



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

21.02.2025

В данной научной работе использованы результаты проекта ТЗ-52, выполненного в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2024 году.

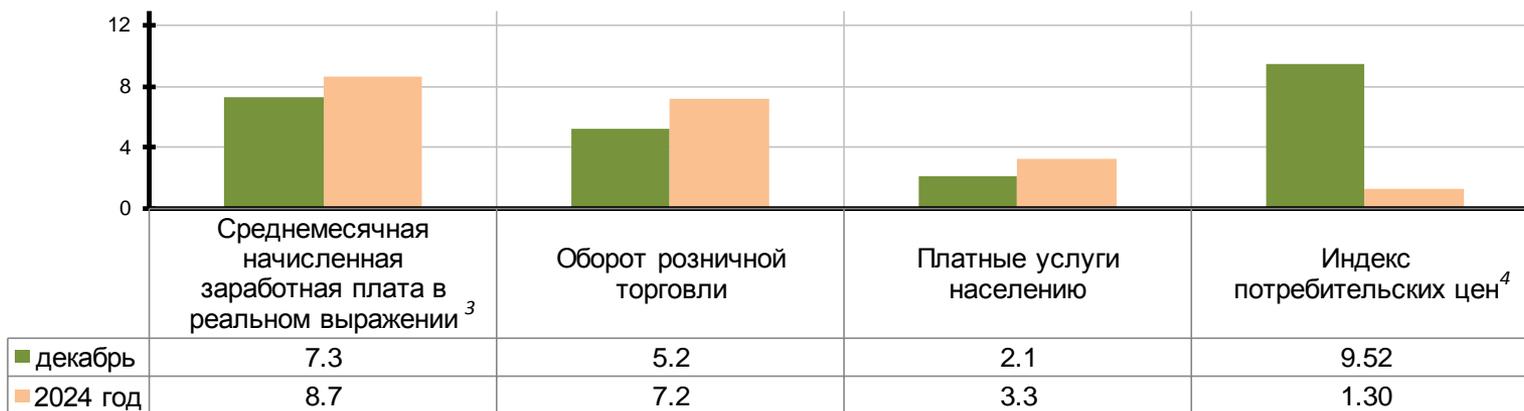
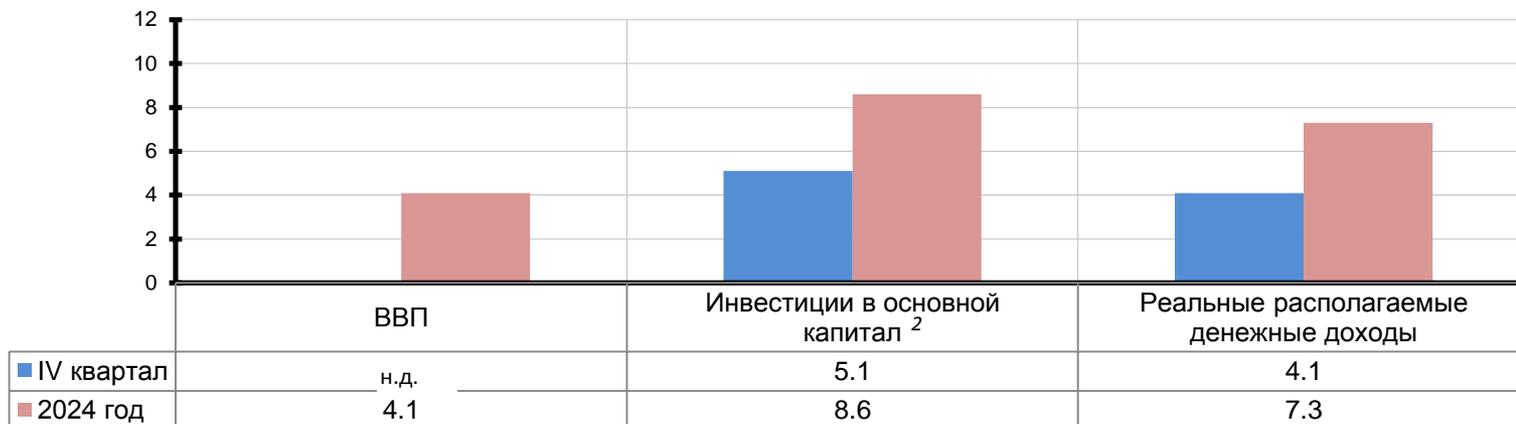
Макроэкономика. Главное.

- **Высокочастотные данные об экономической динамике** в декабре показывают, что в российской экономике произошел заметный «подскок», связанный, в значительной мере, с производством промышленной продукции. К сожалению, более детальный анализ демонстрирует, что со стороны спроса речь идет, в основном, о потреблении населения, потенциал которого ограничен со стороны возможностей для компаний и дальше повышать оплату труда, с одной стороны, и снижения нормы потребления населения – с другой. Кроме того, остановился рост импорта, вероятно, балансирующий ресурсы рынка в условиях стагнации потребительских отраслей.
- В декабре зафиксирован резкий скачок **выпуска в промышленности**: прирост по сравнению с ноябром оценивается в 2.3% (сезонность устранена), индекс относительно соответствующего периода предшествующего года (СППГ) подскочил до 108.2% после 103.5% в ноябре. Рекордный итог декабря обеспечен преимущественно за счет увеличения выпуска в видах деятельности с преобладанием продукции ОПК. За вычетом этих производств прирост в декабре по сравнению с ноябром оценивается в 1.2%, а индекс СППГ – в 101.3%. Рост производства по «чисто гражданским» видам деятельности в декабре обусловлен восстановлением производства нефтепродуктов и краткосрочным, конъюнктурным увеличением выпуска пищевых продуктов. Таким образом, говорить о новой фазе промышленного подъема не приходится.
- В **строительстве** в конце года вновь подскочила экономическая активность (октябрь: +0.4%, ноябрь: +0.7%, декабрь: +3.9%, сезонность устранена). Скорее всего, речь идет о чисто счетном эффекте: необычно большом объеме статистически зафиксированных вводов строительных объектов в конце года.
- На **мировых товарных биржах напряженность** ситуации возросла: индикатор «золото (резервный актив) / медь (инвестиционный товар)», снова возрос, причем цены на золото вышли на исторический максимум, а на медь – скорее стабильны. На фондовых рынках США к началу февраля произошла нормализация. Уровень спреда (реверсного) доходности между кратко- и долгосрочными гособязательствами стал положительным. К февралю 2025 г. форма кривой доходности приобрела нормальный вид.
- Сезонно скорректированный **индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей** в январе резко подскочил, вернувшись в зону «надежно позитивных» оценок. Факторы такого изменения, вероятно, в целом высокие первые экономические итоги года, «разворот» обменного курса рубля, ослабление которого не закрепилось, несмотря на «новые санкции», и приход новой администрации США, более настроенной на сотрудничество с Россией.
- На **рынке труда** к концу года тенденции, сформировавшиеся в 2022-2023 гг., начинают исчерпываться. С одной стороны, уровень безработицы в последние месяцы года перестал снижаться, стабилизировавшись на исторически минимальном уровне (сезонность устранена). С другой стороны, после периода роста вновь стала намечаться стабилизация уровня спроса на труд (сезонность устранена). Если данные тенденции закрепятся, это будет свидетельством того, что российская экономика действительно стала втягиваться в стагнацию.
- **Давление оплаты труда на добавленную стоимость** продолжает расти. В числе лидеров, где уже произошел выход на исторические максимумы – обрабатывающая промышленность, ИКТ и строительство.

Макроэкономика. Главное - 2.

- К возможному ухудшению ситуации с платежами может привести падение **ликвидности хозяйственного оборота** вследствие снижения доступности кредита и резкого замедления динамики средств на рублевых расчетных счетах предприятий. По всей видимости, компании, в достаточной степени обеспеченные денежными средствами, перенаправляют их из производственного оборота на срочные депозиты (стимул – высокие ставки), одновременно наращивая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками.
- **Экспорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) в начале 2025 г., в целом, сохранил тенденции, сложившиеся еще с середины прошлого года – в целом, медленного, но поступательного снижения. **Импорт товаров** (в текущих ценах, сезонность устранена) в целом неустойчиво растёт.
- В январе 2025 г. произошло заметное укрепление рубля. **Курс бивалютной корзины** (доллар США, евро) к рублю за этот период снизился на 13.3% и составил 100.2 руб. за корзину на 01.02.2025.
- Фундаментальным фактором ослабления рубля в последние месяцы являлся сезонное снижение **потребности в валюте** для покупки импорта, который традиционно в начале года находится на минимальных отметках. Кроме того, существенному укреплению российской валюты способствовали: рост объема чистых продаж валютной выручки экспортерами; поступление на российский рынок ранее «зависших» платежей по экспорту (по мере адаптации каналов расчетов после введения санкций против российских банков), ожидание улучшения геополитической ситуации на фоне результатов выборов Президента в США.
- В сентябре рост **реальной заработной платы** затормозился (III кв.: +0.5% в среднем за месяц, октябрь: +0.6%, ноябрь: 0.0% сезонность устранена). Пока не вполне ясно, начался ли «разворот» тенденции ускоренного роста заработной платы из-за ограниченных возможностей повышения зарплаты компаниями – или оно продолжится из-за недостатка предложения труда. В целом динамика **реальных располагаемых доходов населения**, по состоянию на IV кв., похоже, стабилизируется (III кв.: +1.6%, IV кв.: -0.5% за период, сезонность устранена).
- **Потребление населения** по состоянию на декабрь вернулось к медленному поступательному росту (октябрь: 0.0%, ноябрь: +0.1%, декабрь: +0.5%, сезонность устранена). Формально, этот рост имеет практически фронтальный характер, но его устойчивость в условиях ограниченности возможностей повышения оплаты труда компаниями и, вдобавок, снижения склонности населения к потреблению – под очевидным вопросом.
- **Инфляция** в январе-феврале остаётся высокой, хотя и начала подавать первые признаки снижения. В феврале, с учётом информации на 17.02, индекс потребительских цен оценивается в 0.8% или 10.0-10.1% к февралю 2024 г. За этим скачком, вероятно – сочетание последствий ослабления рубля с эффектом «переноса в цены» высокой ключевой стави Банка России. По данным о еженедельной инфляции, рост цен стал замедляться – и если в текущем году не произойдёт существенных внешних шоков, можно ожидать, что инфляция в текущем году не превысит 7%.
- **На рынках промышленной продукции** по состоянию на декабрь «в среднем» возобновился ползучий – низкотемповый, но фронтальный, охвативший, в той или иной степени, буквально все отрасли, рост цен.

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

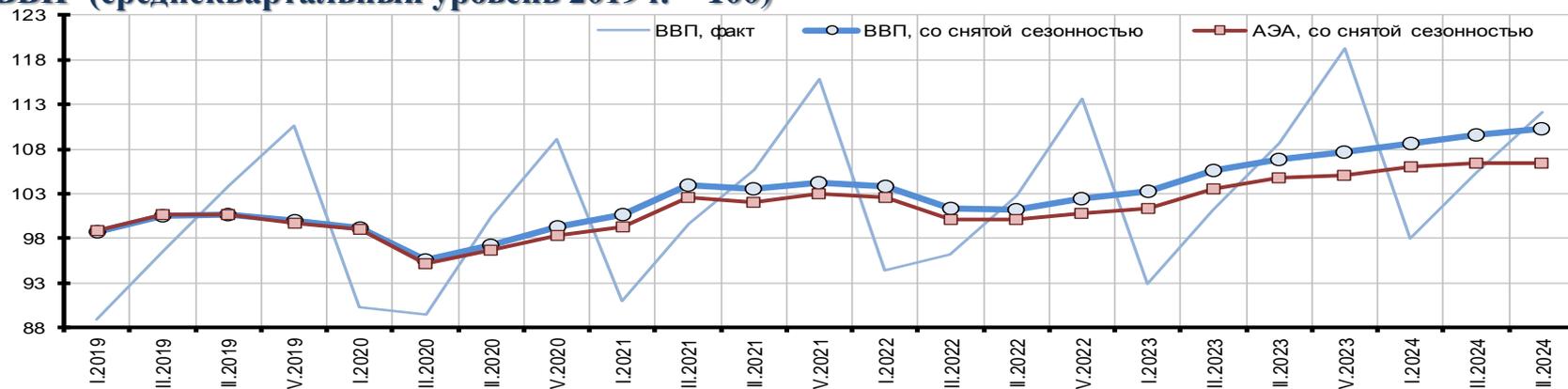
² соответственно III квартал 2024 г. к III кварталу 2023 г. и январь-сентябрь 2024 г. к январю-сентябрю 2023 г.

³ соответственно ноябрь 2024 г. к ноябрю 2023 г. и январь-ноябрь 2024 г. к январю-ноябрю 2023 г.

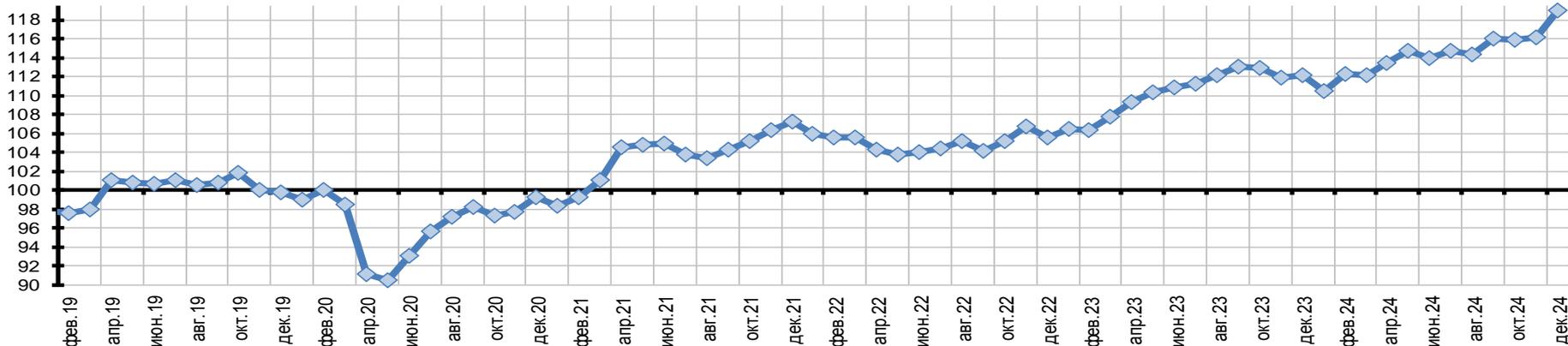
⁴ соответственно декабрь 2024 г. к декабрю 2023 г. и за период с начала 2025 г. по 3 февраля

Динамика ВВП и агрегата экономической активности (АЭА)¹

ВВП² (среднеквартальный уровень 2019 г. = 100)³



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



Высокочастотные данные об *экономической динамике* в декабре показывают, что в российской экономике произошел заметный «подскок», связанный, в значительной мере, с производством промышленной продукции. К сожалению, более детальный анализ показывает, что со стороны спроса речь идёт, в основном, о потреблении населения, потенциал которого ограничен со стороны возможностей для компаний и дальше повышать оплату труда, с одной стороны, и снижения нормы потребления населения – с другой. Кроме того, «остановился» рост импорта, вероятно, балансировавший ресурсы рынка в условиях стагнации потребительских отраслей (прирост промышленного производства связан, во многом, с выпуском оборонной продукции).

Обращает на себя внимание нарастающий *разрыв между ВВП и АЭА* (со снятой сезонностью). Он связан либо с оживлением в слабо непосредственно статистически наблюдаемых секторах (госуправление, прирост на 12.4% в III кв.), не попадающих в АЭА, либо с перераспределением добавленной стоимости от реального сектора в финансовый (фактор высоких ставок).

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

² Здесь и далее – поквартальные данные по ВВП устарели и не соответствуют годовым данным Росстата. Будут обновлены в апреле 2025 г.

³ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Экономика: что хорошо и что плохо

Хорошо:

- сохраняется рост реальной оплаты труда и в целом реальных доходов населения (по крайней мере, в хорошо статистически наблюдаемой «высокочастотной» части)¹;
- наблюдается заметный рост потребления населения, становящегося драйвером экономического роста;
- приток нефтегазовых доходов довольно устойчиво расширяется¹, бюджет устойчив.

Плохо:

- рост в промышленности связан, во многом, с производством военной продукции. В потребительских и инвестиционных отраслях, в целом, сохраняется стагнация;
- экспорт товаров (по стоимости) продолжает снижаться;
- уровень инфляции довольно высок (февраль к февралю 2023 г., оценка – порядка 10%), одним из факторов является ослабление рубля в конце прошлого года (плюс, как уже отмечалось – «перенос» в цены высоких ставок по кредитам).

Признаки улучшения:

- в целом завершена адаптация российской экономики к новым условиям: структура роста (потребительски-ориентированная) устойчива¹. Соотношение «инфляция / безработица» (кривая Филлипса) остаётся довольно стабильной;
- существенно повысились оценки ситуации менеджерами компаний обрабатывающих отраслей (PMI);
- возрос запас недоиспользуемых производственных мощностей в обрабатывающей промышленности – так, что в этой части уже можно говорить о снижении актуальности мощностных ограничений для выпуска. Наметилось его формирование на транспорте и в логистике;
- уровень страхов населения, несмотря на рост инфляции, находится на исторически минимальном уровне¹.

Признаки ухудшения:

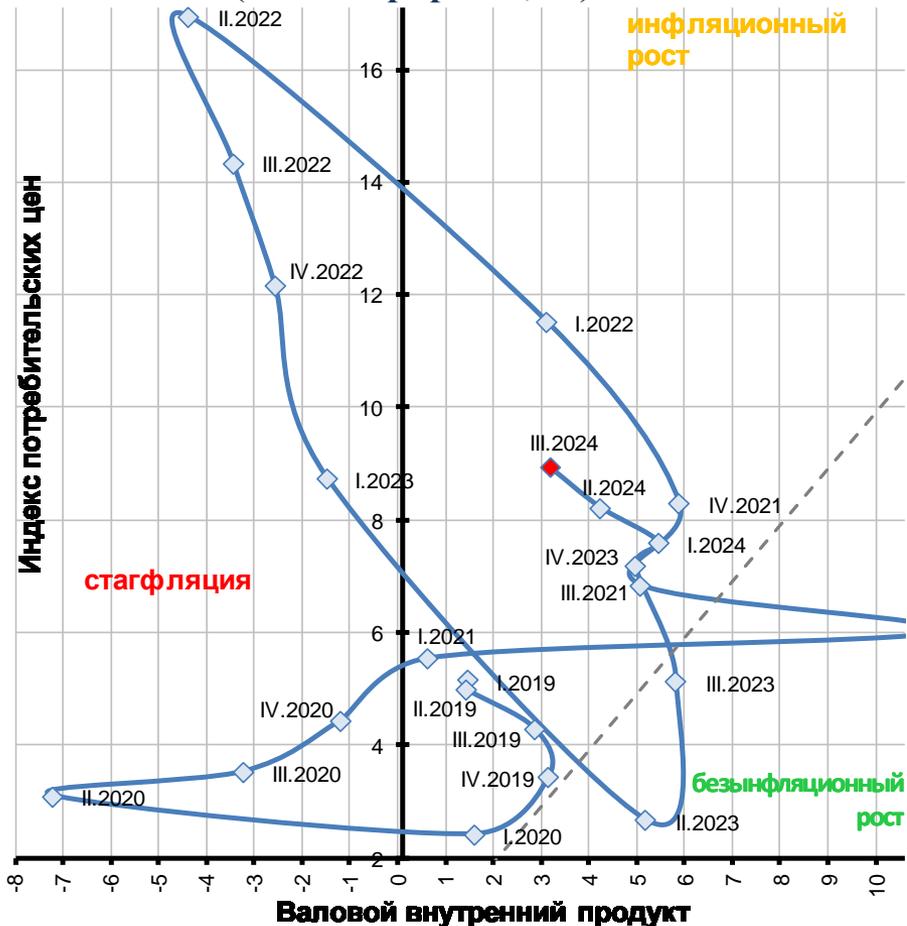
- в ряде отраслей рентабельность сравнялась или стала ниже «стоимости денег», что дестимулирует частные инвестиции¹;
- в структуре ВВП по доходам наметилось ярко выраженное вытеснение заработной платой валовой прибыли (основного инвестиционного ресурса);
- наметился предел возможностей для дальнейшего ускоренного повышения оплаты труда в промышленности – по крайней мере, в ее обрабатывающих отраслях, в ИКТ и в строительстве;
- в отдельных отраслях резко выросла долговая нагрузка. Уже в первом полугодии 2025 г. Россия может столкнуться с цепочкой банкротств компаний¹;
- на рынке труда наблюдается перенапряжение, связанное с резким превышением спроса на труд над его предложением¹;
- быстро ухудшается ситуация с ликвидностью хозяйственного оборота: в условиях очень высоких процентных ставок компании предпочитают держать средства на депозитных счетах, минимизируя остатки на расчётных. Развиваясь, эта ситуация может привести к кризису неплатежей в середине года;
- инфляция по корзине потребления бедного населения (в основе своей – продовольствие) заметно подскочила. Соответственно, индикатор фактического благосостояния бедного населения – размер реальной назначенной пенсии, скорректированный по «инфляции для бедных», резко упал (намного сильнее, чем официальный индикатор, рассчитываемый по среднегодовой инфляции);
- оценки и ожидания развития экономической ситуации населением ухудшаются.

Непонятно / амбивалентно, но, видимо, важно:

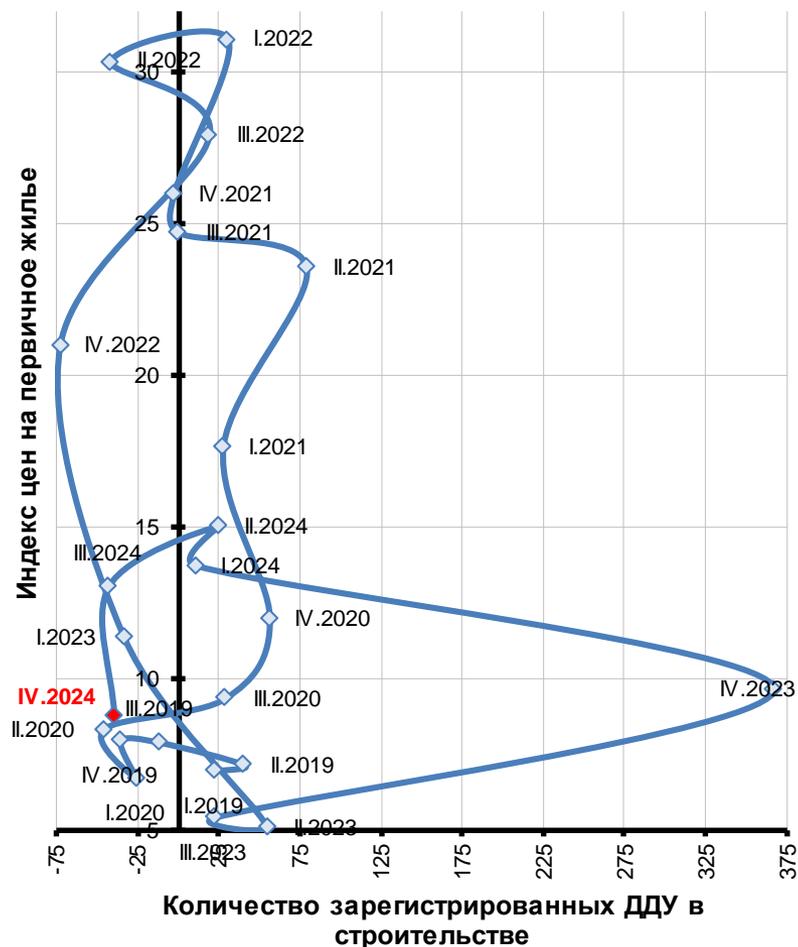
- среди отмечаемых компаниями ограничений роста в обрабатывающих отраслях во II кв. заметны все более сильные ограничения со стороны высоких процентных ставок по кредитам¹;
- в США нормализовалась система спредов по гособязательствам. При этом, на товарных рынках резко ухудшилось соотношение цен «золото/медь». Похоже, что внутренние американские финансовые риски уступают место геополитическим – американские инвесторы «нормализуют» свои портфели госдолга, а внешние (из Китая и арабских стран) вместо американских бумаг вкладываются в золото.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

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



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



В III кв. ситуация в *российской экономике* продолжила медленно ухудшаться. Инфляция усилилась (впрочем, пик, вероятно, пройден), рост постепенно ослабевает, как из-за ограничений со стороны производственного потенциала, так и неадекватно жесткой денежно-кредитной политики Банка России.

На рынке жилья в IV кв. ситуация, похоже, стала (оставаясь в целом, негативной) смещаться «в направлении равновесия»: на фоне падения деловой активности на рынке стали снижаться цены.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

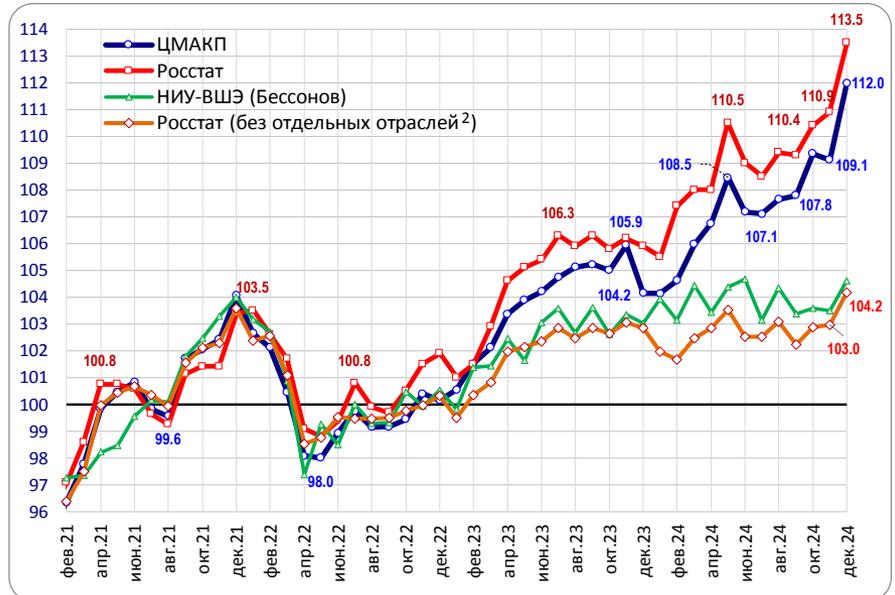
Динамика промышленного производства

темпы прироста, %

	I кв.	II кв.	III кв.	ноябрь	декабрь
Промышленное производство					
<i>к соответ. периоду 2019 года</i>					
данные Росстата	13.6	11.9	17.1	16.1	22.4
оценка ЦМАКП	19.4	13.8	14.5	13.8	14.2
<i>к предыдущему месяцу (сезонность устранена)</i>					
данные Росстата	0.1	0.1	1.3	0.5	2.3
оценка ЦМАКП	0.3	0.2	1.3	-0.2	2.6
Индекс к предыдущему месяцу (сезонность устранена, оценка ЦМАКП)					
Добыча полезных ископаемых	-0.5	-0.3	0.1	-0.2	0.3
Обрабатывающие производства	0.7	0.6	2.1	-0.3	4.4
Производство пищевых продуктов	-0.1	0.2	0.2	-0.9	1.8
Сырьевые производства	0.2	-1.2	0.9	0.2	1.6
Производство нефтепродуктов	0.1	0.5	0.2	-0.8	2.6
Товары инвестиционного спроса	0.6	-0.2	0.9	-1.4	1.4
Производство ТДП	1.3	-4.7	-0.2	-10.6	0.5
Производство непрод. товаров повседневного спроса	2.3	-1.3	2.5	4.2	4.3
Электро-, тепло- и газоснабжение	0.2	-0.8	-0.1	0.1	-1.9

В декабре зафиксирован резкий скачок *выпуска в промышленности*: прирост по сравнению с ноябрём оценивается в 2.3% (сезонность устранена), индекс относительно соответствующего периода предшествующего года (СППГ) подскочил до 108.2% после 103.5% в ноябре. Анализ показывает, что рекордный итог декабря обеспечен преимущественно за счёт увеличения выпуска в видах деятельности с преобладанием продукции ОПК. За вычетом этих производств прирост в декабре по сравнению с ноябрём оценивается в 1.2%, а индекс СППГ – в 101.3% (после 99.9% в ноябре).

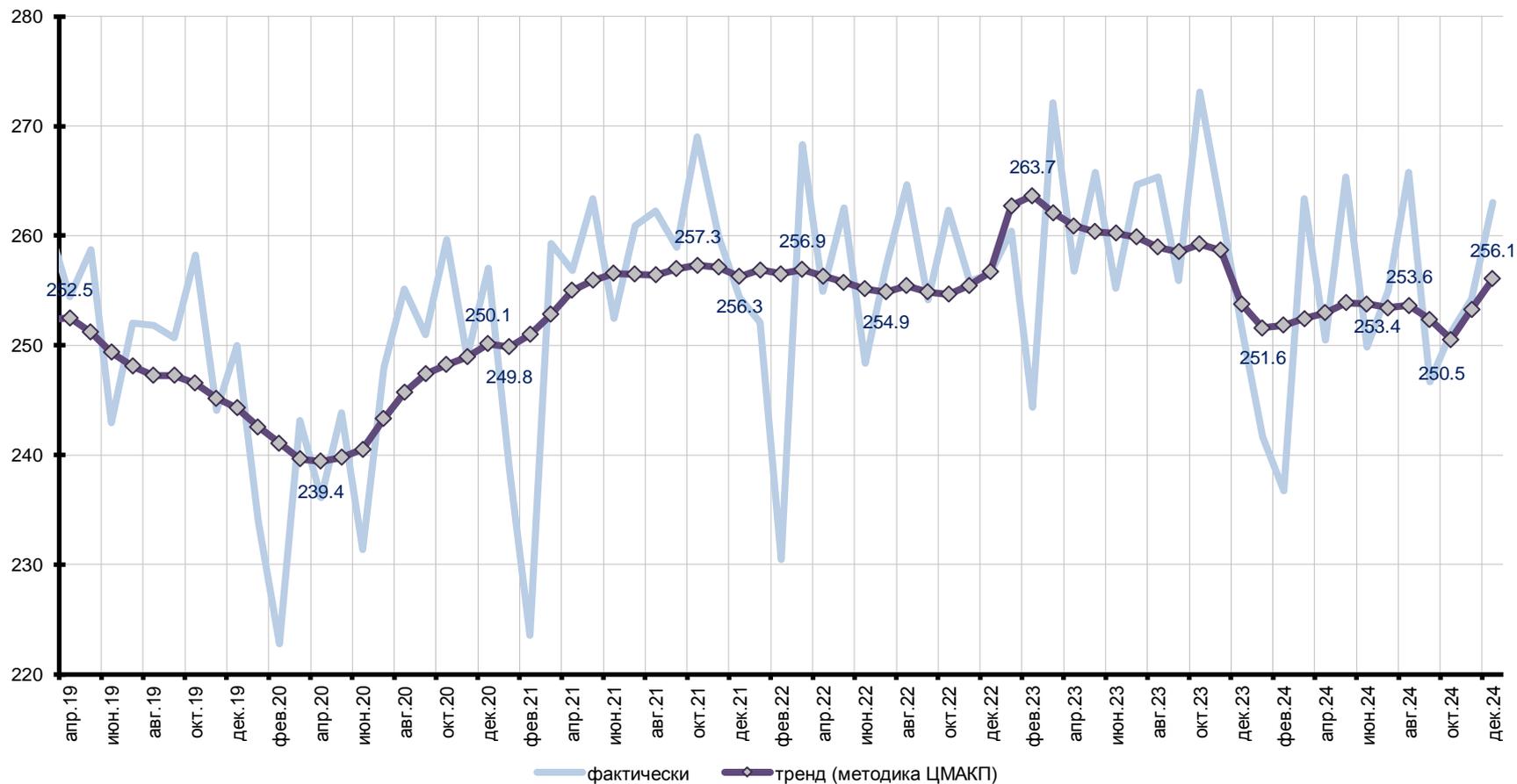
среднемесячный уровень 2019 = 100,
с исключенной сезонностью



Рост выпуска по «чисто гражданским» видам деятельности в декабре обусловлен восстановлением производства нефтепродуктов и краткосрочным, конъюнктурным увеличением выпуска пищевых продуктов. Таким образом, говорить о новой фазе промышленного подъёма не приходится, в первые месяцы 2025 г. следует ожидать существенной отрицательной коррекции выпуска.

* 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

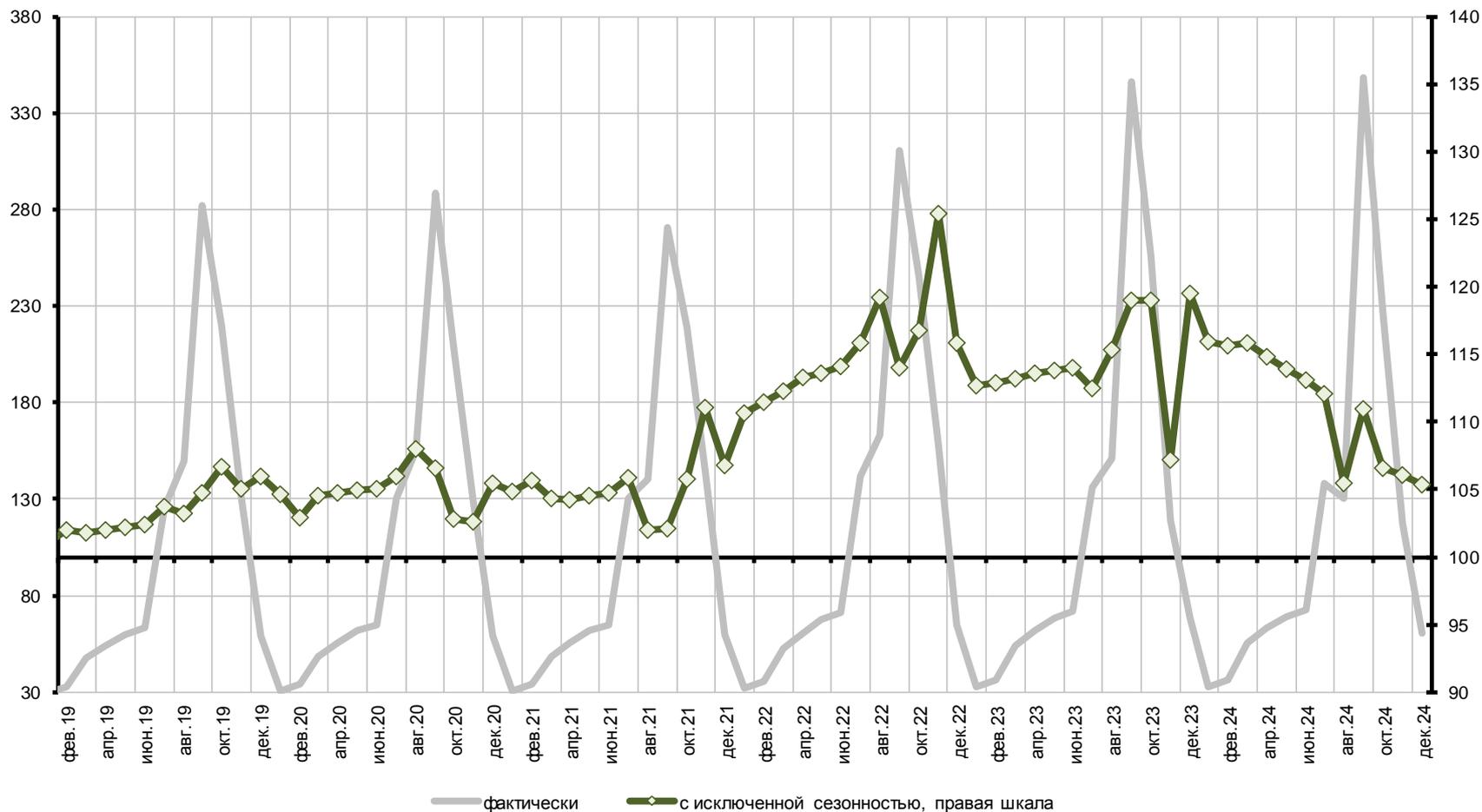
Грузооборот транспорта (млрд т·км, без учета трубопроводного транспорта)¹



Грузооборот транспорта (без учета трубопроводного) в конце года (ноябрь-декабрь) начал быстро восстанавливаться. В основе этого процесса – активизация железнодорожных перевозок за счёт повышения эффективности диспетчеризации (а также действий РЖД по уменьшению количества избыточного порожнего подвижного состава, находящегося на сети в азиатской части страны и создававших там пробки).

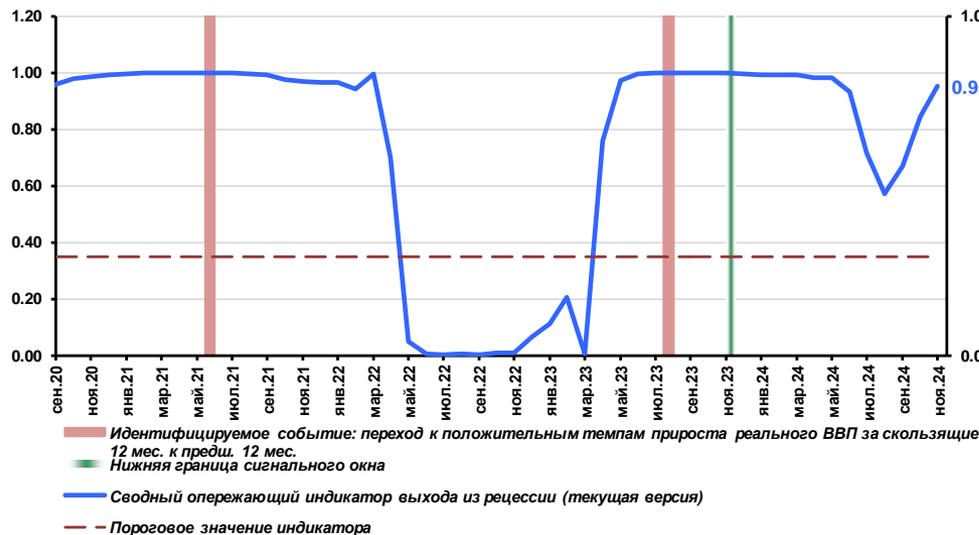
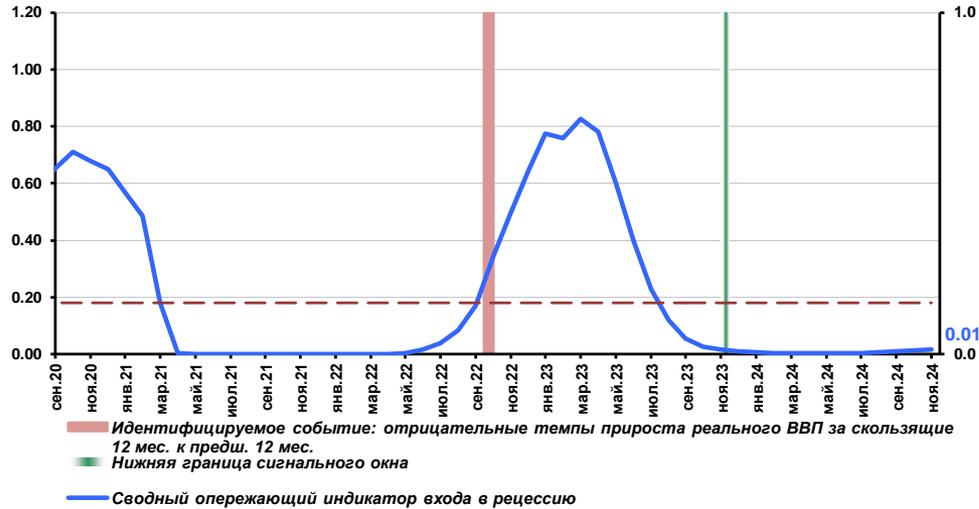
¹ является косвенным индикатором экономической активности

Сельское хозяйство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



В сельском хозяйстве в уровне выпуска в декабре закрепился спад (сезонность устранена). Сочетание негативных природных условий (поздневесенние заморозки) и низкой доступности льготных кредитов для сельхозпроизводителей привело к существенному снижению производства относительно прошлогоднего уровня. В итоге, меры, направленные на сдерживание инфляции, на деле привели к усилению дефицита на рынке и её росту.

Риски: сводные опережающие индикаторы входа и выхода из рецессии



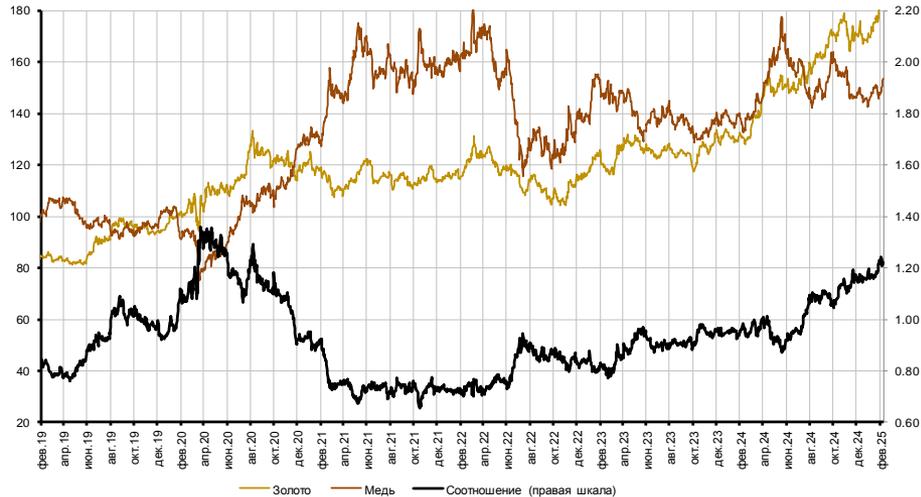
Значение *СОИ* входа российской экономики в рецессию в ноябре немного увеличилось и составило 0.02 (для сравнения месяцем ранее оно было равно 0.01), хотя оно по-прежнему оставалось вдалеке от своего критического порога (0.18). Это свидетельствует об отсутствии в настоящее время сигналов, указывающих на приближение новой рецессии на горизонте последующих двенадцати месяцев. При этом повышению риска возникновения рецессии в ноябре способствовала негативная динамика трех частных опережающих индикаторов, входящих в состав *СОИ* входа в рецессию:

- тенденция роста ставок денежного рынка, обусловленная последовательным ужесточением денежно-кредитной политики;
- снижение сальдо текущих операций платежного баланса России;
- начало постепенного снижения значимости фактора позитивной инерции (существенный рост ВВП за предшествующий скользящий год) вследствие замедления темпов роста физического объема ВВП.

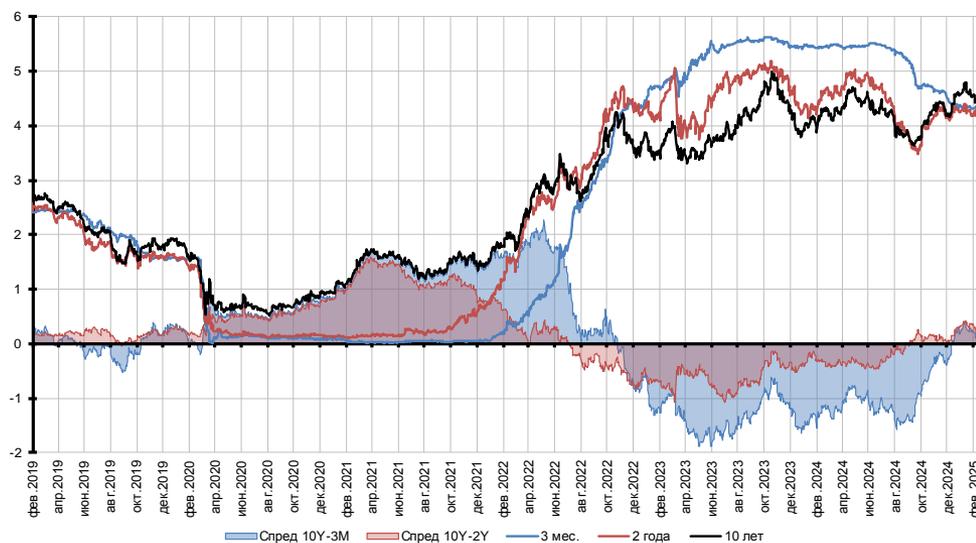
По мере продолжения исчерпания действия фактора позитивной инерции, отмеченные выше негативные факторы будут еще более интенсивно воздействовать на повышение вероятности реализации рецессии.

Индикаторы рисков в мировой экономике

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



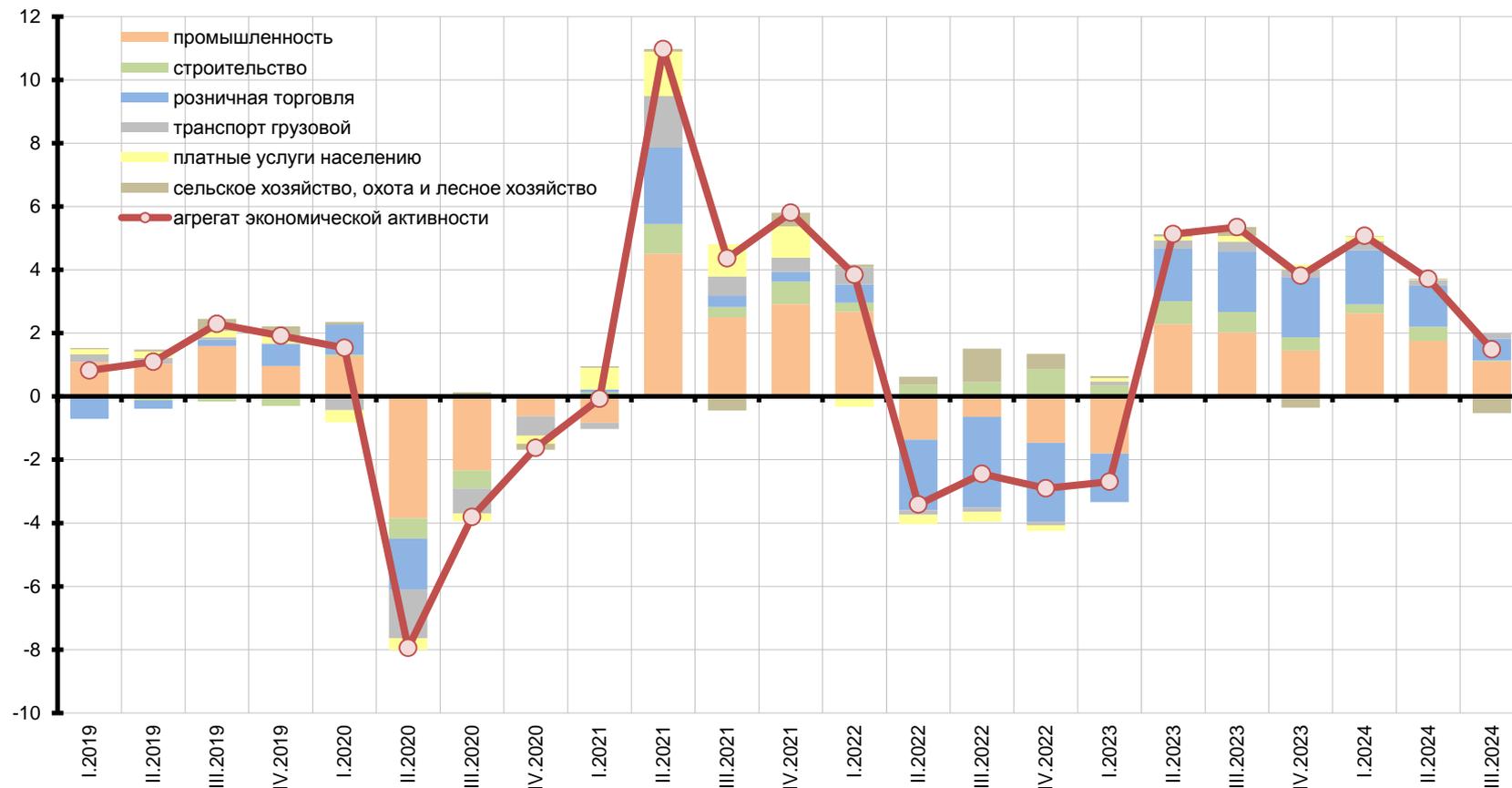
Оценки рисков финансового кризиса в США (доходности ценных бумаг США, % годовых)



На мировых товарных биржах напряженность возросла: индикатор «золото (резервный актив) / медь (инвестиционный товар)», снова возрос – причём цены на золото вышли на исторический максимум (!), а на медь, «в целом» (с учётом очень высокой волатильности) - скорее стабильны.

На фондовых рынках США к началу февраля наблюдается нормализация. Уровень спреда (реверсного) доходности между кратко- и долгосрочными гособязательствами стал положительным. Отрицательный спред, длившийся с октября 2022 г. по декабрь 2024 г., свидетельствовал об ожиданиях антиинфляционной политики, проводимой ФРС. С января 2025 г. на рынке сложились ожидания стабильности текущего уровня ставки, в связи с чем инверсия исчезла. К февралю 2025 г. форма кривой доходности приобрела нормальный вид. В сочетании две тенденции означают, вероятно, усиление воспринимаемых рисков вовне США (поэтому китайские и арабские инвесторы вкладываются в золото, но не в американские активы – с учетом истории с российскими ЗВР) на фоне снижения рисков внутри.

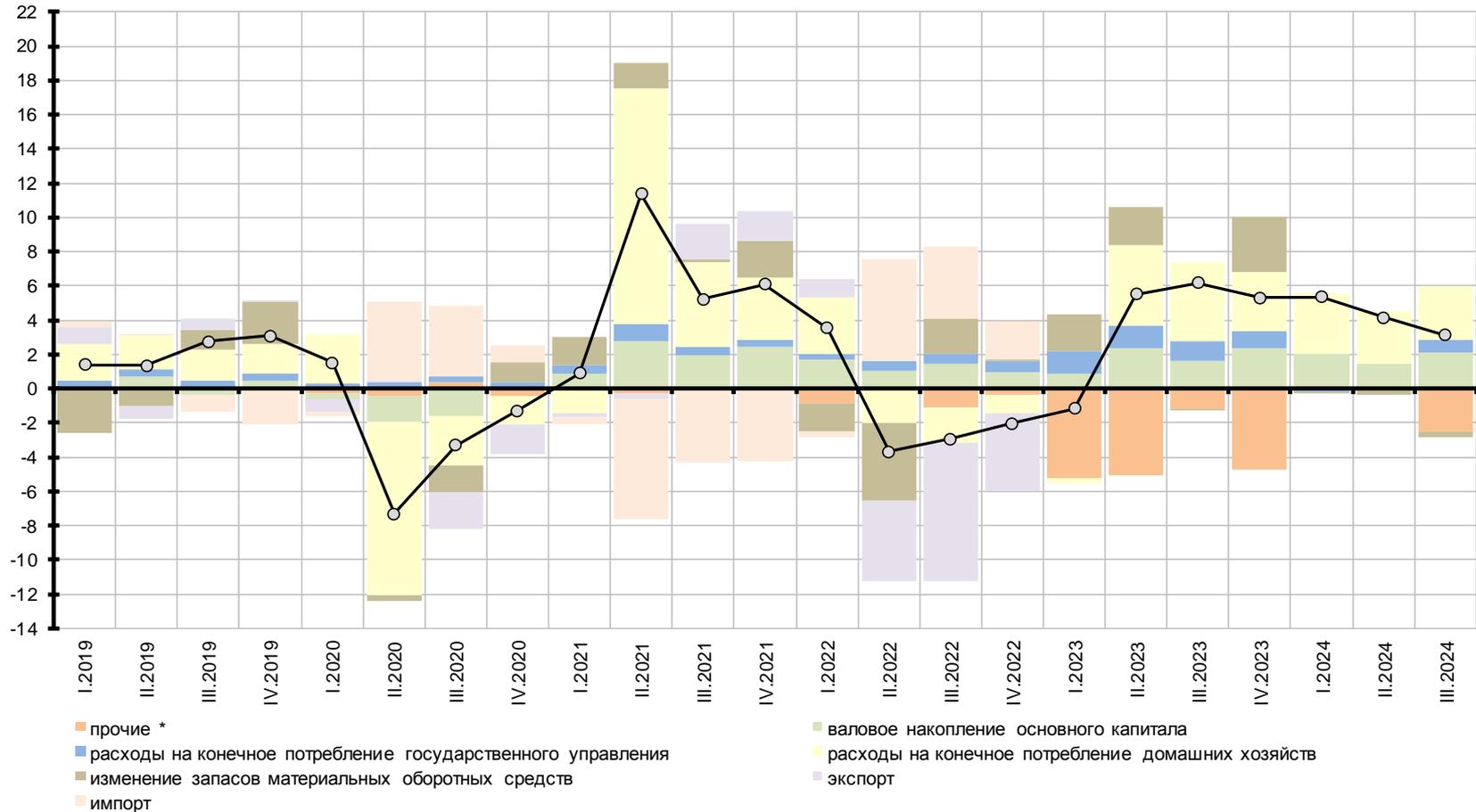
Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)¹



Структура факторов производства в III кв. 2024 г. (в годовом измерении - за скользящий год) несколько изменилась. Основной вклад в экономический рост по-прежнему вносили промышленность и торговля. В то же время, строительство, естественно (с учетом стагнации в секторе), перестало ускорять рост; кроме того, «в минус» ушел вклад сельского хозяйства (-0.5 проц. пунктов) – правда, отчасти из-за переноса сроков завершения уборки урожая на октябрь, а это уже четвертый квартал.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

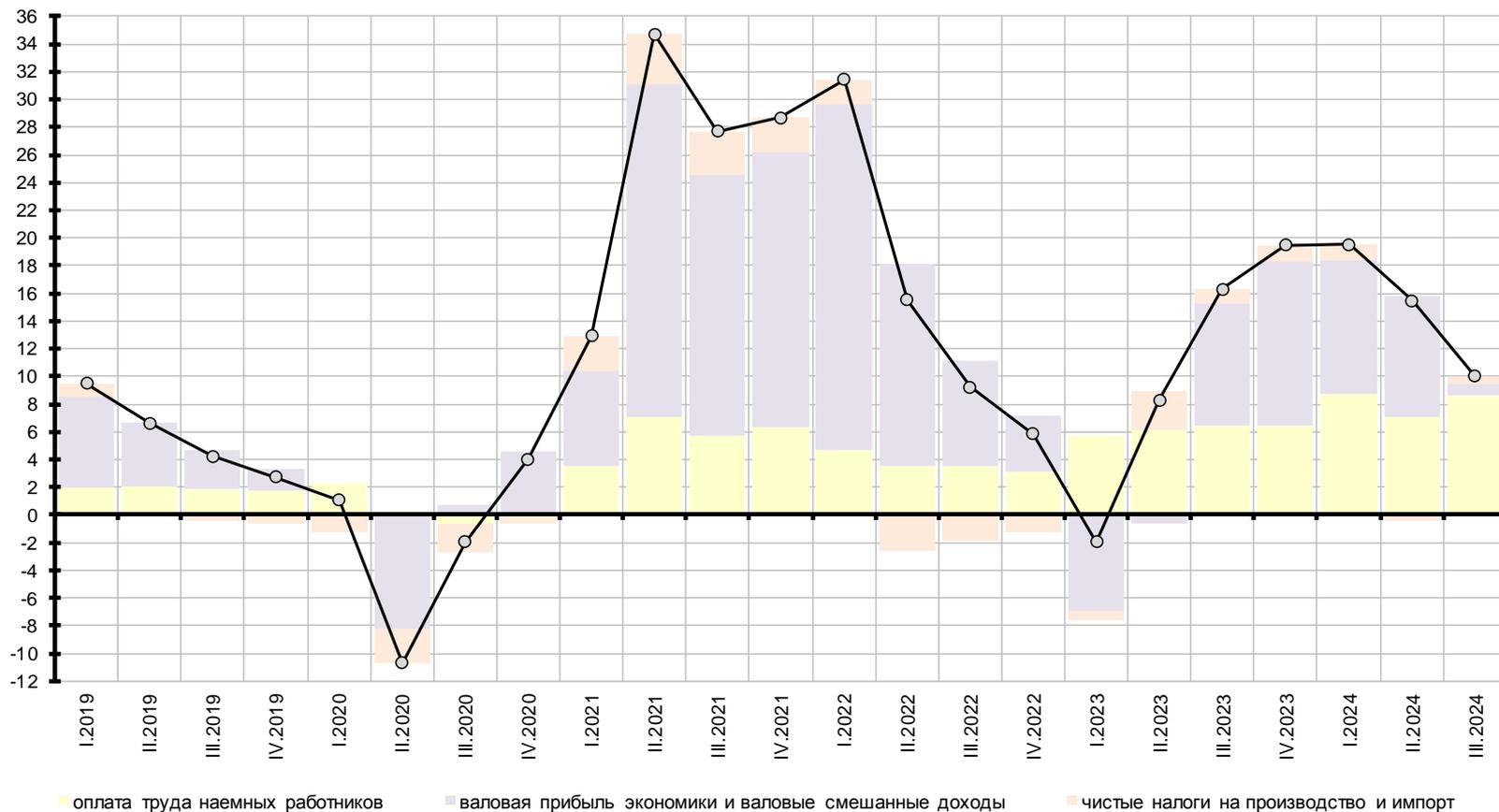
Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, % к ВВП)



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

Баланс *компонентов конечного спроса* в III кв. заметно изменился (в целом же – заметно ухудшился). Прежде всего, вновь «ушел в минус» вклад т.н. «прочих факторов» роста – в основном, чистого экспорта (что достаточно очевидно в ситуации стагнации экспорта и роста импорта в середине прошлого года). Рост вклада накопления основного капитала пока лишь вернул его к уровню конца 2023 – начала 2024 г. (и, возможно, статистически завышен).

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

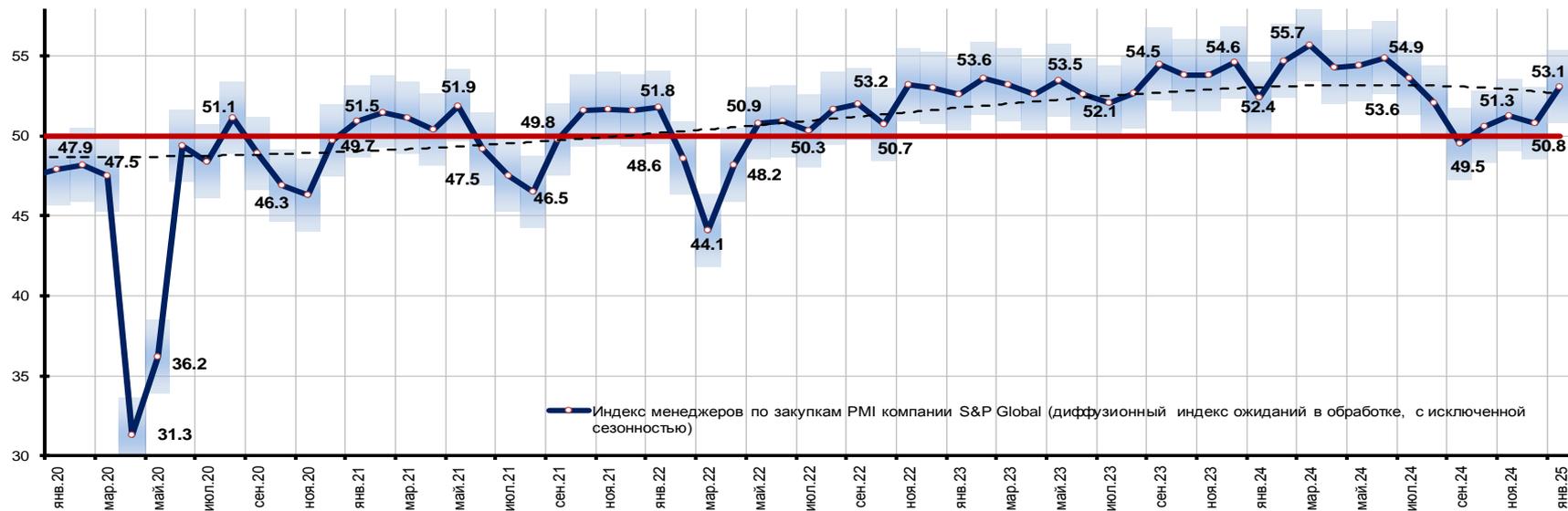


* В текущих ценах для того, чтобы избежать проблемы, связанной с дефлированием компонентов ВВП по доходам

В III кв. структура *компонентов доходов* (в текущих ценах и в годовом выражении – с суммированием эффектов за весь «скользящий год») резко изменилась: на смену сбалансированному росту двух основных компонент (оплаты труда и валовой прибыли) пришло некоторое расширение вклада оплаты труда – на фоне практически «схлопывания» прибыли. С учётом «антиинвестиционных» процентных ставок такая ситуация означает риск резкого торможения инвестиционного процесса.

Оценки ситуации и поведение компаний

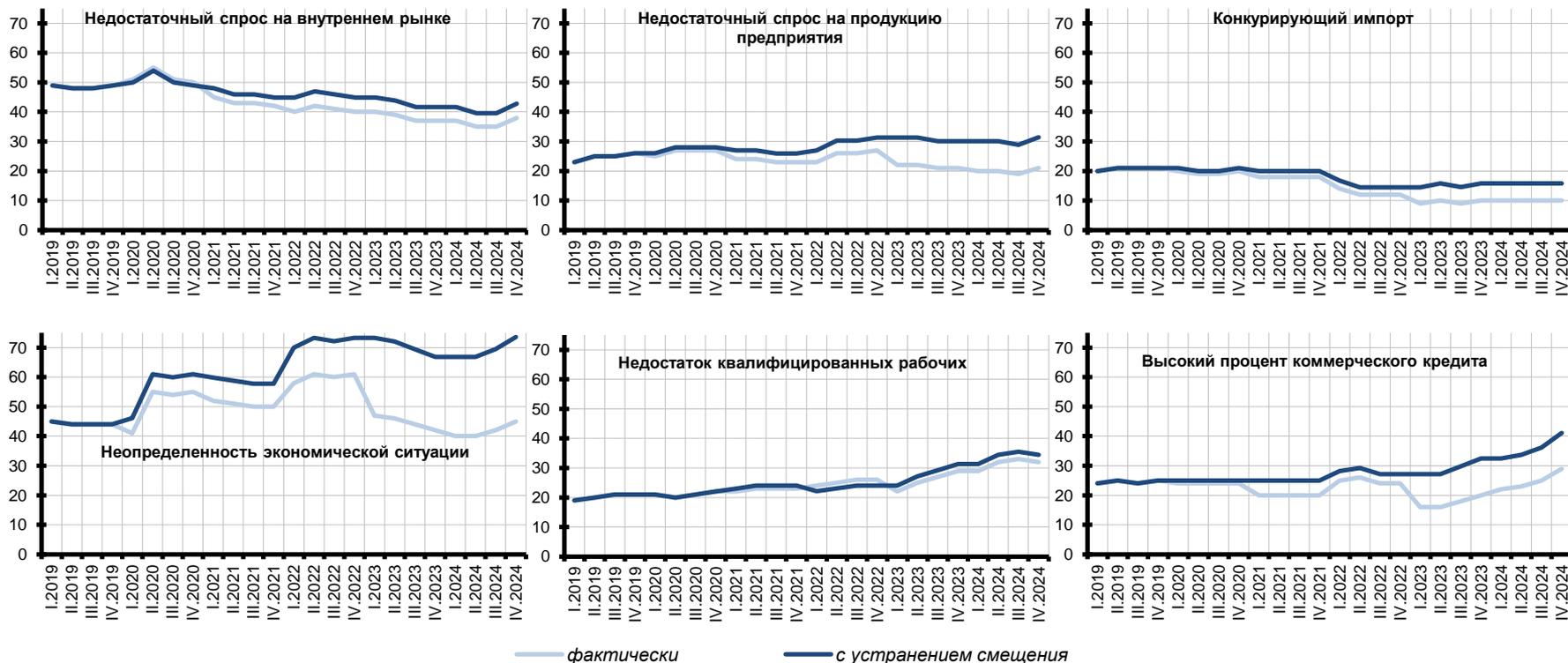
Индекс менеджеров по закупкам PMI компании S&P Global (%)



Сезонно скорректированный индекс S&P Global PMI® обрабатывающих отраслей в январе резко подскочил, вернувшись в зону «надежно позитивных» оценок. Факторы такого изменения, вероятно, в целом высокие первые экономические итоги года, «разворот» обменного курса рубля, ослабление которого не закрепилось, несмотря на «новые санкции», и приход новой администрации США, по-видимому, более настроенной на сотрудничество с Россией.

Оценки ситуации и поведение компаний¹

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 IV кв. усилились тенденции, сложившиеся ещё в III кв. квартале:

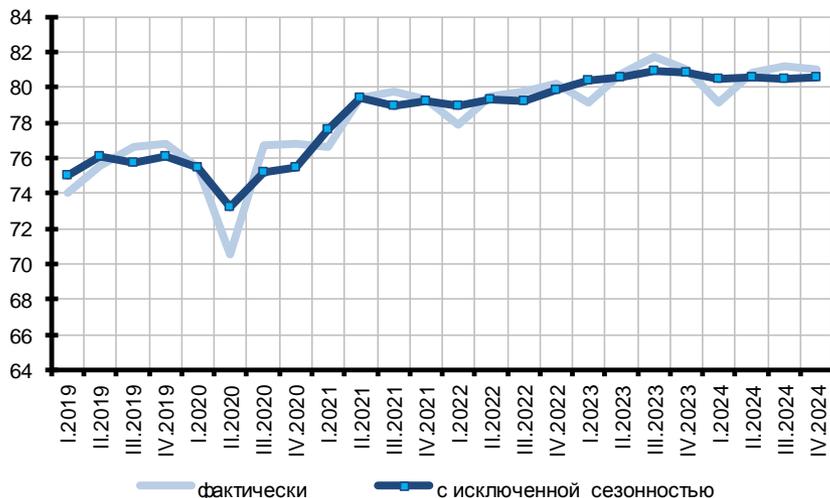
- возобновился рост значимости ограничения со стороны неопределённости экономической ситуации (уже почти 45%, здесь и далее – с устранением методологических ошибок), что вполне естественно в условиях нестабильности обменного курса (в IV кв. как раз шла недавно завершившаяся волна ослабления рубля), неясного эффекта от экономических санкций и избыточно жесткой денежно-кредитной политики;
- начало повышения значимости фактора недостаточного спроса на внутреннем рынке (что прямо противоречит идее «избыточного спроса», исходя из которой Банк России проводит политику «охлаждения рынка»);
- быстрый рост значимости высокого процента по коммерческому кредиту;
- стабилизация (на довольно высоком уровне, 30%) значимости ограничений со стороны квалифицированного труда.

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

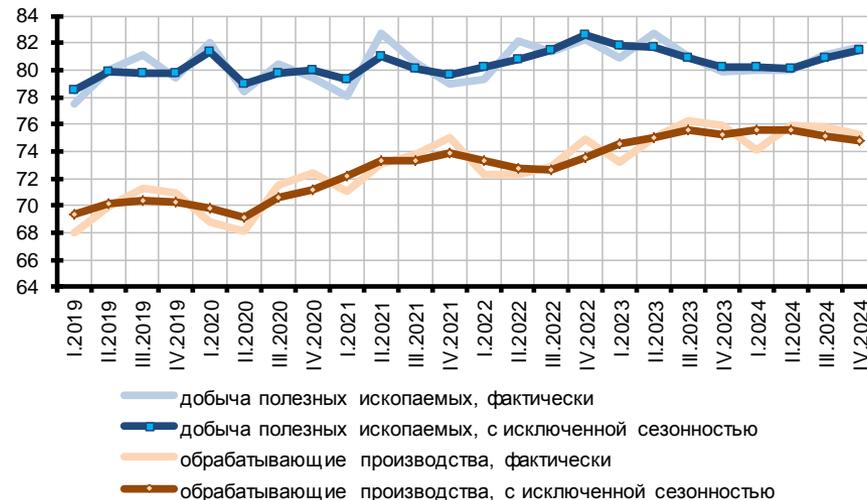
² Оценки с устранением смещения исходных опросных данных Росстата, подробнее - см. http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/stavka_2024-10-24-1.pdf

Загрузка производственных мощностей по результатам опросов Банка России¹

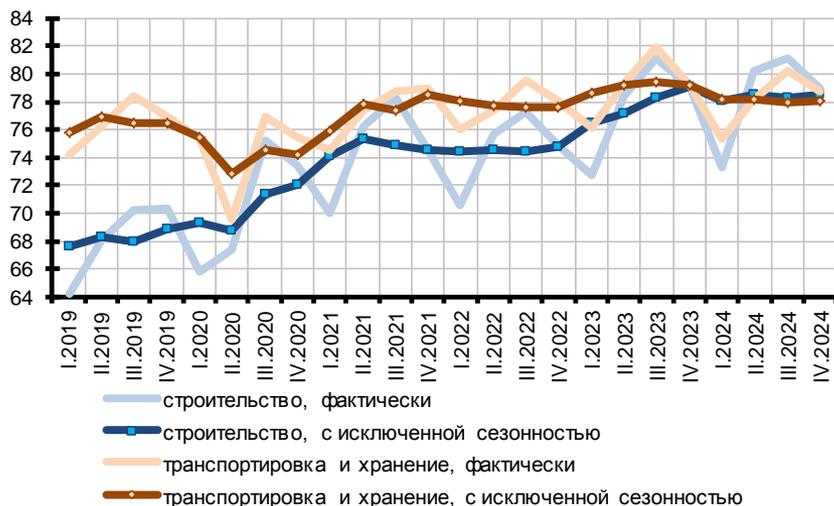
Экономика в целом



Промышленность



Строительство и транспорт



Загрузка производственных мощностей, согласно опросам бизнеса, в IV кв. , в целом по экономике стабилизировалась на уровне чуть выше 80%:

- в добыче полезных ископаемых загрузка выросла до «почти беспрецедентных» 82% (сезонность устранена). Потенциал дозагрузки минимален (если максимально возможным считать 85%) - впрочем, и пространства значимого наращивания производства, в условиях санкционного давления тоже не просматривается;

- в строительстве и в логистических отраслях загрузка весь 2024 г. оставалась на уровне 78% (сезонность устранена) с умеренным, соответственно, потенциалом загрузки, а значит, потребностью в инвестициях;

- в обрабатывающей промышленности уровень загрузки быстро снижается, до 74% (сезонность устранена). То есть в этом сегменте экономики «в целом» жестких мощностных ограничений нет.

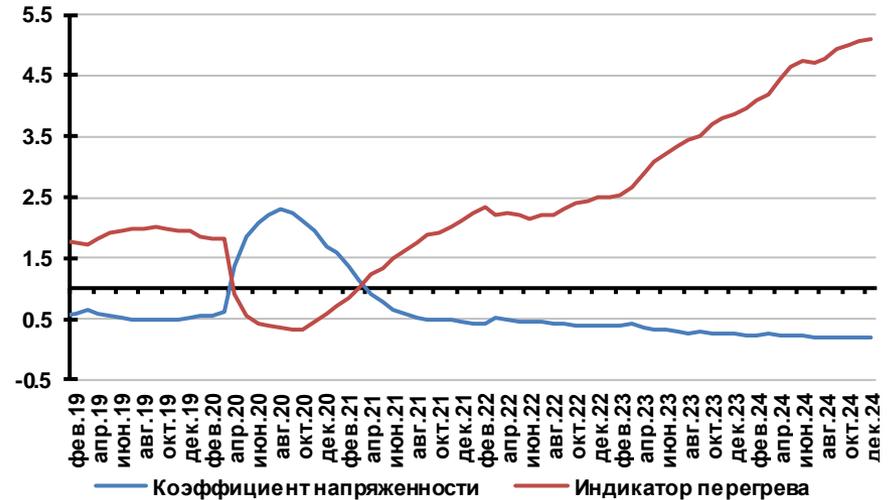
¹ Данные мониторинга предприятий по вопросу "Уровень использования производственных мощностей на предприятии", %

Рынок труда

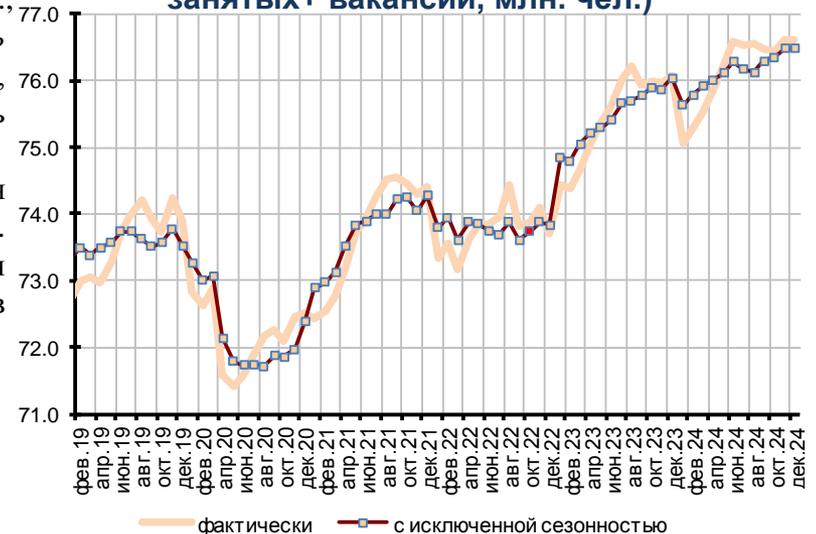
Уровень безработицы и численность занятых, сезонность устранена



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



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

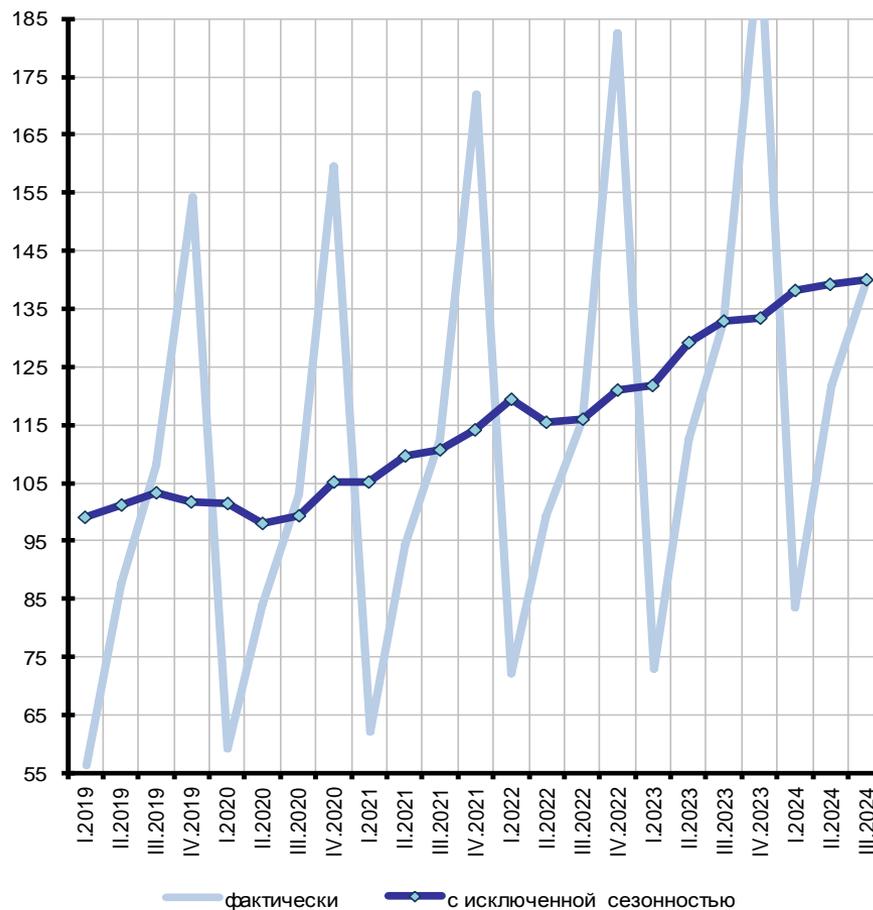


На рынке труда к концу года тенденции, сформировавшиеся в 2022-2023 гг., начинают (но только начинают) меняться. С одной стороны, *уровень безработицы* в последние месяцы года перестал снижаться, стабилизировавшись на исторически минимальном уровне (сезонность устранена). С другой стороны, после периода роста вновь наметилась стабилизация уровня *спроса на труд* (сезонность устранена). Если данные тенденции закрепятся, это будет косвенным свидетельством того, что российская экономика действительно стала втягиваться в стагнацию.

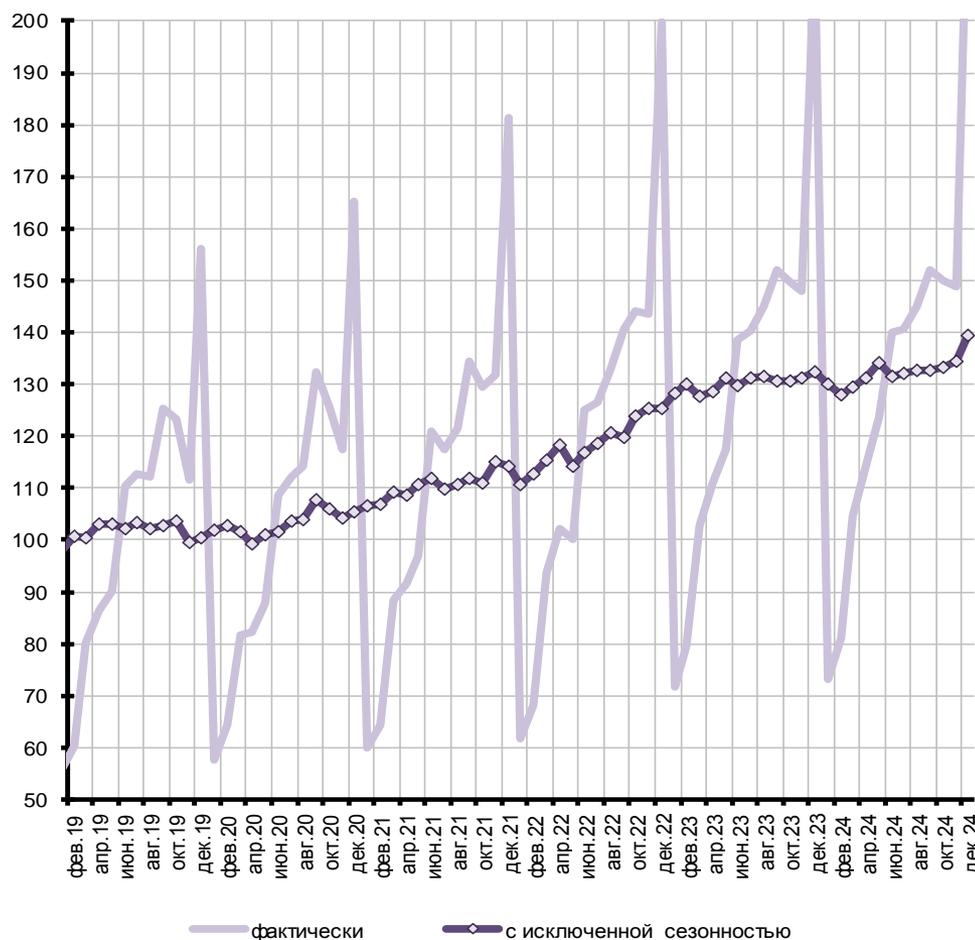
¹ Коэффициент напряженности на рынке труда – численность незанятых граждан, состоящих на регистрационном учете в органах службы занятости, в расчёте на одну вакансию
Индикатор перегрева на рынке труда – количество вакансий в расчёте на одного незанятого, состоящего на регистрационном учете в органах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

Спрос: динамика инвестиций в основной капитал

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



Строительство (% к среднемесячному значению 2018 г.)



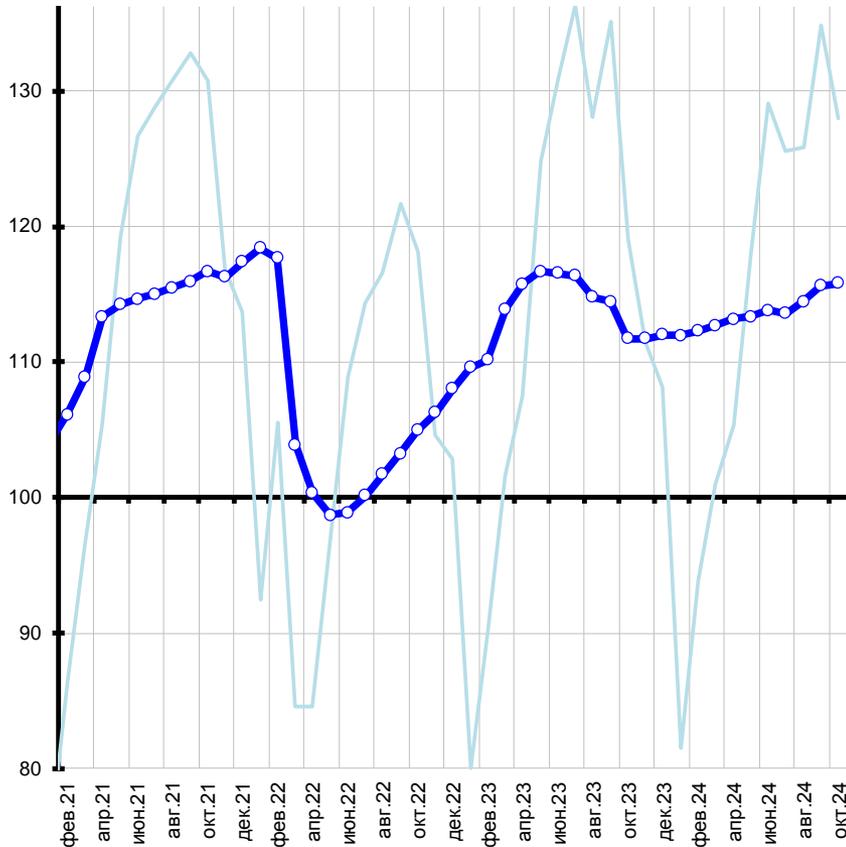
В III кв. *рост инвестиций* в основной капитал существенно замедлился (I кв.: +3.5%, II кв.: +0.8%, III кв.: +0.6% к пред. кв., сезонность устранена). С учётом особенностей статистики инвестиций (занижение дефляторов по импорту, учёт военной продукции с длительным сроком службы и др.) это, вероятно, «оценка сверху» - реальная ситуация, вероятно, заметно хуже.

В строительстве в конце года вновь подскочила экономическая активность (III кв.: +0.3% в среднем за месяц, октябрь: +0.4%, ноябрь: +0.7%, декабрь: +3.9%, сезонность устранена). Скорее всего, речь идёт о счётном эффекте: необычно большом объёме статистически зафиксированных вводов строительных объектов в конце года (при том, что сами работы шли, разумеется, весь год; скачок вводов происходит ежегодно, но в прошлом декабре был необычно велик; Росстату пока не удалось добиться более «равномерной» отчетности от строительных компаний).

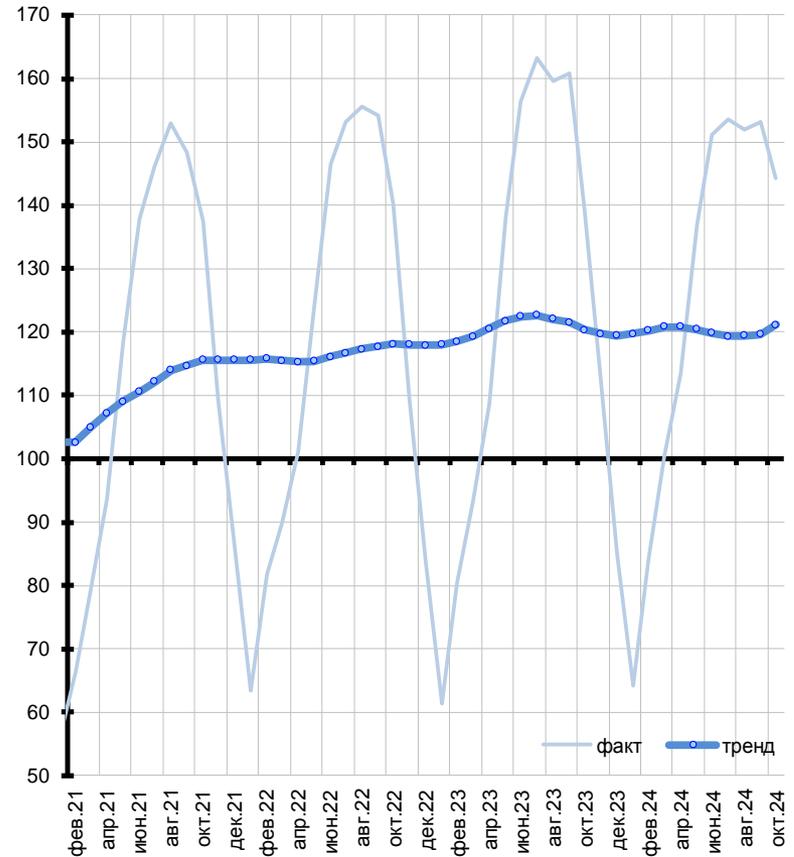
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Оценка текущей инвестиционной активности (среднемесячное значение 2019 г. = 100)¹

Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров)



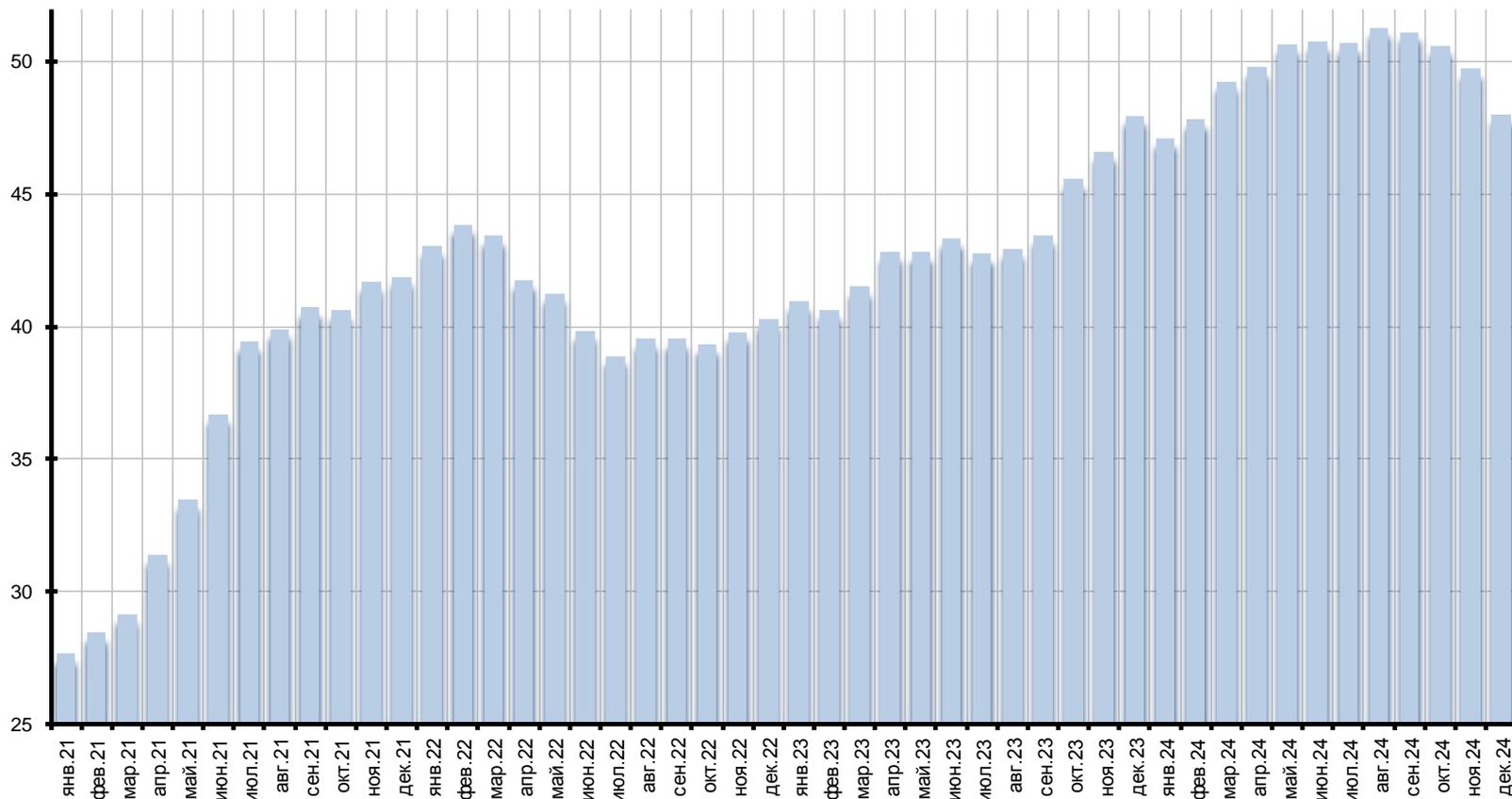
Предложение стройматериалов



Предложение инвестиционных товаров в экономике, по состоянию на октябрь, несколько увеличилось. В сентябре резко подскочил импорт грузовиков (достигнув рекорда за всю историю наблюдений) перед октябрьским повышением утилизационного сбора. В октябре неожиданно подросло предложение базовых строительных материалов. Впрочем, с учётом существенного повышения ключевой ставки Банком России, резко снизившим стимулы к инвестиционной активности, осеннее повышение индекса вряд ли следует рассматривать как устойчивое.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Размещение деклараций проектов строительства МКД¹ (жилая площадь в млн кв. м, скользящая сумма за год)

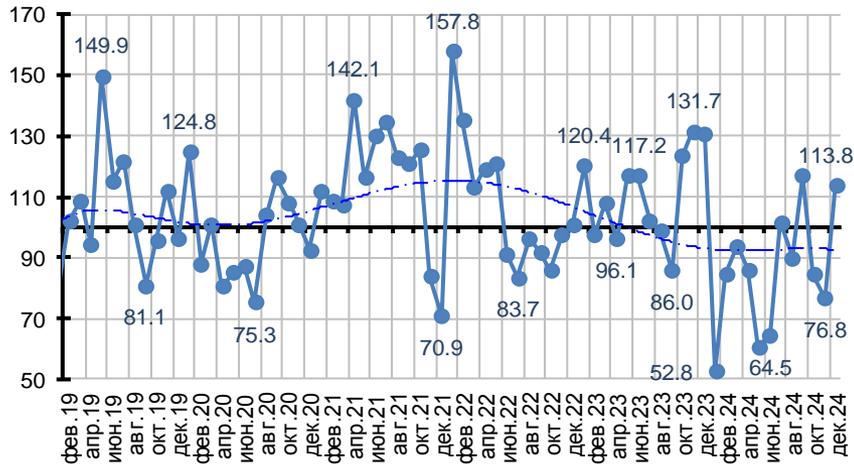


¹ Многоквартирные дома

Количество *запускаемых строительных проектов по МКД* в конце года (в годовом выражении) продолжает быстро снижаться (под влиянием ужесточения условий по ипотеке и роста процентных ставок), хотя и находится пока на довольно высоком уровне – но, похоже, из-за «прошедшего бума» - событий, скорее, начала года.

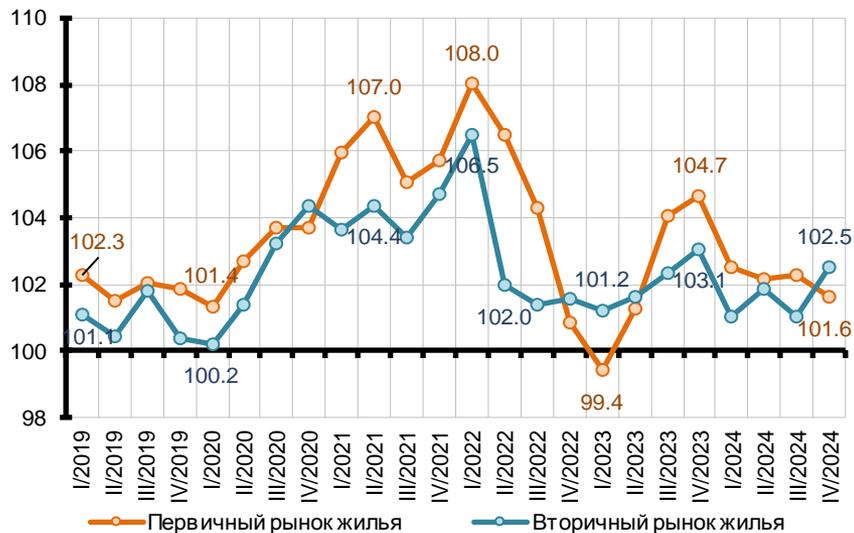
Рынок жилой недвижимости

Строительство многоквартирных домов, (к соот. месяцу предшествующего года, %)



В декабре 2024 г. введено на 13.8% многоквартирных жилых домов больше по сравнению с аналогичным месяцем прошлого года. По итогам 2024 г. было построено 44.4 млн кв. м многоквартирного жилья, что на 12.3% ниже показателя предшествующего года.

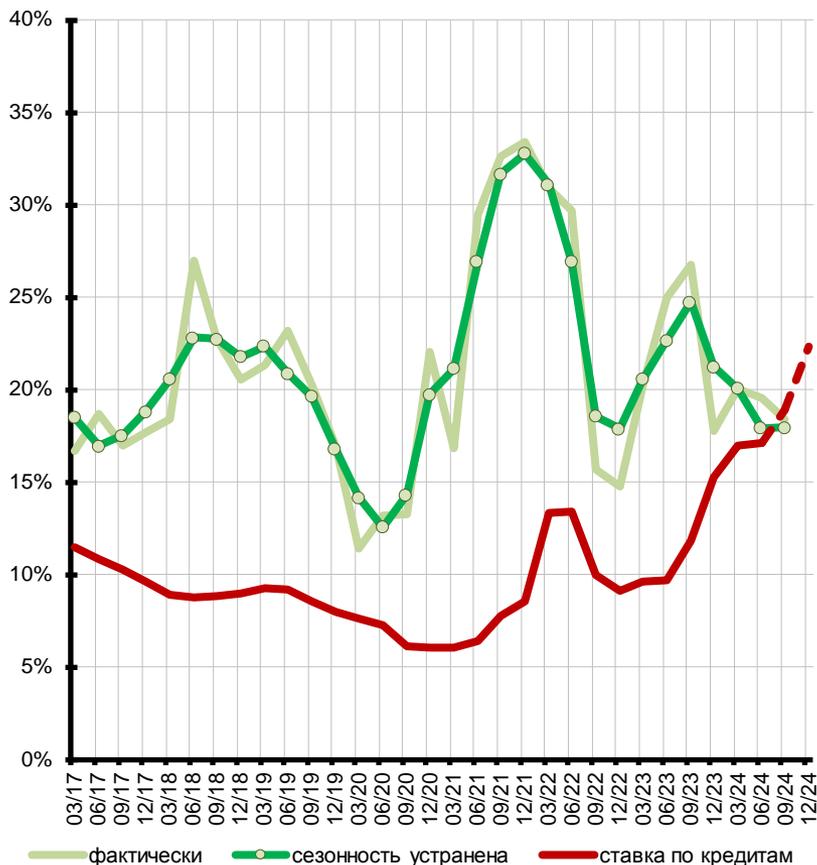
Индекс цен на рынке жилья, (на конец квартала к концу предыдущего квартала, %)



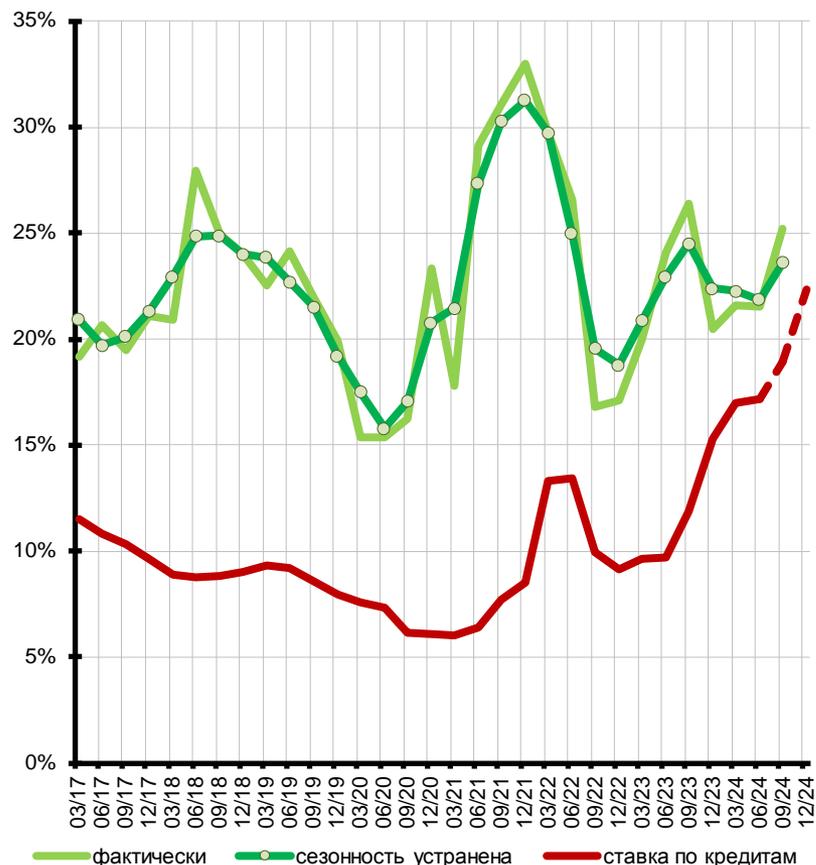
В IV кв. 2024 г. на первичном и вторичном рынке жилья цены продолжили расти на уровне инфляции (+1.6% и +2.5%, соответственно). На первичном рынке жилья количество сделок по договорам долевого участия (ДДУ) в IV кв. 2024 г. возросло на 16.7% по сравнению с III кв. 2024 г. Повышение спроса вызвано, по-видимому, двумя основными причинами: 1) введением Банком России ипотечного стандарта с 1 января 2025 г., который направлен на снижение распространения высокорисковых схем ипотечного кредитования, 2) периодическим исчерпанием лимитов по льготной программе «Семейная ипотека», востребованность которой повысилась в условиях высоких рыночных ипотечных ставок. В результате, количество выданных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) по ДДУ в IV кв. 2024 г. возросло на 20.3%, их объем – на 16.4% по сравнению с III кв. 2024 г. На вторичном рынке жилья в IV кв. 2024 г. количество и объем выданных ИЖК в условиях заведомо высоких ставок ожидаемо снизились на 35.3% и 38.2%, соответственно, по сравнению с III кв. 2024 г.

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

Рентабельность оборотного капитала¹



Рентабельность собственного капитала²



Уровень рентабельности, по состоянию на ноябрь, хотя и заметно снизился по сравнению с 2021 г., все ещё находится на среднем по историческим меркам уровне. Но впервые в новейшей истории, с учётом динамики процентных ставок, есть риски формирования устойчиво более высокой, чем рентабельность, ставки по кредитам уже в конце текущего-начале следующего года.

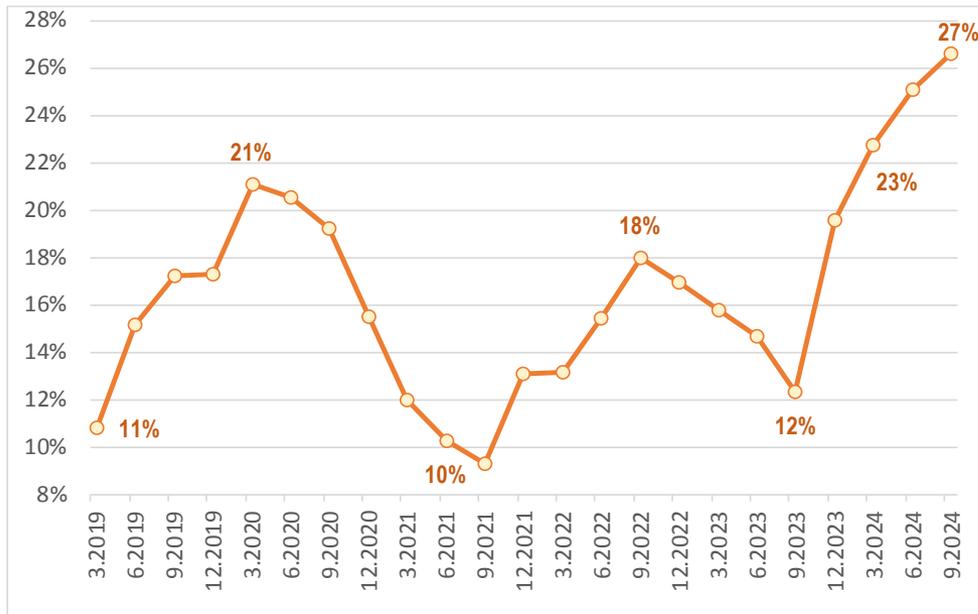
¹ отношение прибыли-убытка к оборотному капиталу

² отношение прибыли-убытка (за вычетом условно исчисленного налога на прибыль, 20% от СФР) и амортизации к собственному капиталу

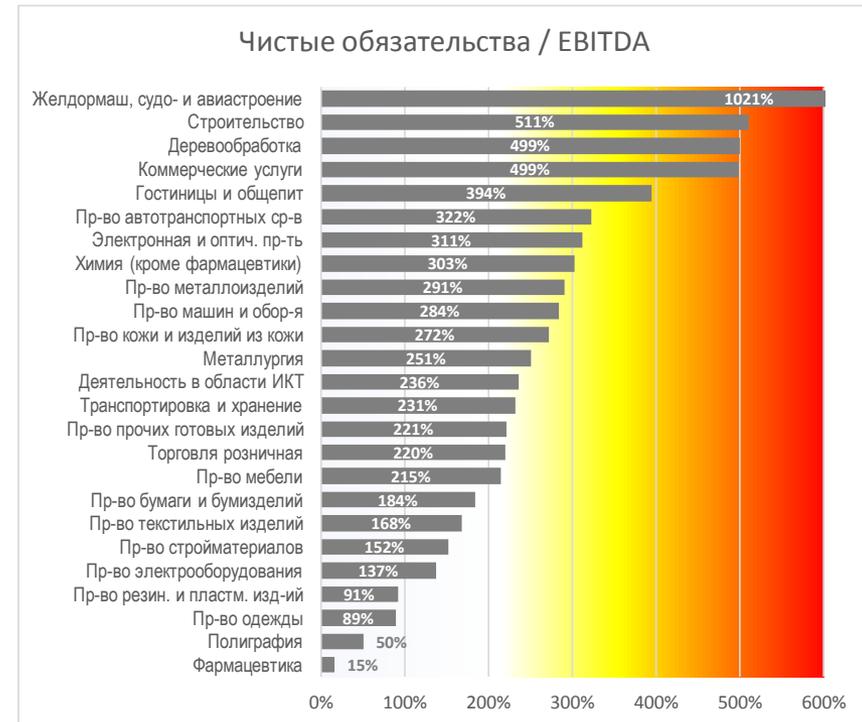
³ соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Долговое давление на компании²

Соотношение процентных платежей к показателю «прибыль до выплаты налогов и процентов минус убыток» (%) ¹



Обязательства компаний по отношению к EBITDA (%)



Нагрузка процентными платежами на доходы компаний быстро увеличивается и в сентябре (то есть до последних циклов повышения ключевой ставки) вышла на исторический максимум за последние пять лет. При этом ставка продолжает расти, а рентабельность вполне может начать снижаться...

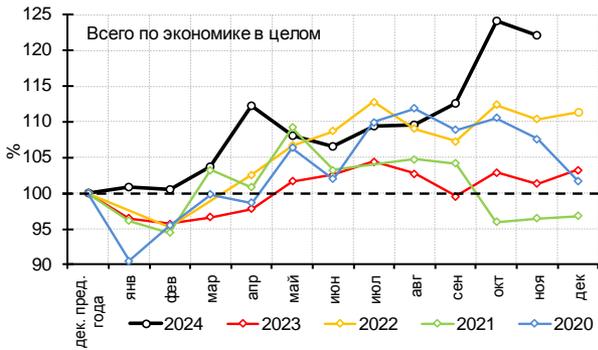
На данный момент, благодаря в целом высокой рентабельности бизнеса, проблема *долговой нагрузки на прибыль* имеет скорее структурный характер и очень остро стоит для части отраслей – транспортного машиностроения (чистый долг в 10 раз превышает EBITDA!), в несколько меньшей степени – для строительства (5.1 раза), коммерческих услуг, деревообработки (5 раз), секторе общепита (4 раза). С учётом роста процентных ставок есть риск, что в «красную зону» станут попадать все больше отраслей – с соответствующими рисками возникновения цепочек корпоративных банкротств.

¹ EBITDA – валовая (включая амортизацию) прибыль компаний до выплаты налогов и процентов по кредитам. Оценка 2024 г. по данным за январь-сентябрь (без учета повышения ставки в октябре)

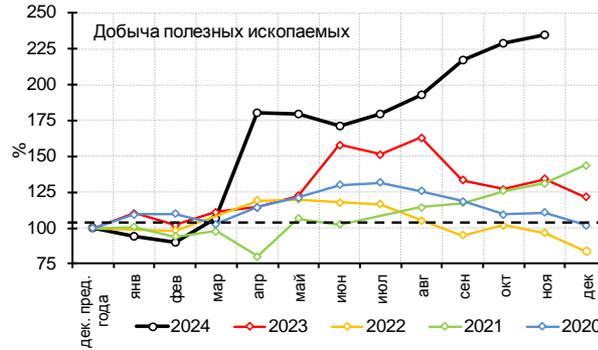
² Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Ликвидность хозяйственного оборота

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



Всего по экономике в целом



Добыча полезных ископаемых



Обрабатывающие производства

В целом по экономике, начиная с сентября, наблюдалось ускорение темпов роста просроченной кредиторской задолженности. В октябре резкое ухудшение ситуации с платежами произошло в обрабатывающем секторе экономики, однако, уже в следующем месяце этот подскок был «отыгран» назад. Основной же вклад в рост динамики просроченной задолженности обеспечивают отрасли добывающего сектора экономики. «Накопленная» ситуация с ростом просроченной задолженности выглядит (пока?) не критично: доля просроченной задолженности в общем объеме задолженности пока находится вблизи минимальных уровней – 4.3% в ноябре при минимуме (начиная с 2020 г.) в 4.0%.

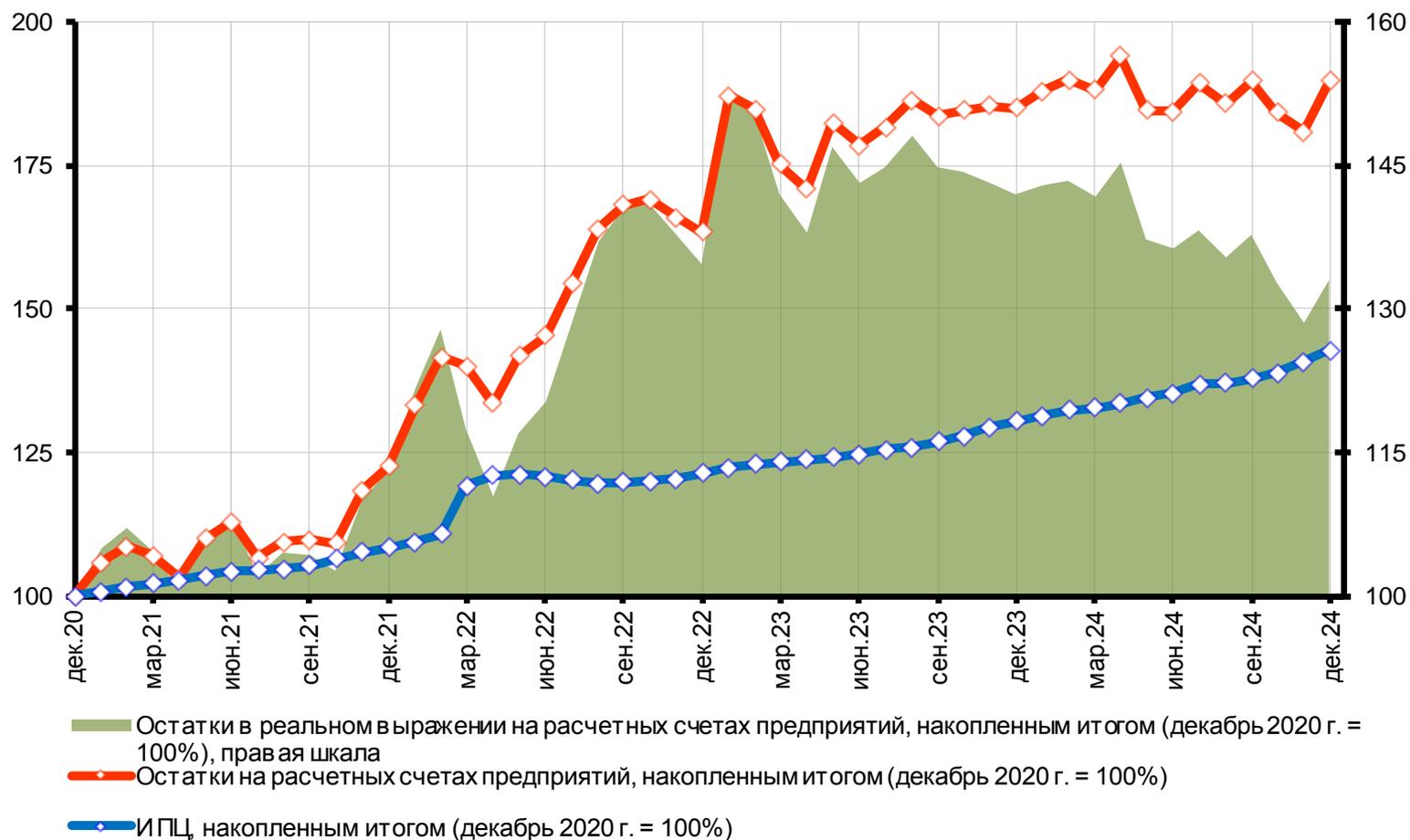
Об улучшении ситуации с платежами к концу года, в особенности после острой фазы в предыдущем периоде, свидетельствуют данные опроса РСПП. Так доля компаний, столкнувшихся с неплатежами со стороны контрагентов, снизилась с 36% в III кв. до 22% в IV кв. – уровня, характерного для первой половины 2024 г.



◆ Доля респондентов, столкнувшихся с проблемой неплатежей со стороны контрагентов, % (согласно данным мониторинга РСПП)

Ликвидность хозяйственного оборота

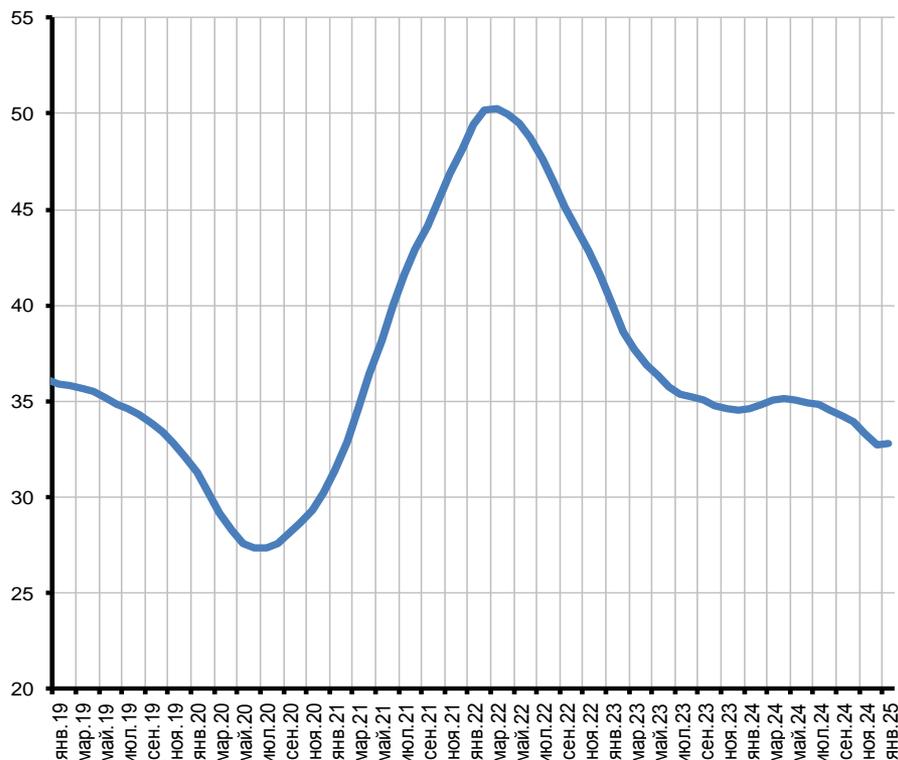
Динамика остатков средств на расчетных счетах предприятий, накопленным итогом декабрь 2020 г. = 100%



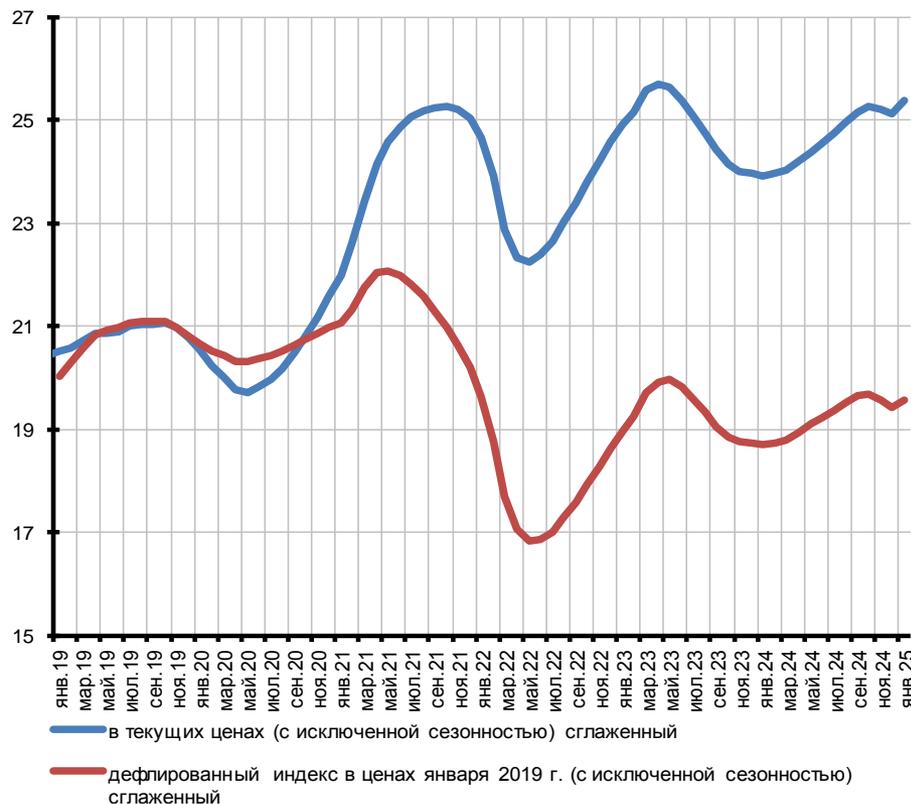
К возможному ухудшению ситуации с платежами может привести падение *ликвидности хозяйственного оборота* вследствие снижения доступности кредита и резкого замедления динамики средств на рублевых расчетных счетах предприятий (декабрьского заметного притока средств на расчетные счета пока недостаточно, чтобы компенсировать масштаб предыдущего снижения). По итогам 2024 г. предприятия нарастили объем средств на рублевых срочных депозитах на 2.8 трлн руб., тогда как остатки средств на расчетных счетах увеличились всего на 0.2 трлн руб. По всей видимости, компании, в достаточной степени обеспеченные денежными средствами, перенаправляют их из производственного оборота на срочные депозиты (стимул – высокие ставки), одновременно наращивая свою кредиторскую задолженность перед поставщиками.

Спрос: внешняя торговля в текущих ценах¹ (сезонность исключена, сглажено)

Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Динамика импорта товаров² (млрд. долл.)



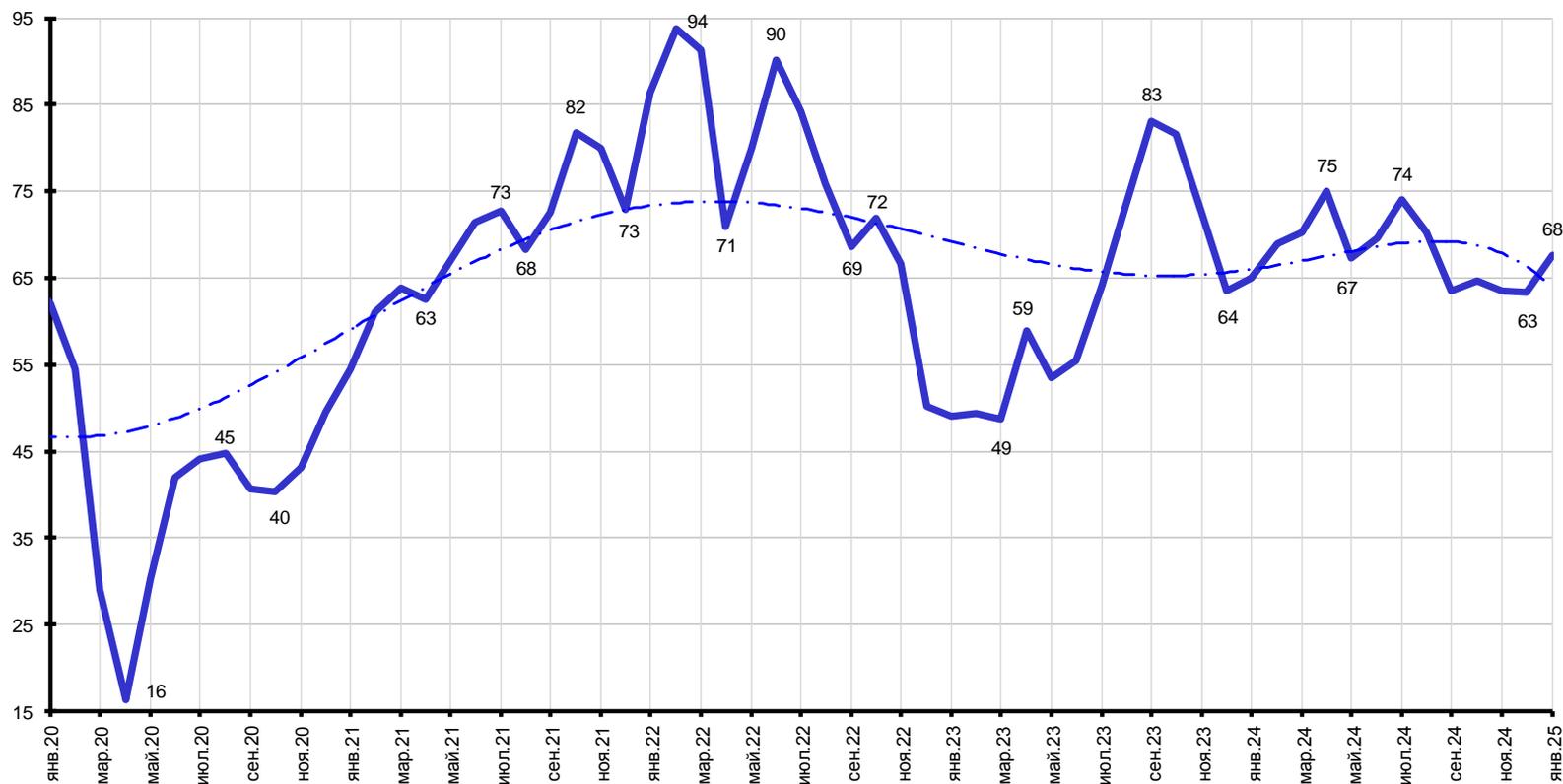
Экспорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) в начале 2025 г., в целом, сохранил тенденции, сложившиеся еще с середины прошлого года – в целом, медленного, но поступательного снижения.

Импорт товаров (в текущих ценах, сезонность устранена) в целом неустойчиво растёт, и, вероятно, с учетом инфляции, стабилизировался на уровне на 1-2 млрд. долл. в месяц (5-10%) ниже, чем в «доковидный» период.

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)

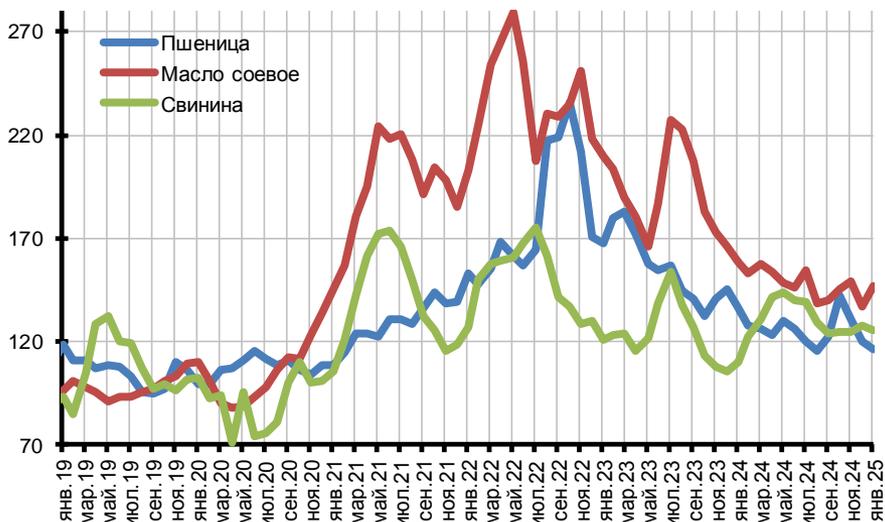
Динамика мировых цен на нефть марки Urals (долл. за барр.)



Средняя цена на нефть марки Urals в январе 2025 г. составила 67.7 долл./барр. после 63.4 долл./барр. в декабре 2024 г. В течение всего декабря 2024 г. наблюдались слабые изменения цен на нефть. На заседании ОПЕК+ страны продлили сокращение добычи нефти вплоть до апреля 2025 г. Ужесточение санкций в отношении России и Ирана не привело к существенному росту цен, т.к. ожидается, что в ближайшие годы предложение нефти будет превышать спрос (в том числе, с учётом роста добычи в США). В первой половине января 2025 г. цены на нефть значительно подскочили, во вторую половину месяца цены падали, почти полностью отыграв подъем. 10 января США ввели новые масштабные санкции в отношении российского энергетического сектора, что повлияло на рынок из-за опасений перебоев в поставках нефти из России. Однако затем последовали заключение временного перемирия на Ближнем Востоке и инаугурация Д.Трампа. Новый американский Президент будет стремиться к снижению мировых цен на нефть путем увеличения добычи в США и оказания экономического давления на других экспортеров, в т.ч. Канаду, Мексику, Саудовскую Аравию.

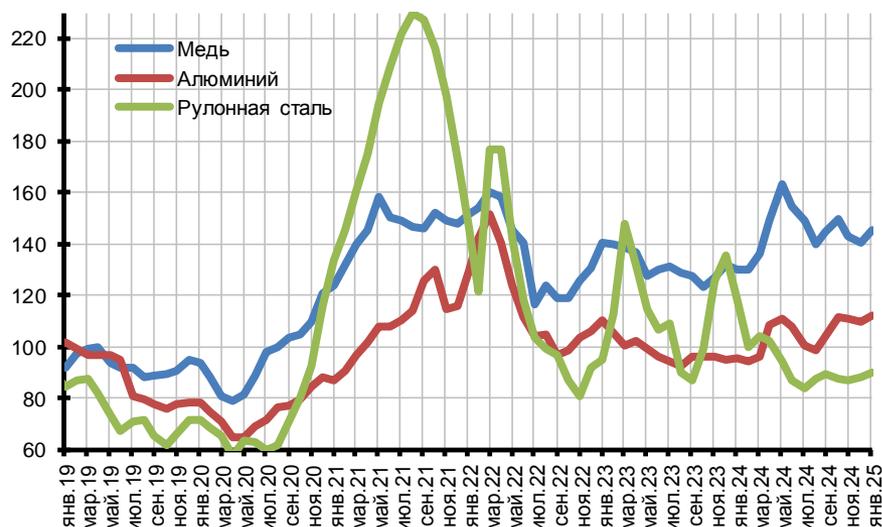
Динамика мировых цен, долл. (средний уровень 2018 г. =100)

Цены на продукцию сельского хозяйства*



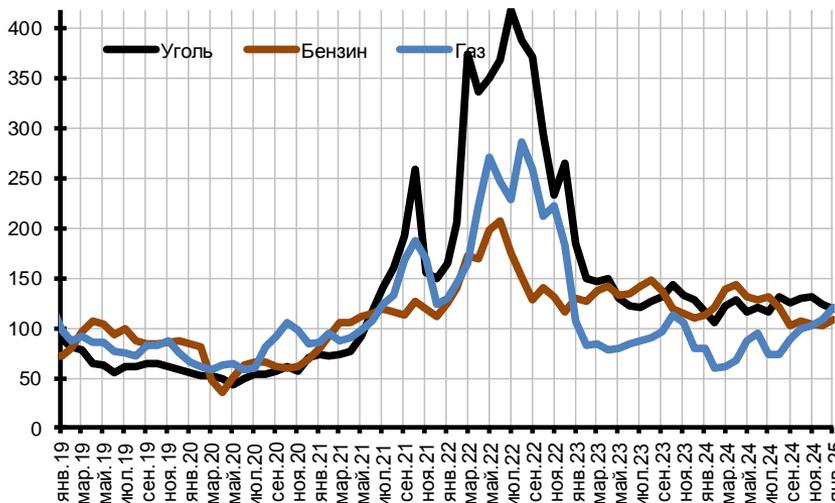
* Пшеница – US Wheat Futures, CME
 Масло соевое – US Soybean Oil Futures, CME
 Свинина – фьючерс на свинину, CME

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)

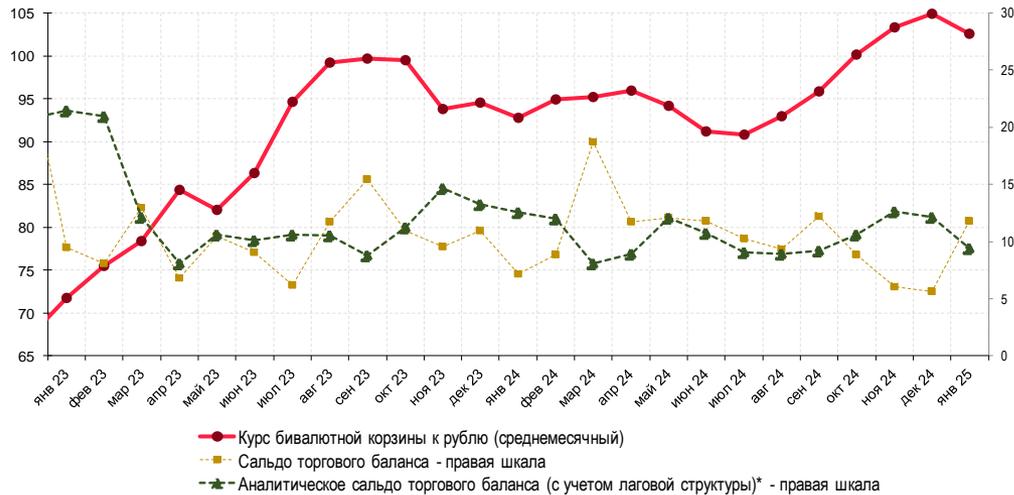
Цены на мировых рынках продовольствия, по состоянию на январь, скорее, снижаются (для свинины и соевого масла – скорее, с тенденцией к стабилизации).

На рынках основных видов металлов по-прежнему сохраняется, в целом, стабильность цен – за исключением медленно повышающихся цен на алюминий.

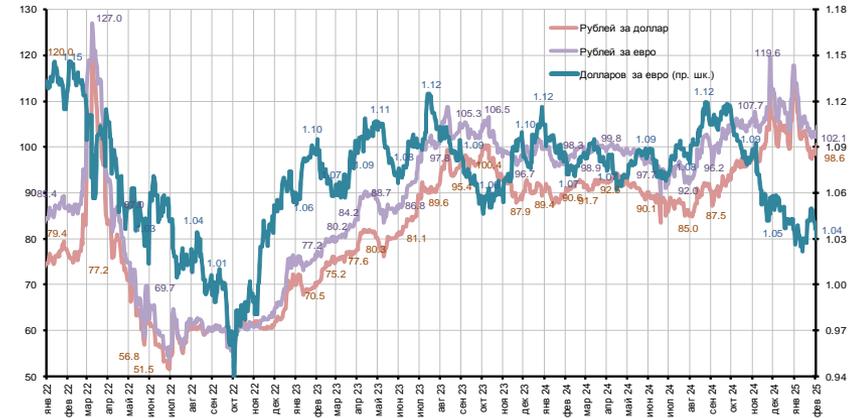
Цены на топливо ведут себя разнонаправленно. Если цены на бензин и на уголь в целом стабильны, то на газ – очень резко растут, причем ещё с осени прошлого года (видимо, к сезонному фактору добавилось официальное прекращение поставок газа через Украину).

Сальдо торгового баланса и валютный курс¹

Аналитическое сальдо торгового баланса и курс рубля к корзине



Динамика валютных курсов

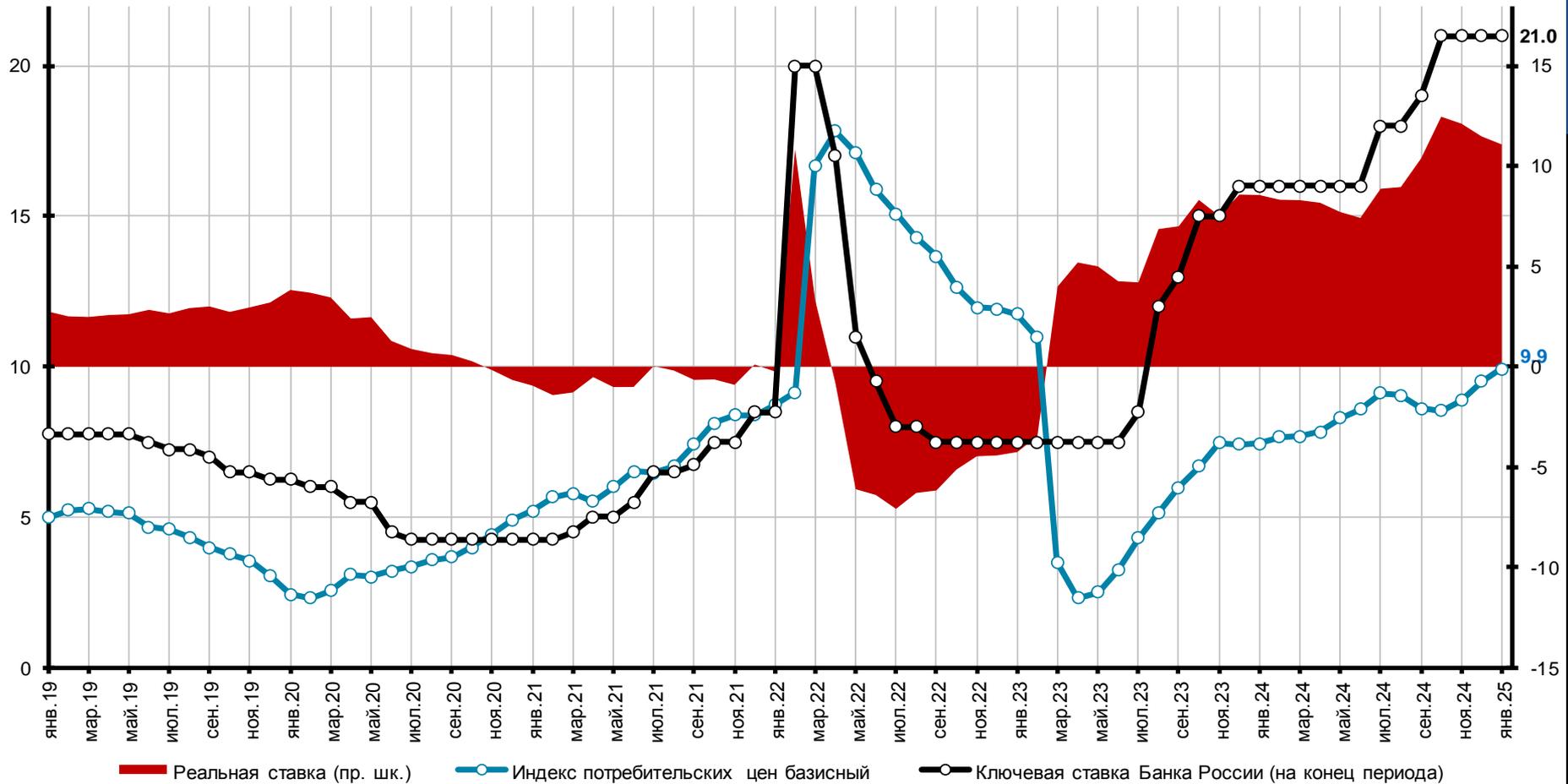


В январе 2025 г. произошло *заметное укрепление рубля*. Курс бивалютной корзины (доллар США, евро) к рублю за этот период снизился на 13.3% и составил 100.2 руб. за корзину на 01.02.2025.

Фундаментальным фактором укрепления рубля январе стало *сезонное снижение потребности в валюте для покупки импорта*, который традиционно в начале года находится на минимальных отметках. Кроме того, существенному укреплению российской валюты способствовали: рост объема чистых продаж валютной выручки экспортерами; поступление на российский рынок ранее «зависших» платежей по экспорту (по мере адаптации каналов расчетов после введения санкций против российских банков), ожидание улучшения геополитической ситуации на фоне результатов выборов президента в США.

¹ Для анализа ситуации на валютном рынке важно рассматривать не просто текущее сальдо торгового баланса, а учитывать временные лаги между экспортом и поступлениями экспортной выручки на валютный рынок, импортом и покупкой валюты для его оплаты. С этой целью мы строим аналитическое сальдо торгового баланса, которое представляет собой разницу между объемом экспорта, рассчитанного при помощи взвешивания его значений, взятых с лагами 1, 2 и 3 месяца от текущего значения с весами 0.25, 0.5 и 0.25 соответственно, и объемом импорта, рассчитанного при помощи взвешивания его значений, взятых с опережением 1, 2 и 3 месяца от текущего значения с весами 0.25, 0.5 и 0.25 соответственно.

Ключевая ставка и уровень инфляции (%)



После повышения Советом директоров Банка России на очередном 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 января составляет 11.1%. Совет директоров Банка России 14 февраля 2025 года принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21% годовых. Ближайшее заседание по вопросу процентной политики запланировано на 21 марта 2025 г.

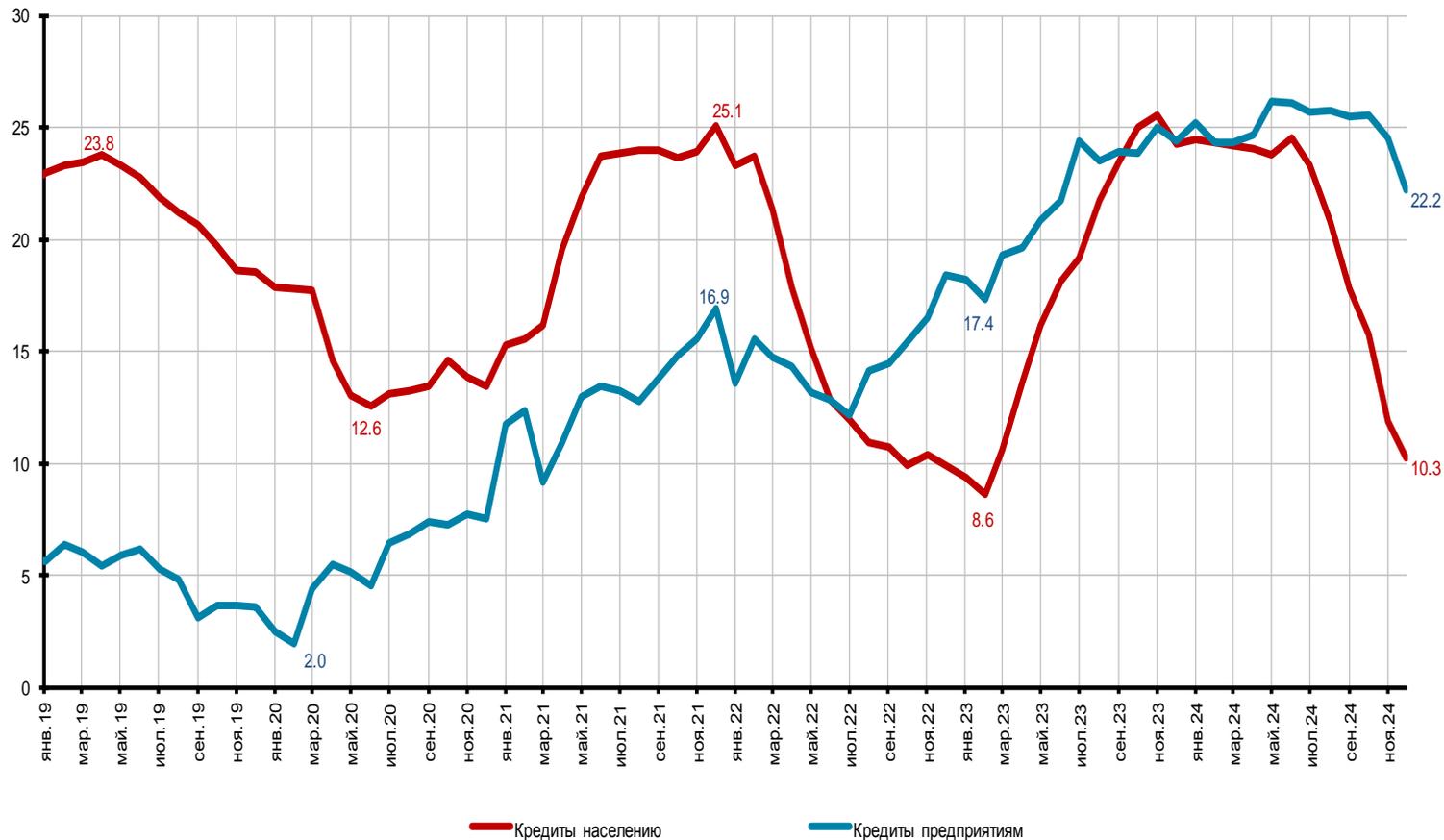
¹ Реальная ставка - разница между ключевой и инфляцией

Ключевая ставка и уровень инфляции по странам (%)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Россия	21	9.9	11.1
Китай	3.1	0.5	2.6
Австралия	4.1	2.4	1.7
Великобритания	4.5	3	1.5
США	4.5	3	1.5
Канада	3	1.9	1.1
Индия	6.25	5.22	1.03
ЕС	2.9	2.5	0.4
Швейцария	0.5	0.6	-0.1
Япония	0.5	4	-3.5

За декабрь 2024 – январь 2025 гг. вследствие роста инфляции *уровень реальных процентных ставок* сократился в странах коллективного Запада (ЕС, США, Великобритании, Канаде), а также в Китае. Небольшой рост показателя наблюдался только в Австралии и Швейцарии. Даже с учетом ускорения темпов инфляции в последние месяцы, уровень реальной процентной ставки в России с большим отрывом остается рекордным в сравнении с большинством крупнейших экономик мира.

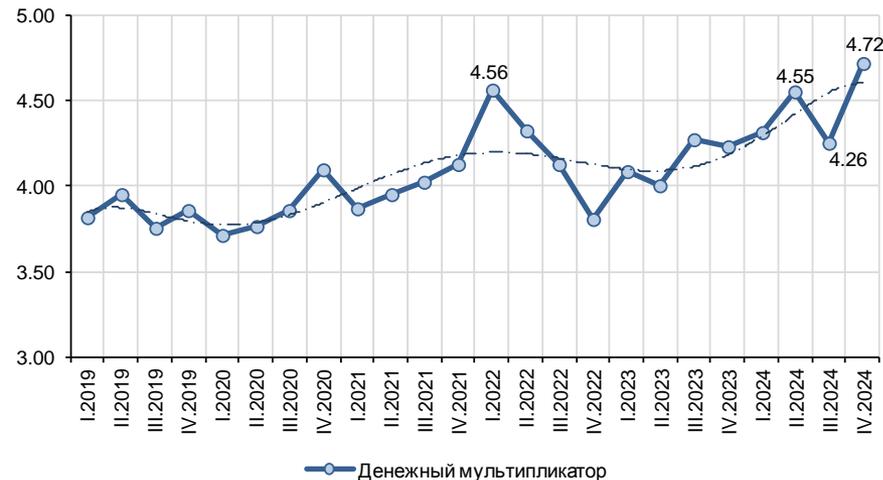
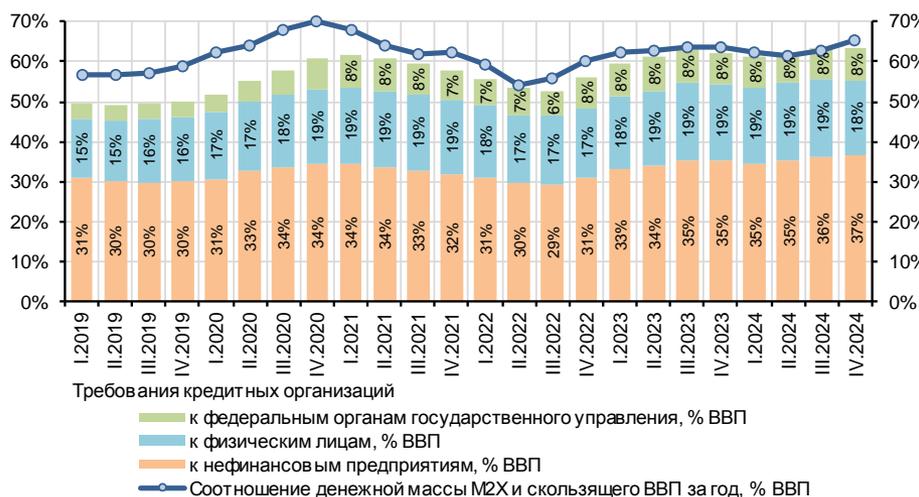
Динамика кредитования населения и предприятий



В декабре темп прироста портфеля *кредитов населению* (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) составил 10.3%, что на 1.6 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Темп прироста потребительского кредитования в декабре (-1.9%) опустился в область отрицательных значений после околонулевого результата ноября (+0.1%) в условиях продолжающегося роста процентных ставок и очередного раунда ужесточения макропруденциальной политики. Прирост ипотечного кредитования в декабре сохранился на ноябрьском уровне (+0.4%).

Активность в сегменте *корпоративного кредитования* резко замедлилась. В годовом выражении (по номиналу, к аналогичному периоду предшествующего года) темп прироста портфеля кредитов нефинансовым предприятиям в декабре составил 22.2%, что на 2.4 проц. п. ниже, чем месяцем ранее. Это связано с жесткими денежно-кредитными условиями, сезонным повышением госрасходов в конце года и, как следствие, погашением ранее взятых кредитов на исполнение госзаказов. Кроме того, банки в значительной мере уже истратили накопленный ранее запас капитала для финансирования быстрого роста корпоративного кредитования.

Монетизация и денежный мультипликатор¹

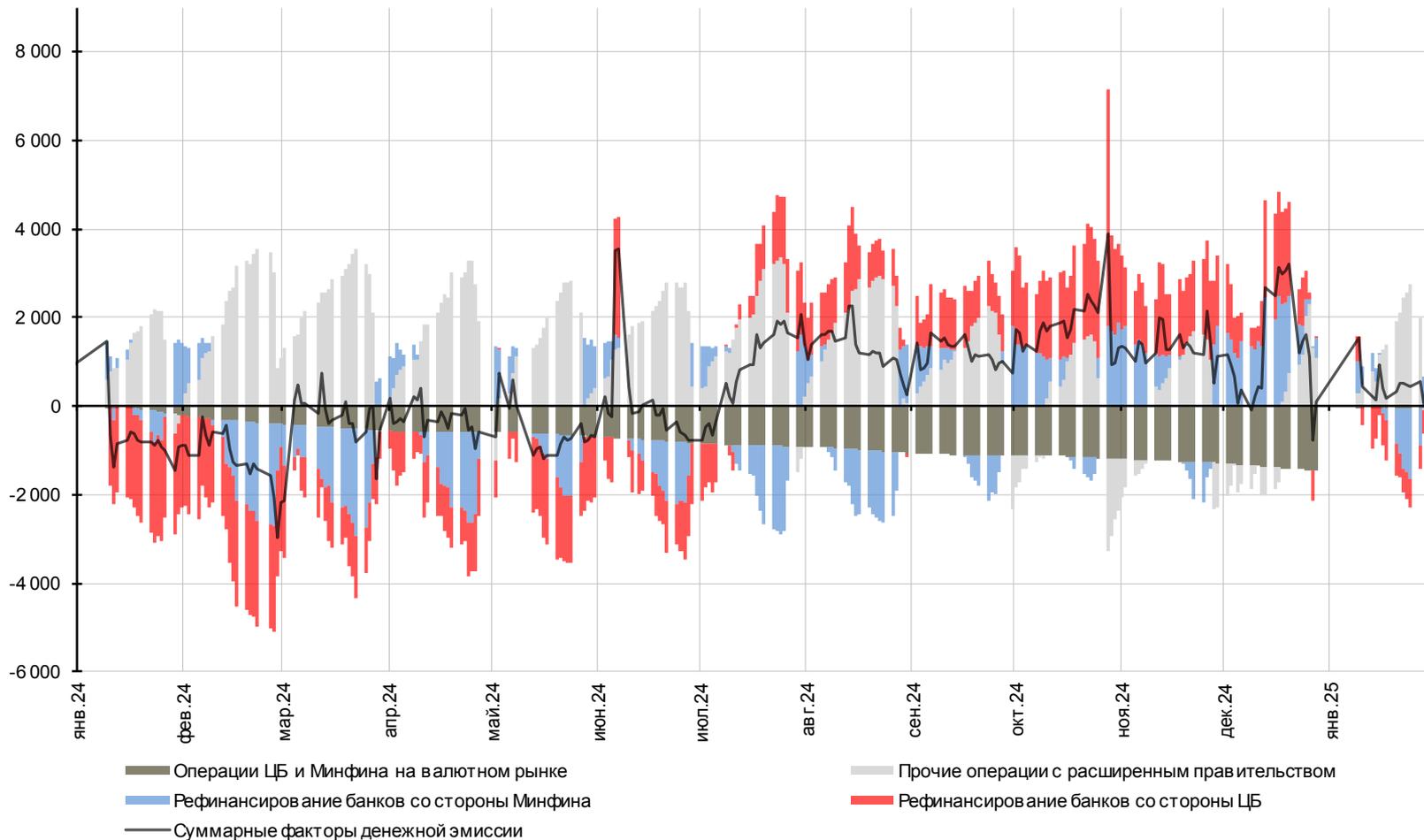


В IV кв. темпы расширения *денежной массы* существенно превысили темпы экономического роста (в I и II кв. денежная масса росла гораздо медленнее темпов роста экономики). К концу года темпы роста широкой денежной массы заметно выросли по сравнению с началом года – с 1.4% в I кв. до 7.7% в IV кв. Напротив, темпы прироста экономики за скользящие четыре квартала замедлились – с 4.1% в I кв. до 2.8% в IV кв. Тем не менее, уровень монетизации остается пока ниже значений конца 2020 - начала 2021 гг.

Увеличение спроса экономики на деньги (денежную массу) в последние два года было обеспечено, в первую очередь, интенсивным кредитованием предприятий и населения. В этих условиях новые деньги создавались не только и не столько денежной эмиссией со стороны Банка России (приростом денежной базы), сколько эффектом кредитного мультиплицирования денег. Это означало соответствующее повышение *денежного мультипликатора*, которое наблюдалось вплоть до середины 2024 г. Однако последовательный рост кредитных ставок, судя по динамике мультипликатора в III кв., видимо, начал сильно тормозить этот процесс. Произошедший скачок мультипликатора в конце года обусловлен резким ослаблением денежной эмиссии ЦБ РФ – так, начиная с октября, объем денежной базы (в широком определении) сокращался, а общий прирост в 2024 г. составил незначительные +5.5%. Рост денежной массы, напротив, достиг +19.2%.

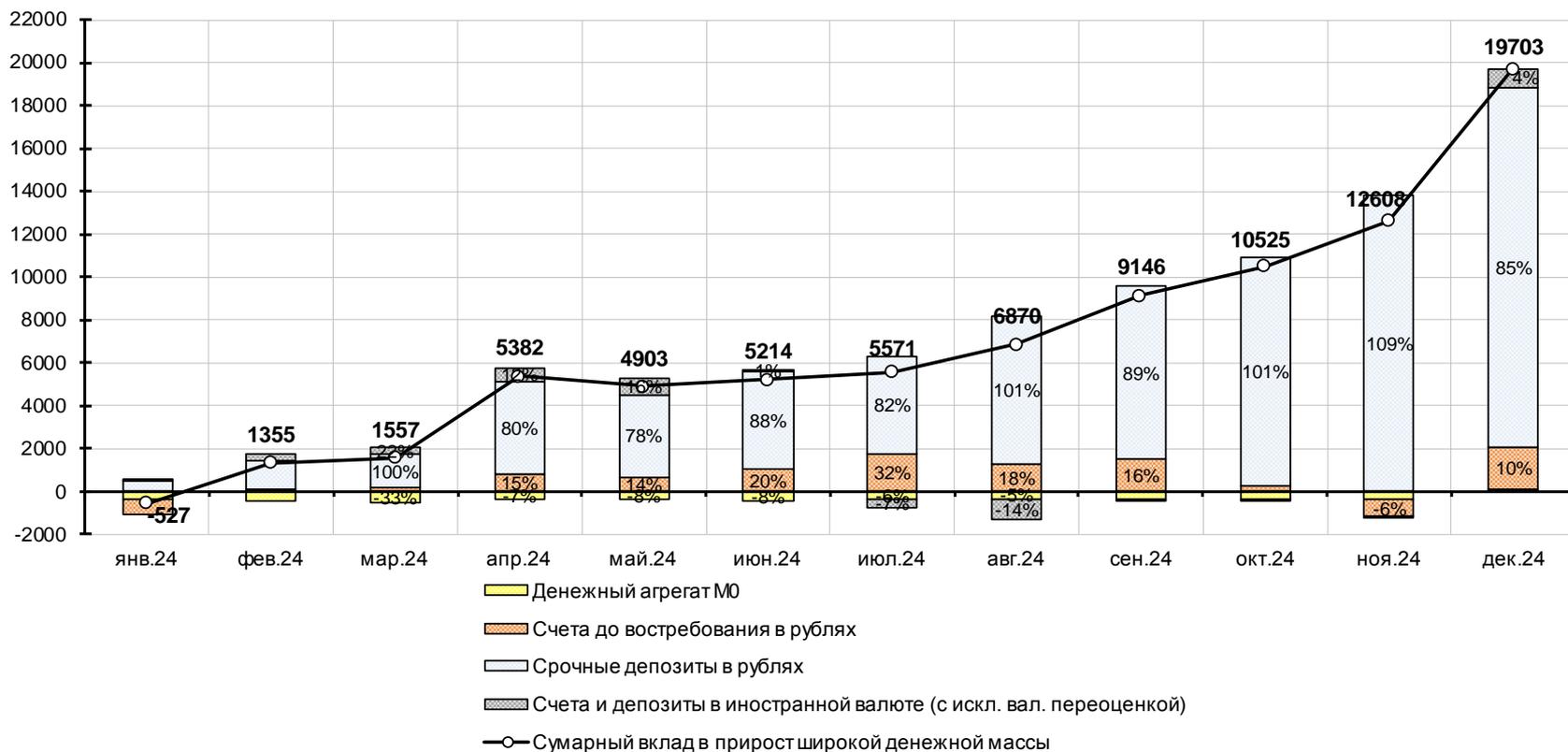
¹ Денежный мультипликатор – соотношение широкой денежной массы (M2X) с исключенной валютной переоценкой и широкой денежной базы

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



В январе 2025 г. совокупный баланс факторов денежной эмиссии находился в околонулевой зоне. Поступление ликвидности в экономику по каналу чистых расходов бюджета компенсируется сокращением размещения Минфином свободных средств бюджета на депозитах в коммерческих банках. Также пока «закрыт» канал притока ликвидности в банковскую систему по операциям кредитования банков со стороны ЦБ РФ.

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

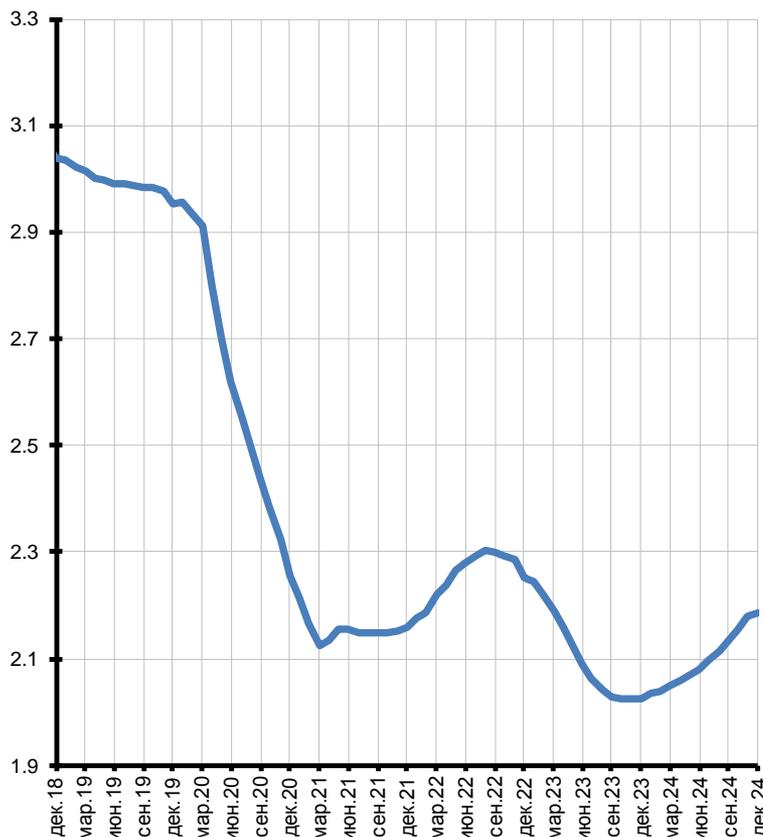


Широкая денежная масса (M2X) с исключенной валютной переоценкой в декабре резко подскочила – +5.7% к ноябрю (+8.7% к сентябрю). Драйвером роста выступил *массированный приток средств на срочные депозитные счета как населения (+2.2 трлн руб.), так и предприятий (+0.9 трлн руб.)*. Вместе с этим наблюдался и приток средств на *текущие счета населения и расчетные счета предприятий – +1.9 трлн руб. и 1.1 трлн руб. соответственно*. Объем средств на депозитах в иностранной валюте (с исключенной валютной переоценкой) в декабре также заметно возрос – +0.9 трлн руб. В годовом выражении по итогам декабря M2X с исключенной валютной переоценкой выросла на 17.5% – это заметно выше предшествующего локального минимума, зафиксированного в августе 2024 г. (+13.8%).

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

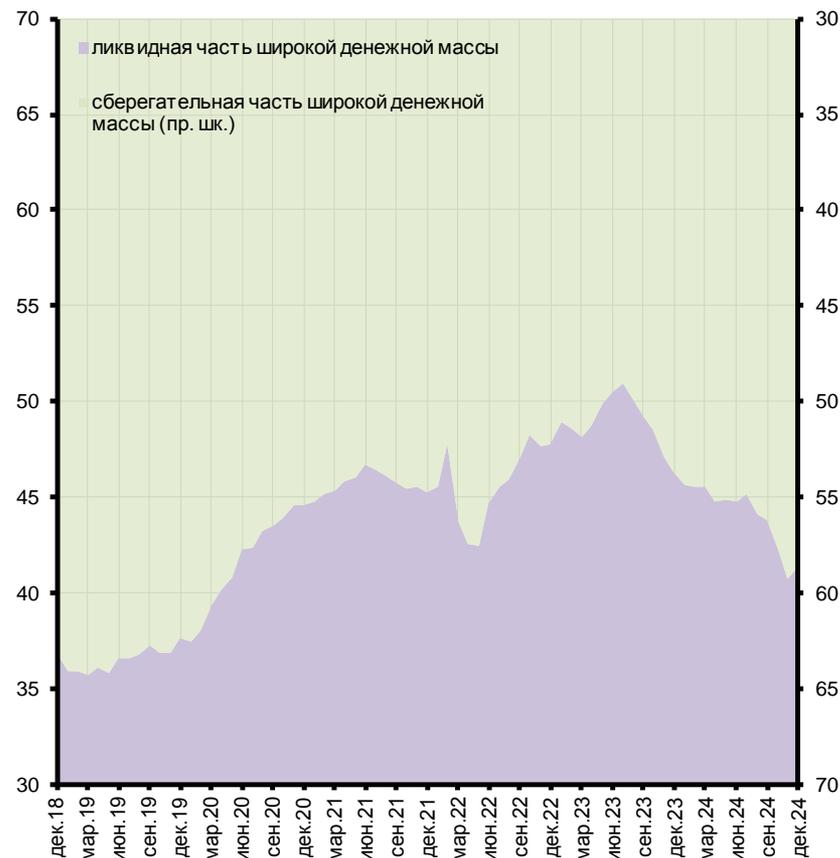
Оборачиваемость денежных средств

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



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

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



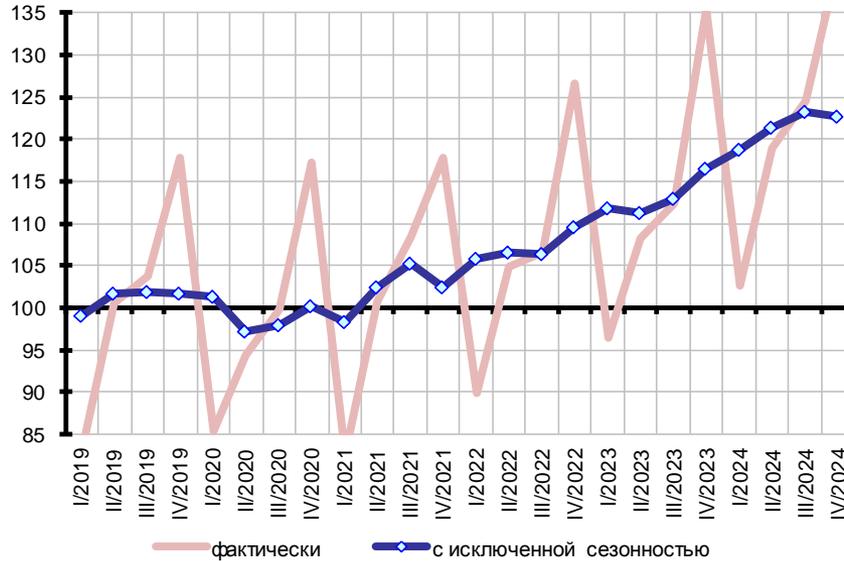
² Агрегат M2X. С исключением валютной переоценки.

Ситуация в части монетарного давления на инфляцию остается противоречивой. С одной стороны, скорость оборота ликвидной части широкой денежной массы устойчиво увеличивается (правда, в декабре, рост соотношения немного замедлился).

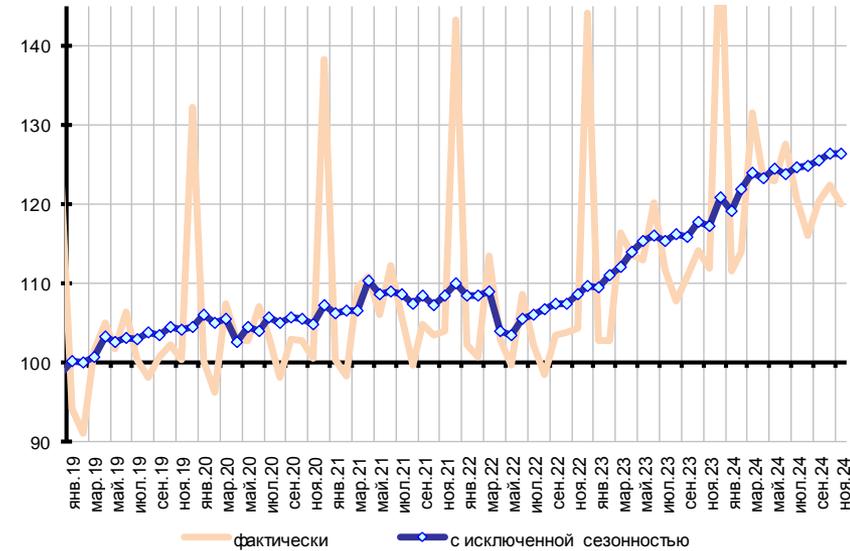
С другой стороны, на фоне повышения ставок в экономике продолжается устойчивое снижение доли ликвидной части широкой денежной массы (эта доля уже опустилась до минимального уровня, начиная со второй половины 2020 г.). Такое снижение (перераспределение между ликвидной и сберегательной частью денежной массы) означает, что в краткосрочном аспекте инфляционное давление уменьшается – зато формируется среднесрочный «инфляционный навес», способный разбалансировать потребительский рынок при переходе Банка России к снижению ставок.

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

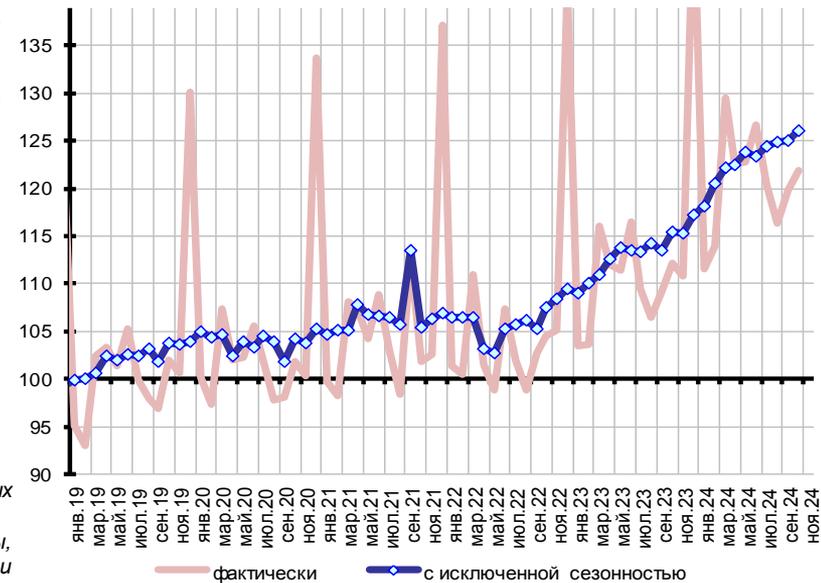
Реальные располагаемые доходы населения¹



Реальная начисленная заработная плата



Агрегат основных реальных денежных доходов²



В ноябре рост *реальной заработной платы* затормозился (III кв.: +0.5% в среднем за месяц, октябрь: +0.6%, ноябрь: 0.0% сезонность устранена). Пока не вполне ясно, начался ли «разворот» тенденции ускоренного роста заработной платы из-за ограниченных возможностей повышения зарплаты компаниями – или оно продолжится из-за недостатка предложения труда.

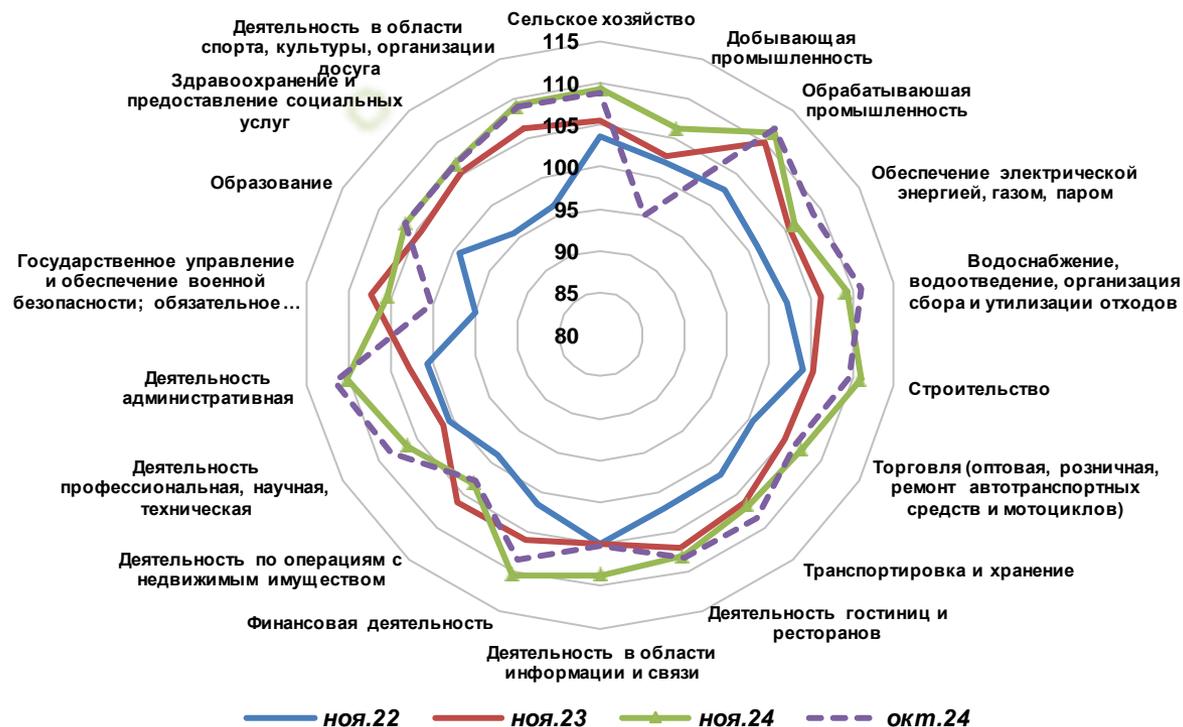
Динамика *основных реальных денежных доходов населения*² в целом, следует за реальной заработной платой (III кв.: +0.5% в среднем за месяц, октябрь: +0.7%, ноябрь: +0.1%, сезонность устранена).

В целом же динамика *реальных располагаемых доходов населения*, по состоянию на IV кв., похоже, стабилизируется (II кв.: +2.2%, III кв.: +1.6%, IV кв.: -0.5% за период, сезонность устранена).

¹ Росстат изменил методологию расчета денежных доходов населения. Динамика реальных располагаемых доходов населения представлена согласно новой методологии 2014 г., начиная с 2013 г.

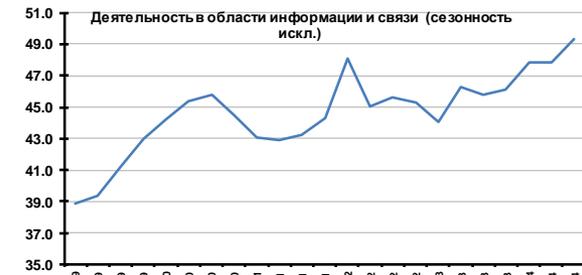
² Агрегат включает взвешенные размеры среднемесячной начисленной заработной платы, среднемесячной начисленной пенсии (ПФР) и начисленные проценты по рублевым вкладам и депозитам, приведенные к постоянным ценам с помощью ИПЦ

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



По состоянию на ноябрь *отраслевая структура* роста реальной заработной платы оставалась почти сбалансированной, за единственным, скорее всего чисто «ситуационным», исключением - странным «провалом» зарплаты в добывающей промышленности.

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



	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
Всего по обследуемым видам экономической деятельности	26.4	26.6	23.5	25.1	28.8	31.1	25.3	25.7	27.0	25.7	21.8	22.4	23.8	24.5	22.2	23.4	26.3	26.1	22.0	23.3	26.9	26.6	23.7
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	23.2	19.8	9.4	13.6	23.8	18.5	8.5	12.4	21.1	16.4	7.6	10.2	20.8	16.9	7.6	11.3	23.6	19.4	9.1	13.0	24.6	20.6	10.1
Добыча полезных ископаемых	7.6	8.4	8.6	9.7	9.8	18.1	12.2	12.3	8.9	8.4	7.5	7.0	5.7	7.4	9.3	9.7	9.9	9.7	7.8	8.3	8.9	8.7	8.8
Обрабатывающие производства	28.3	25.5	24.5	23.1	29.2	29.1	25.0	22.1	28.6	25.6	23.1	21.3	24.3	24.8	25.0	24.2	30.9	29.1	26.5	24.3	32.0	30.6	29.4
Строительство	38.1	26.6	22.4	15.5	38.8	28.1	24.3	15.3	41.3	29.6	25.9	16.7	41.2	28.8	25.1	16.2	41.0	29.0	25.9	18.2	45.3	31.4	28.7
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	24.0	21.1	19.1	18.0	21.5	19.8	20.0	19.0	23.7	20.5	19.2	18.4	23.5	20.0	20.3
Транспортировка и хранение	30.0	30.8	28.3	29.4	33.2	37.4	31.0	31.2	31.9	30.9	28.6	28.6	29.2	29.1	27.8	27.9	27.0	29.4	27.1	27.0	26.4	29.7	26.9
Деятельность в области информации и связи	48.7	42.1	37.3	33.1	56.3	47.5	41.5	33.5	57.0	44.0	39.3	31.9	64.8	45.4	40.9	32.9	59.6	47.4	41.5	33.1	64.4	48.3	45.2

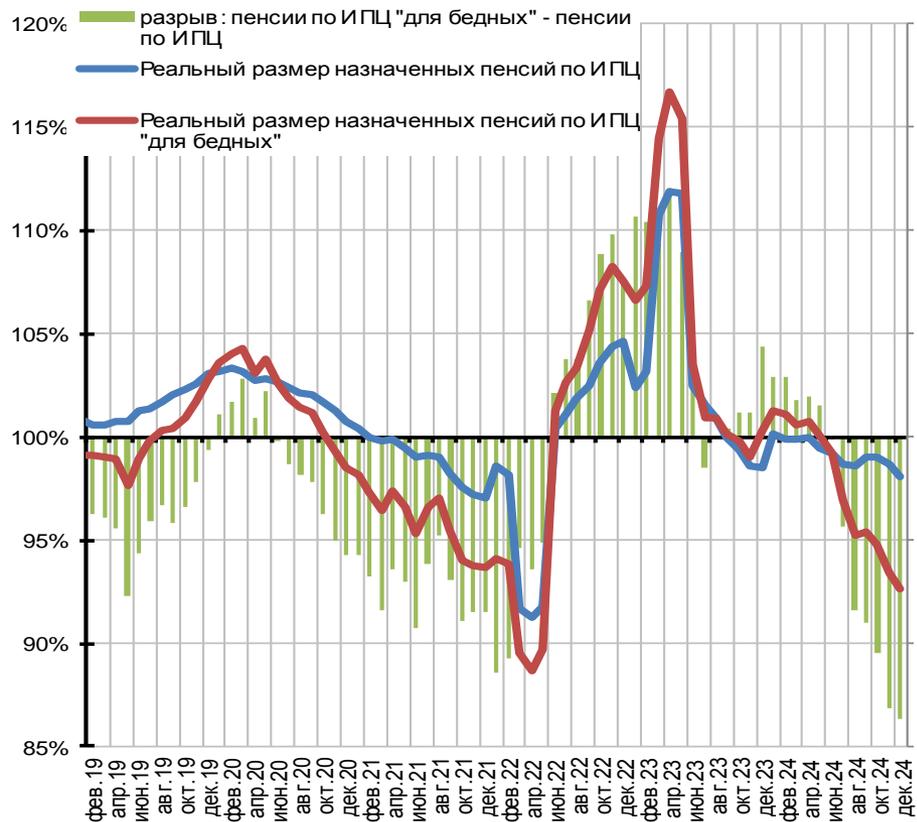
Давление *оплаты труда* на добавленную стоимость по состоянию на третий квартал продолжает быстро нарастать (сезонность устранена).

Структура этого роста – уже привычная: в числе лидеров, где уже произошел выход на исторические максимумы – обрабатывающая промышленность, ИКТ (здесь играет роль дефицит квалифицированных кадров) и строительство (возможно, это - наведённый эффект от оттока мигрантов и «обеления» зарплат россиянам).

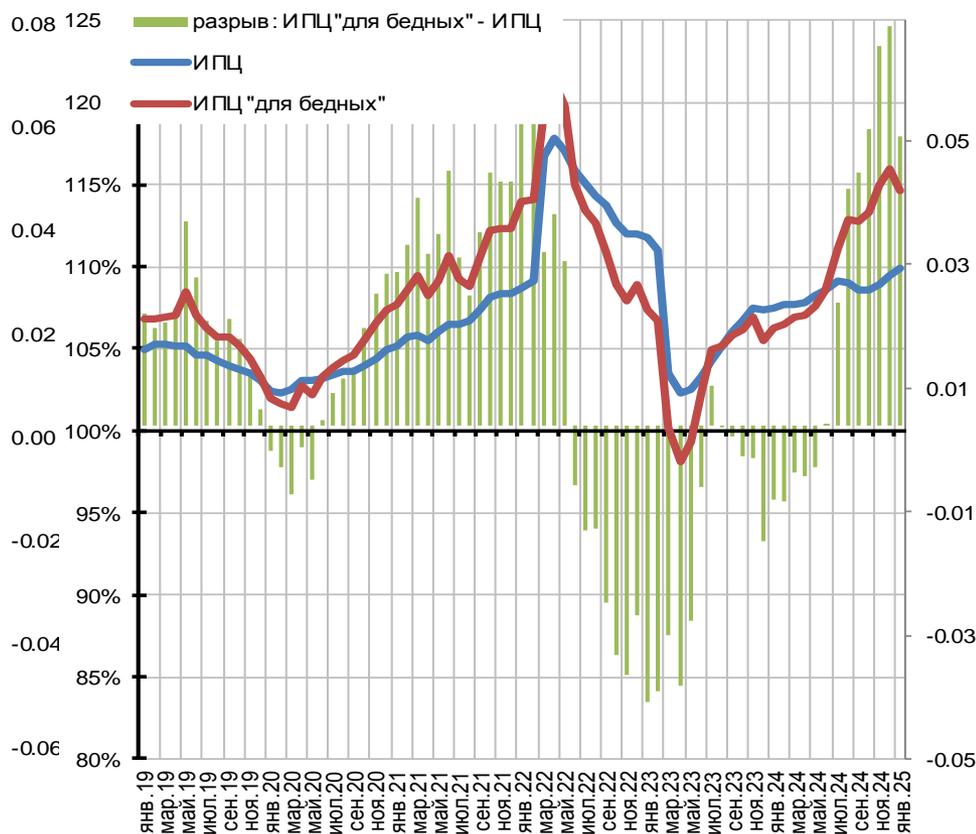
¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

Инфляция «для бедных»¹

Реальный размер назначенных пенсий² (% к соотв. месяцу предшествующего года)



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



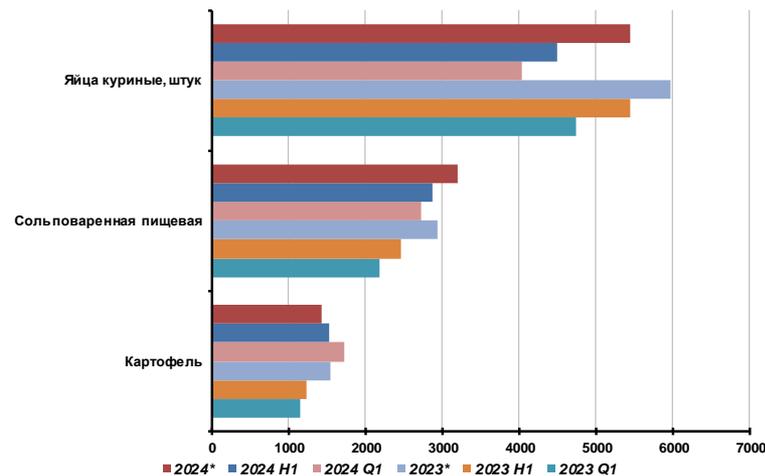
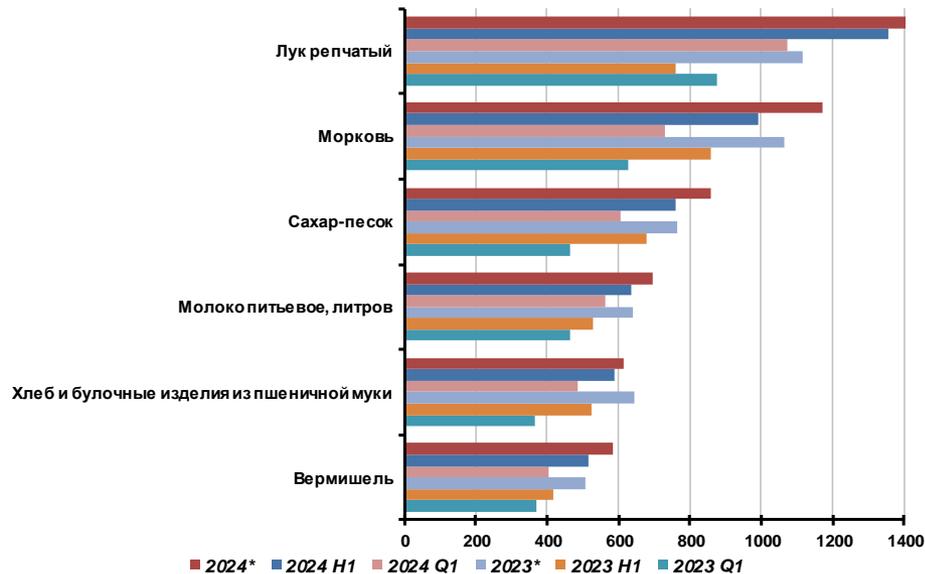
Косвенный социальный эффект от структурного компонента инфляции («инфляции для бедных») по состоянию на декабрь стал всё более негативным: рост цен на продовольствие (основу потребительской корзины бедных) очень сильно опережает общую динамику инфляции. Соответственно, и уровень «инфляции для бедных» все больше отрывается от инфляции (в январе разрыв чуть уменьшился, но все равно остается очень высоким).

Соответственно, в декабре *реальный размер пенсий* (индикатор динамики благосостояния бедного населения), с учётом роста цен для этой социальной группы, резко «провалился», оторвавшись от официального индикатора реальных пенсий (рассчитываемого по средней инфляции).

¹ Корзина для бедных - 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

² Пенсии – средний размер назначенных пенсий по данным СФР

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



Ценовая доступность основных знаковых видов продовольствия по состоянию на конец года, по-прежнему, выше, чем в предшествующие годы.

Исключением, как и ранее, остаются: яйца (эффект предшествующих подорожаний, ещё не компенсированный стабилизацией в последнее время), картофель и яблоки.

¹ Соответствующий комментарий будет обновлён по мере обновления данных

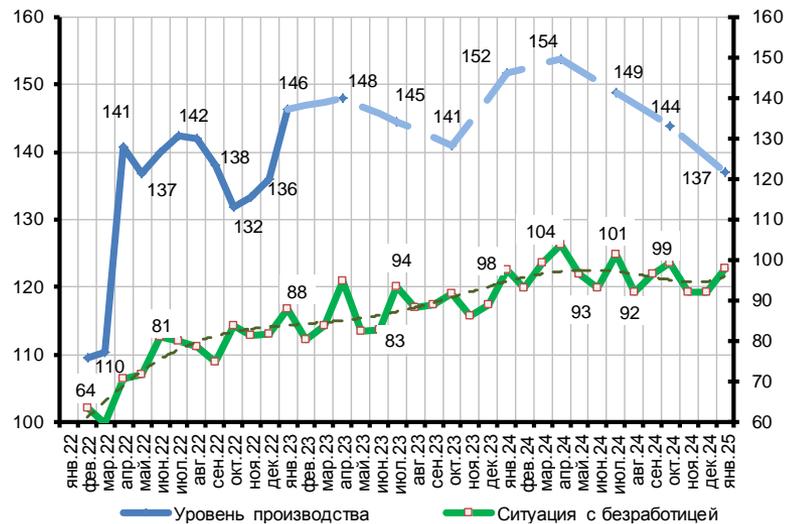
* данные за год,

Оценки макроэкономических показателей населением

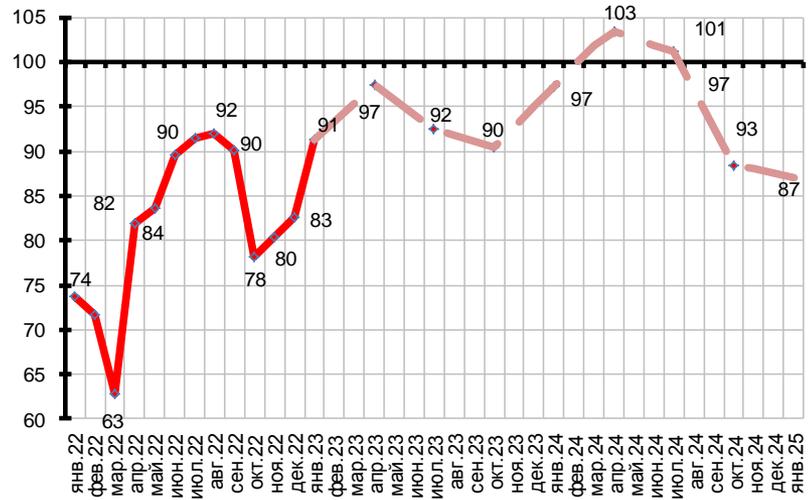
Инфляционные ожидания (годовых, в %) ¹



Индексы уровня производства и безработицы (пункты) ²



Индекс уровня жизни (пункты) ²



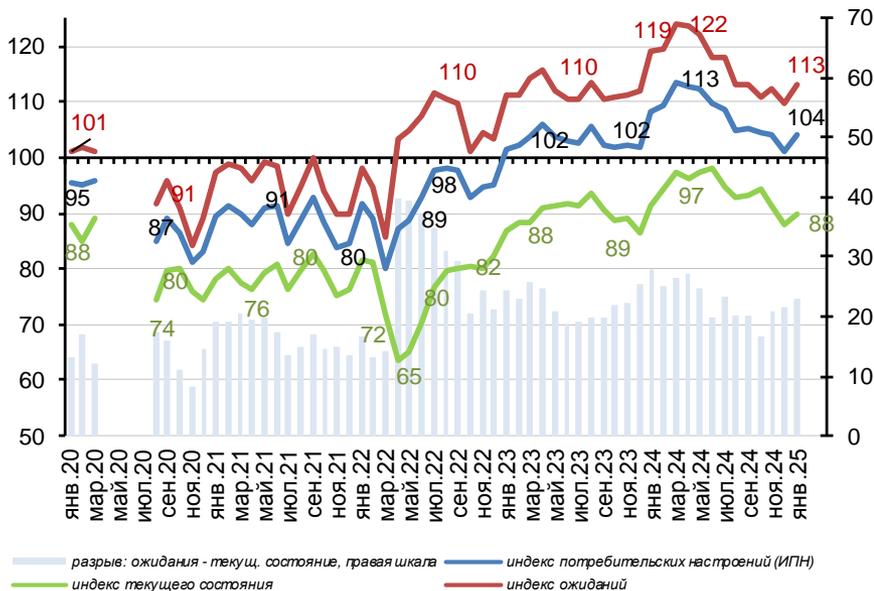
Оценки населением макроэкономической ситуации, по данным на январь, вновь стали ухудшаться (отметим, что это находится в прямом противоречии с оценками ситуации менеджерами компаний – что нуждается в дополнительном анализе):

- оценки ожидаемой и наблюдаемой инфляции возросли (на февраль - наблюдаемая: 16.5%, ожидаемая: 13.7%). Разрыв между фактической и наблюдаемой инфляцией стабилизировался, но на очень высоком уровне (6.5 проц. пунктов);
- сохраняется негативный тренд в оценках производства (?!) и уровня жизни (причём, оценка уровня жизни ушла резко вниз, вплоть до уровней осени 2022-зимы 2023 гг.) - вероятно, это связано с наложившимися негативными сигналами: ростом инфляции и процентных ставок, ослаблением рубля и заявлениями руководства Банка России об исчерпанности потенциала интенсивного восстановительного роста, новыми санкциями США;
- оценки безработицы «в моменте» чуть возросли, но в целом ещё с осень находятся на траектории очень медленного снижения.

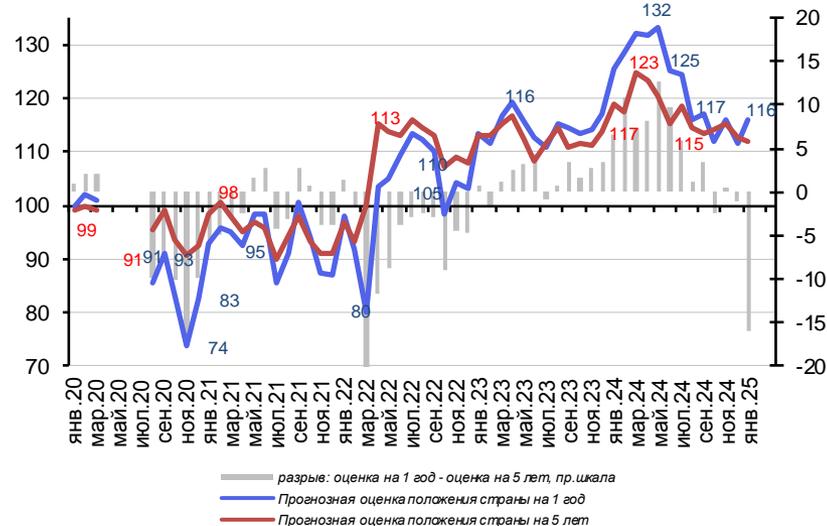
¹ Инфляционные ожидания, Индексы оценок населением макроэкономических показателей, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Вопрос об уровне производства и уровне жизни, начиная с 2023 г., задавался ежеквартально, в первый месяц квартала.

Потребительские настроения населения

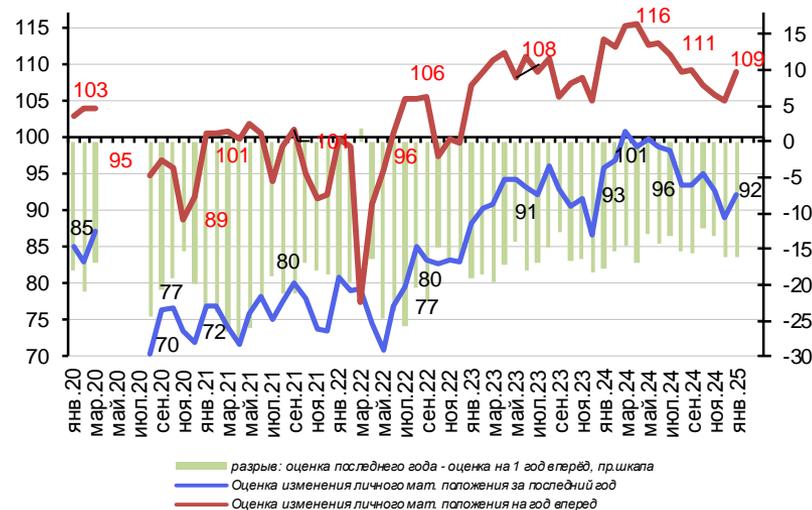
Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹ (пункты)



Оценка населением экономического положения страны (пункты)



Оценка населением личного материального положения (пункты)

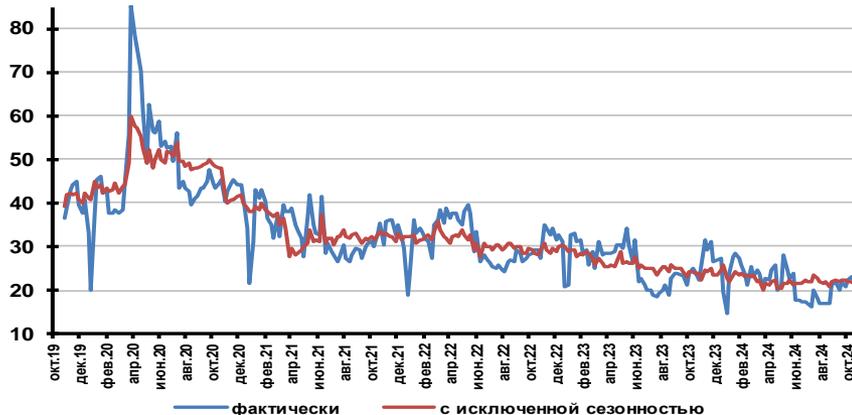


В части *потребительских настроений населения* в январе отмечен «подскок» вверх – фронтально по всем замеряемым показателям, но (пока) настолько незначительный, что не переламывает ранее сформировавшиеся устойчивой тенденции к ухудшению – и тоже фронтальной.

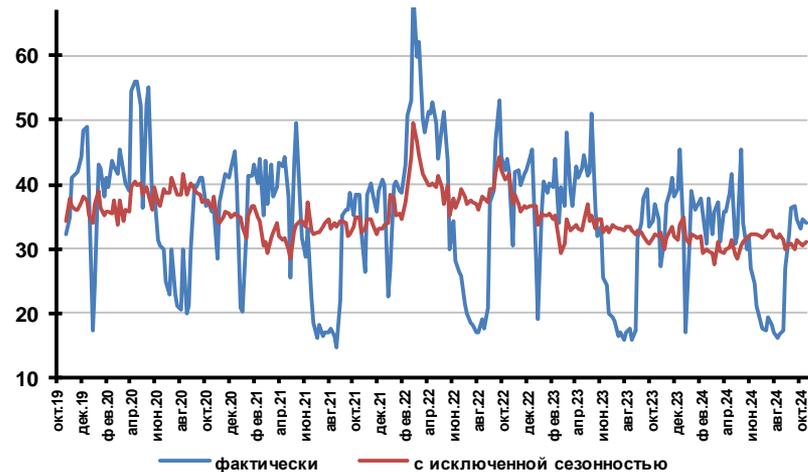
¹ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ. Начиная с августа 2020 г. опросы ЦБ были возобновлены на прежней методологической основе.

Настроения населения: индикаторы поисковых запросов населения в Google

Индекс беспокойства на рынке труда (пункты)^{1, 3}



Индекс страхов населения (пункты)^{2, 3}



Уровень *беспокойства населения на рынке труда* (с исключённой сезонностью) по состоянию на конец октября стал очень медленно повышаться, при этом постепенно уходя от исторических минимумов.

В части *общего беспокойства «индекс страхов»* (с исключенной сезонностью) стабилизировался вблизи исторического минимума – возможно с очень лёгкой, почти на грани различимости, тенденцией к повышению.

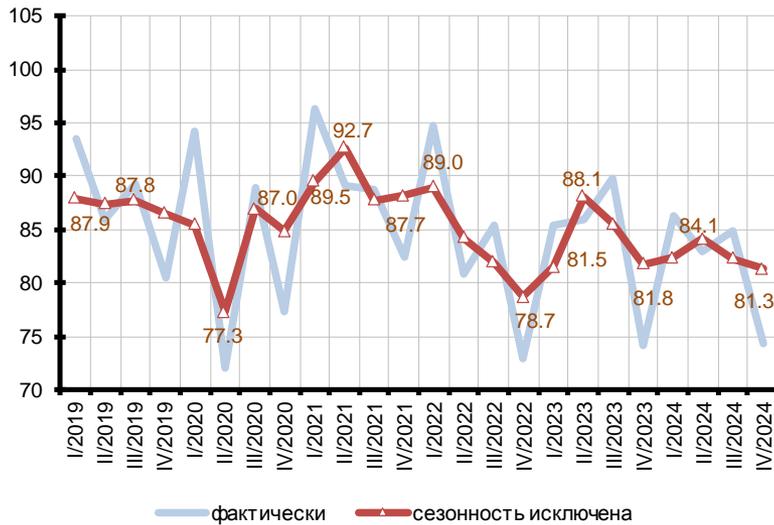
¹ Индекс беспокойства на рынке труда изменяется от 0 до 100, отражает запросы в Google относительно безработицы, пособий по безработице, биржи труда, удаленной работы, рассчитывается ЦМАКП.

² Индекс страхов населения изменяется от 0 до 100, отражает запросы в Google, характеризующие основные опасения населения – рост цен, безработица, кризис, бедность, экология, преступность и проч., рассчитывается ЦМАКП

³ Соответствующий комментарий будет обновлён по обновления данных.

Норма потребления и норма сбережений населения

Норма потребления (% к располагаемым доходам)¹



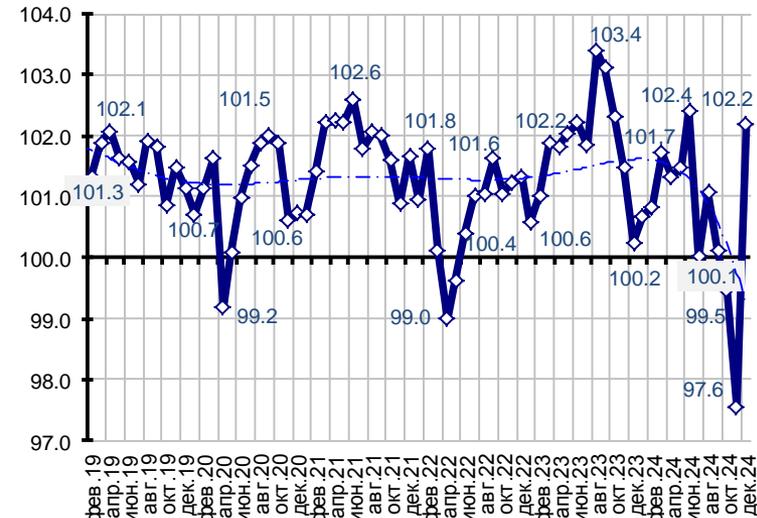
Норма сбережения во вкладах (% к располагаемым доходам) и среднеквартальная реальная ключевая ставка²



В сфере *потребительского поведения* населения в IV кв. сохранились все те же тенденции, которые существовали еще в третьем квартале. В условиях очень высоких и растущих реальных процентных ставок норма сбережения во вкладах, разумеется, растёт, а норма потребления - падает.

Кредитование населения, по данным на декабрь, резко подскочило (в номинальном выражении) – отчасти (не полностью) компенсируя абсолютное сжатие в предшествующие два месяца, отчасти, видимо, «под сезонные новогодние покупки».

Темпы роста задолженности по кредитам, выданным физическим лицам (без учета просроченных кредитов, %)

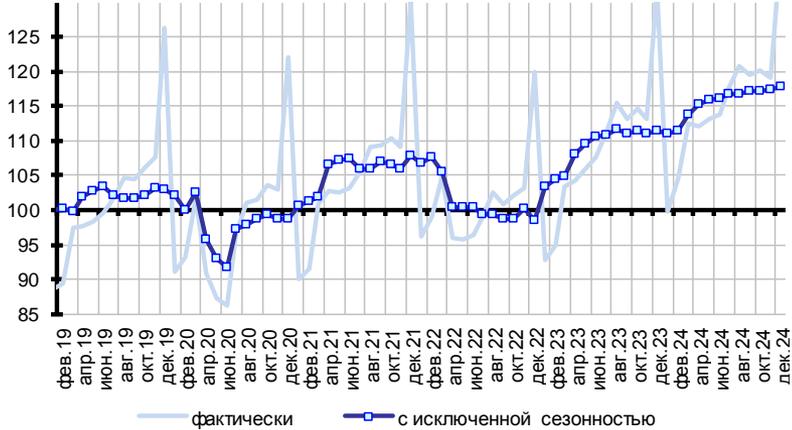


¹ Методология Росстата расчета доходов и расходов населения 2018 г. Оценки объемов номинальных показателей в 2013-2024 гг. Потребление - объемы розничного товарооборота, платных услуг, потребление в секторе ресторанов и кафе. Квартальные показатели доходов и потребления в 2023-2024 гг. – предварительные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

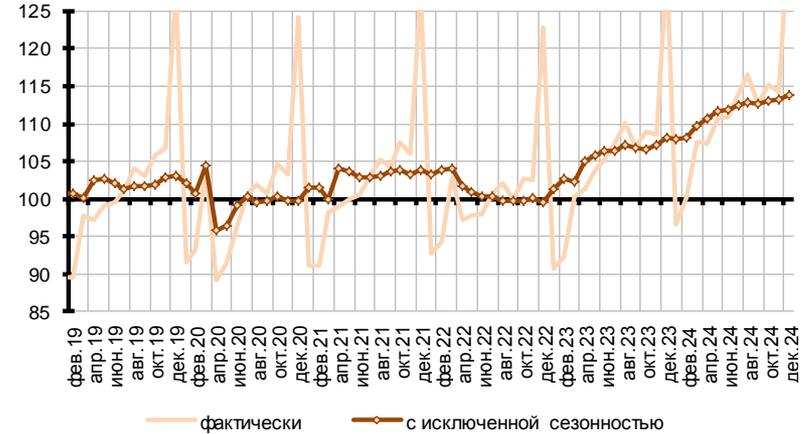
² Методология Росстата 2018 г. Сбережения в рублевых и валютных вкладах в России с исключением влияния валютных курсов

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

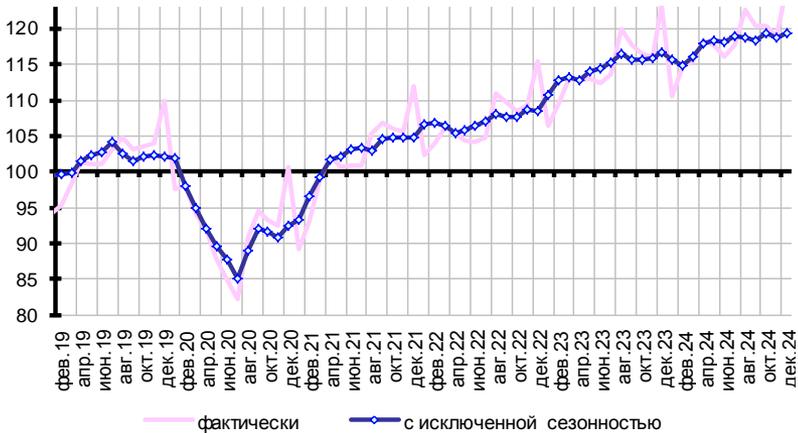
Потребительские расходы населения (объемы покупок товаров и оплаты услуг)



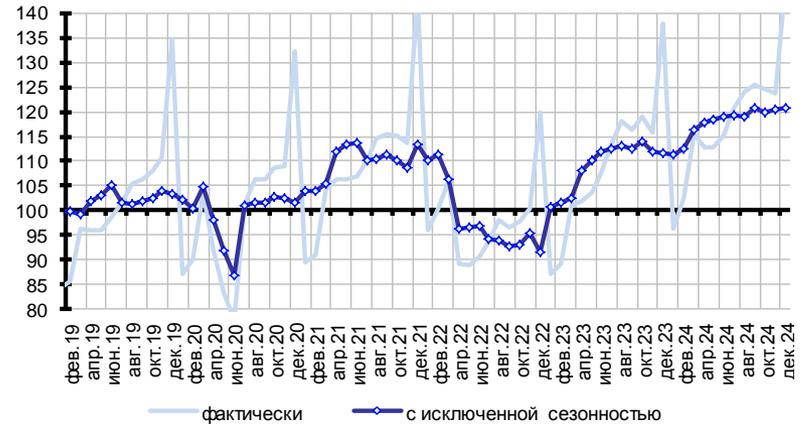
Оборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями



Платные услуги населению



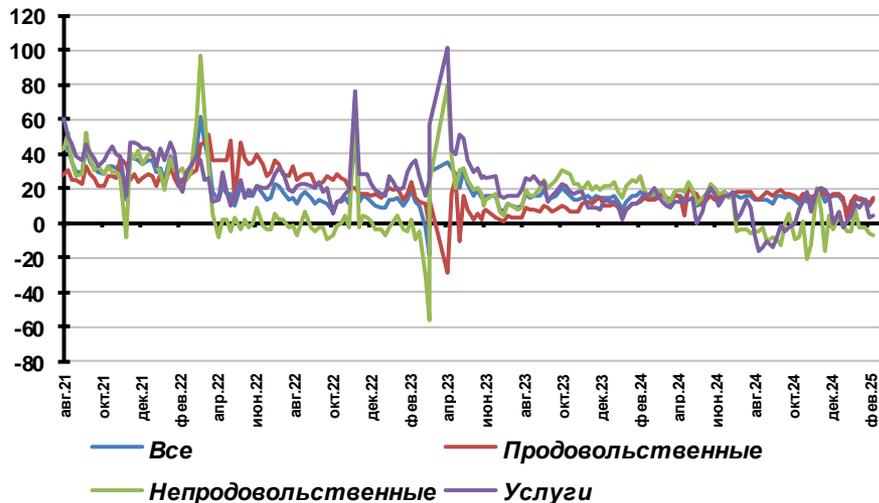
Оборот непродовольственными товарами



Потребление населения по состоянию на декабрь вернулось к медленному поступательному росту (III кв.: +0.3% в среднем за месяц, октябрь: 0.0%, ноябрь: +0.1%, декабрь: +0.5%, сезонность устранена). Формально, этот рост имеет практически фронтальный характер, но его устойчивость в условиях ограниченности возможностей повышения оплаты труда компаниями и, вдобавок, снижения склонности населения к потреблению – под очевидным вопросом.

Основные направления потребительских расходов¹

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



В части *потребительского поведения* по состоянию на февраль ситуация почти не изменилась: в целом, стабилизация.

В *структуре потребительских расходов* беспрецедентно подскочил вес расходов на спорт. Более содержательно – прекращение роста покупок населением ювелирных изделий: сберегательный мотив теперь обеспечивается сбережениями во вкладах, а «актикризисный» мотив, похоже, сошел на нет.

Противоречие с данными Росстата связано, скорее всего, с отсутствием снятия сезонности в случае данных Сбербанка (и неучётом наличного оборота, значимого для традиционных форм торговли).

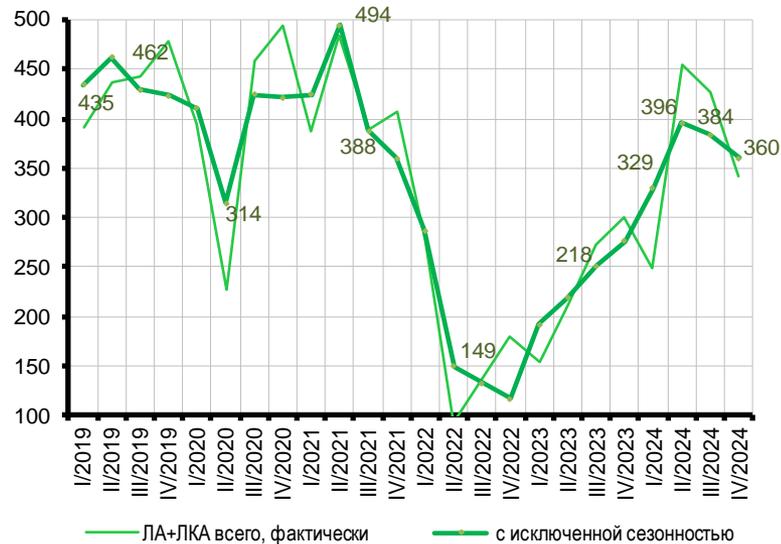
Изменение основных направлений расходов (% к соотв. периоду прошлого года)



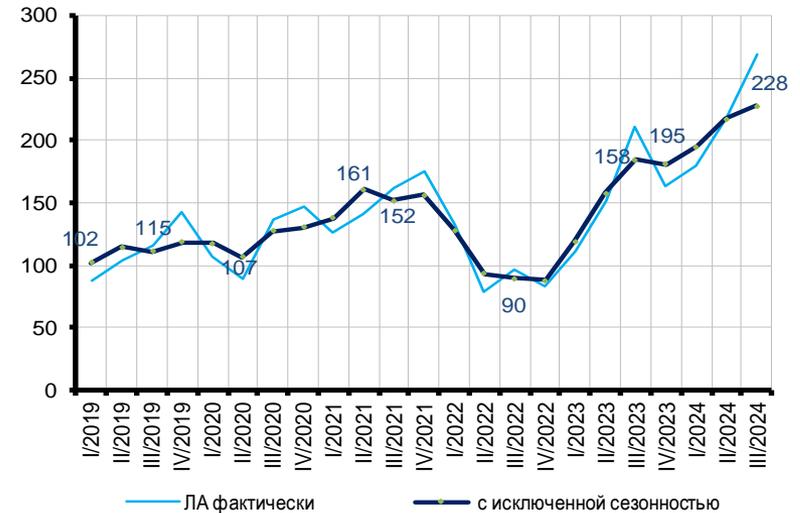
¹ По данным еженедельного исследования Сбербанка «Оперативная оценка потребительской активности» (проводят Лаборатория «Сбербанк» и дивизион «Корпоративные клиенты 360»).

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%)

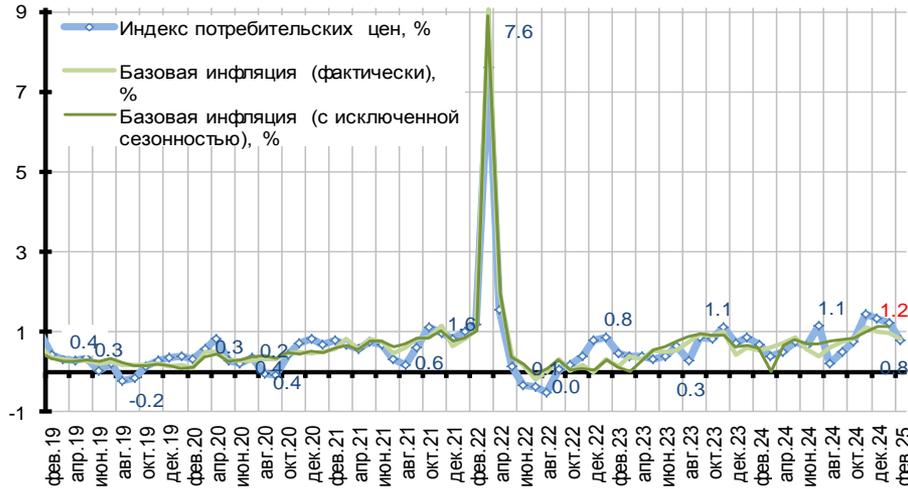


На рынках легковых автомобилей и ЛКА в IV кв. продолжилась коррекция, начавшаяся ещё в III (сезонность устранена). Это, как и ожидалось, - «маятниковый откат» после скачка во втором квартале (который отмечался в ожидании «нового» утилизационного сбора и роста ставок по автокредитам и, естественно, развития не получил). Дополнительные негативные факторы – и сам рост кредитных ставок, и ослабление рубля; так что есть риск, что в первом квартале коррекция продолжится.

Источник данных : исходные помесечные 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 2024 г. объем рынка оценен компанией более 1.65 млн. автомобилей, рост на 46% к 2023 г.

Инфляция на потребительском рынке

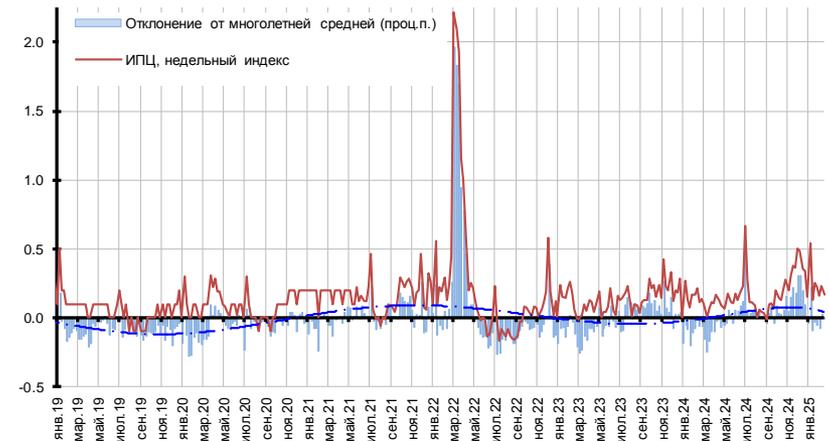
Инфляция на потребительском рынке (темпы прироста, %)



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



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



Инфляция в январе-феврале 2025 г. остаётся высокой, хотя и начала подавать первые признаки снижения. В феврале, с учётом информации на 17.02, индекс потребительских цен оценивается в 0.8% или 10.0-10.12% к февралю 2024 г. За этим скачком, вероятно – сочетание последствий ослабления рубля с эффектом «переноса в цены» высокой ключевой ставки Банка России.

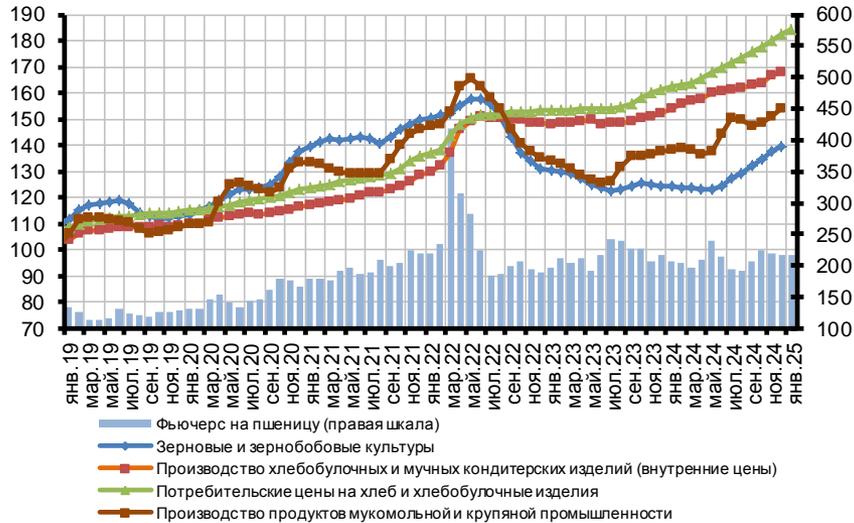
В то же время, судя по данным о еженедельной инфляции, рост цен стал замедляться – и если в текущем году не произойдёт существенных внешних шоков, можно ожидать, что инфляция в текущем году не превысит 7%.

Как уже не раз отмечалось, дополнительный импульс инфляции издержек может быть связан с «импортом инфляции» с рынка нефтепродуктов и ростом затрат (включая логистику – из-за влияния ставки на лизинг и аренду) на рынке молочной продукции.

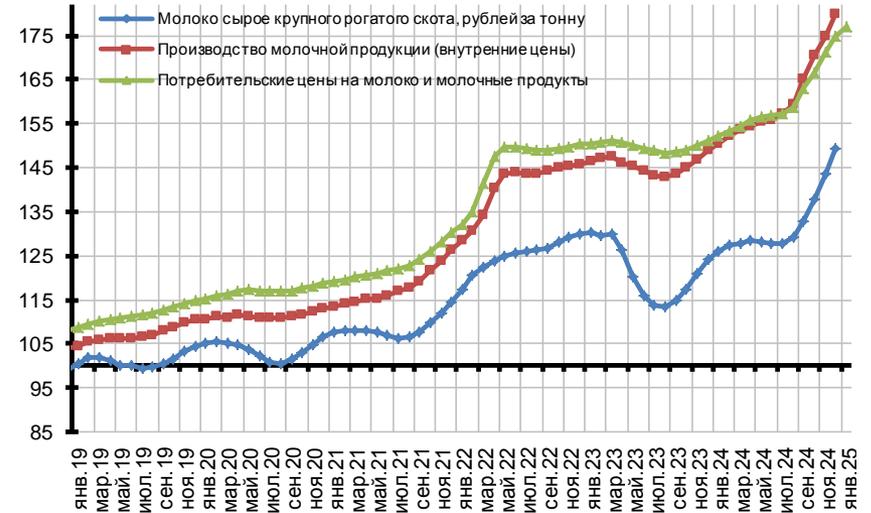
Некоторые инфляционные цепочки

Динамика цен (декабрь 2016=100%)

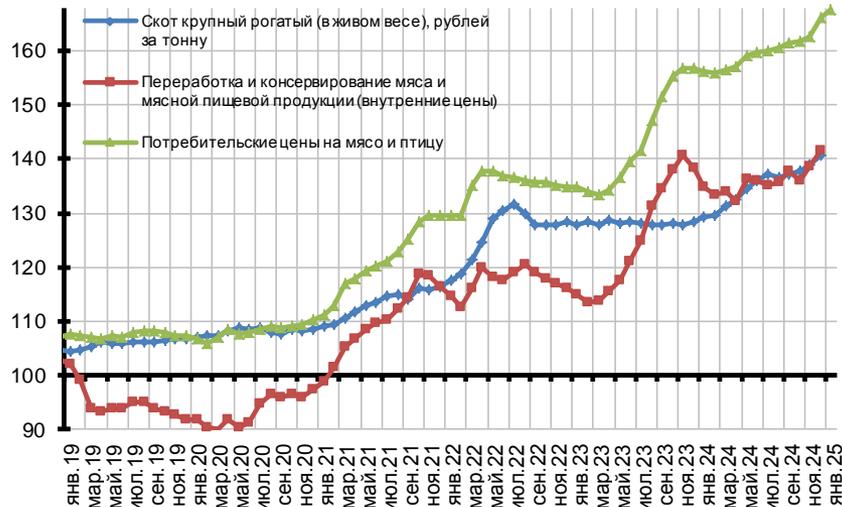
Цены на хлеб



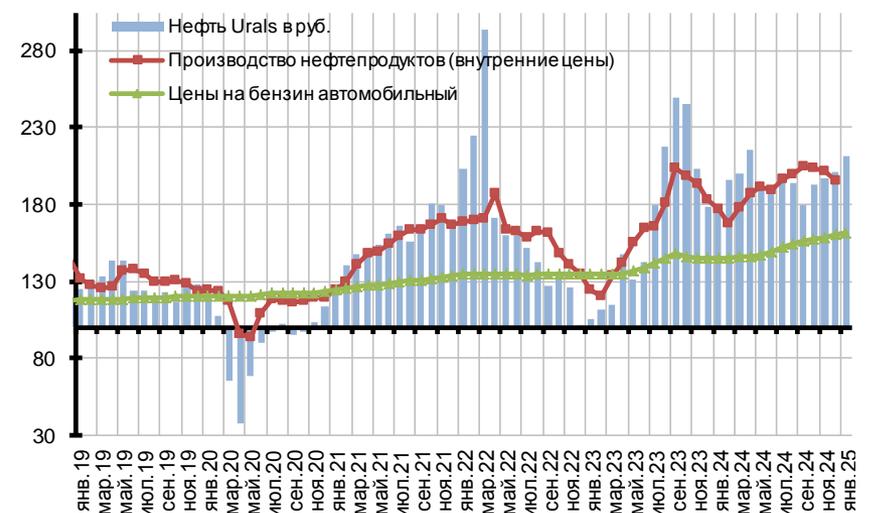
Цены на молоко и молочную продукцию



Цены на мясо

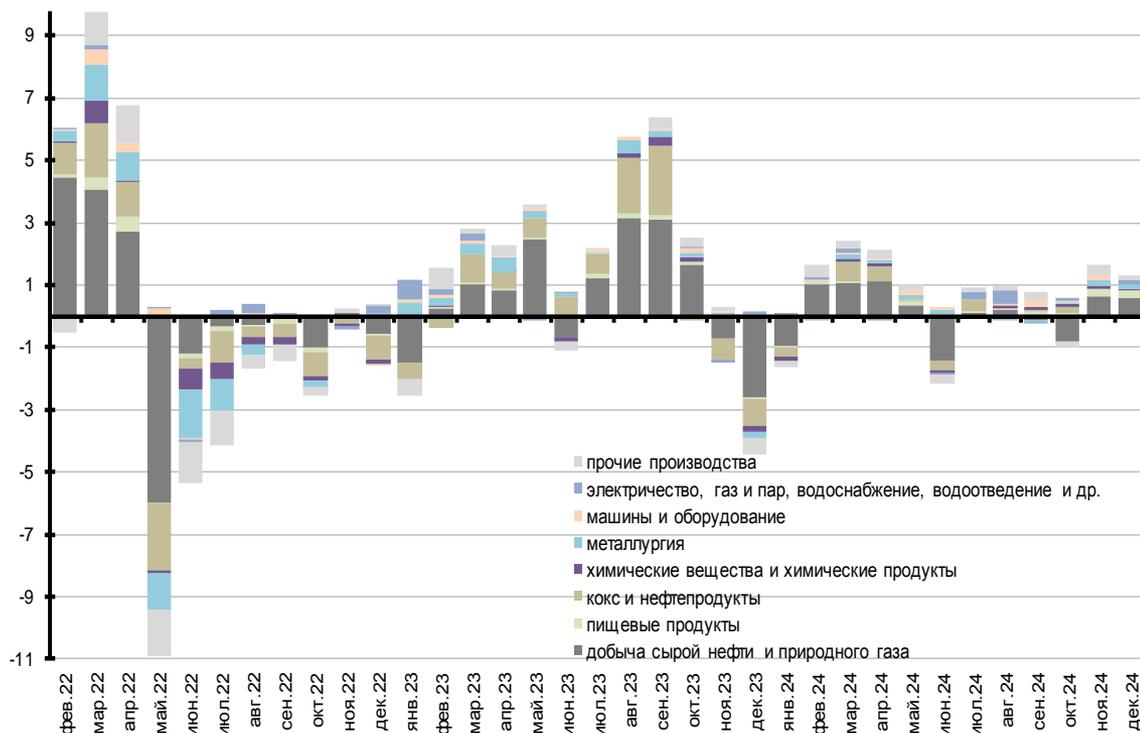


Цены на топливо

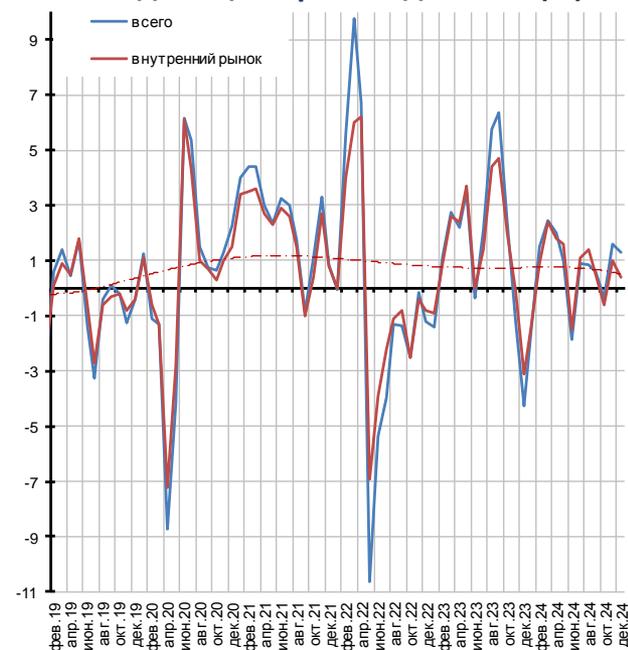


Структура цен производителей в промышленности

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



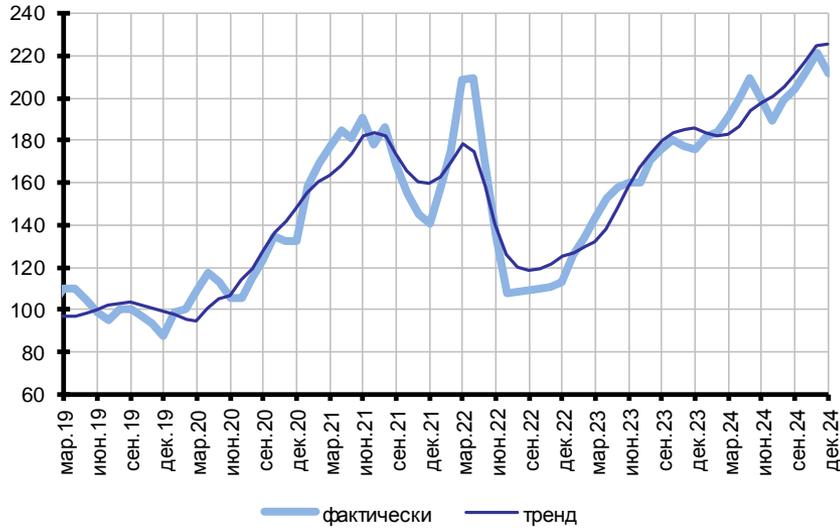
Индекс цен производителей (%)



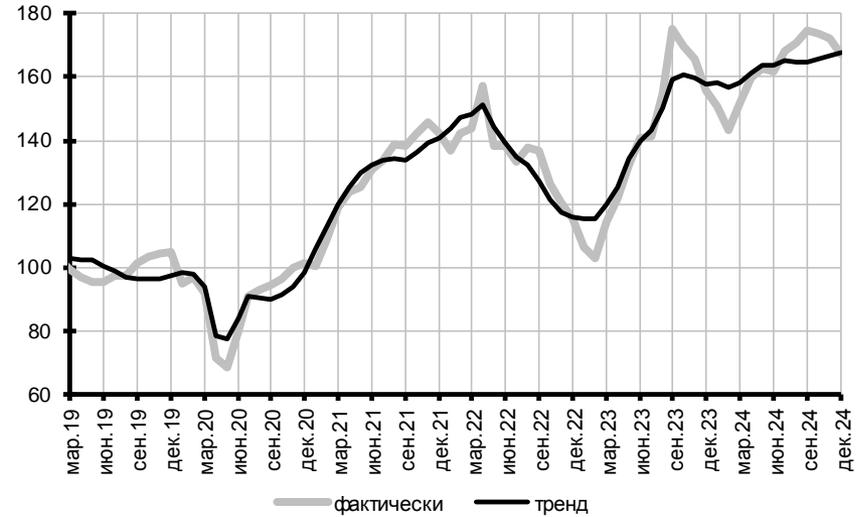
На рынках промышленной продукции по состоянию на декабрь «в среднем» возобновился ползучий – с низкими темпами, но фронтальный, охвативший, в той или иной степени, буквально все отрасли, рост цен. В целом же, сохраняется среднесрочная тенденция очень медленного, постепенного затухания инфляции на рынках промышленной продукции.

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

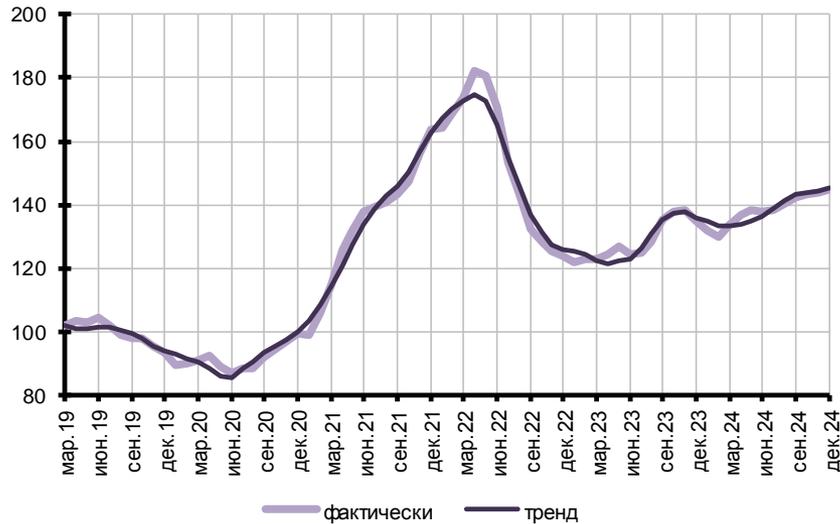
Добыча металлических руд



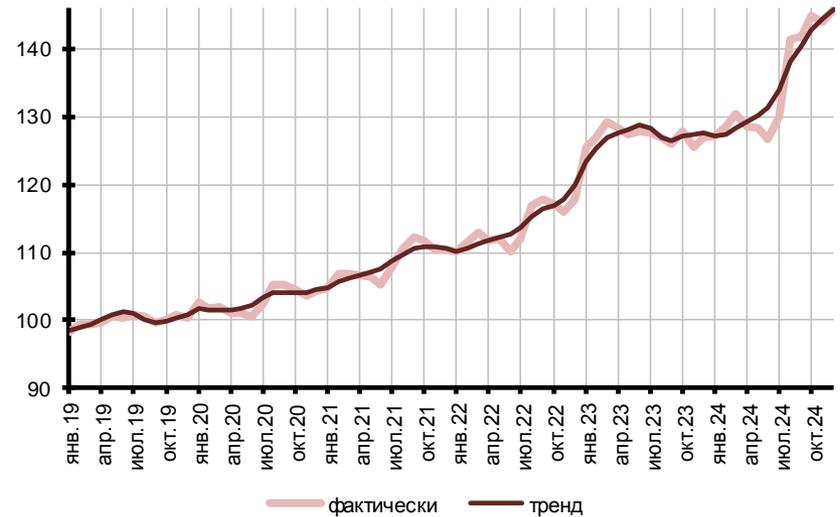
Производство нефтепродуктов



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

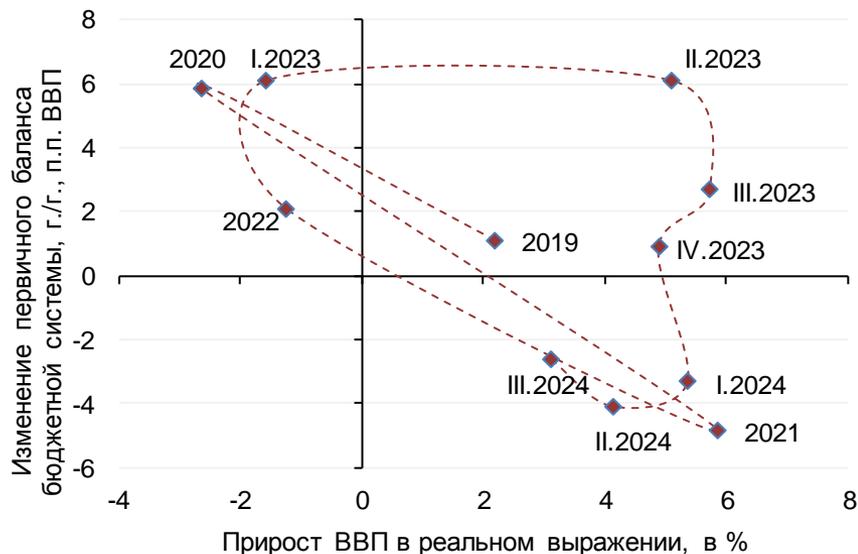
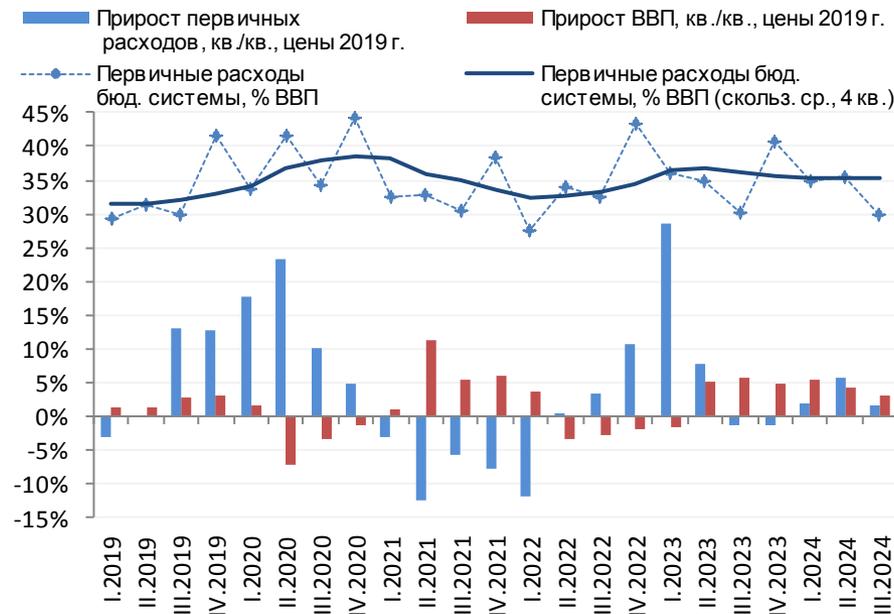


Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



Бюджетная система как фактор роста

По итогам января-сентября 2024 г. темп прироста первичных расходов бюджетной системы в реальном выражении составил 3.0% к аналогичному периоду прошлого года. При этом данный показатель уступает темпам прироста реального ВВП – 4.1%. В свою очередь, это объясняет снижение доли первичных расходов бюджетной системы от ВВП. К концу III кв. 2024 г. сглаженный показатель (скользящее среднее за 4 квартала) первичных расходов скорректировался до 35% ВВП. Таким образом, после наращивания в 2022-2023 г., в течение 2024 г. динамика бюджетных расходов преимущественно стабилизировалась – в качестве исключения можно рассматривать всплеск расходов в апреле–июне, причиной чего были авансовые платежи



Бюджетный импульс можно определить как разницу между текущим и прошлогодним показателями сальдо бюджетной системы, очищенного от процентных расходов. Проведение стимулирующей бюджетной политики предполагает положительный бюджетный импульс. Значительное бюджетное стимулирование экономики фиксируется в 2020 г. и 2022–2023 гг. В результате роста поступлений бюджетных доходов в первой половине 2024 г. произошло снижение объёмов бюджетного стимулирования. Замедление бюджетных расходов и затухание бюджетного импульса отчасти выступают в качестве факторов коррекции темпов роста экономики в 3 кв. 2024 г.

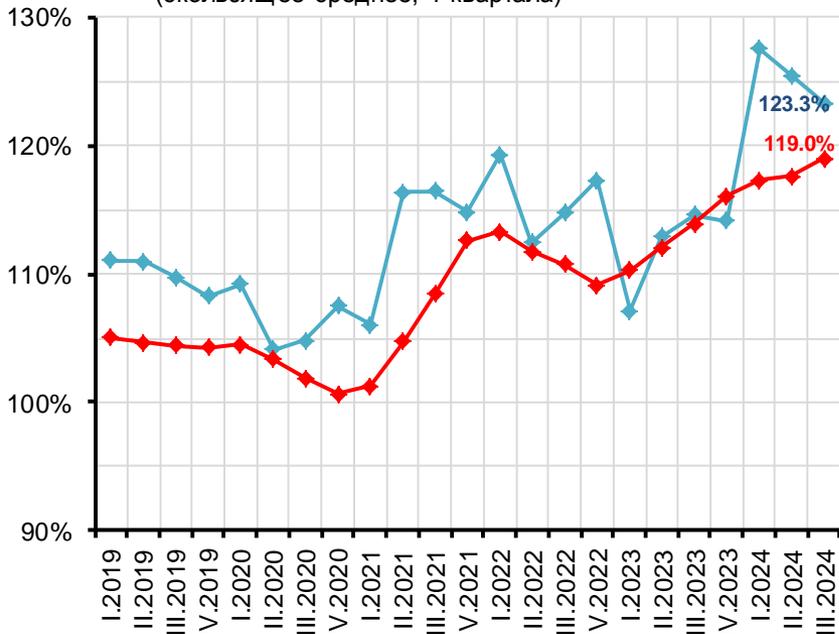
Структура доходов бюджетной системы

Млрд руб.	11 мес. 2024			11 мес. 2023			Среднее (11 мес. 2019-2024 гг.)	
	Поступления	Прирост	Доля	Поступления	Прирост	Доля	Прирост	Доля
Всего доходов	62 779	19.6%	100.0%	52 474	11.4%	100.0%	13.0%	100.0%
Нефтегазовые доходы в том числе	10 341	25.7%	16.5%	8 226	-22.8%	15.7%	14.0%	17.7%
Нефть и нефтепродукты	5 931	20.5%	9.4%	4 923	-12.7%	9.4%	4.6%	10.9%
Газ и газовый конденсат	2 450	22.2%	3.9%	2 004	-39.9%	3.8%	25.3%	4.3%
Налог на дополнительный доход	2 046	57.5%	3.3%	1 299	-22.8%	2.5%	169.8%	2.4%
Ненефтегазовые доходы в том числе	52 439	18.5%	83.5%	44 247	21.3%	84.3%	13.9%	82.3%
Налоги на доходы и прибыль	15 282	11.2%	24.3%	13 743	16.8%	26.2%	14.0%	24.7%
Налоги на потребление	14 315	15.2%	22.8%	12 424	18.3%	23.7%	13.3%	23.2%
Налоги на имущество	1 751	8.5%	2.8%	1 613	5.0%	3.1%	6.7%	3.2%
Налоги, сборы и платежи за добычу ресурсов	431	-2.5%	0.7%	442	25.6%	0.8%	23.1%	0.7%
Таможенные пошлины	1 644	21.0%	2.6%	1 359	80.8%	2.6%	26.7%	2.2%
Страховые взносы	12 491	21.1%	19.9%	10 312	27.2%	19.7%	12.9%	19.3%
Прочие доходы	6 525	49.8%	10.4%	4 355	26.4%	8.3%	21.7%	9.0%

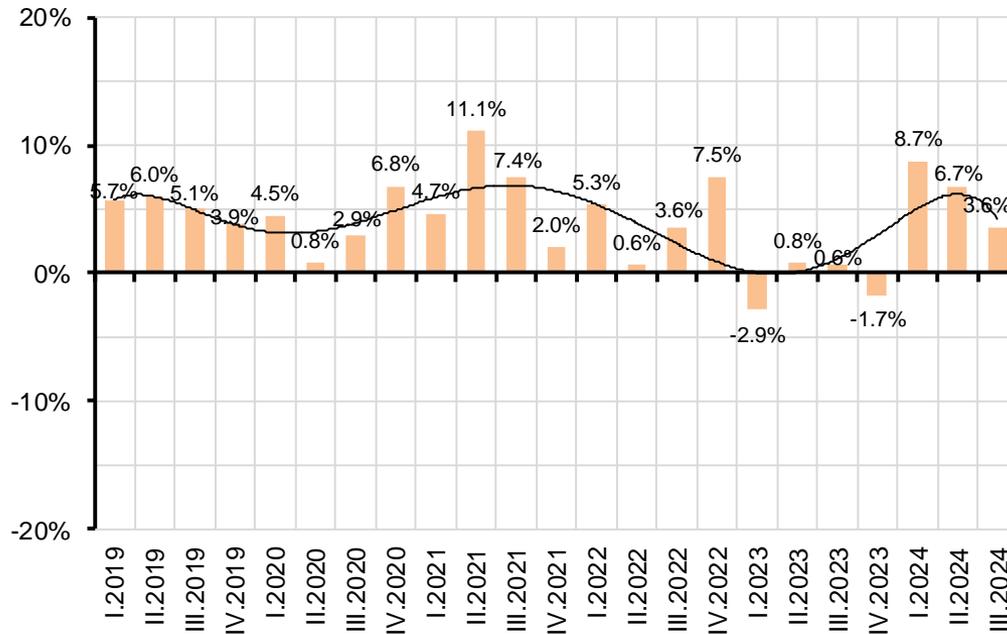
По итогам января-ноября 2024 г. *доходы бюджетной системы в целом* превысили аналогичный показатель 2023 г. (+19.6%) за счет роста как нефтегазовых, так и ненефтегазовых поступлений. Рост нефтегазовых доходов по отношению к прошлому году был обеспечен более высоким уровнем цен на энергоносители при более слабом курсе рубля. Прирост ненефтегазовых поступлений обеспечен, преимущественно, страховыми взносами, экспортными пошлинами, привязанными к курсу рубля, и прочими неналоговыми поступлениями (повышение утилизационного сбора, процентные доходы от размещения бюджетных средств и др.). В отсутствии существенных налоговых новаций прирост основных прямых налогов (НДФЛ, налог на прибыль, налог на совокупный доход) соответствует уровню инфляции. При этом прирост косвенных налогов (НДС, акцизы) был обеспечен высокой инфляцией, а также возросшими ставками на отдельные продукты и виды деятельности.

Налог на доходы физических лиц

- Темпы роста поступлений налога в бюджет по ФНС (скользящее среднее, 4 квартала)
- Темпы роста оплаты труда и смешанных доходов (скользящее среднее, 4 квартала)



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



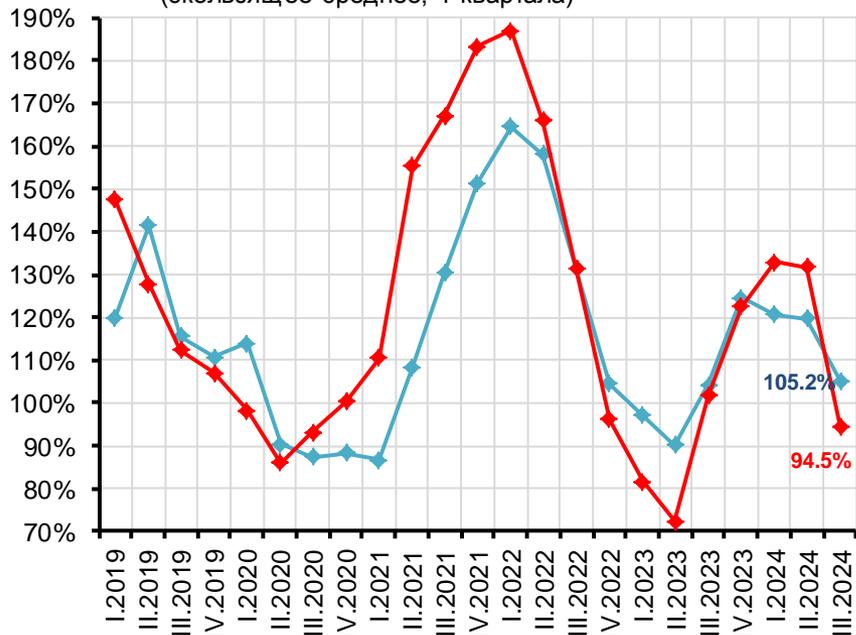
Динамика поступлений НДФЛ в бюджетную систему в целом соответствует темпам прироста показателя, определяющего динамику налоговой базы – «Оплата труда наемных работников (включая оплату труда и смешанные доходы, не наблюдаемые прямыми статистическими методами)» (данные Росстата).

В III кв. 2024 г. темпы прироста поступлений НДФЛ продолжали оставаться на высоком уровне и определялись, преимущественно, приростом оплаты труда наёмных работников. Определённое влияние на динамику поступлений оказали временные факторы, увеличившие собираемость налога, а именно выплаты крупными компаниями годовых дивидендов (в том числе, Сбербанк), рост поступлений налогов из новых регионов.

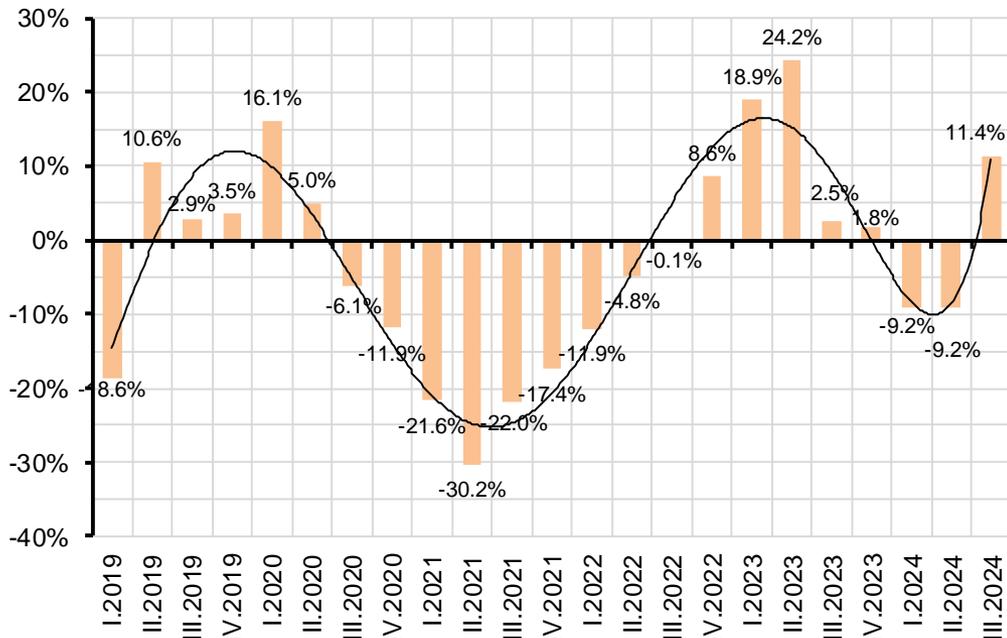
Примечание: за основу взята методика ФНС по расчётам индекса собираемости основных налогов
 Источники данных: Росстат, ФНС

Налог на прибыль

- Темпы роста поступлений налога в бюджет по ФНС (скользящее среднее, 4 квартала)
- Темпа роста прибыли прибыльных (скользящее среднее, 4 квартала)



Прирост собираемости (отношение роста поступлений к налоговой базе)



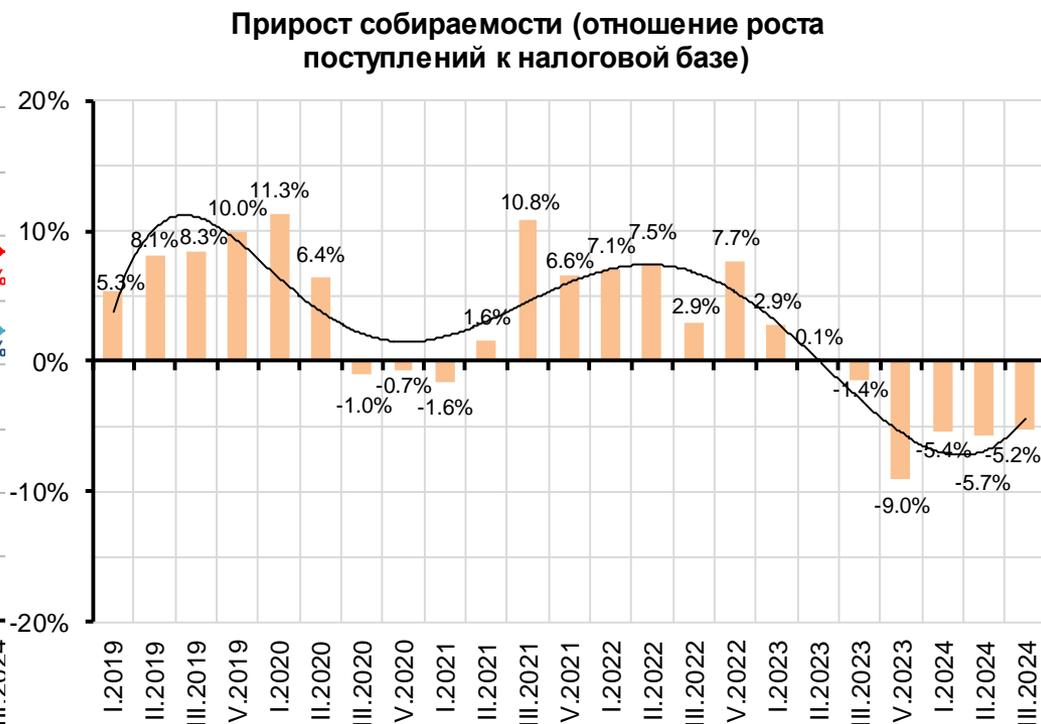
По итогам III кв. 2024 г. прирост прибыли прибыльных организаций и прирост *поступления налога на прибыль* в бюджет существенно снизились относительно уровня предыдущего квартала. При этом снижение налоговой базы – прибыль крупных и средних организаций – было более значительным.

Более высокие темпы роста *поступлений налога* относительно *прироста налоговой базы* могут объясняться увеличением ставки налога на прибыль для экспортеров СПГ, повышением ставок на прибыль иностранных организаций ввиду денонсации соглашений об избежании двойного налогообложения, а также поступлением налога из новых субъектов РФ.

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

Источники данных: Росстат, ФНС

Налог на добавленную стоимость



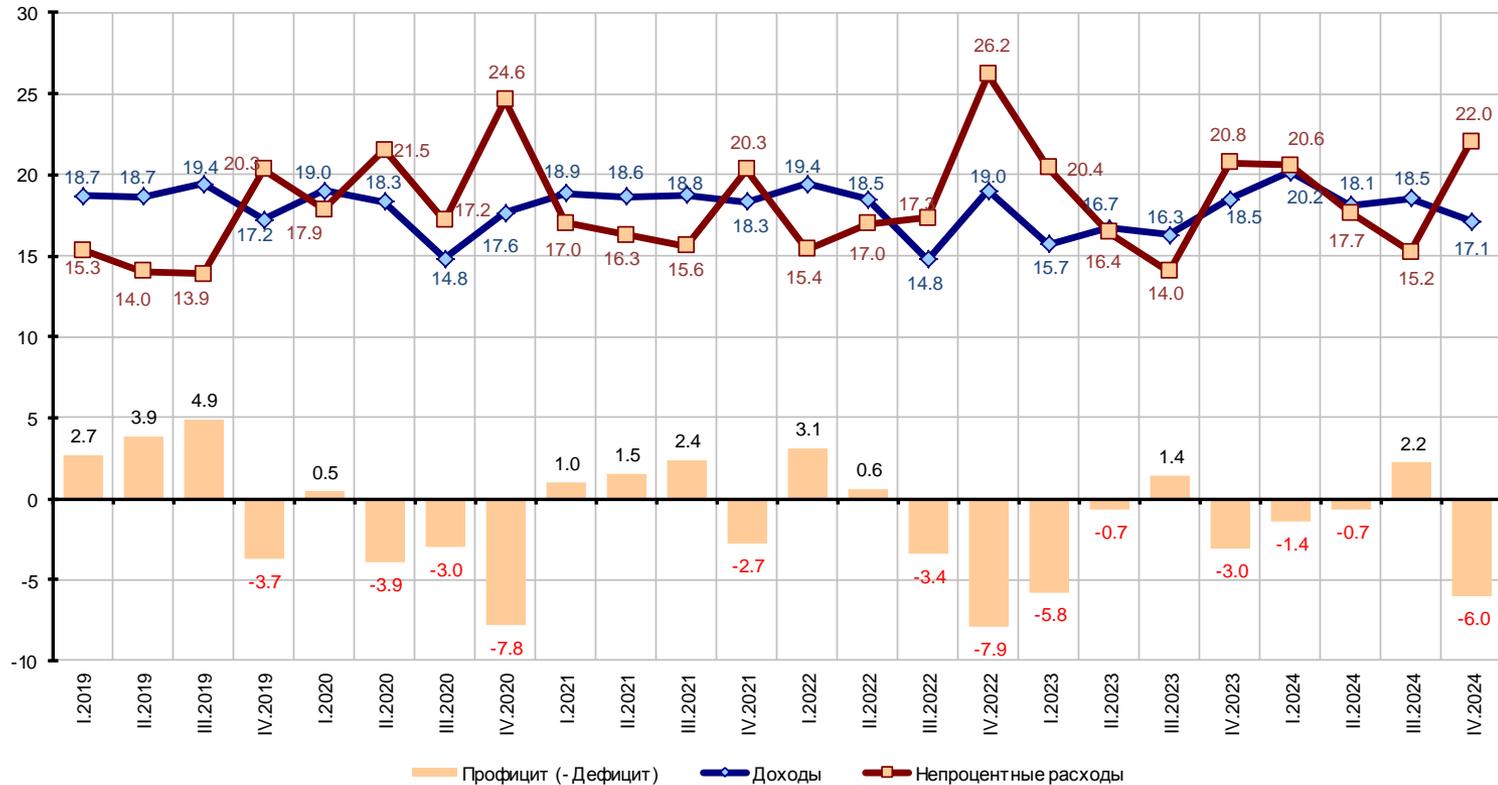
Динамика поступлений в бюджетную систему «внутреннего» НДС, уплачиваемого при реализации произведенной продукции на территории России, в целом повторяет динамику роста ВВП в номинальном выражении за вычетом стоимости чистого экспорта.

В III кв. 2024 г. отмечаются более высокие темпы роста показателя налоговой базы относительно динамики поступления «внутреннего» НДС, при этом заметно снижение обоих показателей, что может объясняться началом замедления деловой активности и потребительского спроса. Наблюдаемый спад собираемости налога может быть вызван эффектом от действия ускоренного порядка возмещения НДС.

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

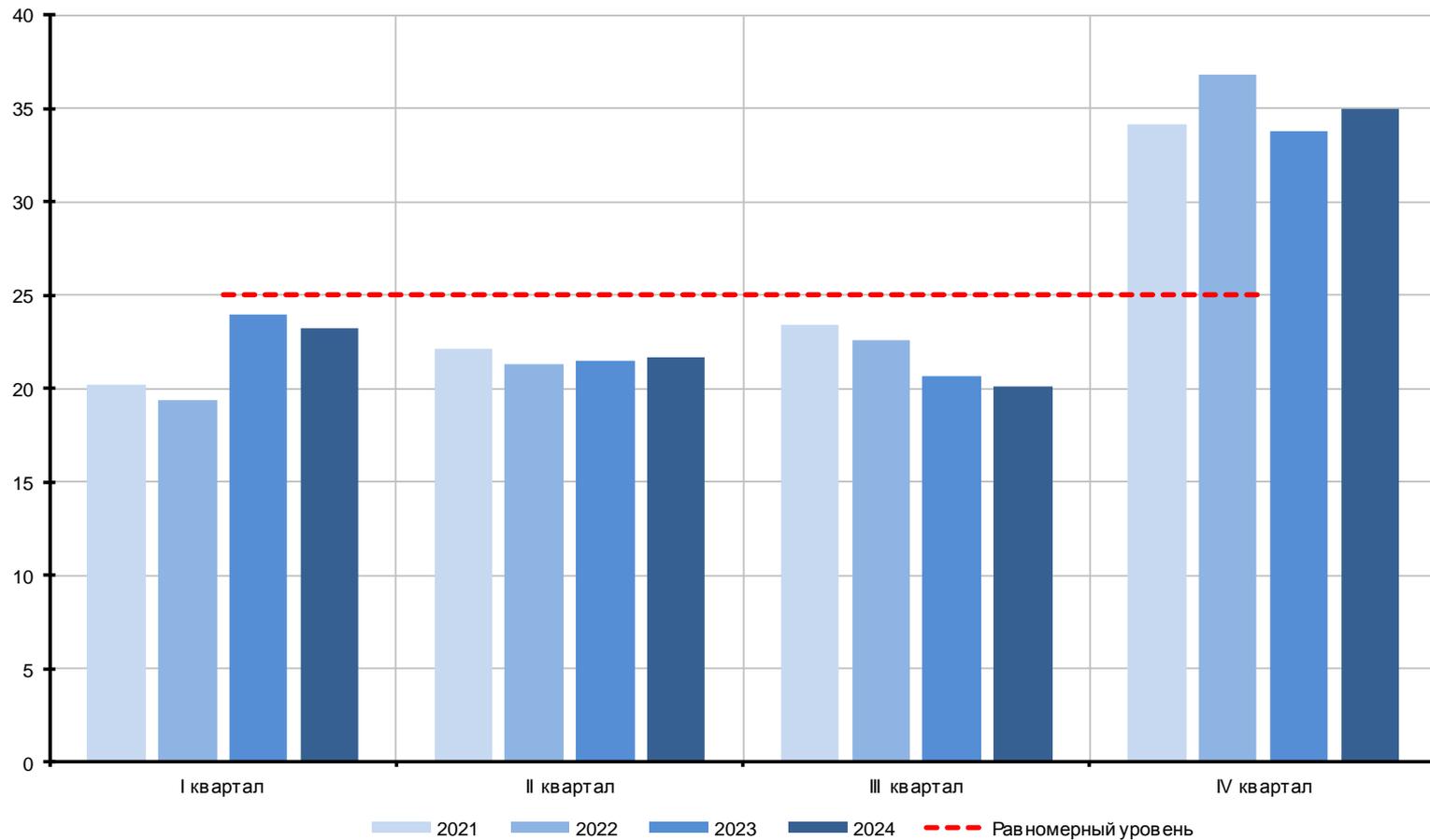
Источники данных: Росстат, ФНС

Федеральный бюджет



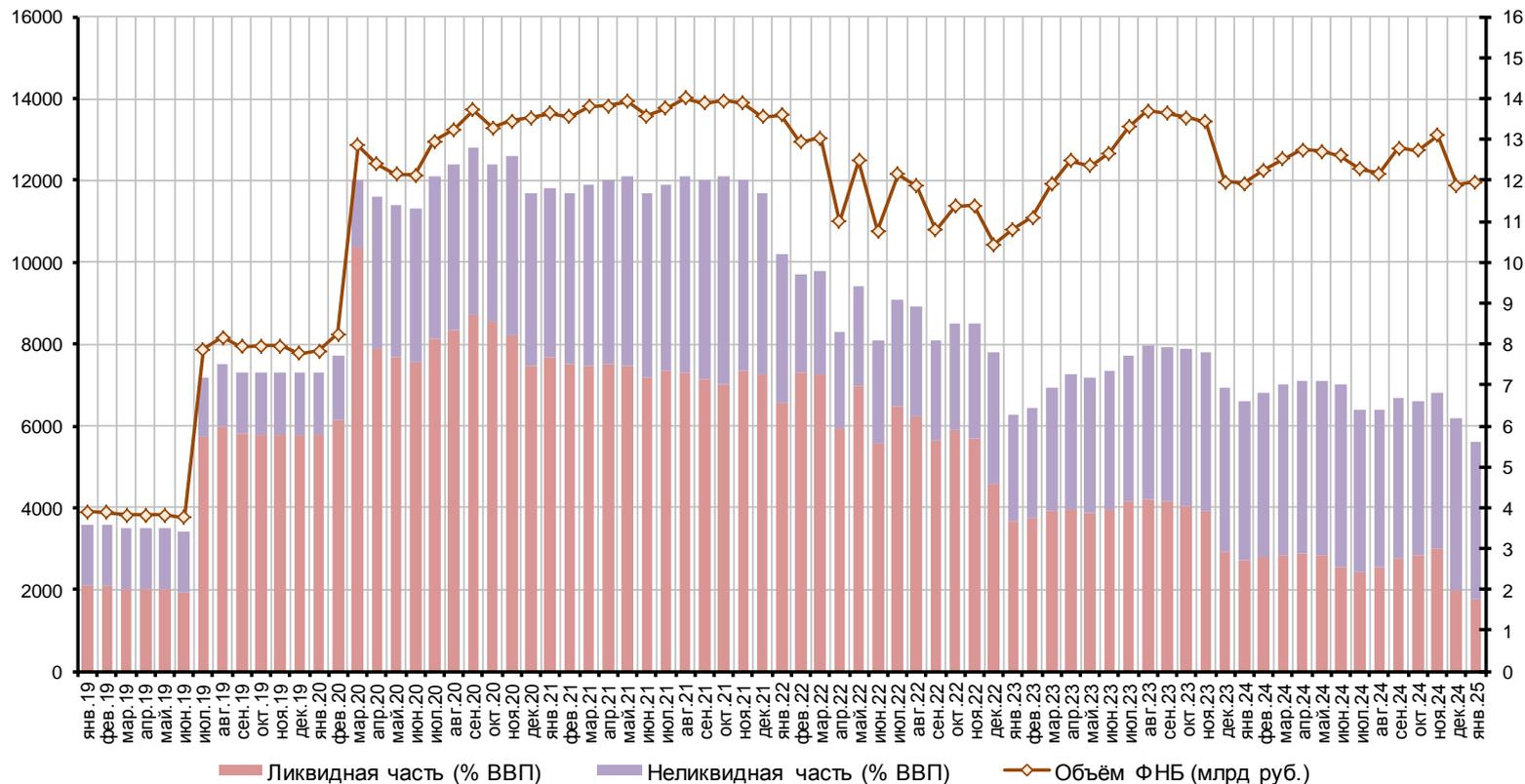
По итогам 2024 г. доходы *федерального бюджета* составили 36.7 трлн руб., расходы – 40.2 трлн руб., дефицит – 3.5 трлн руб. (18.4%, 20.1% и 1.7% ВВП, соответственно). По сравнению с 2023 г. доходы бюджета в номинальном выражении выросли на 26.0%, при этом прирост нефтегазовых доходов составил 26.2%, а ненефтегазовых – 26.0%. Положительная динамика доходов определяется более высокими нефтяными котировками Юралс, поступлениями крупных неналоговых доходов и НДС. В целом, динамика исполнения федерального бюджета по доходам соответствует планам: нефтегазовые и ненефтегазовые доходы. исполнены на 98.4% и 103.1% от утверждённых значений на 2024 г.). В IV кв. 2024 г. по традиции произошёл значительный рост непроцентных расходов федерального бюджета, объём которых составил 22.0% квартального ВВП, что выше показателя IV кв. 2023 г. (20.8% ВВП), но уступает IV кв. 2022 г. (тоже 26.2% ВВП). Дефицит бюджета, сложившийся в IV кв. ввиду значительного прироста расходов, в размере 6.0% квартального ВВП (3.7 трлн руб.) определил дефицит федерального бюджета в 2024 г. Это позволяет говорить о существенном бюджетном стимуле, предоставленном экономике в конце года.

Исполнение расходов федерального бюджета



Исполнение расходов федерального бюджета за январь-декабрь 2024 г. значительно превысило изначальные проектировки, составив 108% от утверждённых в ФЗ №540 значений на 2024 г. В IV кв. 2024 г. было потрачено 35% от суммы всех расходов за год. По сравнению с I кв. (23.2%), II кв. (21.6%) и III кв. 2024 г. (20.1%) темпы исполнения расходов в заключительном квартале представляются значительными. Хотя на декабрь пришлось более половины квартальных расходов или 17.8% от годового объёма, такая динамика исполнения соответствует средним показателям за 2018-2021 гг. и представляется скорее нормальной. Тем не менее, существенное наращивание расходов в конце года представляется одним из факторов, способствующим усилению инфляционного давления в конце 2024 – начале 2025 гг.

Фонд национального благосостояния



На начало февраля 2025 г. *объем ФНБ* составил 11.97 трлн руб., снизившись на 1.13 трлн руб. относительно начала декабря*. Минфин оценивает объем ликвидной части ФНБ, размещенной на счетах в Банке России, в 3.75 трлн руб. или 1.8% ВВП. Ликвидная часть уменьшилась на 2.04 трлн руб., преимущественно за счет продажи 55.5 млрд юаней и 59.0 т золота (общая сумма – 1.3 трлн руб.) для финансирования дефицита федерального бюджета, а также укрепления курса рубля и вложений в неликвидные активы. На данный момент ликвидная часть Фонда состоит из 164.2 млрд юаней, 179.0 т золота. По итогам января объем неликвидных активов на балансе Фонда оценивается в размере 8.2 трлн руб. или 3.8% ВВП, что на 0.9 трлн руб. больше относительно объема на начало декабря. Изменение неликвидной части определялось во многом ростом стоимости акций ПАО Сбербанк (+558.5 млрд руб.), приобретением новых облигаций ГК "Ростех" (111.1 млрд руб.), ГК "Автодор" (35.4 млрд руб.), АО «ГТЛК» (6.6 млрд руб.), ППК «Фонд развития территорий» (0.6 млрд руб.), а также размещением на депозите ВЭБ.РФ (80.7 млрд руб.).

*- последняя дата предыдущего мониторинга



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

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.