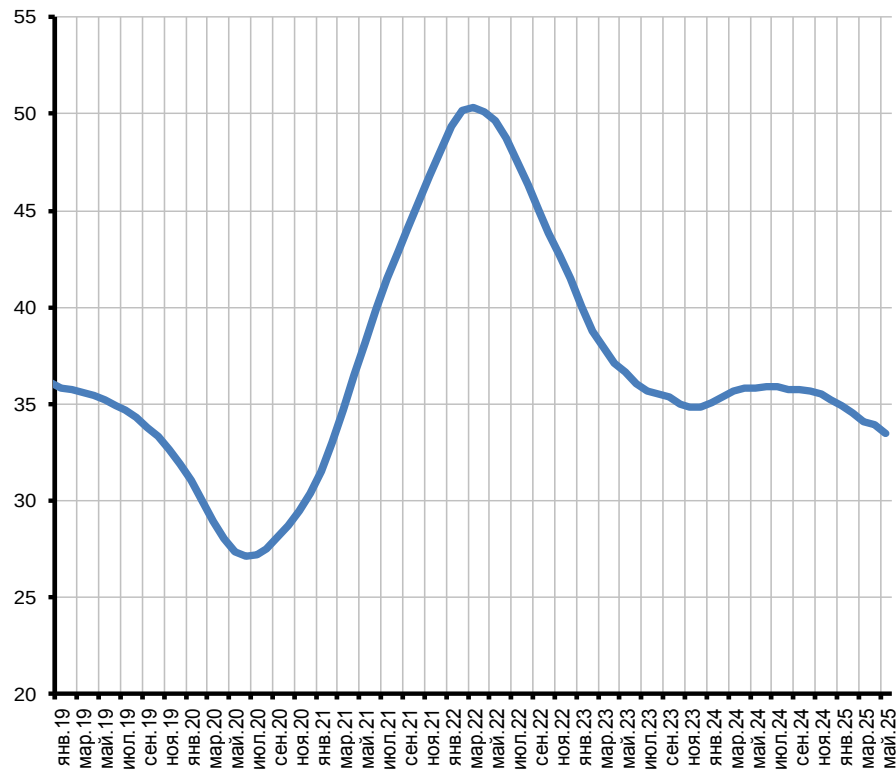
¹ EBITDA – прибыль (включая амортизацию) компаний до выплаты налогов и процентов по кредитам.

² Более высокие значения наблюдались во второй половине 2015 гг.

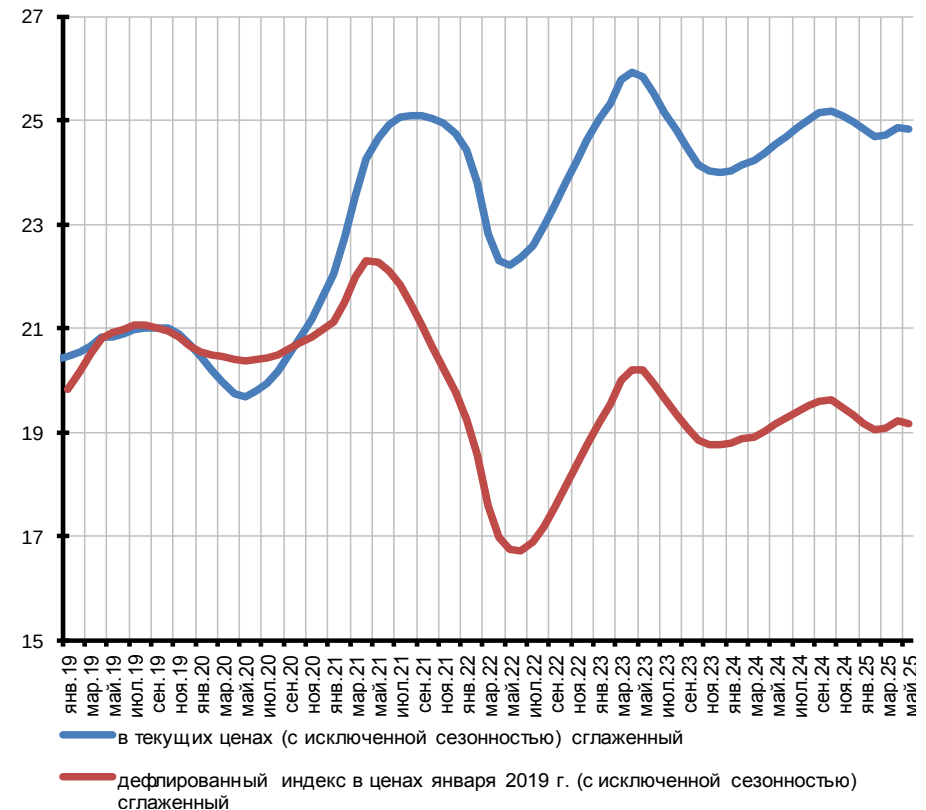
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Спрос: внешняя торговля в текущих ценах (сезонность исключена, сглажено)

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров² (млрд. долл.)



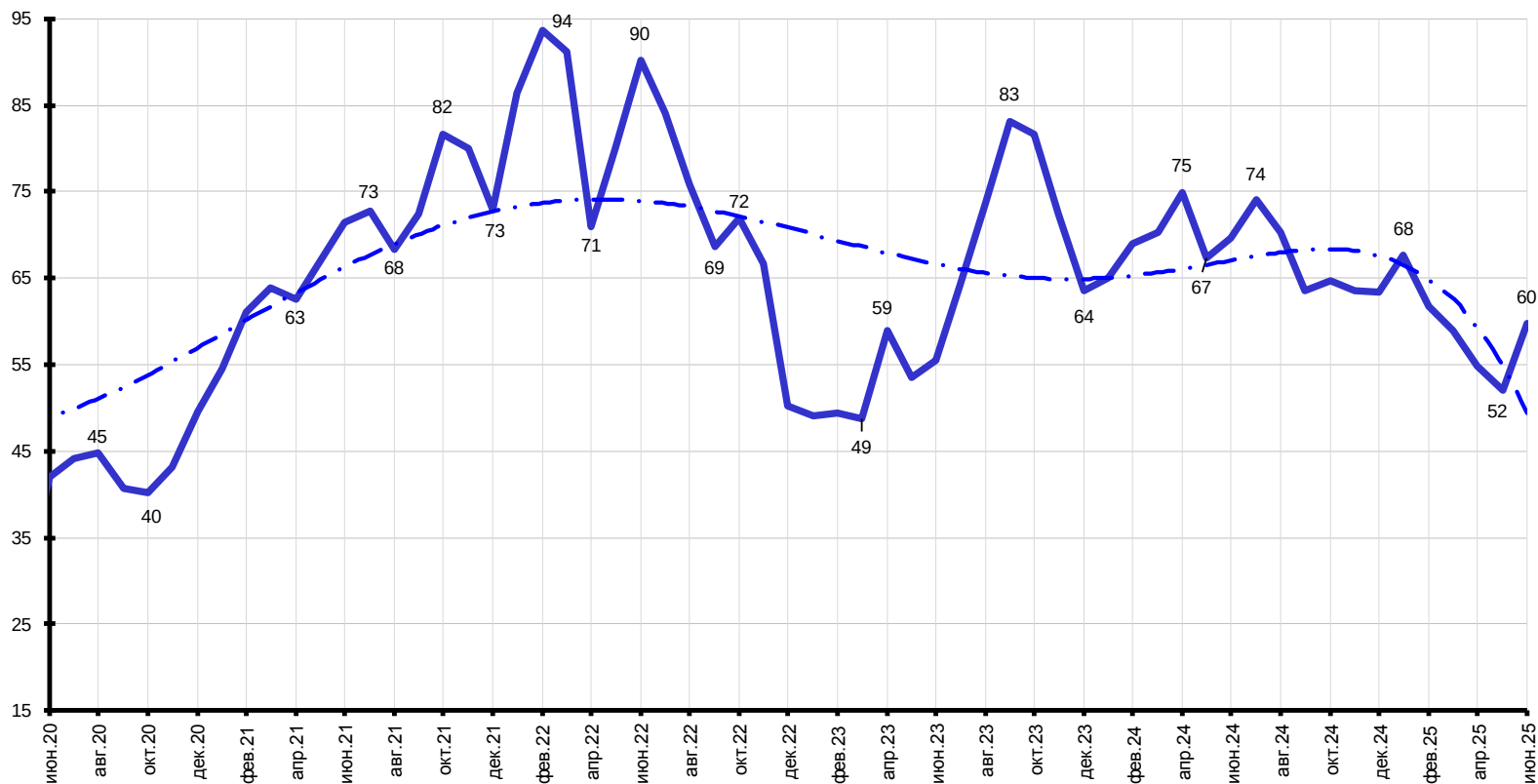
Экспорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) в мае довольно сильно упал, в том числе, из-за усиливающегося снижения мировых цен на нефть.

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) в мае стабилизировался, так что, пожалуй, можно говорить о новой среднесрочной тенденции к медленному снижению, что вполне естественно на фоне существенно затормозивших рынков.

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)

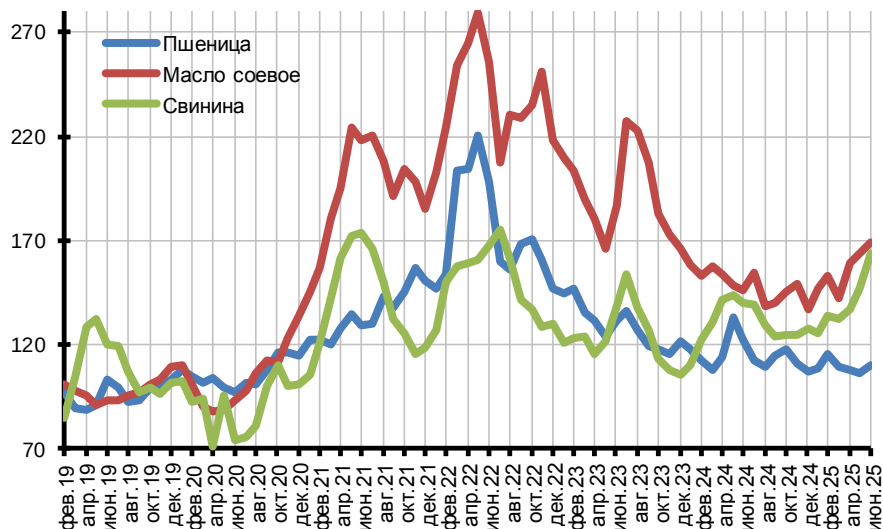
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в июне 2025 г. составила 59.8 долл./барр. после 52.1 долл./барр. в мае. В первые две декады июня цены на нефть преимущественно росли. В начале месяца этому способствовали возобновившиеся торговые переговоры между США и Китаем, а также сохранение объединением ОПЕК+ прироста добычи нефти на уровне 411 тыс. барр. в сутки (ожидалось, что прирост увеличат). Сильный скачок пришелся на 13 июня, когда Израиль атаковал Иран. Это вызвало рост опасений по поводу нехватки предложения нефти в случае дальнейшей эскалации конфликта на Ближнем Востоке. Цены на нефть достигли пика 19 июня. Затем они начали падать, так как президент США Д.Трамп отложил решение об ударе по Ирану на две недели. Последовавшая за этим американская атака ядерных иранских объектов вызвала лишь краткосрочный подъем цен на нефть. Вероятность ядерной войны существенно снизилась, а Израилю и Ирану удалось достичь временного перемирия.

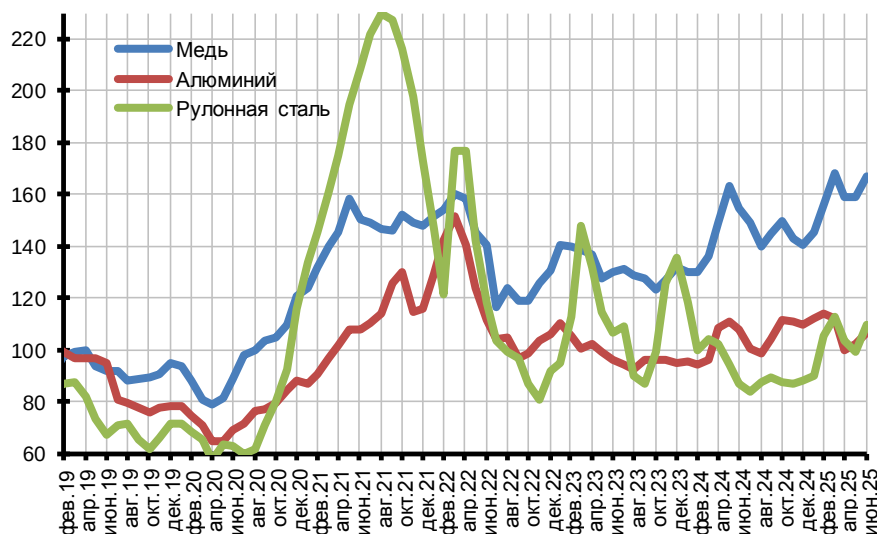
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



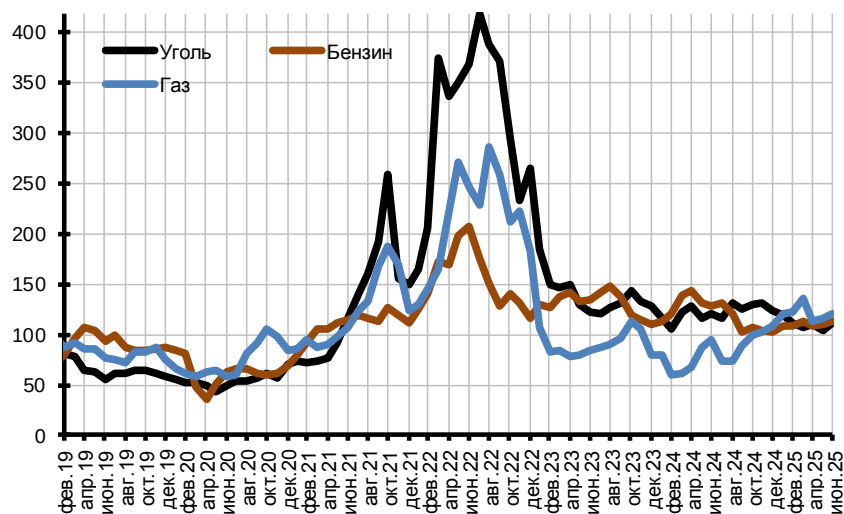
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
Свинина – фьючерс на свинину, CME

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)

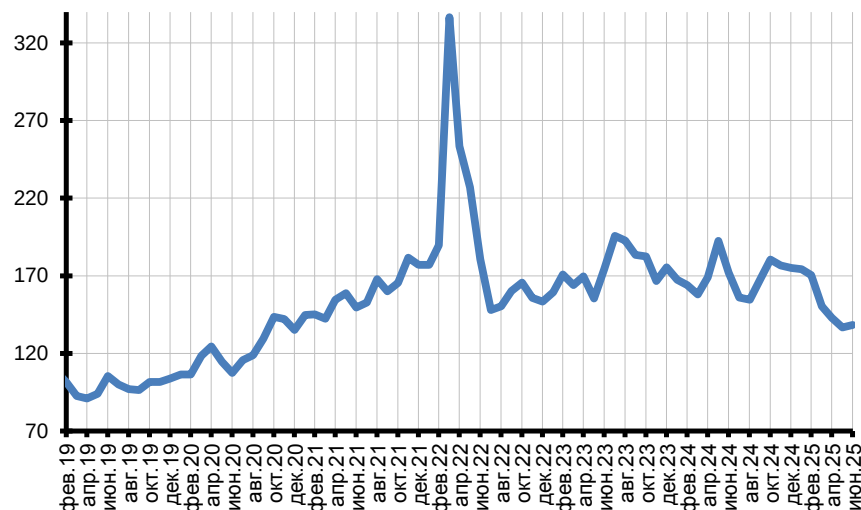
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на июнь, как и отмечалось, растут: на свинину и сою уверенно и интенсивно, на пшеницу – скорее, стабилизировались после падения.

На рынках основных видов металлов динамика цен, в целом, слегка ускорилась: цены на медь растут (хотя и неустойчиво), на сталь – «скорее растут», на алюминий – были и остаются стабильными.

Цены на топливо, в целом, были и остаются довольно стабильны.

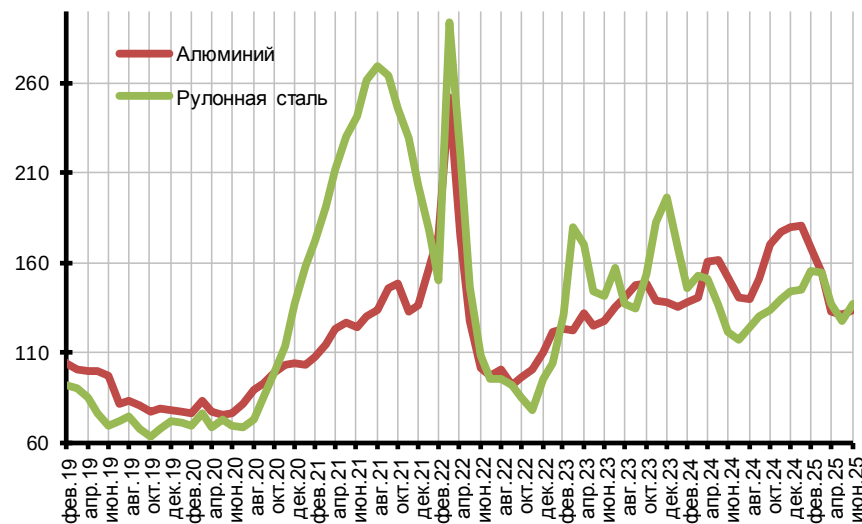
Входящий денежный поток экспортеров: динамика мировых цен на отдельные товары российского экспорта, руб. (цены пересчитаны по текущему валютному курсу, средний уровень 2018 г. =100)

Цены на пшеницу*



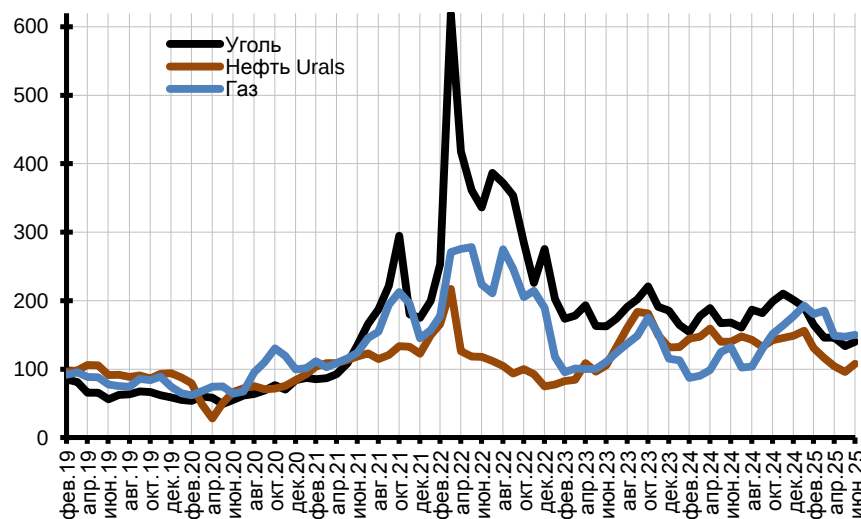
* Пшеница – US Wheat Futures, CME

Цены на металлы*



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

Цены на топливо*

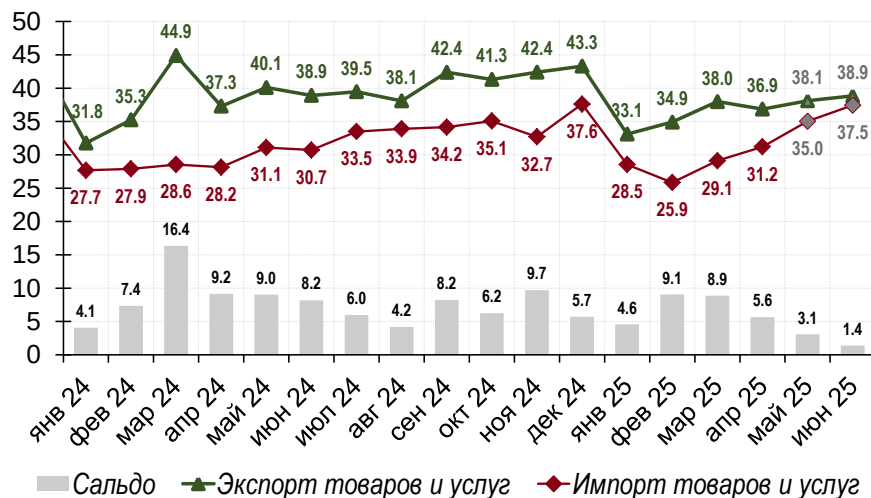


* Уголь – Rotterdam Coal Futures, ICE
Фьючерс на природный газ (производные данные)

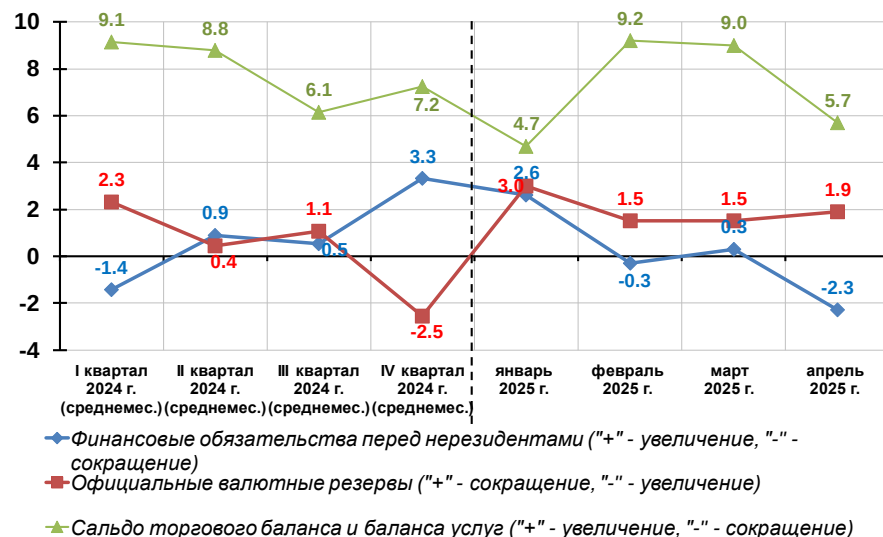
Сочетание, по состоянию на июнь, «крепкого рубля» и падения (либо стабилизации) мировых цен на большинство видов экспортируемого сырья ведут к сжатию *входящего денежного потока экспортеров* – причём, практически фронтальным образом. С учетом роста затрат (зарплата, налоги, процентные платежи) эта ситуация ведёт к заметному сжатию располагаемой прибыли компаний-экспортеров.

Факторы платежного баланса, формирующие валютный курс

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



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



Превышение объема предложения иностранной валюты над спросом на нее способствовало значительному укреплению рубля в первом полугодии 2025 г. в целом и его сохранению на «переукрепленном» уровне в июне. Низкому спросу на иностранную валюту на внутреннем российском валютном рынке способствовали такие факторы как:

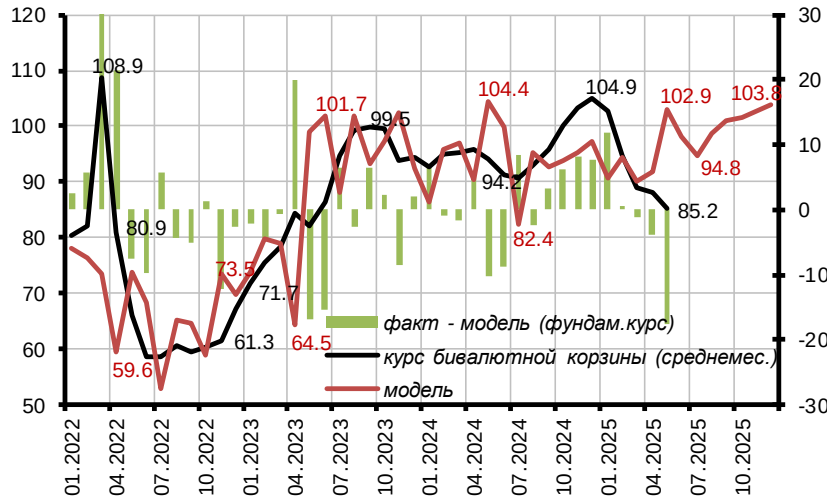
- 1) сжатие импорта товаров и услуг, связанное, в основном, с сезонным фактором (снижение среднемесячного уровня в январе-апреле 2025 г. на 6.5 млрд. долл., или 18% по сравнению со среднемесячным уровнем IV кв. 2024 г. при отсутствии существенных изменений по отношению к январю-апрелю 2024 г.);
- 2) продажи Банком России иностранной валюты в интересах Минфина, которые в значительной мере осуществлялись в рамках расходования средств ФНБ в целях финансирования дефицита бюджета вне бюджетного правила за 2024 г. и осуществленных во втором полугодии 2024 г. инвестиций из ФНБ в разрешенные активы.

При этом, произошедшее сокращение объема экспортных поступлений еще не успело сказаться на предложении иностранной валюты из-за существенных временных лагов, связанных с поступлением экспортной выручки.

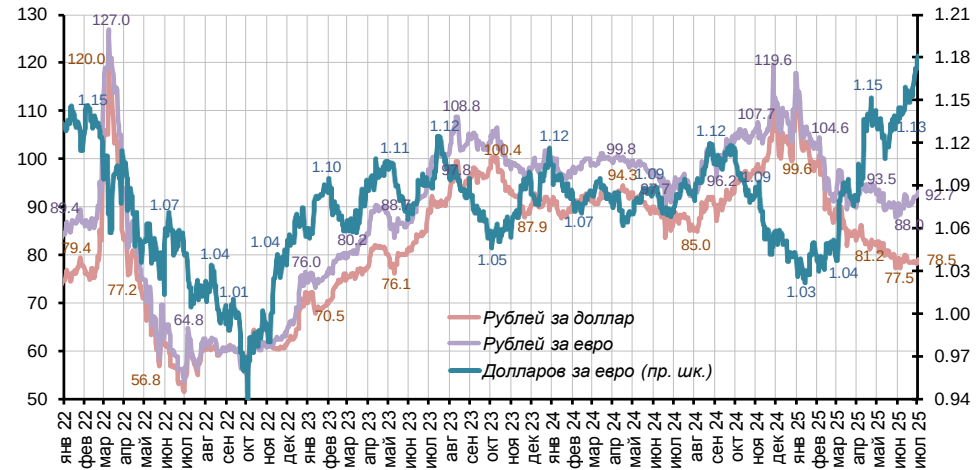
¹ В мае-июне 2025 г. по экспорту и импорту приведены оценки ЦМАКП.

Валютный курс

Фундаментальный¹ и фактический курс рубля к бивалютной корзине



Динамика валютных курсов рубля и доллара: подневные данные

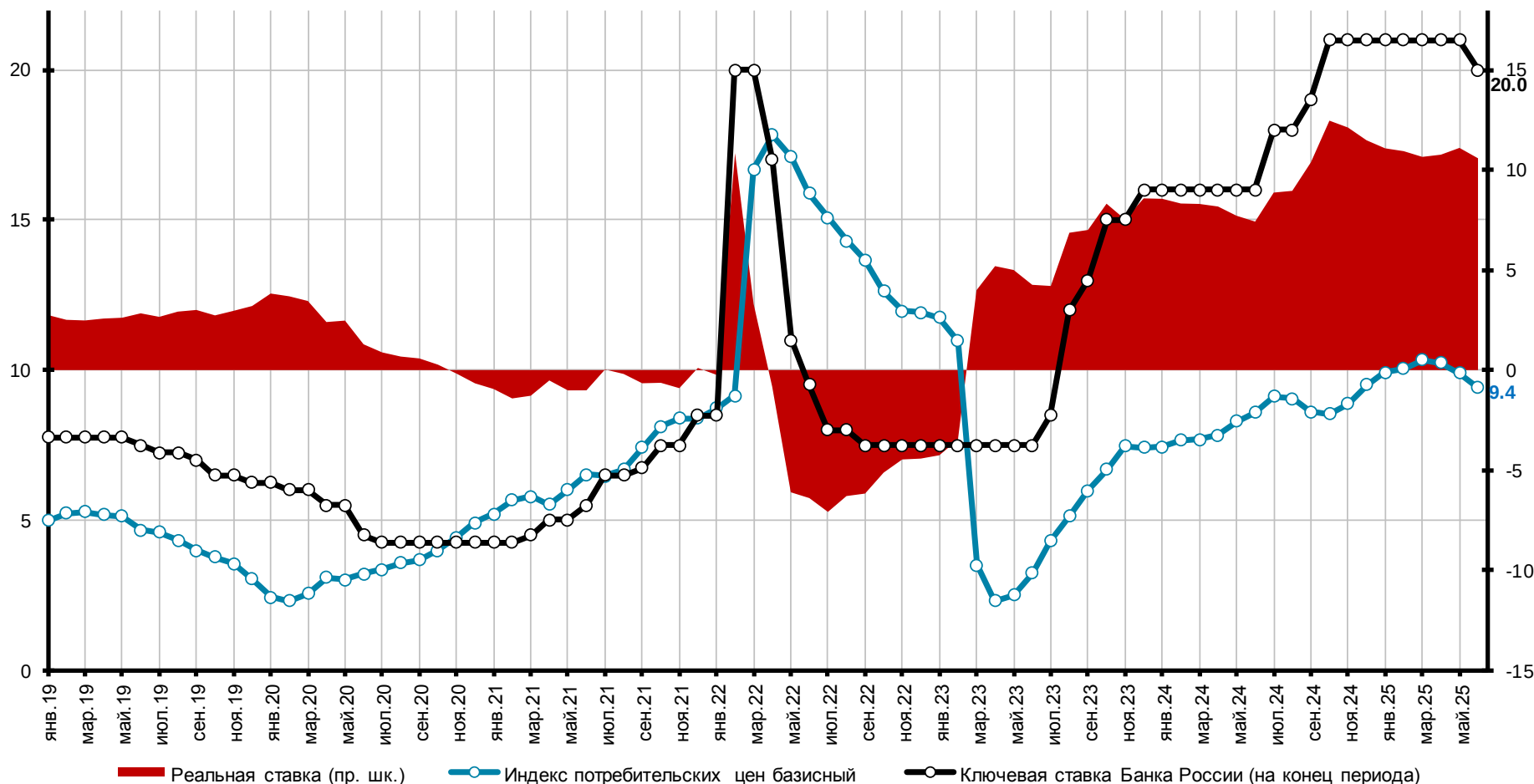


На протяжении июня курс *бивалютной корзины* (доллар США, евро) к рублю оставался достаточно стабильным и на 01.07.2025 составил 84.9 руб., увеличившись лишь на 0.6% за месяц. За рассматриваемый период рубль укрепился по отношению к доллару США на 0.9%, а к евро, напротив, ослаб на 2.2%. При этом снижение курса рубля к доллару, по большей части, было связано с ослаблением доллара относительно ключевых мировых валют (индекс DXY потерял 1.9 проц. п. за июнь).

Несмотря на небольшое ослабление рубля по отношению к евро, стоит отметить, что фактически российская валюта оставалась *«переоцененной»* по сравнению с теоретическим уровнем ее стоимости, обоснованным фундаментальными факторами (снижение цены на нефть, уменьшение сальдо торгового счета платежного баланса, сокращение поступлений от продажи валютной выручки экспортерами). Поскольку текущий курс рубля выглядит *«переукрепленным»*, то весьма вероятна его коррекция во втором полугодии в направлении фундаментально обусловленных уровней.

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

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



После повышения Советом директоров Банка России на заседании 25 октября 2024 г. ключевой ставки до 21% годовых, уровень *реальной процентной ставки* (за вычетом потребительской инфляции) в России поднимался до максимального значения в 12.5% годовых, а по итогам июня составляет 10.6%. Совет директоров Банка России 6 июня 2025 г. принял решение снизить ключевую ставку до уровня 20% годовых на фоне продолжающегося снижения текущего инфляционного давления. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 25 июля 2025 г.

¹ Реальная ставка - разница между ключевой и инфляцией

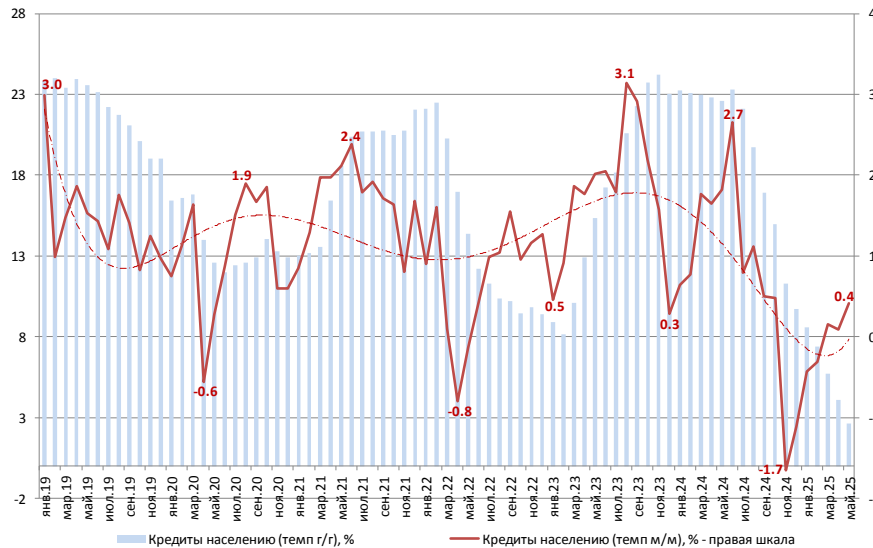
Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Россия	20	9.4	10.6
Бразилия	15	5.35	9.65
Индия	5.5	2.1	3.4
Китай	3	0.1	2.9
США	4.5	2.7	1.8
Австралия	3.85	2.1	1.75
Канада	2.75	1.9	0.85
Великобритания	4.25	3.6	0.65
ЕС	2.15	2	0.15
Швейцария	0	0.1	-0.1
Япония	0.5	3.5	-3

В июне *уровень реальных процентных ставок* вырос в крупных развивающихся экономиках (России, Индии) вследствие замедления темпов инфляции, тогда как аналогичный показатель в странах коллективного Запада (за исключением Австралии и Японии) уменьшился из-за ускорения темпов роста потребительских цен. Даже после снижения Банком России ключевой ставки на июньском заседании, *уровень реальной процентной ставки в России* превышает аналогичный показатель в Бразилии приблизительно на 1 проц. п., при этом кратно превосходя показатели других стран БРИКС.

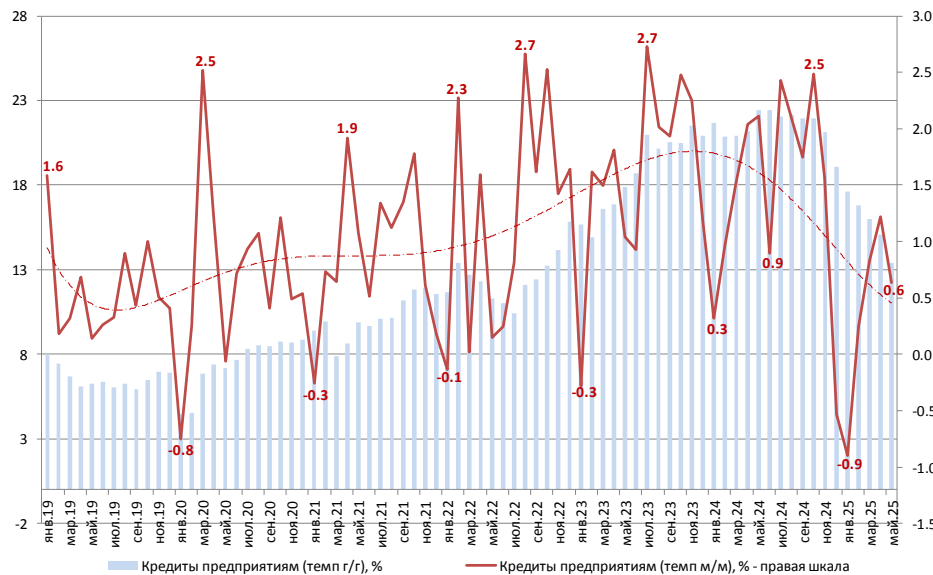
Кредитование населения

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

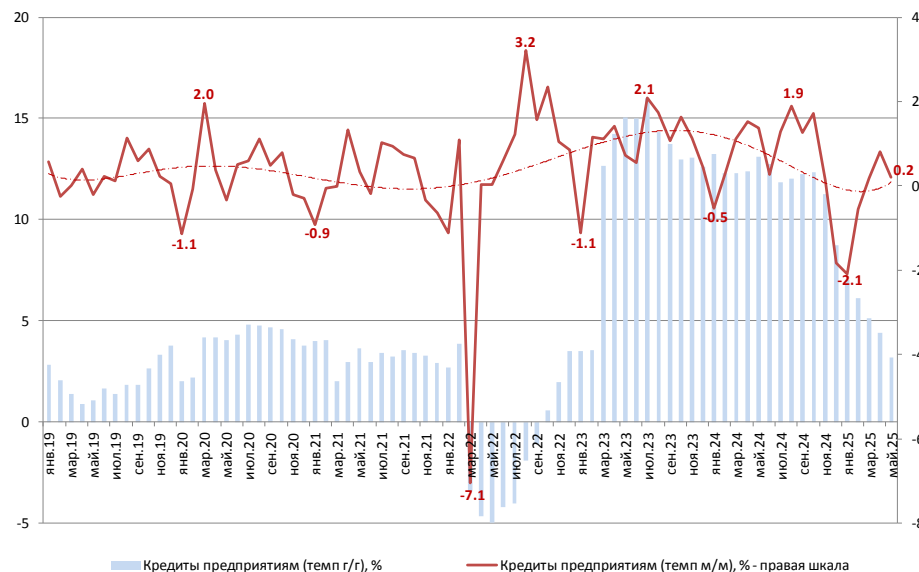


Кредитование предприятий

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

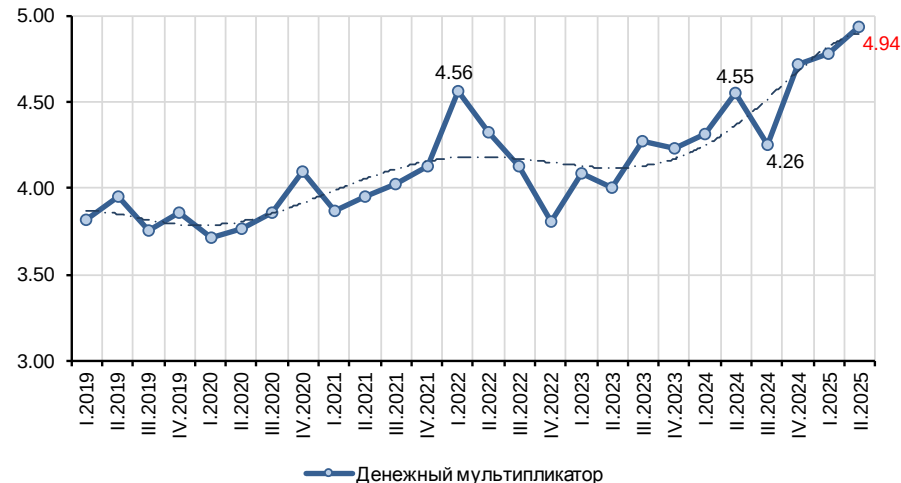
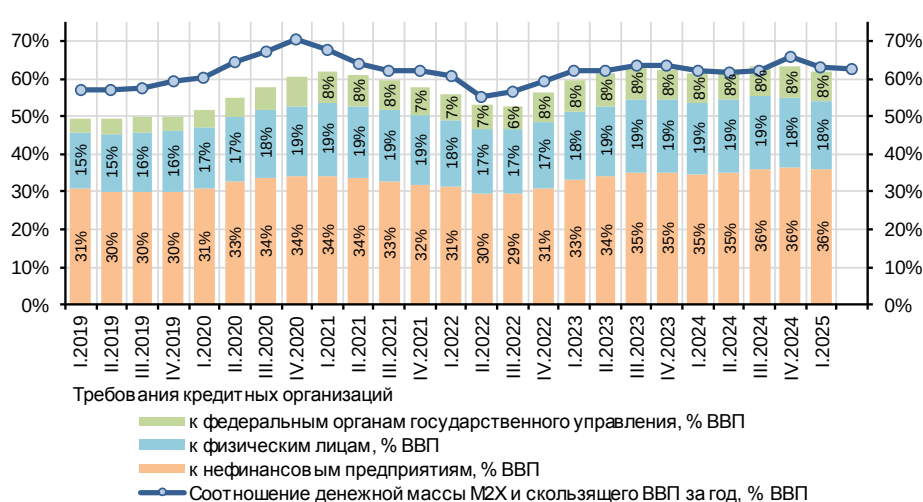


Динамика портфеля кредитов предприятиям (темпы прироста в реальном выражении, %)



Активность в сегменте *корпоративного кредитования* продолжает замедляться. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в мае составил 15.6%, что на 1.9 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Это по-прежнему объясняется эффектом высокой базы прошлого года – в мае корпоративный кредитный портфель увеличился на 0.3 трлн. руб. (+0.6% с элиминированием влияния валютной переоценки). Более половины прироста пришлось на валютные кредиты, которые выдавались компаниям-экспортерам.

Монетизация и денежный мультипликатор¹

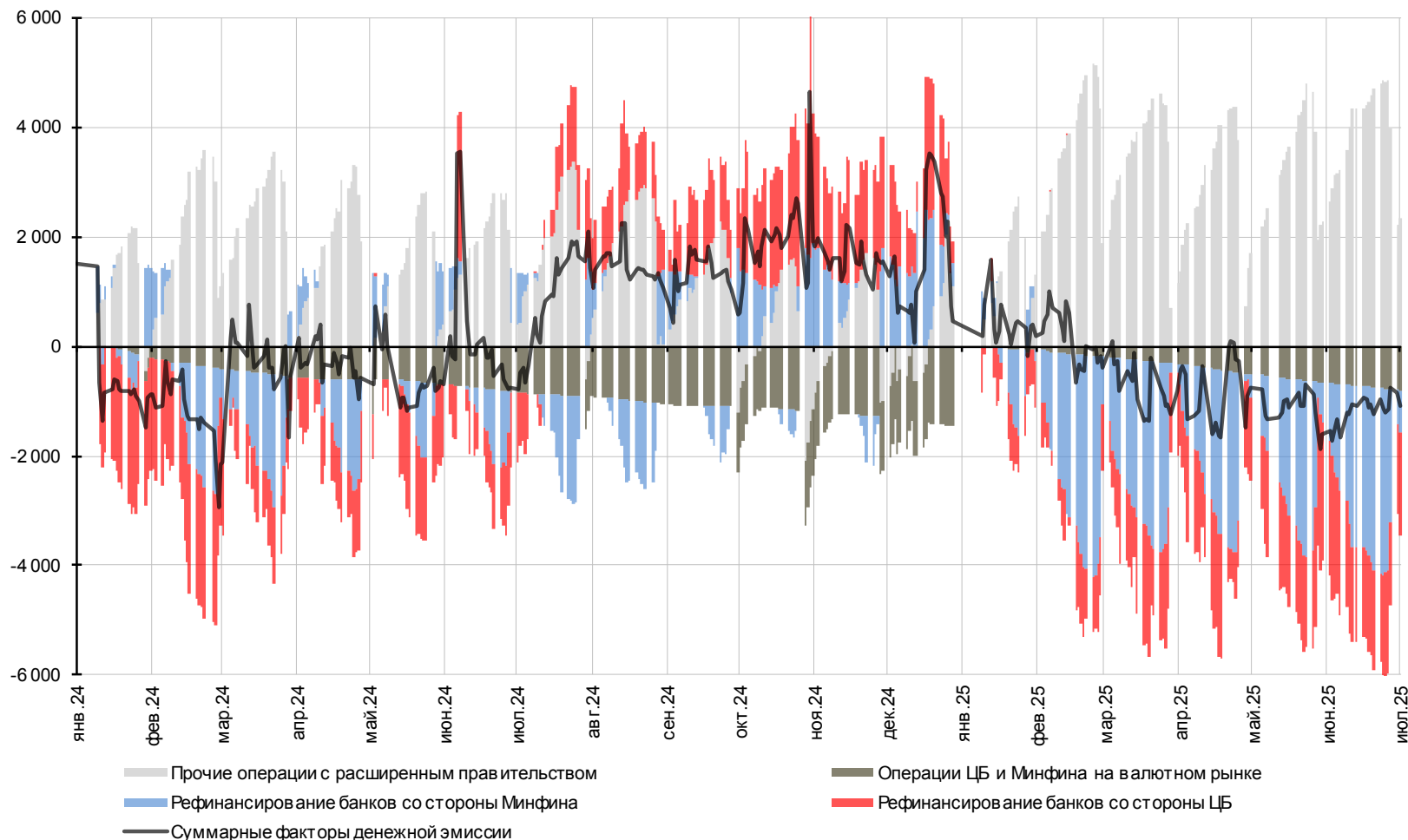


Согласно оперативным данным Банка России, во II кв. 2025 г. возобновился рост *денежной массы* (в широком определении) с исключенной валютной переоценкой (+1.4%) после сезонной просадки в I кв. (-2.3%). В годовом выражении динамика денежной массы была близка к динамике номинального ВВП. Таким образом уровень монетизации экономики практически не изменился.

Продолжается, по состоянию на II кв., рост *денежного мультипликатора* объясняемый хроническим отставанием динамики денежного предложения (денежной базы) от динамики спроса на деньги (денежной массы). Такое отставание означает рост нагрузки на ликвидность банковской системы.

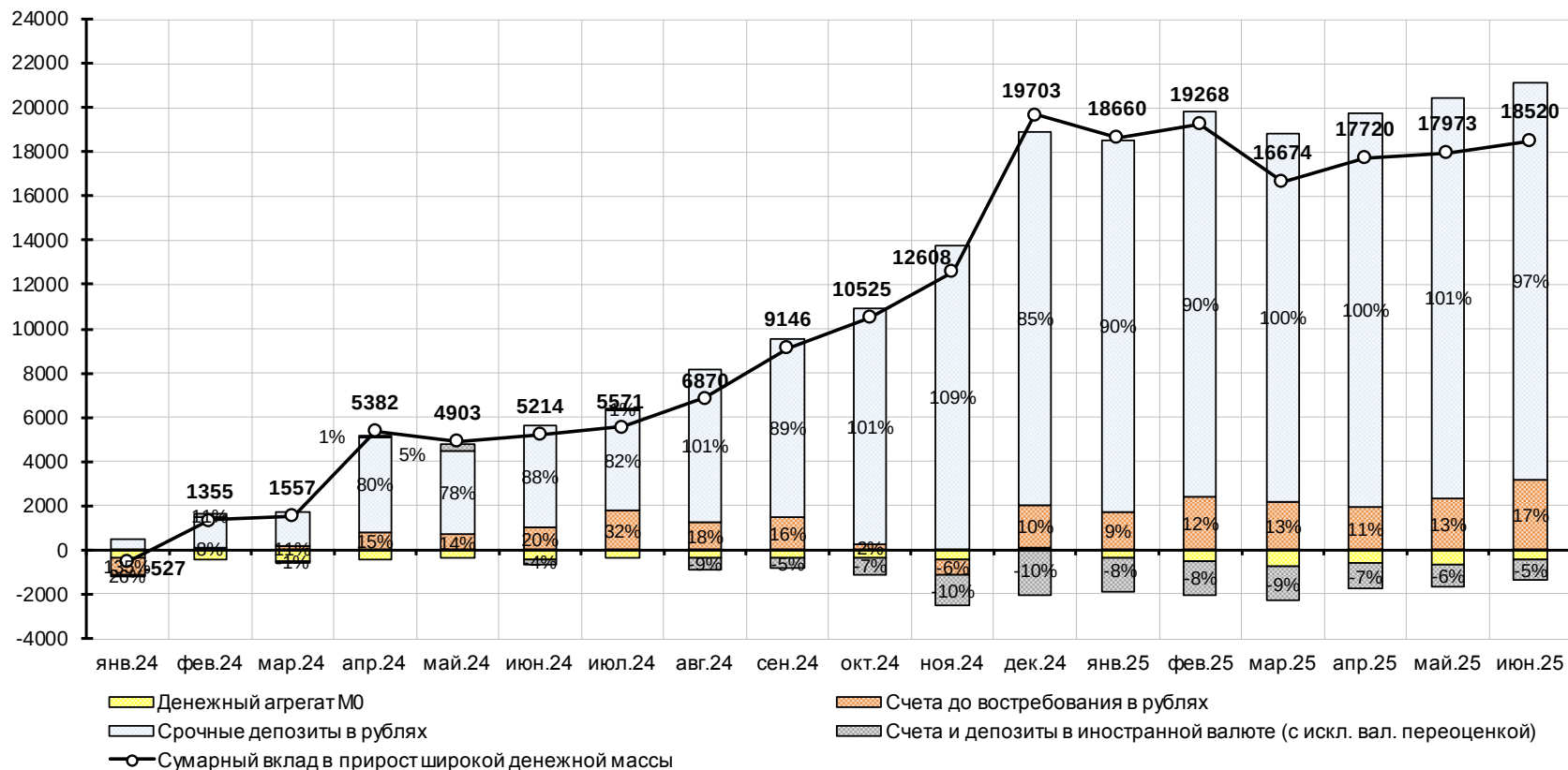
¹ Денежный мультипликатор – соотношение широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой и широкой денежной базы

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



В июне 2025 г. сохранялись высокие *поступления ликвидности в экономику* по каналу чистых расходов бюджета. Кроме того, на увеличение ликвидности работало расширение операций по рефинансированию банков Банком России. Однако стерилизация денежного предложения значительно превосходила этот приток. Она обеспечивалась операциями Минфина на рынке финансовых активов (РЕПО и депозиты), а также продажей валюты Банком России, осуществляемой в интересах Минфина. В результате совокупный баланс факторов денежной эмиссии (за исключением фактора наличных денег) оставался в отрицательной зоне (1-2 трлн руб.), обуславливая дальнейшее снижение денежной базы.

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



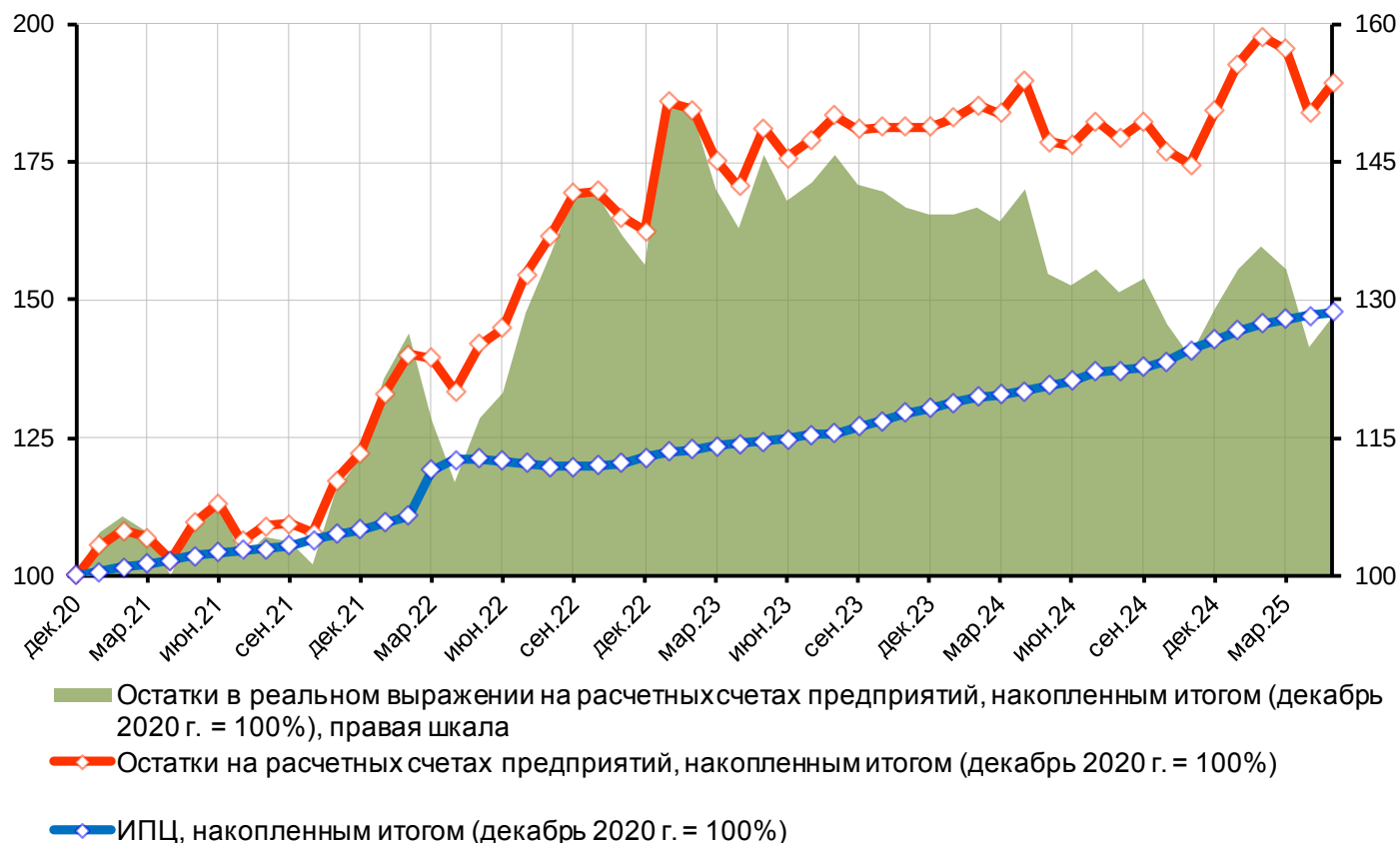
Согласно оперативным оценкам Банка России в июне *широкая денежная масса* (M2X) с исключенной валютной переоценкой продолжила медленно расти (+0.4%), все еще оставаясь ниже уровней декабря-февраля. Рост M2X обеспечивался всеми ее составляющими (счета населения до востребования +0.4 трлн руб., срочные счета населения +0.1 трлн руб., счета предприятий до востребования +0.4 трлн руб., и валютные счета + 0.1 трлн руб.), кроме срочных счетов предприятий (-0.3 трлн руб.). По итогам июня темп прироста в годовом выражении M2X с исключенной валютной переоценкой составил 11.3% (после 11.2% в мае).

Таким образом, медленная динамика денежной массы обусловлена приостановкой роста сберегательной компоненты. Последнее в свою очередь обусловлено исчерпанием стимулирующего влияния высоких процентных ставок (все свободные средства уже размещены в банках)

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

Ликвидность хозяйственного оборота

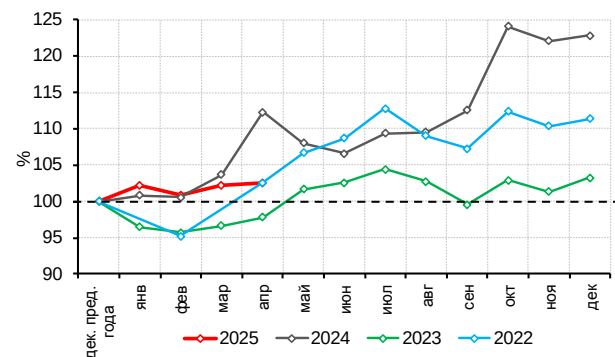
Динамика остатков средств на расчетных счетах предприятий, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%



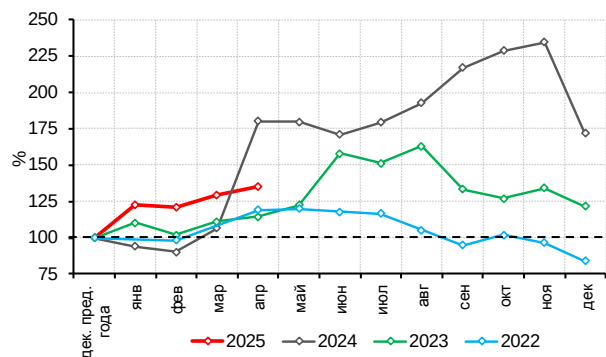
В мае был зафиксирован рост рублевых средств на *расчетных счетах предприятий* (нефинансовых организаций). Однако этого роста оказалось недостаточно, чтобы перекрыть произошедшее в предыдущем месяце существенное снижение, которое полностью нивелировало наметившуюся с начала 2025 г. тенденцию к росту остатков средств на счетах. Такая слабая динамика остатков средств на счетах не дает оснований полагать о возможном улучшении ситуации с платежами, что, в свою очередь, может вести к повышению напряженности ситуации с *ликвидностью хозяйственного оборота*. В мае объем средств на расчетных счетах предприятий вырос примерно на 0.5 трлн руб., тогда как объем средств на депозитах практически не изменился. Это контрастирует с движением средств в предыдущем месяце, когда по счетам предприятий было снижение почти на 1 трлн руб., а по депозитам – рост примерно на 0.5 трлн руб. Предприятия, видимо, все еще придерживаются модели поведения, когда они стараются поддерживать минимально необходимый для обеспечения производственного оборота уровень ликвидности, максимально извлекая выгоду от высоких ставок, и при этом существенно не сокращая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками.

Проблема неплатежей

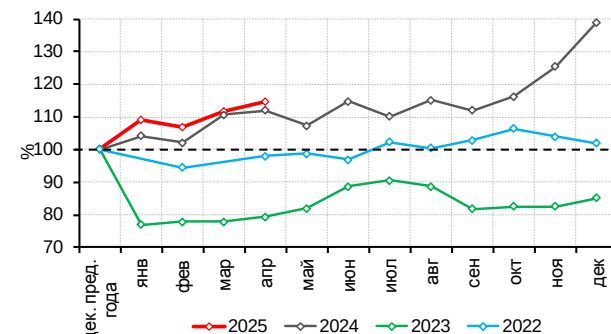
Динамика просроченной кредиторской задолженности, декабрь пред. года = 100%



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обрабатывающие производства без нефтепереработки¹

С начала 2025 г. по состоянию на апрель в целом по экономике обострения ситуации с неплатежами *не наблюдалось*. За этот период объем *просроченной кредиторской задолженности* пока растет всего на 2.5%.

В добывающем секторе экономики объем просроченной кредиторской задолженности продолжил медленно расти. В отрасли добычи угля, после резкого скачка в начале года, пока не наблюдается стабилизации – объем просроченной задолженности остается на высоком уровне (максимальном с 2017 г.) и продолжает устойчиво повышаться – до 214 млрд руб. к началу мая (+ 113% к декабрю 2024 г.). В другой отрасли этого сектора – добыча сырой нефти и природного газа – также наблюдается повышение объема просроченной задолженности – до 300 млрд руб. к началу мая, но он пока остается ниже, чем был во втором полугодии 2024 г. (в среднем 350 млрд руб.).

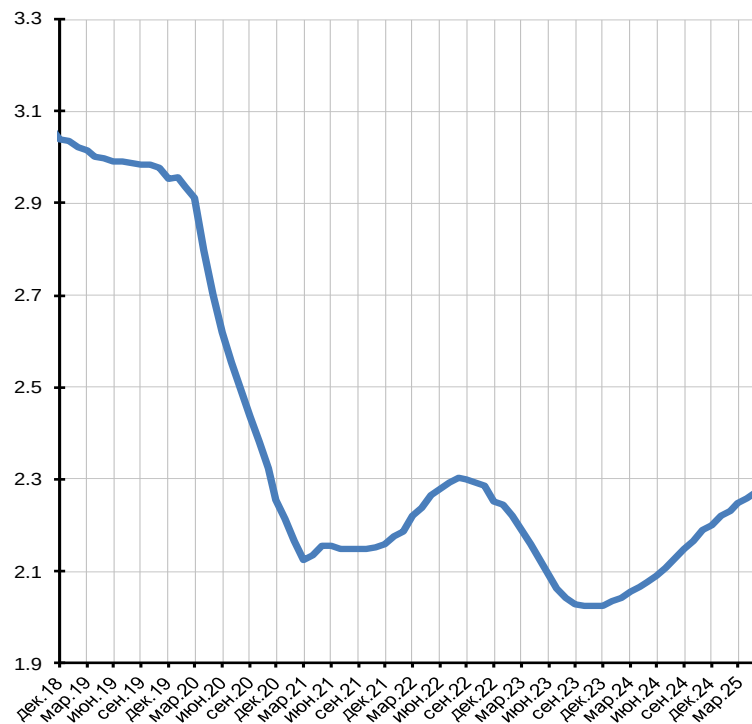
В обрабатывающем секторе экономики (за исключением нефтепереработки) сохраняется напряженная ситуация с неплатежами – с начала 2025 г. объем просроченной кредиторской задолженности вырос на 15%, что пока является наихудшим результатом по сравнению с соответствующими периодами, начиная с 2022 г.

Доля просроченной задолженности в общем объеме кредиторской задолженности пока остается вблизи своего минимума в 4% (начиная с 2020 г.), хотя уровень начинает постепенно подрастать – 4.3% в конце 2024 г. и 4.5% к началу мая 2025 г. (что примерно соответствует уровням середины 2023 г.).

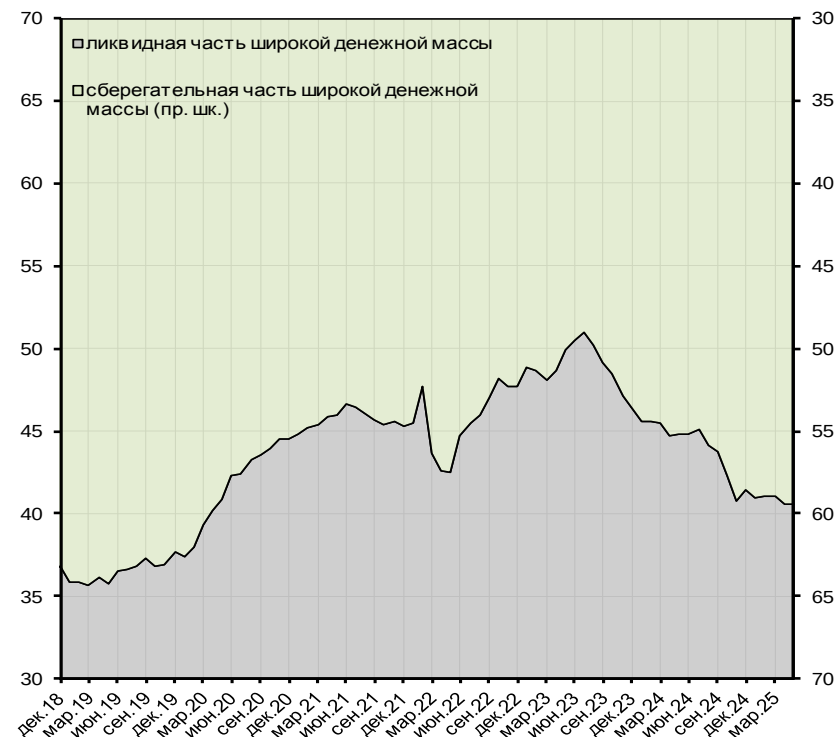
¹ Отрасль нефтепереработки представлена компаниями, входящими, в основном, в крупные вертикально-интегрированные холдинги. Возникающая их кредиторская задолженность, скорее всего, относится к внутрихолдинговым операциям. Учитывая также высокую долю в просроченной кредиторской задолженности, которую занимает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

Оборачиваемость денежных средств

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



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



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

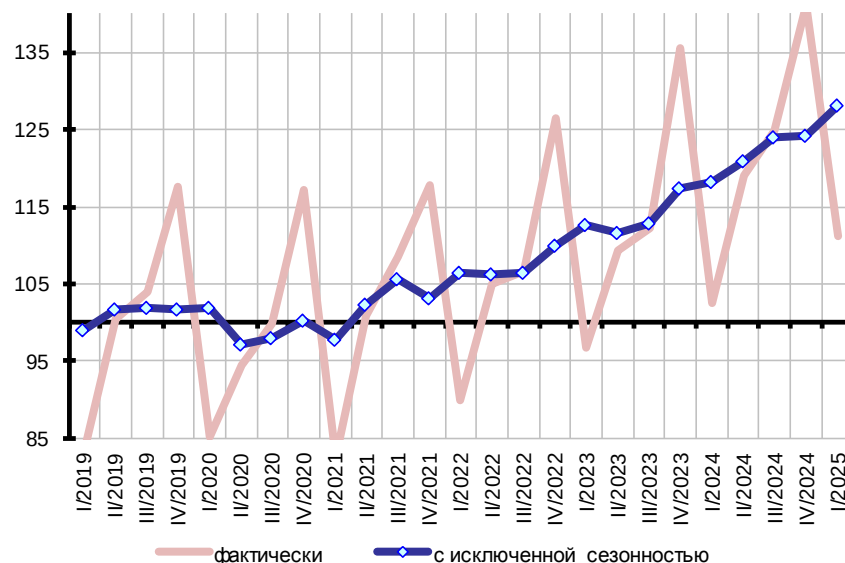
² Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки

Ситуация в части *монетарного* давления на инфляцию остается противоречивой. С одной стороны, по состоянию на начало июня, *скорость оборота* ликвидной части широкой денежной массы устойчиво увеличивается и почти дошла до локального максимума второго полугодия 2022 г.

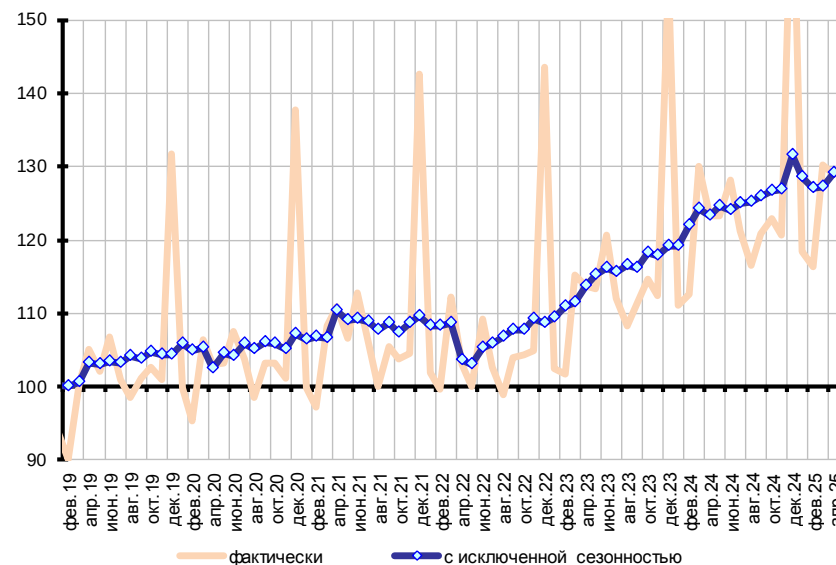
С другой стороны, сохраняющиеся сверхвысокие ставки в экономике продолжают оказывать понижающее давление на *ликвидную часть широкой денежной массы* (доля ликвидной части, по состоянию на начало июня, стабилизировалась, но на исторически невысоком уровне).

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

Реальные располагаемые доходы населения²



Реальная начисленная заработная плата

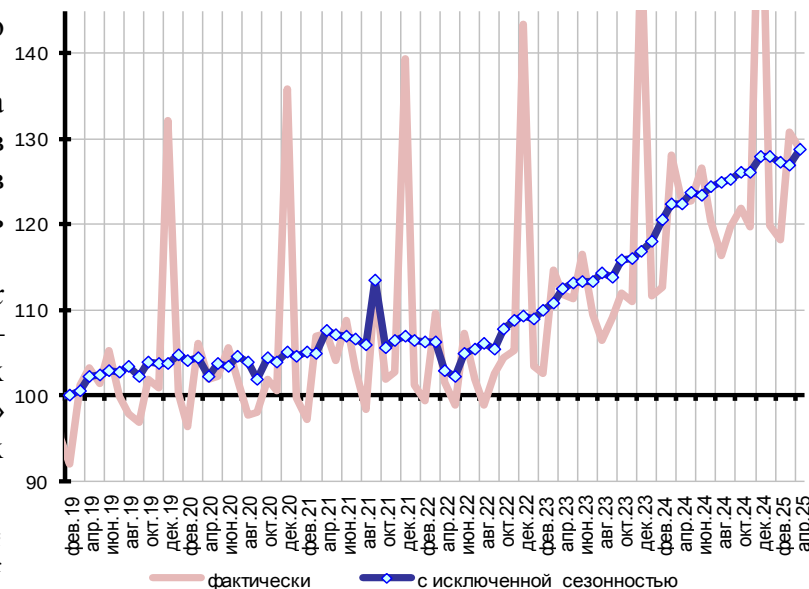


В апреле уровень *реальной заработной платы* несколько повысился, но пока нет оснований утверждать, что зарплата растёт — речь идёт не более, чем о компенсации предшествующего провала (I кв. : -1.1% в среднем за месяц, апрель: +1.5%, сезонность устранена). Как уже отмечалось, возможности дальнейшего ускоренного повышения зарплаты — под вопросом.

Динамика *основных реальных денежных доходов населения²*, в целом, следует за приростом реальной зарплаты (чуть более сглажено, из-за других элементов доходов — пенсий и пособий, доходов от процентов по вкладам; IV кв.: +0.7% в среднем за месяц, I кв.: -0.3% в среднем за месяц, апрель: +1.4%, сезонность устранена).

На этом фоне довольно странным выглядит скачок *реальных располагаемых доходов населения* (IV кв.: +0.1%, I кв.: +3.2%, за период, сезонность устранена) — скорее всего, речь идёт о влиянии укрепления рубля на переоценку валютных активов, возросших доходах от финансовых активов и «выплат по договорам» (вероятно, связанным с выплатами по СВО); или о накоплении «статистических ошибок»).

Агрегат основных реальных денежных доходов¹



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

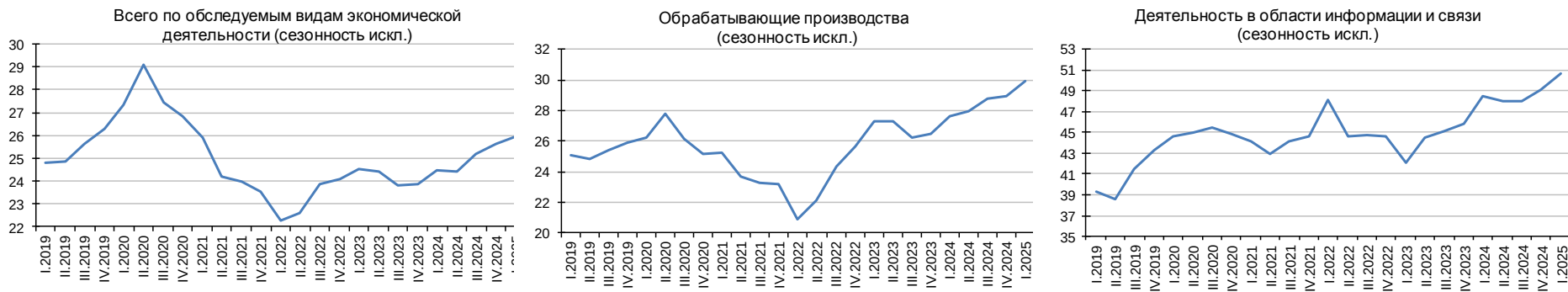
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



По состоянию на апрель в *отраслевой структуре роста реальной заработной платы* ситуация, в целом, выровнялась – совсем ярко выраженных «лидеров» и «аутсайдеров» сейчас, в общем, нет. Исключением является коррекция оплаты труда в финансовом секторе, в прошлом бывшем одним из лидеров «гонки зарплат», и заметное торможение – в секторе культуры и досуга.

Соотношение фонда оплаты труда и валовой добавленной стоимости (%)



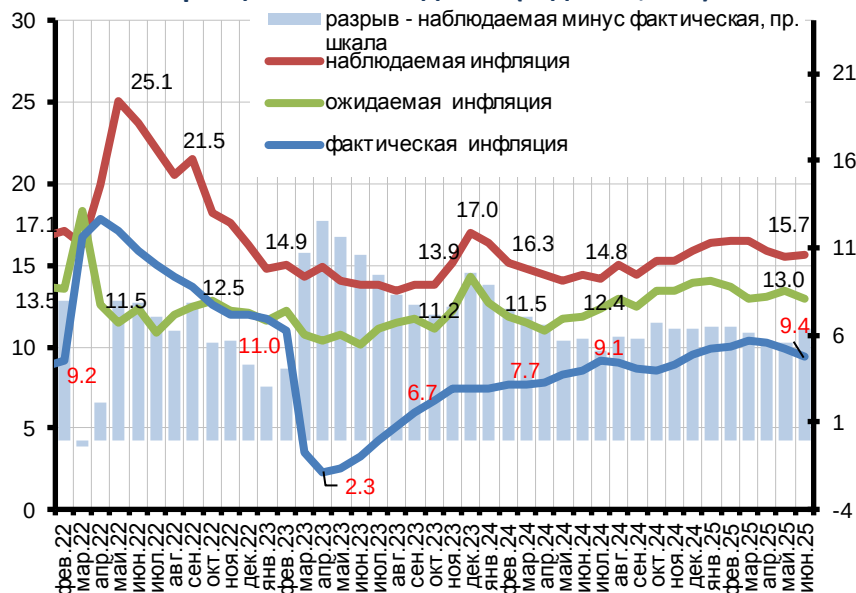
	I.2019	II.2019	III.2019	IV.2019	I.2020	II.2020	III.2020	IV.2020	I.2021	II.2021	III.2021	IV.2021	I.2022	II.2022	III.2022	IV.2022	I.2023	II.2023	III.2023	IV.2023	I.2024	II.2024	III.2024	IV.2024	I.2025
Всего по обследуемым видам экономической деятельности	26.4	26.6	23.5	25.1	28.8	31.1	25.3	25.7	27.2	25.9	22.0	22.6	23.6	24.2	21.9	23.0	26.1	25.9	21.6	22.6	26.3	25.9	23.0	24.5	27.8
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	23.2	19.8	9.4	13.6	23.8	18.5	8.5	12.4	23.0	17.8	8.2	11.0	23.1	18.6	8.5	12.4	26.1	21.2	10.1	14.2	27.0	22.1	11.1	17.0	28.2
Добыча полезных ископаемых	7.6	8.4	8.6	9.7	9.8	18.1	12.2	12.3	8.9	8.5	7.5	7.0	5.7	7.5	9.5	10.0	10.2	10.0	8.0	8.6	9.4	8.9	8.8	10.9	10.4
Обрабатывающие производства	28.3	25.5	24.5	23.1	29.2	29.1	25.0	22.1	28.0	25.0	22.2	20.5	23.4	23.6	23.1	22.5	30.4	28.9	24.5	22.6	31.2	29.8	27.3	24.8	33.7
Строительство	38.1	26.6	22.4	15.5	38.8	28.1	24.3	15.3	43.0	31.0	26.9	17.4	41.8	29.3	25.5	16.4	40.6	28.4	25.3	17.5	44.6	31.4	27.8	19.5	45.4
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	22.9	22.2	20.6	19.8	26.9	28.2	22.7	21.3	24.1	21.2	19.1	18.1	19.9	18.4	18.5	17.5	24.5	21.3	19.7	18.8	23.1	20.3	21.0	20.1	24.6
Транспортировка и хранение	30.0	30.8	28.3	29.4	33.2	37.4	31.0	31.2	32.3	31.2	28.9	28.9	28.9	28.8	27.5	27.5	26.8	29.2	27.0	26.8	27.2	29.3	27.4	28.1	28.1
Деятельность в области информации и связи	48.7	42.1	37.3	33.1	56.3	47.5	41.5	33.5	57.5	44.4	39.6	32.2	64.1	45.0	40.5	32.6	57.7	46.1	40.2	32.2	65.4	49.8	42.2	35.0	68.4

Давление *оплаты труда на добавленную стоимость* по состоянию на I кв. продолжает быстро расти (сезонность устранена), так что простор для дальнейшего интенсивного наращивания реальной зарплаты уже почти исчерпан.

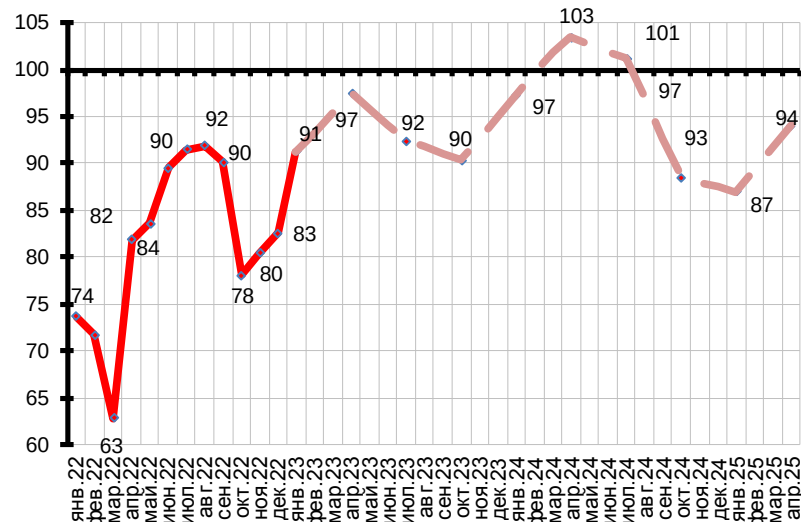
Структура роста остаётся почти неизменной: в лидерах ИКТ (достигнуты исторические максимумы), строительство и обрабатывающая промышленность, где наблюдается выраженный дефицит кадров.

Оценки макроэкономических показателей населением

Инфляционные ожидания (годовых, в %) ¹



Индекс уровня жизни (пункты) ^{1, 2}



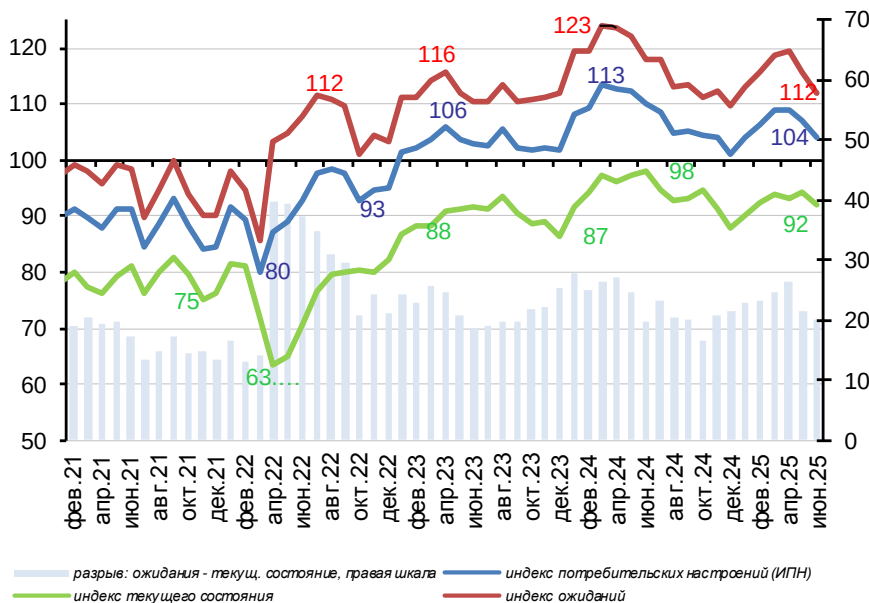
- Оценки населением макроэкономической ситуации по состоянию на июнь сохранили сложившийся ранее характер:
- *инфляционные ожидания* остаются высокими. Субъективные оценки инфляции стабилизировались на уровне 15-16%, ожидания – немного снизились, до 13%; хотя и здесь, на уровне нескольких месяцев, речь идёт, скорее, о стабилизации. При этом разрыв между наблюдаемой и фактической инфляцией (6.3 проц. п.) настолько велик, что речь идет, фактически, о разных «картинах мира»;
 - по состоянию на апрель, тренд в *оценках уровня жизни* переломился и начал расти (хотя и находится ещё в «зоне негатива»), и сейчас соответствует уровню лета-осени прошлого года.

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

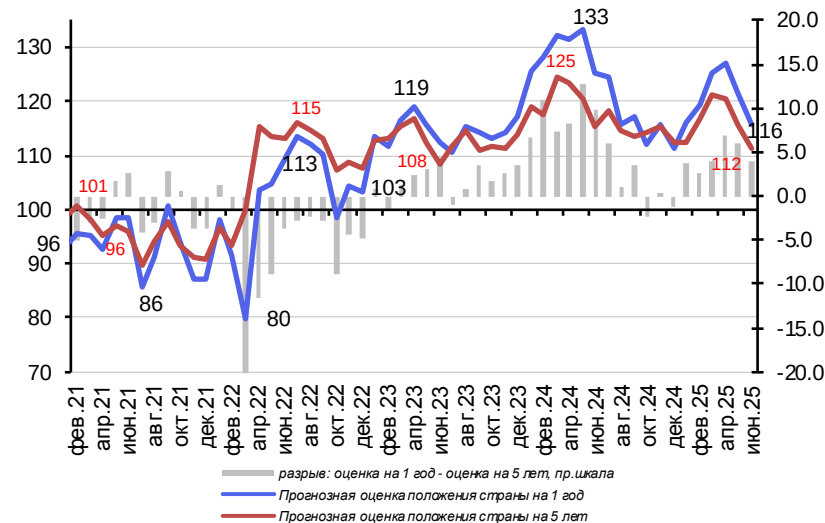
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Потребительские настроения населения

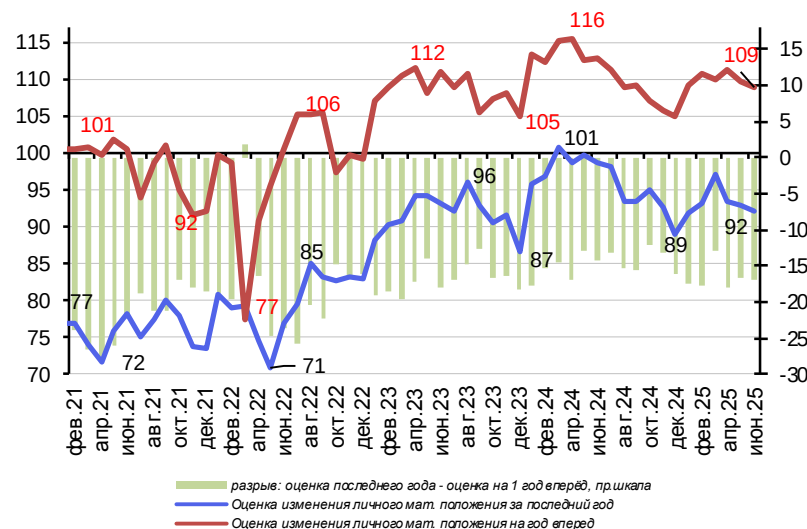
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

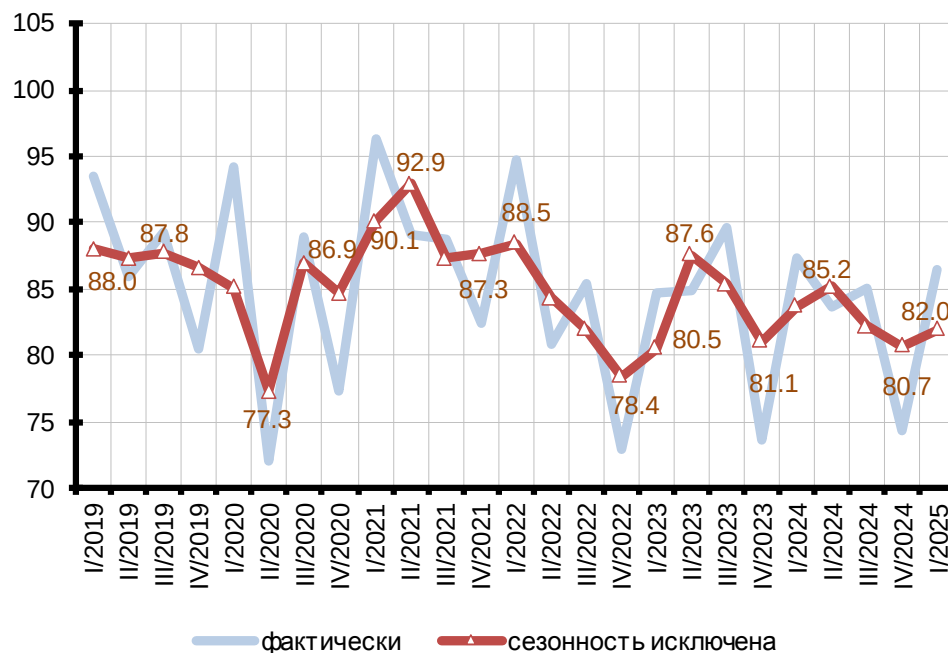


В части *потребительских настроений населения* в июне ситуация ожидаемо ухудшилась: негативный новостной фон (сообщения о риске рецессии) в сочетании со все ещё высокой инфляцией привели к снижению как оценок текущего состояния экономики, так и ожиданий. При этом, индекс потребительских настроений вышел на границу позитивных и негативных оценок. Хорошо что разрыв ожиданий и оценок текущей ситуации, хоть и высок — понемногу снижается.

¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Норма потребления и норма сбережений населения³

Норма потребления (% к располагаемым доходам)¹



Норма сбережения во вкладах (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка²



В сфере *потребительского поведения* населения в I кв. начался «разворот трендов»: в условиях некоторого снижения банковских ставок по депозитам, норма потребления чуть повысилась, а норма сбережения — снизилась (и здесь, похоже, на пике был достигнут едва ли не «технический максимум»).

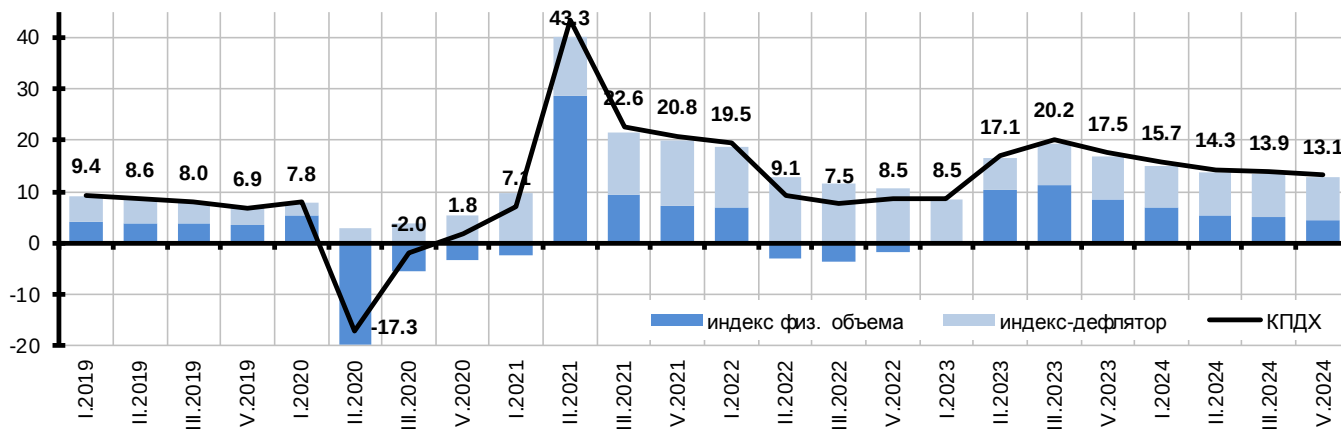
¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2024 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2023-2024 гг. – предварительные оценки Росстата

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

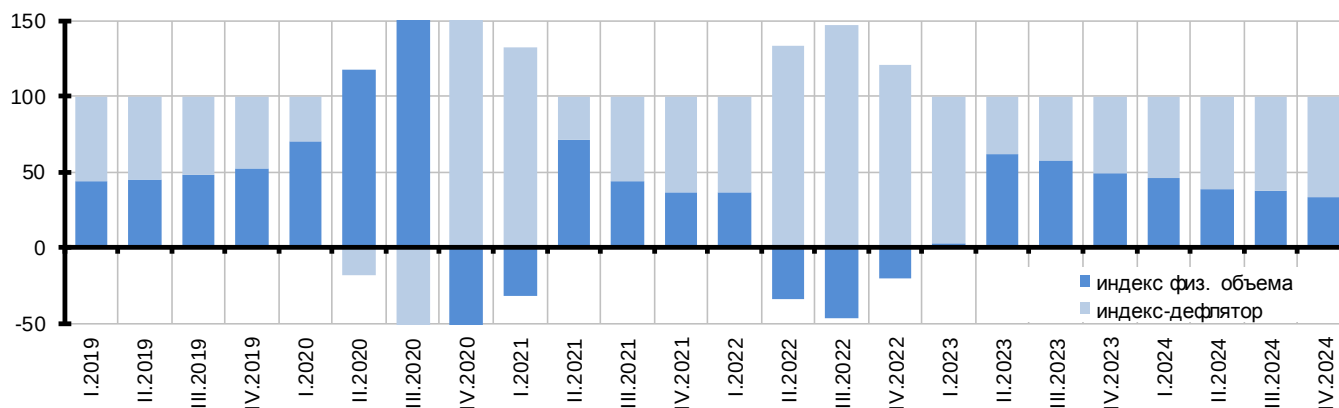
³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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

Темпы прироста, в % к соответствующему кварталу предыдущего года



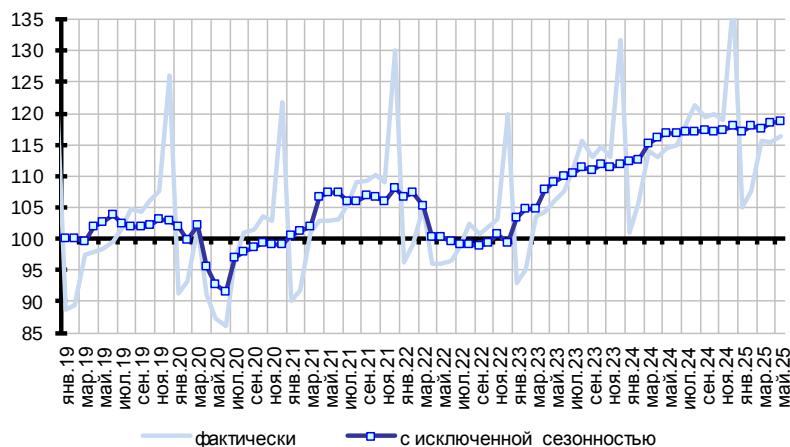
Разложение прироста конечного потребления домашних хозяйств на прирост индекса физического объема и индекса дефлятора (сумма приростов = 100)



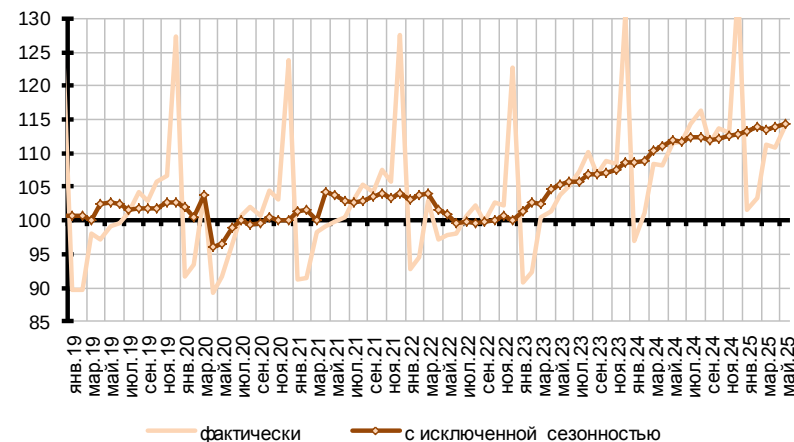
В I кв. в потребительской сфере соотношение прирост индекса-дефлятора / прирост потребления домохозяйств продолжает очень заметно ухудшаться: на фоне общего торможения «номинального» прироста рынка все большая часть его расширения «уходит» в рост цен, а не увеличение объема продаж в физическом выражении.

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

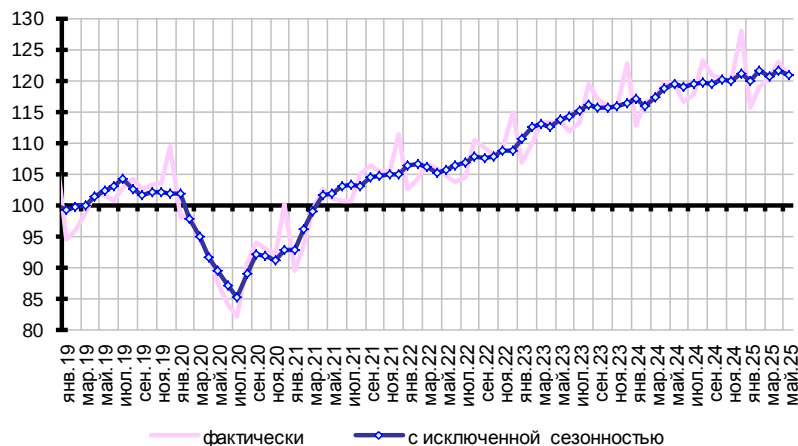
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



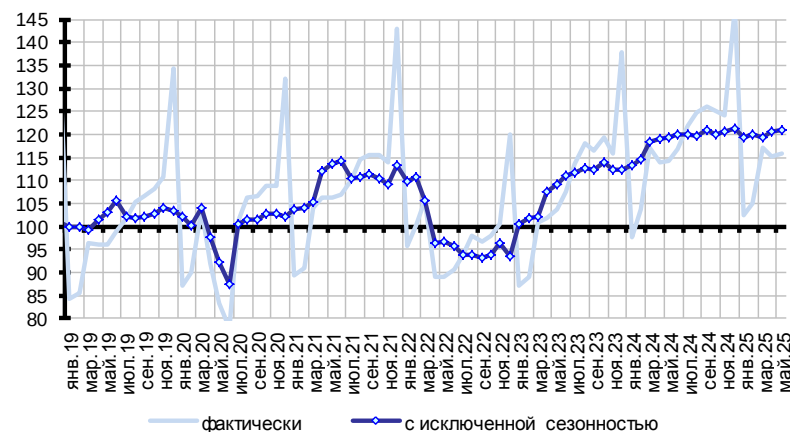
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



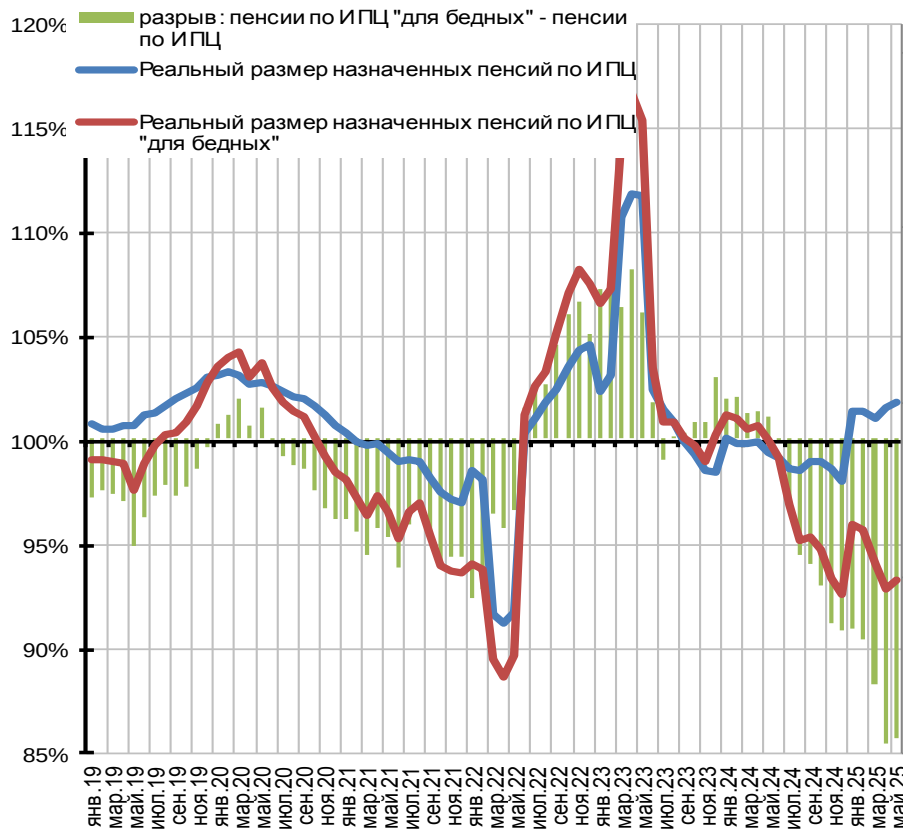
Оборот непродовольственными товарами



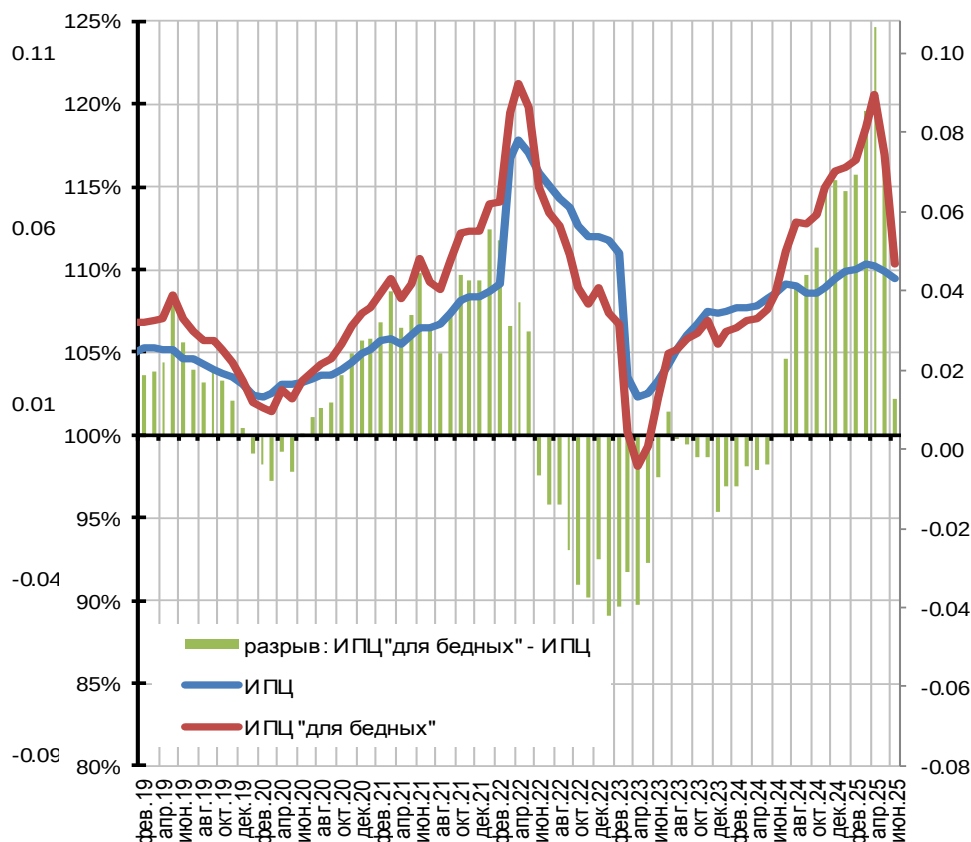
Динамика потребления населения по состоянию на май стала возрастать, так что сейчас уже можно говорить о новой тенденции к оживлению потребительского спроса. Правда, все оживление сосредоточено в продажах продуктов питания (IV кв. 2024 г. и I кв. 2025 г.: по +0.2% в среднем за месяц, апрель и май: по +0.4%). В то же время, на рынках непродовольственных товаров (существенная роль «высоких ставок») и платных услуг наблюдается, скорее, стабилизация.

Инфляция «по корзине потребления малообеспеченных»¹

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



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

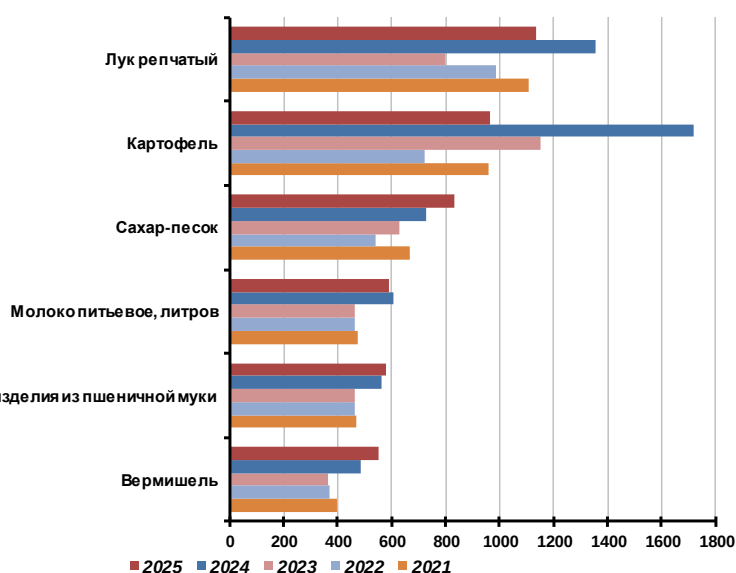


Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции по состоянию на июнь стал, наконец, хоть отчасти позитивным: из-за сезонного торможения динамики цен на продовольствие инфляция по корзине малообеспеченного населения приблизилась к общей динамике цен (в июле ситуация может ухудшиться: доля резко подскочивших тарифов ЖКХ в «корзине малообеспеченных» выше, чем в среднем по населению).

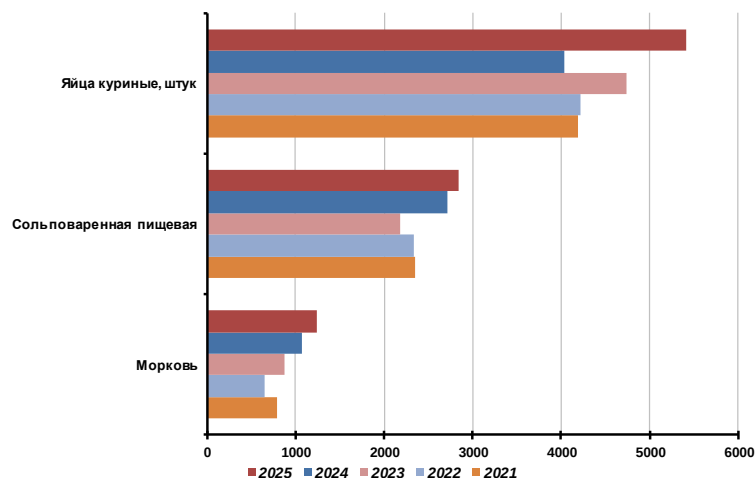
Пока есть данные по динамике реальных пенсий только до мая, по которым видно, что *реальный размер пенсий* (индикатор динамики благосостояния малообеспеченного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, уже длительное время был ниже прошлогоднего уровня за соответствующий месяц (несмотря на несколько волн повышения пенсий). Удастся ли в условиях дефляции на продовольственном рынке переломить указанную тенденцию – покажут уже итоги июля.

¹ Корзина 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 среднестатистических денежных доходов населения по основным продуктам питания в I квартале (кг в месяц)¹



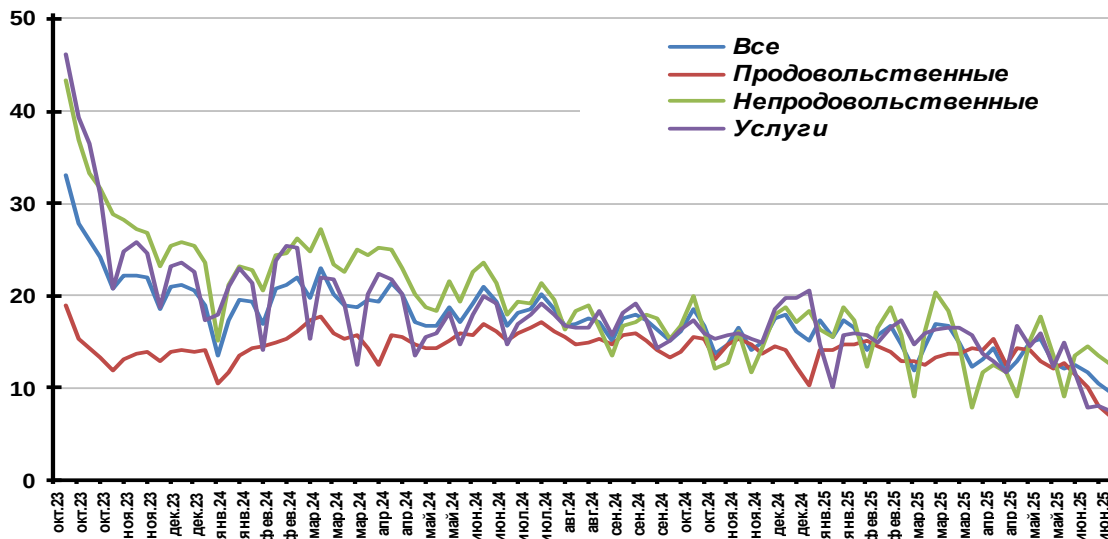
Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия по состоянию на первый квартал 2025 г., в целом, чуть улучшилась. Исключения – товары-лидеры удорожания в последнее время: плодоовощная продукция (лук, картофель, яблоки), молочная продукция (молоко, масло), рыба.



¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

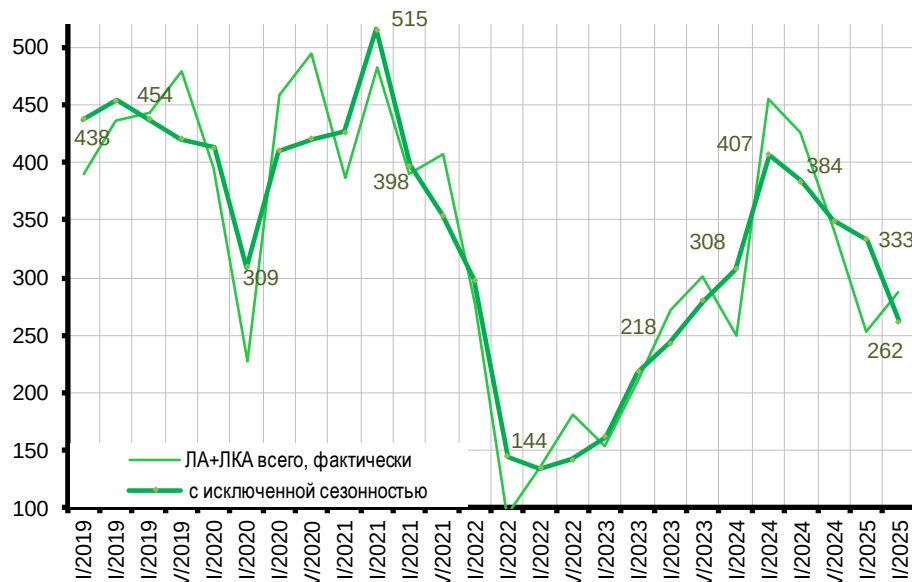
Основные направления потребительских расходов^{1,2}

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

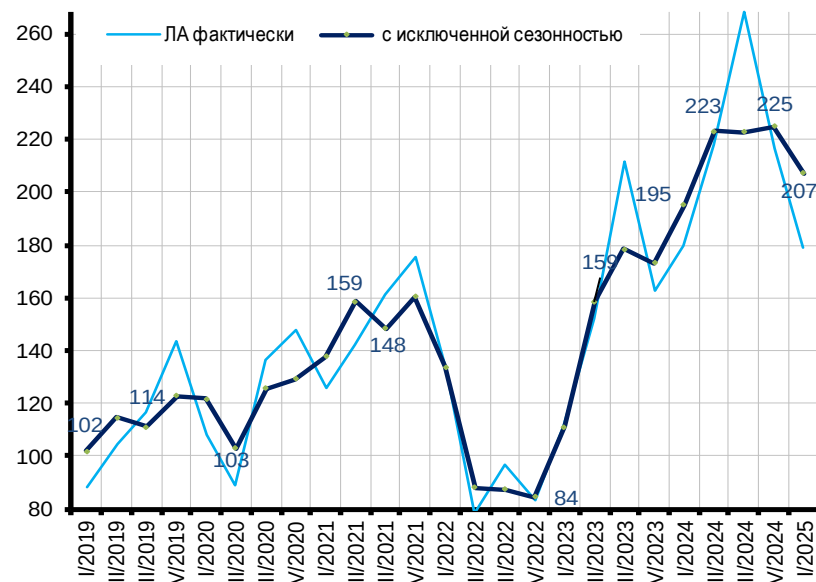


Продажи новых автомобилей

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



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



На рынках легковых автомобилей и ЛКА во I кв. снижение, начавшееся в III кв. прошлого года, перешло почти в обвал – делающий «легковой автопром» зоной серьезного кризиса (сезонность устранена).

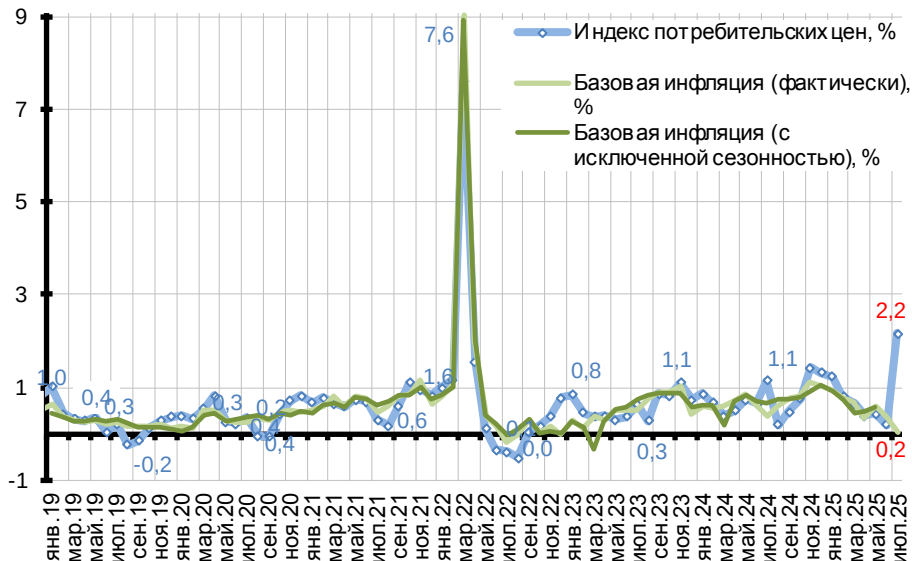
Особенно заметен кризис продаж легковых автомобилей (в постоянных ценах), где в I кв. наблюдался буквальный «обвал». Как уже отмечалось, здесь суммировалось несколько процессов: «маятниковое» снижение после пика продаж в III кв. (причем, в IV кв. образовалось «нераспроданное затоваривание» накануне введения утилизационного сбора в начале года) плюс повышение ставок по автокредитам.

Источник данных : исходные помесечные (по 2023 г.) и поквартальные данные о продаже ЛА и ЛКА опубликованы Комитетом автопроизводителей Ассоциации Европейского бизнеса. Продажи ЛА в постоянных ценах – Росстат, продажи вне официальных дилерских сетей (т.н. «серый импорт») вместе с данными от автодилеров основаны на методологии АО «ППК» и учитывают количество автомобилей, переданных их владельцам. В I полугодии 2025 г. объем рынка оценен компанией более 0.55 млн. автомобилей, спад на 27% к 2024 г.

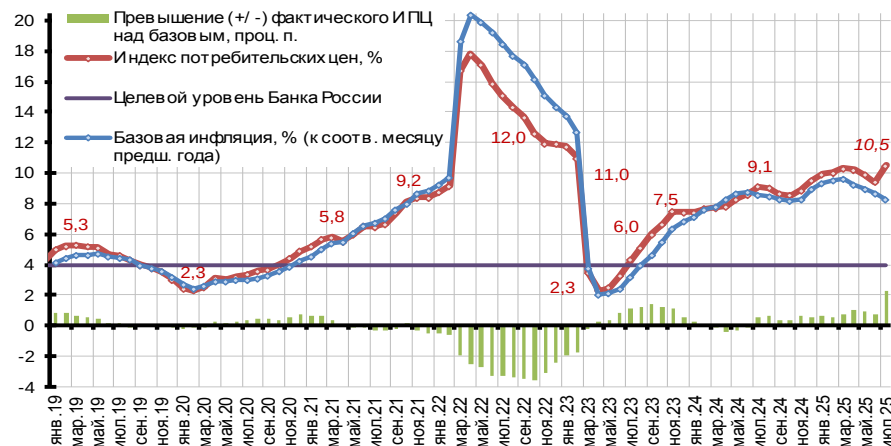
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере выхода данных

Инфляция на потребительском рынке

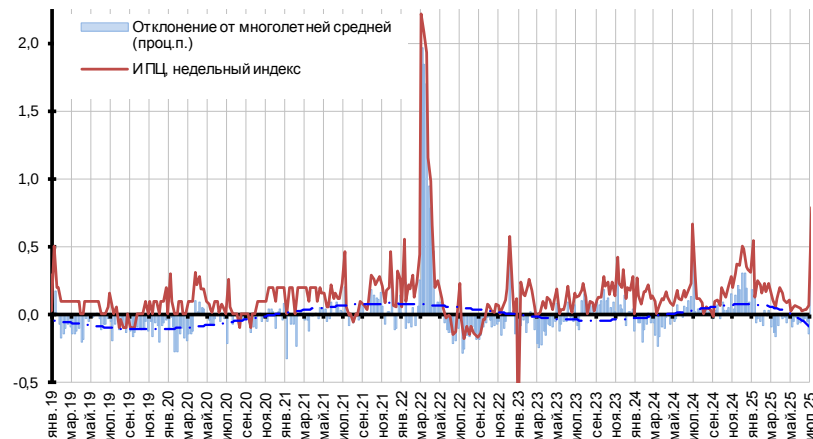
Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)



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



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



Инфляция в июле заметно подскочила из-за индексации административно регулируемых тарифов на отдельные виды товаров и услуг. По данным на 7 июля, прирост тарифов на услуги оценивается в 13,5-14%. Уровень инфляции за месяц может составить 2,2-2,3%, что вернет инфляцию в годовом выражении на уровень «более 10%» (оценка – 10,5-10,55%).

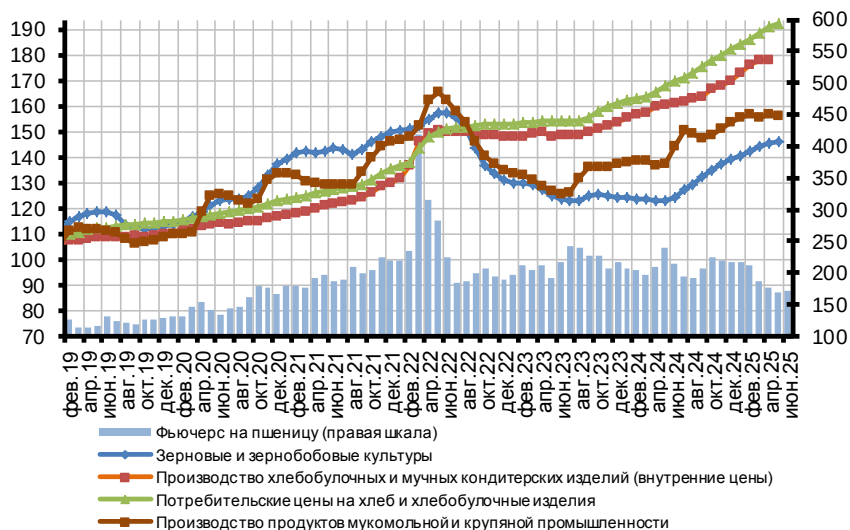
При этом, монетарные компоненты инфляции были и остаются очень умеренными: так, базовая инфляция оценивается в 0,04% (8,3% в годовом выражении) и быстро снижается (а на рынке непродовольственных товаров без учета сигарет и нефтепродуктов наблюдается дефляция).

Как будет реагировать Банк России на ситуацию усиления инфляции, имеющей, однако, немонетарный характер – пока неясно.

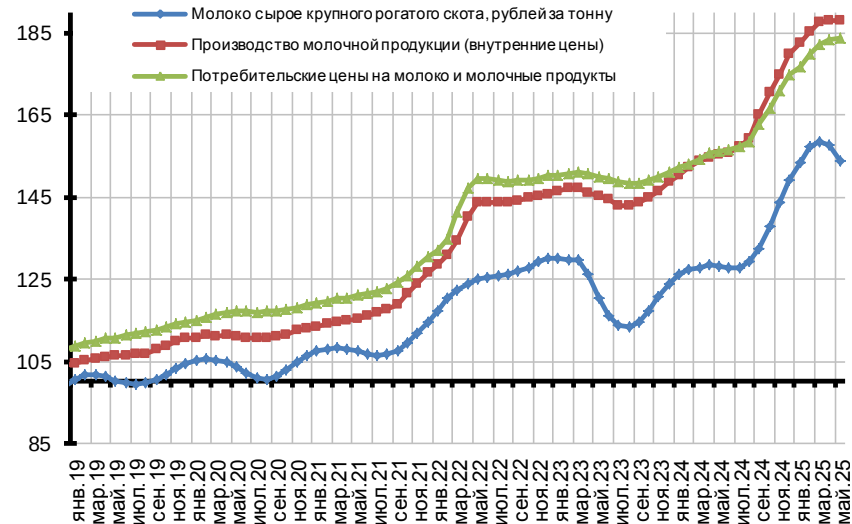
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

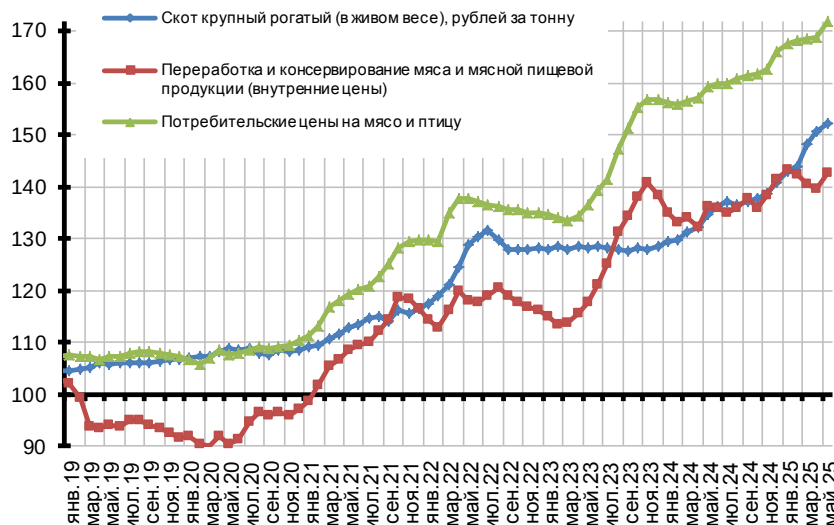
Цены на хлеб



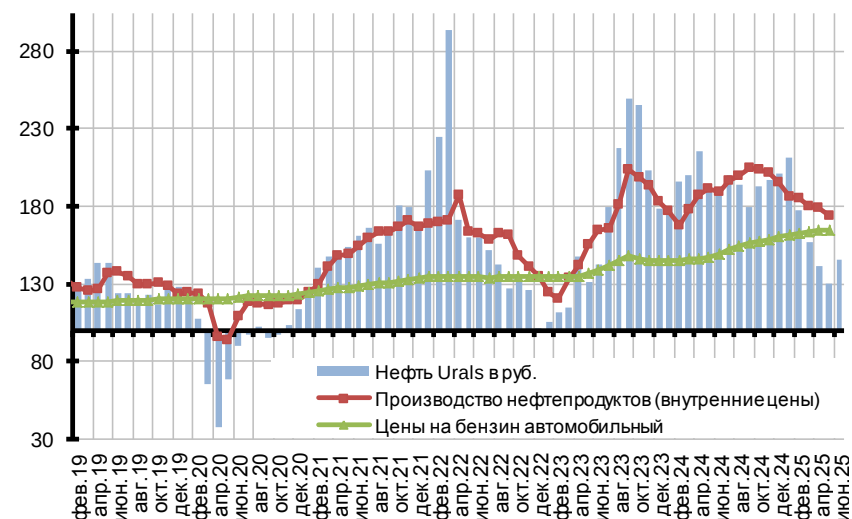
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

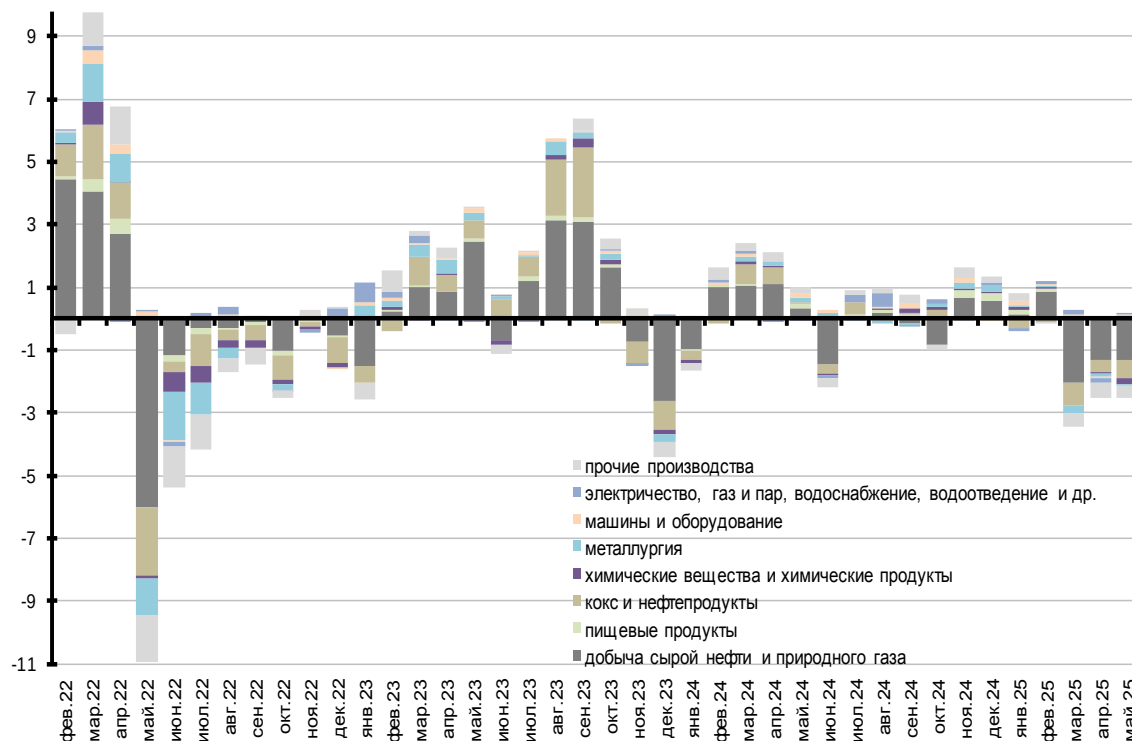


Цены на топливо

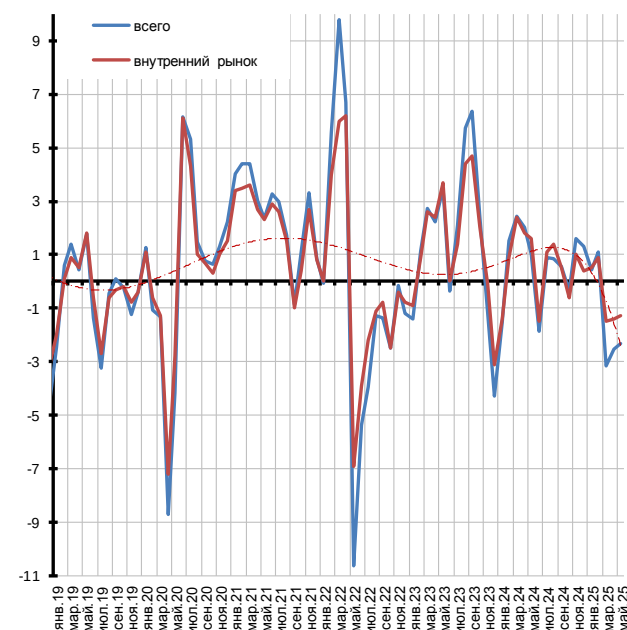


Структура цен производителей в промышленности

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



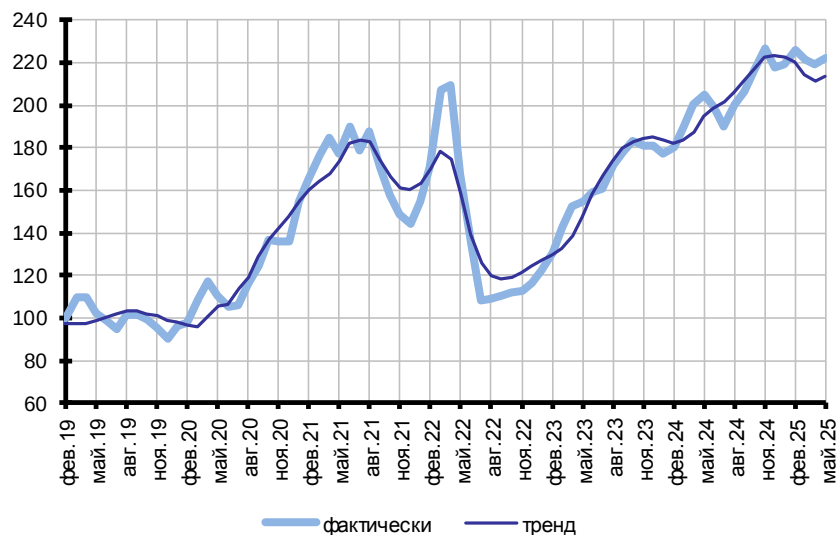
Индекс цен производителей (%)



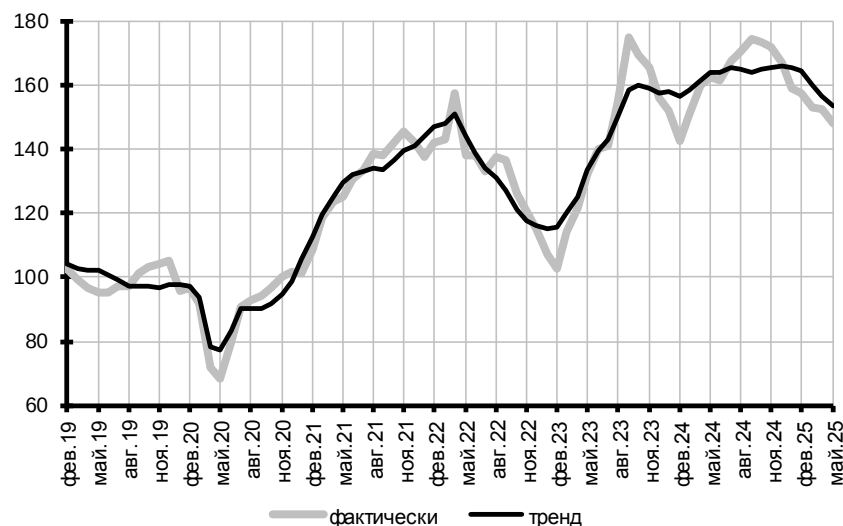
На рынках промышленной продукции по состоянию на май уже три месяца наблюдается снижение цен. Это, похоже – видимое проявление кризиса сбыта на промышленном рынке (плюс, как уже отмечалось – влияние укрепления рубля на динамику цен экспортируемых товаров).

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

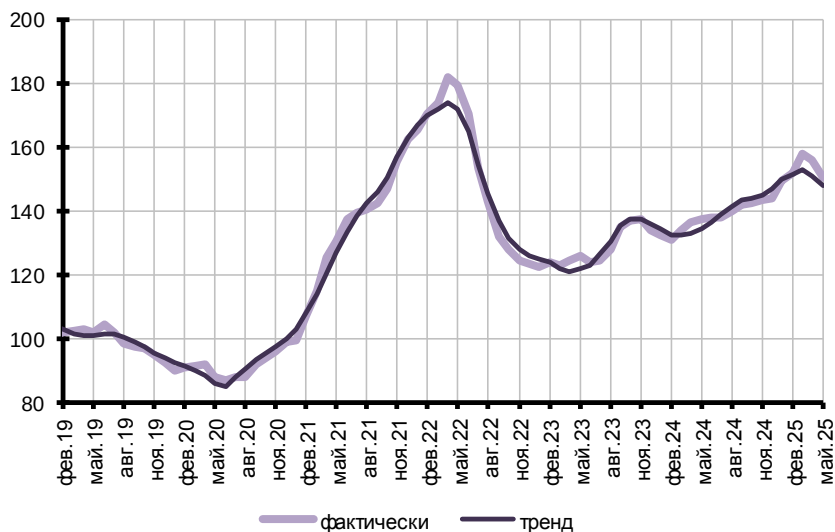
Добыча металлических руд



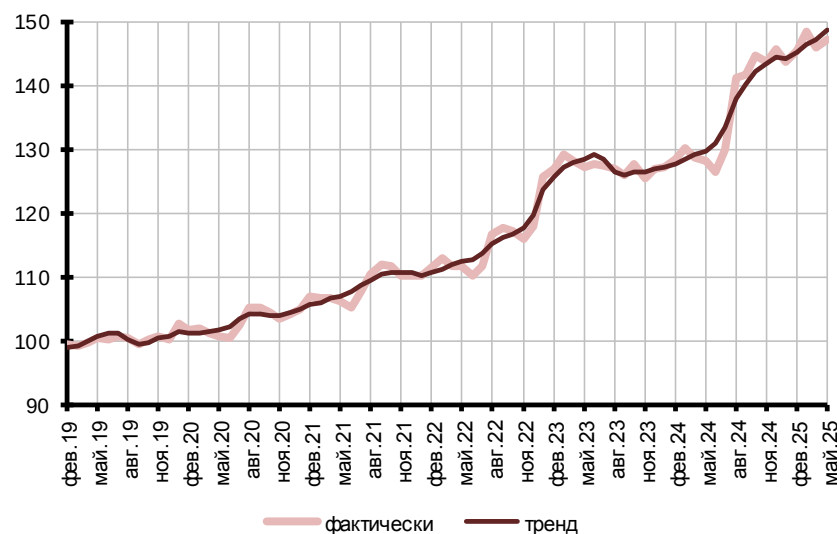
Производство нефтепродуктов



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

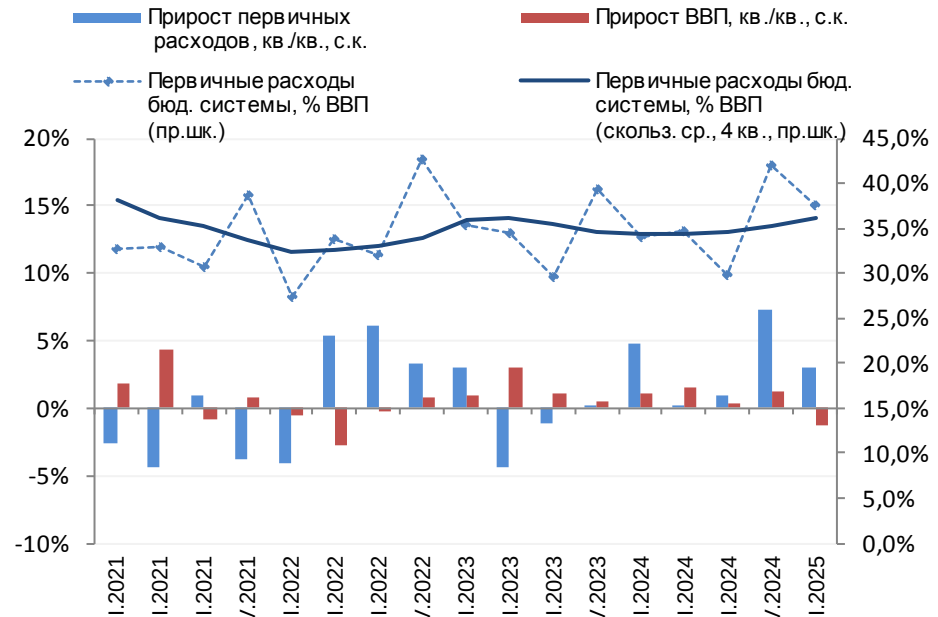
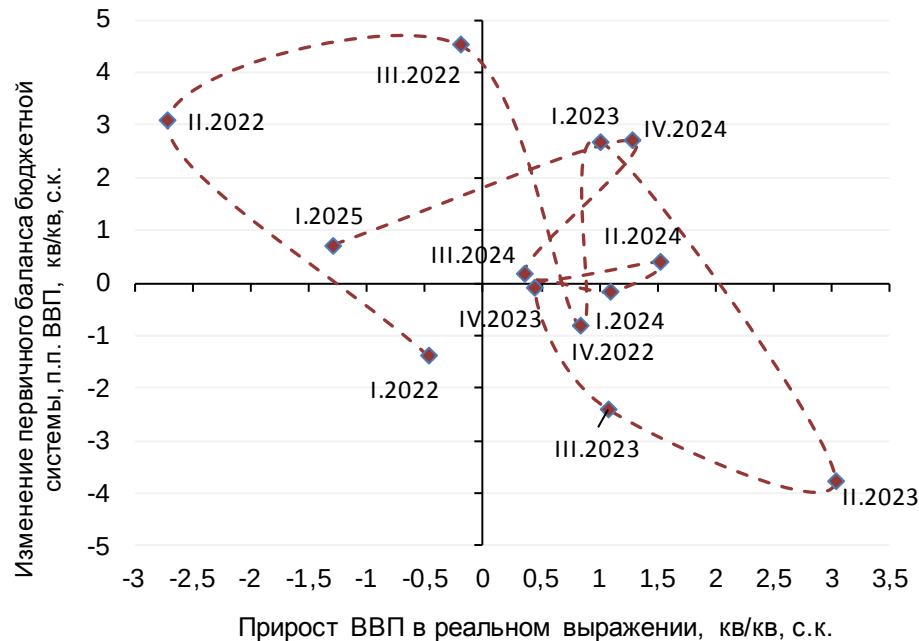


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



Бюджетная система как фактор роста

По итогам 1 кв. 2025 г. *темпы прироста первичных расходов* бюджетной системы в реальном выражении составил 2.9% к прошлому кварталу на фоне квартального спада ВВП на 1.3%. В свою очередь, это отчасти объясняет увеличение объёмов первичных расходов бюджетной системы в % от ВВП. К концу I кв. 2025 г. *сглаженный показатель* (скользящее среднее за 4 квартала) первичных расходов вырос до 36.1% ВВП – наибольшее значение с 2021 г. Такое увеличение свидетельствует о продолжающемся расширении роли бюджетных расходов в экономике, особенно, в условиях замедления экономического роста. Однако учитывая авансовый характер расходов в начале года, во второй половине 2025 года следует ожидать замедления роста расходов и стабилизации доли в ВВП в соответствии с бюджетным правилом.



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

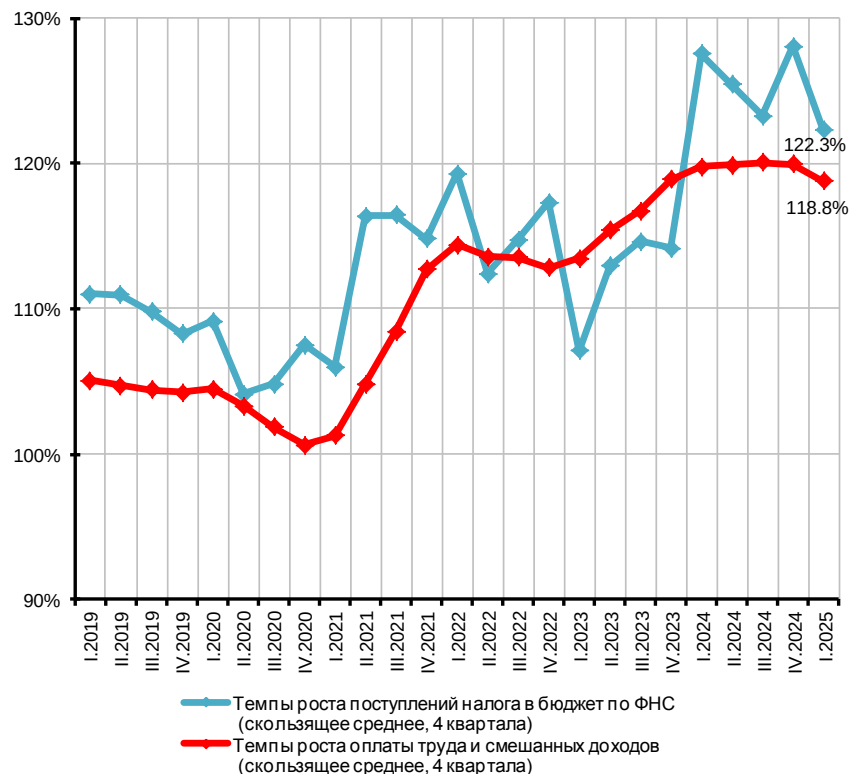
В I кв. 2025 г. бюджетный импульс продолжил поддержку экономики, но уже с меньшей силой (+0.7% ВВП относительно +2.7% ВВП в IV кв. 2024 г.) В соответствии с актуальными планами мы ожидаем затухание бюджетного импульса в течение года. Запланированная консолидация, хотя и необходима для повышения устойчивости бюджета, может стать сдерживающим рост экономики фактором. Это требует взвешенного подхода к корректировке бюджетной политики, балансирующего между поддержкой роста и бюджетной устойчивостью.

Структура доходов бюджетной системы

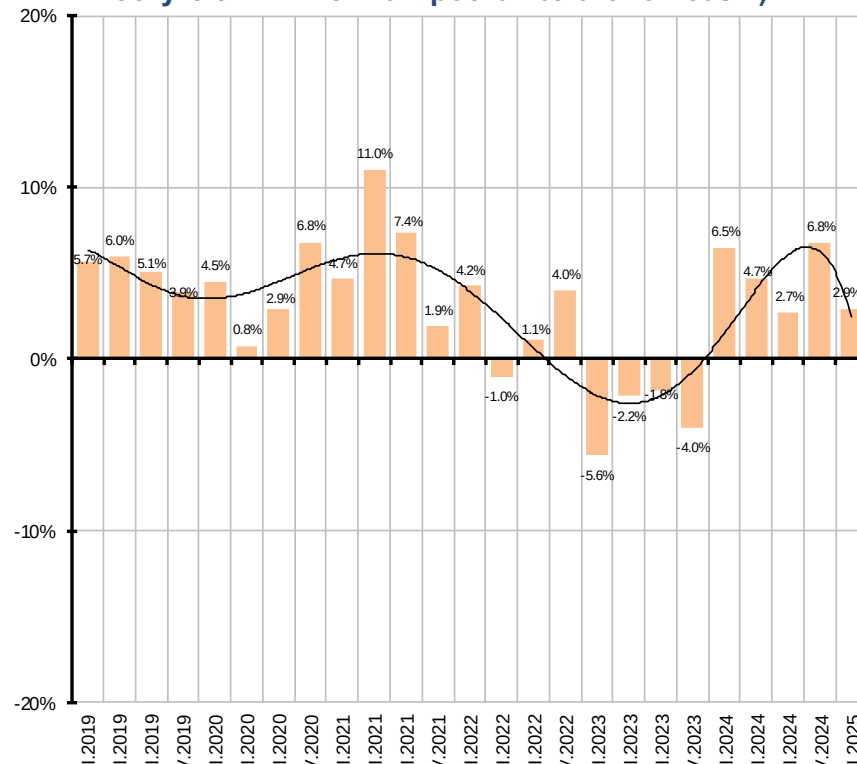
Млрд руб.	3 мес. 2025			3 мес. 2024			Среднее (3 мес. 2019-2025 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	17 489	7,6%	100,0%	16 248	39,0%	100,0%	13,5%	100,0%
Нефтегазовые доходы в том числе	2 642	-9,8%	15,1%	2 928	79,1%	18,0%	14,7%	18,1%
Нефть и нефтепродукты	1 466	-12,8%	8,4%	1 680	82,7%	10,3%	9,8%	12,2%
Газ и газовый конденсат	557	0,2%	3,2%	556	10,4%	3,4%	12,2%	4,2%
Налог на дополнительный доход	486	-17,2%	2,8%	587	177,8%	3,6%	96,1%	1,5%
Ненефтегазовые доходы в том числе	14 847	11,5%	84,9%	13 319	32,5%	82,0%	14,6%	81,0%
Налоги на доходы и прибыль	4 184	14,0%	23,9%	3 671	15,0%	22,6%	13,2%	24,2%
Налоги на потребление	4 337	9,8%	24,8%	3 951	20,2%	24,3%	13,9%	24,8%
Налоги на имущество	413	7,4%	2,4%	385	-12,5%	2,4%	15,0%	2,6%
Налоги, сборы и платежи за добычу ресурсов	135	25,8%	0,8%	107	-3,5%	0,7%	23,2%	0,7%
Таможенные пошлины	302	-31,5%	1,7%	440	61,7%	2,7%	16,6%	2,1%
Страховые взносы	3 732	15,4%	21,3%	3 236	51,5%	19,9%	15,2%	19,2%
Прочие доходы	1 744	14,1%	10,0%	1 529	147,8%	9,4%	32,2%	7,5%

По итогам января-марта 2025 г. *доходы бюджетной системы в целом* превысили аналогичный показатель 2024 г. (+7.6%) за счет роста ненефтегазовых доходов. В свою очередь, нефтегазовые доходы по отношению к прошлому году снизились на 9.8%, что определялось более низкими ценами на энергоносители. Прирост ненефтегазовых доходов обеспечен, преимущественно, увеличением поступлений налогов на доходы и прибыль (в связи с принятыми налоговыми новациями), НДС, акцизов, а также страховыми взносами и прочими неналоговыми доходами (высокие процентные доходы от размещения бюджетных средств и др.). Снижение поступлений таможенных пошлин определяется отменой экспортных пошлин на удобрения и прекращением действия экспортных пошлин, привязанных к курсу 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)» (оценка ЦМАКП за 4 кв. по данным Росстата).

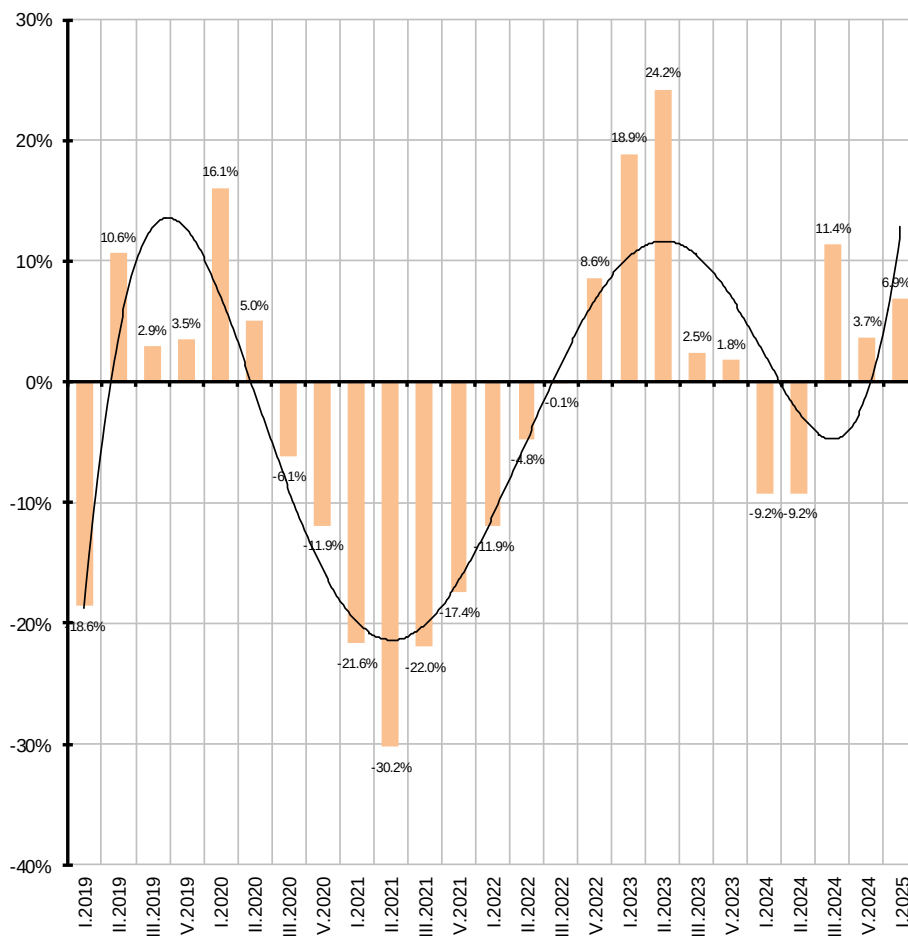
В I кв. 2025 г. поступления НДФЛ сохранили положительную динамику, хотя и замедлились до 122.3% (скользящее среднее за 4 квартала) против 128.1% в 4 кв. 2024 г. Это замедление соответствует тенденции в налоговой базе - росту оплаты труда и смешанных доходов, который также снизил темпы. При этом сборы НДФЛ продолжают опережать рост налоговой базы благодаря эффекту от введения прогрессивной шкалы и улучшению администрирования. В ближайшей перспективе динамика поступлений будет зависеть от динамики доходов населения и совокупного эффекта налоговой реформы.

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

Источники данных: Росстат, ФНС

Налог на прибыль

Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



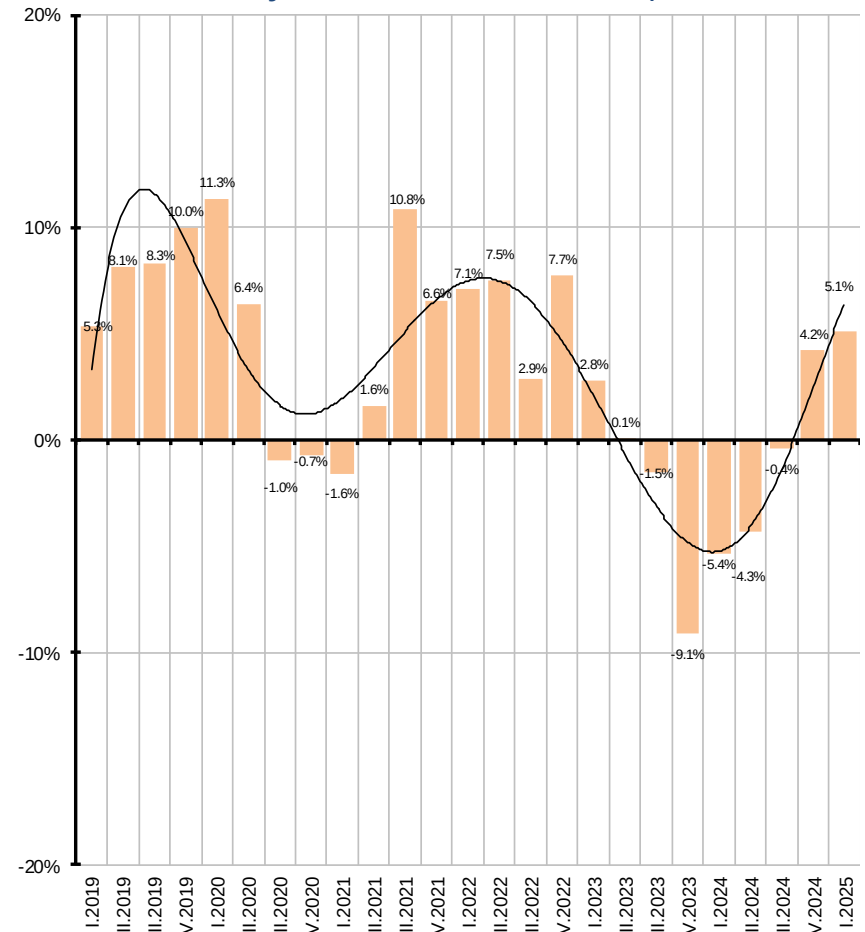
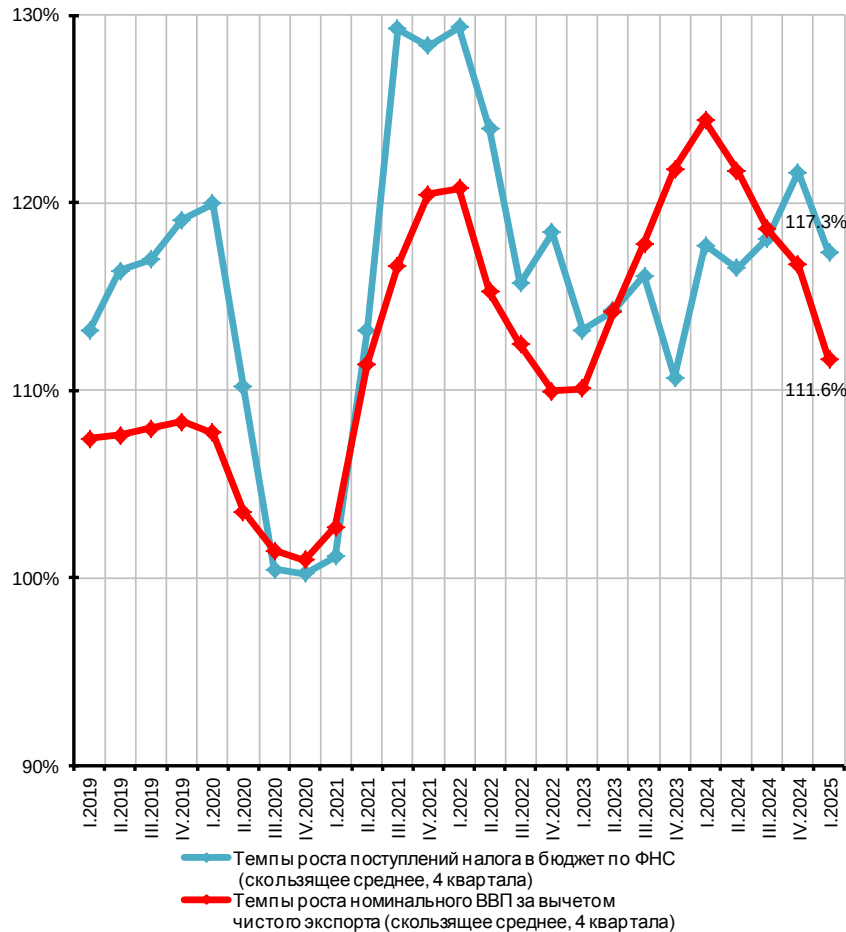
По итогам I кв. 2025 г. в целом можно отметить незначительное снижение прибыли прибыльных компаний относительно прошлого года. Наблюдаемый при этом прирост поступлений налога на прибыль определяется повышением налоговой ставки в результате принятых налоговых новаций, что отражает также рост собираемости налога.

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

Источники данных: Росстат, ФНС

Налог на добавленную стоимость

Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



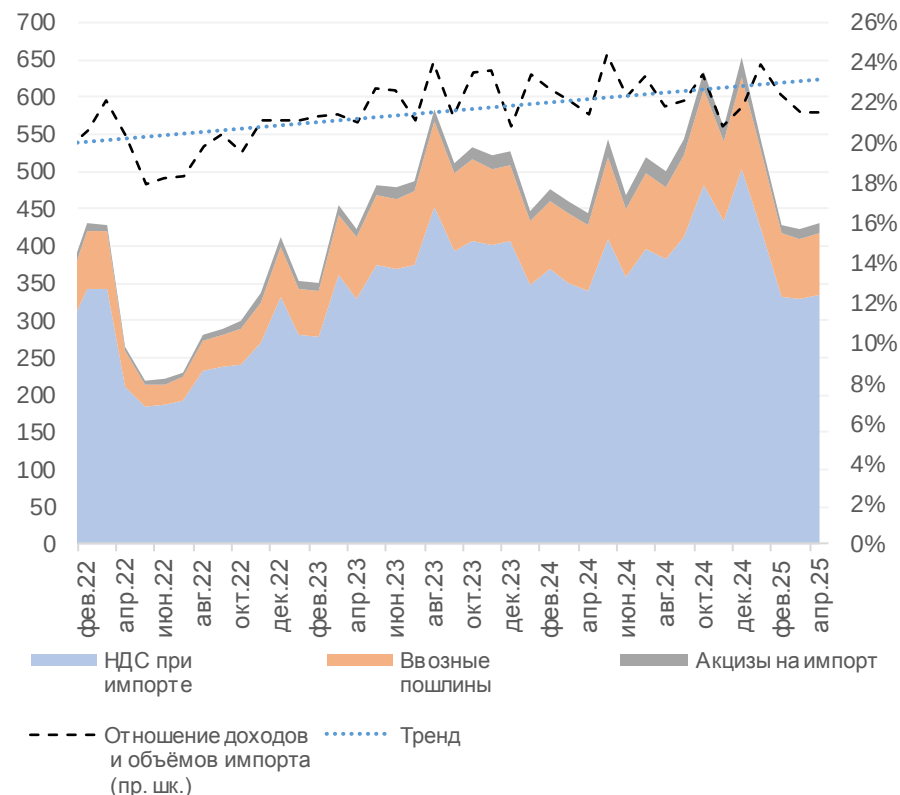
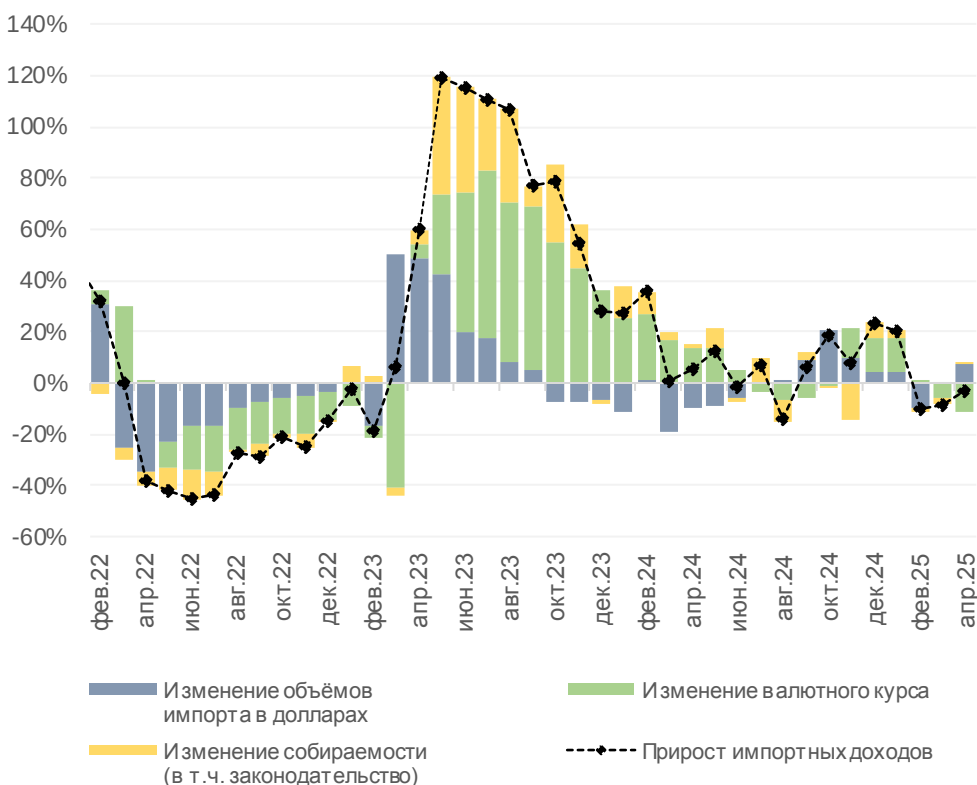
По итогам I кв. 2025 г. *прирост поступлений* в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России, существенно превысил расширение оперативного «прокси-индикатора» налоговой базы – ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта (оценка ЦМАКП за 1 кв.).

Более высокие *темпы роста поступления «внутреннего» НДС* определяются расширением числа плательщиков НДС (за счёт определённых организаций и предпринимателей, применяющих упрощённую систему налогообложения), возросшими ставками на отдельные продукты и виды деятельности, ростом потребления и оборота розничной торговли (в том числе, в новых регионах), а также результатом работы по увеличению собираемости налога.

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

Источники данных: Росстат, ФНС

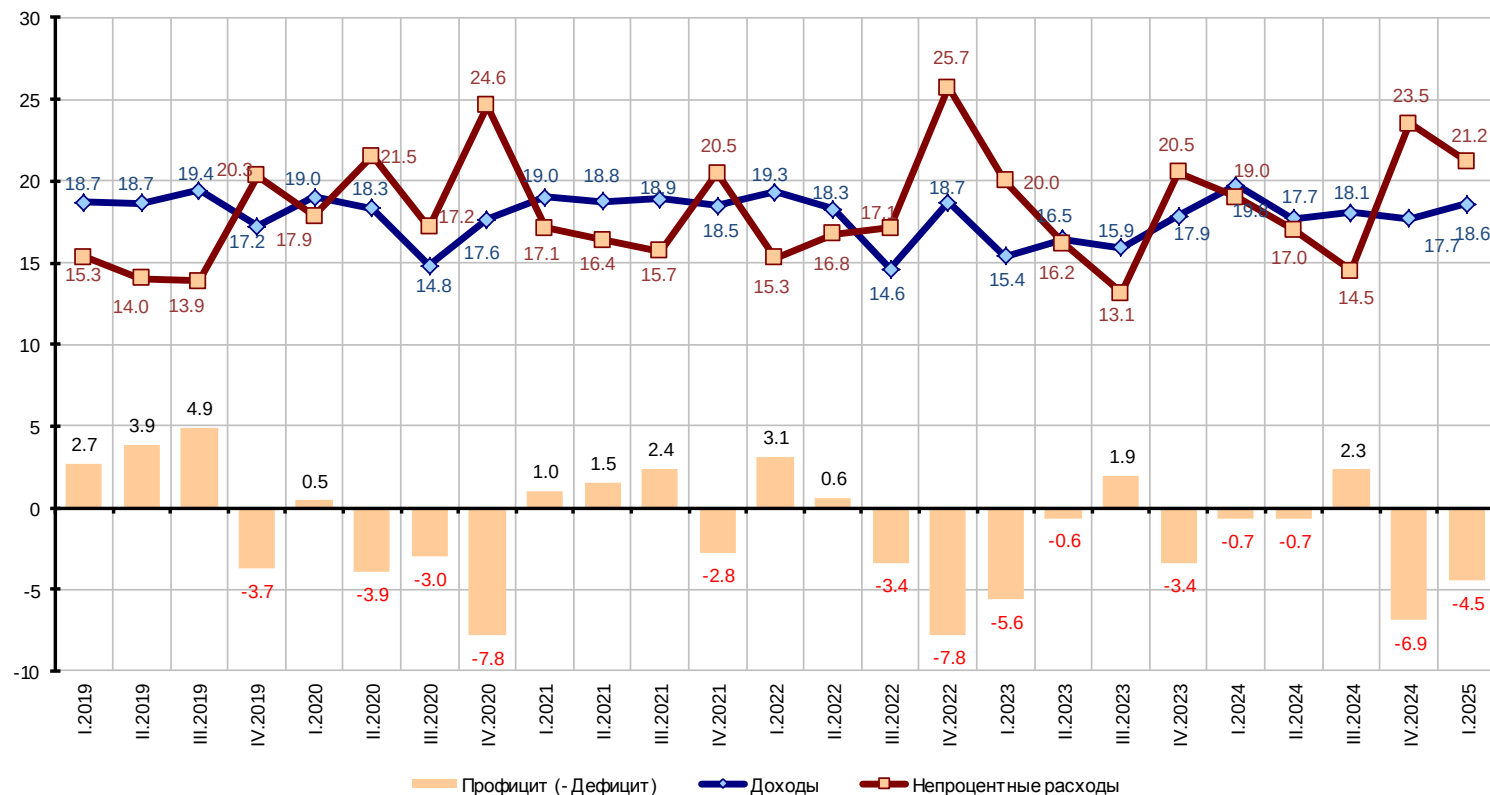
Бюджетные доходы от импорта



Доходы федерального бюджета, связанные с импортом, включают ввозные НДС, пошлины и акцизы. По итогам апреля их совокупный объём составил 1.82 трлн руб. (14.9% от всех доходов), снизившись на 0.4% относительно января-апреля 2024 г. Следует отметить спад поступления ввозных пошлин (-2.0%) и акцизов (-13.4%) в связи со снижением импорта подакцизной продукции. При этом фиксируется небольшой прирост поступлений ввозного НДС (+0.6%), что отчасти определяется принятыми мерами по борьбе с неуплатой налога.

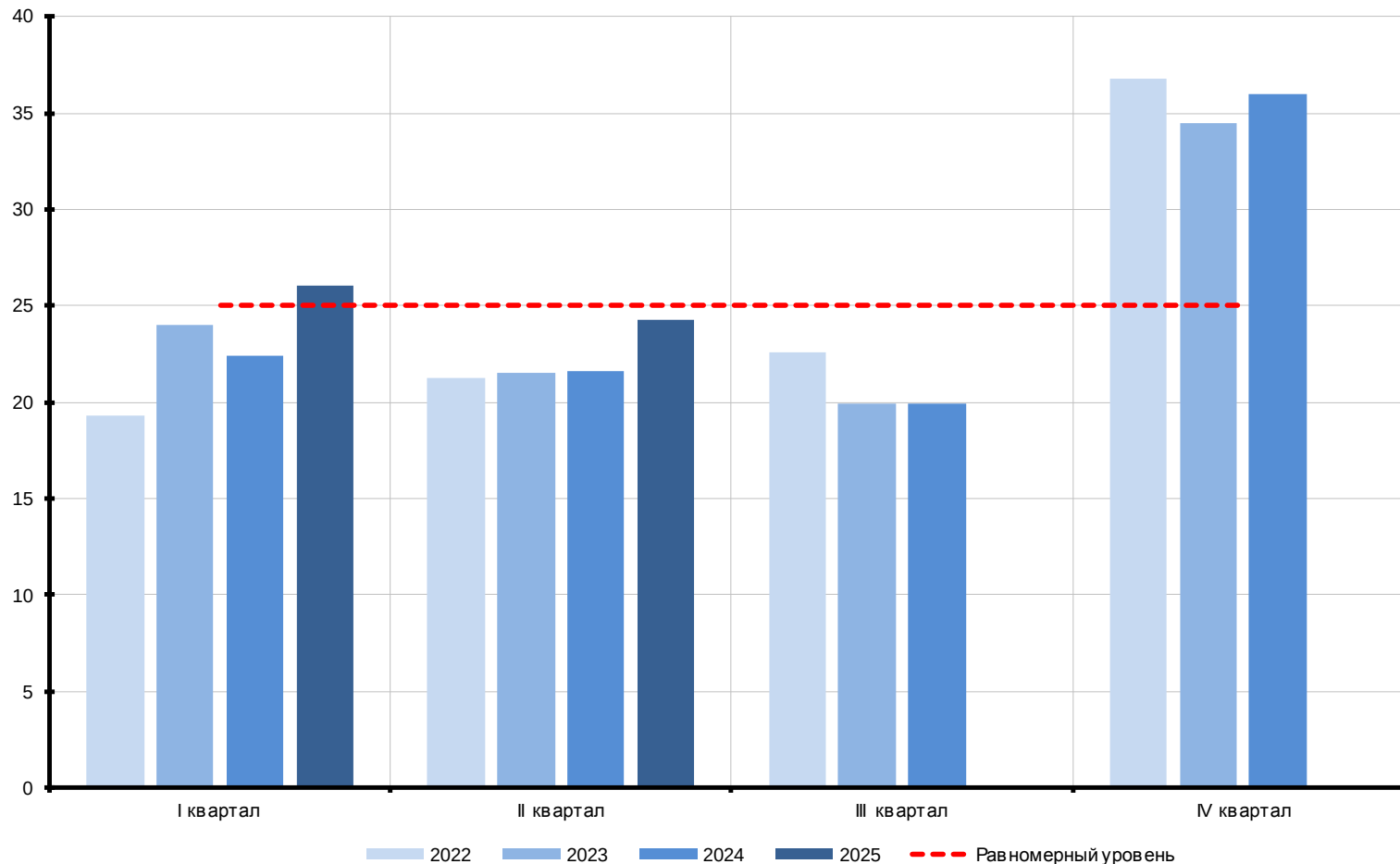
В качестве основных факторов, влияющих на динамику «импортных» доходов, можно рассматривать динамику объёма импорта в долларах, курса рубля, а также фактор собираемости, включая изменения в законодательстве. Несмотря на некоторое увеличение объёмов импорта в долларовом выражении (+0.5%), укрепление курса рубля (среднее значение за январь-апрель 2025 г. и 2024 г. – 90.8 руб./долл. и 91.3 руб./долл., соответственно) является основным фактором снижения бюджетных доходов от импорта – особенно в марте-апреле 2025 г.

Федеральный бюджет



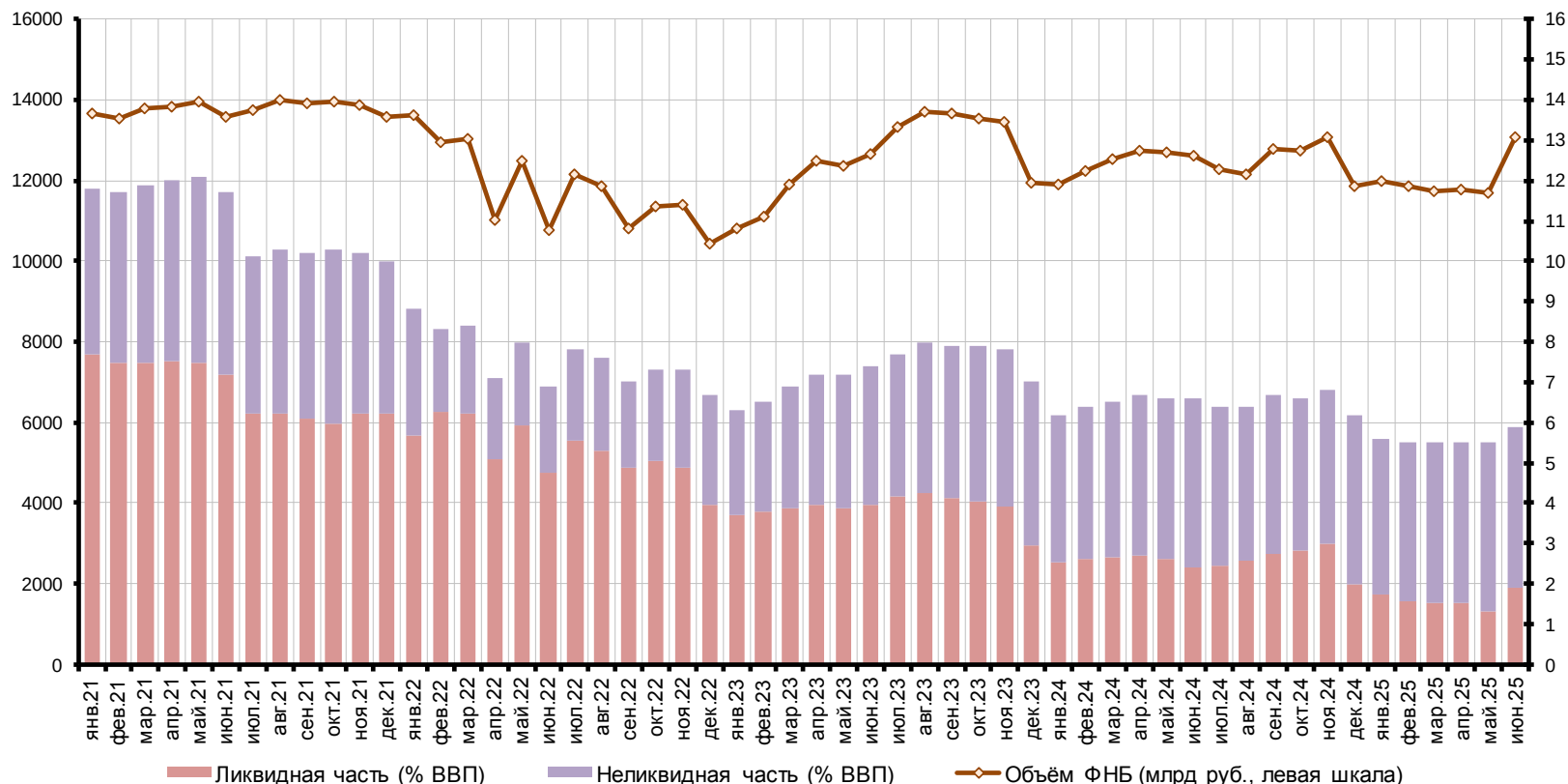
По итогам I кв. 2025 г. доходы *федерального бюджета* составили 9.05 трлн руб., расходы – 11.22 трлн руб., дефицит – 2.17 трлн руб. (18.6%, 23.1% и 4.5% квартального ВВП*, соответственно). По сравнению с аналогичным периодом 2024 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 3.8%. Наблюдается снижение объема нефтегазовых поступлений на 9.8% за счёт более низких цен на нефть (62.8 долл./барр. в 1 кв. 2025 г. против 68.1 долл./барр. в 1 кв. 2024 г.) и укрепления национальной валюты (83.7 руб./долл. против 94.4 руб./долл.). В свою очередь, нефтегазовые доходы выросли на 10.6%, что в наибольшей степени было обеспечено ростом поступлений внутреннего НДС, акцизов и налога на прибыль. В целом, динамика исполнения федерального бюджета по доходам составляет 23.5%, что соответствует актуальным планам. В I кв. 2025 г. наблюдался существенный рост непроцентных расходов федерального бюджета, объем которых составил 21.2% квартального ВВП, что значительно превышает многолетний уровень для данного временного периода. В результате существенного прироста доходов дефицит бюджета составил 4.5% квартального ВВП (2.2 трлн руб.) – более половины от запланированного дефицита на 2025 г.

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение расходов федерального бюджета за II кв. 2025 г. составило 24.3% от пересмотренного уровня бюджетных расходов. Как и в прошлом квартале, высокие темпы исполнения определяются ускоренным заключением госконтрактов и опережающим авансированием расходов в апреле-июне. Уровень бюджетных назначений, утверждённый на 2025 г., превышает фактические расходы за 2024 г. на 5.2%, при этом объём расходов за январь-июнь 2025 г. превышает аналогичный показатель прошлого года на 20.2%. Наблюдаемые показатели свидетельствуют о значительном увеличении темпов исполнения расходов. При условии отсутствия наращивания предельной величины расходов, продолжение такой динамики может обеспечить более равномерное кассовое исполнение расходов федерального бюджета в течение 2025 г. Такие планы на этот год ранее также озвучивали представители Министерства финансов.

Фонд национального благосостояния



На начало июля 2025 г. *объем ФНБ* составил 5.9% ВВП или 13.1 трлн руб., увеличившись на 1.4 трлн руб. относительно начала июня. Минфин оценивает объем ликвидной части ФНБ, размещенной на счетах в Банке России, в 4.13 трлн руб. или 1.9% ВВП. Ликвидная часть увеличилась на 1.3 трлн руб. в результате зачисления на счёт Фонда дополнительных нефтегазовых доходов, образованных по итогам 2024 г. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 214.8 млрд юаней, 212 т золота. По итогам июня объем неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 8.96 трлн руб. или 4.0% ВВП, увеличившись на 100.3 млрд руб. за счёт роста акций ПАО «Сбербанк» (+86.7 млрд руб.), ПАО «ВТБ» (+13.9 млрд руб.) и новых инвестиций. В июне средства Фонда, полученные за счёт продажи золота и частичного погашения ранее приобретённых облигаций, были размещены на депозите в ВЭБ.РФ (1 млрд руб.), а также направлены на приобретение облигаций АО «ГТЛК» (3.4 млрд руб.) и ГК «Ростех» (11.8 млрд руб.).



Материал подготовили:

Руководитель направления, к.э.н.

Руководитель направления, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт, к.э.н.

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Ведущий эксперт

Эксперт

Эксперт

Белоусов Д.Р.

Сальников В.А.

Ипатова И.Б.

Михайленко К.В.

Михеева О.М.

Поляков И.В.

Ахметов Р.Р.

Галимов Д.И.

Дешко А.В.

Медведев И.Д.

Панкова В.А.

Сабельникова Е.М.

Аблаев Э.Ю.

Ломоносов Д.К.