



Банк России



№ 3

О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Апрель 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Замедление роста цен в I квартале	6
2. Экономическая динамика	10
2.1. Постепенное замедление экономического роста	10
2.2. Рост кредитования и денежных агрегатов сбавил обороты	13
3. Финансовые рынки	16
3.1. Распродажа на мировых финансовых рынках	16
3.2. Сырьевые цены упали из-за рисков глобальной рецессии	18
В фокусе. Как активный рост инвестиций мог повлиять на потенциальный ВВП	22

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 11.04.2025.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу: dip1@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM
107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

Краткое содержание

Итоги

- В феврале – марте 2025 г. российская экономика в целом росла умеренными темпами. При этом усилилась разнонаправленность по отраслям: потребительский сектор сохранил повышенную динамику роста, несмотря на стагнацию в розничном кредитовании, оперативные показатели указывают на сохранение инвестиционной активности на высоких уровнях, достигнутых в 2024 г, экспортный же сектор столкнулся с трудностями. Постепенное снижение напряженности на рынке труда пока не привело к сближению темпов роста реальных зарплат и производительности труда. Наряду с высокими инфляционными ожиданиями, это существенный фактор сохранения повышенных темпов роста потребительских цен. Хотя рост цен продолжил замедляться по сравнению с IV кварталом 2024 г., частично это произошло благодаря укреплению рубля, устойчивость которого требует дополнительного подтверждения.
 - В марте рост потребительских цен продолжил замедляться. Этому способствовало укрепление рубля и снижение спроса по ряду категорий непродовольственных товаров. Торможение роста кредитования привело к замедлению роста денежных агрегатов, что повысит устойчивость процессов дезинфляции в дальнейшем. В частности, укрепилась уверенность в том, что годовая инфляция последовательно снизится в предстоящие кварталы.
 - Экономическая активность в феврале – марте в целом продолжала расти, особенно в потребительском сегменте. В то же время в отдельных отраслях производство сокращалось из-за падения внешнего или ранее перегретого внутреннего спроса. Это позволит в дальнейшем перейти к траектории более устойчивого роста после стабилизации спроса.
 - Падение на мировых финансовых и сырьевых рынках из-за роста неопределенности после усиления протекционизма, а также нереализовавшиеся ожидания участников рынка в отношении быстрой геополитической деэскалации привели к снижению цен активов на российском финансовом рынке.

В фокусе. Как активный рост инвестиций мог повлиять на потенциальный ВВП

- Последние годы активно росли инвестиции в основной капитал. Усиление геополитического давления лишь кратковременно ухудшило инвестиционные настроения российских предприятий в первой половине 2022 года. После этого капиталовложения перешли к ощутимому росту в процессе структурной трансформации российской экономики.

- Умеренный рост производительности труда в инвестиционно активных отраслях может свидетельствовать о том, что сделанные вложения пока в большей мере носили замещающий характер, компенсируя нарушения производственных цепочек, вызванные санкциями. Активный рост инвестиций в основной капитал экономики в последние годы способствовал повышению потенциального *уровня* российской экономики, нейтрализации негативных последствий для потенциала со стороны санкций и разрыва внешних экономических связей. При этом масштаб его эффектов для *темпов роста* потенциального ВВП в будущем проявится лишь с течением времени.
- Опросы предприятий показывают вероятное замедление роста инвестиций в 2025 г. при сохранении уже *достигнутых высоких уровней* инвестиционной активности. При этом отдача на инвестиции может постепенно повышаться по мере завершения структурной перестройки экономики и полноценного выстраивания новых производственных цепочек.

1. Инфляция

Месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность в марте замедлился. Более низкими темпами, чем раньше, росли и большинство показателей устойчивой ценовой динамики. На них сказались укрепление рубля и ослабление спроса, хотя в разных потребительских сегментах эти факторы проявились по-разному. В отсутствие новых сильных проинфляционных шоков показатель годовой инфляции перейдет к снижению с мая. Это произойдет как за счет дальнейшего постепенного торможения текущего роста цен, так и из-за выхода из расчета годовой инфляции высоких значений месячных приростов мая – декабря 2024 года.

Цены на непродовольственные товары резко замедлили рост, а на ряд товаров длительного пользования (например, автомобили, телевизоры) – снизились. В этом сегменте спрос оказался пониженным из-за прекращения бурного роста необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов. Также в этом сегменте высока доля импорта, особенно с учетом комплектующих. Об этом свидетельствует более выраженный эффект переноса укрепления рубля в цены. Устойчивость произошедшего укрепления пока неясна ввиду ситуации с динамикой цен на товары российского экспорта в условиях турбулентности в мировой экономике и высокой геополитической неопределенности.

В сегменте потребительских услуг превалирует фактор высокого внутреннего спроса, обусловленного ростом доходов и слабо связанного с привлечением кредитов. Эффект переноса валютного курса в цены большинства услуг также более слабый и проявляется с большей задержкой, чем в сегменте непродовольственных товаров. Как результат, рост цен на рыночные услуги пока замедляется менее выражено и остается высоким. Для его дальнейшего устойчивого замедления рост реальных зарплат должен соответствовать динамике производительности труда.

Сегмент продовольственных товаров в целом оказался между двумя другими сегментами: рост цен быстро замедляется, но остается высоким. Эффекту переноса укрепления рубля противодействует рост импортных цен на ряд продовольственных товаров в силу мировой конъюнктуры на рынках сельхозпродукции, а спрос в этом сегменте малоэластичен по цене и напрямую не связан с кредитованием.

Резюмируя, можно утверждать, что сдерживающее влияние денежно-кредитной политики (ДКП) начало проявляться в динамике потребительских цен. Вместе с тем процесс замедления годовой инфляции от текущих высоких значений к 4% требует времени и поддержания жестких денежно-кредитных условий (ДКУ). Это особенно актуально при высоких и незаякоренных инфляционных ожиданиях населения и бизнеса. О достаточной скорости снижения инфляции для ее возвращения к 4% в 2026 г. в соответствии с прогнозной траекторией Банк России будет судить по поступающим макроэкономическим данным.

1.1. Замедление роста цен в I квартале

- Инфляционное давление в I квартале заметно снизилось по сравнению с концом прошлого года. На это, в частности, указывают большинство показателей устойчивого роста цен. Снизились ценовые ожидания предприятий и инфляционные ожидания населения.
- Отчасти замедление роста цен связано с действием жестких ДКУ: сказывается охлаждение кредитования и спроса в отдельных сегментах непродовольственных товаров. При этом значительный дезинфляционный эффект внесло укрепление рубля.
- Рост цен остается повышенным в сегменте рыночных услуг. Его замедление требует охлаждения ситуации на рынке труда и роста заработных плат в соответствии с ростом производительности. Для этого необходимо поддержание жестких денежно-кредитных условий продолжительное время.

В марте рост потребительских цен замедлился до 7,1 после 7,5% м/м SAAR в феврале. Темпы продолжили снижаться в непродовольственном сегменте, почти не изменились в продовольствии и немного ускорились в услугах. Годовая инфляция повысилась до 10,3 с 10,1% в феврале (Таблица 1).

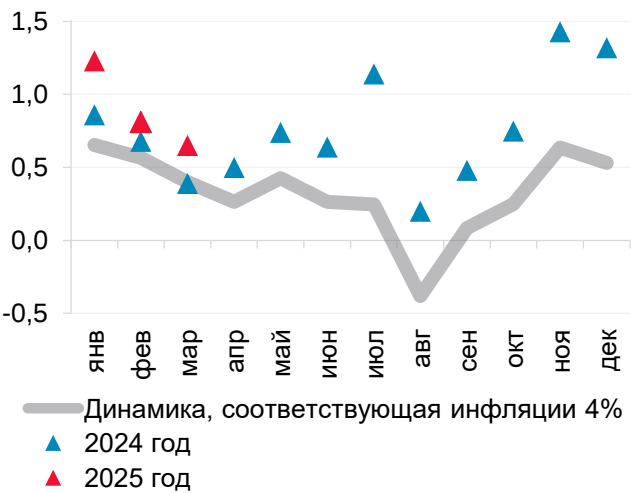
Инфляционное давление в I квартале заметно снизилось по сравнению с концом прошлого года (цены выросли на 8,3% к/к SAAR в I квартале после 12,9% к/к SAAR в IV квартале 2024 г.), но остается повышенным. При этом замедление роста цен, если очистить его от влияния немонетарных компонентов, пока выражено слабо и неустойчиво. Так, в I квартале значительное дезинфляционное влияние оказало укрепление рубля, в меньшей степени – охлаждение спроса. По нашим оценкам, с очисткой от влияния валютного курса рост цен в марте и в I квартале в целом был бы близок к 10% SAAR. Охлаждение спроса наблюдается в отдельных сегментах потребительского рынка (преимущественно в непродовольственных товарах длительного пользования).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Мар. 2023	Мар. 2024	Янв. 2025	Фев. 2025	Мар. 2025
% г/г					
Все товары и услуги	3,5	7,7	9,9	10,1	10,3
Базовая инфляция	3,7	7,8	9,3	9,6	9,7
Продовольственные товары	2,6	8,1	11,1	11,7	12,4
Непродовольственные товары	0,1	6,7	6,1	6,1	5,9
Услуги	9,7	8,3	13,0	12,7	12,9
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	3,3	3,9	10,3	7,5	7,1
Базовая инфляция	2,8	5,7	10,3	9,2	7,4
Продовольственные товары	1,2	2,0	7,4	10,2	10,5
– без плодоовощей	1,2	5,7	14,1	14,5	11,1
Непродовольственные товары	1,6	3,2	5,5	3,6	1,6
– без нефтепродуктов	1,7	3,4	5,3	3,2	0,9
Услуги	8,2	7,3	20,8	8,2	9,0
– без ЖКУ	9,7	7,3	18,7	10,3	11,9

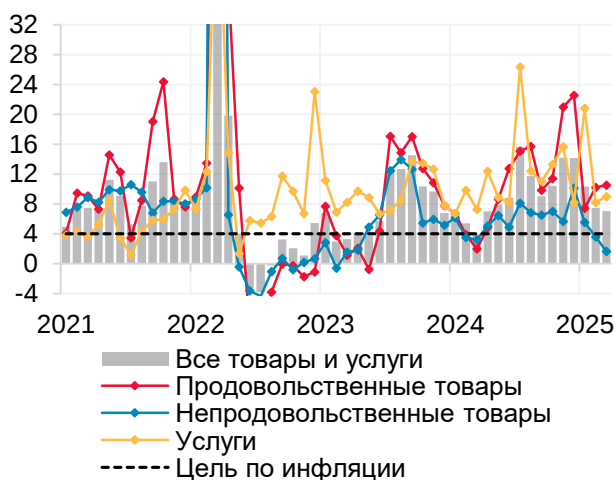
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 3. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курс доллара (%)



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рост цен на продовольственные товары в марте составил 10,5% м/м SAAR и остался вблизи высоких уровней февраля (Рисунок 2). Удорожание овощей и фруктов оказалось более сильным, чем обычно в это время. Темпы роста цен на прочие продовольственные товары заметно снизились (11,1 после 14,5% м/м SAAR). Удорожание продуктов животного происхождения продолжило замедляться, однако темпы остались повышенными.

В непродовольственном сегменте рост цен замедлился еще сильнее: до 1,6 с 3,6% м/м SAAR в феврале. В этом сегменте одновременно сказываются укрепление рубля и охлаждение спроса из-за жестких ДКУ и регуляторных факторов. Медиана роста цен на товары с высокой чувствительностью к динамике валютного курса существенно снизилась (Рисунок 3). Уменьшились цены на электронику и импортные автомобили. Важную роль играет и охлаждение спроса из-за ужесточения ДКУ и исчерпания отложенного спроса последних лет. В I квартале продажи легковых автомобилей снизились на 25,3% по сравнению с прошлым годом, ретейлеры также отмечают [существенное падение продаж смартфонов](#). Данные Росстата указывают на спад в продажах и по другим видам электроники (Рисунок 6), которая часто покупается в кредит.

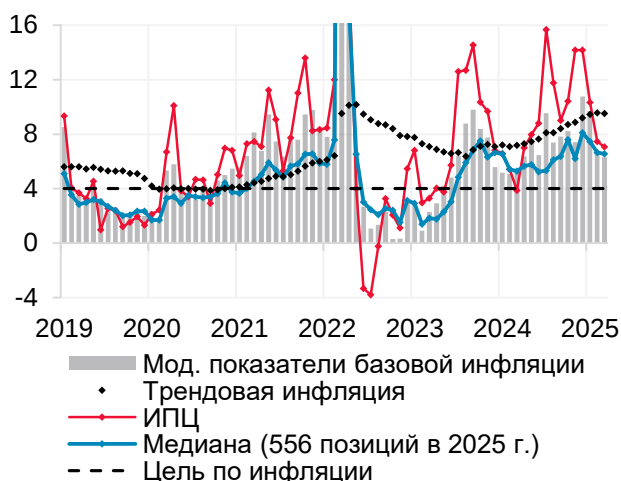
В услугах темпы роста цен повысились до 9,0 с 8,2% м/м SAAR в феврале. В основном на это повлияла динамика цен на услуги пассажирского транспорта. В целом в относительно менее волатильных компонентах услуг рост цен остается очень высоким (более 10% в пересчете на год). Хотя спрос на услуги тоже реагирует на ужесточение ДКП, он остается высоким, получая подпитку со стороны роста зарплат. Снижение ценового давления в сегменте услуг потребует охлаждения на рынке труда и более сбалансированного роста заработных плат.

Большинство аналитических показателей говорит о постепенном снижении устойчивого инфляционного давления при его сохранении на повышенном уровне. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции понизилось. Медианный

рост цен также замедлился (Рисунок 4), как и суммарный вес ускоренно дорожающих позиций (Рисунок 5). Оценка трендовой инфляции снизилась. Декомпозиция роста цен¹ показывает заметное снижение вклада факторов спроса в рост цен в феврале, в части как снижения проинфляционных, так и увеличения дезинфляционных спрсовых составляющих. Однако данная декомпозиция по построению является простой, для более надежной идентификации динамики вкладов факторов спроса и предложения требуются дополнительные точки, подтверждающие изменения, наметившиеся в феврале. Также совокупный вклад факторов на стороне предложения в рост цен в январе – феврале оставался очень значительным, что существенно тормозит замедление самой инфляции и мешает снижению инфляционных ожиданий (Рисунок 8).

Тем не менее имеются сигналы о некотором возможном снижении ценового давления поступают и из различных опросов. Так, опрос Банка России показал заметное снижение ценовых ожиданий предприятий на фоне замедления роста издержек (Рисунок 7). Участники опроса PMI [S&P Global](#) отмечают уменьшение давления со стороны издержек и замедление роста отпускных цен. В феврале и марте впервые с сентября 2024 г. снизились [инфляционные ожидания населения](#). При этом продолжил расти индекс потребительских настроений: повысились как оценки текущего состояния, так и ожидания участников опроса. Все показатели остаются на повышенных уровнях. Такая динамика во многом является реакцией на укрепление рубля, однако важную роль играет проведенное ужесточение ДКП (которое в том числе является весомым фактором и для наблюдаемой динамики обменного курса, действуя в направлении укрепления рубля при прочих равных условиях).

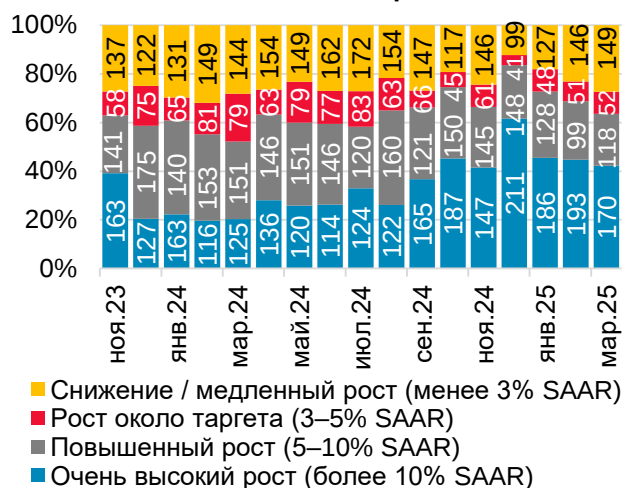
Рисунок 4. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



* Показатели рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонентов и методом усечения.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен



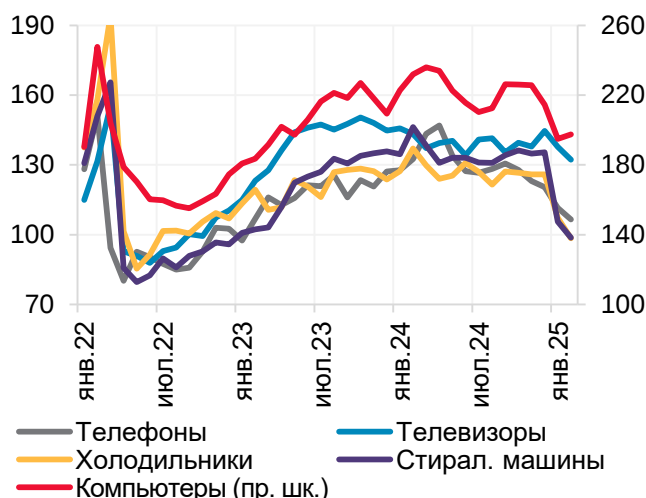
* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

Примечание. Числа – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹ Sheremirov V. (2022). Are the Demand and Supply Channels of Inflation Persistent? Evidence from a Novel Decomposition of PCE Inflation. Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives. November 4, 2022.

Рисунок 6. Продажи отдельных видов электроники, SA, дек.19 = 100



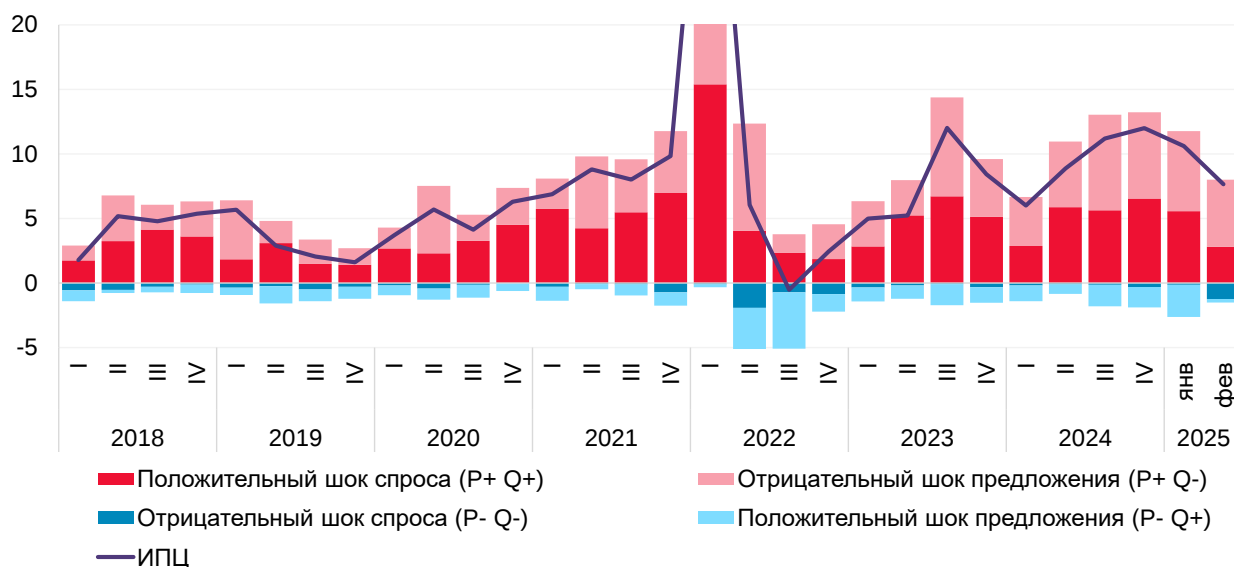
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Данные мониторинга предприятий по экономике в целом, п., SA



Источник: Банк России.

Рисунок 8. Декомпозиция роста цен*, % к/к SAAR



* Используются данные Росстата по ИПЦ и физическим объемам розничных продаж по 45 категориям товаров и услуг с суммарным весом более 80% потребительской корзины. Идея метода основана на базовой модели совокупного спроса и предложения: если изменение цены (P) и объема потребления (Q) происходит разнонаправленно, преимущественно причиной этих изменений считается сдвиг кривой предложения, при сонаправленной динамике — кривой спроса. В отличие от основного метода исходной статьи, удаление тренда не производится.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Исходя из опубликованной статистики, рост ВВП в I квартале 2025 г. (к/к SA) по отношению к IV кварталу 2024 г., вероятно, окажется небольшим. Основная причина этого – очень высокие значения декабря 2024 г. и IV квартала в целом, которые во многом объясняются большими объемами выпуска по госзаказу. Вместе с тем данные за январь – февраль и опросные показатели за февраль – март указывают на продолжение роста экономической активности, хотя и меньшими темпами, чем в предыдущие кварталы. ВВП в I квартале 2025 г. (SA) заведомо превысит уровень III квартала 2024 года.

В отраслевом разрезе лидерами роста остаются потребительские отрасли экономики. Усиливается отставание экспортных отраслей из-за неблагоприятных внешнеэкономических и геополитических факторов. С учетом ожидающегося в течение этого года возврата к параметрам бюджетного правила неоднородность в динамике различных секторов экономики будет усиливаться. При этом потребительский сектор останется в наиболее выигрышном положении, получая поддержку от растущих доходов населения в условиях сохранения напряженности на рынке труда.

Перспективы инвестиционного сектора экономики еще предстоит оценить. С одной стороны, высокие рыночные ставки по кредитам и депозитам заставляют откладывать начало реализации части инвестиционных проектов. С другой стороны, структурная трансформация экономики, в том числе частичное импортозамещение, стимулирует инвестиции как в создание новых производств, так и в поддержание действующих. Результирующая этих двух противоположных факторов в 2024 г. способствовала росту инвестиций в основной капитал примерно на 9%. В I квартале 2025 г. финансовые поступления в инвестиционные отрасли, включая строительный сектор, ускорили рост. Это позволяет ожидать, что и в 2025 г. инвестиции в основной капитал вырастут, хотя и меньше, чем в прошлом году.

В целом ситуация указывает на начало постепенного выхода российской экономики из фазы сильного перегрева, в которой она оказалась в 2024 году. В этой фазе предложение товаров и услуг старается угнаться за спросом, который растет опережающими темпами. Проблема заключается в том, что при продолжении опережающего роста спроса и нарастания его отрыва от производственных возможностей этот рост все больше приводит к повышению цен, а не увеличению физических объемов выпуска (которые в силу ограниченности производственных факторов увеличиваются все меньше и меньше).

2.1. Постепенное замедление экономического роста

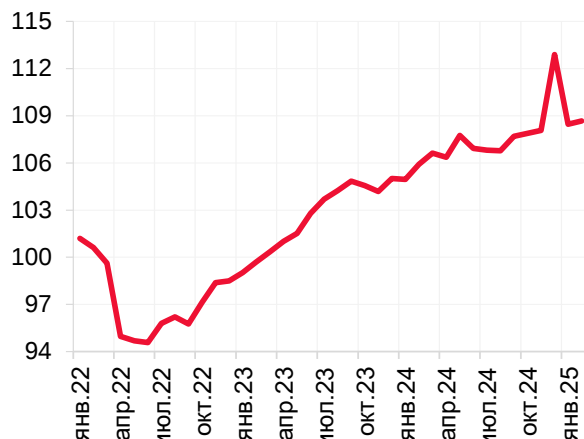
- В феврале выпуск базовых отраслей после резких колебаний в предшествующие 2 месяца вернулся на траекторию умеренного роста (+0,2% м/м SA) (Рисунок 9). По итогам I квартала рост ВВП, вероятно, существенно замедлился по сравнению с

IV кварталом с учетом краткосрочного всплеска экономической активности в декабре. В результате перегрев в экономике перестал усиливаться.

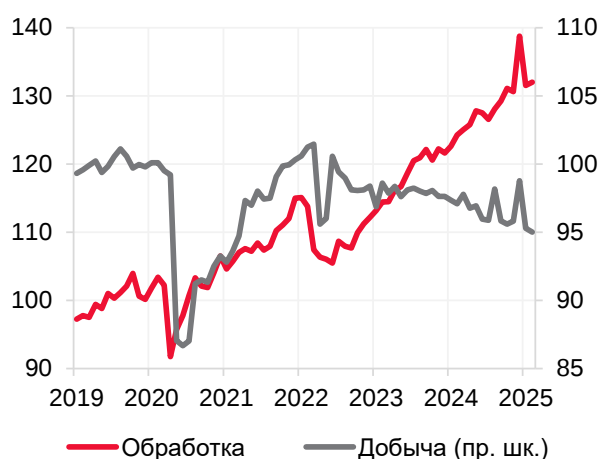
- [Анализ финансовых потоков в платежной системе Банка России](#) и данные опросов (Рисунок 10) свидетельствуют о более сдержанных темпах роста спроса и производства в I квартале при умеренных ожиданиях на будущее. В феврале промышленность вернулась на траекторию роста, наблюдавшуюся до резкого разового всплеска выпуска в декабре 2024 г. (+0,4% м/м SA). Добывающий сектор продолжил движение по нисходящей траектории из-за действия разовых факторов² (Рисунок 11). Сектор обработки нарастил выпуск, прежде всего за счет инвестиционных отраслей. Динамика прочих отраслей ухудшилась. Ее сдерживали ограничения, преимущественно на стороне предложения (нехватка кадров, логистические ограничения, аварии на НПЗ, погодные условия) (Рисунок 12). Так, производство пищевых продуктов остается практически неизменным с середины 2024 года.
- В то же время динамика доходов населения по-прежнему стимулирует потребительскую активность, способствуя росту расходов одновременно с наращиванием сбережений (Рисунок 13, Рисунок 14). Заработные платы в январе продолжили рост с поправкой на сезонность и очисткой от эффекта переноса выплаты бонусов на декабрь. Вместе с повышенными темпами индексации пенсий это способствовало росту потребительской уверенности (Рисунок 17). При этом потребительский спрос все же начал охлаждаться на фоне жестких ДКУ и повышения макропруденциальных требований. Это в основном проявляется в динамике спроса на непродовольственные товары, особенно в части товаров длительного пользования, покупка которых зачастую происходит с привлечением заемных средств (автомобили, крупная бытовая техника и электроника, компьютеры и смартфоны). Тем не менее спрос в некоторых сегментах по-прежнему превышает производственные возможности экономики (прежде всего в услугах и продовольствии), что сдерживает дезинфляционные процессы.
- Снижение жесткости рынка труда происходит постепенно. Уровень безработицы стабилизировался на исторически низком уровне (2,3% SA) (Рисунок 15), а уровень занятости немного вырос (+0,2% м/м SA до 61,4% SA) (Рисунок 16). Вместе с тем снижение рекрутинговой активности компаний³, ведущее к сокращению навеса вакансий (Рисунок 16) и снижению конкуренции за кадры, может привести к сближению роста зарплат с ростом производительности. В условиях сохранения влияния жестких ДКУ на динамику кредитования и нормализации бюджетной политики это должно обеспечить формирование устойчивого дезинфляционного тренда.

² Снижение с высокой базы спроса на газ и электроэнергию из-за теплой погоды.

³ Согласно опросу Банка России доля предприятий, испытывающих дефицит кадров, второй месяц стабильна. В опросах ИНП РАН ожидаемые планы по найму перешли в отрицательную область, а PMI впервые с июля 2023 г. зафиксировал сокращение рабочих мест на предприятиях сферы услуг.

Рисунок 9. Выпуск базовых видов экономической деятельности, IV квартал 2021 г. = 100

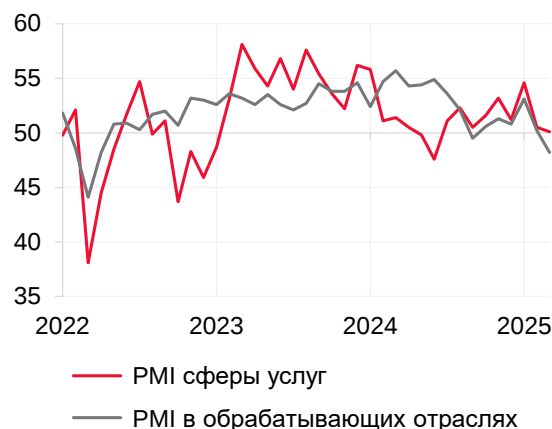
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство (2019 = 100%), SA

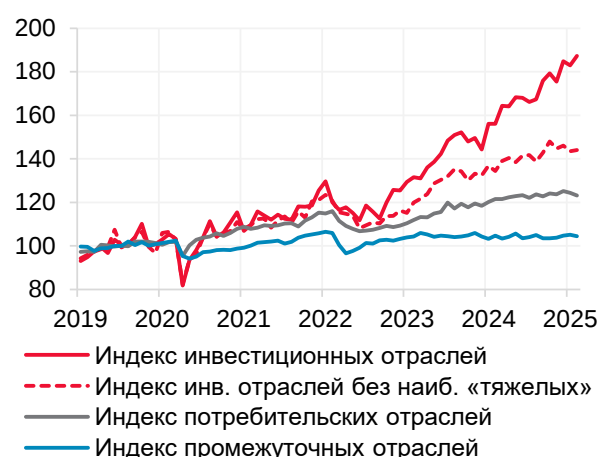
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Прокси-показатель потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, январь 2022 г. = 100, SA, %

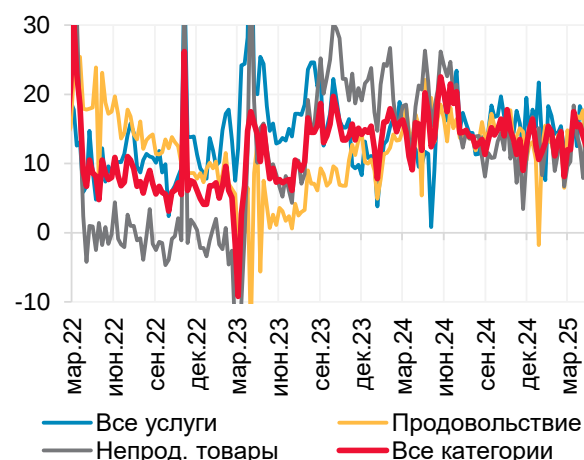
Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 10. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.

Источник: S&P Global.

Рисунок 12. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности (2019 = 100%)⁴, SA

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Рост номинальных расходов на товары и услуги, % г/г

Источник: СберИндекс.

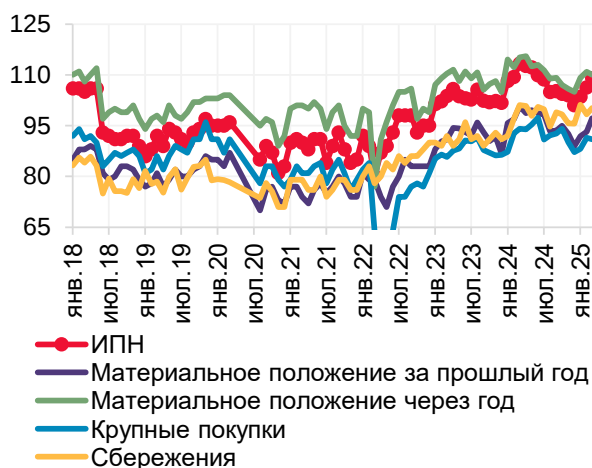
⁴ Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования», и «прочих транспортных средств и оборудования».

Рисунок 15. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Индексы потребительских и финансовых настроений населения, п.п.



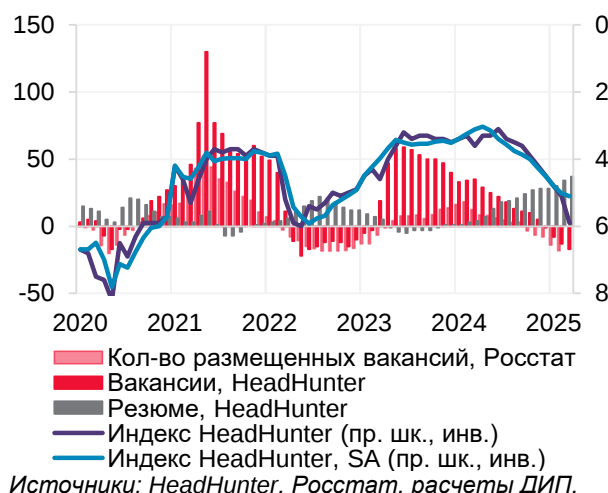
Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 16. Уровень занятости, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Количество резюме, вакансий (% г/г) и индекс HeadHunter



Источники: HeadHunter, Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Рост кредитования и денежных агрегатов сбавил обороты

- В феврале динамика кредитования немного оживилась и в корпоративном, и в розничном сегментах. Вместе с тем темпы роста кредитования остаются существенно ниже средних уровней I–III кварталов 2024 года. В результате кредитный импульс⁵ продолжил снижение, отражая сокращающийся вклад кредитования в динамику совокупного спроса (Рисунок 19). Величина кредитного импульса выраженно отрицательная, сопоставимая со значениями 2020 года. Кредитование охлаждается под влиянием жестких ДКУ и ужесточения регуляторных требований. По нашей оценке, текущая умеренная динамика кредитования с поправкой на сезонность с учетом планируемого выхода бюджета на нулевой структурный дефицит в 2025 г. согласуется с постепенным снижением инфляции до 4%.

⁵ Рассчитывается как разница между суммой абсолютных приростов кредитного портфеля (скорректированного на валютную переоценку) за скользящий год и аналогичным показателем за предыдущий год по отношению к ВВП за предыдущий скользящий год. Отражает изменение объема спроса за скользящий год в связи с кредитованием.

Рисунок 19. Кредитный импульс, % от ВВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

- В феврале портфель кредитов физических лиц с поправкой на секьюритизацию не изменился (SA) после снижения на 0,2% м/м SA в январе (Рисунок 20). Ипотечный сегмент продолжил умеренный рост (+0,4% м/м SA после +0,6% м/м SA в январе) (Рисунок 21), получая поддержку со стороны «Семейной ипотеки»⁶ на фоне увеличения [возмещения комиссии Минфином России](#) банкам.
- В остальных сегментах розничного кредитования в феврале продолжилось охлаждение. Портфель необеспеченных потребительских кредитов⁷ снизился (-0,9 после -0,3% м/м NSA). В структуре выдач кредитные карты занимают большую долю, однако значительная часть такой задолженности гасится в течение беспроцентного льготного периода (как правило, до 100 дней) и не оказывает значительного влияния на изменение объема задолженности по кредитам. Рост портфеля автокредитов замедлился до 0,2 с 1,2% м/м SA, отражая снижение спроса на авторынке после прошлогоднего всплеска: продажи как новых, так и автомобилей с пробегом с начала 2025 г. уступают показателям 2024 года.
- Рублевое кредитование нефинансовых организаций выросло на 1,0% м/м SA после роста на 0,1% м/м SA в январе. Такая динамика во многом объясняется снижением месячных бюджетных расходов после январского всплеска, вызванного авансированием госконтрактов: [получатели авансовых платежей из бюджета использовали часть средств для погашения ранее взятых кредитов](#). По нашей оценке, рост кредитования без учета эффекта ускоренного авансирования бюджетных средств за первые два месяца 2025 г. составил бы 1,4 вместо 1,1% SA. Эти темпы заметно уступают средним значениям 2024 г. и являются следствием ужесточения ДКП, а также условий банковского кредитования из-за снижения запаса капитала банков и планового выхода из послаблений по надбавкам к достаточности капитала. При этом в январе – марте предприятия также продолжили активно выпускать

⁶ Объем выдач по программе в феврале превышает значения соответствующего месяца 2023 и 2024 годов.

⁷ По данным формы отчетности 0409316.

корпоративные облигации. Они частично замещали стандартные банковские кредиты, но решающего влияния на динамику долга компаний это не оказывало.

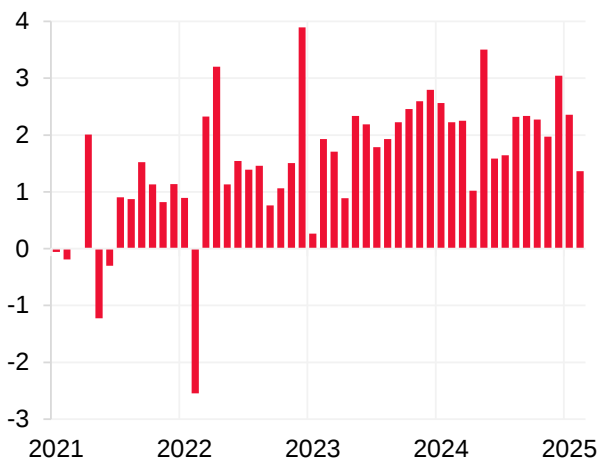
- В феврале замедлился темп роста средств клиентов в банках. Перенос выплат годовых премий частью компаний с начала 2025 г. на конец 2024 г., а также уменьшение депозитных ставок могли привести к более медленному росту депозитов физлиц: он снизился до 1,4 с 2,4% м/м SA в январе (Рисунок 22). Рост средств корпоративных клиентов замедлился до 0,6 с 1,3% м/м SA.
- Рост широкой денежной массы (с исключением валютной переоценки) в феврале замедлился до 1,0 с 1,4% м/м SA в январе (Рисунок 23). Уменьшение вклада роста кредитования в увеличение широкой денежной массы M2X в значительной мере было компенсировано увеличением вклада бюджета и чистых иностранных активов. В марте, [по предварительной оценке](#), замедление роста денежных агрегатов продолжилось. Это будет способствовать постепенному устойчивому замедлению роста цен в перспективе нескольких кварталов.

Рисунок 20. Рублевое кредитование (с учетом сделок по секьюритизации), % м/м SA



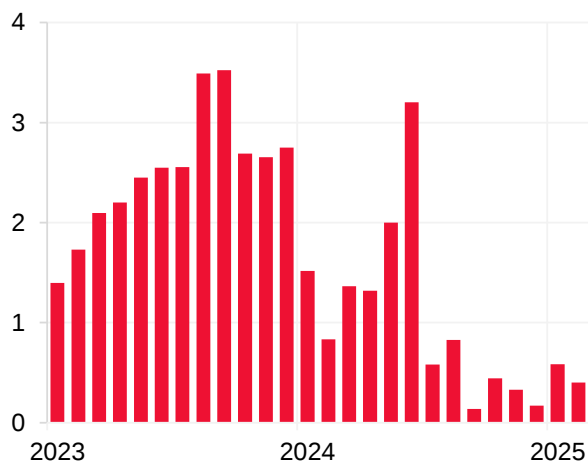
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Средства физических лиц в банках, % м/м SA



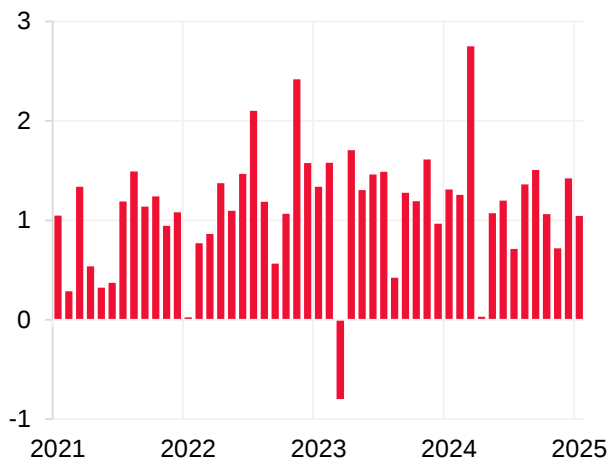
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Рублевая задолженность по ИЖК с учетом ППТ⁸, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Прирост широкой денежной массы M2X⁹, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

⁸ Приобретенные права требования с учетом корректировки на секьюритизацию.

⁹ С исключением влияния валютной переоценки.

3. Финансовые рынки

Ситуация на российских финансовых рынках в марте – начале апреля в большей степени определялась внешними факторами, чем внутренними. Но в итоге и те, и другие оказали охлаждающее влияние на инвестиции в российские активы, что привело к коррекции цен на акции, облигации и валюту.

Значимым фактором риска для российского платежного баланса стало резкое снижение цен на нефть и промышленные металлы после объявленного президентом США Д. Трампом беспрецедентного повышения импортных пошлин, налагаемых на большинство стран – торговых партнеров США. Значительно повышая вероятность возникновения рецессии как в США, так и в мире, эти меры в случае сохранения окажут влияние и на российский экспорт, независимо от страны назначения.

3.1. Распродажа на мировых финансовых рынках

- Во второй половине марта и в начале апреля российские рынки находились под давлением негативного внешнего фона. Наиболее сильные движения произошли в начале апреля, когда мировые фондовые и сырьевые рынки обвалились после введения новых торговых пошлин США и ответных мер других стран. Снижение котировок нефти и промышленных металлов и, как следствие, стоимостных объемов российского экспорта привело к негативной реакции на российском фондовом рынке. Однако после смягчения протекционистской риторики и отсрочки введения пошлин США в отношении отдельных стран и товарных категорий настроения на рынках улучшились. Индекс МосБиржи с начала марта снизился на 12% и вернулся к уровням начала года.
- Опасения сильного замедления роста мировой экономики и рост неопределенности привели к увеличению спроса на защитные активы. Доходности 10-летних государственных облигаций США в отдельные дни снижались ниже 4%, затем выросли до 4,5% из-за опасений ускорения инфляции. Доходности государственных облигаций европейских стран в течение марта росли из-за планов по наращиванию заимствований для финансирования военных расходов, однако в начале апреля также перешли к снижению из-за роста спроса на защитные активы. С начала марта доходности 10-летних бумаг Германии снизились с 2,7 до 2,6%, Франции – с 3,5 до 3,3%.
- Рынки стали ждать от ФРС более решительных действий для поддержания экономической активности. В марте регулятор оставил ставку на уровне 4,25–4,50% с намерением продолжить паузу в смягчении ДКП, чтобы оценить последствия торговых ограничений для инфляции и роста ВВП. При этом после объявления новых торговых пошлин США выросла доля инвесторов, которые закладывают четыре снижения ставки ФРС до конца года (до 3,25–3,50%), хотя большинство ожидает три снижения (CME FedWatch).
- Волатильность национальных валют и доходностей государственных облигаций стран с формирующимися рынками (СФР) повысилась на фоне рисков для роста

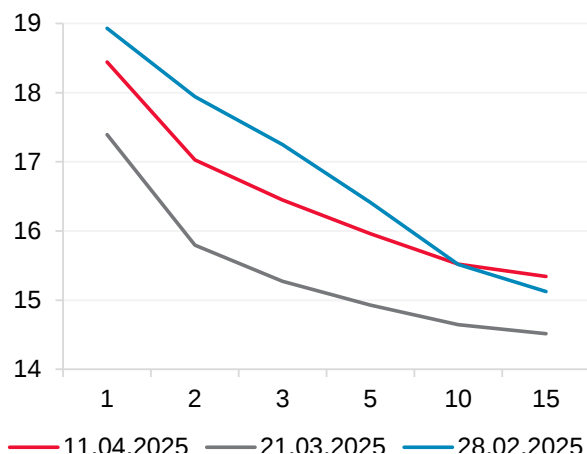
мировой экономики и неопределенности относительно ДКП в США. При этом несмотря на распродажи на рынках рискованных активов (акции), движение доходностей гособлигаций СФР было достаточно умеренным и разнонаправленным.

- Рынки пересмотрели вверх ожидаемую траекторию ключевой ставки Банка России, после того как в марте Банк России оставил ее на уровне 21,0% и сохранил жесткую риторику. С начала марта и до решения по ключевой ставке доходности ОФЗ снизились на 66–245 б.п., однако после решения доходности выросли на 88–154 б.п. (Рисунок 24). В результате кривая доходности стала более пологой, что подразумевает более длительный период высоких процентных ставок. Участники рынка процентных свопов также пересмотрели свои ожидания по долгосрочной траектории ключевой ставки вверх (Рисунок 25).
- Спрос на первичных размещениях долгосрочных ОФЗ с фиксированным купоном в конце марта и в начале апреля снизился. Тем не менее по итогам I квартала Минфин России разместил ОФЗ на 1,4 трлн руб. (по номиналу), перевыполнив квартальный план (1 трлн руб.). При этом объем выручки на аукционах без учета накопленного купонного дохода с начала года составил 1,1 трлн руб., 23% от заложенного в бюджете годового плана.
- Компании продолжают активно размещать облигации на фоне ужесточения условий банковского кредитования. В марте корпоративные эмитенты разместили облигации и ЦФА на 1,4 трлн руб.¹⁰ (за вычетом погашений – 0,7 трлн руб.). Почти треть всего размещенного объема пришлась на рублевые флоатеры, при этом средняя надбавка к базовой ставке составляла около 3 п.п., что соответствует высоким значениям конца прошлого года. В условиях укрепления рубля некоторые экспортеры активно размещали валютные облигации¹¹, которые пользовались популярностью среди институциональных и розничных инвесторов в качестве защиты от валютного риска (Рисунок 26).
- Несмотря на внешнюю неопределенность, волатильность курса рубля повысилась незначительно. Во многом стабильности курса способствовал сдержанный спрос импортеров на валюту, а также опережающий характер продаж валютной выручки экспортерами в марте из-за ожиданий дальнейшего укрепления рубля (Рисунок 27). Средний курс доллара США в марте составил 86,1 руб., а юаня – 11,8 руб. (в феврале – 92,8 и 12,6 руб. соответственно).

¹⁰ Расчеты на основе данных Cbonds без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком погашения менее одного месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России на дату размещения и погашения.

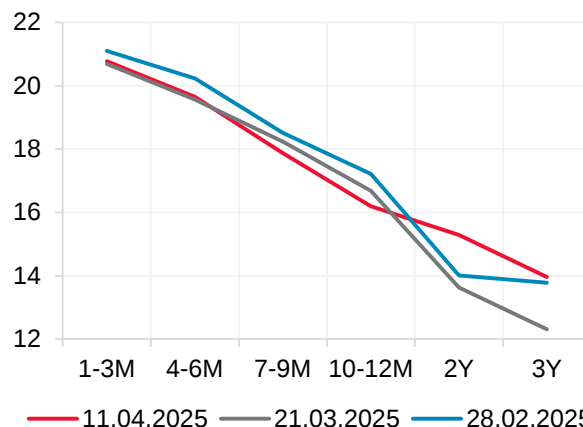
¹¹ Выплаты по бумагам производятся в рублях, но привязаны к курсу доллара США или юаня.

Рисунок 24. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

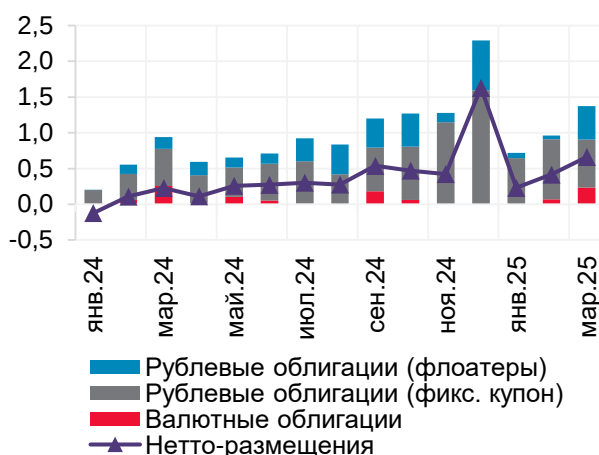
Рисунок 25. Ожидания по ключевой ставке из процентных свопов, %



Примечание. Рассчитано по фиксированным ставкам процентных свопов IRS RUB vs RUB KEYRATE (МБ СПФИ) с очисткой от капитализации процентов и без очистки от премии за срок.

Источники: Банк России, Cbonds.

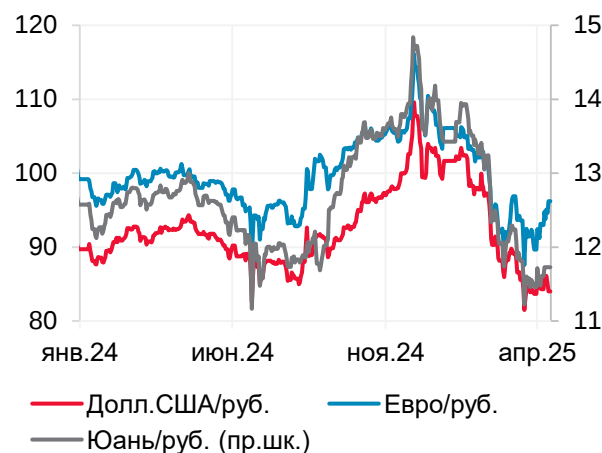
Рисунок 26. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.



Примечание. Учитывались бумаги со сроком до погашения/оферты более 1 месяца.

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Динамика валютных курсов, руб.



Источник: Банк России.

3.2. Сырьевые цены упали из-за рисков глобальной рецессии

- За период с 7 марта по 11 апреля цены большинства сырьевых товаров снизились. Общее негативное влияние оказало ухудшение перспектив роста мировой экономики и, как следствие, спроса на сырье из-за повышения таможенных пошлин США и ответных мер попавших под него стран. Поддержало цены ослабление доллара США (индекс DXY -4%). Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg сократился на 3% за счет снижения котировок энергетических товаров и промышленных металлов на 12 и 8% соответственно. Цены на драгоценные металлы выросли на 7% на фоне

роста спроса на защитный актив (Рисунок 28). Цена на нефть марки Urals¹² сократилась (-10%, до 58 долл. США / барр.) (Рисунок 29).

- Цены на нефть резко снизились после непродолжительного роста в конце марта – начале апреля, вызванного усилением рисков перебоев поставок из Венесуэлы и Ирана (Рисунок 30). Помимо опасений за динамику мирового спроса на фоне усиления протекционизма, понижающее давление на нефтяные котировки оказало решение стран ОПЕК+ ускорить темпы восстановления добычи: по сравнению с предыдущими планами в мае предлагается добыть дополнительно 0,2 млн б/с¹³. Решение стран ОПЕК+, объявленное в тот же день, что и масштабное повышение пошлин США, стало неожиданным для участников.
- Сокращение нефтяных цен оказывает негативное влияние на перспективы роста добычи нефти в США. Котировки WTI опустились ниже уровня прибыльности¹⁴ добычи сланцевой нефти (61 против 65 долл. США / барр.) (Рисунок 31). Вдобавок респонденты опроса ФРБ Далласа отметили рост затрат на обустройство скважин (из-за повышения цен на стальные трубы) после повышения импортных пошлин. Это снижает стимулы американских нефтяных компаний повышать и без того консервативные планы по бурению и добыче несмотря на активные призывы администрации Д. Трампа. Минэнерго США в апреле пересмотрело вниз прогноз по росту добычи в США. В условиях ослабления спроса ограниченные возможности по наращиванию предложения нефти в США могут выступать балансирующим фактором для рынка.
- Минэнерго США в апреле повысило прогноз излишка нефти на рынке, снизив прогноз роста мирового спроса опережающими темпами относительно предложения (Рисунок 32). Это предполагает последовательный рост коммерческих нефтяных запасов (Рисунок 33). Прогноз цены на нефть марки Brent снижен на 2025 и 2026 гг. на 6 и 7 долл. США, до 68 и 62 долл. США / барр. соответственно.
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе скорректировались вниз на 13%, до 34 евро / МВт·ч (Рисунок 29), из-за сокращения спроса на голубое топливо с приходом теплой погоды. К концу отопительного сезона запасы газа в европейских подземных хранилищах оказались ниже, чем обычно. Из-за этого страны могут столкнуться с повышенными расходами на их заполнение перед следующим отопительным сезоном.
- Среди цветных металлов наиболее сильно снизились цены¹⁵ на алюминий. Это связано с ухудшением прогнозов по росту спроса на фоне увеличения США с 12 марта

¹² На базисе CIF в порту Аугуста.

¹³ С учетом компенсаций за превышение фактической добычи над целевыми уровнями. Предполагается постепенное смягчение добровольных ограничений с апреля 2025 г. по сентябрь 2026 г. в размере 2,2 млн б/с (в том числе Россией – на 0,471 млн б/с).

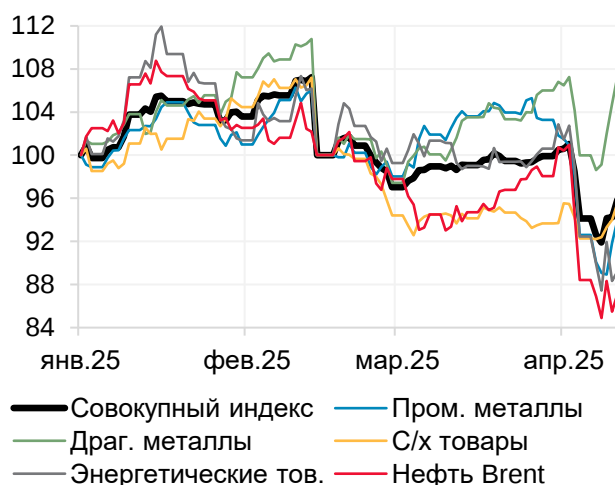
¹⁴ С учетом капитальных затрат.

¹⁵ Цены на алюминий снизились на 11%, никель и цинк – на 8%, медь и свинец – на 5%.

пошлин на импорт алюминия и продукции из него (с 10 до 25%). Другие цветные металлы повышение пошлин пока не затрагивает.

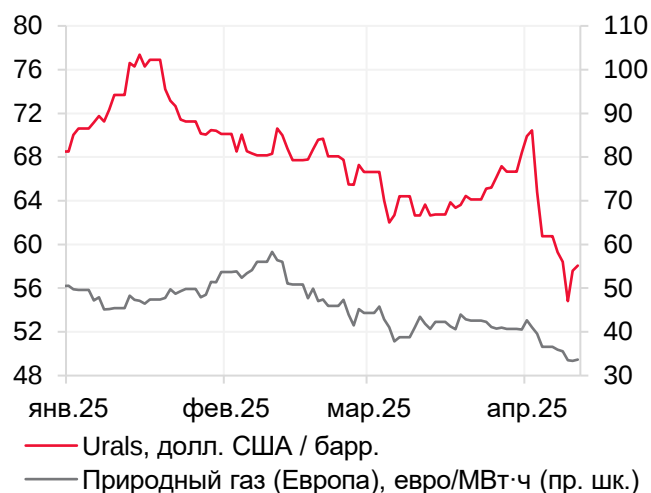
- В целом сильное повышение неопределенности для мировой экономики несет риски для российского экспорта через динамику цен и в меньшей степени – через динамику физических объемов. В ближайшей перспективе вывоз энергетических товаров ограничен обязательствами по добыче в рамках сделки ОПЕК+ и транспортными возможностями по вывозу природного газа. Объемы экспорта угля и металлов сократились за последние годы и, вероятно, стали гораздо менее чувствительны к динамике мирового спроса. А поставки зерновых на внешние рынки сейчас ограничены меньшим урожаем 2024 г. по сравнению с 2023 годом.

Рисунок 28. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2025 = 100)



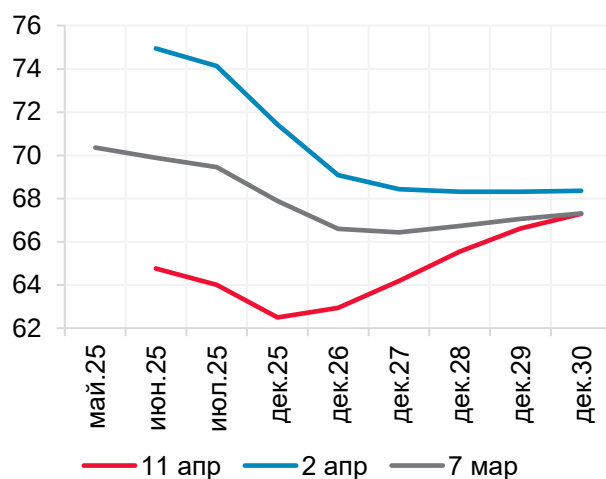
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе



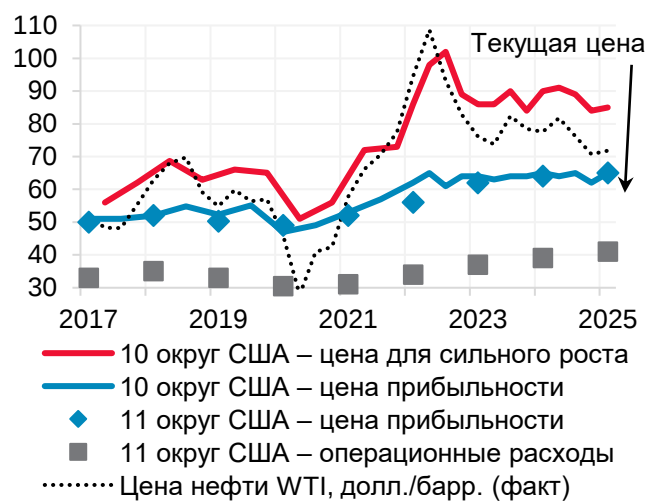
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Фьючерсная кривая (Brent), долл. США / барр.



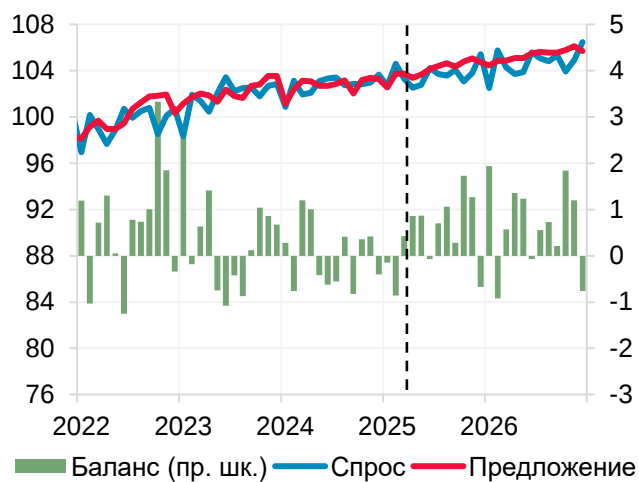
Источник: ICE.

Рисунок 31. Цена нефти WTI, соответствующая операционным издержкам, обеспечивающая прибыльность добычи и сильный рост добычи сланцев, долл. США / барр.



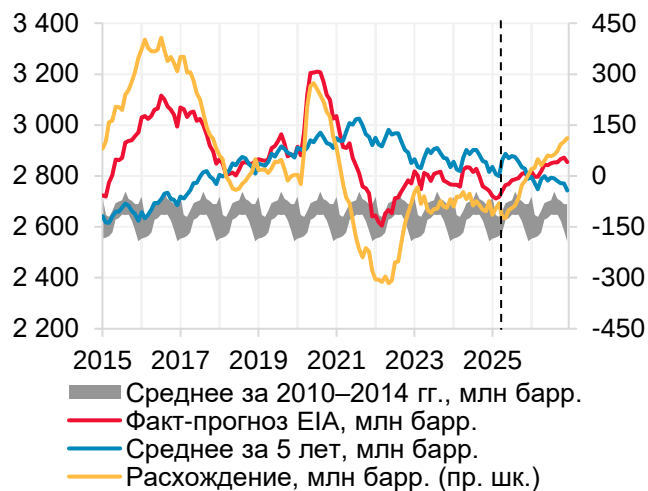
Источники: EIA, ФРБ Далласа, ФРБ Канзас-Сити.

Рисунок 32. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



Источники: ЕІА, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: ЕІА, расчеты ДИП.

В фокусе. Как активный рост инвестиций мог повлиять на потенциальный ВВП

- Последние годы активно росли инвестиции в основной капитал. Усиление геополитического давления лишь кратковременно ухудшило инвестиционные настроения российских предприятий в первой половине 2022 года. После этого капиталовложения перешли к ощутимому росту в процессе структурной трансформации российской экономики.
- Умеренный рост производительности труда в инвестиционно активных отраслях может свидетельствовать о том, что сделанные вложения пока в большей мере носили замещающий характер, компенсируя нарушения производственных цепочек, вызванные санкциями. Активный рост инвестиций в основной капитал экономики в последние годы способствовал повышению потенциального *уровня* российской экономики, нейтрализации негативных последствий для потенциала со стороны санкций и разрыва внешних экономических связей. При этом масштаб его эффектов для *темпов роста* потенциального ВВП в будущем проявится лишь с течением времени.
- Опросы предприятий показывают вероятное замедление роста инвестиций в 2025 г. при сохранении уже *достигнутых высоких уровней* инвестиционной активности. При этом отдача на инвестиции может постепенно повышаться по мере завершения структурной перестройки экономики и полноценного выстраивания новых производственных цепочек.

Инвестиции предприятий являются фундаментом повышения эффективности производства. Создаваемый ими капитал (оборудование, здания, объекты интеллектуальной собственности и прочее) наряду с трудовыми ресурсами определяет возможности увеличения выпуска продукции каждого отдельного предприятия и экономики в целом. Рост геополитической напряженности, снижение доступности части импортных материалов и технологий, а также изменение географии отдельных внешних рынков сбыта привели к структурной трансформации российской экономики. Одним из ее основных проявлений стало усиление инвестиционной активности. Так, в 2024 г. инвестиции в основной капитал¹⁶ выросли на 7,4%, а за 2022–2024 гг. – более чем на четверть (25,8%), опережая темпы роста ВВП (Рисунок 34).

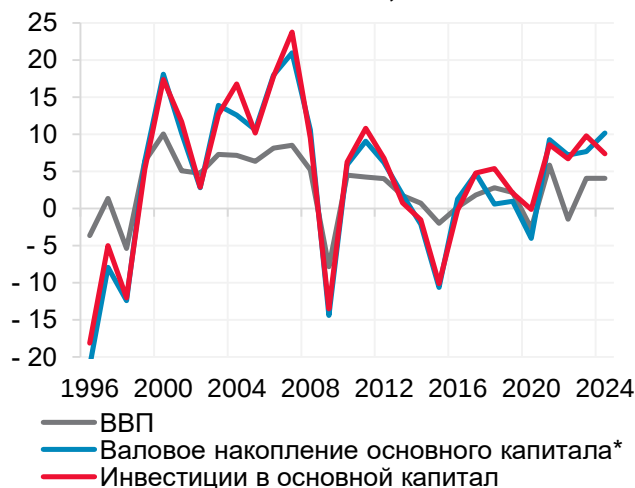
Большинство отраслей российской экономики, которые обычно вносили значительный вклад в совокупную динамику инвестиций, к началу 2022 г. представили большие инвестиционные программы. Эти программы во многом опирались на высокие цены на сырье и стимулы постковидного восстановления. Изменение внешних торговых и финансовых условий в 2022 г. заставило многие компании пересмотреть планы.

¹⁶ По полному кругу хозяйствующих субъектов без учета статистической информации по Донецкой Народной Республике, Луганской Народной Республике, Запорожской и Херсонской областям.

Природа возникших ограничений, сроки их обхода или поиска новых рынков/поставщиков различались по отраслям. Предприятия, ориентированные на экспорт, пересмотрели целесообразность реализации проектов, нацеленных на рынки сбыта, которые стали труднодоступны или закрылись от российской продукции полностью. Компании, зависимые от импорта машин, оборудования или технологий, столкнулись с необходимостью поиска альтернативных поставщиков в дружественных странах или внутри страны. Для проектов, предполагавших совместное участие в капитале отечественных инвесторов и инвесторов из недружественных стран, возникла потребность поиска новых источников финансирования. Кроме того, общее повышение неопределенности привело к смещению части планов на более отдаленный горизонт.

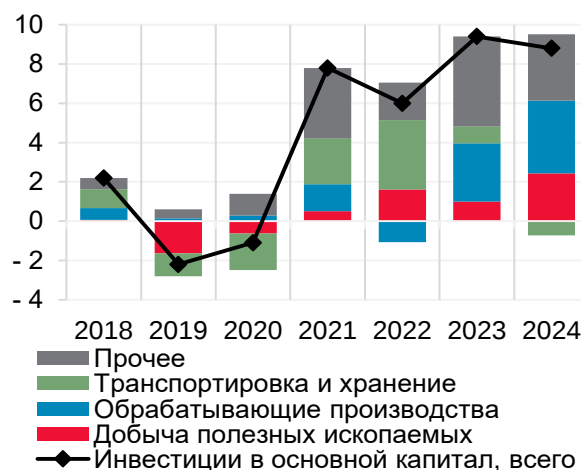
Однако в ряде отраслей трудности, препятствующие реализации инвестиционных проектов, были преодолены значительно быстрее, чем прогнозировалось, – уже к середине 2022 года. В значительной мере этому способствовали принятые Правительством России меры по поддержке экономики, включая программы в области импортозамещения, параллельного импорта, льготного кредитования, лизинга. В результате по итогам 2022 г. рост инвестиций в основной капитал составил 6,7%, притом что ВВП снизился. Драйверами роста выступили в основном добывающие отрасли, а также транспортировка и хранение – из-за потребности в быстрой перестройке логистики (Рисунок 35). Более болезненными новые вызовы оказались для обрабатывающей промышленности, где инвестиции в 2022 г. сократились практически фронтально. Причинами стали как сокращение внутреннего спроса, так и ограничения в части импорта.

Рисунок 34. Динамика инвестиций в основной капитал и ВВП, % г/г



* Включая приобретение за вычетом выбытия ценностей.
Источник: Росстат.

Рисунок 35. Формирование инвестиций в основной капитал, % г/г



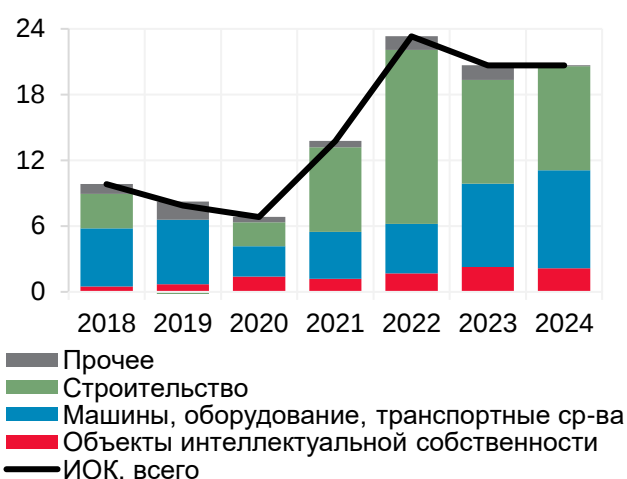
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Однако в 2023–2024 гг. импульс роста инвестиций в основной капитал сместился от добывающих к обрабатывающим отраслям. В то время как в добыче высокий уровень неопределенности в условиях внешних ограничений сдерживал запуск новых проектов, поддержку обработке оказала активизация внутреннего спроса, в том числе благодаря увеличению государственного спроса. Дополнительный спрос на продукцию отечественных фирм возникал в некоторых нишах после ухода ряда зарубежных компаний с российского рынка (импортозамещение), в экспортоориентированных – по мере нахождения

новых направлений для экспорта. Также дополнительные стимулы для инвестиций создала возросшая жесткость рынка труда в секторах, где технологии позволяют заместить труд капиталом. При этом ни периоды ослабления рубля, ни сложности с платежами за импорт не оказались факторами, способными охладить инвестиционную активность предприятий. По итогам 2024 г. физический объем инвестиций большинства отраслей обрабатывающей промышленности превысил уровень 2021 г. в реальном выражении.

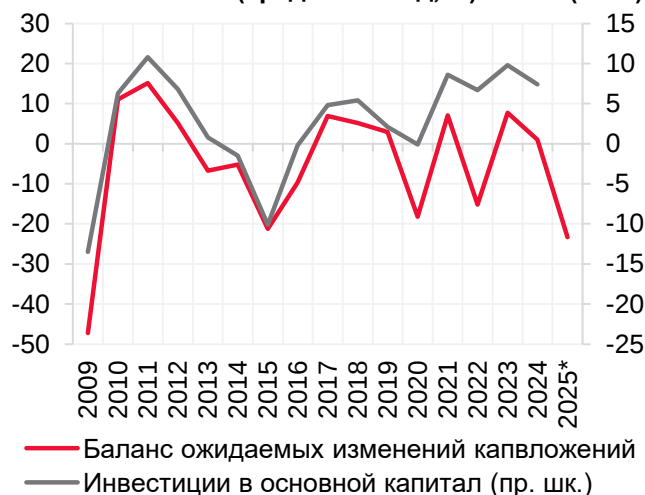
Вместе с отраслевой структурой инвестиций в основной капитал заметные изменения произошли и в их структуре в разрезе фондов. По мере активизации процессов импортозамещения все больший вклад в рост инвестиций вносили вложения в машины и оборудование. В условиях потребности в замене иностранного ПО на отечественное доля вложений в объекты интеллектуальной собственности последовательно возрастала, обновляя исторические максимумы. Вклад капитального строительства также был весомым. Однако он будет постепенно снижаться в условиях сворачивания льготных ипотечных программ и завершения крупных инфраструктурных проектов (Рисунок 36).

Рисунок 36. Вклад фондов в номинальный рост инвестиций в основной капитал, п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Баланс ожидаемых изменений капиталовложений (среднее за год, п.) и ИОК (% г/г)



* Данные за январь – март 2025 года.

Источники: ИЭП, ИНП РАН, Росстат, расчеты ДИП.

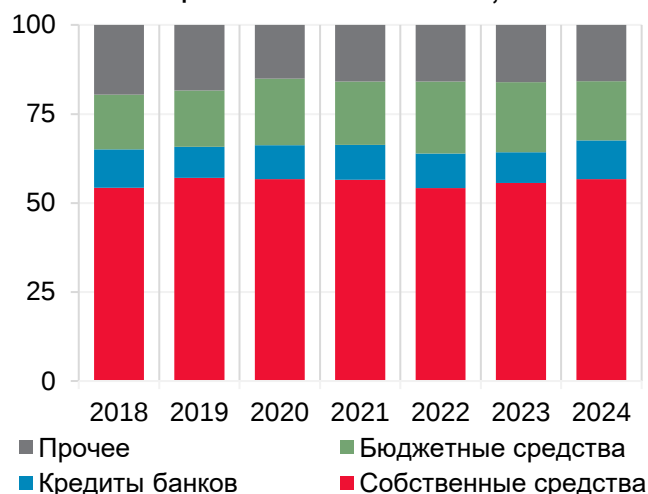
Публично раскрываемые инвестиционные планы компаний на 2025 г. наряду с результатами корпоративных опросов свидетельствуют о вероятном замедлении роста инвестиций в основной капитал в ближайшие кварталы при сохранении высоких уровней инвестиционной активности (Рисунок 37). Важную роль в процессе постепенного охлаждения инвестиционных планов может сыграть снижение с локальных пиков оптимизма в оценках текущего и будущего спроса на продукцию предприятий (Рисунок 38). Снижение ожиданий – следствие ужесточения денежно-кредитных условий и возврата бюджета к параметрам бюджетного правила в 2025 году. При этом само по себе удорожание заемных средств вслед за повышением ключевой ставки не является основным фактором при принятии решений по инвестициям для многих компаний, учитывая традиционно небольшую долю кредитов и высокую долю собственных средств в источниках их финансирования (Рисунок 39).

Рисунок 38. Баланс ответов предприятий на вопросы об изменении спроса, п., SA



Источник: Банк России.

Рисунок 39. Источники финансирования инвестиций в основной капитал, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Хотя сильный рост капиталовложений последних лет стал одним из драйверов роста, для среднесрочных темпов роста экономики важно, какой степенью отдачи обладают эти инвестиции. Для определения этого мы сравниваем изменение производительности труда (выпуск на одного работника) в группе отраслей с наибольшим ростом инвестиций и в прочих секторах в 2022–2024 годах. Все отрасли промышленности¹⁷ в каждый из годов разделены на две равные по численности группы: с ростом инвестиций относительно 2021 г. выше медианного значения и ниже его (Рисунок 40). Для каждой группы представлен рост выпуска на одного работника к уровню 2021 г. в реальном выражении.

Расчеты не показывают видимых различий между группами более и менее активных отраслей-инвесторов. Если сосредоточить внимание только на инвестициях в машины и оборудование, которые в относительно большей мере должны влиять на производительность труда, то результаты ощутимо не меняются (Рисунок 41). Это косвенно указывает на то, что активные вложения 2022–2024 гг. пока дают умеренную отдачу в виде роста производительности труда из-за длительности инвестиционного цикла. При этом часть этих инвестиций могла иметь скорее замещающий характер без значительного повышения технологического уровня.

С одной стороны, в 2022 г. большинство российских предприятий встали перед необходимостью масштабных капиталовложений и оперативных решений для вынужденной перестройки производственных цепочек. С другой стороны, выбор поставщиков существенно сократился, что привело к росту конкуренции за инвестиционные товары и цен на них. Альтернативные решения в виде закупок инвестиционных товаров внутри страны и в дружественных странах, как правило, были доступны и раньше, но рассматривались предприятиями как менее оптимальные, вероятно, из-за соотношения цены и

¹⁷ 88 отраслей на трех знаках ОКВЭД.

качества. Так, некоторые предприятия, перешедшие на закупки оборудования у альтернативных поставщиков, сообщали о росте числа отказов работы оборудования, меньшем сроке его службы либо о более высоких ценах на сопоставимые по качеству аналоги. В этом случае для поддержания досанкционных темпов роста производства может потребоваться направление на инвестиции большего объема прибыли.

Рисунок 40. Выпуск на работника в группах отраслей по росту совокупных ИОК (% к 2021 г. в реальном выражении)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Выпуск на работника в группах отраслей по росту ИОК в машины и оборудование (% к 2021 г. в реальном выражении)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Описанные условия фактически соответствуют ситуации перехода к повышенной норме накопления капитала при снижении отдачи от него. Результирующий эффект этих двух разнонаправленных изменений для потенциальных темпов роста экономики неочевиден. В целом проведенный нами анализ показал, что активный рост инвестиций в последние годы мог пока не привести к заметному повышению потенциальных темпов роста экономики. При этом, вероятно, уже произошел сдвиг уровня потенциала вверх (по крайней мере в той части экономики, которая не ориентирована на экспорт) с учетом необходимости более активного инвестирования для поддержания уровня производства (доля инвестиций в ВВП структурно выше), нейтрализации негативных последствий санкций и разрыва внешних экономических связей.

Факторы, оказывающие сдерживающее влияние на эффективность инвестиций, можно постепенно купировать в среднесрочном периоде по мере завершения структурной перестройки экономики и полноценного выстраивания новых производственных цепочек. Так, повышение рентабельности в отечественных отраслях — производителях оборудования может стимулировать долгосрочные вложения, в том числе в научно-исследовательские разработки, которые могли бы обеспечить конкурентоспособность отечественного оборудования в сравнении с тем, что считалось оптимальным с точки зрения соотношения цены и качества до 2022 года. Хотя текущая эффективность инвестиций могла не измениться, возникшие стимулы могут обеспечить ее повышение на средне- и долгосрочном горизонтах.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев