Банк России

№ 3

О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ
Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Апрель 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание 3

1. Инфляция 5

1.1. Рост цен остается повышенным 5

2. Экономическая динамика 10

2.1. Разнонаправленная отраслевая динамика 10
2.2. Сдержанный рост кредитования 13

3. Финансовые рынки 15

3.1. Кривая доходностей ОФЗ: нормализация 15
3.2. Рост экспортных цен 18

В фокусе. Как конфликт на Ближнем Востоке может повлиять на инфляцию в России 21

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 10.04.2026.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим направлять 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 I квартале 2026 г. ожидаемо произошло охлаждение российской экономики. Отчасти это вызвано перетоком доли спроса в IV квартал 2025 г., адаптацией бизнеса и потребителей к налоговым новациям. Статистика за февраль указывает на то, что снижение спроса в начале года, вероятно, носит временный характер. Вместе с тем динамика цен, включая устойчивые компоненты, в феврале – марте остается повышенной при сохранении высоких инфляционных ожиданий. Замедления текущего роста цен до 4% в пересчете на год пока не произошло, притом что военный конфликт на Ближнем Востоке несет проинфляционные риски для всей мировой экономики, которые необходимо принимать во внимание наряду с ростом цен на товары российского экспорта.
  - В марте годовая инфляция осталась почти неизменной (5,9% г/г). Для ее дальнейшего замедления необходимо, чтобы текущие темпы роста цен с поправкой на сезонность замедлились до 4% и ниже в предстоящие месяцы. Значительный вклад в повышение цен по-прежнему вносят факторы на стороне предложения, в то время как проинфляционный вклад факторов спроса уменьшился. По январским данным, темпы роста реальных зарплат все так же существенно выше, чем темпы роста производительности труда. С одной стороны, это служит залогом того, что потребление возобновит рост. С другой стороны, для устойчиво низкой инфляции необходим меньший зазор между ростом зарплат и повышением производительности труда.
  - Российская экономика постепенно адаптируется к налоговым нововведениям. Судя по статистическим данным, в феврале базовые отрасли возобновили секвенциальный рост. При этом отраслевая картина крайне неоднородна: рост в группах отраслей инвестиционного спроса сочетается с дополнительным снижением в группах отраслей государственного и экспортного спроса. Опросные данные и опережающие показатели за март подтверждают сохранение высокой неоднородности. В потребительском сегменте во второй половине квартала отмечалось заметное оживление.
  - В марте – начале апреля движение на российских финансовых рынках определялось тремя факторами: ожиданиями дальнейшего постепенного смягчения денежно-кредитной политики (ДКП), ростом цен на большинство экспортных сырьевых товаров и объявленным возвратом с июля к валютным операциям в соответствии с действующим бюджетным правилом. Кривая доходностей ОФЗ стала более крутой, в том числе из-за увеличения доходностей долгосрочных бумаг.

В фокусе. Как конфликт на Ближнем Востоке может повлиять на инфляцию в России

- Обострение ситуации на Ближнем Востоке привело к значительному росту цен на многие сырьевые товары, экспортируемые из России. Рост экспорта при прочих равных оказывает дезинфляционное влияние внутри страны-экспортера за счет укрепления ее национальной валюты в результате увеличения продаж экспортной выручки.
- Вместе с тем применительно к российской экономике мы ожидаем, что произошедшее изменение внешних условий может иметь не только дезинфляционные, но и проинфляционные эффекты. Они могут проявиться через рост внутренних цен на экспортные товары, повышение импортных цен из-за увеличения логистических издержек и нарушений в мировых цепочках поставок, а также по ряду других каналов. Масштабы, длительность и результирующее влияние этих эффектов на инфляцию в России сильно зависит от продолжительности проблем в Персидском заливе и размера безвозвратных потерь производственных и логистических мощностей.
- Совокупный эффект про- и дезинфляционных факторов на динамику цен из-за высокой неопределенности рассчитать сложно, особенно учитывая то, что они будут по-разному проявляться во времени. Почти все выявленные нами проинфляционные факторы носят временный/разовый характер. Однако при принятии решений по ДКП важно своевременно идентифицировать и учитывать ожидаемые вторичные эффекты этих факторов на потребительские цены.

1. Инфляция

В феврале – марте рост потребительских цен ожидаемо замедлился после январского всплеска, связанного с налоговыми новациями. Вместе с тем темпы роста остаются повышенными, несмотря на ослабление потребительского спроса в начале года. Основной причиной этого выступают проинфляционные факторы на стороне предложения, действие которых в последние годы было существенно более выраженным, чем в 2016–2019 гг., когда инфляция находилась вблизи 4%. В случае затягивания конфликт на Ближнем Востоке может постепенно подпитывать данные факторы через рост цен на импортные и экспортные товары. Важно то, что проинфляционные факторы на стороне предложения влияют и на динамику устойчивых компонентов роста цен, поддерживая его на повышенном уровне и препятствуя достижению цели по инфляции.

Что касается потребительского спроса, то, судя по оперативным данным, в марте он начал восстанавливаться. В частности, это заметно в автомобильном сегменте. В результате проинфляционное действие факторов спроса может несколько возрасти по сравнению с уровнем января – февраля. Этому будет способствовать рост доходов, а также сохранение высоких инфляционных ожиданий, что может привести к постепенному повышению нормы потребления.

В сложившихся условиях устойчивое замедление инфляции до целевого уровня предполагает поддержание жесткости денежно-кредитных условий (ДКУ). Бóльшая жесткость ДКУ сегодня позволит быстрее перейти к нейтральной ДКП в дальнейшем. И наоборот, меньшая жесткость ДКУ потребует больше времени для обеспечения ценовой стабильности и снижения процентных ставок до уровня, соответствующего нейтральной ДКП.

1.1. Рост цен остается повышенным

- В феврале – марте влияние временных проинфляционных факторов, определивших всплеск цен в январе, значительно снизилось. Тем не менее месячный рост цен остался повышенным, в том числе в части устойчивых показателей инфляции. Возобновление тенденции к устойчивому замедлению инфляции к 4% требует поддержания жестких ДКУ продолжительное время.
- Прямое влияние конфликта на Ближнем Востоке на российскую инфляцию пока выглядит ограниченным. Тем не менее затягивание конфликта может повысить логистические издержки и цены на импортные и экспортные товары, что является значимым проинфляционным риском.

В феврале – марте рост цен замедлился после январского всплеска, но остался повышенным (в среднем 5,9% м/м SAAR), как и в начале апреля[1] (Таблица 1, Рисунок 1). Чтобы годовая инфляция попала в прогнозный диапазон Банка России 4,5–5,5% по итогам года, в оставшиеся месяцы рост цен должен понизиться и составить менее 3,8% м/м SAAR (с поправкой на октябрьскую индексацию тарифов на ЖКУ).

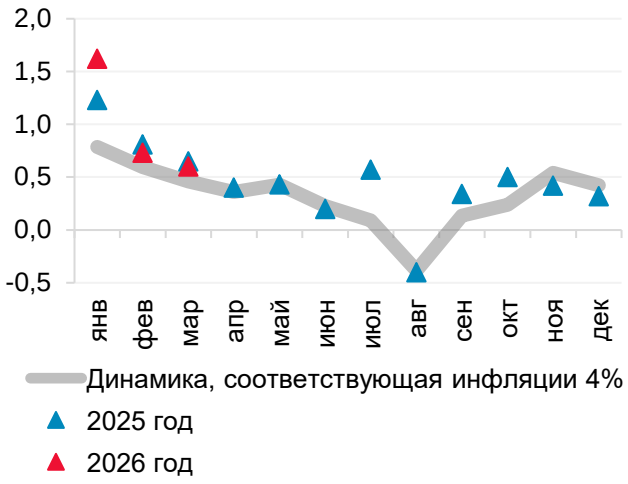
[1] По предварительным данным Росстата, рост цен на неделе по 6 апреля остался на повышенном уровне второй половины марта.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

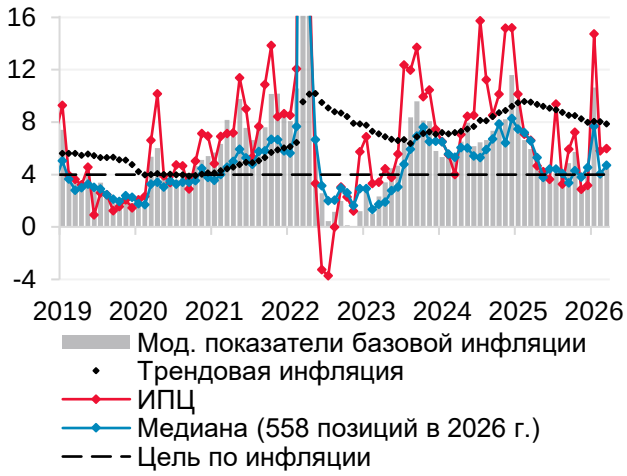


Примечание. Сезонность оценена для 2025 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Эффект разовых проинфляционных факторов, вызвавших всплеск цен в начале года, в значительной степени исчерпан. По нашим оценкам, масштаб прямого переноса повышения НДС в цены снизился до *примерно 0,2 п.п. в феврале и марте* с *0,3–0,4 п.п. в январе* (Рисунок 3). Оценка основана на разнице изменения темпов роста цен позиций, облагаемых основной и льготной ставками НДС, по сравнению со средним уровнем IV квартала 2025 года.

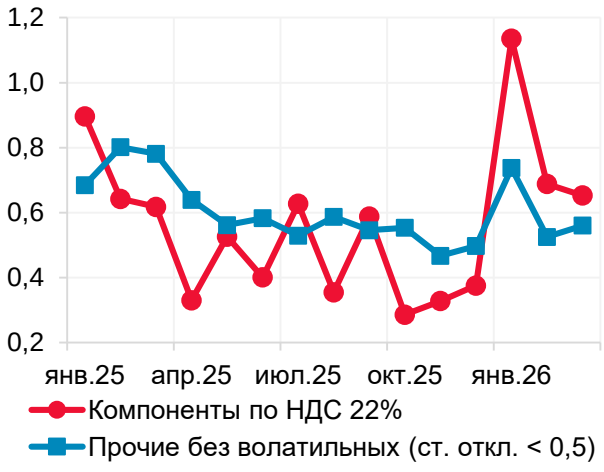
Рисунок 2. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

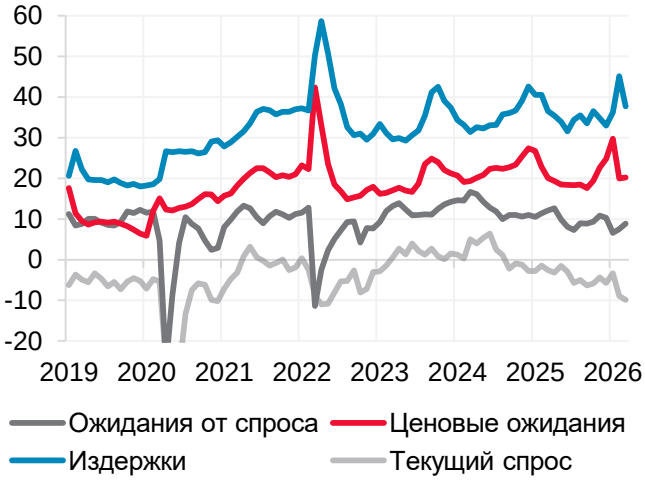
Рисунок 3. Динамика цен группы товаров, облагаемых разными ставками НДС



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Мартовский опрос предприятий показал стабилизацию ценовых ожиданий предприятий на высоком уровне (Рисунок 4). Инфляционные ожидания населения в марте немного выросли и остаются выше среднего уровня 2023–2025 гг., несмотря на снижение годовой инфляции (Рисунок 5). Высокие инфляционные ожидания могут сдерживать дальнейшее замедление инфляции.

Рисунок 4. Ценовые ожидания предприятий и ожидания относительно динамики спроса на 3 месяца вперед, изменение издержек, баланс ответов, % SA



Источник: Банк России.

Рисунок 5. Инфляционные ожидания населения и наблюдаемая инфляция,% г/г



Источник: ООО «инФОМ».

Показатели *устойчивой* инфляции в феврале-марте вернулись к значениям второго полугодия 2025 г. и остаются немного выше 4%. При этом для устойчивого замедления инфляции к цели, возможно, потребуется, чтобы какое-то время они были ниже 4%, поскольку проинфляционные разовые факторы, как правило, преобладают и приводят к более высокому общему росту цен. Поэтому необходим дезинфляционный импульс для динамики как общего роста цен, так и его устойчивой компоненты (Рисунок 2).

Схожая картина наблюдается и при анализе текущей динамики денежных агрегатов и инфляции (Рисунок 6). Рост широкой денежной массы является грубым прокси-показателем для монетарной компоненты инфляции примерно на год вперед. При сохранении роста денежной массы на уровне выше 10% после периода замедления может повыситься риск того, что годовая инфляция перестанет снижаться к 4% и затормозит на более высоком уровне.

При этом с учетом временны́х лагов трансмиссии ДКП в текущих темпах роста цен в последние месяцы в полной мере проявляется эффект от ужесточения ДКП к концу 2024 г., когда ключевая ставка достигла 21% (Рисунок 7). Этот эффект на спрос будет постепенно уменьшаться с учетом начатого в июне 2025 г. снижения ставки. Поэтому для снижения инфляции к 4% и закрепления ее близко к этому уровню требуется аккуратная оценка лагов уже произошедшего снижения ключевой ставки и их учет в дальнейших решениях по ДКП.

Рисунок 6. Инфляция и широкая денежная масса (% г/г)



Источники: Росстат, Банк России.

Рисунок 7. Инфляция (% г/г) и ключевая ставка Банка России (% годовых)



Источники: Росстат, Банк России.

Обострение конфликта на Ближнем Востоке потенциально может оказать проинфляционное влияние на Россию через различные каналы. Пока масштаб этого влияния выглядит небольшим, но многое будет зависеть от продолжительности текущего периода эскалации.

Запрет Ирана на экспорт плодовоощной продукции и логистические трудности из-за закрытия Ормузского пролива, ограничений на перелеты из стран Ближнего Востока и работу транспортного коридора «Север – Юг» могут спровоцировать рост цен на ряд продуктов. Однако, по оценкам, отражение этого влияния в ИПЦ по оценкам будет ограниченным.

Также есть риски ускорения роста цен отдельных непродовольственных товаров вследствие удорожания страховых услуг и нарушений логистических цепочек со странами Ближнего Востока, прежде всего ОАЭ. Данный эффект предположительно будет иметь ограниченное *прямое* влияние на ИПЦ, поскольку затронет преимущественно бренды, не учитываемые в потребительской корзине Росстата, но может иметь существенный *вторичный* эффект, вызвав рост цен на товары смежных категорий.

В условиях ограничений на поездки в ряд стран Ближнего Востока спрос может переключиться как на внутренние направления, так и на другие зарубежные. Это может поддержать рост цен на туристические услуги.

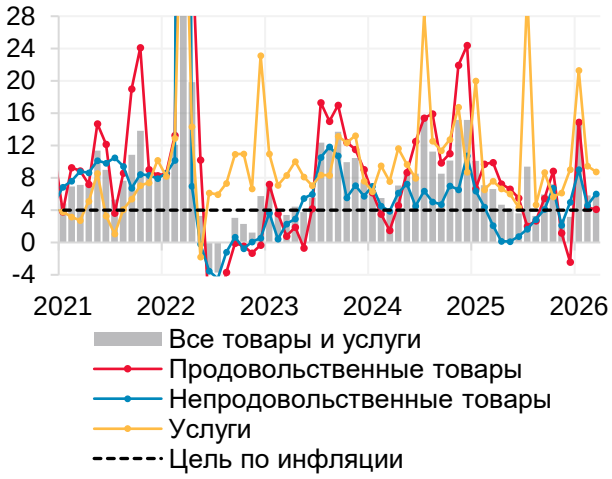
Влияние обменного курса рубля на цены компонентов потребительской корзины четвертый месяц подряд небольшое: медиана цен компонентов потребительской корзины, чувствительных к курсу, показывает сопоставимую динамику с ценами нечувствительных к обменному курсу компонентов (Рисунок 9).

Согласно декомпозиции роста цен (Рисунок 10), заметный вклад в февральскую[2] динамику продолжили вносить факторы предложения. Это частично может быть связано с сохраняющимися эффектами повышения налогов и сборов. Кроме того, высокий вклад

[2] Декомпозиция строится на данных об изменении объема продаж, которые выходят с месячным запаздыванием.

внесли услуги туризма, прежде всего зарубежного. Суммарный вклад факторов спроса, напротив, снизился и по итогам I квартала, вероятно, окажется ниже среднего уровня за 2025 год. Отметим, что похожая картина со снижением вклада факторов спроса наблюдалась в I квартале 2018 г., когда ставка НДС также повышалась. Затем спрос и его вклад в рост цен восстановился. Это позволяет предполагать, что и в этот раз спрос восстановится после завершения адаптации к новым налоговым ставкам. Залогом этого служит продолжение в январе 2026 г. активного роста реальных заработных плат. При этом риски сохранения высокого вклада в рост цен со стороны факторов предложения повышаются из-за растущих последствий для мировой экономики затягивающегося военного конфликта на Ближнем Востоке.

Рисунок 8. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



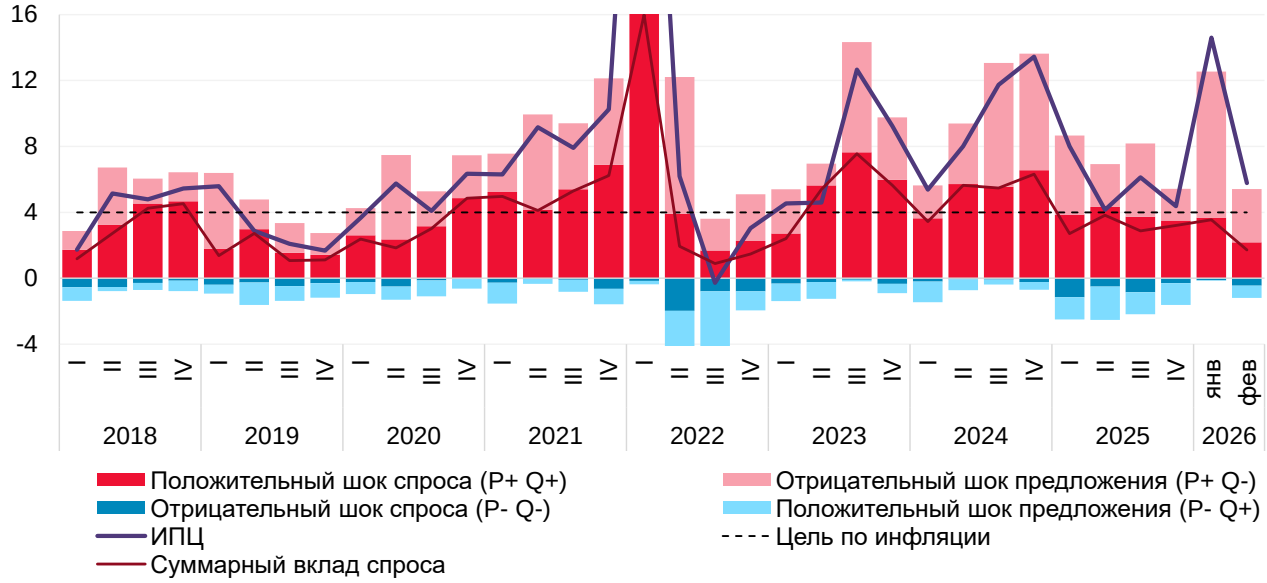
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курс доллара (%)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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 (около 80% корзины), без удаления тренда.*

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Динамика российской экономики в I квартале 2026 г. оказалась сдержанной. Во многом это объясняется подстройкой производителей и потребителей к налоговым новациям, вступившим в силу с января. Вместе с тем внутриквартальная динамика экономической активности характеризуется разнонаправленностью по секторам и неоднозначностью. Так, февральская статистика указала на рост в базовых отраслях. Однако в промышленности был зафиксирован небольшой спад, а потребление населения не изменилось по отношению к январю (с поправкой на сезонный и календарный факторы). В марте, наоборот, потребление, по оперативным данным, показало рост, в то время как опросные показатели и платежные данные указывают скорее на охлаждение в экономике в целом.

Поэтому можно предположить, что адаптация потребителей в целом закончилась и сектор возобновил рост. В других же секторах адаптация затягивается. При этом адаптации в экспортных отраслях поможет то, что они оказались бенефициарами роста мировых цен и спроса на свою продукцию вследствие конфликта на Ближнем Востоке. Можно ожидать как минимум улучшения финансовых результатов в этих отраслях. Умеренный поступательный рост розничного и корпоративного кредитования также служит основанием ожидать более позитивной динамики экономики в целом в II квартале. Это прежде всего должно затронуть крупный и средний бизнес. Тем не менее о постадаптационных темпах роста экономики можно будет более уверенно говорить только по итогам II квартала 2026 года.

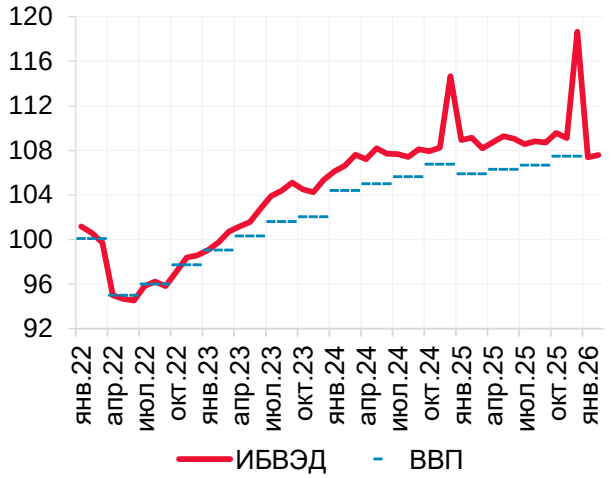
2.1. Разнонаправленная отраслевая динамика

- Выпуск базовых отраслей, после разнонаправленных сильных колебаний в декабре – январе, в феврале вырос на +0,2% м/м SA. Вместе с тем объем выпуска остался ниже среднего уровня 2025 г. (Рисунок 11). В марте, судя по опросным данным, деловая активность предприятий оставалась сдержанной (Рисунок 12, Рисунок 13). Поскольку в начале года существенное влияние на деловую активность оказывал эффект от роста налоговой нагрузки, более точные выводы относительно масштабов и устойчивости замедления роста экономической активности можно будет сделать в последующие месяцы.
- Рост в феврале произошел за счет отраслей, ориентированных прежде всего на внешний спрос (транспортировка, оптовая торговля). Выпуск в промышленности показал околонулевую динамику (Рисунок 14). Разброс в динамике отдельных групп отраслей остается большим (Рисунок 15).
- Рост потребительского спроса приостановился в начале 2026 г. (в феврале – 0,0% м/м SA). Мы связываем это прежде всего с действием временных факторов, в том числе со смещением покупок на конец 2025 г. из-за повышения НДС и других

сборов. Оперативные индикаторы говорят о возобновлении роста потребительского спроса в марте (Рисунок 18). По оценке СберИндекса, потребительские расходы в марте выросли на 0,5% м/м SA. Продажи новых легковых и легковых коммерческих автомобилей в марте, по оценке Автостата, выросли на 27% г/г (+6,6% м/м SA[3]), вернувшись к уровню августа 2025 г. (SA).

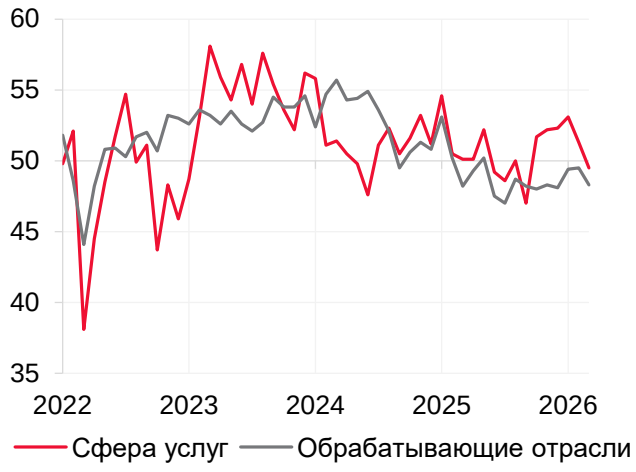
- Хотя охлаждение спроса в последние кварталы затронуло широкий круг отраслей, его влияние на ситуацию на рынке труда остается ограниченным. Снижение дефицита кадров происходит медленно, преимущественно за счет снижения интенсивности найма. Признаков расширения предложения труда не наблюдается: уровень безработицы продолжает постепенно снижаться и приближаться к 2% (Рисунок 16, Рисунок 17).
- Все это поддерживает высокий рост реальных заработных плат (+0,7% м/м SA в январе), который опережает повышение производительности труда. В этих условиях ключевую роль в охлаждении спроса играет жесткость ДКУ, позволяющая удерживать сберегательную активность в 2026 г. на высоком уровне. Разрыв между динамикой зарплат и спроса продолжил расширяться (Рисунок 18). Это важный канал трансмиссии ДКП в динамику спроса и потребительских цен. Но более важным сигналом снижения жесткости рынка труда должно стать замедление роста заработных плат до более устойчивых уровней, соотносящихся с темпами увеличения производительности труда.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

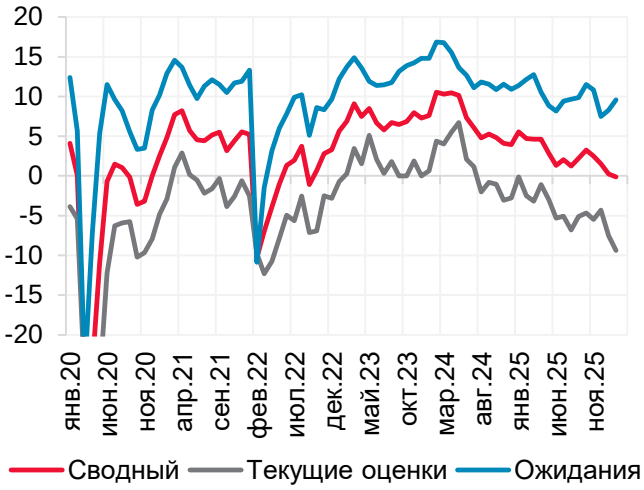
Рисунок 12. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



Источник: S&P Global.

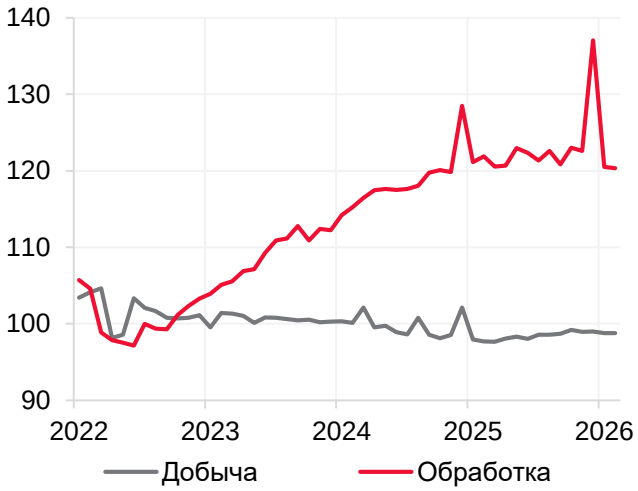
[3] Оценка ДИП.

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



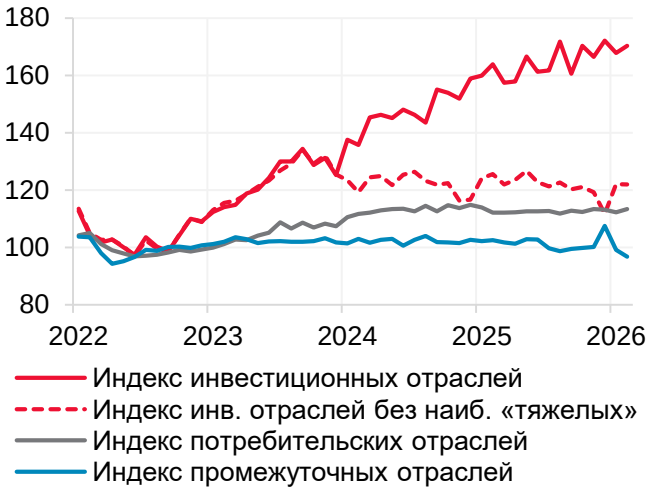
Источник: Банк России.

Рисунок 14. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство, 2021 г. = 100, %, SA



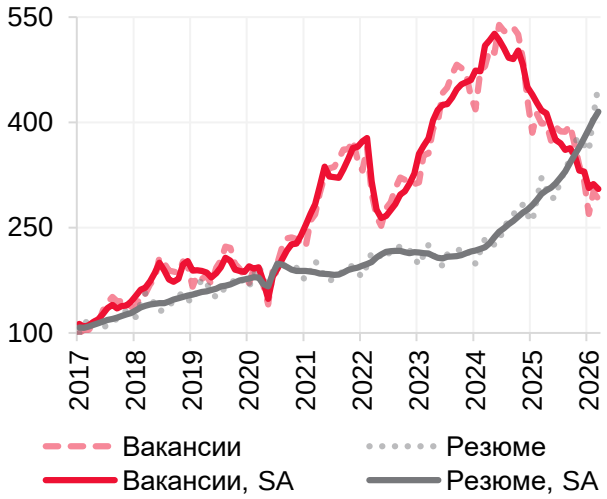
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности[4], 2021 г. = 100, %, SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Индекс вакансий и резюме HeadHunter, 01.2017 = 100, п.



Источники: HeadHunter, расчеты ДИП.

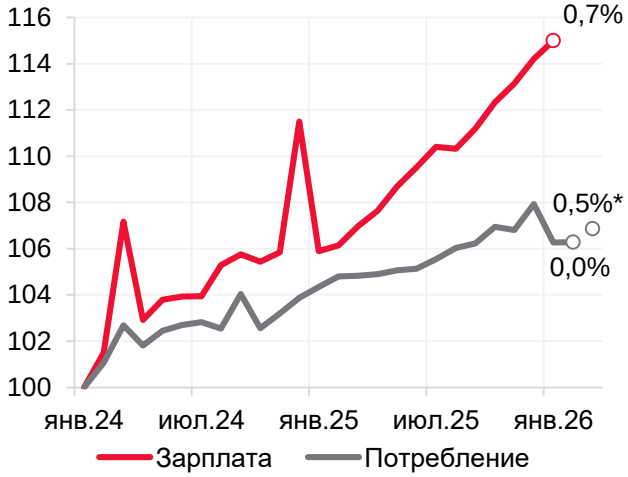
[4] Под наиболее тяжелыми в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

Рисунок 17. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Реальные заработные платы и потребление домохозяйств, 01.2024 = 100, п., SA



** В качестве данных за март 2026 г. взяты м/м SA оценки СберИндекса.*

Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

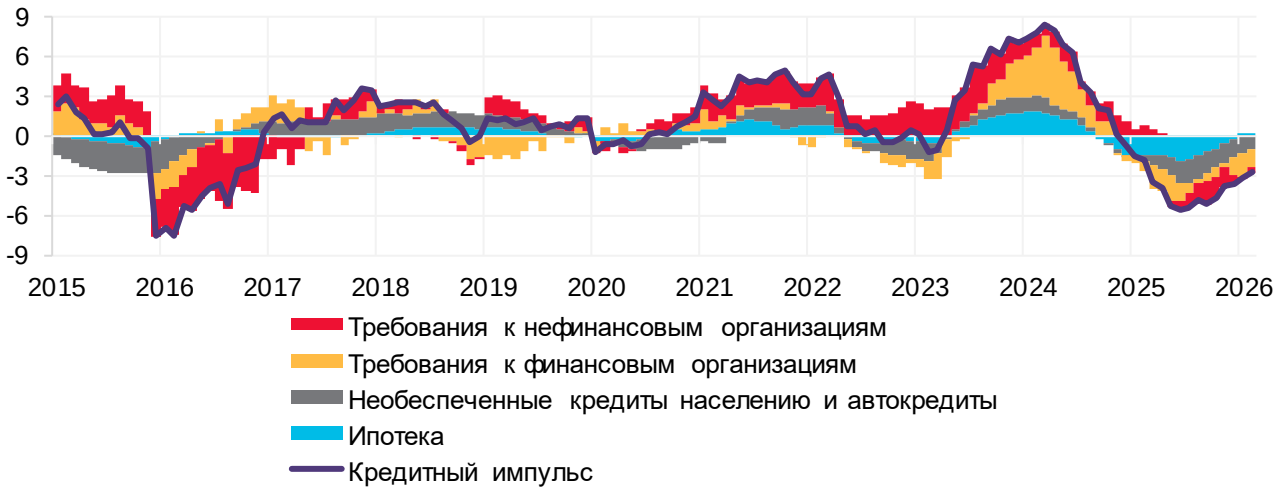
2.2. Сдержанный рост кредитования

- В феврале требования к экономике[5] выросли на 0,4% после снижения на 0,5% м/м NSA с ИВП[6] в январе. Характер движения показателя в начале 2026 г. в целом сопоставим с динамикой первых месяцев 2025 г. (Рисунок 20). Однако выделяется несколько различий.
- *Во-первых*, темпы роста требований к населению за январь – февраль заметно превосходят динамику 2025 г.: 0,6% против -0,7% с ИВП. Поддержку розничному кредитованию в январе[7] оказал повышенный спрос населения на ипотечные кредиты в преддверии ужесточения условий программы «Семейной ипотеки». В феврале выдачи льготных ипотечных кредитов ожидаемо снизились. Одновременно активизировались выдачи рыночной ипотеки[8] по мере снижения ставок вслед за ключевой. Спрос на рыночную ипотеку также может подпитываться ожиданиями по дальнейшему снижению ставок в экономике, что откроет возможность в обозримой перспективе рефинансировать по более низкой ставке выдаваемые сейчас кредиты (Рисунок 21). Также в феврале ускорился рост портфеля автокредитов (м/м SA), преимущественно за счет увеличения средней величины кредита из-за роста стоимости автомобилей.

[5] Все требования банковской системы (кредиты, облигации, векселя и прочее) к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям).
[6] Здесь и далее ИВП – исключение валютной переоценки.
[7] А также в ноябре – декабре 2025 года.
[8] При этом спрос населения сдвинулся в сторону покупки недвижимости по договорам купли-продажи от застройщика (в январе основной спрос формировался в сегменте ДДУ).

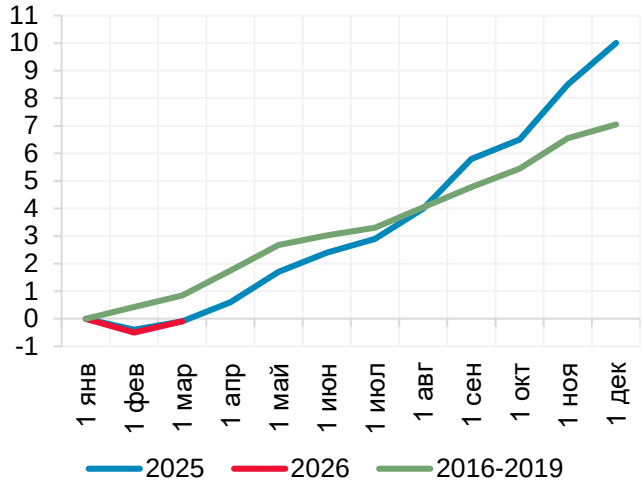
- *Во-вторых*, объем требований к организациям снизился с начала года на 0,3% с ИВП при росте на 0,1% за январь – февраль 2025 года. Это объясняется снижением прочих требований к организациям. При этом динамика корпоративного кредитования идет по несколько более высокой траектории, чем в аналогичный период прошлого года: -0,1% против -0,5% за январь – февраль с ИВП соответственно. Сдержанная динамика, как и в начале 2025 г., объясняется погашением / меньшим спросом на кредиты на фоне авансирования бюджетных расходов.
- Высокие темпы роста в корпоративном сегменте продолжает демонстрировать валютное кредитование: 6,5 и 1,7% м/м с ИВП в январе и феврале. Спрос на валютное кредитование предъявляют преимущественно компании-экспортеры.
- В последующие месяцы рост требований к населению, в том числе по ипотеке, может остаться близким к имевшему место в 2025 г. или выше его за счет ожидаемых более мягких ДКУ в течение 2026 года. Снижение требований банков к корпоративному сектору, вероятно, сменится ростом, а динамика за оставшиеся месяцы может оказаться сопоставимой с 2025 г., в том числе благодаря эффекту снижения ключевой ставки. Такая динамика укладывается в диапазон официального прогноза Банка России.
- Сдерживающий вклад кредитования в динамику совокупного спроса продолжил ослабевать за счет розничного сегмента (Рисунок 19). Тем не менее в ближайшее время кредитный импульс за последние четыре квартала будет оставаться отрицательным. Тем самым он будет вносить меньший вклад в увеличение спроса, чем в предыдущие четыре квартала. Это соотносится с задачей последовательного снижения инфляции к цели.
- По предварительным данным, рост денежной массы с начала года составил 0,6%. Это немного выше траектории, наблюдавшейся в 2016–2019 годах. Подобная динамика определялась высоким объемом авансирования расходов бюджета. При этом сдержанная кредитная активность частично компенсировала повышенный бюджетный импульс. В дальнейшем бюджетный импульс должен понизиться, исходя из установленных бюджетных расходов на год. В результате динамика денежной массы будет преимущественно определяться динамикой кредитных требований к экономике.

Рисунок 19. Кредитный импульс, % от ВВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Накопленная динамика требований к экономике, с ИВП, % с начала года



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Средневзвешенные ипотечные ставки предложений топ-20 ипотечных банков, %



Источники: АО «ДОМ.РФ», расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Несмотря на значительный рост цен на сырьевых рынках вследствие продолжающегося конфликта вокруг Ирана, цены в других сегментах российского финансового рынка в марте – начале апреля изменились мало. Рубль перешел от ослабления к укреплению в ожидании прихода возросшей выручки экспортеров, а индексы акций подросли благодаря компаниям-экспортерам. Доходности краткосрочных облигаций преимущественно снижались, отыгрывая снижение ключевой ставки и ожидания по ее дальнейшему снижению. При этом доходности долгосрочных облигаций увеличились, отражая возросшую неопределенность, что сужает пространство для снижения коротких ставок.

3.1. Кривая доходностей ОФЗ: нормализация

- Снижение ключевой ставки в марте до 15,0% годовых совпало с ожиданиями инвесторов, сигнал по итогам решения также не стал для них сюрпризом. Рынок процентных свопов закладывает дальнейшее постепенное снижение ключевой ставки, ожидая ее вблизи 13% к концу 2026 г. (Рисунок 23).
- Кривая доходностей ОФЗ снизилась на участке от 2 до 5 лет на 11-17 б.п. (Рисунок 22). В результате кривая доходностей приняла нормальный вид (перестала быть инвертированной) на участке до 10 лет. Ее наклон увеличился, а разница в доходностях ОФЗ 10 лет – ОФЗ 2 года выросла до 92 базисных пунктов. Еще в первой половине марта он был отрицательным и составлял около -30 б.п., что косвенно указывало на наличие пространства для снижения коротких ставок. При этом доходности ОФЗ на участке свыше 5 лет выросли под влиянием сохраняющейся неопределенности

в отношении конфликта на Ближнем Востоке и его последствий для российского бюджета и инфляции. Одновременно это указывает на сужение пространства для снижения коротких ставок: в текущей ситуации их снижение может не уменьшить, а увеличить доходность длинных ОФЗ.

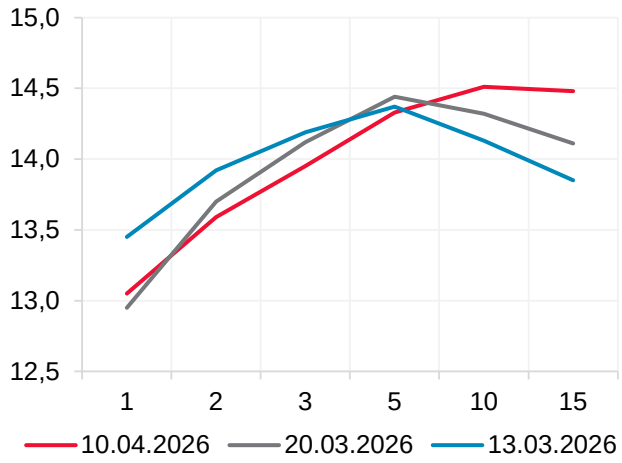
- Заемщики на облигационном рынке не отреагировали на повышение долгосрочных доходностей ОФЗ и в марте активнее выходили на рынок публичного долга[9]. В марте они разместили облигации и цифровые финансовые активы на 1,8 трлн руб.[10] (в феврале – 1,0 трлн руб.), при этом нетто-размещения составили 0,5 трлн руб.[11] (Рисунок 24). Половину от размещенного объема облигаций в марте составили нерыночные выпуски[12]. Компании по-прежнему отдают предпочтение рублевым бумагам с фиксированным купоном, которые обеспечили свыше 70% от размещенного объема облигаций.

- Основные причины ослабления рубля в марте – приостановка операций Минфина России со средствами ФНБ в рамках бюджетного правила, небольшие объемы продаж со стороны экспортеров, временный дисбаланс на валютном денежном рынке и погашение крупных выпусков валютных облигаций (Рисунок 25). Средний курс доллара США вырос до 80,4 руб., а юаня – до 11,7 руб. (в феврале – 76,9 и 11,1 руб. соответственно). В начале апреля рубль развернулся в сторону укрепления под влиянием роста продаж валютной выручки экспортерами, на которой постепенно начал сказываться рост экспортных цен.

- Нарастание геополитической напряженности в связи с ситуацией на Ближнем Востоке привело к росту волатильности на мировых финансовых рынках. Обеспокоенность инвесторов вызывают в том числе проинфляционные риски, связанные с длительными перебоями в поставках энергоносителей, удобрений и прочих товаров. С учетом этого рынки теперь ожидают от ФРС сохранения ставки на уровне 3,50–3,75% вплоть до конца первой половины 2027 года[13]. С начала марта доходности 10-летних государственных облигаций США увеличились с 4,0 до 4,3%, а индекс доллара США (DXY) поднялся до максимума с декабря 2025 года. Схожая картина наблюдается и в других странах, как развитых, так и СФР, за некоторыми исключениями. В Китае доходности государственных бумаг практически не изменились в ожидании смягчения ДКП, которое может быть предпринято для снижения негативных последствий потенциальных проблем с внешним спросом.

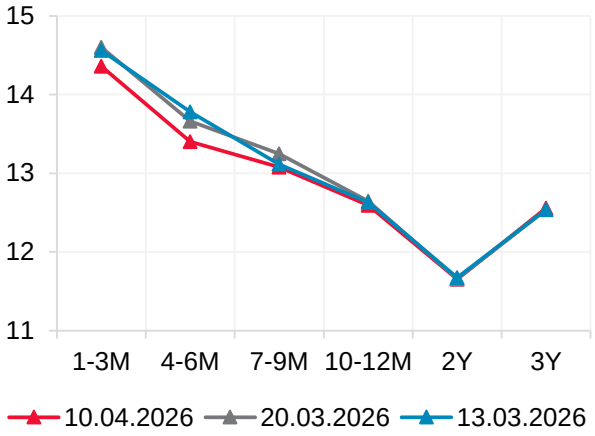
[9] С учетом оферт на выкуп облигаций эффективные сроки жизни корпоративных облигаций составляют всего несколько лет. Поэтому их не затрагивает повышение доходностей долгосрочных ОФЗ.
[10] Расчеты на основе данных Cbonds без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком до погашения менее 1 месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России на дату размещения и погашения.
[11] С учетом крупной оферты по одному из выпусков.
[12] Размещаются среди небольшого круга инвесторов.
[13] Данные CME FedWatch.

Рисунок 22. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

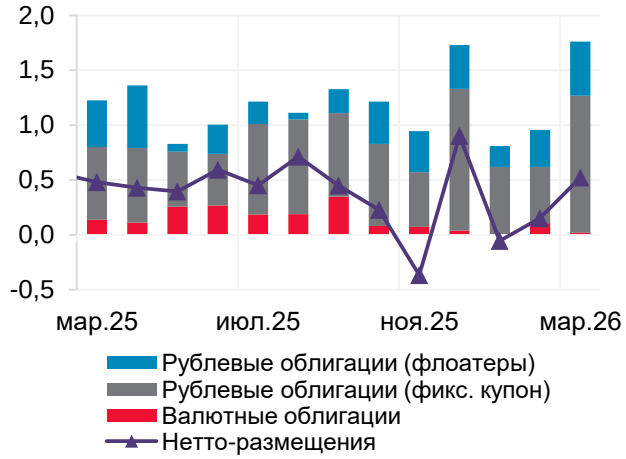
Рисунок 23. Ожидания по ключевой ставке Банка России из процентных свопов, % годовых



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 24. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.



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

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Волатильность официального курса доллара США к рублю, %



Источник: Банк России.

Рисунок 26. Динамика валютных курсов, индекс (31.12.2025 = 100)



Примечание. Индекс валют развитых стран рассчитан как обратный индекс доллара США DXY (1/индекс DXY), рост индексов свидетельствует об укреплении соответствующих валют, снижение – об ослаблении.

Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

3.2. Рост экспортных цен

- С начала марта цены сырьевых товаров преимущественно росли на фоне резкого усиления напряженности на Ближнем Востоке. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg вырос на 9% за счет роста цен на энергетические и сельскохозяйственные товары на 32 и 2%, промышленных металлов – на 1% соответственно при снижении котировок драгоценных металлов на 11% (Рисунок 27).
- Композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта, рассчитываемый Центром ценовых индексов Газпромбанка[14], вырос опережающими темпами относительно мировых котировок. Поддержку индексу оказало сужение дисконтов российских сортов нефти и нефтепродуктов к бенчмаркам из-за роста спроса на них в условиях сокращения предложения из других стран. Цена на нефть марки Urals[15] увеличилась на 95%, до 115 долл. США / барр. (Рисунок 28). Положительное влияние на доходы российских экспортеров также оказал рост цен на газ, уголь, черные металлы, удобрения и пшеницу.
- В целом изменение ценовой конъюнктуры на экспортных рынках должно привести к значительному росту российского экспорта. С некоторым лагом приток дополнительной валютной выручки может повлиять на курс рубля, по крайней мере в части ненефтегазового экспорта. Эффект от роста нефтегазового экспорта на рубль бу-

[14] Взвешен по стоимостным объемам экспорта.
[15] На базисе CIF в порту Аугуста.

дет в значительной степени компенсирован действием бюджетного правила: операции Минфина России по бюджетному правилу отложены до 1 июля, но будут проведены в оставшуюся часть года.

- В марте нефтяной рынок перешел к значительному дефициту. Мировая добыча сильно сократилась (на 8 млн б/с[16]) из-за отсутствия полноценной замены нефтяным поставкам через Ормузский пролив, который оказался перекрыт после начала конфликта. Для компенсации выпавших поставок страны ОЭСР договорились высвободить 400 млн барр. стратегических запасов нефти. Это сопоставимо с объемом выпавшего в марте предложения. Однако поставки из хранилищ будут растянуты по времени, поэтому на текущий момент не компенсируют сокращения добычи.
- В этих условиях страны ОПЕК+ согласовали дальнейшее наращивание добычи (как и в апреле, на 0,21 млн б/с) в рамках постепенного возвращения на рынок ранее сокращенных объемов[17]. Однако большинство участников рынка сомневаются в возможности реализовать эти планы, несмотря на постепенное восстановление судоходства через Ормузский пролив.
- Минэнерго США в апрельском отчете пересмотрело оценки баланса на рынке нефти на 2026 г. в целом в сторону небольшого дефицита (0,3 млн б/с). При этом во II квартале предложение будет отставать от спроса на 5 млн б/с и вернется к уровням, близким к доконфликтным, к концу 2026 г. (Рисунок 29). Прогноз цены на нефть марки Brent на 2026 и 2027 гг. повышен до 96 и 76 долл. США / барр. соответственно.
- Общий повышательный импульс котировкам природного газа придало выбытие на продолжительный срок 17% экспортных мощностей Катара (~17 млрд м^3 СПГ в год) и полная остановка производства СПГ на время горячей фазы конфликта. При этом перебои с поставками в большей степени затрагивают азиатских покупателей[18], получавших из Катара около трети импорта СПГ. Цены на СПГ в Азии выросли на 81%. Страны ЕС в гораздо меньшей степени зависят от поставок из Катара[19], поэтому цены на крупном европейском хабе выросли меньше, чем в Азии (Рисунок 30).
- Цены на драгоценные металлы уменьшились[20] в условиях снижения привлекательности золота для инвестирования относительно других активов: доходности гособлигаций в развитых странах существенно выросли, увеличив альтернативные издержки инвестиций в драгметаллы.

[16] По оценкам Министерства энергетики США.

[17] Дополнительные добровольные ограничения – 1,65 млн б/с, в том числе 0,5 млн б/с со стороны России.

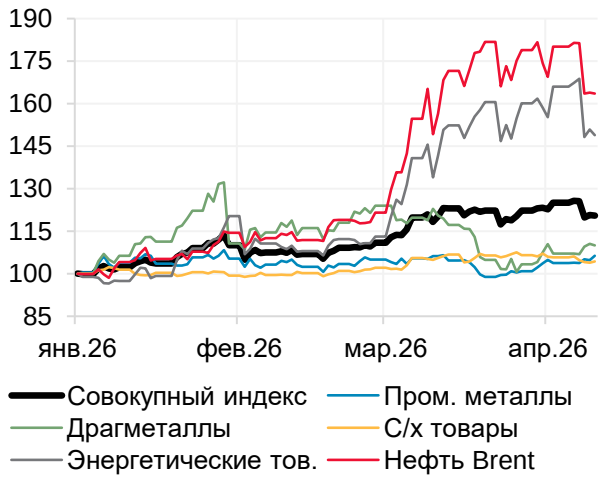
[18] По данным Bruegel, в 2025 г. Катар эскпортировал 85% СПГ в страны Азии (Китай, Индию, Тайвань, Южную Корею, Японию, Таиланд) и 14% в страны Евросоюза и Великобританию.

[19] 4% от совокупного импорта газа и СПГ в ЕС в 2025 году.

[20] Цены на серебро и палладий сократились на 16%, платину и золото – на 13 и 10% соответственно.

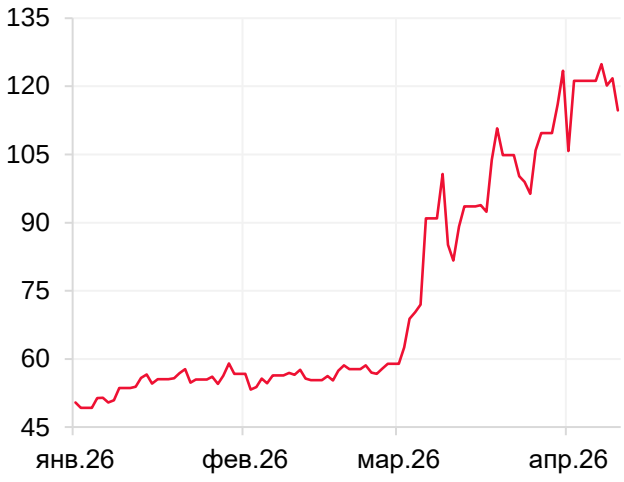
- Котировки большинства цветных металлов несколько снизились относительно уровня, наблюдавшегося до начала конфликта[21]. Опасения сокращения предложения из стран – крупных производителей пока не реализовались. Исключение – алюминий, цена на который выросла на 12% из-за повреждения заводов в ОАЭ и Бахрейне, обеспечивающих 9% мирового предложения.
- Повышательное давление на цены сельскохозяйственных товаров усилилось как реакция на повышение цен на энергоносители и из-за роста опасений относительно стоимости и доступности удобрений в преддверии посевной кампании в Северном полушарии.

Рисунок 27. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2026 = 100)



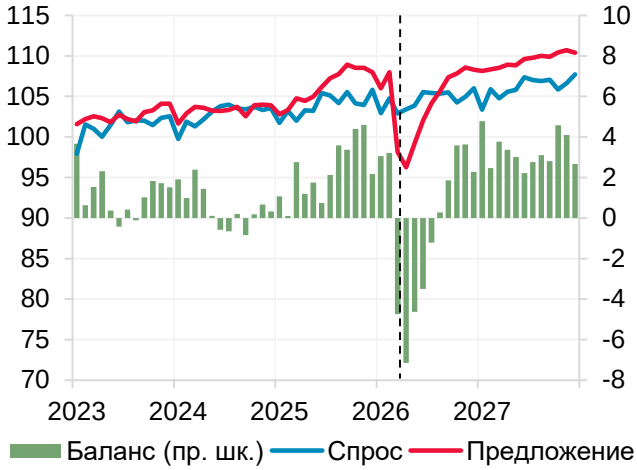
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Цена на нефть марки Urals, долл. США / барр.



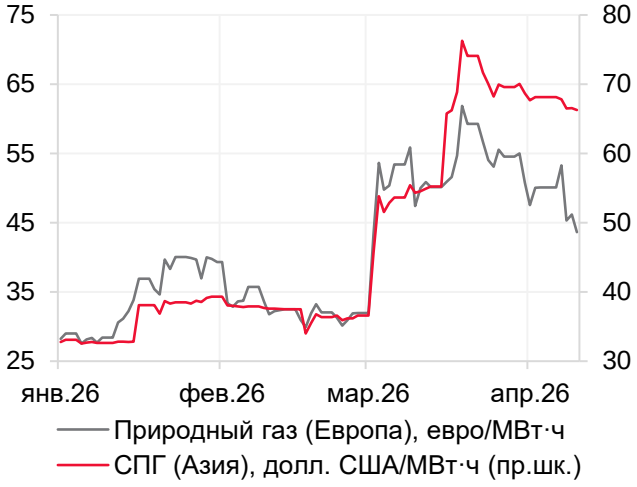
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Цена на природный газ в Европе и СПГ в Азии



Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

[21] Котировки никеля и свинца снизились на 2%, меди и олова – на 4 и 17% соответственно.

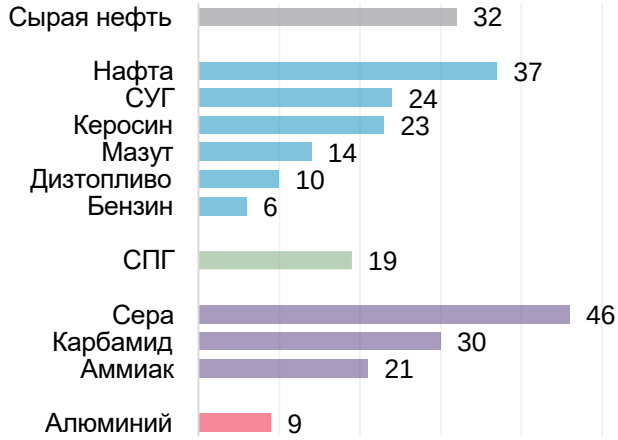
В фокусе. Как конфликт на Ближнем Востоке может повлиять на инфляцию в России

- Обострение ситуации на Ближнем Востоке привело к значительному росту цен на многие сырьевые товары, экспортируемые из России. Рост экспорта при прочих равных оказывает дезинфляционное влияние внутри страны-экспортера за счет укрепления ее национальной валюты в результате увеличения продаж экспортной выручки.
- Вместе с тем применительно к российской экономике мы ожидаем, что произошедшее изменение внешних условий может иметь не только дезинфляционные, но и проинфляционные эффекты. Он может проявиться через рост внутренних цен на экспортные товары, повышение импортных цен из-за увеличения логистических издержек и нарушений в мировых цепочках поставок, а также по ряду других каналов. Масштабы, длительность и результирующее влияние этих эффектов на инфляцию в России сильно зависит от продолжительности проблем в Персидском заливе и масштабе безвозвратных потерь производственных и логистических мощностей.
- Совокупный эффект про- и дезинфляционных факторов на динамику цен из-за высокой неопределенности рассчитать сложно, особенно учитывая то, что они будут по-разному проявляться во времени. Почти все выявленные нами проинфляционные факторы носят временный/разовый характер. Однако при принятии решений по ДКП важно своевременно идентифицировать и учитывать ожидаемые вторичные эффекты этих факторов на потребительские цены.

Усиление геополитической напряженности на Ближнем Востоке в конце февраля привело к заметному дисбалансу спроса и предложения большого числа сырьевых товаров. Основной причиной стала блокировка Ормузского пролива – важной артерии мировой торговли. В 2025 г. через Ормузский пролив было транспортировано около 1/2 мирового предложения серы, 1/3 – сырой нефти, нафты, карбамида, 1/4 – керосина, 1/5 – СПГ, аммиака, 1/7 – мазута, 1/10 – дизельного топлива, алюминия (Рисунок 31). Часть поставок была перенаправлена в обход пролива, но полноценной альтернативы этому пути нет, и до недавнего времени лишь небольшая часть танкеров и контейнеровозов имела возможность прохода через пролив.

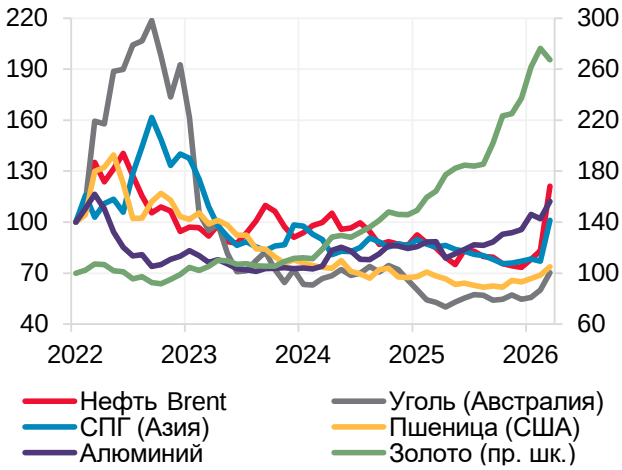
В первом приближении рост сырьевых цен для страны – экспортера сырья выступает в роли дезинфляционного фактора. Ведь увеличение экспорта при прочих равных оказывает давление на валютный курс в сторону укрепления (Рисунок 32). Однако в действительности есть несколько каналов, по которым геополитический шок может оказывать проинфляционное влияние.

Рисунок 31. Доля морских поставок сырьевых товаров через Ормузский пролив в мировом предложении в 2025 г., %



Источники: Bloomberg, Trade Map.

Рисунок 32. Индексы цен на сырьевые товары, 01.2022 = 100



Источники: World Bank, расчеты ДИП.

I. Рост экспортных цен на российские товары. *Совокупный эффект может оказаться как проинфляционным, так и дезинфляционным*

а) *Рост экспорта и курсовая динамика.* Эскалация конфликта привела к существенному росту цен на российские экспортные товары. Это при прочих равных должно привести к увеличению стоимостных объемов экспорта и с некоторым временны́м лагом (на поступление валютной выручки) оказывать дезинфляционное влияние через укрепление рубля. Однако значительная часть роста цен на нефть и нефтегазового экспорта компенсируется за счет действия бюджетного правила в части «зеркальных» валютных операций. Поэтому выраженное влияние на курс, вероятно, окажет только рост ненефтегазового экспорта. По оценке, по стоимости он будет меньше, чем увеличение нефтегазового экспорта. Также нужно учитывать, что завершение конфликта вызовет снижение мировых цен на сырье и уменьшение экспорта после временного всплеска. Это окажет противоположное влияние на валютный курс и проинфляционное – на потребительскую инфляцию.

б) *Рост внутренних цен на экспортные товары.* Увеличение экспортных цен с поправкой на изменение валютного курса должно приводить и к росту внутренних цен на эти товары. Если производителю выгоднее поставлять товар на экспорт, его предложение на внутреннем рынке снижается и внутренние цены подстраиваются к уровню, на котором производителю неважно, куда поставлять товар с точки зрения конечного финансового результата. В России за последние годы была выстроена достаточно сложная система по сдерживанию влияния колебаний экспортных цен на внутренний рынок. Основные механизмы – это топливный и зерновой демпферы. Также в моменты резких колебаний цен или проблем на стороне предложения экспортных товаров Правительство вводит квоты или полные запреты на экспорт отдельных товаров. Все эти меры действительно ограждают внутренний рынок от роста внешних цен, но не полностью. Поэтому в

случае сильного ценового импульса на экспортных рынках его часть перейдет и во внутренние цены. Чем более продолжительным окажется действие внешнего шока, тем больше вероятность его более сильного переноса в инфляцию – если не напрямую через цены экспорта, то косвенно через последующее увеличение цен на импортное сырье и комплектующие.

Отдельно стоит упомянуть продовольственные цены. После окончания конфликта и возобновления судоходства через Ормузский пролив нормализация цен сырьевых товаров может пройти достаточно быстро. Важное исключение – газ. Поскольку боевые действия вывели из строя примерно 1/5 экспортных мощностей СПГ Катара (третий по величине экспортер) сроком до 5 лет, котировки газа в течение нескольких лет, вероятно, останутся на повышенном уровне. Природный газ – основное сырье при производстве азотных удобрений. Цены на них тоже выросли. Усугубляет ситуацию то, что этот скачок цен и снижение поставок из стран Ближнего Востока пришлись в разгар посевного сезона в Северном полушарии. Это увеличит затраты сельхозпроизводителей, а нехватка удобрений может также вызвать снижение урожайности или потребовать переключения на менее ресурсоемкие культуры. В конечном счете это означает, что мировые цены на продовольствие – а значит, в какой-то степени и российские продовольственные цены – могут оставаться повышенными как минимум до следующего сельскохозяйственного сезона 2027/2028.

II. Рост импортных цен. *Совокупный эффект – проинфляционный*

а)[22] *Издержки на логистику.* Эскалация конфликта на Ближнем Востоке привела к росту стоимости фрахта и логистических услуг. Во-первых, увеличилась стоимость судового топлива. Во-вторых, отдельные страны Персидского залива являются крупными международными логистическими хабами и их выключение из мировой торговли снизило количество свободных для судоходства мощностей и удобных маршрутов для авиаперевозок. Это заставляет перестраивать цепочки поставок, что приводит к их удорожанию. Судя по опережающим индикаторам, мировая обрабатывающая промышленность уже ощутила всплеск цен на логистику и увеличение сроков доставки, что отразилось в росте цен на сырье и материалы в марте. По сообщениям участников рынка, повышение стоимости логистики сказалось и на российских импортерах. Это повышение в какой-то степени будет закладываться в конечные цены импортных товаров.

б) *Рост цен отдельных непродовольственных импортных товаров.* Страны Персидского залива являются крупными поставщиками гелия, необработанного алюминия, брома и серы – ключевых элементов для производства полупроводников, микросхем, аккумуляторов и прочих высокотехнологичных товаров. Чем дольше будет закрыто судоходство через пролив, тем более сильным может оказаться влияние на стоимость электроники. Многие ее компоненты и так значительно выросли в цене из-за бума спроса, связанного с развитием искусственного интеллекта. Россия является чистым импортером электроники, поэтому ее удорожание напрямую скажется на конечных потребительских ценах и издержках компаний.

[22] Каналы ранжированы с учетом предполагаемого масштаба потенциального проинфляционного эффекта.

в) *Рост цен на услуги туризма.* Туриндустрия также сталкивается с ростом стоимости услуг, поскольку другие страны неспособны быстро заместить ставшие недоступными или потерявшие привлекательность места для отдыха в странах Ближнего Востока. Аэропорты некоторых стран в последние годы стали крупными хабами для стыковочных рейсов. Альтернативные маршруты (прямые или через другие стыковочные аэропорты), скорее всего, будут дороже, что также увеличит стоимость зарубежного туризма. Часть спроса может сместиться на внутренний туризм. В условиях ограниченного предложения это может оказать дополнительный проинфляционный эффект.

г) *Общий рост мировой инфляции.* В настоящее время ОЭСР оценивает совокупный негативный вклад конфликта в рост мировой экономики в 0,3 процентного пункта. Замедление роста экономик предположительно будет сопровождаться более высокой инфляцией. Так, прогноз для стран «Группы двадцати» на 2026 г. повышен на 1,2 п.п., до 4,0%. Влияние на инфляцию в России во многом зависит от продолжительности шока. Если цены на сырьевые товары долгое время будут оставаться на повышенном уровне, это может иметь вторичные эффекты на мировую инфляцию, что в конечном счете через рост импортных цен скажется и на российской инфляции. Масштаб вторичных эффектов на мировую инфляцию во многом зависит от реакции ДКП в разных странах – ее своевременности и соразмерности масштабу шока.

д) *Снижение поставок импортных товаров из стран Ближнего Востока.* Прямые поставки продовольствия из региона небольшие, причем по большей части затрагивают позиции, не входящие в потребительскую корзину Росстата. В непродовольственной части ситуация схожая.

Совокупный эффект от геополитического шока на Ближнем Востоке на инфляцию в России во многом зависит от того, насколько масштаб потенциального дезинфляционного импульса от роста экспорта будет сопоставим с масштабом других проинфляционных эффектов, описанных выше. Оценки этих эффектов в настоящий момент находятся в широком диапазоне из-за очень высокой неопределенности по дальнейшему развитию событий. Это означает, что при принятии Банком России решений по ДКП важно своевременно идентифицировать и учитывать ожидаемые вторичные эффекты данных факторов на потребительские цены, которые, в частности, могут проявиться через инфляционные ожидания.

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