

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

Выводы: Федеральный бюджет

- **Структурная трансформация доходной статьи бюджета.** Российский федеральный бюджет продолжает смещение в сторону ненефтегазовых источников доходов. По итогам 2025 доля ненефтегазовых доходов достигла 77,3%, что существенно превысило уровень 2024 в 68,3%. Рост обеспечен в первую очередь налогами, связанными с внутренней экономической активностью – НДС, налогом на прибыль и НДФЛ, что указывает на относительную устойчивость фискальной системы в условиях волатильности сырьевых рынков и санкций.
 - **Нефтегазовые доходы остаются зоной ключевых рисков.** Снижение нефтегазовых доходов на -22,4% г/г отражают одновременно (а) укрепление российского рубля, (б) снижение мировых цен на нефть и (в) расширение дисконта Urals к Brent. Федеральный бюджет России по итогам 2025 г. «недобрал» плановых нефтегазовых поступлений, а учитывая «завышенные» прогнозы по стоимости российской марки нефти, есть риск «недобрать» НД на конец 2026 г.
 - **Устойчиво структурный дефицит федерального бюджета.** По итогам 2025 г. (исходя из оперативных данных Министерства Финансов РФ) федеральный бюджет исполнился с дефицитом $\text{R}5,6$ трлн (2,6% ВВП), что соответствует уточненным параметрам закона о бюджете. Кратное расширение накопленного дефицита по сравнению с 2024 г. указывает на устойчивый структурный дисбаланс, поддерживаемый опережающим ростом расходов при стагнации доходов.
 - **Рост государственного долга ускоряется, но остается контролируемым.** Государственный долг России по итогам 2025 оценивается в $\text{R}36,2$ 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%.
 - **Итоговой вывод.** Федеральный бюджет РФ входит в 2026-2028 гг. с усиливающимся структурным дефицитом, растущей долговой нагрузкой и повышенной стоимостью заимствований, при одновременном снижении роли нефтегазовых доходов. Ключевым фактором устойчивости остается внутренняя экономическая активность (налоги и т.п.). В среднесрочной перспективе бюджетная устойчивость будет зависеть от способности экономики поддерживать налоговую базу без проциклического наращивания расходов и долга.
-

Выводы: Макроэкономические показатели

- **Инфляция.** Годовая инфляция в декабре (5,59%) опустилась до минимума с августа 2023 г. Месячный прирост цен (с.к.г.) составил 2,6% (2,2% месяцем ранее). Кроме того, инфляция за 2025 г. стала самой низкой за год с 2020 г. Показатели устойчивой инфляции (с.к.г.) в декабре преимущественно возросли. В среднем за 4к25 их приросты сложились в диапазоне 4–6% (с.к.г.) и находились вблизи значений 2–3к25 или немного выше. Компоненты потребительской корзины с волатильными ценами внесли отрицательный вклад в месячный прирост цен. Продолжили снижаться цены на бензин и сахар. Низкими для декабря были приросты цен на яйца, овощи и фрукты.
- **Ключевая ставка.** ЦБ в основных направлениях ДКП отмечает, что уровень нейтральной ставки в российской экономике должен сохраняться в диапазоне 7,5–8,5%. Этот факт говорит о том, что пространство для снижения ключевой ставки сохраняется. Однако, исходя из недельных данных, инфляция в январе составила 2,04% м/м, что существенно отклоняется от целевой траектории за месяц (~0,4% м/м), в октябре ожидается повышение тарифов. Последний прогноз ЦБ по инфляции на конец 2026 г. в диапазоне 4-5%, видимо, придется пересмотреть. Мы предполагаем, что Банк России, вероятно, рассмотрит вариант с паузой в снижении ключевой ставки, чтобы оценить ситуацию.
- **Денежная масса.** В декабре денежный агрегат М2 увеличился на 3,9%. Значительный прирост денежной массы в последний месяц года является сезонной нормой. При этом годовые темпы прироста агрегатов уменьшились по сравнению с ноябрем. Годовой темп прироста агрегата М2 снизился до 10,6% (12,3% в ноябре). Аналогичный показатель денежного агрегата М2Х с исключением валютной переоценки уменьшился до 12,0% (13,1% в ноябре). Основной вклад в годовой прирост М2Х по-прежнему продолжают вносить требования банковской системы к экономике. Их годовой прирост составил ₽13,7 трлн, что меньше аналогичного показателя в ноябре (₽15,1 трлн). Годовой вклад требований к организациям снизился до ₽12,6 трлн (₽14,6 трлн в ноябре).
- **ВВП.** Согласно предварительной оценки Росстата ВВП за 4кв25 составил в текущих ценах ₽61,8 трлн, при этом прирост был оценен на уровне 1,0% г/г. В целом за 2025 г., по первой оценке, ВВП в текущих ценах составил ₽213,5 трлн (прирост на 1,0% г/г), что является верхней оценкой ЦБ в базовом среднесрочном прогнозе, признаков рецессии не просматривается в ближайшей перспективе.
- **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.** В январе рубль продолжил укрепление. В рамках бюджетного правила в январе Минфин увеличил ежедневный объем реализации валюты и золота до рекордных ₽12,8 млрд, что в 2,3 раза превышает показатели предыдущего периода. Продажа на «тонком» валютном рынке заметно сдвинуло обменный курс во второй половине месяца.
- **Российская нефть.** Санкционные ограничения продолжают смещать торговый баланс российской нефти в сторону избытка предложения. На текущий момент, по данным Минэкономразвития, средняя цена нефти, используемая при определении налогов, находится на уровне \$40,9 за баррель (-39,6% г/г).

Основные макроэкономические показатели РФ

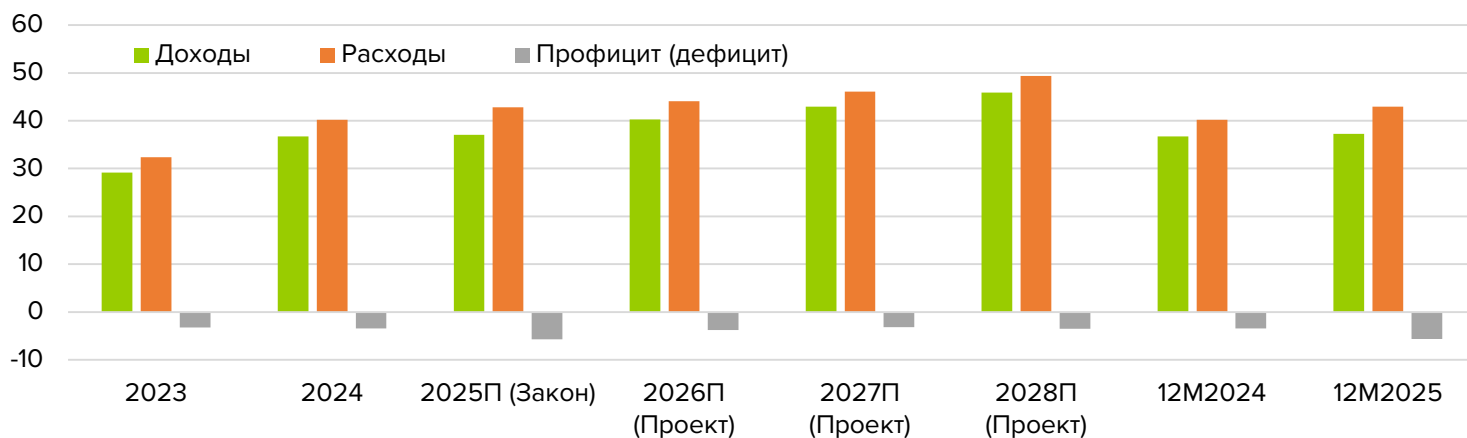
Показатель, ₽ трлн	2023	2024	Δ, г/г	12М24	12М25	Δ, г/г	2025П (Закон)	2026П (Проект)	2027П (Проект)	2028П (Проект)
Нефтегазовые	8,8	11,1	26,2%	11,1	8,5	-23,8%	8,7	8,9	9,1	9,7
Базовые НГД	8,0	9,8	22,9%	9,8	8,4	-14,6%	8,6	9,0	8,7	8,9
Дополнительные НГД	0,8	1,3	58,1%	1,3	0,1	-93,5%	0,1	0,0	0,3	0,8
Ненефтегазовые	20,3	25,6	26,0%	25,6	28,8	12,6%	28,4	31,4	33,9	36,2
НДС	11,6	13,5	16,4%	13,5	14,6	7,7%	14,5	17,5	19,3	20,7
Акцизы	1,2	1,5	23,7%	1,5	1,8	19,9%	1,6	1,7	1,7	1,8
Налог на прибыль	1,9	2,3	19,1%	2,3	3,9	72,2%	4,7	5,0	5,1	5,5
НДФЛ	0,2	0,3	112,3%	0,3	0,8	125,3%	0,8	1,1	0,8	0,8
Прочее	5,4	7,9	46,9%	7,9	7,7	-2,4%	6,9	6,1	6,9	7,4
Доля ненефтегазовых доходов	69,7%	69,7%	-3 б.п.	69,7%	77,3%	759 б.п.	76,7%	77,9%	78,9%	78,8%
Доходы, итого	29,1	36,7	26,0%	36,7	37,3	1,6%	37,1	40,3	42,9	45,9
Расходы на обслуживание госдолга	1,7	2,3	35,9%	2,2	3,1	42,1%	3,2	3,9	3,8	4,5
Расходы на обслуживание госдолга, % от доходов	5,9%	6,3%	46 б.п.	5,9%	8,2%	235 б.п.	8,6%	9,7%	8,8%	9,9%
Расходы, итого	32,4	40,2	24,2%	40,2	42,9	6,8%	42,8	44,1	46,1	49,4
Дефицит	-3,2	-3,5	7,5%	-3,5	-5,6	62,6%	-5,7	-3,8	-3,2	-3,5
ФНБ	12,0	11,9	-0,7%	11,9	13,4	12,9%	11,9	13,6	13,7	13,8
ФНБ/ВВП	6,8%	5,9%	-88 б.п.	5,9%	6,3%	38 б.п.	5,5%	5,8%	5,3%	5,0%
Госдолг	25,4	29,3	15,3%	29,1	36,2	24,6%	38,6	43,7	48,4	53,8
Внутренний	20,7	23,7	14,6%	23,7	30,7	29,1%	32,2	37,4	42,2	47,4
Внешний	4,7	5,6	18,3%	5,3	5,6	4,2%	6,4	6,2	6,2	6,3
Госдолг/ВВП	14,4%	14,6%	16 б.п.	14,5%	17,0%	251 б.п.	17,7%	18,6%	19,0%	19,5%
Ключевая ставка, % в среднем за период	9,9%	17,5%	7,6 п.п.	17,5%	19,1%	1,6 п.п.	19,2%	14,0%	8,0%	8,0%
Инфляция (Росстат), % г/г	7,4%	9,5%	2,1 п.п.	9,5%	5,6%	-3,9 п.п.	6,8%	4,5%	4,0%	4,0%
Динамика денежной массы (M2), % г/г	19,4%	19,2%	-0,2 п.п.	19,2%	10,6%	-8,6 п.п.	8,5%	7,5%	9,5%	9,5%
Промышленное производство, % г/г	4,3%	4,6%	0,3 п.п.	8,7%	3,7%	-5,0 п.п.	1,5%	2,3%	3,1%	2,8%
PMI Composite, п. в среднем за период	54,2	51,8	-2,5 п.	51,8	49,8	-2,0 п.	-	-	-	-
Уровень безработицы, % в среднем за период	3,2%	2,5%	-0,7 п.п.	2,5%	2,2%	-0,3 п.п.	2,3%	2,6%	2,5%	2,3%
Торговый баланс, млрд долл.	121,7	133,0	9,3%	121,9¹	106,2¹	-12,9%	106,9	123,0	135,4	164,0
Экспорт, \$ млрд	424,7	433,1	2,0%	394,1 ¹	375,0 ¹	-4,8%	412,9	431,5	462,2	505,5
Импорт, \$ млрд	303,1	300,1	-1,0%	272,1 ¹	268,8 ¹	-1,2%	306,0	308,5	326,9	341,5
Экспортная цена на российскую нефть, \$/барр	64,5	66,6	3,3%	67,6	56,5	-16,4%	58,0	59,0	61,0	65,0
Курс доллара США	85,2	92,6	8,7%	92,6	83,7	-9,6%	86,1	92,2	95,8	100,1
ВВП, номинал	176,4	201,2	14,0%	201,2	213,5²	6,1%	217,3	235,1	255,5	276,3
Динамика реального ВВП, г/г	4,1%	4,3%	0,3 п.п.	4,9%	1,0%²	-3,9	1,0%	1,3%	2,8%	2,5%

¹За первые 11 месяцев

²Предварительная оценка за 12 месяцев

Основные показатели федерального бюджета РФ

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



Источник: Минфин РФ

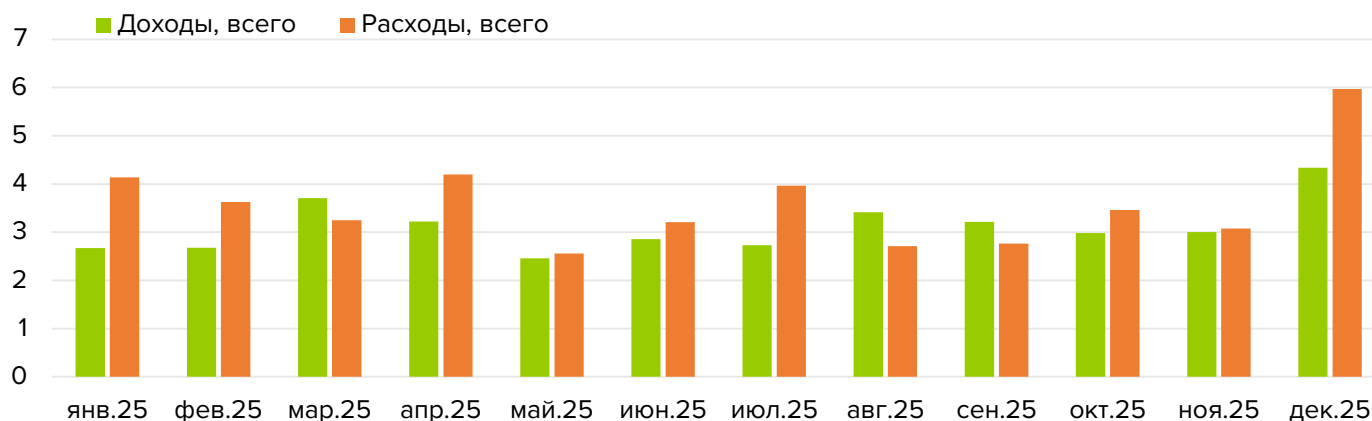
Доходы/расходы бюджета за 2025 г.

Доходы **1,6 % г/г**

Расходы **6,8 % г/г**

По предварительной оценке Минфина, за 2025 г. доходы федерального бюджета (ФБ) составили 37 283,5 млрд (1,6% г/г), месячный прирост дохода за декабрь составил 4 337,9 млрд, что оказалось выше ноябрьского уровня на 44,3% м/м и октябрьского – на 45,3%. Бюджетные расходы выросли на 6,8% г/г, до 42 928,1 млрд, а за месяц бюджет израсходовал 5 972,4 млрд (94,3% м/м). Традиционно месячный рост доходов ФБ РФ связан с закрытием года и получением налоговых отчислений граждан и компаний, расходы в месячном исчислении снизились на -20,8% г/г, поскольку в декабре 2024 г. Минфин РФ авансировал платежи за 2025 г.

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



Источник: Минфин РФ

Доходы/расходы бюджета за 2025 г. в месячном исчислении

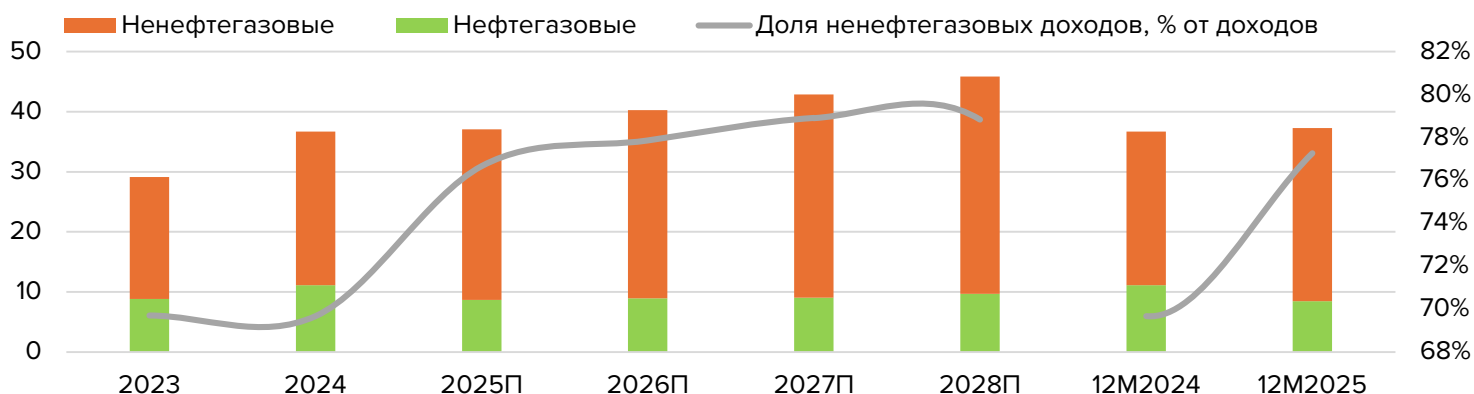
Доходы **44,3 % м/м**

Расходы **94,3 % м/м**

Основными факторами роста доходов в декабре 2025 г. стал НДС: НДС (внутренний) вырос на 35,9% г/г, 67,5% м/м и НДС (внешний) – на -10,8% г/г, 35,4% м/м и НДСФЛ (151,6% г/г; -36,6% м/м). В начале 2025 г. Минфин РФ объявил об авансировании платежей как в декабре 2024 г. – 7 541,3 млрд, так и январе 2025 г. – 4 138,6 млрд. Учитывая прошлогоднюю норму января и рост инфляции, вероятно, в январе 2025 г. было авансировано около 1 138,6 млрд. Тем самым в январе 2026 г., вероятно, ожидается месячный расход не более 4 000,0 млрд, то есть сопоставимый с январем 2025 г либо чуть меньше.

Основные показатели федерального бюджета РФ

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



Источник: Минфин РФ

Ключевые допущения на 2025 г.

Расчетный курс доллара США

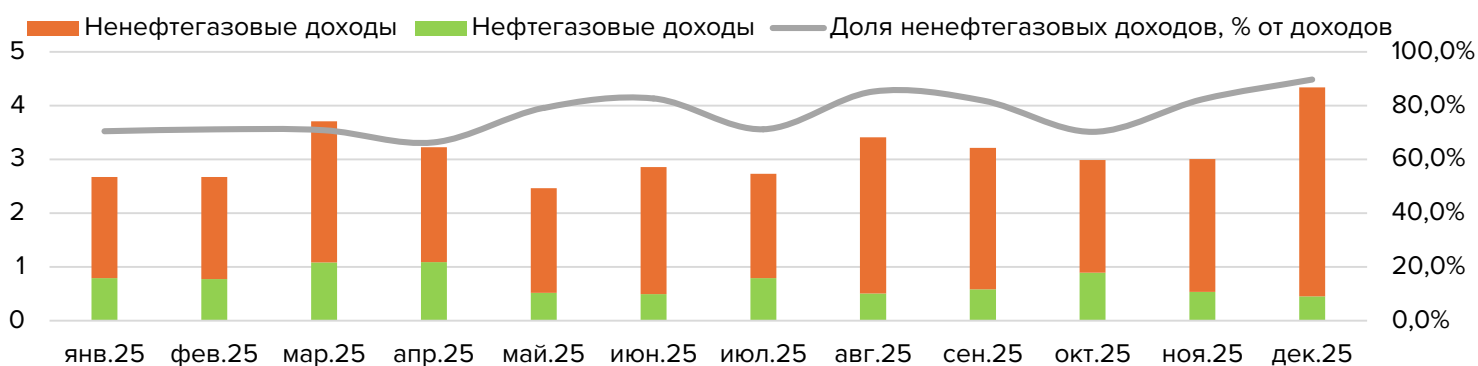
₽86,1

Экспортная цена на российскую нефть марки Urals

58 \$/барр.

Ненефтегазовые доходы (ННД) внесли 77,3% от общей суммы доходов за 12M2025, что на 7,6 п.п. выше уровня 12M2024 (69,7% от общей суммы доходов ФБ); они увеличились на 12,6% г/г до ₽28 806,7 млрд. Нефтегазовые доходы (НД), напротив, вновь сократились, показав снижение на -23,8% г/г до ₽8 476,8 млрд. Снижение стоимости во много объясняется относительно высокой средней стоимостью нефти и ослаблением курса к концу 2024 г. В месячном исчислении НД продолжили снижение (-15,7% м/м, до ₽447,8 млрд), после роста в октябре. Из-за укрепления рубля, стабильного снижения стоимости нефти и расширения дисконта Urals к Brent, ФБ «недобрал» плановые НД на 2025 г.), а именно ₽177,1 млрд.

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



Источник: Минфин РФ

Ключевые допущения на 2025 г.

Остаток на ФНБ

₽13,4 трлн

Дефицит бюджета

₽-5,6 трлн

В декабря доля ННД выросла на 7,5 п.п, до 89,7% с 82,2% в ноябре, что объясняется снижением НД (-15,7% м/м; -43,3% г/г) в общей сумме доходов ФБ.

Снижение объема ННД в декабре относительно ноября обусловлено продолжающимся снижением стоимости нефти при устойчиво крепком рубле: в декабре нефть Brent подешевела ещё на -1,7% м/м (-3,7% м/м в ноябре), опустившись с \$62,4 до \$61,3 за баррель, а нефть марки Urals снизилась в цене на -5,0% (-6,9% м/м месяцем ранее), с \$54,4 до \$51,7.

Основные показатели федерального бюджета РФ

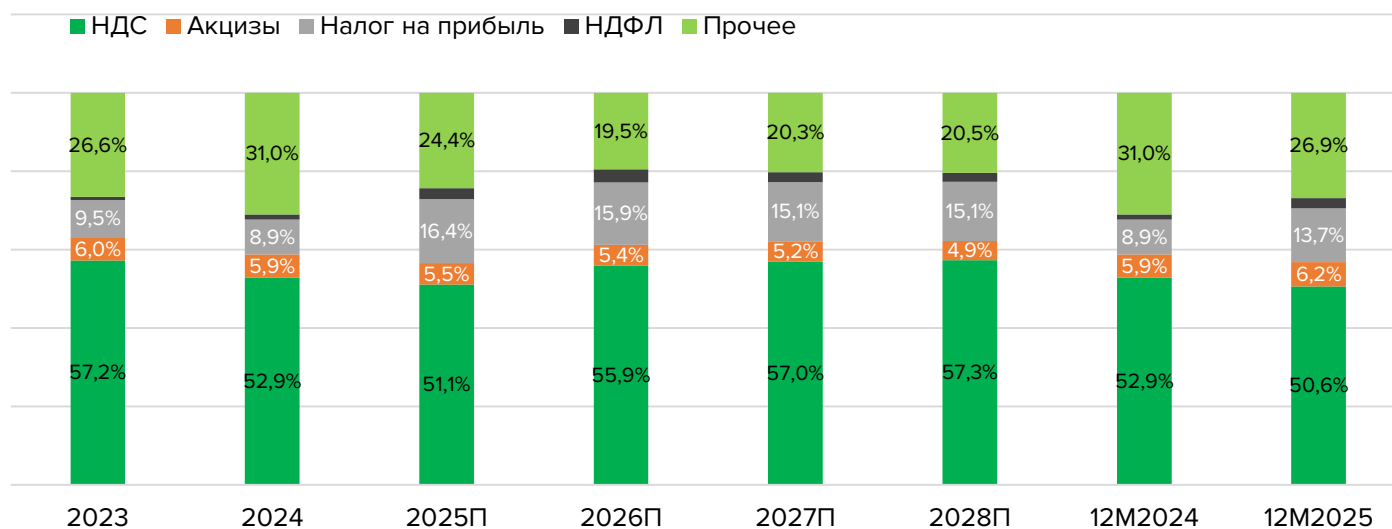
Сравнение фактического итога 2025 г., оценки Минфина РФ на конец 2025 г. и плана Минфина РФ на 2026 г., ₽ трлн

Год	2025	2025 (оценка)	2026
Доходы	37,3	37,1	45,9
Расходы	-42,9	-42,8	-44,1
Дефицит	-5,6	-5,7	-3,8
НД / ННД	8,5 / 28,8	8,7 / 28,4	8,9 / 31,4

Фактические доходы в 2025 г. составили 37,3 трлн, что практически совпало с оценкой Минфина, принятой осенью 2025 г. (37,1 трлн). Минимальное расхождение подтверждает консервативный характер прогнозов доходной части бюджета в 2025 г. План на 2026 г. предполагает рост доходов до 45,9 трлн за счет расширения НДС. Расходы по итогам 2025 г. составили 42,9 трлн при осенней оценке 42,8 трлн. На 2026 г. запланирован рост расходов до 44,1 трлн, однако его темпы существенно ниже роста доходов. Дефицит бюджета в 2025 г. оказался на уровне 5,6 трлн против оценочных 5,7 трлн, то есть фактически полностью уложился в параметры, заложенные осенью 2025 г. В 2025 г. ФБ «недобрал» 177,1 млрд : 8,5 трлн против 8,7 трлн, но «перебрал» 370,1 млрд НДС: 28,8 трлн против 28,4 трлн.

С другой стороны, важно отметить, что (а) оценка за 2025 г. была выдвинута осенью 2025 г. (октябрь-ноябрь), поскольку в предыдущие два прогноза (в конце 2024 г. и весной 2025 г.) ФБ не «уложился» и (б) прогноз за 2026 г. построен на «завышенных» ожиданиях курса рубля и стоимости нефти: 92,2 за доллар и \$59 за баррель российской нефти.

Рис. 5. Структура нефтегазовых доходов федерального бюджета, %



Источник: Минфин РФ

Динамика НДС за 2025 г.

ННД, связанный с внутренним производством

28,2 % г/г

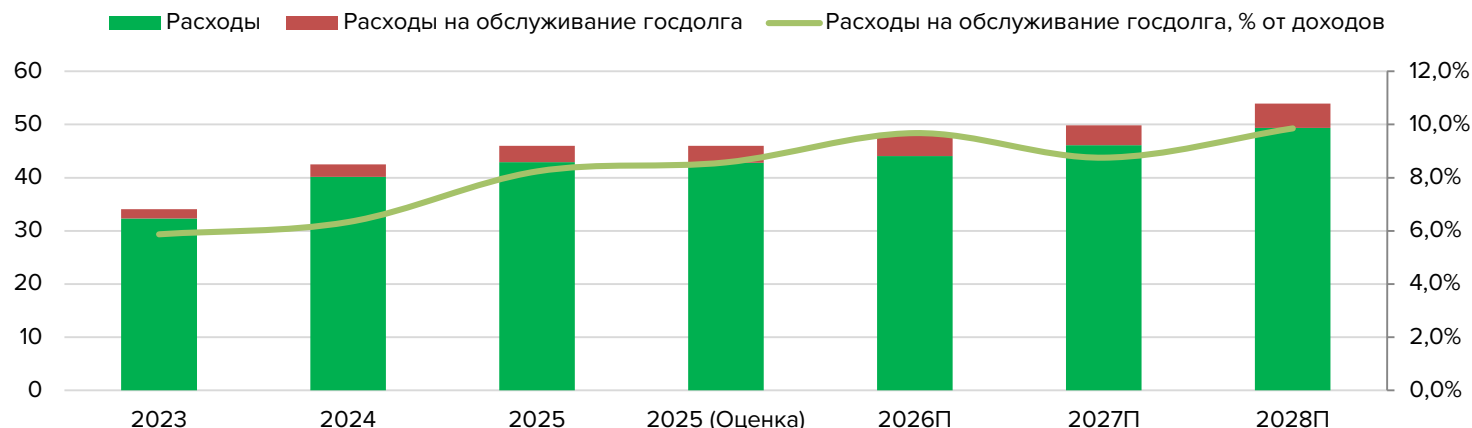
ННД, связанный с импортом

-10,0 % г/г

Согласно данным Минфина РФ, нефтегазовые доходы Российской Федерации за 2025 г. выросли на 12,6% г/г к аналогичному периоду 2024 г. Основной рост НДС обеспечили НДФЛ (125,3% г/г) и налог на прибыль (72,2% г/г). Доля НДС в ННД вырос на -10 б.п., с 51,0% до 51,1% относительно ноября и снизилась на -1,8 п.п., с 52,9% до 51,1% относительно 2024 г., доля налога на прибыль выросла на 7,6 п.п., с 8,9% до 16,4%.

Основные показатели федерального бюджета РФ

Рис. 6. Расходы федерального бюджета, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

Ключевые допущения на 2025 г.

Динамика расходов на госдолг за 2025 г.

42,1 % г/г

Доля расходов на госдолг от доходов

8,2 %
(+235 б.п.)

Расчетный курс доллара США

₽86,1

Инфляция на конец 2025 г. (в законе)

6,8 % г/г

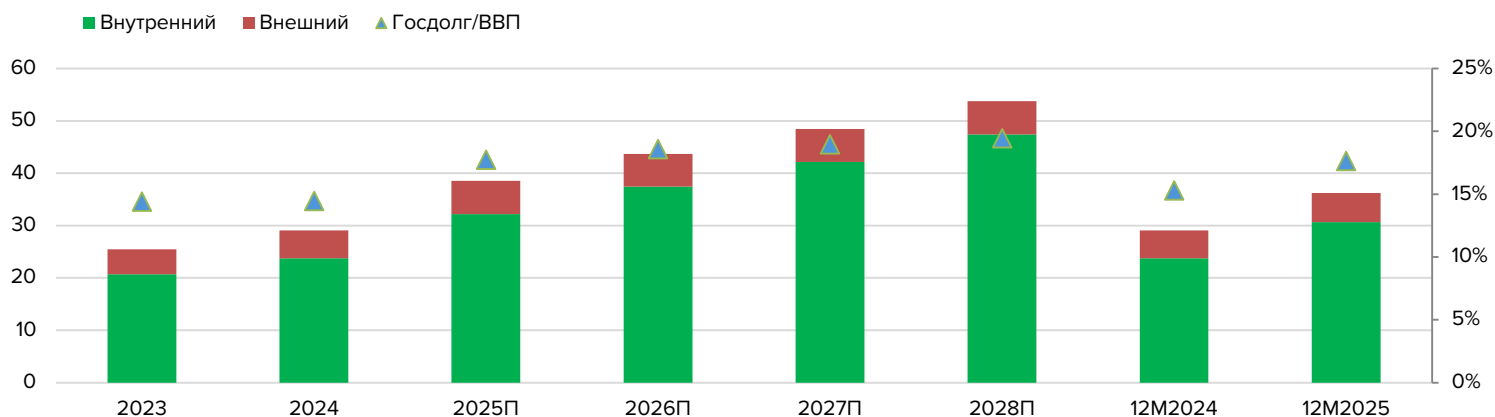
По предварительной оценке Минфина России, в 2025 г. расходы ФБ составили ₽42 928,1 млрд (6,8% г/г). В декабре расходы выросли до ₽5 972,4 млрд (94,4% м/м), что традиционно для декабря, поскольку в этот месяц проходит авансирование платежей на следующий год.

На этом фоне расширился накопленный дефицит ФБ, который практически достиг планового уровня. Месячный отрицательный прирост дефицита составил ₽-1 634,5 млрд, а накопленный дефицит: ₽-5 644,6 млрд (₽-4 010,1 млрд в ноябре).

В накопленном итоге за 2025 г. разрыв между доходами и расходами остаётся выше уровня прошлого года в 1,6 раза, что указывает на продолжающееся расширение структурного дефицита.

Государственный долг

Рис. 7. Динамика и структура госдолга, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ, Минэкономразвития

Значение размера госдолга на конец 2025 г.

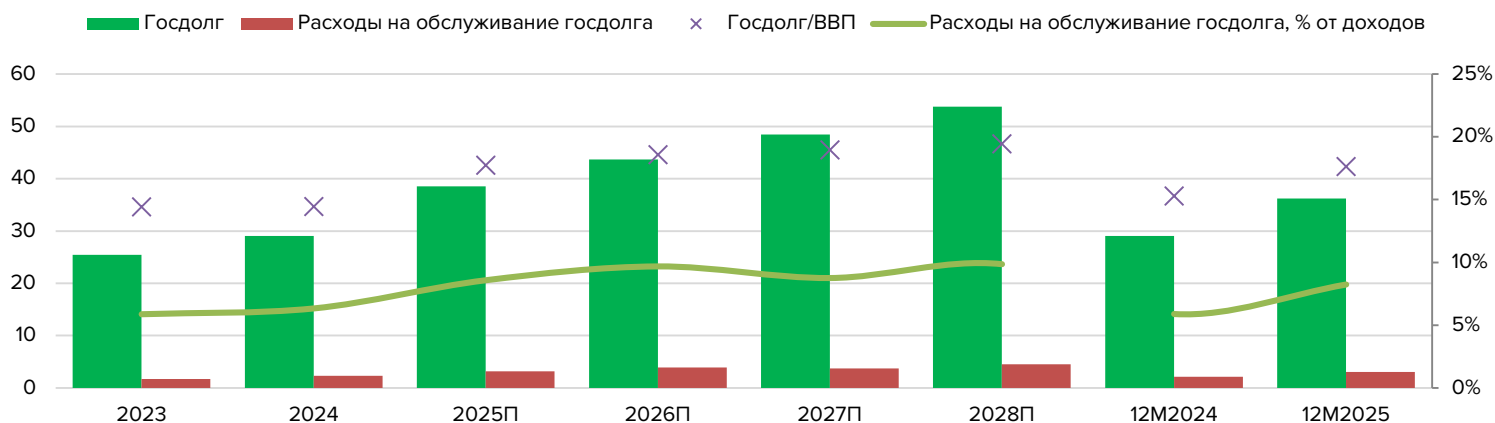
₽36,2 трлн

Динамика госдолга по итогам 2025 г.

24,6 % г/г

Согласно данным Минфина России, размер государственного долга на конец 2024 г. составлял ₽29 325 млрд (+7,2% г/г), на конец декабря 2025 г. – ₽36 211,4 млрд (24,6% г/г). Внутренний долг страны вырос на 29,1% г/г, как и внешний долг – на 4,2% г/г. Минфин РФ привлекает заимствования исключительно на внутреннем рынке через ОФЗ с постоянным купоном, однако внешний долг вырос из-за размещения ОФЗ CNY 29 и ОФЗ CNY 33 и переоценки долга, номинированного в евро. По оперативным данным в 4кв25 Минфин России разместил 95% от квартального плана в ₽3 800 млрд. В 1 кв26 план разместил ₽239,0 млрд, что составляет 20% от квартального плана в ₽1 200,0 млрд.

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



Источник: Минфин РФ

Государственный долг на 1 января 2025 г.

Внутренний госдолг России

₽30,7 трлн

Внешний госдолг России

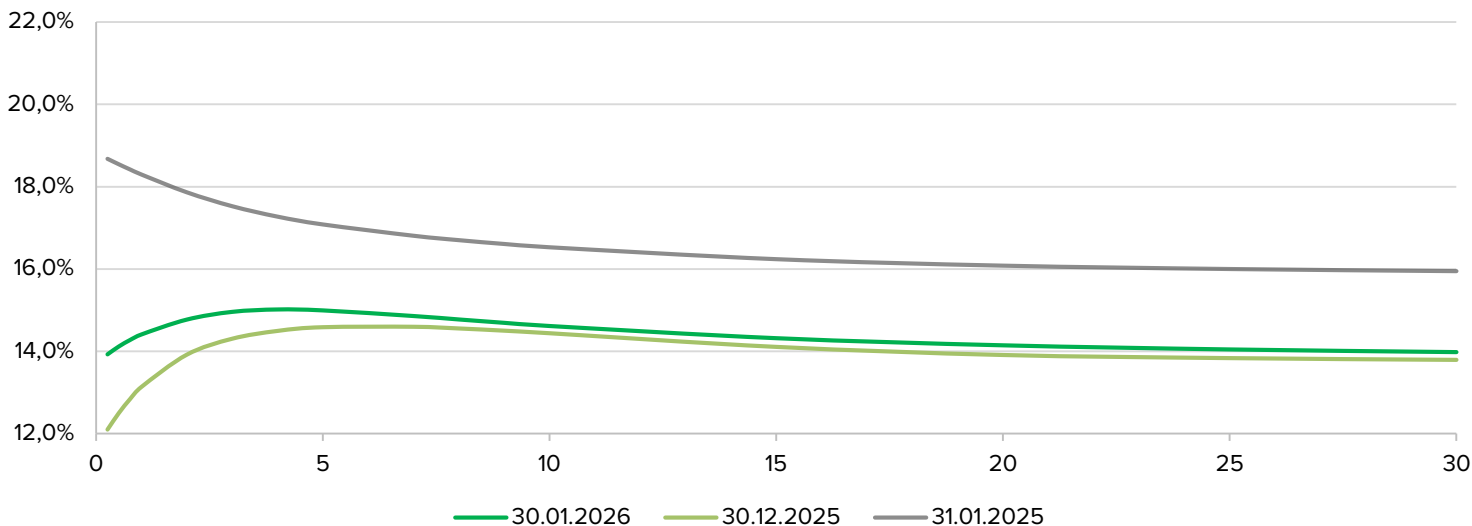
₽5,6 трлн

По предварительным данным, расходы федерального бюджета на обслуживание государственного долга в 2025 г. составили порядка ₽3 071,81 млрд (42,1% г/г; 8,2% от доходов), при этом расходы на обслуживание государственного долга за 2024 г. составляли ₽2 324 млрд (35,9% г/г; 6,3% от доходов).

Согласно оперативным данным, за 2025 г. Минфин РФ разместил ОФЗ на ₽8 047 млрд по номиналу. Из 11 размещенных в 2025 г. выпусков 9 – с купоном выше 11%. В январе 2026 г. было размещено ₽239,0 млрд по номиналу. Из 7 размещенных в начале 2026 г. выпусков 2 – с купоном выше 11%.

Государственный долг

Рис. 9. Кривые бескупонной доходности ОФЗ



Источник: ЦБ РФ

Размещение ОФЗ в период с января по декабрь 2025 г.

План по размещению ОФЗ на 2025 г.

₽7,0 трлн
59,1% г/г

Объем размещений ОФЗ-ПД по номиналу

₽6,356 трлн
254% г/г

Объем размещений прочих ОФЗ по номиналу

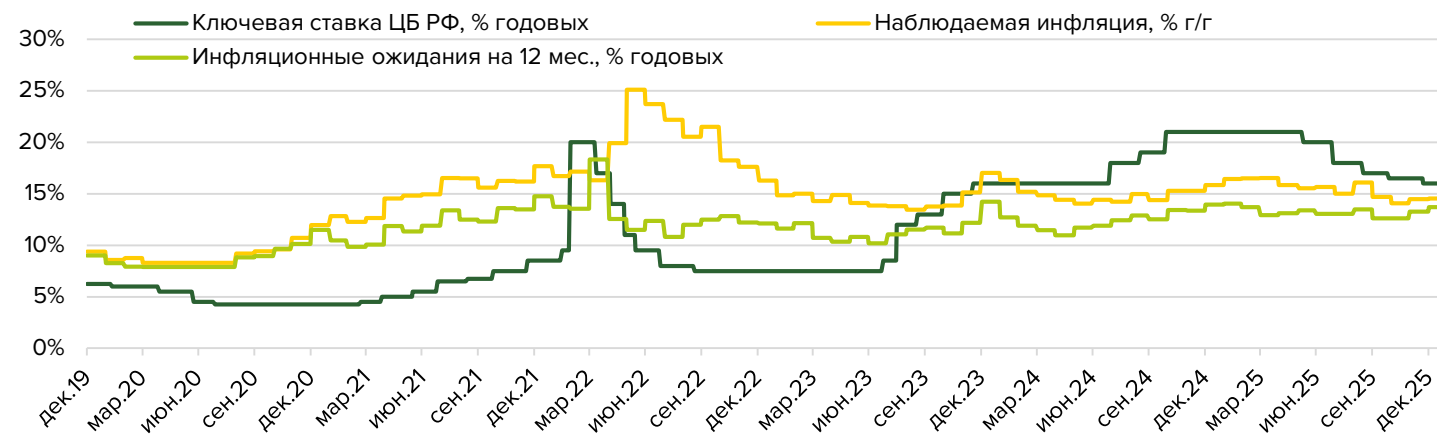
₽1,7 трлн
₽2,58 трлн за 12М2024

В 2025 г., как отмечалось ранее, было размещено 25 выпусков ОФЗ, из которых 8 – с купоном выше 11%. Средневзвешенная купонная ставка за 12М2025 составила 12,08%. В ноябре были размещены не только ОФЗ-ПД, но и ОФЗ-ПК, а именно ОФЗ-ПК 29028 и ОФЗ-ПК 29029 в рамках спецсерии для коммерческих банков. Росказна разместила на депозитах ₽1,4 трлн сроком на 32 дня, что позволило нивелировать дисбалансы даже после крупного размещения.

В январе КБД сдвинулась вверх: спред между «коротким» и «длинным» концами кривой сузился, ослабляя сигнал о закладываемом рынком сценарии длительного периода жёстких денежно-кредитных условий, поскольку 2025 г. ознаменовался снижением годовой инфляции, однако «короткий» конец сдвинулся вверх в связи с ростом инфляции с начала 2026 г. – 2,11% (2,04% за январь и 0,07% с начала февраля).

ДКП, инфляция и инфляционные ожидания

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



Источник: Банк России

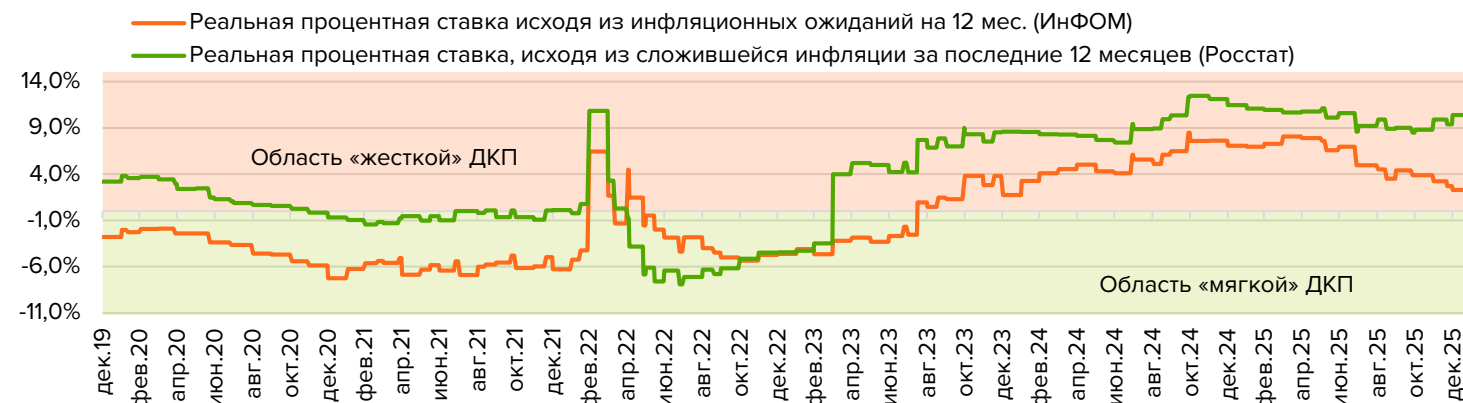
Текущие показатели ДКП

Значение	
Ключевой ставки	16,0 %
банка России	годовых
на 30.01.26	
Ожидаемая	
инфляция	13,7 % г/г
(январьский опрос	
ИНФОМ) на	
ближайшие 12 мес.	

13 февраля 2026 г. состоится заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке. Исходя из недельных данных, инфляция в январе составила 2,04% м/м, что существенно отклоняется от целевой траектории за месяц (~0,4% м/м). Консенсус-прогноз полагает сохранение ставки на текущем уровне, некоторые эксперты предполагают снижение на -50 б.п., также высказываются предположения о продолжении цикла снижения ставки и ее незначительное снижение на -25 б.п. Мы предполагаем, что ЦБ возьмет паузу на текущем заседании, сохранив ставку на уровне 16% годовых.

Согласно опросу, проведённому ИНФОМ в январе, наблюдаемая инфляция осталась на месте на уровне 14,5% г/г. Ожидаемая инфляция тоже не изменилась и сохранилась на прежнем уровне в 13,7%. Наблюдаемая инфляция среди тех, кто имеет сбережения, составила 13,2% (13,1% месяцем ранее), а среди тех, кто не имеет сбережений, — 15,9% (15,6% месяцем ранее). Ожидаемая инфляция среди тех, кто имеет сбережения, составила 12,0% (12,3% месяцем ранее), а среди тех, кто не имеет сбережений, — 15,2% (14,6% месяцем ранее).

Рис. 11. Динамика реальной процентной ставки в экономике



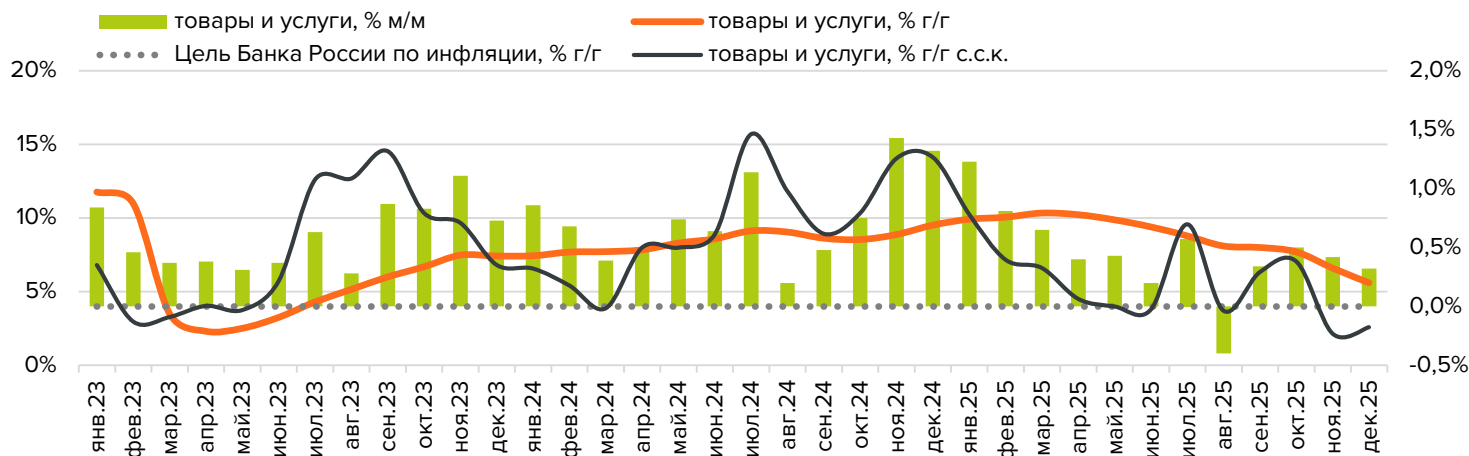
Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Реальная ставка в экономике РФ	
на 30.01.26	
На основе ожиданий по	2,31 %
инфляции	годовых
На основе фактической	10,40 %
инфляции за декабрь	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 0,43 п.п. до 2,31% годовых. В то же время реальная процентная ставка, рассчитанная из сложившейся фактической инфляции составила 10,40% годовых, снизившись за месяц на 1,00 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

5,60 % г/г

В декабре 2025 г.

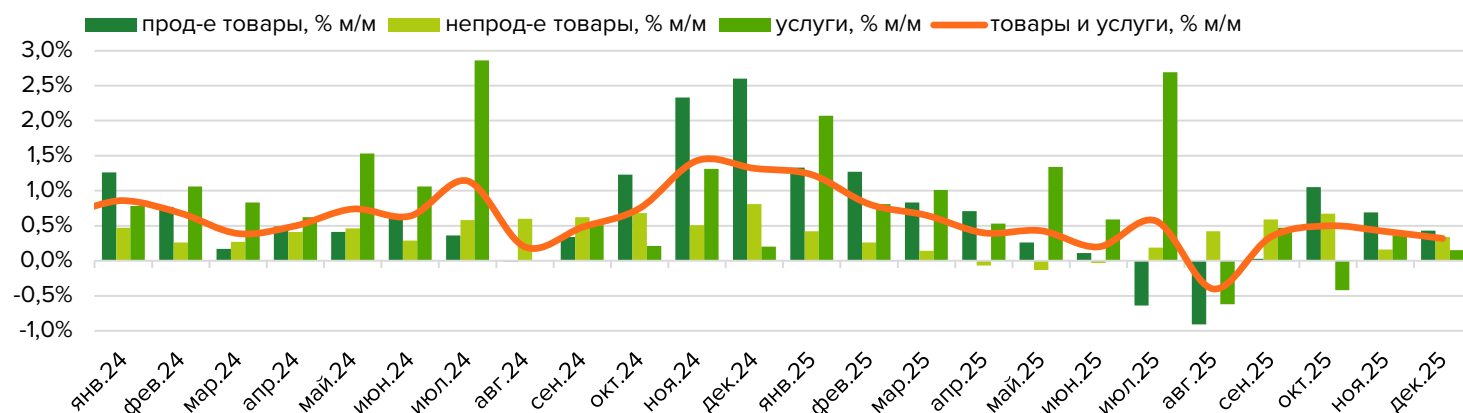
0,32 % м/м

2,59 % г/г (с.к.г.)

По итогам декабря 2025 г. потребительская инфляция (оценка Росстата) составила 0,32% м/м, или 5,60% г/г. Показатель оказался близким к 0,31% м/м получавшихся из недельных данных (по 22.12.25). Тем не менее, этот показатель оказался ниже оценки, полученной месяцем ранее (0,42% м/м) и свидетельствует о снижении потребительских цен.

По оценке Банка России, рост цен на товары и услуги с учётом сезонности в декабре составил 2,59% г/г (с.к.г.) (в ноябре: 2,16% г/г). Банк России отметил, что ускорение произошло за счет устойчивой части ценовой динамики. Компоненты потребительской корзины с волатильными ценами внесли отрицательный вклад в месячный прирост цен. Продолжили снижаться цены на бензин и сахар. Низкими для декабря были приросты цен на яйца, овощи и фрукты.

Рис. 13. Динамика потребительской инфляции в разрезе групп



Источник: Росстат, Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Динамика потребительской инфляции в разрезе групп на конец декабря 2025 г.

Прод-е товары **0,43** % м/м

Непрод-е товары **0,34** % м/м

Услуги **0,15** % м/м

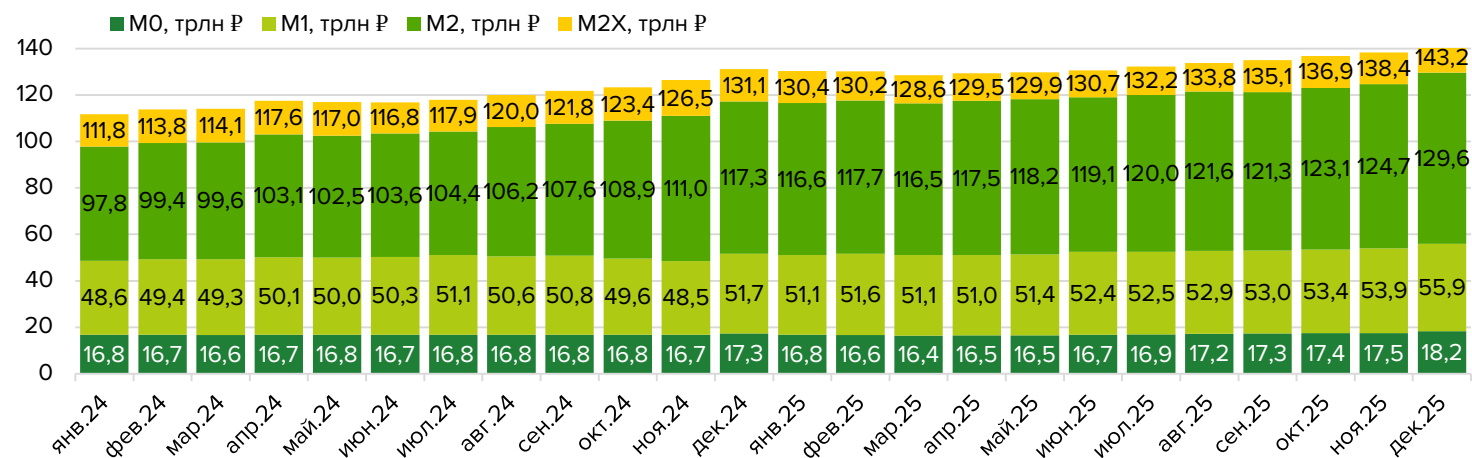
В секторе продовольственных товаров темпы роста цен снизились до 0,43% м/м: на продукты питания без плодоовощной продукции практически сохранились (0,28% м/м), на плодоовощную продукцию замедлились до 1,56% м/м.

В сегменте непродовольственных товаров темпы роста цен изменились на 0,34% м/м при удешевлении бензина (-0,4% м/м). На непродовольственные товары за исключением подакцизной продукции темпы роста цен составили 0,47% м/м.

В секторе услуг темпы роста цен снизились до 0,15% м/м за счет снижения цен на услуги зарубежного туризма (-6,8% м/м) и услуг банков (-0,2% м/м).

Динамика денежной массы

Рис. 14. Динамика денежных агрегатов



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Агрегаты денежной массы на конец декабря 2025 г.

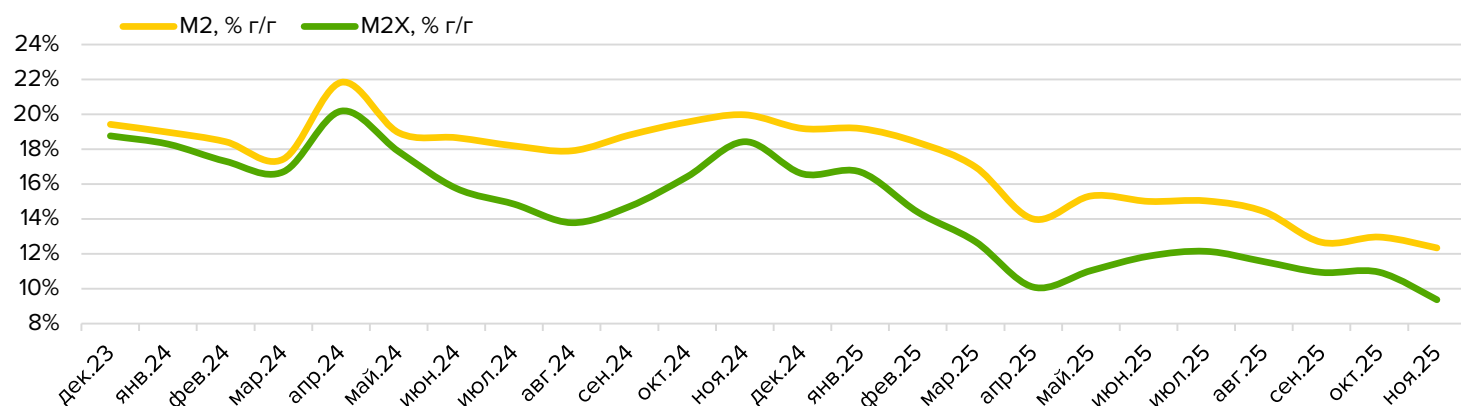
M2 **₽129,6** трлн

M2X **₽143,2** трлн

Рублевая денежная масса (M2) на 1 января 2026 г. составила ₽129,6 трлн, что ниже оперативной оценки ЦБ, опубликованной ранее, на ₽0,1 трлн. В декабре денежный агрегат M2 увеличился на 3,9% м/м. Значительный прирост денежной массы в последний месяц года является сезонной нормой. При этом годовые темпы прироста агрегатов уменьшились по сравнению с ноябрем. Годовой темп прироста агрегата M2 снизился до 10,6% (12,3% в ноябре). Аналогичный показатель денежного агрегата M2X с исключением валютной переоценки уменьшился до 12,0% (13,1% в ноябре).

Основной вклад в годовой прирост M2X по-прежнему продолжают вносить требования банковской системы к экономике. Их годовой прирост составил ₽13,7 трлн, что меньше аналогичного показателя в ноябре (₽15,1 трлн). Годовой вклад требований к организациям снизился до ₽12,6 трлн (₽14,6 трлн в ноябре).

Рис. 15. Годовые темпы прироста денежных агрегатов



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Прогноз по динамике денежной массы M2 на конец года

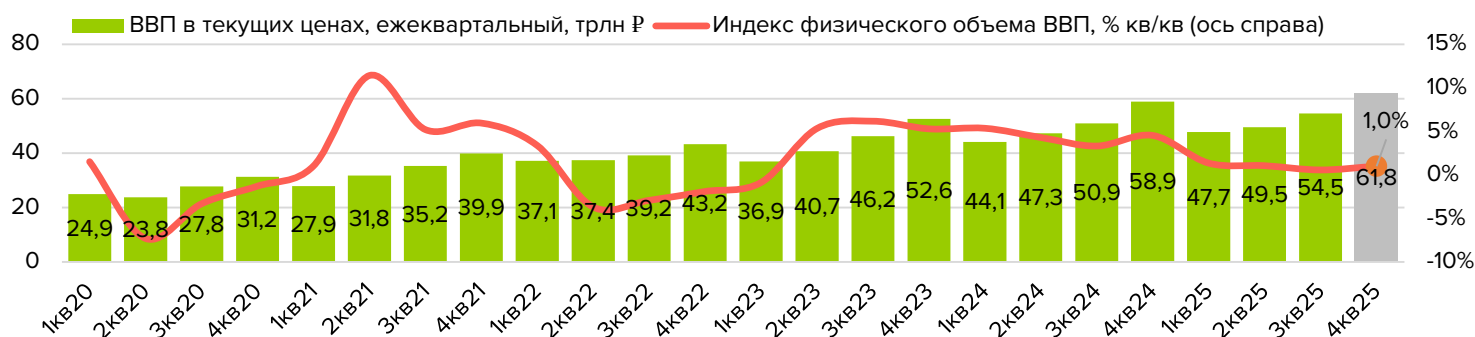
2025 г. **7-10** % г/г

2026 г. **5-10** % г/г

Чистые требования к органам государственного управления (ЧТОГУ) увеличились на ₽3,6 трлн, превысив показатель предыдущего месяца (₽0,7 трлн). Такой значительный прирост был обусловлен в большей степени сезонными факторами. Годовой вклад бюджетного сектора в прирост широкой денежной массы составил ₽4,3 трлн (₽6,5 трлн в ноябре). Вклад чистых иностранных активов (ЧИА) увеличился и составил ₽1,7 трлн (₽0,7 трлн в ноябре).

ВВП, PMI и промышленное производство

Рис. 16. Динамика ВВП



Источник: Росстат, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели ВВП¹

ВВП за 4 кв 25 г.

₽61,8
трлн.

Динамика реального ВВП за 4 кв 25 г.

1,0 % г/г

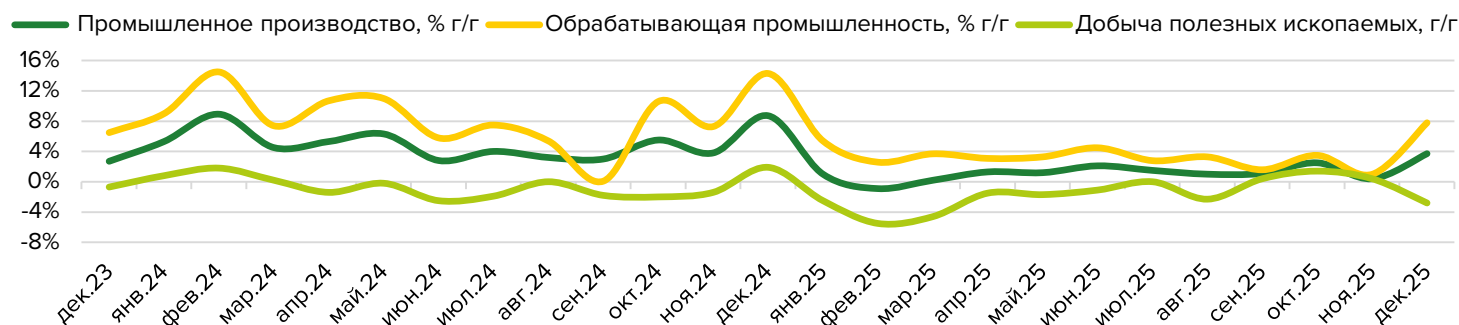
Согласно предварительной оценке Росстата ВВП за 4 кв 25 составил в текущих ценах ₽61,8 трлн, при этом прирост был оценен на уровне 1,0% г/г. В целом за 2025 г., по первой оценке, ВВП в текущих ценах составил ₽213,5 трлн (прирост на 1,0% г/г), что является верхней оценкой ЦБ в базовом среднесрочном прогнозе. Росстатом были пересмотрены «вверх» темпы роста ВВП за 2024 г.: вместо 4,3 г/г до 4,9% г/г.

По оценке Минэкономразвития, в декабре 2025 г. рост ВВП составил 1,9% г/г после 0,1% г/г в ноябре. В 4 кв 25 года ВВП вырос на 1,0% г/г после 0,6% г/г в предыдущем квартале.

По оценке Банка России, положительный разрыв выпуска уменьшался как в 1 кв 25, так и во 2 кв 25, что отразилось в замедлении роста цен.

¹Предварительная оценка Росстата.

Рис. 17. Динамика промышленного производства



Источник: Росстат, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели промышленного производства РФ за декабрь 2025 г.

Промышленное производство

3,7
% г/г

Обрабатывающая промышленность

7,8
% г/г

Добыча полезных ископаемых

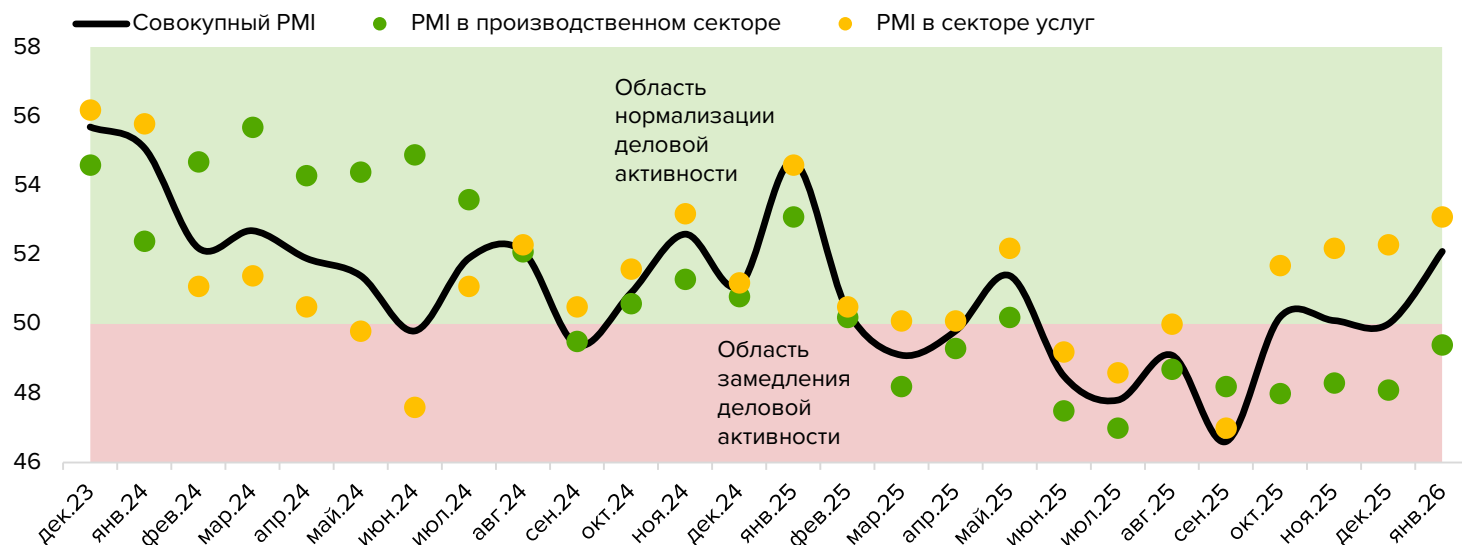
-2,8
% г/г

Индекс промышленного производства по итогам 2025 г. вырос на 1,3% г/г после 5,1% г/г годом ранее. Рост практически совпал с прогнозом Минэкономразвития. В годовом выражении в декабре наблюдалось ускорение темпов роста ИПП до 3,7% г/г после 0,4% г/г в ноябре.

Обрабатывающая промышленность в 2025 г. была основным драйвером промышленного роста, выпуск которой увеличился на 3,6% г/г после 9,1% г/г в 2024 г., что выше прогнозных оценок (в прогнозе 3,1% г/г). В декабре выпуск увеличился на 7,8% г/г после 1,0% г/г в ноябре. Основной положительный вклад в динамику обрабатывающих производств по итогам 2025 г. внёс машиностроительный комплекс, выпуск которого достиг 7,7% г/г (19,8% г/г в 2024 г.). В декабре темпы роста комплекса ускорились до 6,5% г/г после -1,0% г/г в ноябре. Темпы роста металлургического комплекса по итогам 2025 г. сохранили рост на 2,8% г/г после +6,3% г/г в 2024 г. В декабре ускорение темпов роста комплекса по сравнению с ноябрём выросло до 18,0% г/г после -1,4% г/г. Добывающий сектор по итогам 2025 г. показал динамику на уровне в -1,6% г/г после -0,5% г/г годом ранее. В декабре в целом по сектору выпуск изменился на -2,8% г/г после роста на +0,4% г/г в ноябре.

ВВП, PMI и промышленное производство

Рис. 18. Динамика индексов деловой активности



Источник: S&P Global, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели индексов PMI РФ за январь 2025 г.

Совокупный индекс PMI **52,1 п.**

PMI в производственном секторе **49,1 п.**

PMI в секторе услуг **53,1 п.**

Производственный индекс в январе составил 49,4 п. по сравнению с 48,1 п. в декабре. В январе в производственном секторе России наблюдалось менее заметное ухудшение производственных условий, однако недавнее повышение НДС привело к заметному усилению инфляционного давления. Изменение НДС привело к тому, что производители товаров в январе увеличили свои расходы на производство, и, в этой связи, фирмы стремились переложить более высокие издержки на плечи покупателей. В то же время компании стремились сократить расходы, вновь сократив численность персонала в январе.

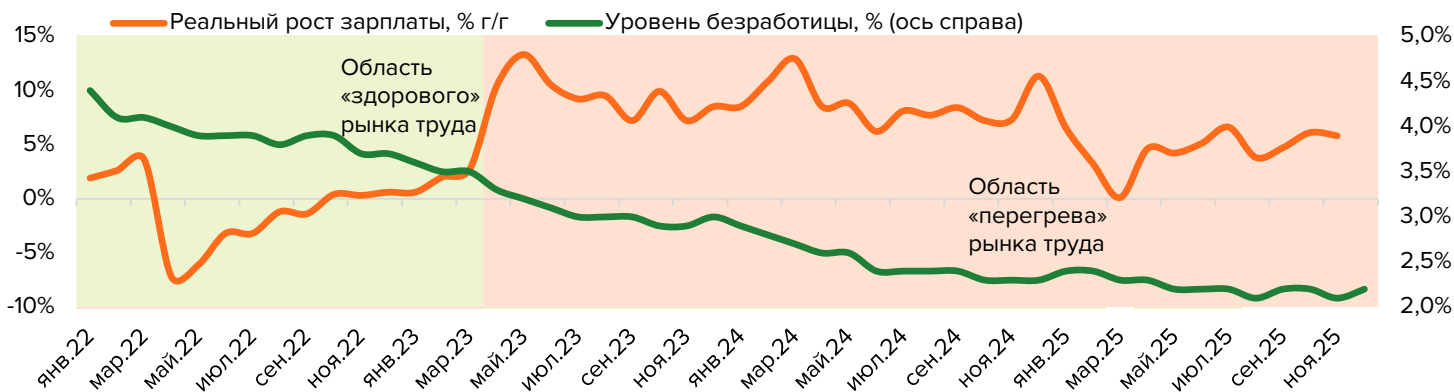
Несмотря на напряженность, производители товаров зафиксировали более мягкое и незначительное сокращение объемов производства и новых заказов. Темпы сокращения закупок сырья и незавершенного производства также снизились на фоне некоторых сообщений о признаках улучшения спроса. Тем не менее, запасы продолжали сокращаться, а занятость сокращалась более быстрыми темпами, несмотря на больший оптимизм в отношении перспектив производства на год вперед.

Индекс PMI в сфере услуг в январе составил 53,1 п. (52,3 п. в декабре). В январе российский сектор услуг продемонстрировал более высокие показатели, поскольку объем производства и рост новых заказов набирали обороты. Более высокие условия спроса также способствовали новому росту занятости и укреплению деловой уверенности. Тем не менее, недавнее повышение НДС привело к резкому росту темпов инфляции затрат на вводимые ресурсы и платы за выпуск продукции. В январе фирмы стремились переложить повышение операционных расходов на плечи своих клиентов.

Сводный индекс деловой активности составил 52,1 в январе по сравнению с 50,0 в декабре, что свидетельствует о возобновлении роста деловой активности в частном секторе. Темпы сокращения производства в обрабатывающей промышленности замедлились, в то время как объем производства в сфере услуг вырос более быстрыми темпами. Аналогичным образом, более умеренное сокращение новых заказов в обрабатывающей промышленности совпало с более быстрым ростом новых заказов в сфере услуг, что привело к сильнейшему увеличению общего объема новых продаж за год.

Рынок труда

Рис. 19. Динамика уровня безработицы и реального роста зарплат



Источник: Росстат

Показатели рынка труда РФ

Безработица на декабрь 2025 г. **2,2 %**

Рост реальной зарплаты на ноябрь 2025 г. **5,8 % г/г**

Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата в целом по экономике РФ **₽98,2 тыс.**

На рынке труда по итогам 2025 г. уровень безработицы составил в среднем 2,2% рабочей силы. В декабре уровень безработицы незначительно вырос до 2,2% рабочей силы (2,1% в ноябре).

В целом за 11м25 номинальная заработная плата увеличилась на 14,2% г/г и составила ₽96 772, реальная: 4,8% г/г (за 11м24: 17,8% г/г и 8,7% г/г соответственно). В ноябре 2025 г. темпы роста заработных плат в номинальном выражении составили 12,8% г/г после 14,3% г/г в октябре, а её размер: ₽98 193, реальная – выросла на 5,8% г/г против 6,1% г/г.

Ситуация на рынке труда остается напряженной. Безработица сохраняется на исторических минимумах. С другой стороны, опросы предприятий указывают на некоторое снижение дефицита кадров. Отдельные компании переводят сотрудников на неполную рабочую неделю. Предприятия продолжают удерживать персонал, опасаясь проблем с наймом в будущем. При этом их планы по повышению зарплат стали более сдержанными по сравнению с началом 2025 г.

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 январь 2026 г.

hh.индекс **9,6 п.**

Изм. среднего числа активных вакансий **-30 % г/г**

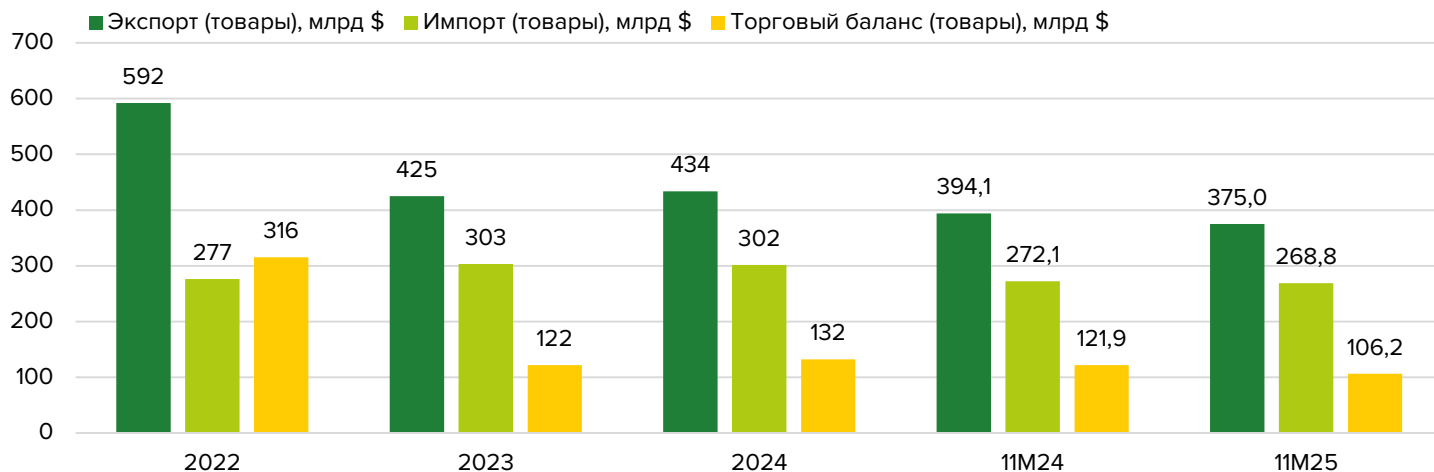
Изм. среднего числа активных резюме **39 % г/г**

В январе hh.индекс увеличился до 9,6 п., прибавив 1,0 п. м/м. Постпраздничный январь традиционно характеризуется спадом на рынке труда за счёт небольшого числа рабочих дней. 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. Основа спроса на рынке труда остаётся неизменной: 2/3 вакансий сосредоточены в сферах рабочего персонала, ритейла, производства, строительства, транспорта, ИТ.

В декабре медианная предлагаемая зарплата снизилась на ₽2 900 и составила ₽81 300, ожидаемая же осталась на уровне ₽80 000.

Торговый баланс Российской Федерации

Рис. 21. Экспорт, импорт и торговый баланс Российской Федерации



Источник: Росстат, Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели внешней торговли РФ за 11м25 г.

Импорт
\$268,8 млрд
 -1,2 % г/г

Экспорт
\$375,0 млрд
 -4,8 % г/г

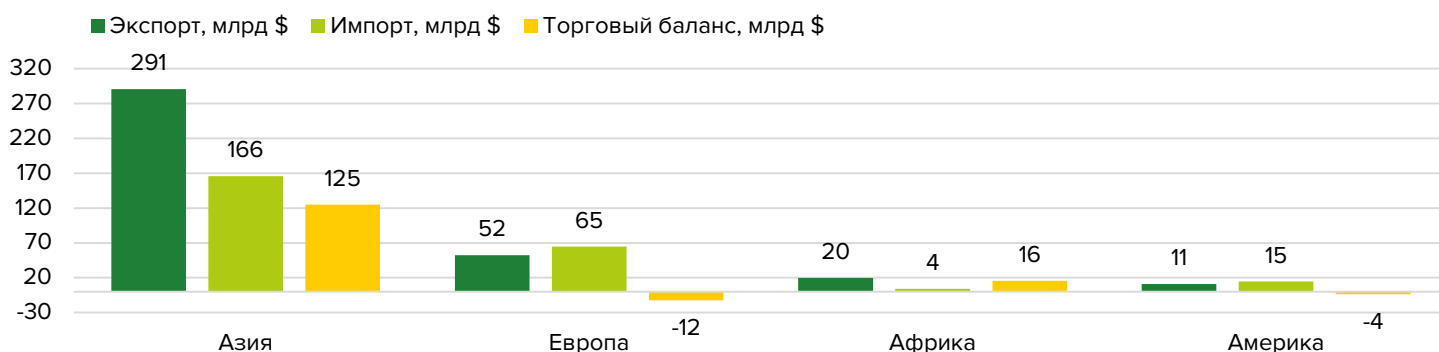
Торговый баланс
\$106,2 млрд
 -12,9 % г/г

Профицит баланса внешней торговли товарами за 11м25 уменьшился до \$106,2 млрд против \$121,9 млрд за 11м24 (-4,8% г/г) за счет снижения экспорта (-4,8% г/г) при относительно устойчивых объемах импорта (-1,2% г/г).

Дефицит баланса услуг расширился до -\$43,6 млрд против -\$32,8 млрд за 11м24 за счет увеличения импорта услуг (20,4% г/г до \$84,5 млрд) при менее значительном росте экспорта (10,0% г/г до \$40,9 млрд). Ключевым фактором стал рост импорта по категориям «Поездки» и «Прочие услуги», в том числе импорта услуг строительства. В то же время вырос экспорт услуг, в том числе по категориям «Поездки» и «Прочие услуги», включая телекоммуникационные, компьютерные и информационные услуги, а также услуги строительства

Основными торговыми партнёрами остаются страны Азиатского региона. По итогам 11м25, по данным ФТС, торговый баланс с этой группой составил \$125 млрд. Вторым значительным торговым партнёром остаются страны Европейского региона, однако с ними наблюдается дефицит торгового баланса в -\$12 млрд. Также вырос чистый экспорт в Африку до \$16 млрд.

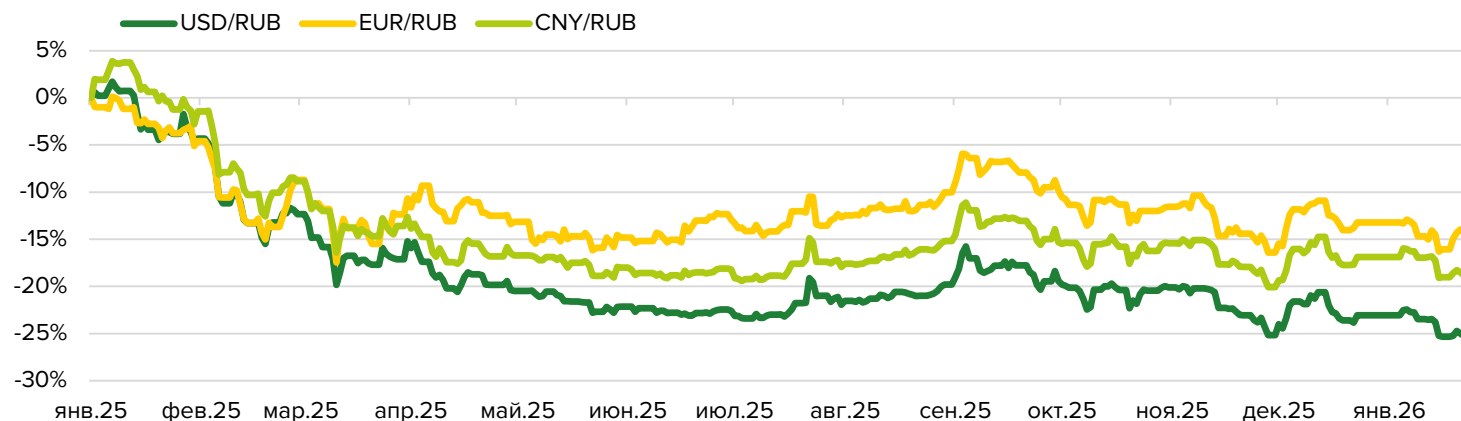
Рис. 22. Экспорт, импорт и торговый баланс в разрезе регионов за 11M25



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 31.01.2026

Долл. США **75,7** (-2,21 %)

Евро **90,5** (-1,10 %)

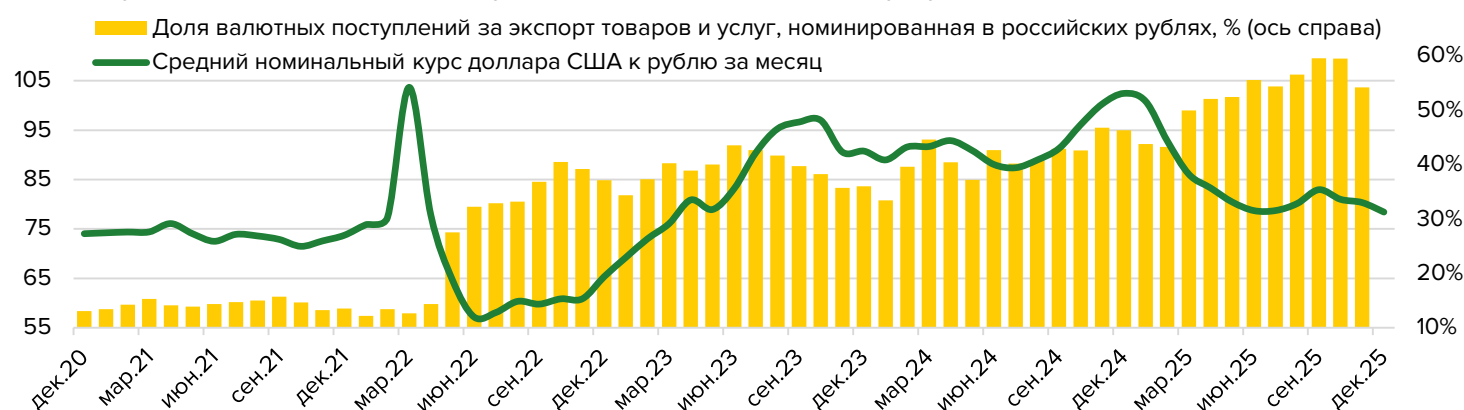
Юань **10,9** (-1,64 %)

Начиная с января 2025 г. на внутреннем валютном рынке сложились условия для последовательного укрепления рубля. В значительной степени это связано с положительным торговым балансом и проводимой жесткой ДКП Центрального банка: высокие рублевые процентные ставки сдерживают спрос на импорт, а высокий дифференциал процентных ставок повышает привлекательность рублевых активов и сбережений для населения и бизнеса.

В январе рубль продолжил укрепление, на конец месяца составив 75,7 за доллар США (-3,2% м/м) и 10,9 руб. за юань (-1,6% м/м). В рамках бюджетного правила с 16 января по 5 февраля Минфин увеличил ежедневный объем реализации валюты и золота до рекордных $\text{R}12,8$ млрд, что в 2,3 раза превышает показатели предыдущего периода. Продажа на «тонком» валютном рынке заметно сдвинула обменный курс во второй половине месяца.

Ослабление доллара США происходило в том числе на фоне снижения индекса доллара США (DXY) к мировым валютам за месяц на -2,5%.

Рис. 24. Курс доллара и валютные поступления от экспорта товаров и услуг



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

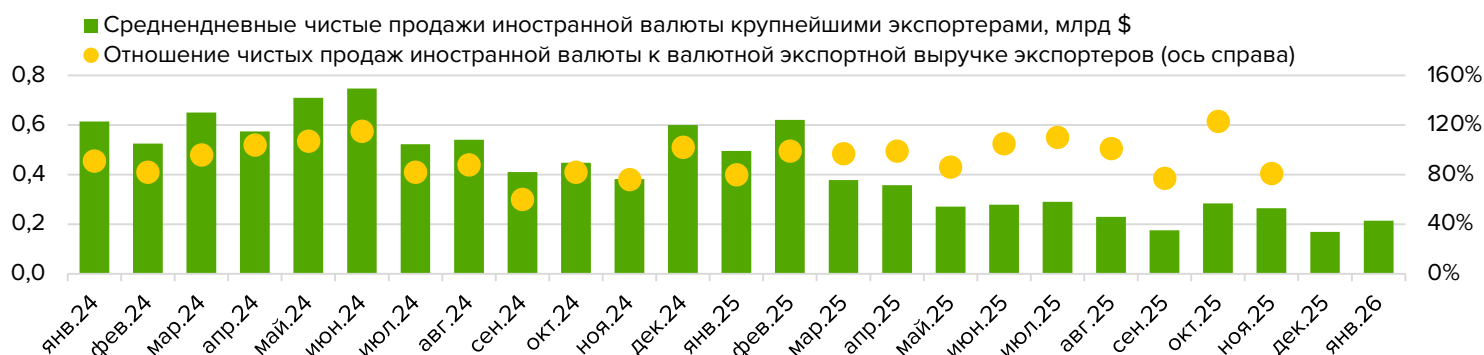
Валютная структура поступлений за экспорт товаров и услуг, в российских рублях, %

За ноябрь 2025 г. **54,2 %**

Валютная структура экспортных поступлений влияет на спрос и предложение соответствующих валют на внутреннем валютном рынке. С начала 2025 г. увеличилась доля валютных поступлений в структуре импорта товаров и услуг. На конец ноября 2025 г. она составила 54,9% (меньше, чем было в октябре, что привело к краткосрочному ослаблению рубля). Если поступление иностранной валюты носит стабильный характер, которая затем продаётся на рынке, это может привести к дальнейшему укреплению рубля по отношению к этим валютам.

Валютный рынок

Рис. 25. Чистые продажи валюты крупнейшими экспортерами



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Отношение чистых продаж иностранной валюты к валютной экспортной выручке российских экспортеров

За ноябрь 2025 г.²

81,0 %
-42 п.п. м/м

²Последние актуальные данные по отношению чистых продаж иностранной валюты крупнейшими экспортерами – за ноябрь 2025 г.

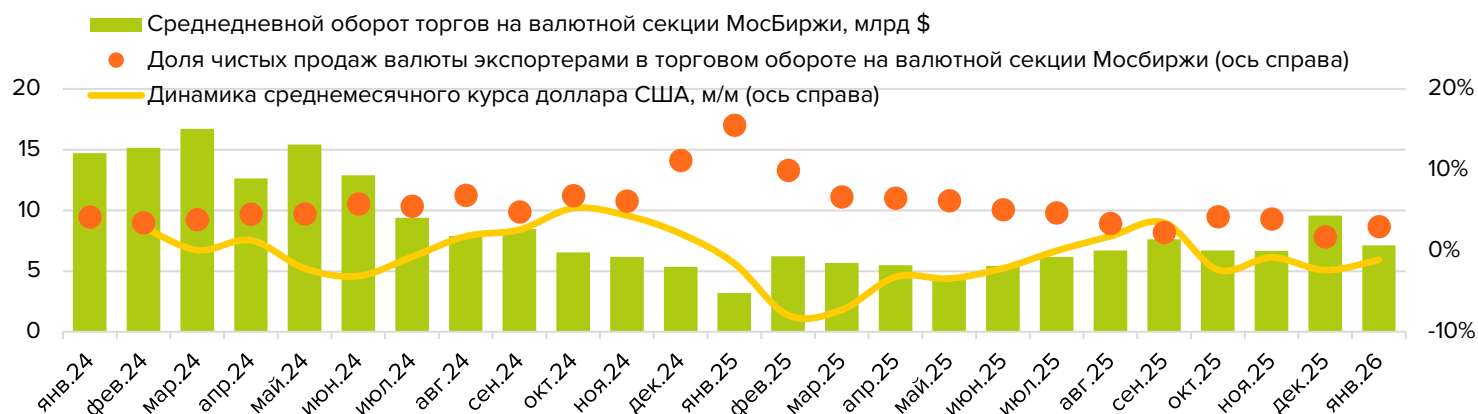
Чистые продажи 29 компаний из числа крупнейших российских экспортеров в декабре 2025 г. составили \$4,7 млрд, уменьшившись на 32% м/м на фоне снижения цен на нефть и сокращения объемов продаж рядом компаний, аккумулировавших в предыдущем месяце рублевую ликвидность для выплат купонного дохода по облигациям.

В январе 2026 г. чистые продажи рассматриваемых компаний составили \$5,1 млрд, увеличившись на 10% м/м.

Средненеделные чистые продажи увеличились на 27,3% и составили \$213,7 млн на фоне меньшего, чем в декабре, количества торговых дней.

Отношение чистых продаж иностранной валюты к валютной экспортной выручке крупнейших экспортеров в ноябре 2025 г. составило 81%, снизившись на 42 п.п. относительно октября 2025 г. Напомним, что 14.08.25 правительство РФ отменило нормативы обязательной продажи валютной выручки экспортёрами. Данное изменение пока не оказывает 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 РСХБ Управление Активами

Показатели за январь 2025 г.

Средненеделной оборот торгов на валютной секции МосБиржи

\$7,1 млрд

Доля чистых продаж валюты экспортерами

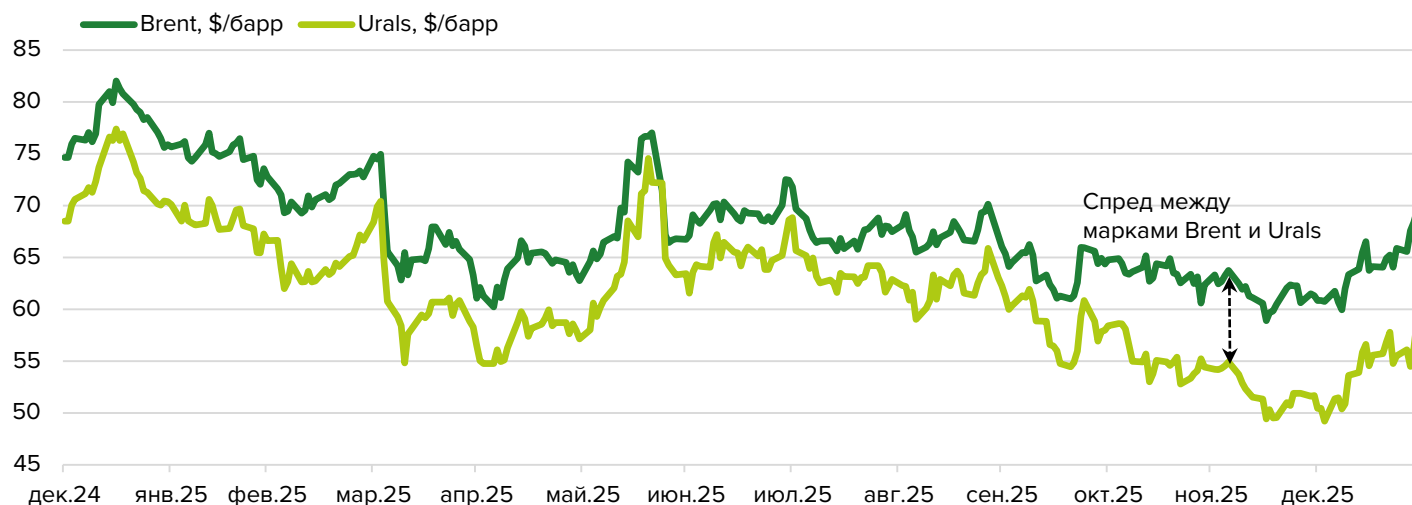
3,0 %

Совокупный спрос на валюту со стороны юридических лиц (без учета банков) в декабре повысился до ₽3,7 трлн, что объяснялось сезонными факторами. При этом уже в январе отмечалось его снижение до ₽2,5 трлн и возвращение на уровень ноября (₽2,2 трлн). Среднее значение в 2025 г. – ₽2,5 трлн.

Нетто-покупки валюты физическими лицами в декабре – январе сократились до минимальных значений с января 2025 г. – ₽49 млрд и ₽36 млрд соответственно (в ноябре было куплено валюты на ₽149 млрд). В целом за 2025 г. среднемесячные значения покупок составили ₽93 млрд. Суммарно с начала года физическими лицами было приобретено иностранной валюты на ₽1,12 трлн (год назад – ₽1,07 трлн).

Нефтяной рынок

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



Источник: Cbonds

Динамика спотовых цен нефти с начала 2026 г. на 30.01.2026

Brent, \$/бarr. **69,3** (13,0 %)

Urals, \$/бarr. **56,8** (9,8 %)

Спред, \$/бarr. **-12,6** (-2,9 \$/бarr.)

С начала 2026 г. котировки нефти заметно выросли. Цена на нефть марки Brent за месяц изменилась на 13,0% м/м, марки Urals: 9,8% м/м. Спред на спотовом рынке расширился и на текущий момент составляет 12,6 \$/бarr.

ОПЕК в январе 2025 г. снизила добычу нефти по сравнению с уровнем декабря на 121 тыс. баррелей в сутки и добывала 26,68 млн б/с. Сокращение произошло в основном за счет Нигерии (-29 тыс. б/с), ОАЭ (-37 тыс. б/с), Ирана (-14 тыс б/с) и Венесуэлы (-17 тыс. б/с). Согласно данным отчета, Россия в январе снизила производство на 27 тыс. б/с – до 8,98 млн б/с, исполнив свои обязательства на 100%. Всего страны ОПЕК+ в январе добывали 35,175 млн б/с (на 105 тыс. б/с меньше, чем в декабре).

Геополитический фактор продолжает играть не последнюю роль в определении цен на нефть. Напомним, что Великобритания ввела санкции против ряда нефтегазовых компаний, одними из них оказались ПАО «Татнефть», ПАО «Русснефть», АО «ННК-Ойл» и АО «Руснефтегаз», ранее США ввели санкции против «Роснефти» и «Лукойла».

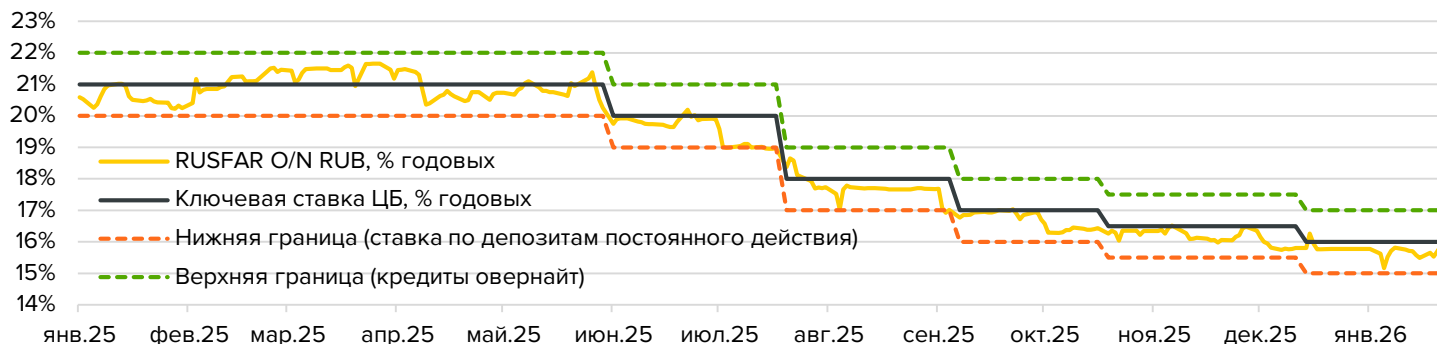
В январе был введен 18-й пакет санкций со стороны ЕС, который предусматривает в себе отложенную меру – запрет на импорт нефтепродуктов из третьих стран, если они сделаны из нефти, которая была добыта в России, под это определение попадает Индия. Позже Президент США Дональд Трамп подписал указ об отмене дополнительных таможенных пошлин в размере 25% на товары из Индии, введенных в августе 2025 г. из-за закупок российской нефти. Министерство торговли Индии официально не подтвердило заявление Трампа о том, что страна прекратит закупки российской нефти. Однако в ведомстве позднее заявили, что приоритетом правительства является обеспечение энергетических потребностей государства в рамках стратегии, основанной на диверсификации источников энергии. При этом об отказе от импорта из какой-либо конкретной страны не говорилось. Тем не менее, торговая статистика говорит о том, что Индия сократила импорт нефти из России в январе в 3,5 раза до 436 тыс. б/с, заменив часть объемов сырьем из США и Ближнего Востока.

Все вышеизложенное продолжает смещать торговый баланс российской нефти в сторону избытка предложения. На текущий момент, по данным Минэкономразвития, средняя цена нефти, используемая при определении налогов, находится на уровне \$40,9 за баррель (-39,6% г/г).

В условиях ограничения сбыта Россия наращивает экспорт в Китай, который с 2022 г., остается ключевым покупателем. Поставки российской нефти в Китай в декабре достигли месячного максимума за 2025 г., составив 2,23 млн б/с, согласно статистике Главного таможенного управления КНР. Этот показатель на 9,9% превышает уровень ноября, однако он на -0,7% ниже значений декабря 2024 г.

Приложение 1. Денежный рынок

Рис. 28. Динамика ставок денежного рынка RUSFAR в рублях



Источник: Мосбиржа

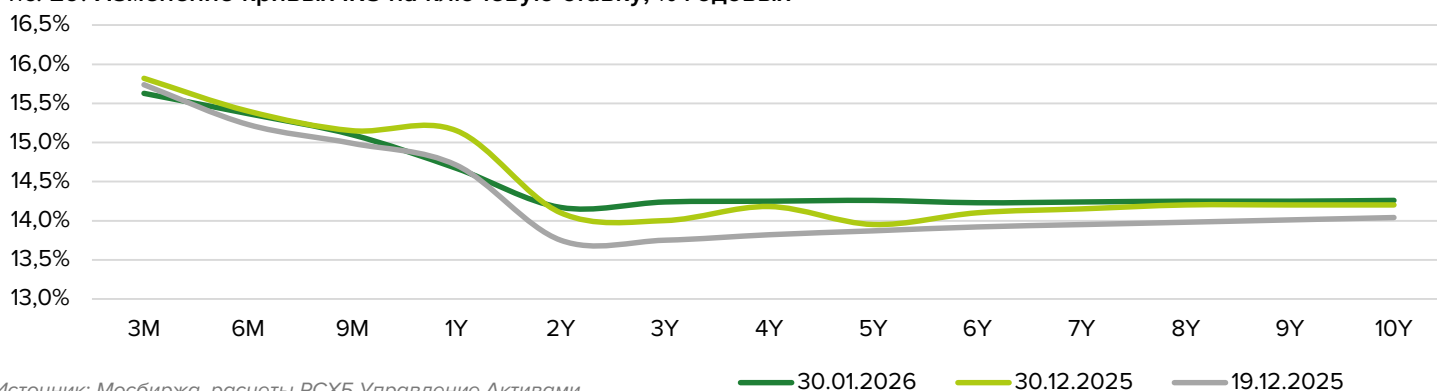
Динамика денежного индекса

Динамика	RUSFAR O/N RUB
Тек. значение, %	15,85%
Изм. н/н, б.п.	36
Изм. м/м, б.п.	8
Изм. YtD, б.п.	8

Ставка RUSFAR O/N RUB служит важным индикатором, отражающим консенсусные ожидания участников денежного рынка в отношении будущей динамики ключевой ставки Банка России. Так, за неделю до декабрьского заседания, на котором ЦБ снизил ставку с 16,5% до 16,0%, значение RUSFAR составляло ровно 16,0% годовых, что предвосхитило решение регулятора.

На конец января ставка RUSFAR O/N находится на уровне 15,85% годовых. Это позволяет сделать вывод, что рынок закладывает некоторую вероятность снижения ключевой ставки на 50 б.п. — до 15,5% — на предстоящем заседании Совета директоров Банка России 13 февраля 2026 г.

Рис. 29. 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, %	14,67%	14,24%	14,26%	14,26%
Изм. м/м, б.п.	-48	24	31	6
С пред. решения	-4	49	39	22
Изм. YtD, б.п.	-48	24	-	6

Свопы на КС за январь особенно не поменялись. Ряд участников, по всей вероятности, продолжают ожидать паузу в снижении ключевой ставки. По итогам недели ставка годового свопа закрылась на уровне 14,67% (-48 б.п. м/м), трёхлетнего свопа составила 14,24% (24 б.п. м/м), а пятилетнего свопа — 14,26% (31 б.п. м/м). Значение самого короткого 3-месячного свопа на текущий момент составляет 15,63% (-19 б.п. м/м), что отражает рыночные ожидания по ключевой ставке на заседании ЦБ в феврале 2026 г. в диапазоне 16,0–15,5% годовых. Независимо от февральского решения, в марте ожидают ставку на уровне 15,5%. По нашей оценке, Банк России, вероятно, возьмет паузу на февральском заседании по ставке.

Команда инвестиционного департамента

Аналитический департамент



**Павел
Паевский**

Начальник
департамента



**Александр
Морозов**

Ведущий
инвестиционный
аналитик



**Алиев
Иса**

Младший
аналитик

Ограничение ответственности

Данный аналитический материал подготовлен аналитиками и управляющими ООО «РСХБ Управление Активами» (далее – Общество), содержит субъективные оценки (прогнозы) сотрудников и расчеты экспертов ООО «РСХБ 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 «РСХБ 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 «РСХБ 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 «РСХБ 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 «РСХБ 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 «РСХБ Управление Активами» не гарантируют доходность инвестиций и достижения ожидаемой доходности. Услуги, предоставляемые ООО «РСХБ 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 «РСХБ 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>.