

# ОБЗОР МАКРОЭКОНОМИКИ РОССИИ

---

## Содержание обзора

---

	Выводы: Федеральный бюджет	3
	Выводы: Макроэкономические показатели	4
	Основные макроэкономические показатели	5
01	Основные показатели федерального бюджета	6
02	Государственный долг	10
03	ДКП, инфляция и инфляционные ожидания	12
04	Динамика денежной массы	14
05	ВВП, PMI и промышленное производство	15
06	Рынок труда	17
07	Торговый баланс Российской Федерации	18
08	Валютный рынок	19
09	Нефтяной рынок	21
10	Приложение 1. Денежный рынок	22
11	Приложение 2. Обновленный среднесрочный прогноз ЦБ	23

## Выводы: Федеральный бюджет

- ↗ **Возобновление покупок валюты и золота Минфином.** Возобновление покупок валюты и золота Минфином указывает на восстановление нефтегазовой базы после слабого начала года, однако масштаб сигнала остаётся ограниченным: рынок мог ожидать более крупных операций на фоне роста Urals и улучшения экспортной конъюнктуры, но фактический объём оказался умеренным из-за учёта накопленных недополученных НГД прошлых месяцев. Это не расширяет расходные возможности ФБ, поскольку переводит нефтегазовые сверхдоходы в резервы в рамках бюджетного правила, поэтому высокая стоимость нефти снижает краткосрочное давление на НГД, но не решает проблему высокого дефицита.
- ↗ **Нефтегазовые доходы в зоне неопределённости.** Даже с учётом восстановления нефтяной конъюнктуры в марте-апреле бюджетная картина остаётся напряжённой: расходы за 3м26 г. выросли на 17,0% г/г, тогда как доходы за тот же период были ниже уровня прошлого года. В результате дефицит за январь-март достиг ₽4,6 трлн и уже превысил годовой план на 2026 г. Рост Urals и улучшение экспортной конъюнктуры должны поддержать НГД в мае, поскольку НДПИ поступает с временным лагом, однако даже сильный рост нефтяных доходов, вероятно, не нормализует бюджет, если расходы продолжают идти опережающими темпами.
- ↗ **Структурный дефицит федерального бюджета.** Уже за 3м26 накопленный дефицит превысил годовой план, при этом проблема связана не только со слабостью нефтегазовых доходов, но и с опережающим ростом расходов. Минфин объясняет часть дефицита авансированием и календарными факторами, однако если в мае-июне расходы не нормализуются, это будет указывать на более устойчивый разрыв между доходами и обязательствами бюджета, а значит – на рост потребности в заимствованиях и/или приоритизации расходов.
- ↗ **Государственный долг контролируемо растёт.** Государственный долг России по итогам 2025 составил ₽35,1 трлн, при росте 24,6% г/г, преимущественно за счет внутреннего долга, Уровень госдолга к ВВП (около 17%) остается умеренным (отметим, что госдолг в основном в национальной валюте, что поддерживает его устойчивость), однако расходы на его обслуживание быстро растут, доля которых в доходах бюджета превысила 8%. С начала 2026 г. государственный долг составил ₽36,2 трлн при росте внутреннего долга на 27,3% г/г, до ₽31,5 трлн. Минфин РФ вынужден активно занимать на внутреннем рынке, однако цикл смягчения ДКП должен поддерживать спрос на ОФЗ и облегчать размещения Минфина. Однако эффект снижения ставки будет проявляться с лагом: значительная часть новых выпусков всё ещё размещается при сравнительно высоких купонах, а большой объём заимствований для финансирования дефицита сохраняет расходы на обслуживание долга значимой статьёй бюджета.
- ↗ **Итоговой вывод.** Бюджетная картина к апрелю выглядит лучше, чем могла бы быть при сохранении слабой нефтяной конъюнктуры. Рост цен на нефть и возобновление покупок валюты Минфином снимают часть краткосрочного давления с нефтегазовых доходов, однако ключевой риск постепенно смещается в сторону расходов. Уже за 3м26 г. дефицит ФБ превысил годовой план, и это делает майские данные особенно важными, поскольку они покажут, был ли всплеск расходов временным эффектом авансирования или бюджет действительно входит в год с более высоким структурным дефицитом.

## Выводы: Макроэкономические показатели

- **Инфляция.** По итогам марта 2026 г. потребительская инфляция составила 0,60% м/м или 5,90% г/г, что ниже февральской оценки (0,73% м/м). На показатель влияло несколько разнонаправленных факторов. С одной стороны, на фоне Масленицы и Пасхи, а также невозможности в моменте нарастить предложение сильнее сезонной нормы, дорожали яйца. С другой стороны, из-за укрепления рубля дешеvelа электро- и бытовая техника, а также замедлился рост цен на услуги зарубежного туризма. Началось удешевление плодоовощей, в основном дешевели огурцы и помидоры. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики, годовая инфляция снизится до 4,5–5,5% в 2026 г.
- **Ключевая ставка.** На текущий момент реальная процентная ставка, рассчитанная исходя из сложившейся фактической инфляции, составляет 8,60% годовых. Отметим, что ЦБ в основных направлениях ДКП указывает, что уровень нейтральной ставки в российской экономике должен сохраняться в диапазоне 7,5–8,5%. Этот факт позволяет сделать вывод, что пространство для снижения ключевой ставки сохраняется, однако на текущий момент проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными: это вызвано как интенсификацией расходов федерального бюджета в марте и неопределенностью в его параметрах, так и возросшими рисками на внешнем геополитическом треке по линии США — Израиль — Иран и связанными с этим высокими ценами на углеводороды, что может привести к существенному удорожанию импорта.
- **Денежная масса.** Рублевая денежная масса (M2) на конец марта составила  $\text{R}130,2$  трлн. В марте денежный агрегат M2 сократился на 0,6%. Годовой темп прироста агрегата M2 возрос до 11,8%. Годовой темп прироста денежного агрегата M2X с исключением валютной переоценки уменьшился до 12,2%. Требования банковской системы к организациям и домашним хозяйствам по-прежнему остаются основным источником годового прироста M2X.
- **ВВП.** Росстат опубликовал вторую оценку ВВП за 2025 г.: так объем ВВП России составил в текущих ценах  $\text{R}214,3$  трлн. Индекс физического объема ВВП составил 101,0% г/г. За 4кв25 объем ВВП составил  $\text{R}62,4$  трлн, индекс физического объема составил 101,0% г/г.
- **Рынок труда.** Ситуация на рынке труда остается напряженной. Безработица сохраняется на исторических минимумах. Рынок труда смещает фокус с оперативного реагирования, гиперспроса и массового найма на стратегическое планирование, а также удержание персонала через его профессиональное развитие и внутреннюю ротацию кадров.
- **Валютный рынок.** Под влиянием высоких нефтяных цен рубль по итогам месяца укрепился, вернувшись в нижнюю часть диапазона, наблюдавшегося последние 12 месяцев. Волатильность валютного рынка снизилась после роста в предыдущий месяц. В целом за месяц рубль окреп до 74,9 (-0,16% м/м) за доллар США и до 10,9 (-0,36% м/м) за юань. Тренд немного приостановился к концу месяца на фоне ожиданий возобновления Минфином операций по покупке валюты и золота в рамках бюджетного правила.
- **Российская нефть.** Под влиянием конфликта на Ближнем Востоке средняя цена нефти для налогообложения в марте сложилась на уровне 94,9 \$/барр. (+23,2% м/м), что благоприятно для бюджета и может привести к сокращению его дефицита, однако механизм обратного демпфера может сократить нетто-поступления средств в федеральный бюджет.

## Основные макроэкономические показатели РФ

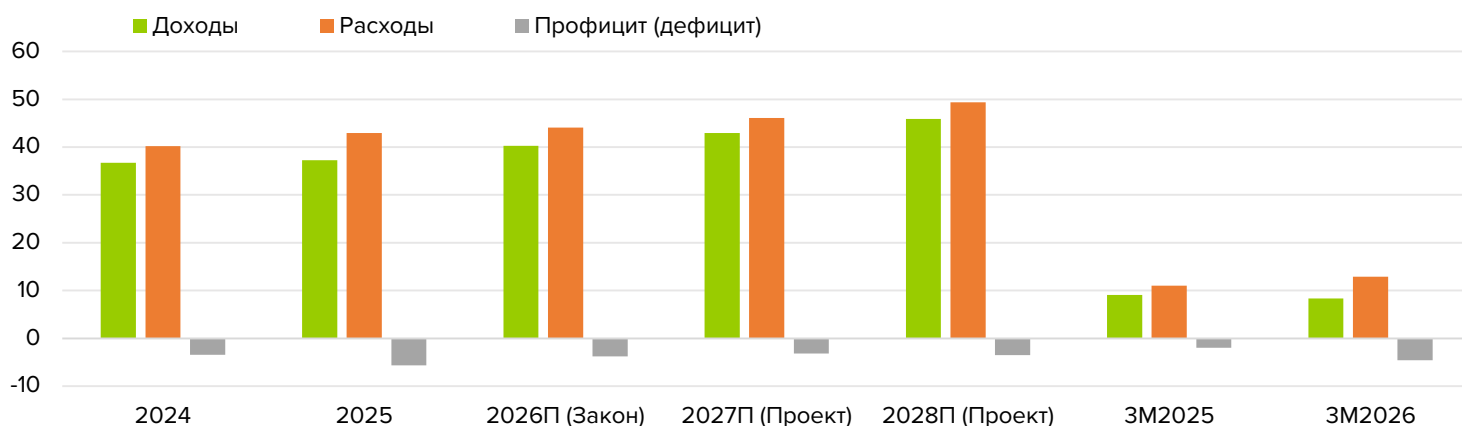
Показатель, ₽ трлн	2024	2025	Δ, г/г	ЗМ25	ЗМ26	Δ, г/г	2026П (Проект)	2027П (Проект)	2028П (Проект)
<b>Нефтегазовые</b>	<b>11,1</b>	<b>8,5</b>	<b>-23,8%</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>-45,4%</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>
Базовые НГД	9,8	8,4	-14,6%	2,5	2,0	-19,5%	9,0	8,7	8,9
Дополнительные НГД	1,3	0,1	-93,5%	0,1	-0,6	-503,2%	0,0	0,3	0,8
<b>Ненефтегазовые</b>	<b>25,6</b>	<b>28,8</b>	<b>12,6%</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>31,4</b>	<b>33,9</b>	<b>36,2</b>
НДС	13,5	14,6	7,7%	3,7	4,0	10,3%	17,5	19,3	20,7
Акцизы	1,5	1,8	19,9%	0,4	0,4	5,1%	1,7	1,7	1,8
Налог на прибыль	2,3	3,9	72,2%	0,8	1,0	29,5%	5,0	5,1	5,5
НДФЛ	0,3	0,8	125,3%	0,0	0,1	38,4%	1,1	0,8	0,8
Прочее	7,9	7,7	-2,4%	1,5	1,3	-12,4%	6,1	6,9	7,4
Доля ненефтегазовых доходов	69,7%	77,3%	759 б.п.	70,8%	82,6%	12 п.п.	77,9%	78,9%	78,8%
<b>Доходы, итого</b>	<b>36,7</b>	<b>37,3</b>	<b>1,6%</b>	<b>9,1</b>	<b>8,3</b>	<b>-8,2%</b>	<b>40,3</b>	<b>42,9</b>	<b>45,9</b>
Расходы на обслуживание госдолга	2,3	3,2	39,0%	0,7	0,7	0,4%	3,9	3,8	4,5
Расходы на обслуживание госдолга, % от доходов	6,2%	8,5%	229 б.п.	7,9%	8,7%	74 б.п.	9,7%	8,8%	9,9%
<b>Расходы, итого</b>	<b>40,2</b>	<b>42,9</b>	<b>6,8%</b>	<b>11,0</b>	<b>12,9</b>	<b>17,0%</b>	<b>44,1</b>	<b>46,1</b>	<b>49,4</b>
<b>Дефицит</b>	<b>-3,5</b>	<b>-5,6</b>	<b>62,0%</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>133,5%</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,5</b>
ФНБ	11,9	13,4	12,9%	11,8	13,4	14,2%	13,6	13,7	13,8
ФНБ/ВВП	5,9%	6,3%	38 б.п.	5,5%	6,3%	76 б.п.	5,8%	5,3%	5,0%
<b>Госдолг</b>	<b>29,0</b>	<b>35,1</b>	<b>21,0%</b>	<b>29,4</b>	<b>36,2</b>	<b>23,4%</b>	<b>43,7</b>	<b>48,4</b>	<b>53,8</b>
Внутренний	23,7	30,7	29,1%	24,7	31,5	27,3%	37,4	42,2	47,4
Внешний	5,3	4,5	-15,4%	4,6	4,8	2,9%	6,2	6,2	6,3
<b>Госдолг/ВВП</b>	<b>14,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>202 б.п.</b>	<b>13,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>316 б.п.</b>	<b>18,6%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,5%</b>
<b>Ключевая ставка, % в среднем за период</b>	<b>17,5%</b>	<b>19,1%</b>	<b>1,6 п.п.</b>	<b>21,0%</b>	<b>18,5%</b>	<b>-2,5 п.п.</b>	<b>14,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>
<b>Инфляция (Росстат), % г/г</b>	<b>9,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-3,9 п.п.</b>	<b>10,3%</b>	<b>5,9%</b>	<b>-4,4 п.п.</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>
Динамика денежной массы (M2), % г/г	19,2%	10,6%	-8,6 п.п.	17,0%	11,8%	-5,2 п.п.	7,5%	9,5%	9,5%
Промышленное производство, % г/г	4,6%	3,7%	-0,9 п.п.	0,2%	2,3%	2,1 п.п.	2,3%	3,1%	2,8%
PMI Composite, п. в среднем за период	51,8	49,8	-2,0 п.	51,4	50,6	-0,8 п.	-	-	-
Уровень безработицы, % в среднем за период	2,5%	2,2%	-0,3 п.п.	2,4%	2,2%	-0,2 п.п.	2,6%	2,5%	2,3%
<b>Торговый баланс, млрд долл.</b>	<b>132,1</b>	<b>116,7</b>	<b>-11,7%</b>	<b>18,4<sup>1</sup></b>	<b>11,8<sup>1</sup></b>	<b>-36,0%</b>	<b>123,0</b>	<b>135,4</b>	<b>164,0</b>
Экспорт, \$ млрд	433,6	419,4	-3,3%	61,7 <sup>1</sup>	57,6 <sup>1</sup>	-6,6%	431,5	462,2	505,5
Импорт, \$ млрд	301,5	302,7	0,4%	43,2 <sup>1</sup>	45,8 <sup>1</sup>	6,0%	308,5	326,9	341,5
Экспортная цена на российскую нефть, \$/барр	66,6	56,5	-15,2%	63,1	45,2	-28,4%	59,0	61,0	65,0
Курс доллара США	92,6	83,7	-9,6%	93,2	78,3	-16,1%	92,2	95,8	100,1
<b>ВВП, номинал</b>	<b>201,2</b>	<b>213,5</b>	<b>6,1%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>235,1</b>	<b>255,5</b>	<b>276,3</b>
<b>Динамика реального ВВП, г/г</b>	<b>4,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>-3,9 п.п.</b>	<b>1,3%<sup>2</sup></b>	<b>-0,3%<sup>2</sup></b>	<b>-1,6 п.п.</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,5%</b>

<sup>1</sup>Оценка Банка России за январь-февраль

<sup>2</sup>Оценка Минэкономразвития за 1кв26

## Основные показатели федерального бюджета РФ

Рис. 1. Доходы и расходы федерального бюджета, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

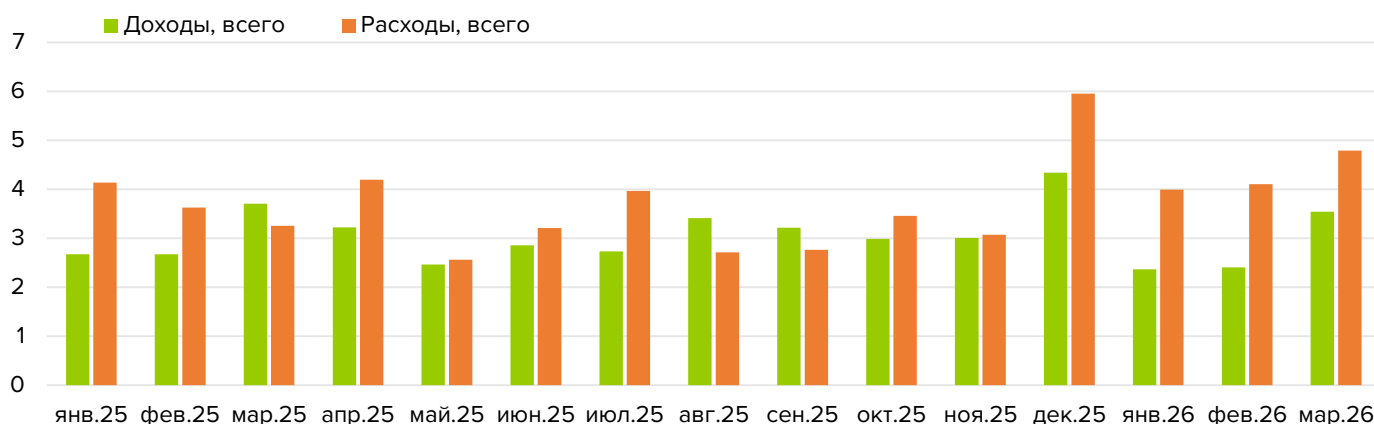
### Доходы/расходы бюджета за 3М26

Доходы **-8,2%** г/г

Расходы **17,0%** г/г

По предварительной оценке Минфина, доходы Федерального бюджета (ФБ) за 3м26 составили 8 308,9 млрд, снизившись на -8,2% г/г. Сжатие доходов произошло из-за падения нефтегазовых доходов (НГД) на -45,4% г/г, до 1 442,6 млрд при росте ненафтегазовых (ННГД) на 7,1%, до 6 866,4 млрд. Расходы ФБ, напротив, выросли на 17,0% г/г и составили 12 885,3 млрд. Дефицит ФБ за январь-март 2026 г. составил 4 576,4 млрд, что в 2,3 раза выше января-марта 2025 г. По предварительной оценке на январь-апрель 2026 г. дефицит ФБ составил 5 877 млрд (-2,5% от ВВП и на 28% выше 3м26), что является рекордным значением дефицита за всю историю наблюдений для аналогичного периода.

Рис. 2. Доходы и расходы федерального бюджета в месячном исчислении с начала года, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

### Динамика доходных и расходных статей ФБ за март

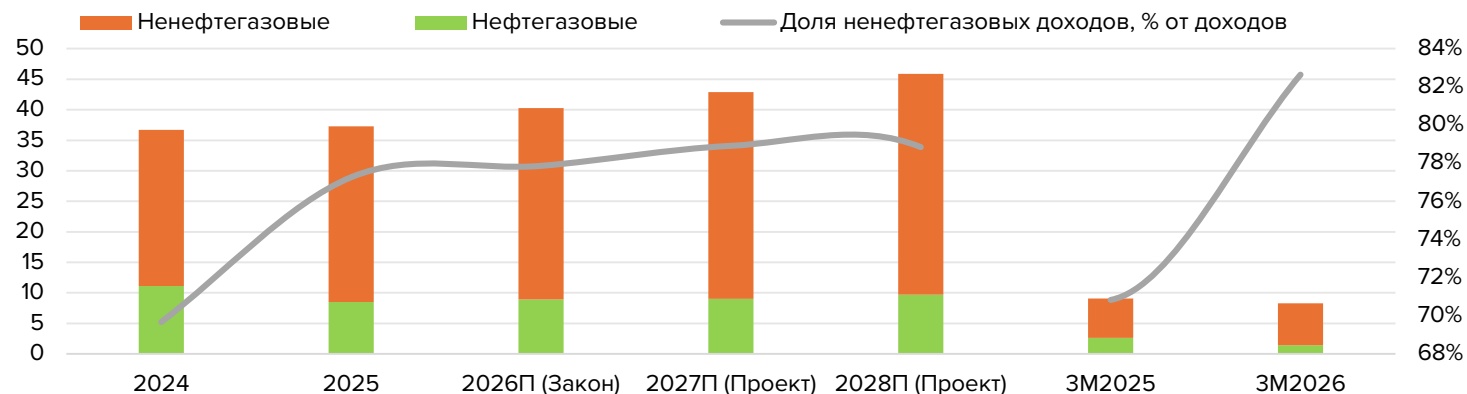
Доходы **47,2%** м/м

Расходы **16,8%** м/м

В месячном исчислении доходы ФБ за март выросли на 47,2% м/м, причиной чему стал рост НГД на 42,7% м/м, до 617,0 млрд, и рост ННГД на 48,1% м/м, до 2 922,3 млрд. Месячный дефицит ФБ составил 1 252,0 млрд, что -26,2% м/м и в 3,7 раза ниже марта 2025 г. (456,4 млрд). Рост НГД во многом связан с увеличением налога на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья (191,5 млрд), что является следствием календаря уплаты данного налога. В марте компании платят налог на дополнительный доход (НДД) за предыдущий налоговый период, при этом налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) остался в пределах среднего (442,9 млрд), поскольку рост стоимости нефти Urals еще не отразился в ФБ.

## Основные показатели федерального бюджета РФ

Рис. 3. Доходы и расходы федерального бюджета, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

### Ключевые допущения на 2026 г.

Расчетный курс доллара США

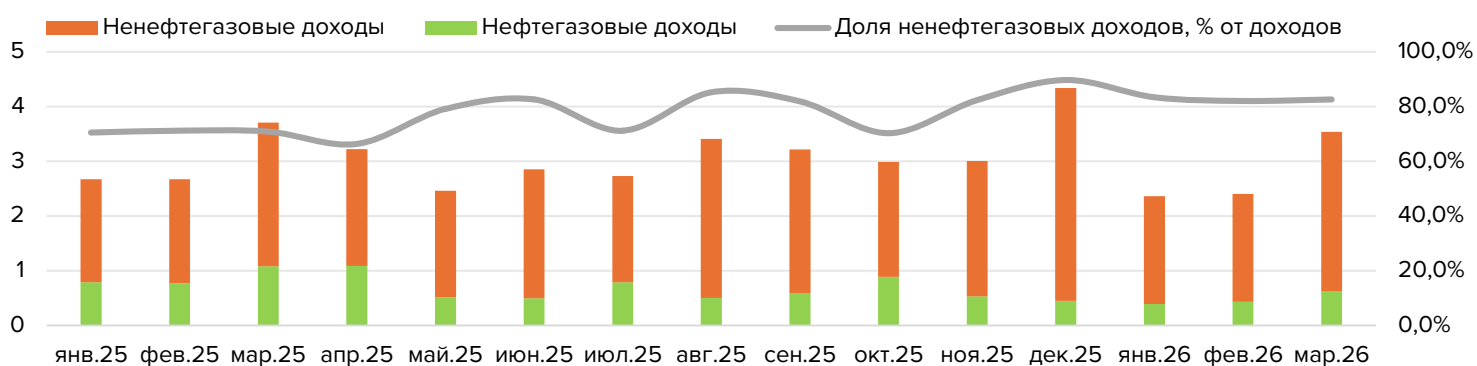
**₽92,2**

Экспортная цена на российскую нефть Urals

**59 \$/барр.**

ННГД внесли 82,6% от общей суммы доходов за 3М26, что на 11,8 п.п. выше уровня 3М25 (70,8% от общей суммы доходов ФБ); они увеличились на 7,1% г/г до ₽6 866,4 млрд. НГД, напротив, вновь сократились, показав снижение на -45,4% г/г до ₽1 442,6 млрд. ФНС для февраля установила среднюю цену Urals \$77,0/барр., средний курс ₽80,4/\$. В марте поставки нефти в Индию возобновились, причем суточный объем поставок оценивался в 2,0-2,2 баррелей против около 1,0 б/с в феврале, а Urals торговался с премией к Brent (около \$5), поставки в Китай увеличились на 32%. Важно отметить, что в конце марта наблюдались физические сбои в отгрузках из-за украинских ударов по российской нефтегазовой инфраструктуре.

Рис. 4. Структура доходов федерального бюджета в месячном исчислении с начала года, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

### Параметры ФНБ на конец марта 2026 г.

Остаток на ФНБ

**₽13,4 трлн**

Дефицит бюджета

**₽-4,6 трлн**

В марте 2026 г. доля ННГД на месячном базисе выросла на 0,54 п.п., с 82,0% до 82,6%, однако была на 11,7 п.п. выше, чем в марте 2025 г. (70,8%); в абсолютных значениях месячный ННГД вырос до ₽2 922,32 млрд (48,1% м/м; 11,3% г/г)

В марте рост ННГД был обусловлен в основном внутренними налоговыми поступлениями: доходы, связанные с внутренним производством, увеличились на 72,3% м/м. Основной вклад внесли внутренний НДС (84,1% м/м) и налог на прибыль (84,0% м/м), что отражает календарный эффект расчётов по прибыли за предыдущий год. Импортные доходы также выросли, но значительно умереннее (+15,1% м/м).

## Основные показатели федерального бюджета РФ

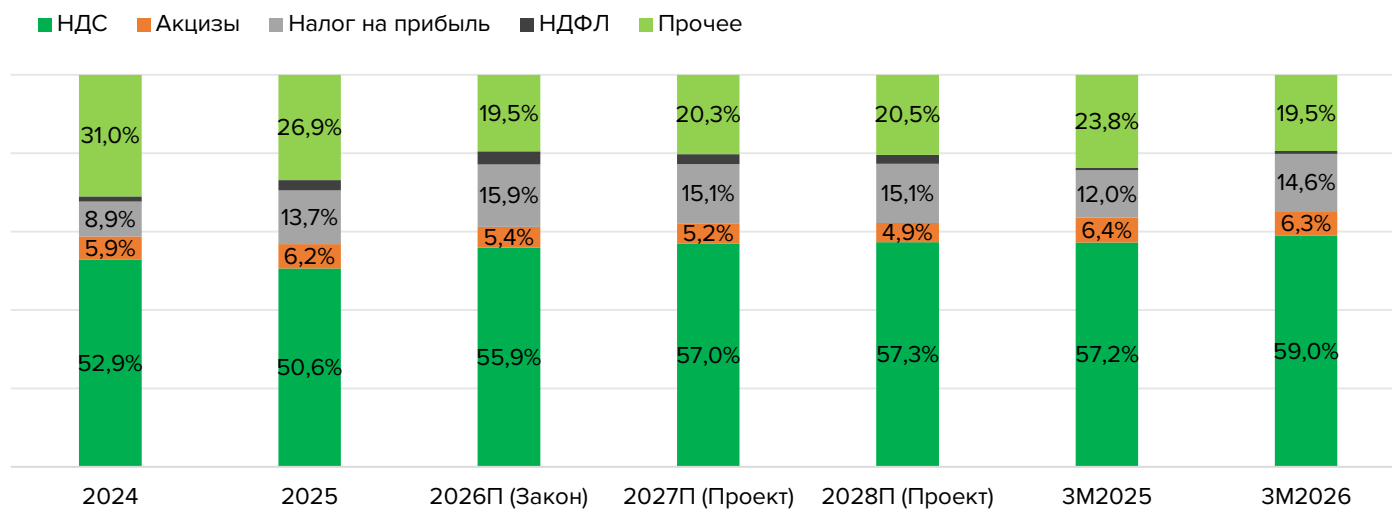
### Оценка ликвидной части ФНБ после операций Минфина

Объём ФНБ на 1 мая 2026 г.	<b>₽13,21 трлн</b>
Ликвидная часть ФНБ	<b>₽3,62 трлн</b>
Покупки валюты/золота 8 мая – 4 июня	<b>₽110,3 млрд</b>
Ликвидная часть после операций*	<b>₽3,73 трлн</b>

*\*Без учёта переоценки валюты/золота, инвестиций из ФНБ и прочих операций.*

Минфин РФ с мая возобновляет операции по покупке иностранной валюты (юаня) и золота в рамках бюджетного правила: с 8 мая по 4 июня ведомство направит на эти цели ₽110,3 млрд, или ₽5,8 млрд в день. Возврат к покупкам произошел из-за того, что стоимость нефти оказалась выше базового уровня, тем самым у бюджета сформируются дополнительные нефтегазовые доходы. В расчёт майских операций также включены отложенные операции за март-апрель: в марте было зафиксировано недополучение НГД на ₽234,3 млрд, тогда как в апреле – дополнительные НГД на ₽21 млрд. Фактическое влияние на рынок будет ниже из-за корректировки операций Банка России: при покупках Минфина на ₽5,8 млрд в день ЦБ учитывает встречную корректировку на ₽4,62 млрд в день, поэтому чистые покупки составят лишь ₽1,18 млрд в день. Важно, что мартовское недополучение НГД должно было привести к продажам валюты, поэтому часть эффекта от последующего восстановления НГД была фактически погашена прошлым отрицательным отклонением. В результате Минфин возобновил покупки, но их объём оказался ниже, чем можно было бы ожидать, ориентируясь только на рост Urals.

Рис. 5. Структура нефтегазовых доходов федерального бюджета, %



Источник: Минфин РФ

### Динамика ННД за 2М26

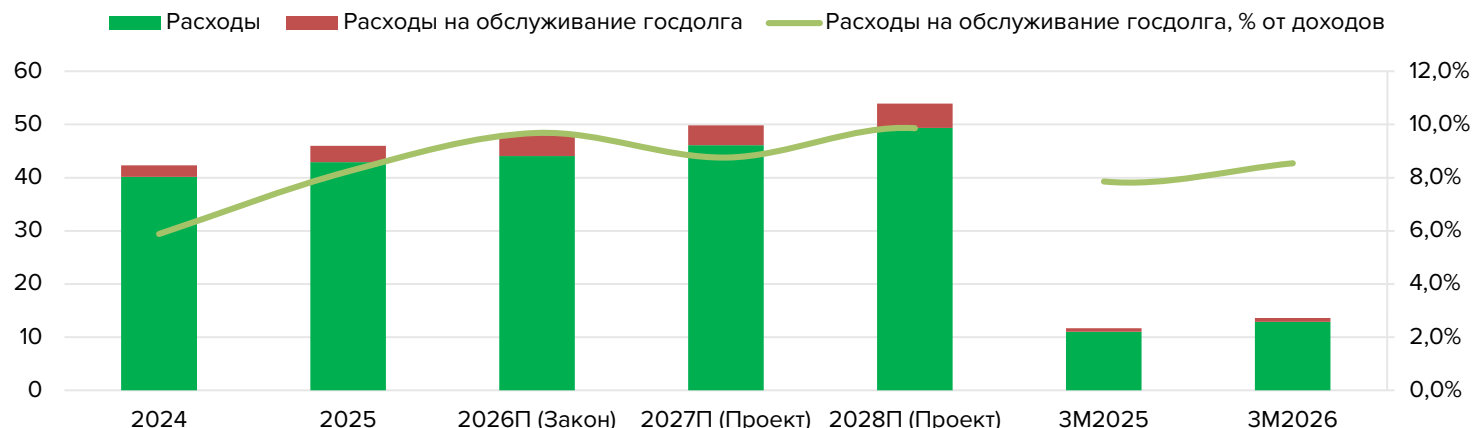
ННД, связанный с внутренним производством **13,6 % г/г**

ННД, связанный с импортом **12,4 % г/г**

Согласно данным Минфина РФ, ННГД РФ за 3М26 выросли на 13,6% г/г к аналогичному периоду 2025 г. Основной рост ННГД обеспечили НДС (внутренний) (9,0% г/г), налог на прибыль (39,1% г/г) и НДФЛ (3,8%), при этом акцизы снизились на -10,6% г/г. Доля НДС в ННГД выросла на 1,7 п.п., с 57,2% до 59,0%, доля налога на прибыль выросла на 2,5 п.п., с 12,0% до 14,6%, а доля НДФЛ выросла на 0,17 п.п. с 0,6% до 0,8%.

## Основные показатели федерального бюджета РФ

Рис. 6. Расходы федерального бюджета, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

Динамика расходов на обслуживание госдолга за 3м26 г.

**0,4** % г/г

Доля расходов на госдолг от доходов

**8,7** %  
(+74 б.п.)

Прогнозный объем ВВП на конец 2026 г. (в законе)

**₽235,1** трлн

Инфляция на конец 2026 г. (в законе)

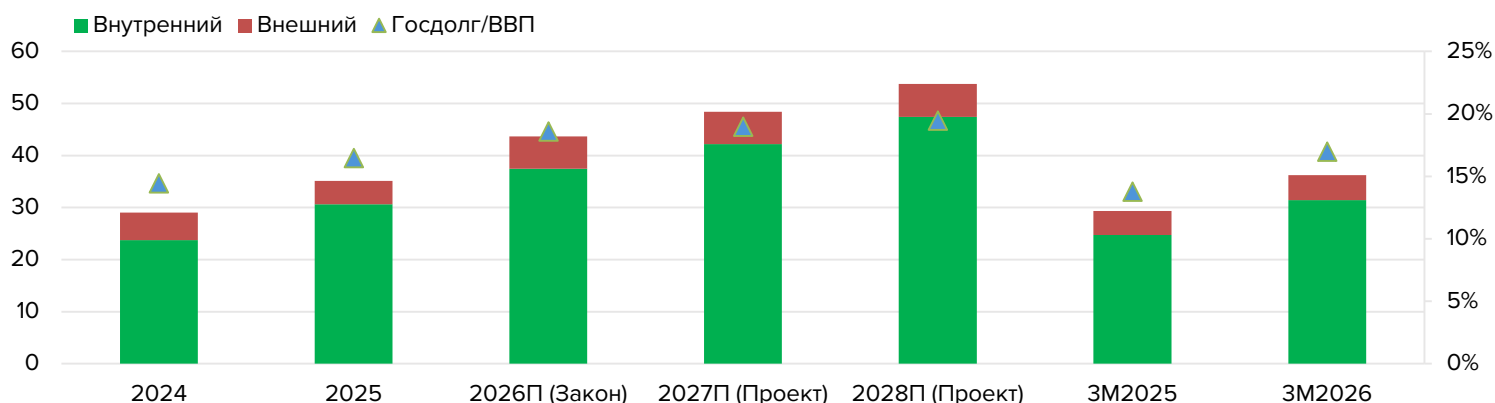
Не выше **4,0** % г/г

По предварительной оценке Минфина России, за 3м26 расходы ФБ составили ₽12 885,3 млрд (17,0% г/г). Расходы в марте оказались выше уровней прошлых месяцев текущего года. Месячный дефицит ФБ в марте составил ₽1252 млрд (рекордное значение для марта). В 2025 г. дефицит бюджета составил ₽5 625,6 млрд, что является плановым уровнем Минфина РФ. Накопленный дефицит с начала 2026 г. составил ₽4576,4 млрд (в 2,3 раза выше 3М2025 и превысил плановый дефицит на 2026 г. (₽3 786,4 млрд). По предварительным данным Минфина, по итогам января-апреля 2026 г. дефицит ФБ составил ₽5 877 млрд, что превысило дефицит за весь 2025 г., однако об устойчивости дефицита ФБ, как отмечалось ранее, можно будет сказать только в мае.

Министр финансов РФ Антон Силуанов ранее отмечал, что дефицит 1-го кв. не должен вызывать опасений, поскольку связан с временным снижением нефтегазовых доходов и авансированием расходов; по его словам, ситуация с исполнением бюджета в течение года должна выровняться и выйти на плановые кассовые значения. В конце апреля Минфин предложил не вносить поправки в закон о бюджете на 2026–2028 гг., а уточнить отдельные параметры действующего бюджета в рамках уже имеющихся полномочий правительства.

## Государственный долг

Рис. 7. Динамика и структура госдолга, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ, Минэкономразвития

Размер госдолга на 3М26

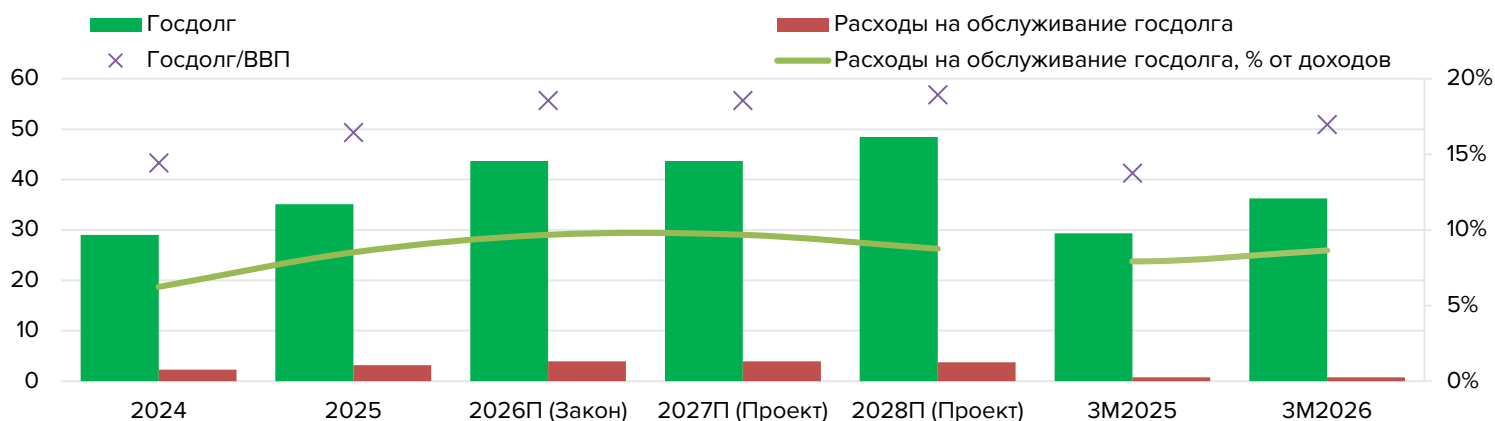
**₽36,2** трлн

Динамика госдолга на 3М26

**23,4** % г/г

Согласно данным Минфина России, размер государственного долга на конец 2025 г. составлял ₽35 134,9 млрд (21,0% г/г), на конец марта 2026 г. – ₽36 231,7 млрд (23,4% г/г). Внутренний долг страны вырос на 27,3% г/г, а внешний долг – на 2,9% г/г. Минфин РФ привлекает заимствования исключительно на внутреннем рынке через ОФЗ с постоянным купоном. За 4м26 Минфин разместил бумаги на ₽2 477,77 млрд. Из них ₽1 346,15 млрд пришлось на длинный сегмент (10+ лет). План на 2кв26 г. – ₽1 500 млрд в чистых ценах, а план за 1 кв. Минфин выполнил на 109,4%, разместив ₽1 537,91 млрд, из которых ₽946,01 млрд пришлось на длинный сегмент (10+ лет).

Рис. 8. Динамика госдолга и расходов на его обслуживание, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

Государственный долг на 1 марта 2025 г.

Внутренний госдолг России

**₽31,5** трлн

Внешний госдолг России

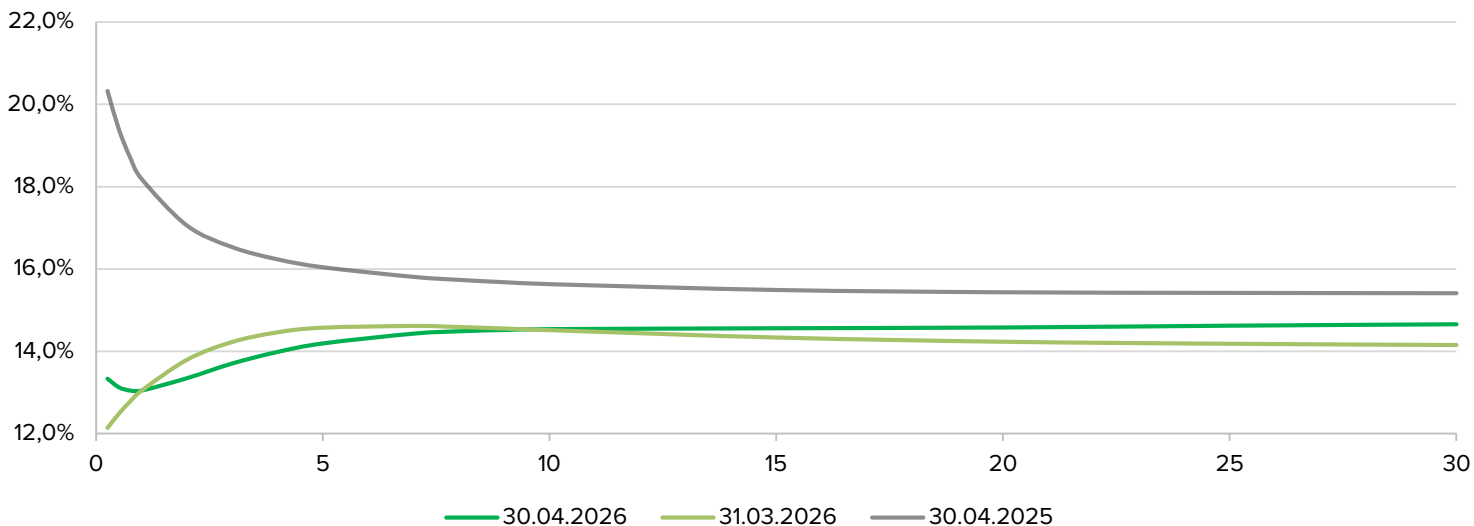
**₽4,8** трлн

По предварительным данным, расходы ФБ на обслуживание государственного долга за 3м26 составили порядка ₽719,2 млрд (0,4% г/г; 8,7% от доходов), при этом расходы на обслуживание государственного долга за 2025 г. составляли ₽3 176 млрд (39,0% г/г; 8,5% от доходов).

Согласно оперативным данным, за январь-апрель 2026 г. Минфин РФ разместил ОФЗ на ₽2 477,77 млрд по номиналу. Из 16 размещенных в 2026 г. выпусков 8 – с купоном равным или выше 11%. В апреле 2026 г. было размещено ₽939,9 млрд по номиналу.

## Государственный долг

Рис. 9. Кривые бескупонной доходности ОФЗ



Источник: ЦБ РФ

### Размещение ОФЗ в период с января по март 2026 г.

План по размещению ОФЗ на 2026 г. **₽6,5** трлн  
-7,6% г/г

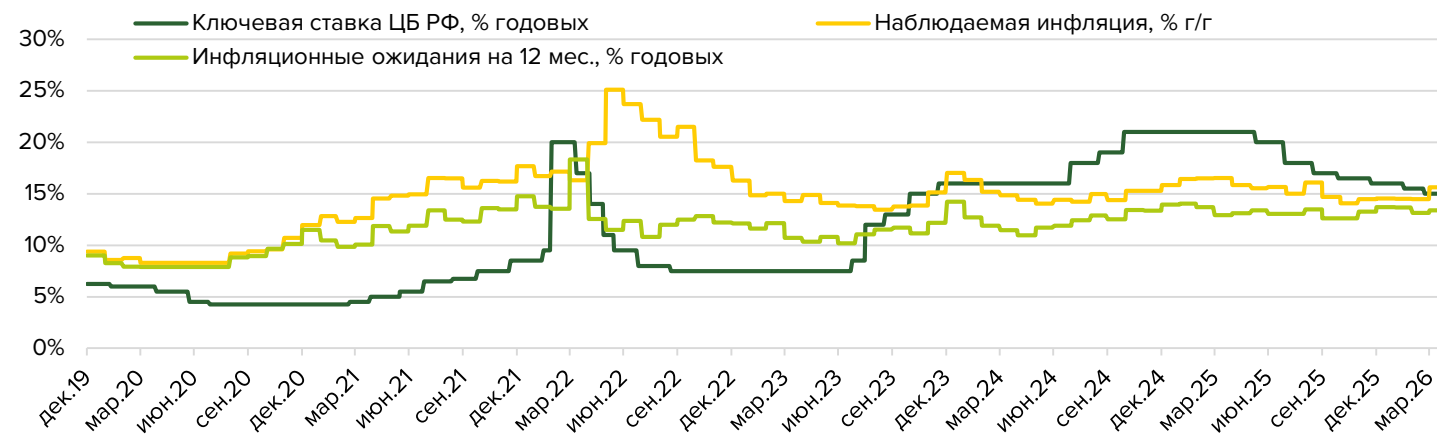
Объем размещений ОФЗ-ПД по номиналу **₽2,478** трлн  
42,0% г/г

В январе-апреле 2026 г., как отмечалось ранее, было размещено 16 уникальных выпусков ОФЗ, из которых 8 – с купоном равным или выше 11%. Средневзвешенная купонная ставка за 4м26 составила 11,13%.

По итогам апреля КБД сдвинулась вверх на коротком и на длинном концах, но снизилась на среднем, что стало следствием решения Банка России снизить ключевую ставку на -50 б.п., до 14,50%. Реакция рынка оставалась сдержанной из-за осторожной риторики регулятора: ЦБ указал, что устойчивый рост цен пока не снижается и сохраняется неопределённость со стороны внешних условий и бюджетной политики. В результате рынок продолжил закладывать постепенное смягчение ДКП, а ожидания по дальнейшей траектории ставки остались зависимыми от инфляции и исполнения бюджета.

## ДКП, инфляция и инфляционные ожидания

Рис. 10. Ключевая ставка ЦБ РФ, наблюдаемая и ожидаемая инфляция



Источник: Банк России

### Текущие показатели ДКП

Значение  
Ключевой ставки  
банка России  
на 30.04.26

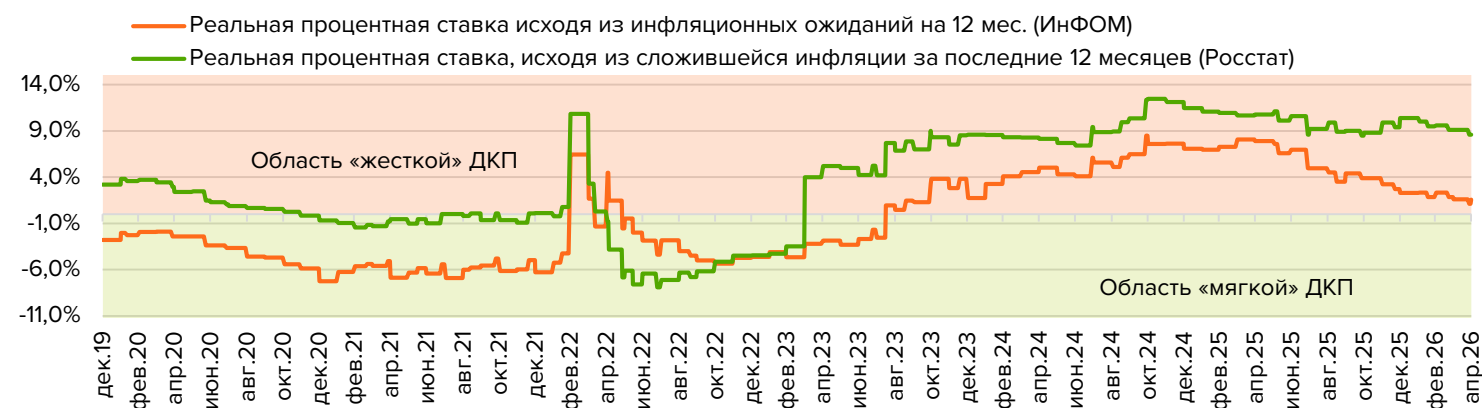
**14,5 %**  
годовых

Ожидаемая  
инфляция  
(мартовский опрос  
инФОМ) на  
ближайшие 12 мес.

**12,9**  
% г/г

24 апреля 2026 г. Банк России принял решение о снижении ключевой ставки на 50 б.п. до 14,5% годовых. Данное решение совпало с консенсус-прогнозом, в том числе и нашим. Однако отметим достаточно жесткую риторику регулятора, которая выразилась в том числе и в обновленном среднесрочном прогнозе, в котором был предусмотрено сужение диапазона средней ключевой ставки на 2026 г. с 13,5–14,5% в феврале до 14,0–14,5%, а также на 2027 г. с 8–9% до 8–10%. На текущий момент проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными: это вызвано как интенсификацией расходов федерального бюджета в марте и неопределенностью в его параметрах, так и возросшими рисками на внешнем геополитическом треке по линии США — Израиль — Иран и связанными с этим высокими ценами на углеводороды, что может привести к существенному удорожанию импорта. Из положительного отметим снижение как наблюдаемой, так и ожидаемой инфляции. Согласно опросу инФОМ в апреле, наблюдаемая инфляция составила 14,6% (-0,5 п.п.), ожидаемая на ближайшие 12 месяцев инфляция составила 12,9% (-1,0 п.п.)

Рис. 11. Динамика реальной процентной ставки в экономике



Источник: Банк России,  
расчеты РСХБ Управление Активами

Реальная ставка в экономике РФ  
на 30.04.26

На основе ожиданий по  
инфляции

**1,58 %**  
годовых

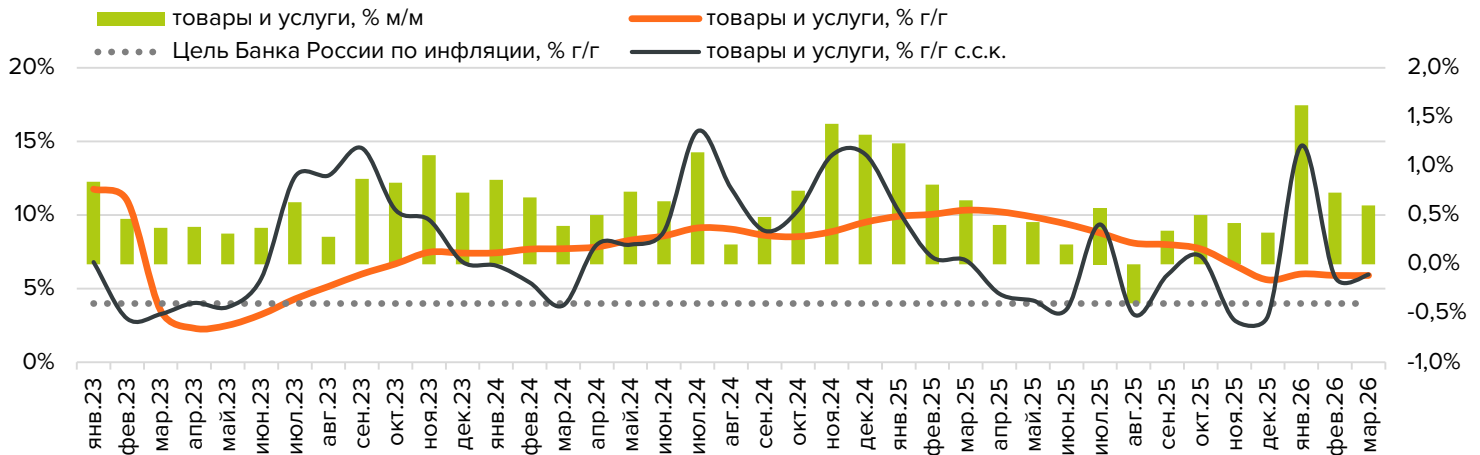
На основе фактической  
инфляции за март

**8,60 %**  
годовых

На текущий момент реальная ставка в экономике РФ продолжает оставаться на повышенном уровне. За месяц реальная процентная ставка, рассчитанная на основе инфляционных ожиданий на 12 месяцев, снизилась на 0,03 п.п. до 1,58% годовых. В то же время реальная процентная ставка, рассчитанная из сложившейся фактической инфляции составила 8,60% годовых, снизившись за месяц на 0,50 п.п. при цели ЦБ поддерживать нейтральную ставку на уровне 7,5–8,5% пространство для снижения ключевой ставки сохраняется.

## ДКП, инфляция и инфляционные ожидания

Рис. 12. Динамика потребительской инфляции



Источник: Росстат, Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

### Динамика потребительской инфляции

**5,90** % г/г

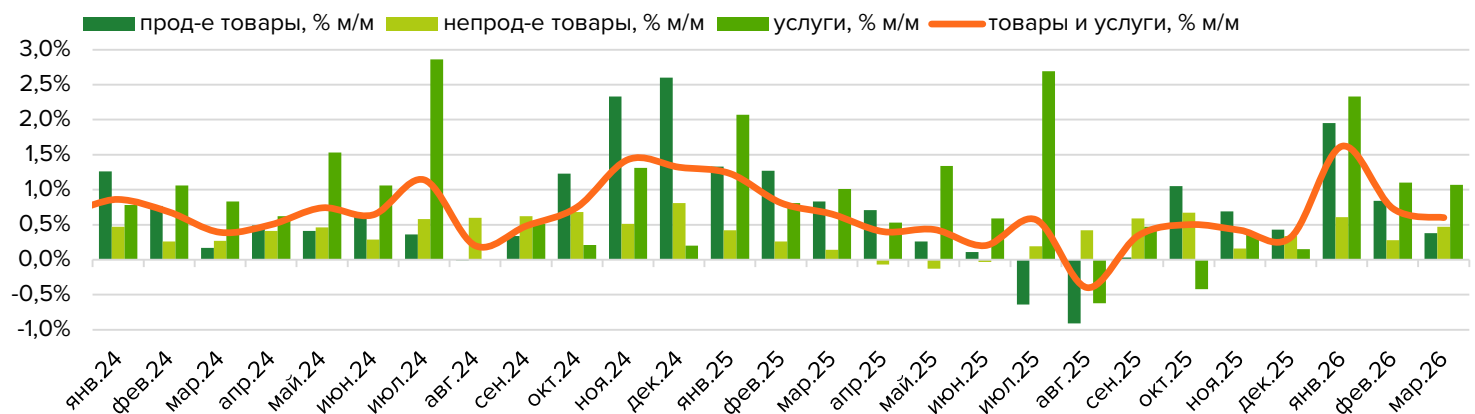
В марте 2026 г.

**0,60** % м/м

**5,97** % г/г (с.к.г.)

По итогам марта 2026 г. потребительская инфляция (оценка Росстата) составила 0,60% м/м или 5,90% г/г, что ниже февральской оценки (0,73% м/м). На показатель повлияло несколько разнонаправленных факторов. С одной стороны, на фоне Масленицы и ожидаемой Пасхи, а также невозможности в моменте нарастить предложение сильнее сезонной нормы, дорожали куриные яйца. С другой стороны, из-за укрепления рубля дешеvelа электро- и бытовая техника, а также замедлился рост цен на услуги зарубежного туризма. Началось удешевление плодоовощей, в основном дешеvelи огурцы и помидоры. По оценке Банка России, рост цен на товары и услуги с учётом сезонности в марте составил 5,97% г/г (с.к.г.) (в феврале: 5,80% г/г). Показатели устойчивой инфляции несколько повысились, оставаясь преимущественно в диапазоне 4–5% (с.к.г.). В распределении приростов цен в марте сократилось количество дешеveющих товаров.

Рис. 13. Динамика потребительской инфляции в разрезе групп



Источник: Росстат, Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

### Динамика потребительской инфляции в разрезе групп на конец марта 2026 г.

Прод-е товары **0,38** % м/м

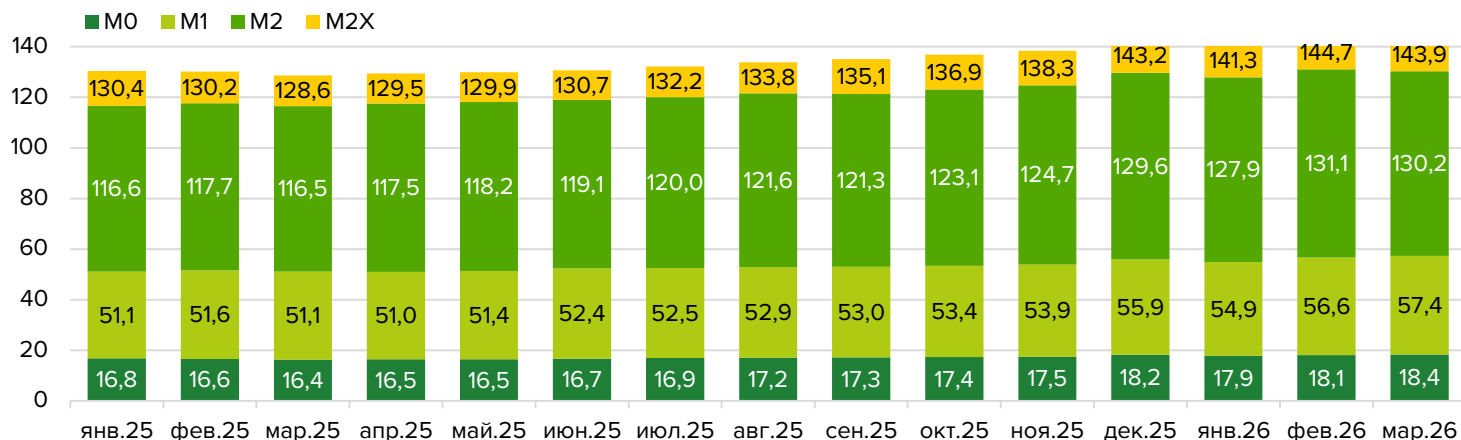
Непрод-е товары **0,47** % м/м

Услуги **1,07** % м/м

В сегменте продовольственных товаров рост цен замедлился до 0,38% м/м. На плодоовощную продукцию цены практически не изменились (0,03% м/м): значительно подешеvelи огурцы (-29,1% м/м). На остальные продукты питания рост цен составил 0,43% м/м. В сегменте непродовольственных товаров динамика составила 0,47% м/м. На непродовольственные товары, за исключением подакцизной продукции, цены изменились на 0,35% м/м. Цены снизились на электротовары (-0,3% м/м). Бензин подорожал на 1,1% м/м, дизельное топливо – на 0,4% м/м. В секторе услуг темпы роста составили 1,07% м/м, при этом замедлился рост цен на услуги зарубежного туризма (до 5,5% м/м).

## Динамика денежной массы

Рис. 14. Динамика денежных агрегатов, трлн ₽



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

### Агрегаты денежной массы на конец марта 2025 г.

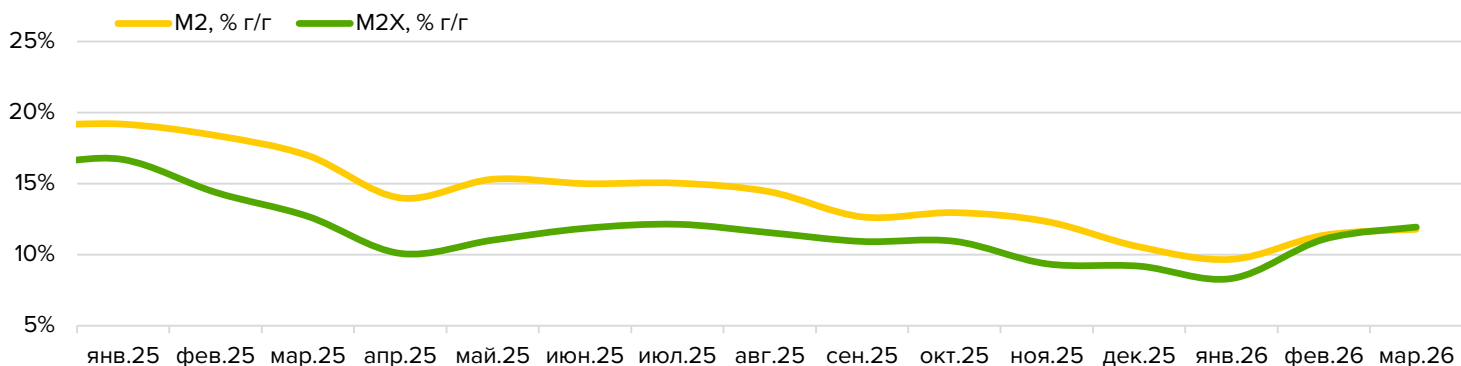
**M2**  
**₽130,2**  
трлн

**M2X**  
**₽143,9**  
трлн

Рублевая денежная масса (M2) на конец марта составила ₽130,2 трлн, что ниже оперативной оценки, опубликованной ранее, на 0,2 трлн. В марте денежный агрегат M2 сократился на 0,6% по сравнению с февралем в связи со снижением средств на депозитах организаций из-за сдвига срока уплаты февральских налоговых платежей на март. Годовой темп прироста агрегата M2 возрос до 11,8% (11,4% в феврале). Годовой темп прироста денежного агрегата M2X с исключением валютной переоценки уменьшился до 12,2% (12,4% в феврале).

Требования банковской системы к организациям и домашним хозяйствам по-прежнему остаются основным источником годового прироста M2X, однако в марте их вклад снизился и составил ₽12,9 трлн (₽13,8 трлн в феврале). В марте вклад требований к экономике в прирост денежных агрегатов был незначительным.

Рис. 15. Годовые темпы прироста денежных агрегатов



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

### Прогноз по динамике денежной массы M2 на конец года

2026 г. **5-10** % г/г

2027 г. **7-12** % г/г

В марте чистые требования к органам государственного управления (ЧТОГУ) снизились на 0,5 трлн после увеличения на 3,8 трлн в феврале из-за сдвига срока уплаты февральских налогов на март. При этом годовой вклад бюджетного сектора в прирост широкой денежной массы вновь возрос (6,9 трлн против 5,9 трлн в феврале) и был выше уровня аналогичного периода прошлого года, что в том числе было обусловлено опережающим финансированием расходов федерального бюджета.

## ВВП, PMI и промышленное производство

Рис. 16. Динамика ВВП



Источник: Росстат, расчеты РСХБ Управление Активами

### Показатели ВВП

ВВП за 4 кв 25 г.

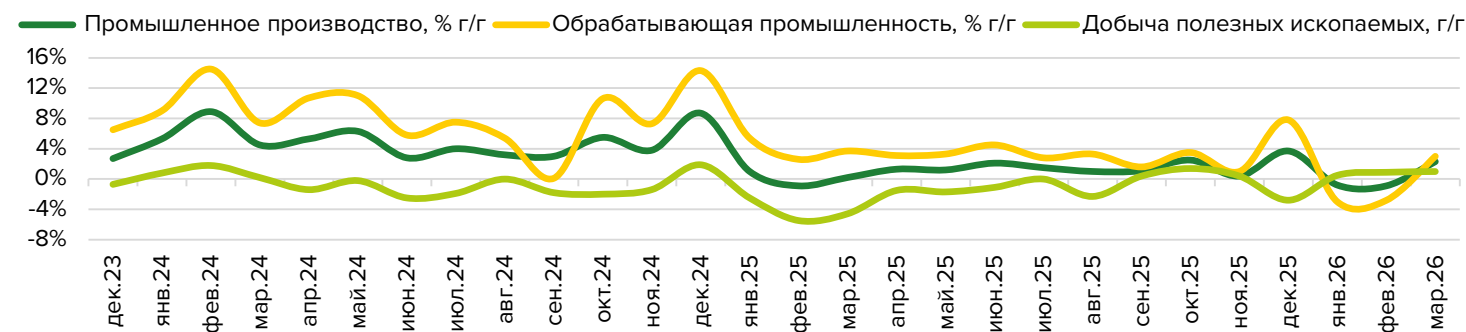
**₽62,4**  
трлн.

Динамика реального ВВП за 4 кв 25 г.

**1,0** % г/г

Росстат опубликовал вторую оценку ВВП за 2025 г.: так объем ВВП России составил в текущих ценах **₽214,3** трлн. Индекс физического объема ВВП составил **101,0%** г/г. За 4 кв 25 объем ВВП составил **₽62,4** трлн, индекс физического объема составил **101,0%** г/г. На увеличение ВВП наибольшее влияние оказали гостиницы и рестораны (+8,9%), обрабатывающие производства (+3,9%), сельское хозяйство (+2,3%), строительство (+1,2%), финансы и страхование (+3,9%). Вместе с тем часть отраслей показала снижение: водоснабжение, водоотведение, утилизация отходов (-3,7%), добыча полезных ископаемых (-1,7%), обеспечение электрической энергией, газом и паром, кондиционирование воздуха (-1,6%), оптовая и розничная торговля (-1,1%). По оценке Минэкономразвития, в марте 2026 г. ВВП вырос на **1,8%** г/г после снижения на **1,1%** г/г в феврале. В целом за 1 кв 26 ВВП снизится на **0,3%** г/г.

Рис. 17. Динамика промышленного производства



Источник: Росстат, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели промышленного производства РФ за март 2026 г.

Промышленное производство

**2,3**  
% г/г

Обрабатывающая промышленность

**3,0**  
% г/г

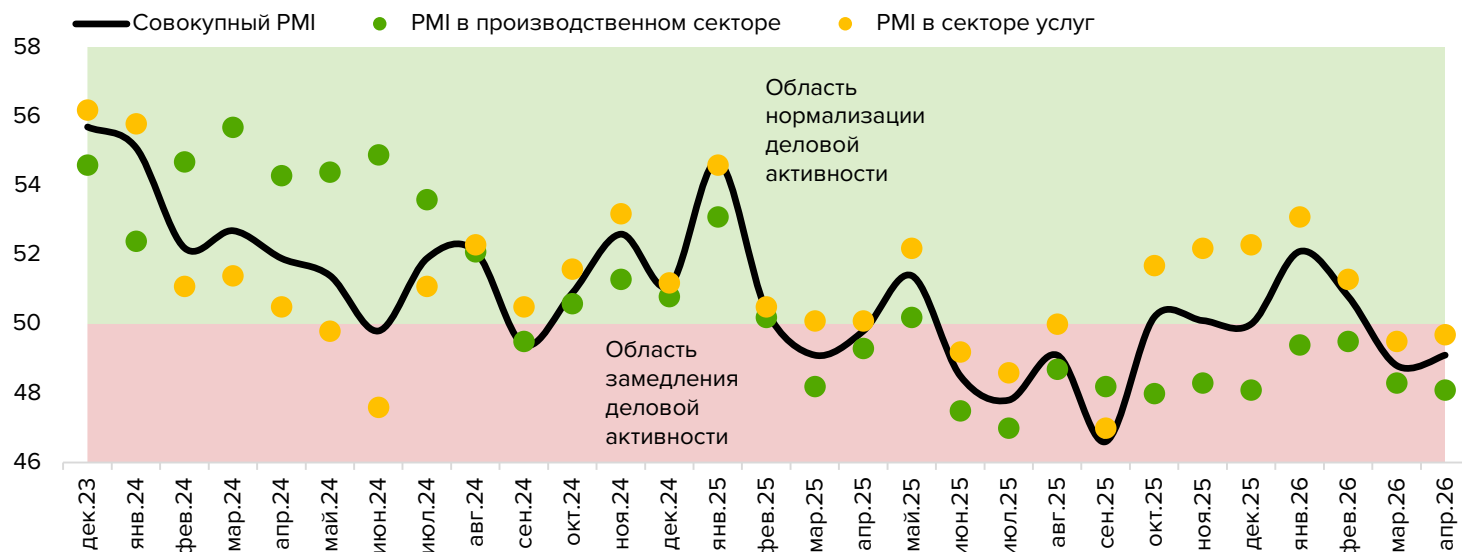
Добыча полезных ископаемых

**1,0**  
% г/г

Индекс промышленного производства в марте вырос на **2,3%** г/г после **-0,9%** г/г в феврале. По итогам 1 кв 26 в целом рост выпуска промышленности составил **0,3%** г/г. Обрабатывающая промышленность показала рост на **3,0%** г/г после **-2,8%** г/г в феврале. По итогам 1 кв 26 динамика обрабатывающих производств составила **-0,7%** г/г. Наибольший положительный вклад внёс машиностроительный комплекс, темпы роста которого увеличились до **11,7%** г/г после **1,5%** г/г месяцем ранее. Продолжился рост выпуска химического комплекса: темпы роста достигли **1,9%** г/г после **0,5%** г/г в феврале. Положительный вклад внёс также нефтеперерабатывающий комплекс: в марте его выпуск увеличился на **0,8%** г/г после **-1,8%** г/г в феврале. В пищевой промышленности динамика выпуска вернулась в положительную область и составила **3,1%** г/г после **-1,0%** г/г в феврале. При этом динамика выпуска металлургического комплекса составила **-5,5%** г/г после **-9,9%** г/г месяцем ранее. В добывающем секторе сохранялась положительная динамика (**+1,0%** г/г) после **+0,9%** г/г месяцем ранее. По итогам 1 кв 26 рост выпуска в добывающем секторе составил **0,8%** г/г.

## ВВП, PMI и промышленное производство

Рис. 18. Динамика индексов деловой активности



Источник: S&P Global, расчеты РСХБ Управление Активами

### Показатели индексов PMI РФ за апрель 2025 г.

Совокупный индекс PMI **49,1 п.**

PMI в производственном секторе **48,1 п.**

PMI в секторе услуг **49,7 п.**

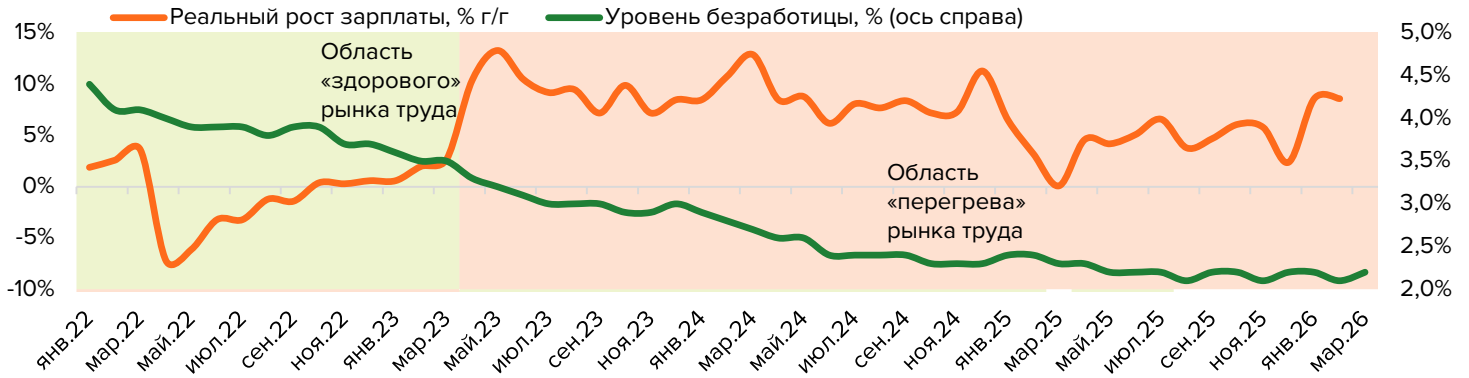
В отличие от данных Росстата индекс PMI показывает несколько иную картину, которая констатирует продолжение спада в производственном секторе в апреле. Индекс PMI снизился до 48,1 п. после 48,3 п. в марте, что является минимальным значением за 2026 г. Спад фиксируется уже 11-й месяц подряд. Объемы производства сократились на фоне слабого спроса и снижения новых заказов, вызванного падением покупательной способности клиентов. Темп сокращения выпуска оставался устойчивым, однако несколько замедлился по сравнению с мартом. Экспортные заказы также продолжили снижаться. На рынке труда резко снизилась занятость. Компании не заменяли уволившихся сотрудников, часть персонала уходила из-за сокращения рабочих часов. Сокращение объема незавершенного производства происходило ускоряющимися темпами. Инфляционное давление вновь усилилось: затраты поставщиков выросли из-за повышения логистических расходов и цен на сырье. Отпускные цены также повышались быстрее, чем в марте. При этом деловые ожидания улучшились из-за надежд на рост спроса со стороны внешних рынков.

Спад в сфере услуг оказался умеренным. Индекс деловой активности составил 49,7 п., практически не изменившись по сравнению с мартом (49,5 п.), что указывает на незначительное снижение выпуска. Ключевым фактором оставался слабый спрос: новые заказы сократились из-за финансовых трудностей у клиентов, однако темпы сокращения были минимальными. В ответ на снижение объема заказов и уменьшение рабочих часов компании продолжили оптимизацию персонала — занятость сокращалась третий месяц подряд. Тем не менее, темпы увольнений замедлились по сравнению с мартом и были умеренными. Объем незавершенных заказов впервые с сентября 2025 г. сократился, что позволило компаниям расчистить накопленный объем работ. Инфляционное давление продолжило смягчаться: затраты росли высокими темпами, однако медленнее, чем в марте, и ниже долгосрочного тренда. Отпускные цены также повышались, но минимальными с начала года темпами. Деловые ожидания ухудшились до самого низкого уровня с декабря 2022 г. — несмотря на надежды на привлечение новых клиентов, сложные финансовые условия сдерживали позитивные настроения.

В итоге совокупный индекс составил 49,1 п., повысившись с 48,8 п. в марте. Спад сохранял межотраслевой характер. Новые заказы сократились второй месяц подряд: возобновившееся снижение в сфере услуг совпало с умеренным падением в промышленности.

## Рынок труда

Рис. 19. Динамика уровня безработицы и реального роста зарплат



Источник: Росстат

### Показатели рынка труда РФ

Безработица на март 2026 г. **2,2 %**

Рост реальной зарплаты за февраль 2026 г. **8,6 % г/г**

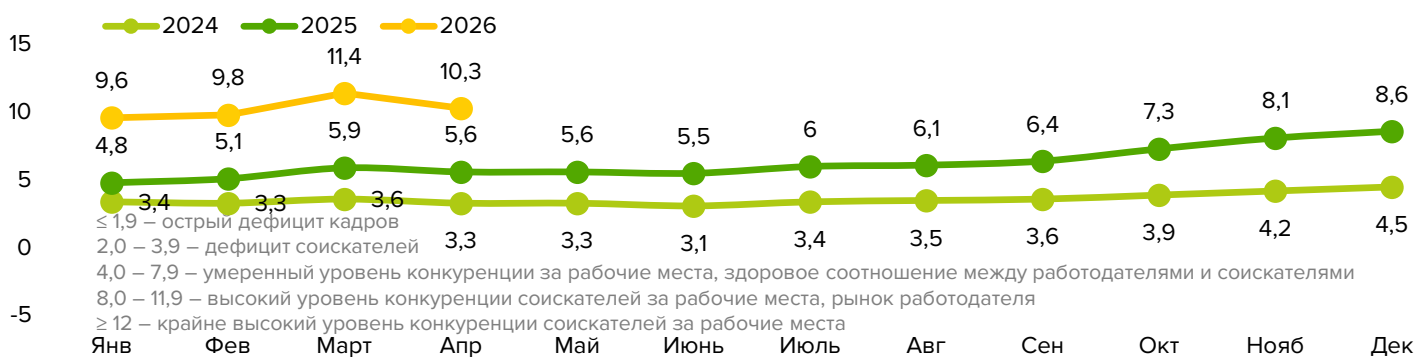
Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата в целом по экономике РФ в феврале 2026 г. **₽103,9 тыс.**

На рынке труда уровень безработицы в марте 2026 г. остался на низком уровне и составил 2,2% от рабочей силы (2,1% в феврале 2026 г.). В целом за 1кв26 безработица составила 2,2%.

В феврале 2026 г. (по последним оперативным данным) темпы роста заработных плат остались практически без изменений: номинальная заработная плата увеличилась на +15,0% г/г (+15,1% г/г в январе) и составила ₽103 900, реальная – +8,6% г/г также, как и в предыдущем месяце. Рост реальных денежных доходов по итогам 1кв26 продолжился и составил +2,6% г/г после +6,6% г/г в 4кв25. Реальные располагаемые доходы увеличились на +1,5% г/г после +5,8% г/г кварталом ранее.

ЦБ в апрельском пресс-релизе по итогам решения по ставке отметил, что, хотя дефицит кадров снижается, многие компании испытывают нехватку персонала. При этом другие не спешат высвобождать сотрудников. В предыдущие годы они столкнулись с нехваткой рабочей силы, поэтому стремятся удерживать персонал даже при снижении спроса на свою продукцию, так как опасаются, что восстановить численность в дальнейшем будет сложно.

Рис. 20. Динамика hh.индекса (соотношение кол-ва активных резюме к кол-ву активных вакансий на рынке)



Источник: hh.ru, расчеты РСХБ Управление Активами

### Рынок труда по данным hh.ru на апрель 2026 г.

hh.индекс **10,3 п.**

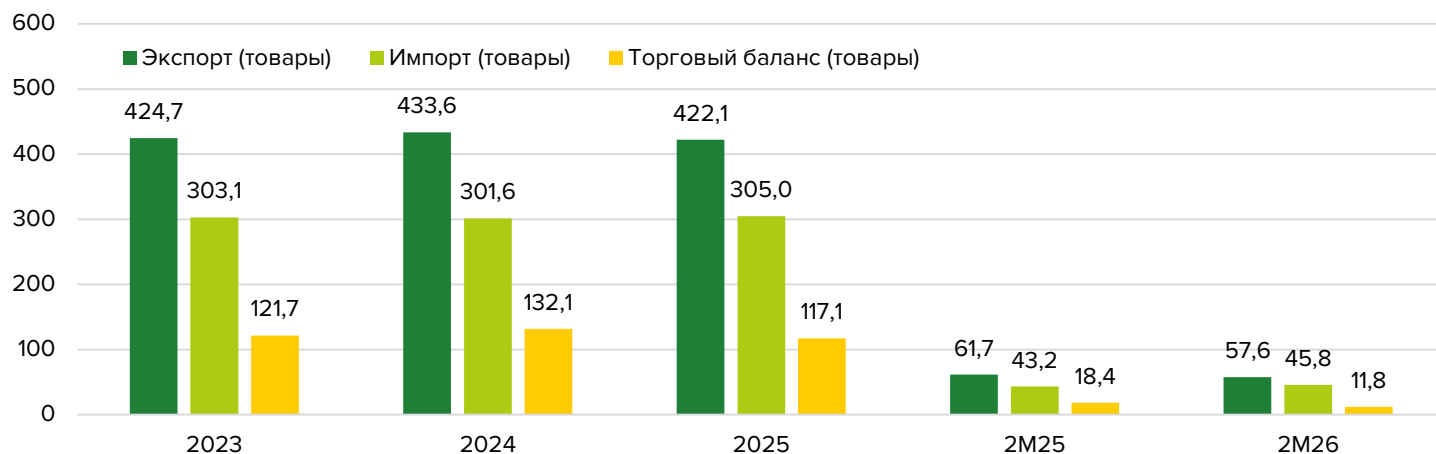
Изм. среднего числа активных вакансий **-25 % г/г**

Изм. среднего числа активных резюме **36 % г/г**

В результате формируется недостаточно эффективное распределение рабочей силы. Одни компании, наблюдающие рост спроса и готовые наращивать выпуск, не могут этого сделать из-за дефицита персонала, а другие – продолжают нести экономически неоправданные издержки по его удержанию. В этих условиях рынок труда подстраивается преимущественно через замедление роста заработных плат и премий, а также расширение неполной занятости. Это означает, что возвращение рынка труда к сбалансированному состоянию происходит медленно и неравномерно, а реакция занятости и безработицы на замедление экономики остается более запаздывающей, чем в предыдущих циклах.

## Торговый баланс Российской Федерации

Рис. 21. Экспорт, импорт и торговый баланс Российской Федерации, млрд \$



Источник: Росстат, Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

### Показатели внешней торговли РФ за 2М26 г.

**Импорт** **\$45,8** млрд  
6,0 % г/г

**Экспорт** **\$57,6** млрд  
-6,6 % г/г

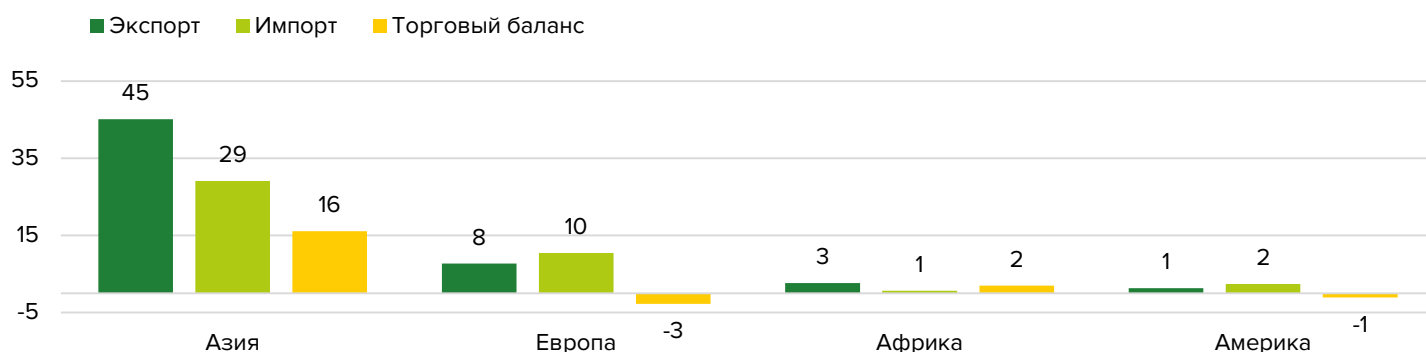
**Торговый баланс** **\$11,8** млрд  
-36,0 % г/г

Согласно оценке Банка России, профицит баланса внешней торговли товарами за январь – февраль уменьшился до \$11,8 млрд с \$18,4 млрд за аналогичный период годом ранее вследствие сокращения экспорта (на 6,6% г/г), в том числе из-за ценового фактора, и увеличения импорта (на 6,0% г/г).

Дефицит баланса услуг вырос до \$6,0 млрд с \$4,8 млрд в январе – феврале 2025 г. Значимую роль сыграло повышение стоимости зарубежных туров россиян и увеличение объема оказанных нерезидентами прочих услуг, в том числе услуг строительства. Рост импорта был частично нивелирован увеличением экспорта услуг по статье «Поездки», а также экспорта прочих услуг, включая услуги строительства, телекоммуникационные, компьютерные и информационные услуги, прочие деловые услуги.

Основными торговыми партнёрами остаются страны Азиатского региона. По итогам 2М26, по данным ФТС, торговый баланс с этой группой стран составил \$16 млрд. Вторым значительным торговым партнёром остаются страны Европейского региона, однако с ними наблюдается дефицит торгового баланса в \$3 млрд.

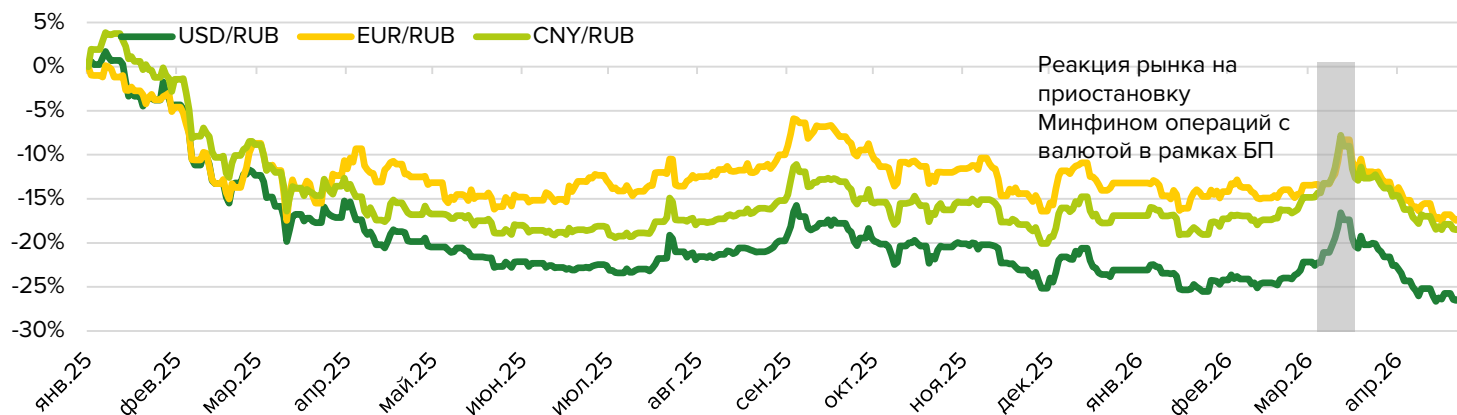
Рис. 22. Экспорт, импорт и торговый баланс в разрезе регионов за 2М26, млрд \$



Источник: ФТС, расчеты РСХБ Управление Активами

## Валютный рынок

Рис. 23. Динамика курса китайского юаня, доллара США и евро по отношению к российскому рублю с начала 2025 г.



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

### Динамика курса рубля (Банк России) с начала 2026 г. на 30.04.2026

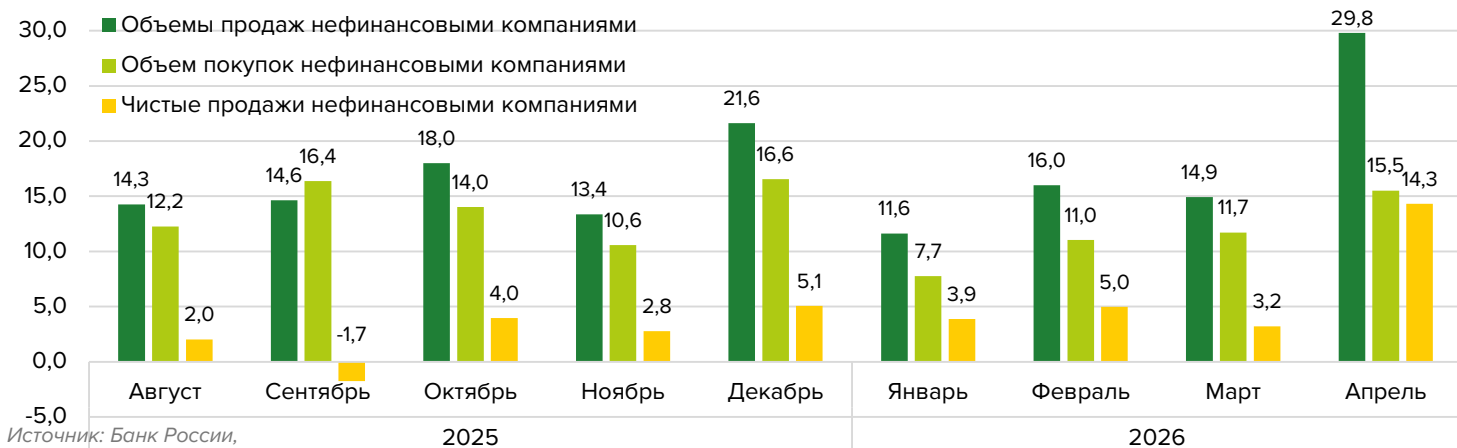
Долл. США **74,9** (-3,3 %)

Евро **87,8** (-4,1 %)

Юань **10,9** (-0,9 %)

Под влиянием высоких нефтяных цен рубль по итогам месяца укрепился, вернувшись в нижнюю часть диапазона, наблюдавшегося последние 12 месяцев. Волатильность валютного рынка снизилась после роста в предыдущий месяц. В целом за месяц рубль окреп до 74,9 (-0,16% м/м) за доллар США и до 10,9 (-0,36% м/м) за юань. Тренд немного приостановился к концу месяца на фоне ожиданий возобновления Минфином операций по покупке валюты и золота в рамках бюджетного правила. При этом Министерство учтет объем отложенных за март и апрель операций при определении размера операций. В апреле физлица нарастили нетто-покупки валюты, купив ее на  $\text{R}108$  млрд (в марте –  $\text{R}65,2$  млрд). Покупки превысили значения за апрель 2024 и 2025 гг. ( $\text{R}95,2$  млрд и  $\text{R}68,5$  млрд соответственно), превысив и среднемесечное значение за 2025 г. ( $\text{R}93$  млрд). В целом с начала года покупки физлиц составили  $\text{R}140$  млрд (за счет нетто-продаж в январе), за сопоставимый период 2024 и 2025 гг. они купили валюты на сумму  $\text{R}559$  млрд и  $\text{R}275$  млрд соответственно.

Рис. 24. Чистые продажи валюты нефинансовыми компаниями, млрд \$



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

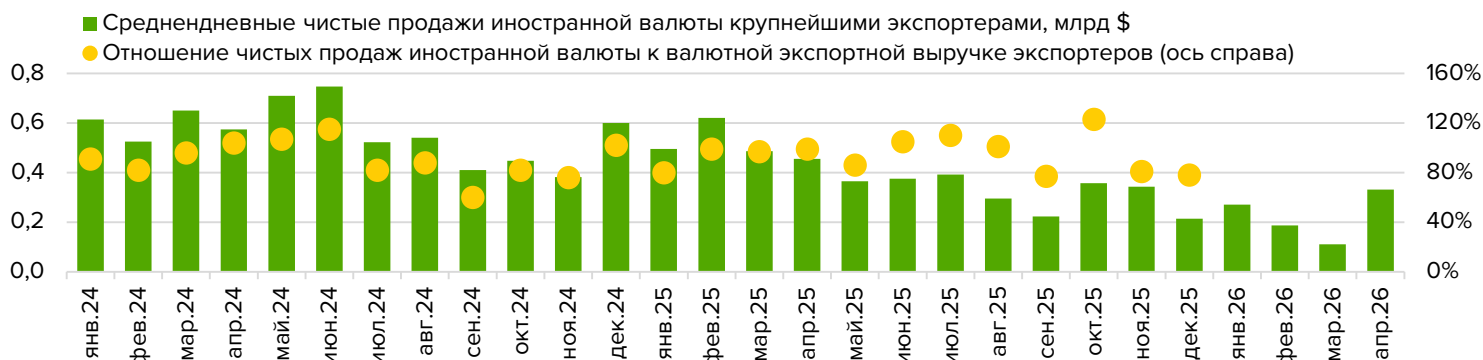
### Чистые продажи валюты нефинансовыми компаниями, млрд долл.

За апрель 2026 г. **\$13,4** млрд

Наши ожидания касательно увеличения нетто-продаж валюты со стороны экспортеров подтвердились. Так в апреле объем нетто-продаж был увеличен до  $\text{R}14,3$  млрд. Это произошло под влиянием высоких цен на энергоносители, что позволило экспортерам нарастить объем продаж валюты до  $\text{R}29,8$  млрд (2x м/м). При этом покупки валюты также увеличились, но на более скромную величину — 32,5% м/м до  $\text{R}15,5$  млрд. При прочих равных, если цены на энергоресурсы будут оставаться на повышенном уровне, данные объемы нетто-продаж сохранятся. Насколько сильно эти продажи повлияют на рубль, будет зависеть от величины операций со стороны Минфина, однако мы не ожидаем больших объемов покупок валюты со стороны министерства, так как механизм обратного демпфера, скорее всего, сократит часть нефтегазовых доходов бюджета.

## Валютный рынок

Рис. 25. Чистые продажи валюты крупнейшими экспортерами



Источник: Банк России, расчеты ПСХБ Управление Активами

### Отношение чистых продаж иностранной валюты к валютной экспортной выручке российских экспортеров

За декабрь 2025 г.<sup>2</sup>

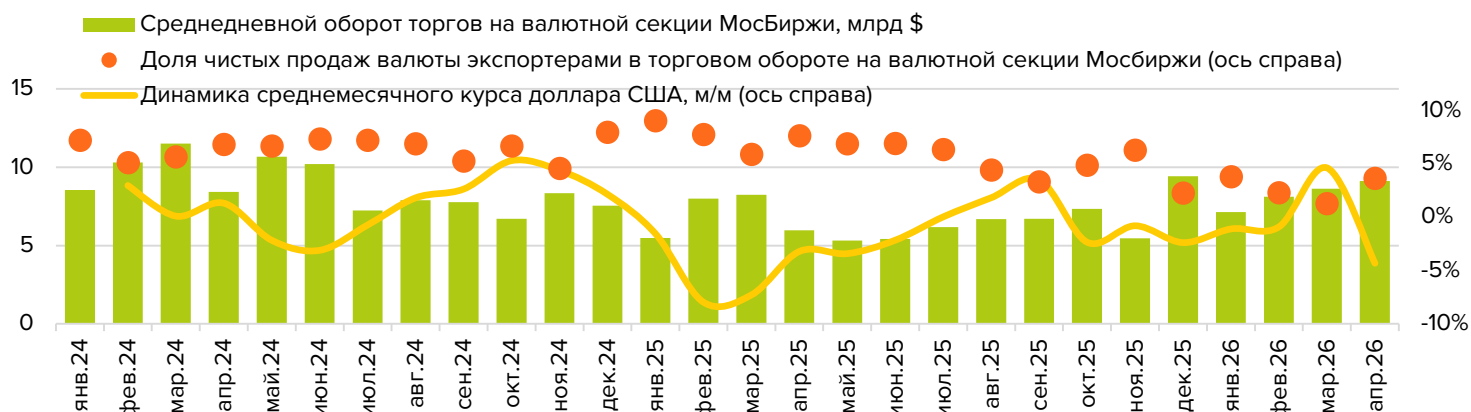
**78,0%**  
-3 п.п. м/м

<sup>2</sup>Последние актуальные данные по отношению чистых продаж иностранной валюты крупнейшими экспортерами – за декабрь 2025 г.

Чистые продажи 29 компаний из числа крупнейших российских экспортеров в апреле 2026 г. составили \$7,3 млрд, увеличившись в 3 раза на фоне роста цен на нефть. Средненеделные чистые продажи увеличились на сопоставимую величину до \$331,8 млн.

Отношение чистых продаж иностранной валюты к валютной экспортной выручке крупнейших экспортеров в декабре 2025 г. составило 78%, снизившись на 3 п.п. относительно ноября 2025 г. Напомним, что 14.08.25 правительство РФ отменило нормативы обязательной продажи валютной выручки экспортёрами. Данное изменение не оказало значительного влияния на отношение чистых продаж валюты к экспортной выручке и, тем самым, на динамику курса рубля.

Рис. 26. Биржевой торговый оборот в рамках валютной секции МосБиржи



Источник: Банк России, МосБиржа, расчеты ПСХБ Управление Активами

Показатели за апрель 2025 г.

Средненеделной оборот торгов на валютной секции МосБиржи

**\$9,1 млрд**

Доля чистых продаж валюты экспортерами

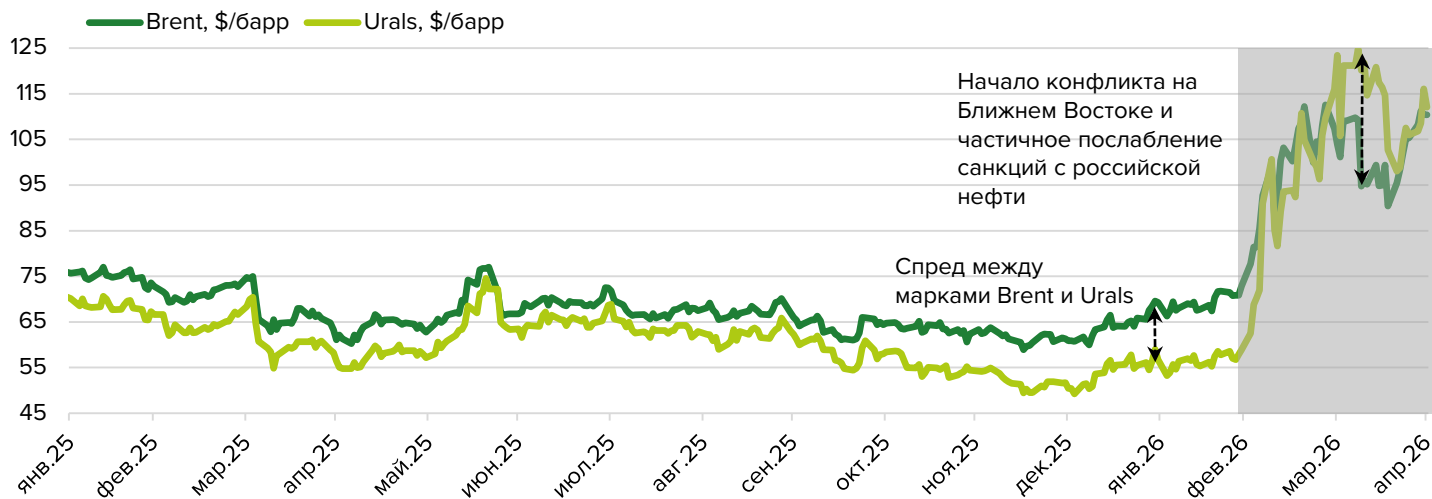
**3,6%**

Средненеделной оборот торгов на валютной секции МосБиржи в апреле составил \$9,1 млрд, увеличившись на 5,5% м/м, в основном за счет роста цен на нефть и налогового периода. При этом доля чистых продаж валюты экспортерами составила 3,6%, увеличившись на 2,4 п.п.

В условиях роста валютной ликвидности банки изменили позицию на рынке свопов с нетто-заемщиков на нетто-поставщиков валюты. С учетом этого ситуация с валютной ликвидностью на денежном рынке стабилизировалась. Юаневые ставки по валютным свопам снизились и в апреле находились в диапазоне от 0 до 5% (в конце месяца не превышали 1%). Сделки своп с Банком России в апреле не осуществлялись.

## Нефтяной рынок

Рис. 27. Динамика спотовых цен на нефть марок Urals и Brent



Источник: Cbonds

**Динамика спотовых цен нефти с начала 2026 г. на 30.04.2026**

**Brent, \$/бarr.** **110,4**  
(80,0 %)

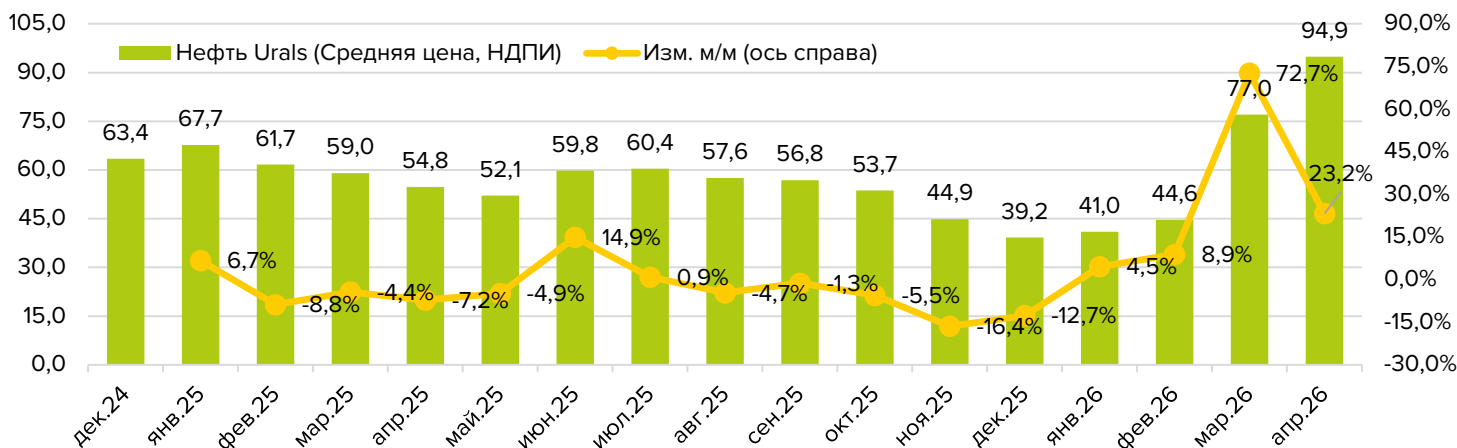
**Urals, \$/бarr.** **112,1**  
(116,8 %)

**Спред, \$/бarr.** **1,7**  
(11,3 \$/бarr.)

Цены на нефть продолжают оставаться повышенными. Так, цены на спотовом рынке на Brent по итогам месяца остановились на уровне 110,4 \$/бarr. Ормузский пролив, через который поставляется, по разным оценкам, около 20% от мирового объема потребления, остается перекрытым уже более двух месяцев, что существенно ограничивает предложение нефти. Усугубляет ситуацию нанесение ударов по нефтегазовой инфраструктуре на Ближнем Востоке как со стороны Ирана по близлежащим странам, так и по инфраструктуре самого Ирана со стороны США. По разным оценкам, пострадало свыше 80 энергетических объектов, при этом более трети из них получили серьезные или крайне серьезные повреждения. Это приводит к тому, что даже в случае достижения перемирия между участниками конфликта и открытия Ормузского пролива моментально восстановить прежние объемы поставок не представится возможным. Данный тезис подтверждается заявлением главы МЭА Фатиха Биrolа, который оценил, что потребуются около двух лет, чтобы восстановить инфраструктуру и достичь довоенного уровня добычи.

На этом фоне ОПЕК+ договорилась об увеличении производственного плана с июня на 188 тыс. б/с, при этом квота для РФ вырастет на 62 тыс. б/с. Также стало известно о том, что с 1 мая ОАЭ приняли решение выйти из организации ОПЕК и сделки ОПЕК+ и объяснили это решение гибкостью реагирования на изменения рынка при одновременном обеспечении стабильности. В планах страны увеличить добычу до 5 млн б/с к 2027 г. В краткосрочной перспективе при прочих равных, по нашим оценкам, увеличение добычи со стороны ОАЭ не окажет существенного влияния на нефтяные цены, поскольку провозные возможности в текущей ситуации сильно ограничены.

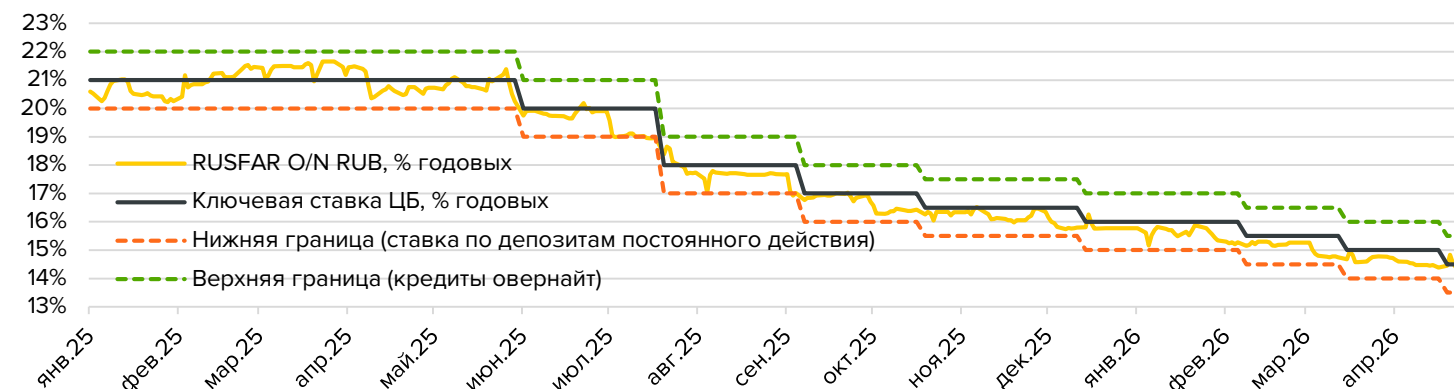
Рис. 28. Динамика цены нефти Urals в среднем за месяц для целей налогообложения, \$/бarr.



Источник: Минэкономразвития, расчеты РСХБ Управление Активами

## Приложение 1. Денежный рынок

Рис. 29. Динамика ставок денежного рынка RUSFAR в рублях



Источник: Мосбиржа

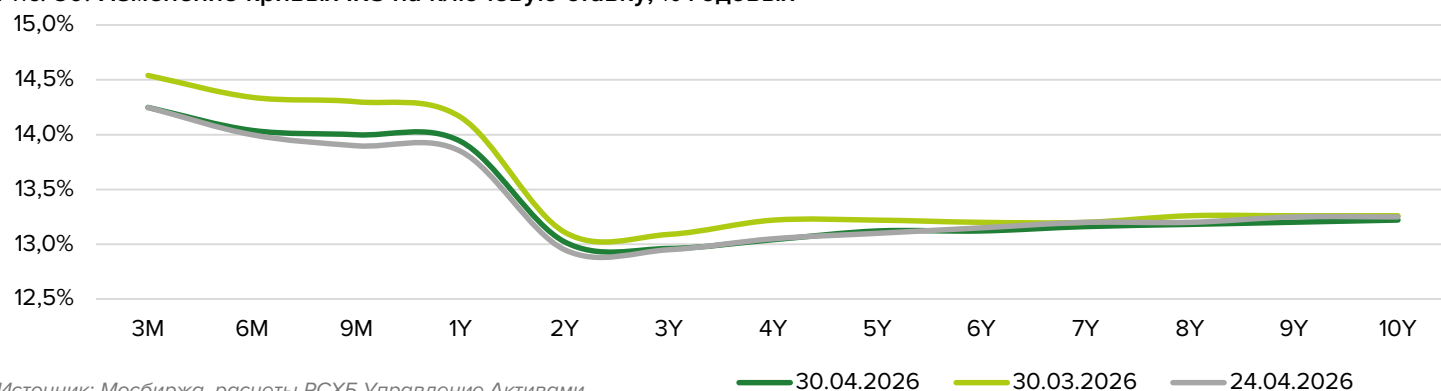
### Динамика денежного индекса

Динамика	RUSFAR O/N RUB
Тек. значение, %	14,40%
Изм. н/н, б.п.	-3
Изм. м/м, б.п.	-20
Изм. YtD, б.п.	-137

Ставка RUSFAR O/N RUB служит важным индикатором стоимости средств на денежном рынке.

На конец апреля ставка RUSFAR O/N находилась на уровне 14,40% годовых. Пока преждевременно говорить о том, что закладывает рынок относительно ключевой ставки в июне. Однако, обычно данная ставка находится под значением ключевой ставки. Отметим интересную динамику, которая наблюдалась после решения ЦБ: как только Банк России снизил ключевую ставку и дал рынку сигнал о дальнейших действиях, RUSFAR слегка повысилась и в какой-то момент превышала КС. Это говорит о том, что ожидания относительно дальнейшей траектории КС ужесточились. Как мы отмечали ранее, это может быть связано с умеренно-жестким сигналом Банка России и его пересмотренным вверх прогнозом по ставке на 2026 и 2027 гг. и нарастающим дефицитом банковской ликвидности с начала текущего года.

Рис. 30. Изменение кривых IRS на ключевую ставку, % годовых



Источник: Мосбиржа, расчеты РСХБ Управление Активами

### Значение свопов на ставку (IRS) на соответствующем сроке

Динамика	1Y	3Y	5Y	10Y
Тек. значение, %	13,94%	12,96%	13,12%	13,22%
Изм. м/м, б.п.	-22	-13	-10	-4
С пред. решения	9	1	2	-3
Изм. YtD, б.п.	-121	-104	-	-98

Свопы на КС за апрель заметно снизились, в среднем на 15 б.п. Однако после решения Банка России по ключевой ставке и его умеренно-жесткого сигнала свопы скорректировались вверх в среднем на 1 б.п., причем заметнее всего коррекционное движение наблюдалось на участке от 6 месяцев до 2 лет (в среднем на +7 б.п.). Это говорит о более консервативных взглядах касательно дальнейшей траектории КС в среднесрочной перспективе.

На конец апреля ставка годового свопа закрылась на уровне 13,94% (-22 б.п. м/м), ставка трёхлетнего свопа составила 12,96% (-13 б.п. м/м), а пятилетнего свопа — 13,12% (-10 б.п. м/м). Значение самого короткого 3-месячного свопа на текущий момент составляет 14,25% (-29 б.п. м/м), что отражает рыночные ожидания по ключевой ставке на заседании ЦБ в июне 2026 г. на уровне 14,0–14,5% годовых.

## Приложение 2. Обновленный среднесрочный прогноз ЦБ

Таб. 1. Обновленный среднесрочный прогноз Банка России в рамках базового сценария (сравнение актуального апрельского прогноза от 24.04.26 с февральской версией от 13.02.26)

Показатель	2025		2026		2027		2028	
	февраль'25	апрель'26	февраль'25	апрель'26	февраль'25	апрель'26	февраль'25	апрель'26
Инфляция, % дек/дек	5,6	5,6	4,5–5,5	4,5–5,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, %	8,7	8,7	5,1–5,6	5,1–5,6	4,0	4,0	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	19,2	19,2	13,5–14,5	14,0–14,5	8,0–9,0	8,0–10,0	7,5–8,5	7,5–8,5
ВВП, % г/г	1	1,0	0,5–1,5	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5	1,5–2,5	1,5–2,5
Денежная масса M2, % г/г	10,6	10,6	5–10	5–10	7–12	7–12	7–12	7–12
Торговый баланс, \$ млрд	117	117	90	155	105	130	113	115
Экспорт, \$ млрд	419	422	399	485	428	472	451	472
Импорт, \$ млрд	303	305	309	330	323	342	338	357

Источник: Банк России

### Комментарий Банка России относительно основных изменений в прогнозе

**Ключевая ставка.** Диапазон средней ключевой ставки сужен до 14,0–14,5% на 2026 г. и повышен до 8,0–10,0% на 2027 г. (по сравнению с 13,5–14,5 и 8,0–9,0% соответственно в февральском прогнозе). Рост неопределенности и проинфляционных рисков со стороны внешних условий и параметров бюджетной политики предполагает более осторожную траекторию снижения ключевой ставки, чем предусматривалось в феврале. В 2028 г., как и ранее, прогнозируется возвращение ключевой ставки в нейтральный диапазон – 7,5–8,5% годовых.

**Инфляция.** Прогнозные диапазоны по инфляции сохранены без изменений. По итогам 1кв26 инфляция сложилась на уровне 5,9% – несколько ниже февральского прогноза (6,3%). Это связано с более слабым внутренним спросом и более низкими темпами роста цен на ряд волатильных компонентов, чем ожидалось в февральском прогнозе. Проводимая ДКП обеспечит возвращение устойчивой инфляции к 4% в 2п26. При этом годовая инфляция снизится до 4,5–5,5% в 2026 г. и вернется на целевой уровень 4% в 2027 г.

**ВВП.** Динамика ВВП в 1кв26 (-0,5% г/г) складывалась ниже предыдущего прогноза Банка России. Это отчасти связано с календарным фактором (в январе – феврале 2026 г. было на 3 рабочих дня меньше, чем в январе – феврале 2025 г.), влияние которого оценивалось несколько ниже в февральском прогнозе, а также с неблагоприятными погодными условиями, повлиявшими на отдельные отрасли, в том числе строительство. В 2кв26 предполагается восстановление экономической активности в условиях обратного эффекта календарного фактора (в 2кв26 на 3 рабочих дня больше, чем в 2кв25). Оперативные данные также указывают на оживление экономической активности в марте – апреле 2026 г., текущие оценки бизнес-климата в апреле приблизились к уровням 3–4кв25. С учетом этого прогноз по росту экономики в целом сохранен без изменений. В 2026 г., как и ранее, прогнозируются умеренные темпы роста ВВП в диапазоне 0,5–1,5%. В дальнейшем рост ВВП будет соответствовать долгосрочным темпам роста потенциального выпуска 1,5–2,5%.

**Денежно-кредитные показатели.** Прогнозные интервалы приростов требований к экономике, организациям и населению на 2026 г. сужены до 6–10, 7–11 и 5–9% соответственно (по сравнению с 6–11, 7–12 и 5–10% в февральском прогнозе), в том числе ввиду несколько более низкой, чем ожидалось, кредитной активности в 1кв26. Прогнозируется, что розничное кредитование продолжит восстанавливаться после слабой динамики 2025 г., а корпоративное кредитование будет расти в умеренном темпе. При этом с учетом более активного исполнения бюджета в 1кв26 прогнозный диапазон прироста денежной массы на 2026 г. сохранен без изменений. Прогноз на 2027–2028 гг. по всем денежно-кредитным показателям не изменен.

**Цены на нефть.** Цена на нефть для налогообложения повышена до \$65 и \$55 за барр. в 2026 и 2027 гг. соответственно с учетом складывающихся трендов на мировом товарном рынке. Временное повышательное давление на цены оказывает шок предложения, вызванный конфликтом на Ближнем Востоке и перекрытием Ормузского пролива. Возобновление снижения нефтяных цен ожидается по мере нормализации ситуации. Ожидается, что в 2028 г. цена на нефть для налогообложения сложится на уровне \$55 за барр., как предполагалось и в февральском прогнозе.

**Платежный баланс.** Положительное сальдо счета текущих операций в 2026 и 2027 гг. пересмотрено вверх до \$72 млрд и \$44 млрд соответственно за счет более значительного повышения стоимостного объема экспорта по сравнению с импортом. Экспорт пересмотрен вверх из-за более высоких цен на энергоносители и другие сырьевые товары. Импорт в долларовом выражении повышен в связи с более существенным ростом импортных цен в 2026 г. в условиях усложнения логистики из-за конфликта на Ближнем Востоке. При этом в 2028 г. профицит счета текущих операций ожидается в размере \$29 млрд, то есть вблизи уровня предыдущего прогноза. Пересмотр вверх цен на энергоносители предполагает увеличение резервов на \$5 млрд в 2026 г. и их менее существенное сокращение в следующие годы (на \$5 млрд в 2027 г. и \$3 млрд в 2028 г.) за счет изменения объема операций с ФНБ.

**Чистый экспорт.** Прогноз по экспорту и импорту оставлен без изменений. В 2026 г. по-прежнему ожидается рост физического объема экспорта в диапазоне 0,5–2,5%. Прогноз по росту физического объема импорта также сохранен в интервале 0,5–2,5%. В 2027–2028 гг. предполагается увеличение как экспорта, так и импорта сопоставимыми темпами 1,0–3,0%

## Команда инвестиционного департамента

### Аналитический департамент



**Павел  
Паевский**

Начальник  
департамента



**Александр  
Морозов**

Ведущий  
инвестиционный  
аналитик



**Алиев  
Иса**

Аналитик

## Ограничение ответственности

---

Данный аналитический материал подготовлен аналитиками и управляющими ООО «РСКХБ Управление Активами» (далее – Общество), содержит субъективные оценки (прогнозы) сотрудников и расчеты экспертов ООО «РСКХБ Управление Активами», не предназначен для широкого распространения, не является рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов, а также не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Информация, содержащаяся в этом материале, не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве.

Общество с ограниченной ответственностью «РСКХБ Управление Активами». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00943 от 22 ноября 2012 г., выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-13714-001000 от 22 ноября 2012 г., выдана ФСФР России, без ограничения срока действия.

ООО «РСКХБ Управление Активами» не осуществляет деятельность по инвестиционному консультированию, не является инвестиционным советником и не предоставляет индивидуальных инвестиционных рекомендаций. Информация, размещенная в данном материале, не должна рассматриваться как предложение по покупке или продаже финансовых инструментов или оказание услуг какому-либо лицу. Финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в данном материале, могут не соответствовать инвестиционному профилю клиента и его инвестиционным целям и ожиданиям. Вы должны самостоятельно определить соответствует ли финансовый инструмент, продукт или услуга вашим инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска. ООО «РСКХБ Управление Активами» не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

ООО «РСКХБ Управление Активами» уведомляет клиентов и иных заинтересованных лиц о том, что, инвестирование в финансовые инструменты, представленные в данном материале, сопряжено с принятием рисков. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, Государство и ООО «РСКХБ Управление Активами» не гарантируют доходность инвестиций и достижения ожидаемой доходности. Услуги, предоставляемые ООО «РСКХБ Управление Активами», не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов. Денежные средства, передаваемые по договору доверительного управления, не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 г. N 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации».

Следует учитывать, что после подготовки настоящего материала могут происходить события, которые способны повлиять на рыночную ситуацию, предвидеть которые в настоящее время невозможно или затруднительно, вследствие чего оценки и прогнозы, которые содержит настоящий материал, сформированы исходя из известных на дату подготовки материала фактов.

Получить более подробную информацию об услугах по доверительному управлению, конкретных стратегиях доверительного управления и ознакомиться с иными документами, можно по адресу Общества с ограниченной ответственностью «РСКХБ Управление Активами»: 123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 19, тел. +7 (495) 660-47-65; адрес страницы в сети Интернет: <https://rshb-am.ru>.