



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Февраль 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---|-----------|
| Краткое содержание | 3 |
| 1. Инфляция | 5 |
| 1.1. Заметное, но временное ускорение роста цен в начале года | 5 |
| 2. Экономическая динамика | 10 |
| 2.1. Оживление экономической активности в IV квартале | 10 |
| 2.2. Уверенный рост кредитования населения и нефинансовых компаний в конце года | 13 |
| 3. Финансовые рынки | 16 |
| 3.1. Денежно-кредитные условия остаются жесткими | 16 |
| 3.2. Цены на сырье выросли из-за геополитических рисков | 18 |
| В фокусе. Макроэкономические показатели в 2025 году оказались близки к прогнозу Банка России | 21 |

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 30.01.2026.
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.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM
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. ВВП вырос, причем оперативные показатели указывают, что в IV квартале наблюдалось оживление экономической и кредитной активности. При этом годовая инфляция замедлилась до минимума последних лет благодаря жесткой денежно-кредитной политике (ДКП) и действию ряда временных дезинфляционных факторов в конце прошлого года. Вместе с тем устойчивое инфляционное давление и инфляционные ожидания по-прежнему остаются повышенными, а в январе ожидаемо реализовались значимые временные проинфляционные факторы. Дальнейшее снижение инфляции к 4% и ее стабилизация на целевом уровне требуют сохранения жесткой ДКП.
- Замедление роста потребительских цен в конце прошлого года сменилось их сильным ростом в январе. Оба этих явления преимущественно связаны с действием разнонаправленных временных факторов. При этом высокая январская динамика цен способна вызвать вторичные проинфляционные эффекты. Они могут проявиться в результате влияния повышенных инфляционных ожиданий на склонность к сбережениям и, соответственно, рост потребительского спроса и ценовую политику компаний.
- Деловые ожидания предприятий хотя несколько снизились, но исходят из дальнейшего расширения объемов производства. Количество вакансий на рынке труда продолжает постепенно сокращаться на фоне более сдержанных планов компаний по увеличению численности персонала. Это укрепляет предпосылки для выравнивания роста зарплат с ростом производительности труда.
- Доходность облигаций в начале года повысилась на фоне неблагоприятной недельной статистики потребительских цен. Рубль несколько укрепился в рамках диапазона, сохраняющегося с мая прошлого года, получив поддержку от сезонно низкого спроса на валюту и улучшившихся геополитических ожиданий.

В фокусе. Макроэкономические показатели в 2025 году оказались близки к прогнозу Банка России

- Динамика основных макроэкономических показателей в 2025 г. в целом соответствовала прогнозу Банка России начала года. Рост экономики замедлился, возвращаясь к более сбалансированной траектории после высоких темпов 2023–2024 годов. При этом рост потребительских цен по итогам года был ниже ожидавшихся 7–8%.
- Некоторое расхождение фактической инфляции с прогнозом произошло преимущественно в конце года. Большую его часть динамика цен складывалась в рамках ожиданий, замедляясь на фоне постепенного охлаждения частного спроса. При этом сильное укрепление рубля, которое во многом является результатом действия валютного канала жесткой ДКП, сдержало рост цен. В то же время дезинфляционный

вклад бюджетной политики оказался существенно скромнее, чем предполагалось первоначальными бюджетными проектировками на 2025 год.

- В ноябре – декабре снижение инфляции оказалось большим, чем ожидалось. В основе этого временные факторы на стороне предложения, в том числе влияние хорошего урожая, а также не по сезону теплой погоды конца года, которая снизила издержки производства для тепличных овощей. Это влияние ослабло в начале 2026 года. Устойчивое инфляционное давление в течение 2025 г. существенно снизилось, но пока остается выше 4% с поправкой на сезонность в пересчете на год.

1. Инфляция

Месячный рост потребительских цен остается крайне волатильным, в том числе с поправкой на сезонность. Так, после повышенных значений сентября – октября и пониженных значений ноября – декабря в январе рост цен вновь существенно увеличился.

В отличие от эпизода повышения ставки НДС в 2019 г., в этот раз повышение базовой ставки НДС до 22% сказалось на ценах преимущественно с начала 2026 года. Судя по косвенным данным, в декабре прошлого года производители и компании из сферы торговли, напротив, придерживали цены, чтобы уменьшить складские запасы до повышения НДС. Тем самым они не переносили заранее НДС в цены, как это было в 2019 году. Это одна из причин рекордно низкого для декабря роста цен в конце 2025 г. и резкого повышения цен в январе 2026 года.

Следствием такой ценовой динамики, вероятно, будет некоторое занижение оценочных показателей устойчивой инфляции в декабре и некоторое завышение в январе по сравнению с устойчивым инфляционным давлением. Для сглаживания данного эффекта целесообразно придавать больший вес не значениям за отдельные месяцы, а среднему приросту цен – как для ИПЦ в целом, так и по отдельным позициям – за 3 месяца. Вместе с тем заметная реакция цен на повышение налогов и тарифов в январе несет риски сохранения высоких инфляционных ожиданий населения и бизнеса. В свою очередь, это может удлинить инерционный инфляционный «хвост» от январского роста цен и замедлить дальнейшее снижение темпов роста цен.

Это требует дополнительной осмотрительности при принятии решения по ДКП, чтобы исключить новый раунд устойчивого ускорения роста цен и возникновение потребности в повышении ключевой ставки.

1.1. Заметное, но временное ускорение роста цен в начале года

- В декабре месячный рост потребительских цен остался ниже траектории 4%. Сдержанная динамика во многом объясняется влиянием временных дезинфляционных факторов. Однако уже в начале января 2026 г. стали преобладать временные проинфляционные факторы.
- Большинство показателей устойчивого инфляционного давления повысились в декабре относительно ноября.
- С учетом вероятного проявления вторичных эффектов от январского ускорения роста цен, вызванного повышением НДС и других налогов и сборов, баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных. Это требует поддержания жестких ДКУ.

Инфляция по итогам 2025 г. составила 5,6%¹. Рост потребительских цен в декабре оставался низким – 2,6% после 2,2% м/м SAAR в ноябре (Таблица 1, Рисунок 1). При этом, по нашим оценкам, устойчивое инфляционное давление в декабре выросло, хотя и осталось близко к среднему уровню за второе полугодие.

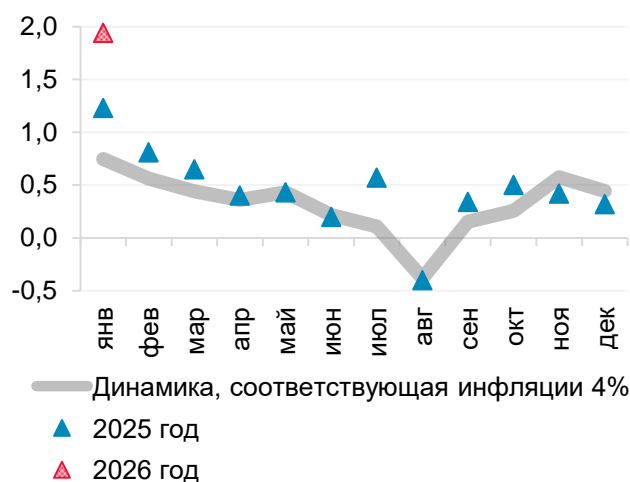
Низкие темпы роста потребительских цен в декабре – во многом результат преобладающего действия временных дезинфляционных факторов. В начале 2026 г. их действие ослабло, а влияние временных проинфляционных факторов возросло.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

| | Дек. | Дек. | Окт. | Ноя. | Дек. |
|----------------------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | | |
| % г/г | | | | | |
| Все товары и услуги | 7,4 | 9,5 | 7,7 | 6,6 | 5,6 |
| Базовая инфляция | 6,8 | 8,9 | 6,9 | 6,1 | 5,4 |
| Продовольственные товары | 8,2 | 11,1 | 9,3 | 7,5 | 5,2 |
| Непродовольственные товары | 6,0 | 6,1 | 3,8 | 3,5 | 3,0 |
| Услуги | 8,3 | 11,5 | 10,4 | 9,4 | 9,3 |
| % м/м SAAR | | | | | |
| Все товары и услуги | 7,1 | 14,6 | 7,1 | 2,2 | 2,6 |
| Базовая инфляция | 6,7 | 14,0 | 5,1 | 3,6 | 5,5 |
| Продовольственные товары | 8,7 | 23,9 | 8,2 | 0,8 | -2,8 |
| – без плодоовощей | 8,2 | 19,7 | 6,3 | 1,8 | 1,7 |
| Непродовольственные товары | 5,0 | 9,9 | 6,9 | 1,2 | 3,9 |
| – без нефтепродуктов | 5,9 | 8,8 | 2,6 | 3,1 | 5,5 |
| Услуги | 7,9 | 8,3 | 5,6 | 5,3 | 8,7 |
| – без ЖКУ | 8,7 | 10,1 | 6,2 | 5,8 | 10,4 |

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Наиболее заметный дезинфляционный вклад в декабре внесло нехарактерное для этого сезона удешевление плодоовощной продукции за счет хорошего урожая. Кроме того, менее холодная на фоне сезонной нормы погода в европейской части сдержала рост цен на помидоры и огурцы. Рост цен на прочее продовольствие также оставался сдержанным (1,7% м/м SAAR). В результате цены на продовольственные товары снизились на 2,8% м/м SAAR в декабре (Рисунок 3). При этом уже в начале 2026 г., по недельным данным, рост цен ускорился как на плодоовощную продукцию, так и прочие категории. Сильнее всего подорожали продукты животноводства (которые не подпадают под повышение основной ставки НДС) и алкоголь (прежде всего из-за [роста акциза и минимальных цен](#)). Также значимым в декабре оставалось дезинфляционное влияние от снижения розничных цен на топливо после их сильного роста летом и в начале осени. На

¹ Итоговая оценка оказалась на 0,1 п.п. ниже, чем оценки на недельных данных.

первой неделе января цены на топливо разово выросли, что является следствием повышения НДС.

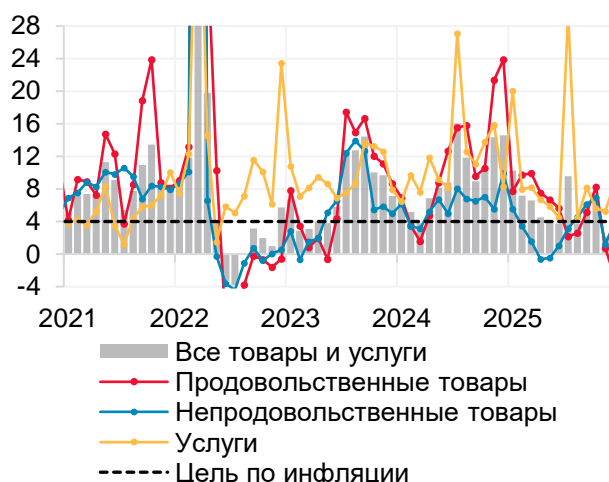
Курсовая динамика в декабре оказывала скорее нейтральное влияние на цены, несмотря на укрепление рубля. Медиана темпов роста цен на компоненты потребительской корзины, чувствительные к динамике валютного курса, повысилась и сравнялась с медианой компонентов, слабозависимых к курсу (Рисунок 2). Вероятно, это изменение обусловлено воздействием разовых факторов, в том числе ожиданиями повышения ставки НДС и других сборов (утильсбор на автомобили, технологический сбор на электронику).

Рисунок 2. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курс доллара (%)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

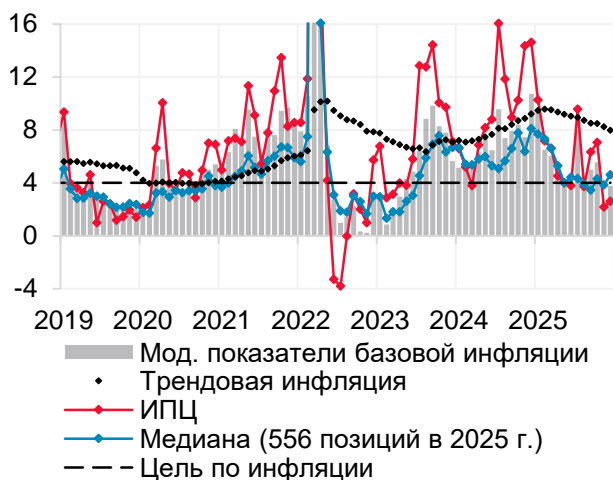
Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Показатели устойчивой инфляции сигнализируют о ее повышении в декабре после достаточно сильного снижения в ноябре. Рост цен на базовую потребительскую корзину Росстата (БИПЦ) ускорился до 5,5 с 3,6% м/м SAAR. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции увеличилось до 3,8 с 2,6% в ноябре (Рисунок 4). Медианный рост цен повысился до 4,6 с 3,8% в годовом выражении. Вырос суммарный вес позиций, дорожающих ускоренными темпами (Рисунок 5). Рост цен на бытовые услуги, которые в большей степени отражают изменение устойчивого инфляционного давления, ускорился до 14,5 с 7,3% м/м SAAR. Также заметно подорожали медицинские услуги и услуги страхования. В то же время оценка трендовой инфляции, характеризующей более долгосрочный инфляционный тренд, понизилась до 7,96 с 8,25% г/г.

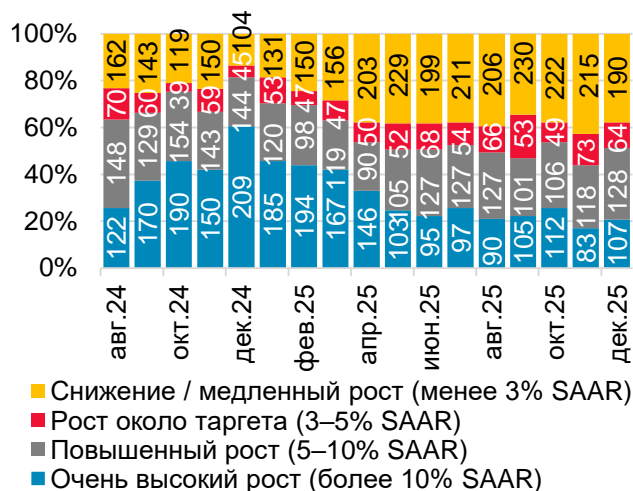
Рисунок 4. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



* 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



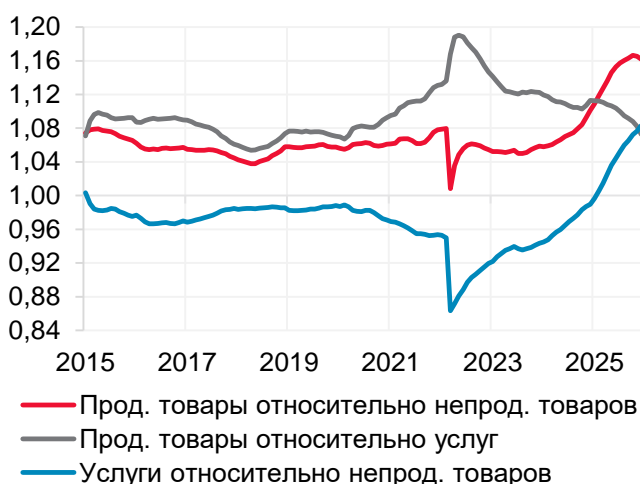
* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

Примечание. Числа – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

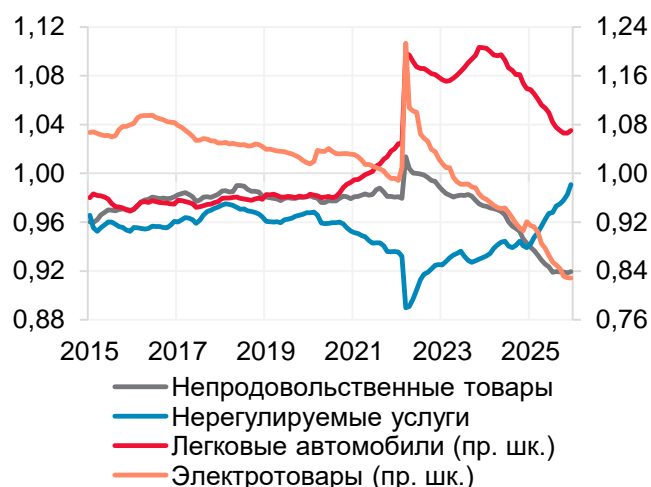
О сохранении общего повышенного инфляционного давления свидетельствует устойчивый высокий рост цен нерегулируемых услуг. Их ускоренный рост в 2022–2024 гг. можно было объяснить выравниванием с сильно выросшими в 2020–2022 гг. ценами на товары. Однако после восстановления в первом полугодии 2025 г. до значений 2019 г. относительные цены на нерегулируемые услуги продолжили расти на фоне дальнейшего активного повышения спроса на услуги (Рисунок 6, Рисунок 7) и увеличения их доли в структуре потребления населения.

Рисунок 6. Динамика относительных цен



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Индексы цен отдельных категорий относительно общего роста цен

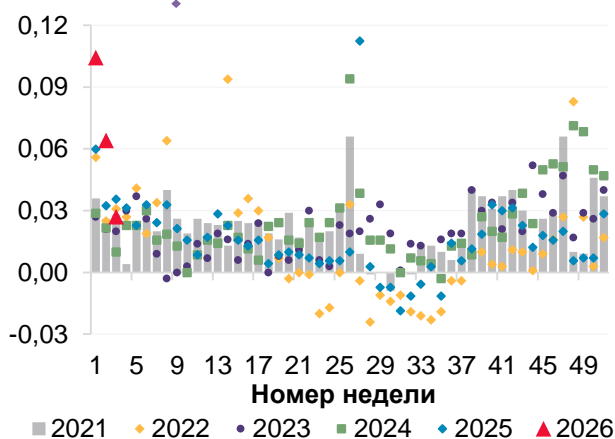


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

За период с 1 по 26 января рост цен составил 1,91% (Рисунок 8). Это значительно выше темпов роста цен в начале 2019 г., когда было проведено предыдущее повышение НДС (тогда за 26 дней января рост составил 1,0%). При этом сравнение медианных приростов цен по сопоставимым товарным группам² (выборка получилась достаточно узкой) указывает на то, что эффект от прямого переноса повышения НДС в цены в этом году может быть сопоставим с величиной 2019 г. (Рисунок 9). Это значит, что существенное проинфляционное влияние в январе оказывали другие разовые факторы: индексация тарифов и повышение других сборов (утильсбор, акцизы и минимальные цены на алкогольные напитки и табак), а также более быстрое, чем обычно в этом месяце, удорожание туристических услуг³.

Инфляции в рамках текущего прогноза Банка России в 4,0–5,0% по итогам 2026 г. соответствует устойчивый рост цен в остаток года ниже 4% в пересчете на год. Этому будет способствовать и дезинфляционное влияние нормализации бюджетной политики, в том числе за счет повышения налогов, на совокупный спрос. Подобная картина наблюдалась и в 2019 г., когда происходило предыдущее повышение НДС. Вместе с тем концентрированное действие временных проинфляционных факторов в начале года может поддерживать инфляционные ожидания, которые остаются высокими уже не один год, более продолжительное время. Такие риски требуют поддержания жестких ДКУ и осторожных решений по ключевой ставке.

Рисунок 8. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Медиана распределения среднесуточных приростов цен за период отдельных категорий товаров* во время повышения НДС, %



* Категории товаров, наблюдаемые еженедельно в 2018–2019 гг. и в текущий период и подпадающие под основную ставку НДС: кондитерские изделия, чай, сигареты, одежда и обувь, средства личной гигиены и бытовая химия, отдельные электротовары и легковые автомобили.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

² Наблюдаемые еженедельно в 2018–2019 гг. и в текущий период и подпадающие под основную ставку НДС.

³ Накопленный за 1–26 января рост цен на отдых на Черноморском побережье составил 11,5%. В 2025 г. рост за весь январь составил 7,7%.

2. Экономическая динамика

Судя по оперативной статистике и опросным данным, в IV квартале экономическая активность выросла по сравнению с III кварталом, причем довольно заметно. Тем самым, как это и предполагает прогноз Банка России, в условиях проводимой ДКП сохранился повышательный тренд экономической активности.

Рост по-прежнему во многом определяется потребительским спросом, который, в свою очередь, опирается на рост доходов. Как и раньше, при сохранении высокой нормы сбережений доходы позволяют одновременно увеличивать потребление. Важным фактором роста в IV квартале также выступил спрос со стороны государства.

Оживление в IV квартале кредитной активности как в корпоративном, так и в розничном сегментах дополнительно поддержало спрос в экономике.

В 2026 г. параметры федерального бюджета предполагают слабое увеличение государственного спроса, а повышение налогов и сборов окажет сдерживающее влияние на частный спрос. Тем не менее сохраняющаяся (хотя и в меньшей степени, чем раньше) дефицитность трудовых ресурсов будет подпитывать рост зарплат и потребление населения. Ожидания компаний по инвестиционной активности в целом указывают на ее сохранение вблизи достигнутых на 2025 г. высоких уровней, хотя и со значительными различиями в разрезе отдельных отраслей. Также можно ожидать дальнейшего увеличения кредитной активности и спроса в экономике, с ней связанного.

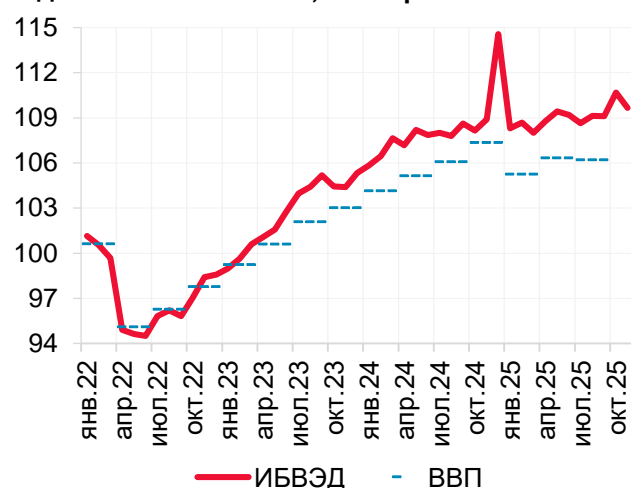
2.1. Оживление экономической активности в IV квартале

- Динамика оперативных показателей Росстата (Рисунок 10) и конъюнктурных опросов (Рисунок 11, Рисунок 12) указывает на возобновление секвенциального, квартал к кварталу, роста экономики в IV квартале после паузы в III квартале, в основном за счет внутреннего спроса. Производство в базовых отраслях в октябре – ноябре на 1,1% превысило уровень III квартала с учетом сезонности. Данные [мониторинга финансовых потоков платежной системы Банка России](#) также говорят о росте активности в конце года.
- Значительный вклад в расширение выпуска в экономике продолжали вносить отрасли, ориентированные на государственный спрос. Выпуск в обрабатывающих отраслях в октябре – ноябре был выше на 1,8% SA к III кварталу (Рисунок 14), во многом за счет компонентов инвестиционной группы с высоким удельным весом. При этом в целом в IV квартале объем расходов федерального бюджета существенно снизился относительно уровня 2024 г. (-14% г/г) из-за более равномерного

расходования средств внутри 2025 г. (обычно на конец года приходится гораздо большая доля расходов бюджета⁴).

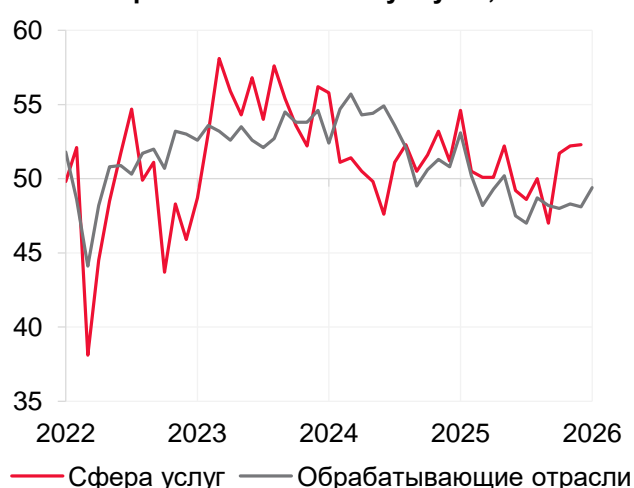
- Выпуск потребительских отраслей в IV квартале рос максимальными темпами за год, хотя и более низкими, чем в среднем за 2024 год. Выпуск расширился вслед за увеличением потребительского спроса (Рисунок 13). Рост спроса остается несколько выше сбалансированных темпов, хотя и замедлился с начала года (Рисунок 16).
- Благодаря устойчивости внешнего спроса восстановительная динамика сохранялась в добыче (+0,7% SA в октябре – ноябре к III кварталу), а также отраслях промежуточного спроса (металлургия, нефтепереработка) (Рисунок 15).
- Рынок труда остается жестким, несмотря на подвижки в сторону нормализации. Это поддерживает повышенные относительно роста производительности труда темпы роста заработных плат⁵. На этом фоне рост потребления также остается несколько повышенным даже с учетом высокой нормы сбережений и остающихся жесткими ДКУ. Уровень безработицы в ноябре вернулся к историческому минимуму (Рисунок 17, Рисунок 18). Сокращение нехватки рабочей силы происходит преимущественно за счет спроса на кадры (Рисунок 19). Его охлаждение в последние месяцы фиксируют опросы предприятий, которые снижают свои планы по найму.
- Закрепление начатой в 2025 г. тенденции на сближение темпов роста потребительского спроса и возможностей расширения предложения требует поддержания высокого уровня сберегательной активности населения. Для этого необходимо сохранение жесткой ДКП продолжительное время.

Рисунок 10. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.

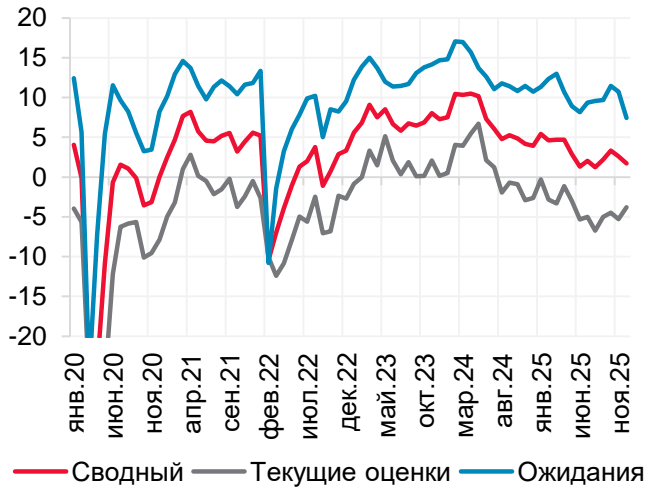


Источник: S&P Global.

⁴ На IV квартал 2025 г. пришлось предварительно 29% от годовой суммы расходов федерального бюджета при 31–37% в 2011–2024 годах.

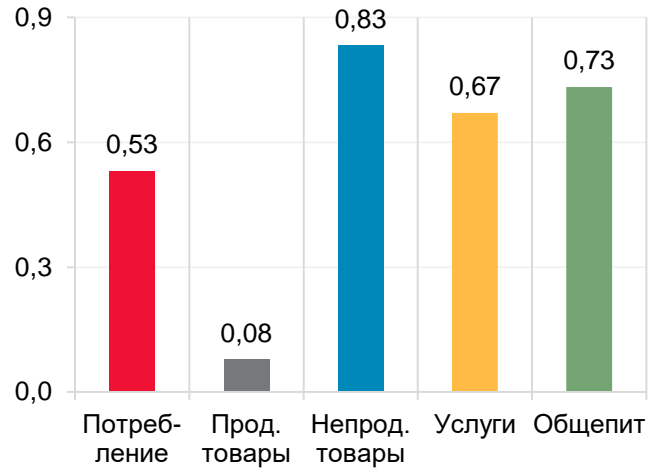
⁵ Драйвером ускорения темпов роста реальных зарплат в октябре (+1,0% м/м SA) стала ранее анонсированная индексация окладов ряда категорий госслужащих (медицина, госуправление, образование).

Рисунок 12. Индикатор бизнес-климата Банка России, SA, п.



Источник: Банк России.

Рисунок 13. Динамика реальных потребительских расходов в декабре, % м/м, SA



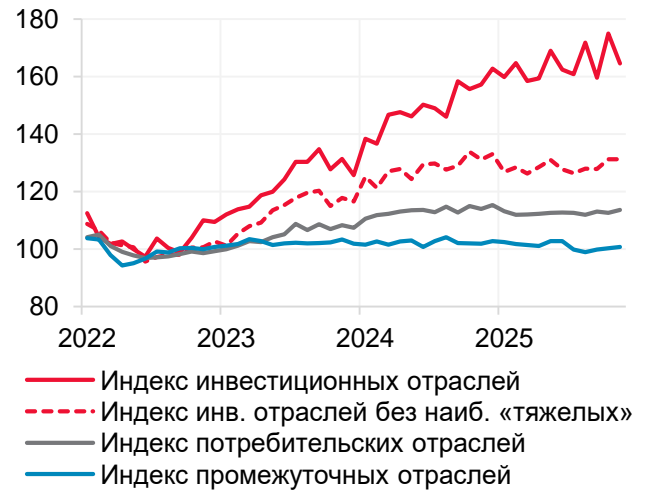
Источник: СберИндекс.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

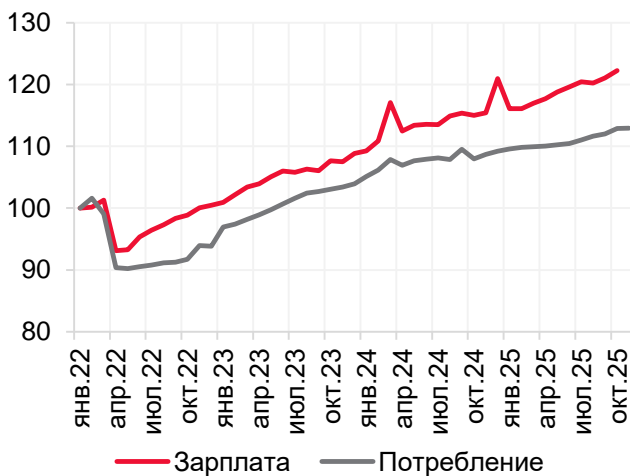
Рисунок 15. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, 2021 г. = 100, SA, %⁶



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁶ Под наиболее тяжелыми в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

Рисунок 16. Динамика реальных заработных плат и потребления домохозяйств⁷, % м/м, SA



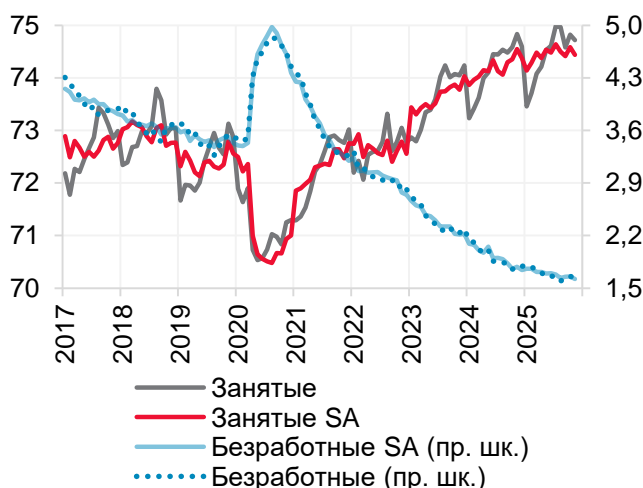
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Уровень безработицы, %



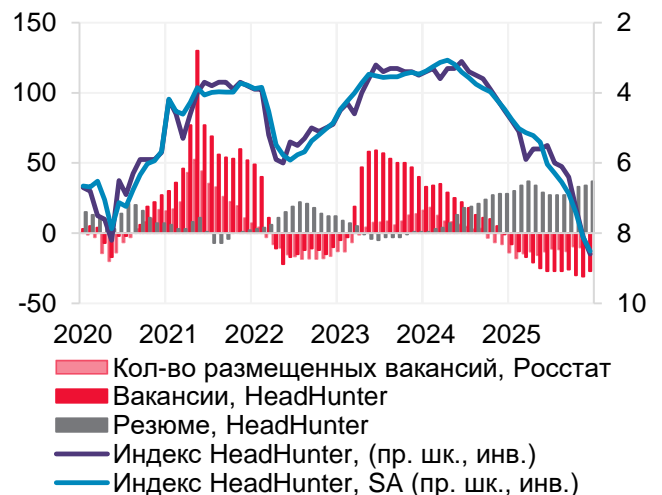
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Численность занятых и безработных, млн чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Количество резюме, вакансий (% г/г) и индекс HeadHunter (%)



Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

2.2. Уверенный рост кредитования населения и нефинансовых компаний в конце года

- В декабре требования к экономике⁸ сократились на 0,4% после роста на 1,5% м/м с ИВП⁹ NSA в ноябре. Сокращение произошло только в валютной части портфеля, тогда как рублевые требования к экономике выросли на 0,3% после 1,6% м/м NSA.

⁷ Показатель потребления рассчитывается как суммарный оборот розничной торговли и сегментов общепита и платных услуг.

⁸ Требования к экономике включают все требования банковской системы (кредиты, облигации, векселя и прочее) к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям).

⁹ Здесь и далее с исключением влияния валютной переоценки.

- Снижение валютных требований к *финансовым организациям* в декабре произошло из-за разового эффекта, связанного со структурой отдельных сделок. Валютные требования к *нефинансовым* компаниям выросли как по итогам декабря (+2% м/м ИВП), так и по итогам года (+18,6% ИВП), преимущественно за счет краткосрочных требований к компаниям-экспортерам. Для них привлекательность валютного финансирования выросла на фоне более низких валютных ставок и укрепления рубля.
- Рост рублевого компонента требований в декабре также был неоднородным. Ускорение роста требований к населению (до 0,9% м/м SA) происходило одновременно с замедлением темпов увеличения требований к *нефинансовым* организациям (до 0,9 с 2,2% м/м SA) и снижением требований к *финансовым* организациям (-3,5% м/м SA) (Рисунок 21).
- Причиной ускорения роста требований к населению стал временный всплеск спроса на льготную семейную ипотеку в преддверии ожидаемого ужесточения условий программы (Рисунок 22). Прочие сегменты розничного кредитования продолжили демонстрировать слабую динамику под влиянием жестких ДКУ и макропруденциальной политики. По итогам 2025 г. требования к населению выросли на 2,8% г/г после 9,7% г/г в 2024 году.
- Несмотря на замедление, темп роста рублевых требований к *нефинансовым* организациям в конце года оставался повышенным – вблизи средних темпов 2024 года. Нетипично умеренные расходы бюджета в конце года могли побудить компании временно заместить недополученные бюджетные средства кредитными до момента получения авансовых платежей в начале 2026 года. Кроме того, активизация кредитования в конце года была характерна и для ряда других компаний, не являющихся прямыми бюджетополучателями, – застройщиков и прочих крупных компаний¹⁰. Они же обеспечили и значительную часть прироста рублевого корпоративного портфеля по итогам всего года.
- Замедление роста требований к экономике по итогам 2025 г. обеспечило меньший вклад кредитования в динамику совокупного спроса по сравнению с 2024 г. (Рисунок 20). Некоторое ослабление отрицательного кредитного импульса в IV квартале произошло преимущественно за счет временного оживления в ипотеке, связанного с предстоящими изменениями адресности предоставления семейной ипотеки. Также важную роль сыграло ускорение роста корпоративного кредитования в конце года как из-за снижения ставок, так и из-за изменения сезонности расходования бюджетных средств. В дальнейшем исчерпание действия этих временных факторов, сохранение жестких ДКУ и макропруденциальной политики, консервативная политика банков на фоне вызревания кредитных рисков и повышения надбавок к достаточности капитала¹¹ будут сдерживать темпы роста кредитования. Вклад кредитования в расширение потребительского спроса может снижаться до середины

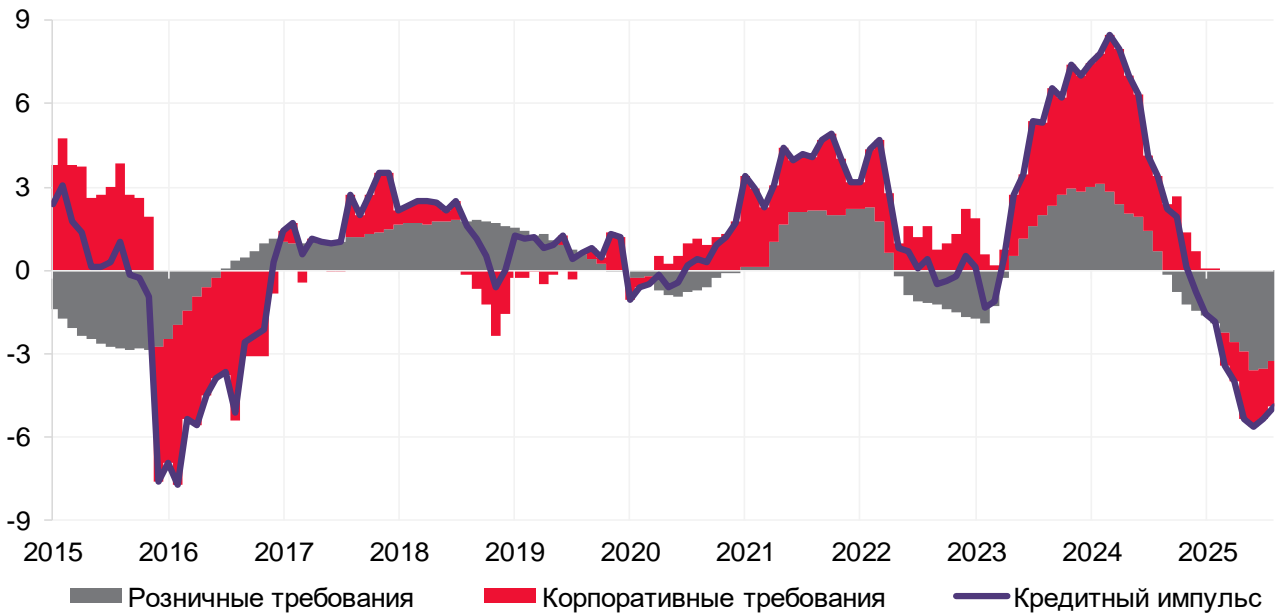
¹⁰ Рассматриваются крупнейшие по выручке и объему долга *нефинансовые* компании в экономике.

¹¹ В 2026 г. планируется плановое повышение надбавки поддержания достаточности капитала и надбавки за системную значимость.

2027 года. Такая динамика кредитования в 2025 г. при сохранении жесткости ДКП соотносится с задачей возвращения инфляции к 4%.

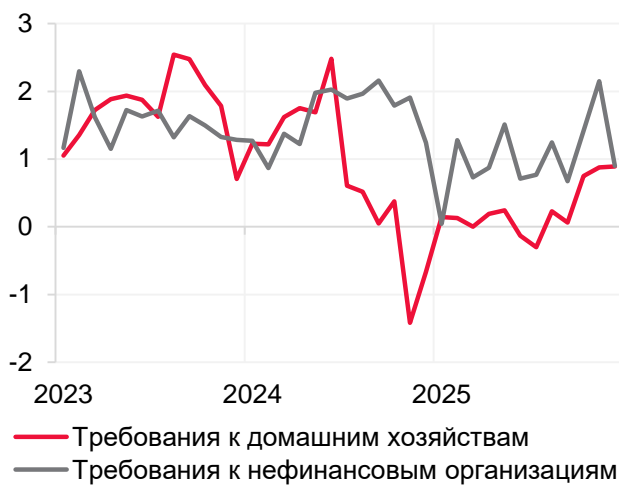
- Рублевая денежная масса M2 выросла на 10,6% по итогам 2025 года. Ее динамика в течение всего года была близка к диапазону 2016–2019 гг., когда инфляция находилась вблизи целевого уровня. Широкая денежная масса по итогам года выросла на 12% с ИВП за счет ускорения роста валютной части во втором полугодии.

Рисунок 20. Кредитный импульс, % от ВВП



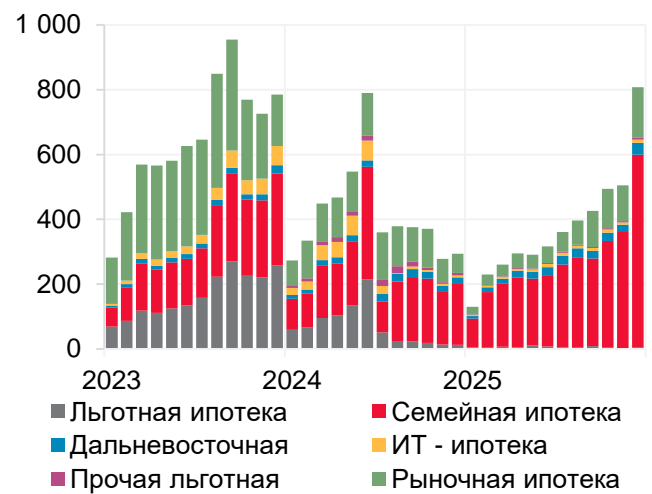
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Рублевые требования, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Объем выдач рыночной ипотеки и льготных ипотечных программ, млрд руб.



Источники: Банк России, ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

В январе картина на российских финансовых рынках оказалась несколько смешанной. При стабильности валютного курса и отсутствии существенных движений на рынке акций, на рынке гособлигаций произошло небольшое снижение цен.

3.1. Денежно-кредитные условия остаются жесткими

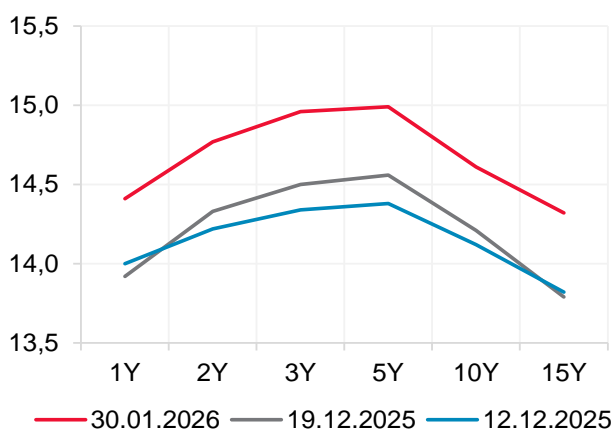
- Декабрьское решение Банка России понизить ключевую ставку с 16,5 до 16,0% годовых было ожидаемым для рынков, при этом некоторые инвесторы рассчитывали на более существенный шаг вниз или смягчение сигнала. Доходности ОФЗ начали постепенно увеличиваться в конце декабря и ускорили рост после длинных январских выходных из-за обеспокоенности инвесторов относительно повышенных темпов роста цен в начале года.
- После декабрьского решения по ключевой ставке кривая доходностей ОФЗ поднялась на 40–53 б.п. и теперь находится вблизи уровней середины октября (Рисунок 23). При этом рост реальных доходностей ОФЗ-ИН немного отстал от роста номинальных доходностей ОФЗ, поэтому оценки вмененной инфляции несколько повысились. На горизонте 2 лет она составляет около 4,2%, а 4 лет – 6,0%.
- Рынки допускают паузы в снижении ключевой ставки на ближайших заседаниях, а к концу года ожидают ее на уровне 12–13% (Рисунок 24). Такие ожидания в целом согласуются с сигналом Банка России о целесообразности поддерживать жесткие ДКУ в течение продолжительного периода времени.
- В декабре 2025 г. компании привлекли значительный объем средств на рынке публичного долга, в том числе в связи с погашением нескольких крупных выпусков. Они разместили облигации и цифровые финансовые активы на 1,6 трлн руб.¹², нетто-размещения составили 0,8 трлн руб., это максимальный уровень за год, но ниже, чем в конце 2024 г. (Рисунок 25). В основном компании размещали рублевые бумаги с фиксированным купоном и сроком до погашения до 3 лет. В январе 2026 г. корпоративные эмитенты традиционно менее активны на долговом рынке. При этом в январе доходности корпоративных облигаций снизились во всех рейтинговых эшелонах после декабрьского периода высокой волатильности в связи с дефолтами отдельных эмитентов.
- В конце 2025 г. заметно выросла активность на первичном рынке муниципальных облигаций, что вызвано необходимостью финансирования возросшего дефицита региональных бюджетов. В 2025 г. субъекты Российской Федерации разместили облигации на 148 млрд руб., а объемы размещений в ноябре и декабре были максимальными с мая 2021 г. (Рисунок 26). Наиболее крупные выпуски облигаций размещались с плавающим купоном, фиксированный спред к ключевой ставке варьировался от

¹² 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.

1,5 до 4,5 процентного пункта. При этом в 2025 г. средний спред доходностей муниципальных облигаций относительно ОФЗ¹³ был почти втрое выше в сравнении с 2024 г. (Рисунок 27).

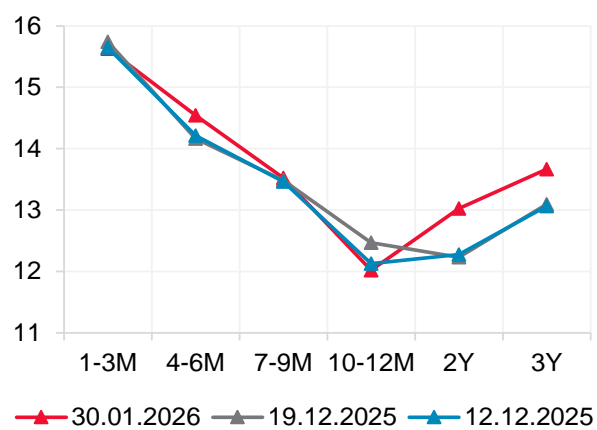
- Курс рубля в течение января оставался в целом стабильным с тенденцией к некоторому сезонному укреплению: в начале года импортеры и население не предъявляют высокого спроса на валюту. При этом снижение сырьевых цен, видимо, пока полностью не отразилось на продажах валюты со стороны экспортеров ввиду лагов расчетов по внешнеэкономической деятельности. В январе стоимость основных валют почти не изменилась: средний курс доллара США составил 77,6 руб., а юаня – 11,1 руб. (в декабре – 78,4 и 11,1 руб. соответственно).
- Волатильность на мировых финансовых рынках выросла из-за усиления геополитической напряженности и торговых противоречий. Повышенный спрос на защитные активы поднял стоимость фьючерса на золото на 8,2% с начала января, она увеличилась до 4745 долл. США, при этом на максимуме котировки достигали 5355 долл. США. В то же время доходности 10-летних государственных облигаций США подросли с 4,1 до 4,2%, так как инфляция остается заметно выше цели ФРС. Инвесторы ожидают, что ФРС возьмет паузу в снижении ставки, которая останется на уровне 3,50–3,75% как минимум до июня¹⁴. Также рынки не ждут в 2026 г. существенного снижения процентных ставок от ЕЦБ, доходности государственных бумаг европейских стран в декабре – январе оставались стабильными.
- Отток капитала вызвал увеличение стоимости государственных заимствований в крупнейших СФР, включая Бразилию, Индию и Мексику. В то же время доходности государственных бумаг Китая снизились с 1,9 до 1,8% в ожидании более быстрого смягчения ДКП. При этом на фоне увеличения торгового профицита Китая курс доллара США опустился до 6,95 юаня, что является минимумом с мая 2023 года.

Рисунок 23. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 24. 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.

¹³ Индекс Cbonds-Muni G-Spread, который рассчитывается на основе 20 самых ликвидных муниципальных бумаг.

¹⁴ Данные CME FedWatch.

Рисунок 25. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.

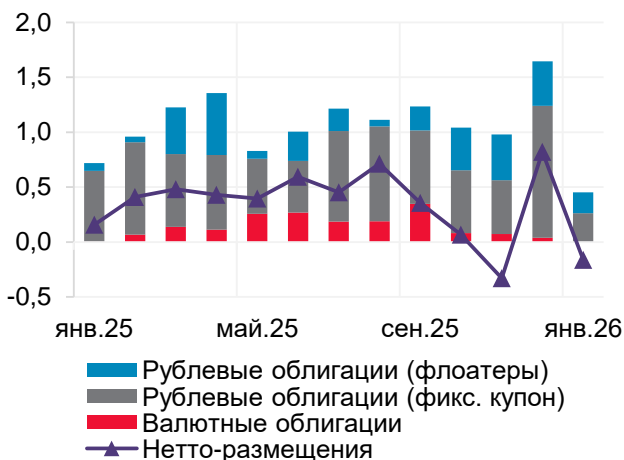


Рисунок 26. Объем первичных размещений муниципальных облигаций, млрд руб.



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

Источник: Cbonds.

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Спред доходностей муниципальных облигаций к ОФЗ, б.п.



Источник: Cbonds.

3.2. Цены на сырье выросли из-за геополитических рисков

- За период с 8 декабря 2025 г. по 30 января 2026 г. цены большинства сырьевых товаров выросли на фоне повышения геополитической напряженности вокруг Венесуэлы и Ирана. В большей степени это отразилось на котировках нефти из-за

рисков перебоев поставок (Рисунок 29), а также драгоценных металлов из-за увеличения спроса на защитные активы¹⁵. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 9%: котировки драгоценных и промышленных металлов выросли на 19 и 10%, энергетических товаров – на 9% при снижении цен сельскохозяйственных товаров на 4% соответственно (Рисунок 28).

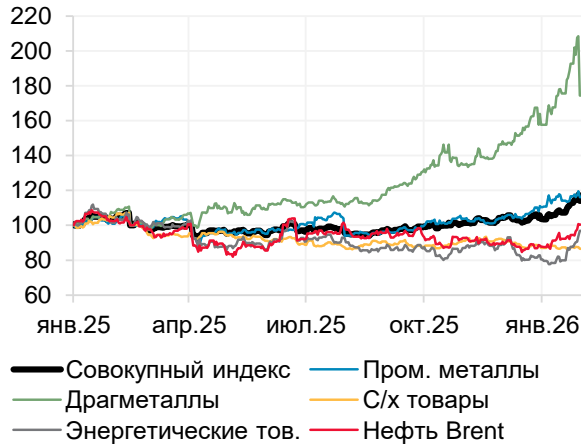
- Композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта, рассчитываемый Центром ценовых индексов Газпромбанка¹⁶, вырос на 4% вслед за повышением цен на российские сорта нефти, нефтепродукты, природный газ, удобрения, подсолнечное масло, пшеницу. Цена на нефть марки Urals¹⁷ увеличилась на 6%, до 57 долл. США / барр. (Рисунок 30). Сдержало рост композитного индекса снижение цен на уголь.
- Ведущие энергетические агентства сблизили прогнозы увеличения излишка нефти в 2026 г. на фоне опережающего роста предложения относительно спроса – 2,8–3,7 млн б/с после 2,2–2,6 млн б/с в 2025 г. (Рисунок 31). По оценкам Минэнерго США, в 2025 г. из наблюдаемого увеличения мировых запасов нефти 1,0 млн б/с пришлось на пополнение стратегических запасов Китаем (Рисунок 33), и ведомство ожидает, что пополнение продолжится такими же темпами и в 2026 году. Это будет сдерживать давление дополнительного расширения предложения на нефтяные цены. Вместе с тем Минэнерго США понизило оценку роста потребления в развитых странах Азии, Европе и на Ближнем Востоке, ожидая, что Индия выйдет на первое место по росту спроса на жидкое топливо в 2026 г., обогнав Китай (Рисунок 32).
- Среди цветных металлов наибольший рост цен показали олово (+38%), никель (+18%), медь (+13%), цинк (+9%) и алюминий (+8%) в условиях перебоев поставок из крупных стран-производителей. Спрос на эти металлы в условиях бума инвестиций в искусственный интеллект и продолжающегося перехода на «зеленые» источники энергии остается высоким. Это повышает опасения на рынке относительно формирования дефицита предложения.
- Снижение цен на сельскохозяйственные товары произошло по широкому перечню. Сократились цены на кофе (-9%), соевые бобы и сахар (-4%), американскую кукурузу (-3%). Из-за высокого урожая пшеницы в Европе, Аргентине, Австралии обострилась ценовая конкуренция за покупателей.

¹⁵ Котировки палладия и золота выросли на 15 и 17%, платины и серебра – на 28 и 77% соответственно.

¹⁶ Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

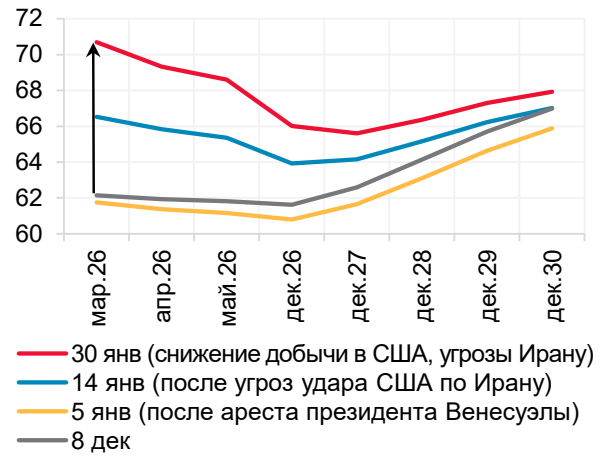
¹⁷ На базисе CIF в порту Аугуста.

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



Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Фьючерсная кривая (Brent), долл. США / барр.



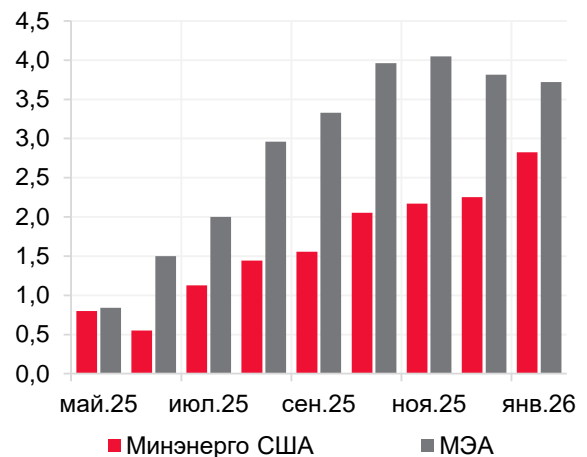
Источник: ICE.

Рисунок 30. Цена на нефть марки Urals, долл. США / барр.



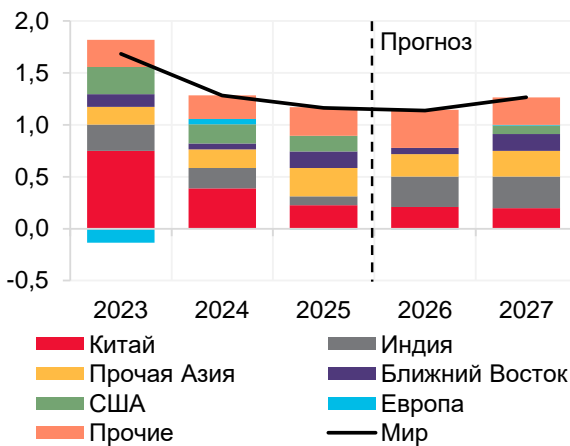
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Прогнозы баланса жидких углеводородов на 2026 г., млн б/с



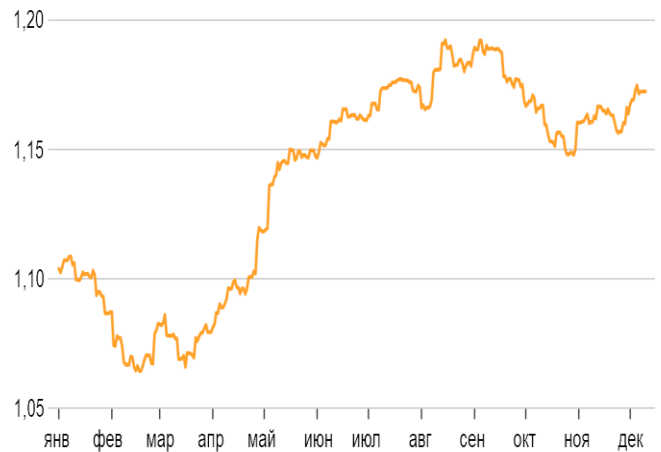
Источники: Минэнерго США, МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Рост мирового потребления нефти в разбивке по регионам, млн б/с



Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Стратегические и коммерческие запасы нефти в Китае, млрд барр.



Источники: Kpler, Bloomberg.

В фокусе. Макроэкономические показатели в 2025 году оказались близки к прогнозу Банка России

- Динамика основных макроэкономических показателей в 2025 г. в целом соответствовала прогнозу Банка России начала года. Рост экономики замедлился, возвращаясь к более сбалансированной траектории после высоких темпов 2023–2024 годов. При этом рост потребительских цен по итогам года был ниже ожидавшихся 7–8%.
- Некоторое расхождение фактической инфляции с прогнозом произошло преимущественно в конце года. Большую его часть динамика цен складывалась в рамках ожиданий, замедляясь на фоне постепенного охлаждения частного спроса. При этом сильное укрепление рубля, которое во многом является результатом действия валютного канала жесткой ДКП, сдержало рост цен. В то же время дезинфляционный вклад бюджетной политики оказался существенно скромнее, чем предполагалось первоначальными бюджетными проектировками на 2025 год.
- В ноябре – декабре снижение инфляции оказалось большим, чем ожидалось. В основе этого временные факторы на стороне предложения, в том числе влияние хорошего урожая, а также не по сезону теплой погоды конца года, которая снизила издержки производства для тепличных овощей. Это влияние ослабло в начале 2026 года. Устойчивое инфляционное давление в течение 2025 г. существенно снизилось, но пока остается выше 4% с поправкой на сезонность в пересчете на год.

Изменение внешнеэкономических условий для российской экономики в 2022 г. потребовало масштабной структурной перестройки экономики, в том числе за счет значительного смягчения бюджетной политики. Это привело к временному повышению темпов роста экономики относительно устойчивых, а также отразилось и в более высоких темпах инфляции. Формирование новых логистических цепочек и завершение процесса импортозамещения позволяют постепенно нормализовать проводимую бюджетную политику. Хотя внутренние и внешние шоки в российской экономике имели место и в 2025 г., траектория основных макроэкономических переменных сложилась вблизи [официального прогноза Банка России от февраля 2025 г.](#) (Таблица 2).

Поддержание жестких ДКУ на протяжении 2025 г. замедлило темпы расширения агрегированного спроса до более устойчивых, и по итогам года рост ВВП, вероятно, сложился вблизи нижней границы прогнозного диапазона в 1,0–2,0%. Фактическая инфляция в 2025 г. (5,6%) оказалась ниже февральских ожиданий (7,0–8,0%). Среднегодовая величина ключевой ставки составила 19,1%, вблизи нижней границы прогнозного диапазона на 2025 г. (19,0–22,0%).

Уже в начале II квартала месячный рост цен опустился на траекторию 4% и, за исключением июля, оставался вблизи цели вплоть до сентября. В последние 2 месяца года рост цен за счет разовых факторов ушел ниже траектории, соответствующей 4% за год. Это стало одним из главных факторов резкого замедления годового роста цен в ноябре – декабре (Рисунок 34).

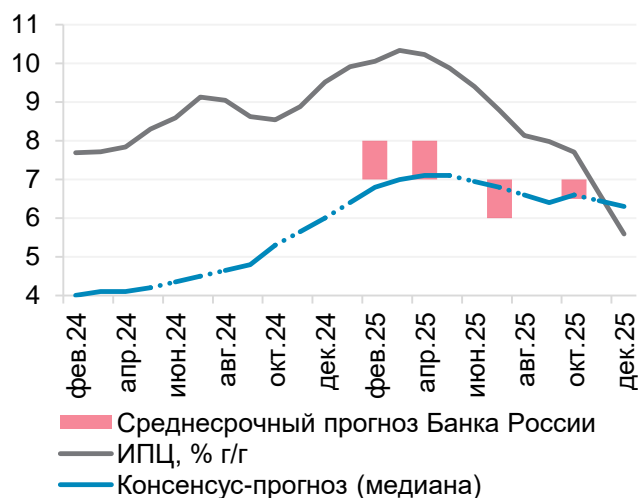
Таблица 2. Прогноз Банка России от февраля 2025 г. и фактическая динамика в 2025 году

| | Прогноз | Факт |
|--|-----------|-------|
| Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года | 7,0–8,0 | 5,6 |
| Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых | 19,0–22,0 | 19,1 |
| Валовой внутренний продукт, в % к предыдущему году | 1,0–2,0 | ~1,0* |
| Денежная масса в национальном определении | 5–10 | 10,6 |

* Оценка.

Источники: Росстат, Банк России.

Рисунок 34. Фактическая и прогнозная динамика ИПЦ в 2025 г., % г/г



Источники: Росстат, Банк России.

К основным факторам устойчивого характера, оказавшим влияние на траектории макроэкономических переменных в 2025 г., можно отнести значительное укрепление рубля в первой половине года¹⁸ и существенный пересмотр бюджетных параметров¹⁹. Эти факторы находились за периметром февральского прогноза. Пик их влияния на инфляцию пришелся в основном на II–III кварталы, однако носил разнонаправленный характер: дезинфляционный вклад со стороны переноса укрепления рубля в цены (Рисунок 2) частично компенсировал влияние майского пересмотра вверх расходов и дефицита федерального бюджета на 2025 год.

Представленные в сентябре налоговые новации, судя по оперативным данным (Рисунок 9), свое влияние на цены окажут уже в 2026 году. Так, эффект повышения НДС начал активно проявляться в начале этого года, а не в конце 2025 года. Увеличение налоговой нагрузки для финансирования повышенных госрасходов, по нашим оценкам, по совокупности будет дезинфляционным? в отличие от расширения дефицита бюджета.

В целом большую часть года макроэкономические шоки скорее уравнивали друг друга, и траектория инфляции складывалась в соответствии с прогнозная. Однако в IV квартале в динамике потребительских цен все больше начало проявляться действие разовых факторов. К ним в первую очередь можно отнести дезинфляционное влияние динамики цен на плодоовощную продукцию. На фоне хорошего урожая их траектория складывалась устойчиво ниже сезонной нормы. Кроме того, высокий урожай ряда [сельскохозяйственных культур](#) (зернобобовые, масличные) и [рекордные объемы выпуска продукции](#) в других категориях продовольственного сегмента позволили сформировать понижательный тренд и в ценах мясной, молочной и масложировой продукции, а также яиц. Наконец, благоприятные погодные условия позволили сэкономить на обогреве и

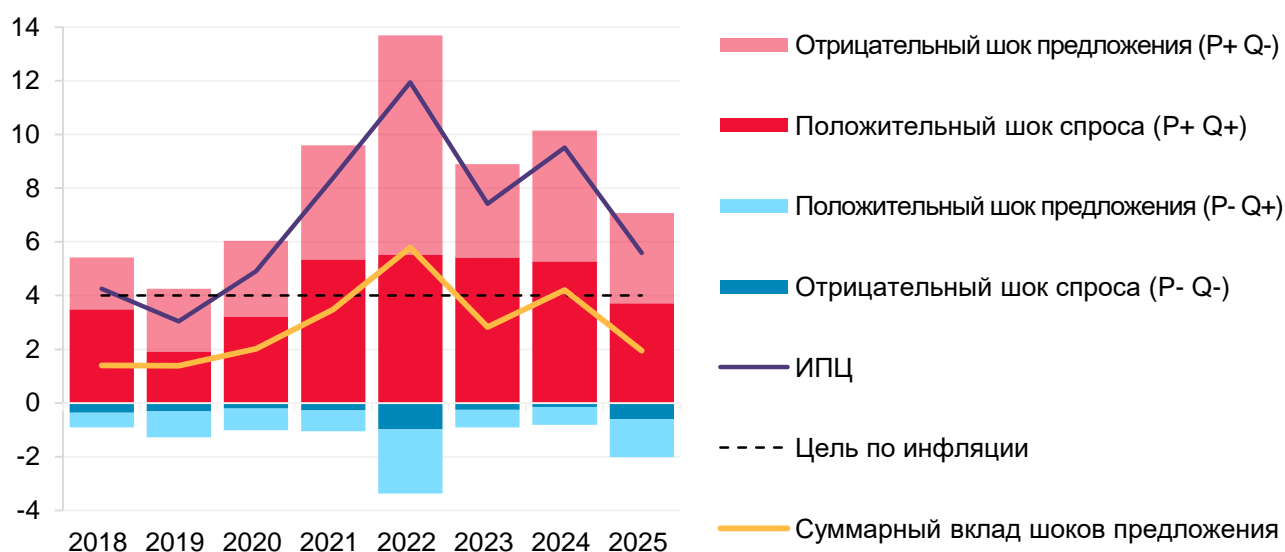
¹⁸ Не входит в периметр показателей, прогноз которых официально публикуется Банком России.

¹⁹ Банк России в среднесрочном прогнозе исходит из параметров, заложенных в основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики.

сдержат сезонный рост цен на тепличные овощи в ноябре – декабре. В совокупности это привело к снижению годовой инфляции с 7,7% в октябре до 5,6% в декабре.

Отчетливо проследить влияние факторов спроса и предложения на инфляцию можно по ее декомпозиции на шоки (Рисунок 35). Судя по их разложению, к замедлению роста цен в 2025 г. привели факторы и спроса, и предложения. Суммарный вклад спроса в рост цен оказался минимальным с 2020 г. под влиянием жесткой ДКП, что полностью соответствовало ожиданиям Банка России. Вклад со стороны шоков предложения был минимальным с 2019 года.

Рисунок 35. Декомпозиция* роста цен на шоки спроса и предложения, % г/г



* На данных по ИПЦ и физическим объемам розничных продаж по 45 категориям (80% корзины), без удаления тренда.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Однако, несмотря на выход показателя ИПЦ в ноябре – декабре на темпы роста 2,2–2,6% м/м SAAR, уровень инфляционного давления в его устойчивой части оценивается выше, исходя из динамики большинства аналитических показателей (Рисунок 4). Об этом свидетельствуют также высокие темпы роста цен в сегменте нерегулируемых услуг, в среднем превышающие 10% м/м SAAR.

Таким образом, устойчивое инфляционное давление в 2025 г. снизилось благодаря поддержанию жестких ДКУ, которое позволило сблизить темпы роста совокупного спроса с возможностями расширения предложения. При этом заметный вклад в отклонение инфляции вниз от прогноза начала года внес ряд временных факторов, усиливших свое влияние ближе к концу года. В начале 2026 г., как следует из оперативной статистики, их действие на инфляцию развернулось в обратную сторону. Баланс рисков для динамики цен остается смещенным в сторону проинфляционных, по крайней мере в части временных шоков предложения. В этой ситуации требуется поддержание жестких ДКУ для снижения инфляции к 4% и ее последующего закрепления на этом уровне.

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