



Банк России

№ 2

О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ
Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Март 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Всплеск цен в начале года оказался недолгим	4
2. Экономическая динамика	9
2.1. Экономика возвращается на траекторию сбалансированного роста	10
2.2. Динамика кредитования соотносится с возвратом к 4% инфляции	13
3. Финансовые рынки	15
3.1. Рынки ожидают более быстрого снижения ключевой ставки	15
3.2. Рост геополитических рисков привел к увеличению цен на сырье	18

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 06.03.2026.
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.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2026

Краткое содержание

Итоги

- В 2025 г. рост ВВП сложился по верхней границе прогноза Банка России. При этом снижение инфляции к 4% требует сохранения жесткой денежно-кредитной политики (ДКП) в течение продолжительного времени. Как показал 2025 г., такая политика сочетается с ростом экономики и впоследствии позволит его ускорить при переходе к нейтральной ДКП в условиях ценовой стабильности.
- Как и предполагалось, январский всплеск цен оказался недолгим: уже в феврале рост цен замедлился и приблизился к тому, который соответствует инфляции 4%. Этому способствовало снижение инфляционных ожиданий людей и бизнеса с локального максимума конца прошлого года. Спрос в экономике временно ослабевает, адаптируясь к налоговым новациям. Это, вероятно, поможет обеспечить продолжение дезинфляционных тенденций в ближайшее время. Вместе с тем рост устойчивых ценовых компонент по-прежнему остается повышенным, даже если сделать поправку на фактор НДС, который ожидаемо завысил расчетный темп их роста в январе. Поэтому нужно убедиться, что дезинфляция действительно возобновилась, и закрепить эту тенденцию. Это особенно важно с учетом ожидаемого понижения цены отсечения в бюджетном правиле и еще предстоящего в этом году повышения тарифов на ЖКУ.
- Судя по предварительным и опросным данным, экономика в начале года несколько замедлилась относительно высоких результатов декабря и IV квартала 2025 г. в целом. Это было ожидаемо: похожая картина наблюдалась и в начале прошлого года. Ситуация на рынке труда продолжает постепенно нормализовываться. Рост зарплат постепенно сближается с ростом производительности труда. Это создает основу для дальнейшего увеличения потребления и экономической активности в целом в текущем году.
- В феврале – начале марта на российских финансовых рынках наблюдались разнонаправленные движения. Они были обусловлены действием нескольких факторов. На рынке облигаций позитив от снижения ключевой ставки был затем несколько охлажден растущими ожиданиями, связанными с увеличением госпрограммы заимствований. Нефтяной и газовый рынок находились во власти геополитики. Валютный рынок, с одной стороны, отыгрывал паузу в операциях Минфина России со средствами ФНБ в рамках бюджетного правила, а с другой – рост цен на экспортные энергоресурсы.

1. Инфляция

Судя по статистике цен за январь и недельной статистике за февраль, перенос повышения НДС и других налогов и сборов в цены в целом закончился. Значимые вторичные эффекты от налоговых новаций малозаметны, во всяком случае пока. Этому способствует ослабление потребительского спроса в непроизводственном сегменте на период адаптации к изменившимся ценовым условиям, а также снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Вместе с тем прогнозный диапазон Банка России по инфляции 4,5–5,5% в этом году и выход на 4% в 2027 г. предполагает, что с поправкой на сезонные факторы и октябрьское повышение тарифов на ЖКУ в остальные месяцы потребительские цены должны расти в среднем на 0,33% (4% в пересчете на год). Для этого требуется, чтобы рост устойчивых компонентов цен замедлился ниже 4% в пересчете на год. Во второй половине 2025 г. рост этих компонентов скорее стабилизировался, чем замедлялся.

Как и ожидалось, январские показатели устойчивого роста цен оказались сильно искажены (завышены), а в феврале, наоборот, значения могут быть несколько заниженными из-за временного снижения спроса. Двухзначные (в пересчете на год) темпы роста номинальных зарплат в ноябре и декабре в дальнейшем спрос повысят. Таким образом, более надежную оценку показателей устойчивого роста цен можно будет получить позднее, в апреле – мае.

1.1. Всплеск цен в начале года оказался недолгим

- В январе рост цен ожидаемо ускорился под действием временных проинфляционных факторов, в числе которых повышение НДС, различных акцизов и сборов. При этом вклад факторов спроса в рост цен остался близким к среднему уровню IV квартала, что косвенно указывает на отсутствие увеличения устойчивого инфляционного давления. В феврале рост цен, по недельным данным, существенно замедлился и приблизился к траектории 4%.
- Масштаб вторичных эффектов от январского ускорения роста цен может оказаться небольшим, на что указывает снижение инфляционных ожиданий населения и предприятий. Вместе с тем по-прежнему очевидный повышенный уровень инфляционных ожиданий требует поддержания жестких денежно-кредитных условий для снижения инфляции к цели Банка России и ее закрепления на этом уровне.

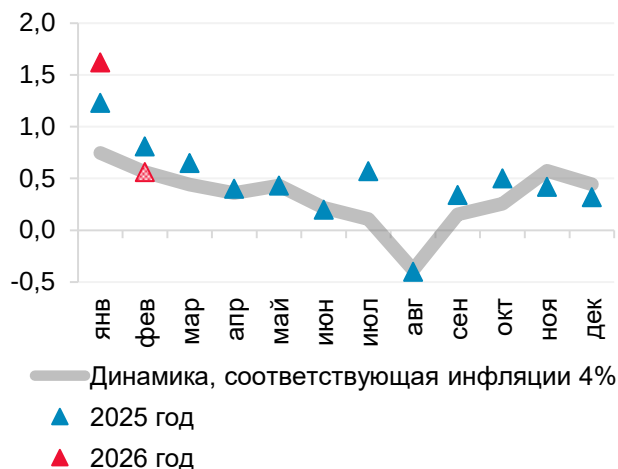
В январе цены выросли на 1,6% м/м NSA (14,6% м/м SAAR, Таблица 1, Рисунок 1). Годовая инфляция в январе увеличилась до 6,0%. В феврале, по недельным данным, динамика цен вернулась к более сдержанным темпам (Рисунок 9), близким к траектории 4%, а годовая инфляция снизилась.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Янв.	Янв.	Ноя.	Дек.	Янв.
	2024	2025	2025–2026		
% г/г					
Все товары и услуги	7,4	9,9	6,6	5,6	6,0
Базовая инфляция	7,2	9,3	6,1	5,4	5,4
Продовольственные товары	8,1	11,1	7,5	5,2	5,9
Непродовольственные товары	6,2	6,1	3,5	3,0	3,2
Услуги	8,1	13,0	9,4	9,3	9,6
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	6,5	10,0	2,9	3,1	14,6
Базовая инфляция	5,9	9,9	4,0	5,7	9,2
Продовольственные товары	6,1	6,6	1,2	-2,4	14,9
– без плодоовощей	5,2	14,1	2,2	2,0	12,5
Непродовольственные товары	6,9	6,3	2,1	4,9	8,9
– без нефтепродуктов	6,0	5,1	3,1	5,6	6,2
Услуги	6,3	19,9	6,2	8,9	21,1
– без ЖКУ	6,9	16,8	7,0	10,9	15,5

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Примечание. Февраль 2026 г. – предварительная оценка по недельным данным, сезонность оценена для 2025 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Основным, но не единственным фактором ускорения роста цен в январе стал перенос повышения НДС в цены. Он затронул порядка 2/3 потребительской корзины. Увеличение цен значительно превысило показатель января 2019 г., когда было проведено предыдущее повышение НДС (тогда рост цен ускорился до 9,3% м/м SAAR).

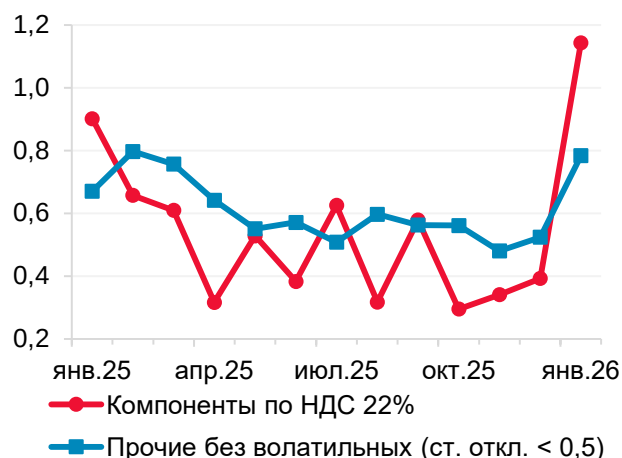
Мы оцениваем реализовавшийся масштаб переноса прямого повышения НДС в цены в январе 2026 г. на уровне 0,3–0,4 п.п. (из 1,1% м/м SA). Оценка основана на разнице изменения темпов роста цен позиций, облагаемых основной и льготной ставками НДС, в январе 2026 г. по сравнению со средним уровнем IV квартала 2025 г. (Рисунок 2).

Сравнение медианных приростов цен по группам товаров и услуг, наблюдавшихся в 2018–2019 гг. и в 2025–2026 гг., указывает на более высокий рост цен в текущий эпизод повышения ставки НДС (Рисунок 3). Тем не менее по основным сегментам потребительского рынка наблюдаются сильные различия: темпы роста в 2026 г. выше по сравнению с 2019 г. в продовольствии и услугах и схожи в непродовольственных товарах. Это косвенно указывает на то, что существенное проинфляционное влияние в начале 2026 г. оказывали прочие факторы – рост мировых цен на продовольствие¹, повышение акцизов и других сборов.

В январе заметный проинфляционный вклад также внесло удорожание плодоовощной продукции – на 2,4% м/м SA, которое компенсировало снижение цен на 3,6% SA в ноябре – декабре. Недельные данные за февраль указывают на возвращение динамики цен к нормальной сезонной траектории, а динамики цен на овощи и фрукты – даже к более низкой траектории.

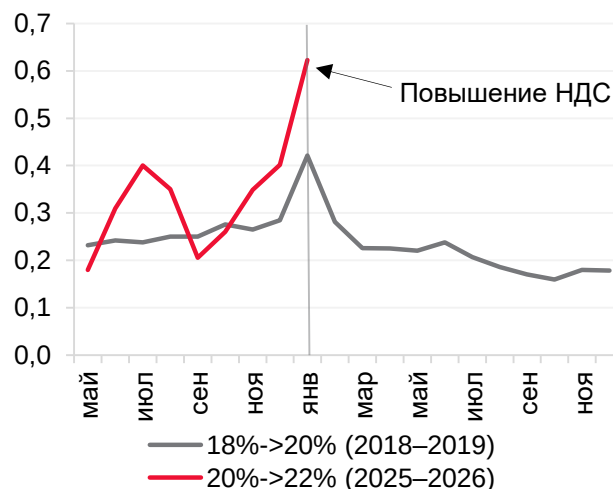
¹ За 2025 г. среднее значение индекса продовольственных цен ФАО выросло на 4,3%.

Рисунок 2. Динамика цен группы товаров, облагаемых разными ставками НДС



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 3. Медиана распределения приростов цен отдельных категорий* во время повышения НДС, %



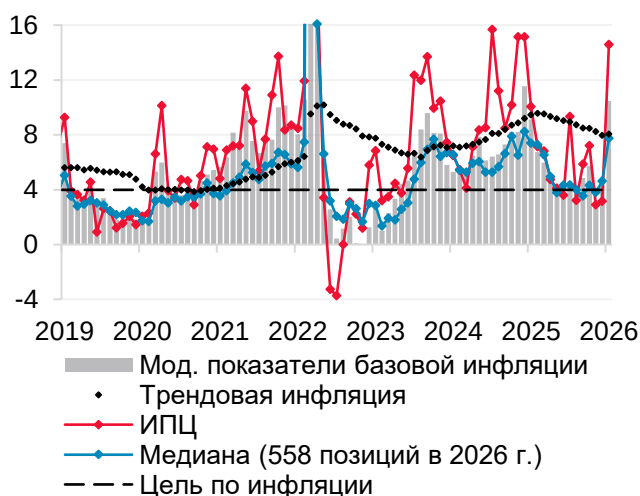
* Категории товаров и услуг, наблюдаемые в 2018–2019 гг. и в текущий период и подпадающие под основную ставку НДС.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Показатели устойчивого инфляционного давления в январе ожидаемо значительно выросли по сравнению с декабрем (Рисунок 4). Повышение НДС и действие прочих проинфляционных факторов привели к ускорению роста цен по широкому спектру товаров и услуг (Рисунок 5), что сказалось и на динамике аналитических показателей. При этом в феврале из-за адаптации спроса к выросшим ценам, особенно в непродовольственном сегменте, показатели устойчивого инфляционного давления могут временно оказаться ниже 4%, то есть могут временно снизить его. Данные за последующие месяцы позволят более точно оценить текущий уровень устойчивого инфляционного давления. С учетом сохраняющегося значительного отставания роста производительности от роста зарплат, вероятно, этот уровень пока остается близким к уровням IV квартала 2025 г. и по-прежнему несколько превышает 4%.

Курсовая динамика в январе, по всей видимости, существенно на цены не повлияла, хотя укрепление рубля продолжилось. Медиана темпов роста цен на компоненты потребительской корзины, чувствительные к динамике валютного курса, повысилась, как и медиана компонентов, слабо чувствительных к курсу (Рисунок 7). Второй месяц подряд показатели находятся на сопоставимом уровне.

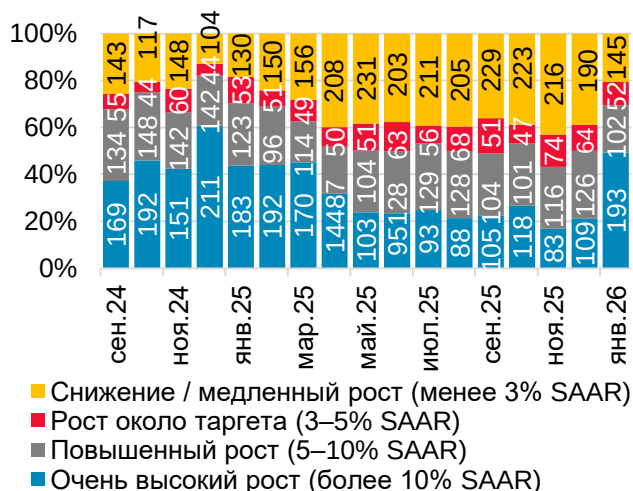
Рисунок 4. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

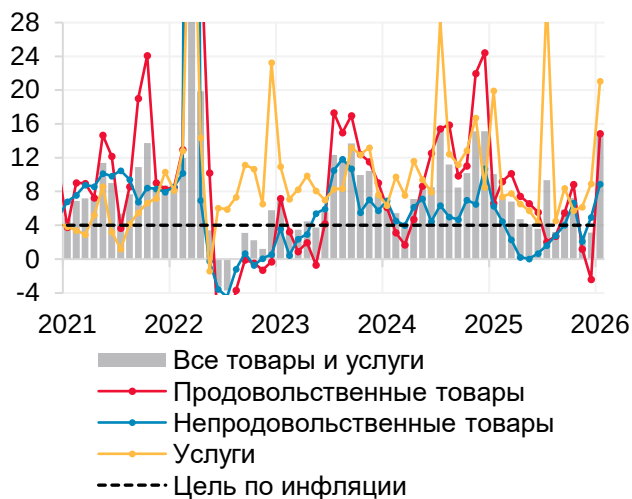
Рисунок 5. Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен



* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг. Примечание. Числа — количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



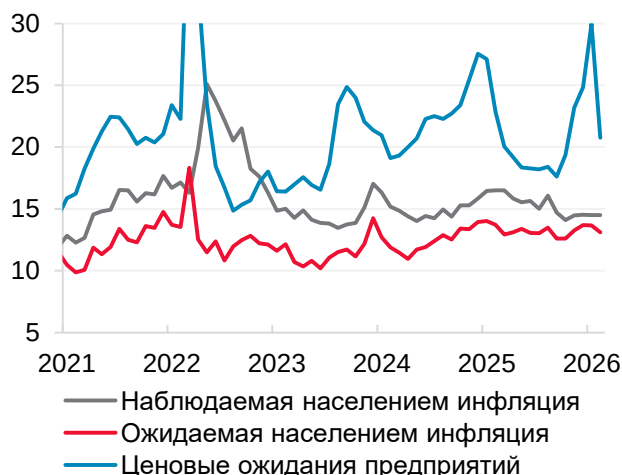
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курс доллара (%)



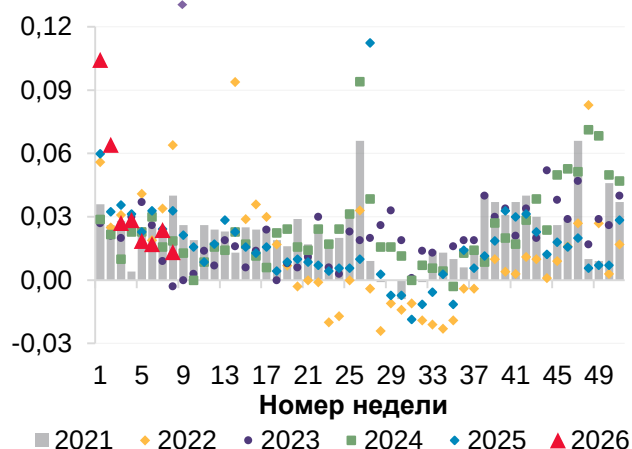
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Инфляционные ожидания населения (% г/г) и предприятий (баланс ответов, п., SA)



Источники: ООО «инФОМ», Банк России.

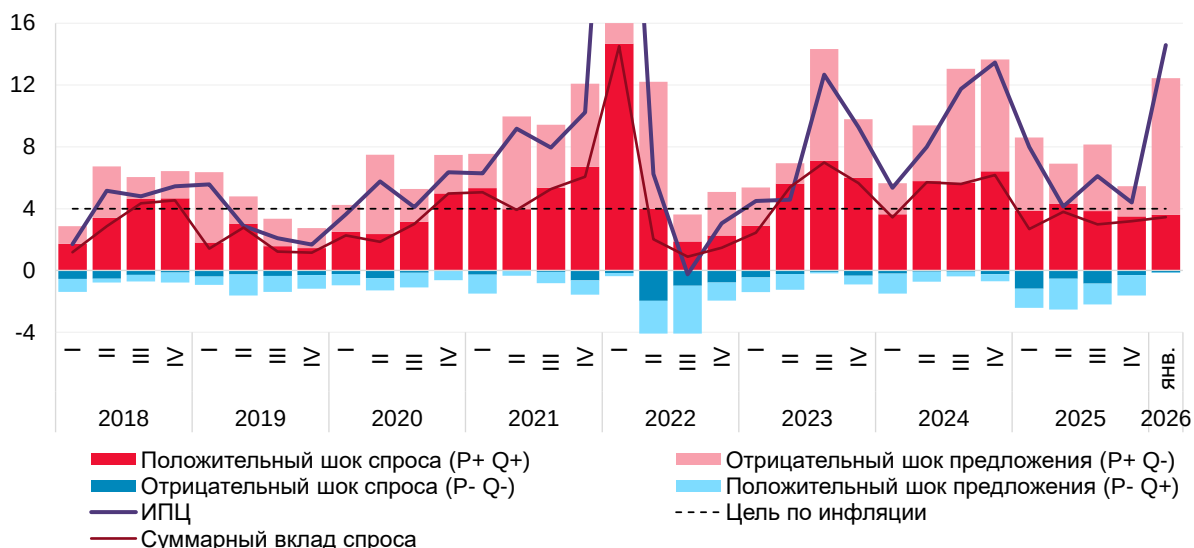
Рисунок 9. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Согласно декомпозиции роста цен на шоки спроса и предложения, в январе ускорение роста потребительских цен произошло за счет факторов предложения (Рисунок 10). К таким факторам, в частности, относится повышение НДС, акцизов и сборов. Суммарный вклад факторов спроса в рост цен остался близким к среднему уровню IV квартала. Это косвенно указывает на то, что устойчивое инфляционное давление в январе не выросло, и ускорение роста цен в начале года можно отнести на действие разовых и временных факторов.

Рисунок 10. Декомпозиция* роста цен на шоки спроса и предложения, % к/к (м/м) SAAR



* На данных по ИПЦ и физобъемам розничных продаж по 45 категориям (80% корзины), без удаления тренда.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Вторичные эффекты от переноса повышения НДС в цены могут оказаться относительно невысокими. В феврале инфляционные ожидания населения немного уменьши-

лись. [Февральский опрос предприятий](#) показал существенное снижение ценовых ожиданий на 3 месяца вперед (Рисунок 8). Тем не менее инфляционные ожидания остаются на высоком уровне, что требует поддержания жестких денежно-кредитных условий для возвращения инфляции к 4% и ее закрепления на этом уровне.

2. Экономическая динамика

Рост ВВП (квартал к кварталу, с сезонной корректировкой) в IV квартале 2025 года вероятно оказался выше, чем в III квартале². Динамика ВВП в I квартале 2026 г. ожидается гораздо более сдержанной.

Во-первых, есть вероятность повторения ситуации I квартала 2025 года. Тогда ВВП формально снизился к уровню предыдущего квартала предыдущего года во многом из-за особенностей статистического учета, несколько завывившего результат IV квартала. Это затрудняет корректную интерпретацию выходящих статистических данных за январь – март. Во-вторых, налоговые и регуляторные новации потребовали адаптации к ним бизнеса и населения. Это само по себе предполагает возможное откладывание потребительских и бизнес-решений, что влияет на экономическую активность. После завершения периода адаптации экономическая активность скорее всего оживится, прежде всего в потребительском сегменте. Это коснется и сегмента кредитования, активность в котором, как и в начале прошлого года, временно просела. В-третьих, в январе этого года было меньше рабочих дней, чем год назад. Это сказалось и на показателях год к году и к декабрю прошлого года, так как сезонная корректировка в таких случаях может работать не совсем корректно. В-четвертых, на деловую активность ряда отраслей (например, строительства) в январе негативно повлияли неблагоприятные даже для этого времени года погодные условия (сильные холода и снегопады).

Дополнительным фактором, влияющим на экономическую активность в дальнейшем, может выступить понижение цены отсечения в бюджетном правиле. Если оно будет сочетаться с постепенным выходом на нулевой первичный структурный дефицит при более низкой цене отсечения, то бюджет сдержит рост спроса в экономике. Наоборот, при высоком первичном структурном дефиците бюджет будет усиливать спрос в экономике. Тогда возникнут дополнительные проинфляционные риски.

С учетом этого о темпах роста экономики можно будет более уверенно говорить только по итогам II квартала 2026 года.

² Уточненная поквартальная оценка роста ВВП в 2025 г. будет опубликована 10 апреля.

2.1. Экономика возвращается на траекторию сбалансированного роста

- Динамика макроэкономических индикаторов в конце 2025 – начале 2026 г. была неустойчивой из-за действия ряда разовых, зачастую противоположных факторов. Декабрьский всплеск выпуска базовых видов экономической деятельности, вероятно, связанный с особенностями статистического учета³, в январе ожидаемо сменился резким снижением (Рисунок 11).
- В связи с этим ускорение выпуска базовых отраслей в IV квартале (до +3,5% к/к SA) носило временный характер. На это указывает и динамика выпуска традиционно менее волатильных отраслей потребительского спроса. Наряду с данными большинства опросов, она свидетельствует о плавном замедлении роста экономической активности (Рисунок 12, Рисунок 13). В начале 2026 г., судя по данным [финансовых потоков платежной системы Банка России](#), этот тренд продолжился.
- В условиях ужесточения санкций сдержанным оставался экспортный спрос. В результате при стагнации в добыче (Рисунок 15) и коррекции вниз выпуска *промежуточной* и *инвестиционной* групп отраслей устойчивую повышательную динамику сохранял только ряд *потребительских*⁴ отраслей (Рисунок 16). Спрос на их продукцию продолжал подпитываться высокими темпами роста трудовых доходов в конце 2025 г. (Рисунок 14).
- Ситуация на рынке труда продолжает смягчаться, хотя этот процесс идет неравномерно. Декабрьское превышение предложения труда над спросом на фоне возобновления роста вакансий (Рисунок 17) в январе вновь сменилось расширением дефицита кадров (Рисунок 19). Показатель безработицы при этом прекратил снижение (Рисунок 18), а опросы указывали на ослабление остроты кадрового голода и пересмотр вниз компаниями [планов по годовому премированию и бюджетов на подбор персонала](#).
- Судя по оперативной статистике, активные расходы домохозяйств в конце 2025 г., обусловленные опережающими покупками в преддверии пересмотра параметров утильсбора и НДС, в начале 2026 г. сменились более сдержанной динамикой (Рисунок 20). Помимо переноса части спроса на непродовольственные товары с начала 2026 г. на конец 2025 г., осязаемое проседание трат в сегменте могло быть связано с ухудшением ожиданий будущих доходов (Рисунок 21). При этом норма

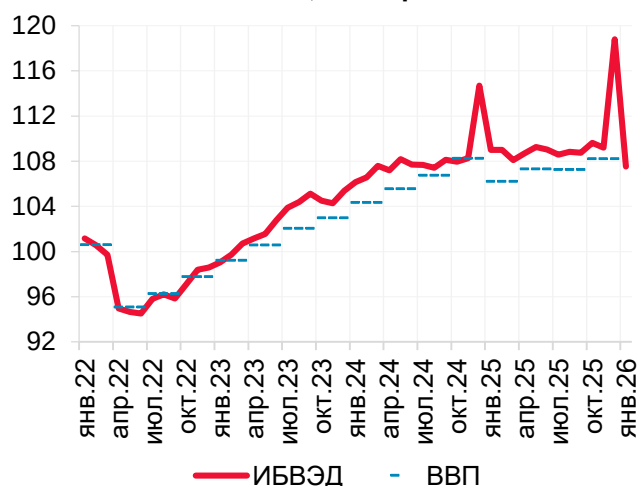
³ Производственный цикл в некоторых категориях продукции может быть достаточно длинным, и данные по выпуску могут отражаться в статистике лишь по факту отгрузки/окончания работ над партией товаров. Подобное, вероятно, происходило в конце 2025 г. в отрасли «Производства основных драгоценных металлов и прочих цветных металлов, производство ядерного топлива», продемонстрировавшей аномальный скачок выпуска. В начале 2026 г. объем выпуска вернулся к среднему уровню осени 2025 года.

⁴ Такие как производство компьютеров и электроники, легковых автомобилей, пищевой и фармацевтической продукции.

сбережений благодаря жесткости денежно-кредитных условий пока остается высокой по историческим меркам, хотя и ежеквартально снижается с пика IV квартала 2024 г. (Рисунок 22).

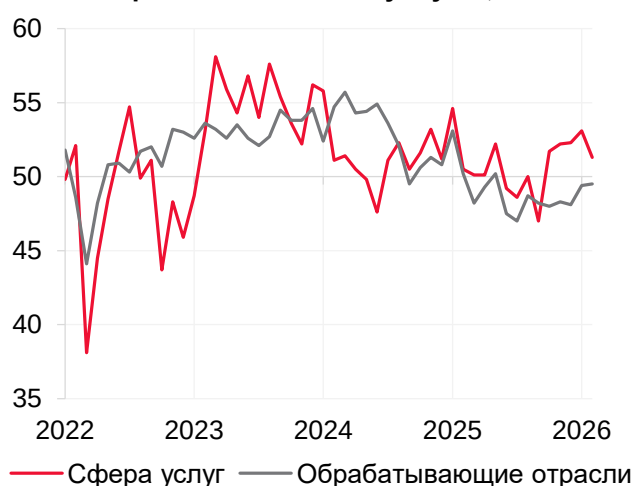
- Постепенное охлаждение рынка труда и нормализация бюджетной политики будут приводить рост внутреннего спроса в большее соответствие с возможностями расширения предложения, способствуя возврату экономики к траектории сбалансированного роста в 2026 году.

Рисунок 11. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100



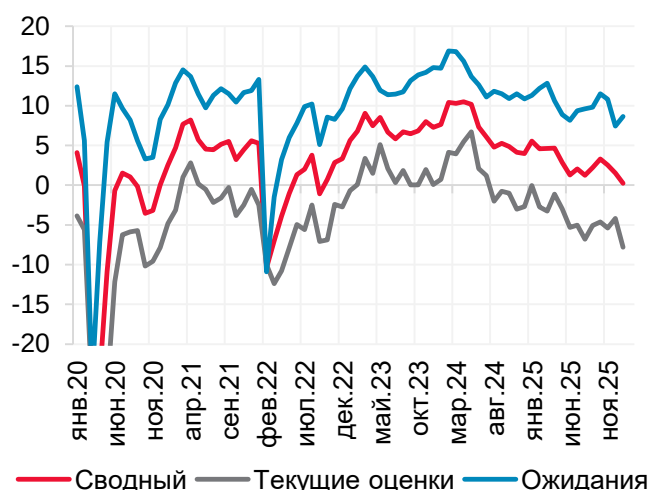
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



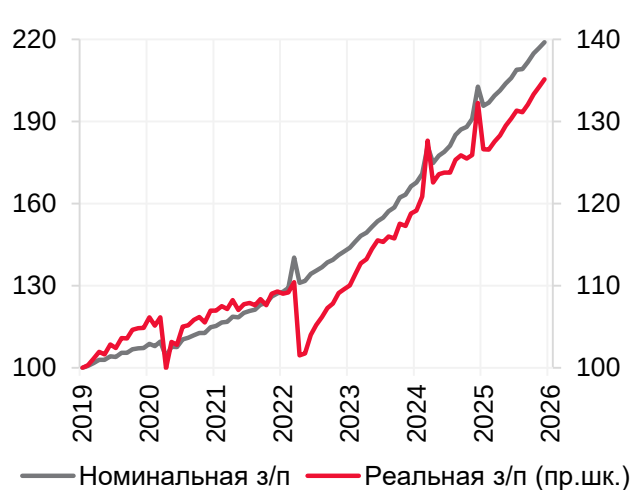
Источник: S&P Global.

Рисунок 13. Индикатор бизнес-климата Банка России, п., SA



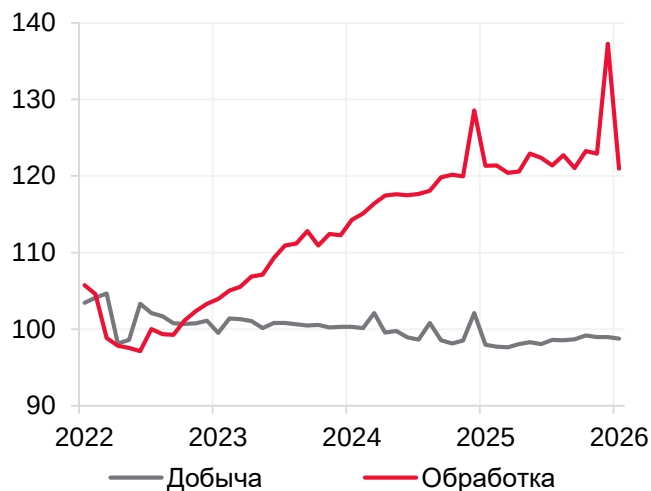
Источник: Банк России.

Рисунок 14. Заработная плата, 01.2019 = 100, п., SA



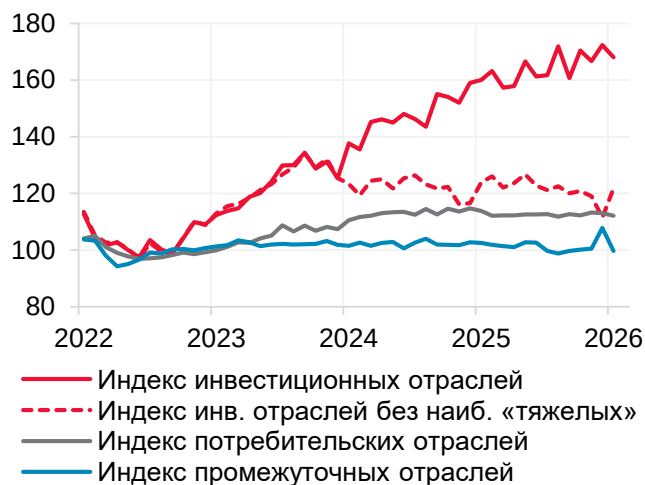
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство, 2021 г. = 100, %, SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, 2021 г. = 100, %, SA⁵



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Индекс вакансий и резюме HeadHunter, 01.2017 = 100, п.



Источники: HeadHunter, расчеты ДИП.

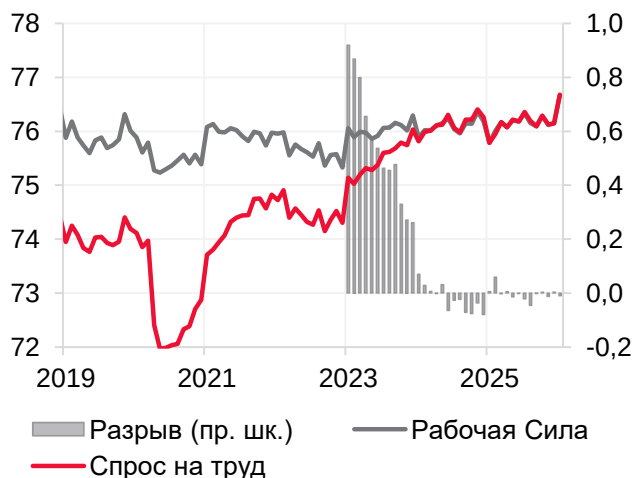
Рисунок 18. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

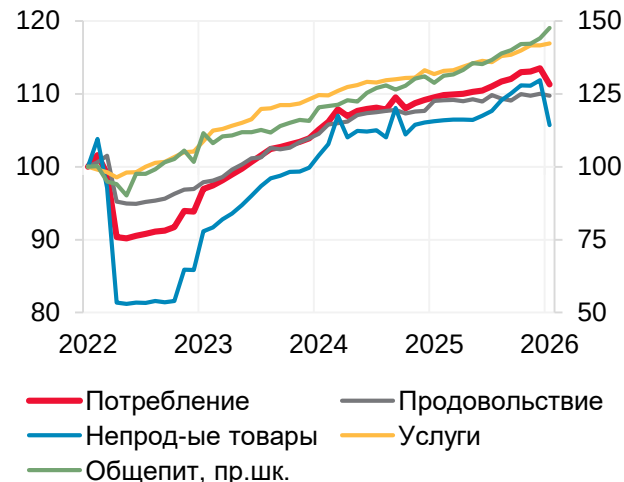
⁵ Под наиболее тяжелыми в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

Рисунок 19. Спрос на труд и предложение труда, млн человек, SA



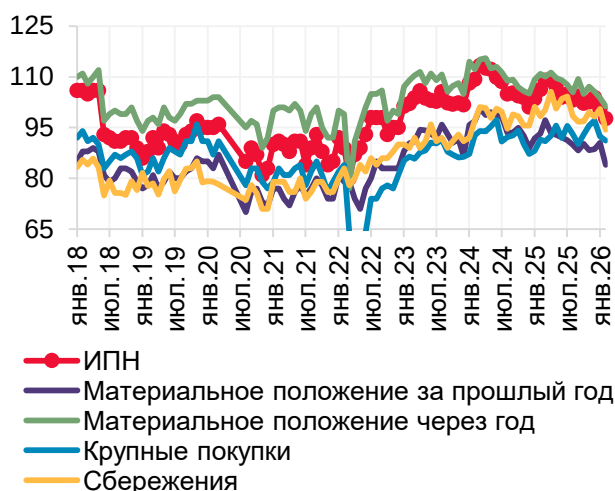
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Оборот розницы, общепита и сегмента платных услуг, 01.2022 = 100, п., SA



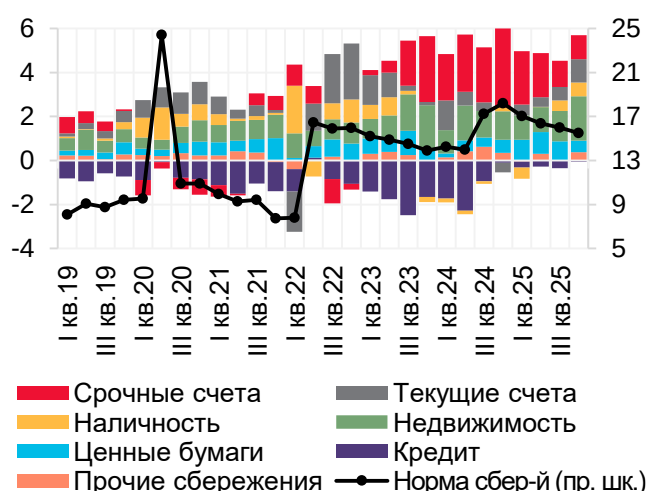
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Индексы потребительских и финансовых настроений, п.



Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 22. Компоненты (трлн руб.) и норма сбережений (правая шкала), SA



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Динамика кредитования соотносится с возвратом к 4% инфляции

- Сдерживающий вклад кредитования в динамику совокупного спроса продолжил ослабевать за счет розничного сегмента (Рисунок 23). Тем не менее кредитный импульс с большой вероятностью в текущем году останется отрицательным. Подобная динамика согласуется с целью постепенного возврата инфляции к 4%.
- В январе объем требований к экономике⁶ сократился на 0,5% м/м NSA с ИВП⁷ после снижения на 0,4% в декабре. Январская динамика объяснялась уменьшением

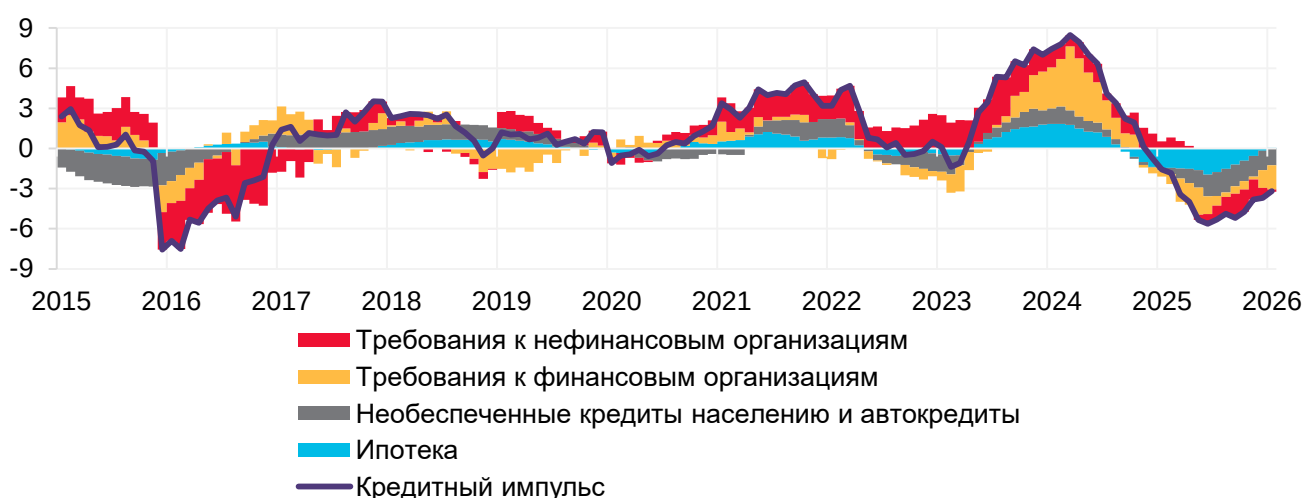
⁶ Все требования банковской системы (кредиты, облигации, векселя и прочее) к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям).

⁷ Исключая валютную переоценку.

рублевых требований на 0,7% м/м NSA, в то время как объем валютных требований вырос на 1,8% м/м с ИВП (выше средних темпов роста 2025 г.).

- Снижение *рублевых* требований в январе произошло за счет юридических лиц. Сократились требования к финансовым организациям. Рост требований к нефинансовым организациям замедлился до 0,3% м/м SA⁸ с 0,9% м/м SA (Рисунок 24). Как и в январе 2025 г., сдерживающее влияние на динамику кредитного портфеля оказывал бюджет. Некоторые компании погашали кредиты после поступления средств из бюджета в счет оплаты госзаказа. По сравнению с предыдущим годом снижение наблюдалось по более широкому кругу отраслей. Это может указывать на то, что, помимо бюджета, на динамику требований влияло и ухудшение оценок компаний относительно текущего и будущего спроса.
- Рост объема валютных корпоративных требований в значительной мере был обеспечен разовыми факторами – спросом отдельных компаний на валюту для реализации международных проектов. По мере снижения ставок по рублевым кредитам следует ожидать более умеренной динамики валютных требований.
- Снижение корпоративных требований в январе частично было компенсировано ускорением роста розничных требований до 1,2 с 0,9% м/м SA. За этим преимущественно стоит временное усиление спроса на ипотечные кредиты в преддверии ужесточения условий программы «Семейная ипотека». В сегменте прочего необеспеченного потребительского кредитования приостановилось снижение портфеля.
- По предварительным данным, рост денежной массы в феврале ускорился до 11,5 с 9,7% г/г, широкой денежной массы с ИВП – до 12,6 с 11,0% г/г из-за сдвига срока уплаты налогов на первый рабочий день в марте (Рисунок 25). Эффект переноса срока уплаты налогов будет нивелирован по итогам марта. Динамика денежной массы внутри февраля указывала на продолжение замедления темпов роста денежных агрегатов, что соотносится с целью замедления инфляции.

Рисунок 23. Кредитный импульс, % от ВВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

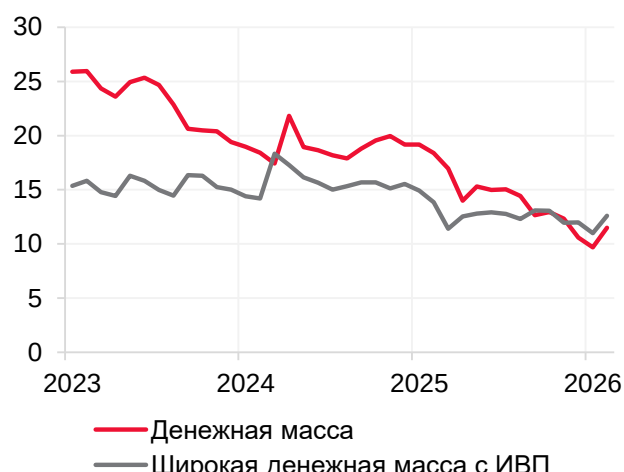
⁸ Оценка ДИП.

Рисунок 24. Рублевые требования, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика денежных агрегатов, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Февраль принес волатильность на российские финансовые рынки из-за действия сразу нескольких, зачастую противоположных факторов, связанных с геополитикой, планами по снижению цены отсечения в бюджетном правиле, реакцией на решение Банка России по ключевой ставке и обновленный макроэкономический прогноз.

В целом процентные ставки и доходности облигаций понизились, цены на товары российского экспорта поднялись, а рынок акций подрос.

3.1. Рынки ожидают более быстрого снижения ключевой ставки

- Решение Банка России снизить в феврале ключевую ставку до 15,5% годовых в целом оказалось мягче рыночных ожиданий, так как большинство участников рынка скорее ожидало ее сохранения на уровне 16%. Сигнал также был воспринят как более мягкий по сравнению с предыдущими решениями.
- После февральского решения по ключевой ставке доходности кратко- и среднесрочных ОФЗ опустились на 13–15 б.п. (Рисунок 26). Доходности долгосрочных ОФЗ также изначально отреагировали снижением, однако в конце февраля – начале марта вернулись к прежним уровням на фоне обсуждаемого изменения цены отсечения нефти в бюджетном правиле. Таким образом, кривая доходностей ОФЗ по-прежнему лежит выше уровней, которые сложились по итогам декабряского решения по ключевой ставке. Вместе с медленным снижением реальных доходностей ОФЗ-ИН, которые слабо отреагировали на понижение ключевой ставки в феврале, это указывает на сохранение жестких ДКУ.

- С учетом сигнала по итогам февральского решения по ключевой ставке рынок процентных свопов заложил более быстрое смягчение ДКП в ближайшие месяцы. Однако ожидаемая траектория ключевой ставки во второй половине 2026 г. сдвинулась вверх, к концу года рынок закладывает ее вблизи 13% (Рисунок 27). На рыночные ожидания повлияло повышение среднего уровня ключевой ставки на 2027 г. в среднесрочном прогнозе Банка России и неопределенность относительно расходов и источников финансирования дефицита бюджета после изменения параметров бюджетного правила.
- Несмотря на снижение доходностей корпоративных облигаций, объем первичных размещений корпоративных бумаг остается ниже уровня предыдущего года за соответствующий период. В феврале компании разместили облигации и цифровые финансовые активы на 0,9 трлн руб.⁹ (годом ранее – 1,0 трлн руб.), при этом нетто-размещения составили 0,2 трлн руб. (Рисунок 28). Компании по-прежнему отдают предпочтение рублевым облигациям с фиксированным купоном и сроком до 3 лет. Однако экспортеры начали размещать и квазивалютные облигации¹⁰, в том числе ввиду предстоящих погашений крупных валютных выпусков.
- В феврале рубль немного укрепился к основным валютам ввиду пониженного спроса на валюту со стороны импортеров и населения, а также продаж валюты из ФНБ. Средний курс доллара США составил 76,9 руб., а юаня – 11,1 руб. (в декабре – 77,6 и 11,1 руб. соответственно).
- Мировые финансовые рынки позитивно встретили отмену Верховным судом США части торговых тарифов. В феврале доходности 10-летних государственных облигаций снижались как в развитых странах, так и в СФР. Усиление аппетита к риску в феврале привело к снижению курса доллара США с 6,96 до 6,90 юаня, индекс доллара США DXY был в среднем меньше, чем в январе.
- Начало военных действий на Ближнем Востоке привело к коррекции на мировых финансовых рынках в начале марта. Цены акций и государственных облигаций снизились почти во всех странах, наиболее заметно – на рынках стран ЕС. Инвесторы увеличили спрос на защитные активы: стоимость золота выросла на 10,7% относительно уровней января, а индекс доллара DXY достиг максимума с середины января.
- Рост ВВП США в конце 2025 г. сложился ниже ожиданий аналитиков, а инфляция осталась на повышенном уровне (в январе годовая инфляция составила 2,4%). Инвесторы не ожидают от ФРС США быстрого возобновления снижения ставки и закладывают ее на уровне 3,50–3,75% как минимум до июля¹¹. От ЕЦБ рынки по-

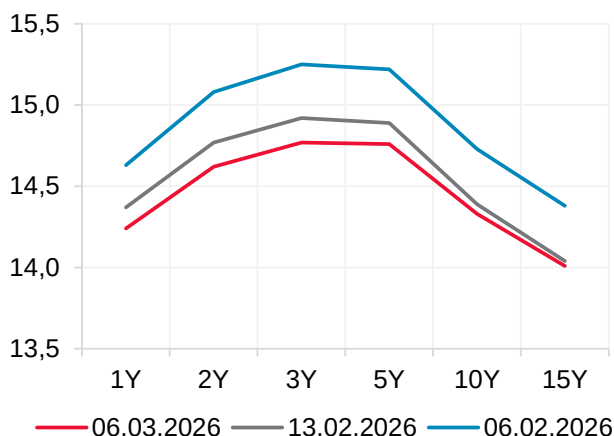
⁹ Расчеты на основе данных Cbonds без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком до погашения менее 1 месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России на дату размещения и погашения.

¹⁰ Инвестирование и выплаты по бумагам производятся в рублях, но в привязке к курсу иностранной валюты.

¹¹ Данные CME FedWatch.

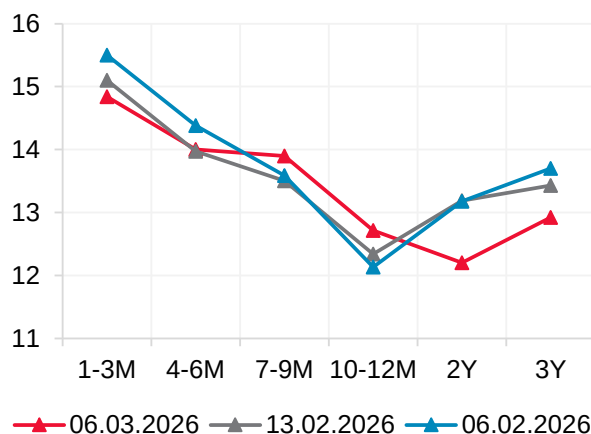
прежнему ждут в целом стабильности процентных ставок в 2026 г., при этом годовая инфляция в еврозоне в январе опустилась до 1,7% (минимум с октября 2024 г.) и поднялась до 1,9% в феврале.

Рисунок 26. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

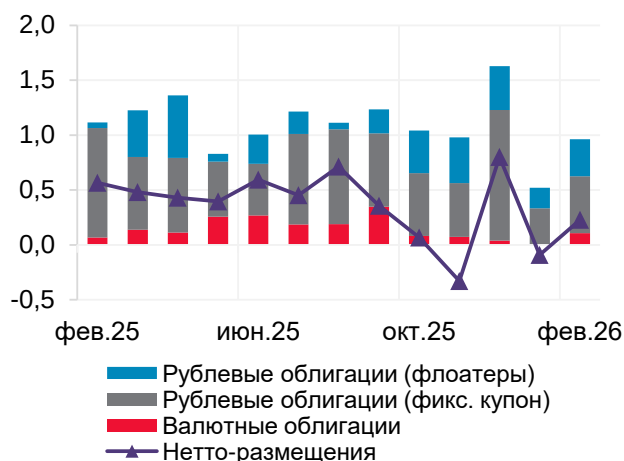
Рисунок 27. Ожидания по ключевой ставке из процентных свопов, % годовых



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

Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 28. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.



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

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Волатильность официального курса доллара США к рублю, %



Источник: Банк России.

3.2. Рост геополитических рисков привел к увеличению цен на сырье

- С начала февраля цены большинства сырьевых товаров увеличились из-за эскалации геополитической напряженности на Ближнем Востоке. Наибольшую динамику показали котировки природного газа, нефти и драгоценных металлов на фоне повысившихся рисков, связанных с перебоями поставок, и увеличения спроса на защитные активы¹². Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg вырос на 14%: цены на энергетические товары и драгоценные металлы увеличились на 32 и 10%, сельскохозяйственные товары и промышленные металлы – на 7 и 3% соответственно (Рисунок 30).
- Композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта, рассчитываемый Центром ценовых индексов Газпромбанка¹³, продемонстрировал сопоставимую динамику с мировыми котировками. Поддержку индексу оказал рост котировок российских сортов нефти, нефтепродуктов, угля, пшеницы и удобрений. Цена на нефть марки Urals¹⁴ увеличилась вслед за бенчмарками на 71%, до 91 долл. США / барр. (Рисунок 31). Дополнительно поддержал индекс рост цен на природный газ на крупном европейском хабе (+60%) и на СПГ в Азии (+41%) на фоне приостановки производства СПГ в Катаре, обеспечивающего 20% мирового предложения СПГ.
- В апреле страны ОПЕК+ планируют возобновить наращивание добычи нефти после паузы в I квартале 2026 г., связанной с сезонным сокращением потребления жидкого топлива. Участники альянса решили ускорить темпы возвращения на мировой рынок ранее убранных баррелей¹⁵ до 0,21 млн б/с в апреле с 0,14 млн б/с в октябре – декабре 2025 года. С учетом ожиданий того, что Казахстан и Ирак компенсируют превышение своих прежних квот, общий прирост добычи может оказаться меньше запланированного (Рисунок 32). Страны ОПЕК+ отметили благоприятные перспективы для роста мировой экономики и относительно низкие уровни мировых запасов нефти.
- Ведущие энергетические агентства повысили прогнозы излишка нефти и роста мировых запасов в 2026 году. Минэнерго США и Международное энергетическое агентство (МЭА) ожидают расширения профицита до 3,0–3,7 млн б/с с 2,2–2,6 млн б/с в 2025 г. (Рисунок 33). Запасы нефти, накопленные за последние годы, могут быть использованы для сглаживания возможных перебоев поставок из стран Персидского залива (Рисунок 34, Рисунок 35).
- Индонезия сократила квоты на производство никеля, угля и олова в 2026 г., что вызвало рост мировых цен на данные товары. Индонезия стремится сбалансировать рынки, изъяв излишнее предложение. Улучшение ценовой конъюнктуры благоприятно отразилось на доходах российских экспортеров.

¹² Котировки золота и платины выросли на 11 и 2%, серебра – на 1% соответственно.

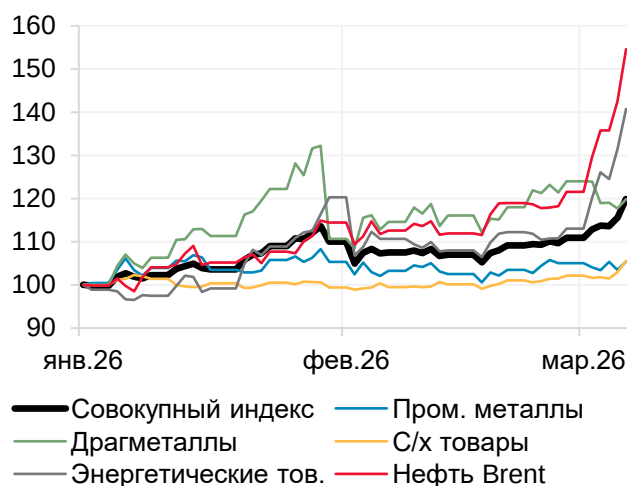
¹³ Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

¹⁴ На базисе CIF в порту Аугуста.

¹⁵ Дополнительные добровольные ограничения – 1,66 млн б/с, в том числе 0,5 млн б/с со стороны России.

- Рост цен на сельскохозяйственные товары произошел по широкому перечню. В частности, подорожали соевые бобы (+11%), американская пшеница (+13%) и кукуруза (+5%) при снижении цен на кофе (-10%) на фоне ожиданий рекордного урожая в Бразилии.

Рисунок 30. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2026 = 100)



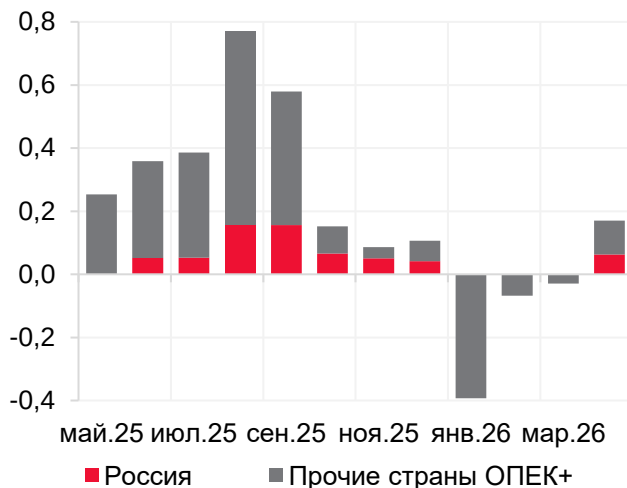
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Цена на нефть марки Urals, долл. США / баррель



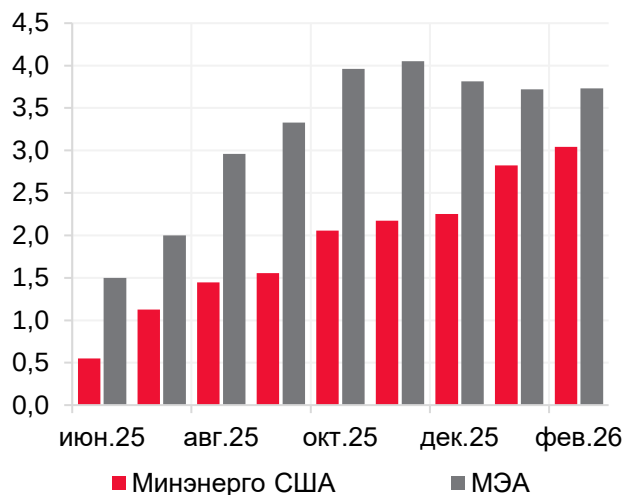
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 32. План ОПЕК+ по изменению добычи нефти*, млн б/с м/м



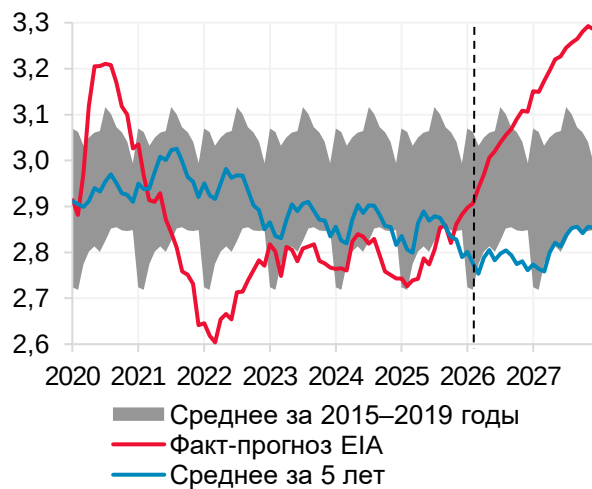
* С учетом компенсаций перепроизводства за превышение фактической добычи над целевыми уровнями.
Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Оценки баланса жидких углеводородов на 2026 г., млн б/с



Источники: Минэнерго США, МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млрд барр.



Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Запасы нефти Китая на суше, млрд барр.



Источники: Kpler, Bloomberg.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Татьяна Кузьмина

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Александра Стерхова

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев