

☑ Резюме

- NRA ожидает, что на заседании 20 марта Банк России снизит ключевую ставку на 50 базисных пунктов — до 15%. Вероятность более решительного шага в 75-100 б.п. NRA оценивает в 40%, однако считает таковой преждевременным. Инфляция в начале марта замедлилась до 5,75% годовых против 6,0% на конец января (лучше консенсуса), а недельная динамика указывает на угасание январского НДС-импульса. Инфляционные ожидания населения снизились до 13,1% в феврале с 13,7% в январе.
- Вместе с тем агентство предостерегает от эйфории. Ожидания остаются незаякоренными и втрое превышают таргет, рынок труда при безработице в 2,2% продолжает генерировать зарплатное давление, а восстановление потребительского кредитования во втором полугодии способно обнулить дезинфляционный эффект текущего цикла смягчения. NRA прогнозирует 1-2 паузы в III квартале и снижение ставки до 11,5-12% к концу года при среднегодовом значении около 13,5%.
- На кредитном рынке смягчение уже ощущается: ипотечные ставки на вторичном рынке протестировали уровень 20%, депозиты в топ-10 банков подешевели до 14,0-14,3% по коротким вкладам. Корпоративный сектор пока лишь наблюдает: более 65% долга сформировано по плавающей ставке, доля проблемных кредитов юрлиц достигла 11,2%, и каждый шаг ЦБ вниз одновременно является шагом к оздоровлению балансов и к риску их повторного раздутия.
- Решение Банка России на предстоящем заседании Совета директоров 13 марта 2026 года будет обусловлено комплексной оценкой результатов продолжительной жесткой денежно-кредитной политики с учетом последних раундов снижения ключевой ставки, динамики бюджетных расходов в условиях недобора нефтегазовых расходов, а также баланса проинфляционных и дезинфляционных факторов, сформировавшихся в экономике в начале 2026 года.

Повышение НДС и тарифов в начале года в целом переварено рынком

Инфляционная картина в начале марта 2026 года складывается лучше ожиданий: официальный показатель января составил 1,62% месяц к месяцу против прогнозного консенсуса в 1,96% и нашей собственной оценки в 2,5%, а годовая инфляция устойчиво замедляется – с 6,00% на конец января до 5,75% ко 2 марта.

Недельная динамика февраля-начала марта (0,20% – 0,13% – 0,12% – 0,08%) свидетельствует о последовательном угасании январского проинфляционного импульса, связанного с повышением НДС и ростом тарифов, который так и не был полностью переложен производителями на потребителей. Снижение инфляционных ожиданий населения до 13,1% в феврале с 13,7% в январе дополнительно подтверждает формирование дезинфляционного тренда и создаёт весомые аргументы в пользу снижения ключевой ставки на заседании 20 марта.

Ключевыми решающими факторами для инфляции в 2026 году будут курс рубля к доллару, индексация регулируемых тарифов, бюджетный импульс в условиях рекордного дефицита и геополитический фон. Быстрое снижение ключевой ставки маловероятно на фоне сохраняющегося структурного перегрева рынка труда, незаякоренных инфляционных ожиданий и рисков восстановления кредитной активности во втором полугодии.

На столе регулятора, скорее всего, окажутся только сценарии смягчения ДКП



На заседании совета директоров на столе будет находиться, на наш взгляд, три варианта решений, включая снижение ставки с шагом 50 базисных пунктов, снижение ставки на 75 базисных пунктов и снижение ставки на 100 базисных пунктов. Сохранение ставки на текущем уровне или более, а также повышение ставки маловероятны.

Аргументами в пользу более быстрого снижения ключевой ставки (с шагом более 50 базисных пунктов) являются:



1. Несмотря на прошедшее смягчение денежно-кредитной политики, стоимость кредита в экономике выше, чем средняя доходность на капитал у среднего и малого бизнеса. Возрастание кредитных рисков бизнеса в этих сегментах.
2. Проявляющийся устойчивый дезинфляционный тренд: официальная инфляция ниже консенсуса, видны тенденции снижения инфляционных ожиданий населения.
3. Видимое торможение совокупного спроса: сокращение продаж товаров длительного пользования, стагнация первичного рынка жилья, нарастание финансовой нагрузки у застройщиков.
4. Высокая норма сбережений и отсутствие признаков перетока средств с депозитов в потребление или альтернативные инструменты: избыточная жёсткость денежно-кредитной политики консервирует средства населения вне реальной экономики.
5. Стабилизация рубля вблизи 80 рублей за доллар снижает курсовые проинфляционные риски и расширяет пространство для смягчения политики.

6. Замедление темпов роста бюджетных расходов относительно рекордных уровней 2024-2025 годов снижает интенсивность бюджетного проинфляционного импульса при понимании того, что абсолютный дефицит сохраняется и полной нормализации бюджетной политики ожидать не следует.
7. Приостановка валютных операций Минфина вносит техническую неопределённость в динамику курса рубля, однако принципиального влияния на решение по ставке не окажет: регулятор традиционно разграничивает инструменты бюджетного правила и денежно-кредитной политики.

 **Аргументами за продолжение жестких денежно-кредитных условий могут являться:**

1. Годовая инфляция на уровне 5,75% по-прежнему существенно превышает целевое значение в 4%, преждевременное ускорение цикла несёт риск потери доверия к денежно-кредитной политике.
2. Структурный дефицит кадров и опережающий рост номинальных зарплат сохраняются - этот проинфляционный канал не устранён и слабо реагирует на изменение ставки в краткосрочной перспективе.
3. Геополитическая неопределённость и волатильность нефтяных котировок формируют устойчивый риск курсовых шоков, которые способны быстро транслироваться в потребительские цены через импортный канал.
4. Инфляционные ожидания населения на высоких уровнях остаются незаякоренными и почти втрое превышают таргет. В этих условиях сигнал об ускорении смягчения может быть интерпретирован рынком как снижение приверженности цели по инфляции.
5. Восстановление потребительского кредитования по мере снижения ставки способно генерировать отложенный проинфляционный импульс во втором полугодии, опередив дезинфляционный эффект от предыдущих решений.
6. Международный опыт циклов смягчения демонстрирует, что преждевременное ускорение снижения ставки вынуждает регуляторов делать болезненные развороты, репутационные издержки которых значительно превышают выгоды от краткосрочного стимула.
7. Геополитическая напряжённость остаётся проинфляционным риском через канал импорта и логистики.

Прогноз НРА по уровню ключевой ставки выглядит сейчас следующим образом:

Период	1 кв. 2026	2 кв. 2026	3 кв. 2026	4 кв. 2026	1 полуг. 2027	2 полуг. 2027
Ставка, %	15	14	13	12	11	10

НРА предполагает, что на ближайшем заседании Совета Директоров Банка России вероятность понижения ставки до 15% составляет около 60%, понижения до 14,75% - около 25%, а понижения до 14,5% - около 15%.

На 2026 год мы ожидаем среднюю ключевую ставку около 13,5% (при ожидании ее снижения до 12% к концу 2026 года), а в 2027 году она снизится до уровня 9%-11%, скорее всего, ближе к 10%. Паузы наиболее вероятны в III квартале: сезонный рост цен на продовольствие и возможное ускорение потребительского спроса могут дать временный проинфляционный импульс. В этом случае ЦБ, следуя принципу реагирования на поступающие данные, выдержит паузу в 1-2 заседания. Всего мы ожидаем не более 1-2 пауз в цикле снижения.

Динамика индекса потребительских цен сохраняет неравномерный характер.



По оперативным данным Росстата, рост индекса потребительских цен в январе-начале марта 2026 года носил неравномерный характер в разрезе компонент.

Продовольственные товары сформировали основной видимый ценовой шок, однако его природа носит преимущественно сезонный и волатильный характер. Плодоовощная продукция подорожала с начала года до марта уже существенно: огурцы – на 37,9%, помидоры – на 23,4%, морковь – на 15,9%, картофель – на 14,2%, капуста – на 10,2%. Рост цен обусловлен сезонным удорожанием тепличной и импортной продукции, а также увеличением операционных издержек производителей на фоне индексации тарифов ЖКХ. Вместе с тем данный компонент является традиционно волатильным и не отражает устойчивого инфляционного давления, что подтверждается недельной динамикой начала марта, когда огурцы начали дешеветь. Яйца куриные с начала года прибавили 10,5%. Напротив, масло сливочное подешевело на 1,3%, куры – на 1,1%, ряд молочных позиций также в небольшом минусе.

Непродовольственные товары оказали минимальное инфляционное давление.

Сдерживающими факторами выступили стабильный курс рубля вблизи 80 рублей за доллар и сложившиеся цепочки параллельного импорта: смартфоны с начала года подешевели на 0,9%, детская одежда в ряде позиций также снизилась в цене. Столь сдержанная динамика может косвенно свидетельствовать о способности производителей и поставщиков большей частью абсорбировать повышение НДС с 20% до 22%. Вместе с тем этот буфер уязвим: при ослаблении рубля, исчерпании складских запасов или ожидаемом подорожании электроники во втором полугодии 2026 года на фоне мирового роста цен на микросхемы и карты памяти данная категория способна стать дополнительным проинфляционным фактором.

Услуги остаются структурно наиболее инфляционной категорией. Январская индексация регулируемых тарифов дала предсказуемый, но значительный импульс: проезд в метро подорожал с начала года на 10,2%, в трамвае – на 6,5%, в городском автобусе – на 5,9%, плата за жильё в государственном и муниципальном фонде – на 5,7%. Поставщики услуг в отличие от производителей товаров практически полностью переложили повышение НДС на конечного потребителя. Структурные особенности рынка услуг – локальность, трудоёмкость, высокая регулируемость и преобладание малого и среднего бизнеса – обусловят сохранение этой категории в роли ключевого инфляционного драйвера на протяжении всего 2026 года.

К началу марта годовая инфляция устойчиво замедлилась до 5,75% с 6,00% на конец января, а недельный показатель последовательно снижался с 0,20% в конце января до 0,08% в период с 25 февраля по 2 марта. При отсутствии значимых макроэкономических изменений НРА прогнозирует следующую траекторию годовой инфляции: пик в I квартале - 6,5-7,5%, II квартал - 5,5-6,5%, III квартал - 4,5-5,5%, IV квартал - 4,0-5,0%.



Базовый сценарий сохраняет предположение о низком росте экономики в 2026.

Январские данные Минэкономразвития подтверждают модель «разноскоростной» экономики. ВВП в январе составил -2,1% г/г. Однако эта цифра в значительной мере объясняется эффектом высокой базы (+2,9% г/г в январе 2025 года) и календарным фактором (на 2 рабочих дня меньше). Промышленное производство снизилось на 0,8% г/г после роста на 3,7% г/г в декабре; обрабатывающая промышленность - на 3,0% г/г. По нашему прогнозу, рост выручки бизнеса в 2026 году составит 3-4%, что соответствует прогнозу Минэкономразвития по промышленному производству в +2%.

В добывающей промышленности январь дал лишь +0,5% г/г – стагнация, которая продолжится на протяжении года: низкие сырьевые цены, инфраструктурные ограничения и крепкий рубль формируют устойчивое давление. Цены производителей в добыче обвалились на 29,8% г/г.

В обрабатывающей промышленности контрастная динамика сохраняется. Машиностроение показало +3,4% г/г, в том числе компьютеры и электроника +9,8% г/г (за счёт гособоронзаказа и «отвёрточной сборки»). При этом производство автотранспорта рухнуло на 21,3% г/г, лёгкая промышленность – на 12,8% г/г, металлургический комплекс – на 6,4% г/г. Гражданские точки роста на 2026 год – энергетическое оборудование, сельхозтехника, локализация китайской сборки – пока не компенсируют охлаждение гражданского спроса.

В потребительском секторе оборот розничной торговли в январе вырос лишь на 0,7% г/г в реальном выражении против 3,9% г/г в декабре – торможение внутреннего спроса стало очевидным. Прогноз на 2026 год: рост товарооборота 1,5-2,5%, где продовольствие даст 2-3%, непродовольственные товары – стагнацию. Исключение – электронная торговля, способная прибавить до 10% за счёт региональной экспансии платформ.

Строительство показало -16,0% г/г - резкое падение после +4,8% г/г в декабре, обусловленное преимущественно аномально низкими температурами января (база сравнения – аномально тёплый январь 2025 года). Структурное охлаждение отрасли, связанное с завершением льготной ипотеки и высокими ставками, остаётся актуальным риском.

Рынок труда сохраняет устойчивость: безработица в январе удержалась на уровне 2,2% от рабочей силы. Вместе с тем рост номинальных зарплат замедляется: в декабре +8,1% г/г против +12,8% г/г в ноябре, реальная зарплата – +2,4% г/г против +5,8% г/г месяцем ранее. Это свидетельствует о постепенном снижении проинфляционного давления со стороны рынка труда, хотя структурный дефицит кадров сохраняется.

☑ Темпы кредитования дают регулятору смешанный сигнал

Темпы роста кредитования в январе 2026 года демонстрировали смешанный результат. В корпоративном кредитовании портфель в январе сократился на 0,4% после роста на 0,5% в декабре: компании гасили кредиты из полученных бюджетных авансов. В годовом выражении прирост стабилизировался вблизи 12%. Структурная проблема острее краткосрочной статистики: более 65% корпоративного долга сформировано по плавающей ставке, доля проблемных кредитов ЮЛ к декабрю 2025 года достигла 11,2%. Непокрытый «хвост» – около 4,9 трлн рублей – управляем, но требует мониторинга. Прогноз роста корпоративного портфеля на 2026 год – 8-13%, спрос сосредоточен в оборотном финансировании.

В розничном кредитовании портфель необеспеченных ссуд в январе неожиданно прибавил 0,9% на фоне праздничных трат, однако год к году остаётся в минусе (-3,6%). В феврале банки одобряли лишь каждую пятую заявку, а спрос опустился до минимума за два года. Автокредитование сократилось на 1,0% из-за роста утилизационного сбора. Прогноз по сегменту: сжатие в I квартале, постепенное оживление во II полугодии при снижении ставки. В ипотеке ажиотаж позади, наблюдается переход к адаптации к новым условиям семейной ипотеки. С 1 февраля введено правило «одна семья - один льготный кредит», донорская схема запрещена. Мы ожидаем падения числа выдач семейной ипотеки на 20-30%, объёма – на 30-40%. Среднесрочный прогноз НРА по выдачам ипотеки: I полугодие – замедление, II полугодие - восстановление; по итогам года ожидается 1,0-1,2 млн кредитов на 4,5-5 трлн рублей.

Январские данные подтверждают замедление кредитного импульса, что создаёт пространство для снижения ставки. Вместе с тем быстрое оживление необеспеченного кредита и высокая доля проблемной корпоративной задолженности по плавающим ставкам - аргументы против агрессивного темпа: резкое смягчение без оздоровления балансов повысит риски кредитного стресса во II полугодии.

☑ Динамика инфляционных ожиданий в начале года демонстрирует позитив

Динамика инфляционных ожиданий в начале 2026 года демонстрирует устойчивое, хотя и хрупкое улучшение. По данным Банка России, за февраль 2026 года наблюдаемая населением инфляция стабилизировалась на уровне 14,5% с ноября 2025 года – ниже среднего значения III квартала 2025 года (15,3%), однако по-прежнему в 2,4 раза превышает официальный прирост ИПЦ (6,0%). Это расхождение объясняется когнитивным смещением восприятия: граждане акцентируют внимание на наиболее подорожавших товарах - фруктах и овощах, тарифах ЖКХ, лекарствах.

Инфляционные ожидания населения на 1 год вперёд в феврале снизились до 13,1% (-0,6 п.п. к январю; -0,6 п.п. г/г), на 5 лет вперёд – стабилизировались на уровне 11,4% (без изменений м/м). Снижение охватило обе подгруппы: респонденты со сбережениями ожидают 11,5%, без сбережений – 14,2%. Тем не менее текущие значения существенно превышают ориентир умеренных ожиданий периода низкой инфляции 2017-2019 годов (медиана 9,5%; диапазон 8,4-11,2%), что указывает на неполную заякоренность ожиданий.

Ценовые ожидания предприятий в феврале существенно снизились после четырёхмесячного роста: баланс ответов опустился до 20,8 п. (-9,2 п. к январю), при этом средний ожидаемый темп прироста цен на следующие 3 месяца в пересчёте на год составил 5,9% (-4,5 п.п. м/м). Банк России интерпретирует это как свидетельство того, что эффект повышения налоговой нагрузки на ценовые ожидания бизнеса в значительной мере исчерпан. Вместе с тем наиболее пессимистичной отраслью остаётся розничная торговля (39,9 п.), а оценки фактического спроса компаниями упали до минимума с мая 2022 года.

Рыночные индикаторы также посылают неоднозначный сигнал: вмененная инфляция по ОФЗ-ИН до 2028 года незначительно выросла до 4,4% (+0,6 п.п. м/м), тогда как консенсус-прогноз профессиональных аналитиков на конец 2026 года повысился до 5,3-5,4% при сохранении долгосрочных ожиданий вблизи 4%. Официальный прогноз Банка России – 4,5-5,5% по итогам 2026 года с выходом устойчивой инфляции к цели во II полугодии.



Февральские данные формируют осторожно-позитивный сигнал для денежно-кредитной политики: дезинфляционный импульс от исчерпания налогового эффекта создаёт пространство для снижения ставки, однако незаякоренность ожиданий, особенно у наименее финансово защищённых групп населения и в потребительском секторе, остаётся ключевым ограничителем темпа смягчения. Риск реализации ценовой спирали при преждевременном ускорении цикла снижения сохраняется.

Рыночные процентные ставки по ипотеке несколько снизятся в течение года

С начала года по конец февраля 2026 года средневзвешенные ипотечные ставки на первичном рынке сократились на 0,85 п.п. до 20,40%, на вторичном рынке - на 1,18 п.п. до 20,04%, в сегменте рефинансирования зафиксировано более существенное снижение – на 3,33 п.п. до 19,04%. По состоянию на 10 марта диапазон рыночных ипотечных ставок в российских банках составляет 15,9-20,7%, при этом за прошедшую неделю средневзвешенные ставки снизились ещё на 0,13 п.п. в ожидании снижения «ключа» до 15%. В ближайший месяц мы ожидаем снижения средневзвешенных ипотечных ставок до 19,8% на первичном рынке, до 19% на вторичном рынке, а в сегменте рефинансирования – до 18,5% в среднем. К концу года рыночные ипотечные ставки могут опуститься до 16-17% годовых, что позволит уже серьёзно говорить о повышении доступности ипотеки. Первичный рынок остаётся ограниченным из-за ужесточения условий семейной ипотеки с 1 февраля, тогда как вторичный рынок постепенно оживает.

В сегменте автокредитования средние рыночные ставки на 1 января 2026 года составили 15,6% для новых автомобилей и 11,4% для подержанных. В рамках льготных госпрограмм ставки составляют 3,9-8,9%, но доступны лишь на российские автомобили стоимостью до 2 млн рублей.

Что касается необеспеченного потребительского кредитования, средняя ставка на середину марта составит около 23-24%, при диапазоне от 21% до 40% в зависимости от банка и заемщика, что ниже уровня конца 2025 года (27-33%). К концу 2026 года мы прогнозируем снижение средней ставки до 22%-24%, однако наиболее выгодные условия будут доступны лишь зарплатным клиентам крупных банков с высоким официальным доходом. В сегменте кредитования нефинансовых организаций средний уровень ставок сохраняется в районе 14,6% по долгосрочным и 18,7% по краткосрочным корпоративным кредитам (без учета мер господдержки). Однако эти ставки средние и существенно зависят от уровня кредитных рейтингов заемщиков.



Ставки по депозитам отражают ожидания по дальнейшему движению «ключа»

По состоянию на 10 марта 2026 года депозитный рынок демонстрирует неоднородную картину: максимальные ставки по краткосрочным вкладам (3 месяца) в топ-10 крупнейших банков опустились до 14,0-14,3%, а по годовым депозитам – до 12,5-13,5%. На широком рынке отдельные игроки предлагают ставки до 16,5%, однако речь идёт преимущественно о нишевых продуктах с ограниченными условиями входа.

Устойчиво высокие, но последовательно снижающиеся депозитные ставки отражают осторожный консенсус участников рынка относительно траектории денежно-кредитной политики. Банки планомерно калибруют темпы удешевления пассивов в ожидании продолжения цикла снижения ключевой ставки, ориентируясь на прогноз ЦБ о её среднегодовом уровне в 13-14% в 2026 году. При этом сохраняются риски более медленной дезинфляции из-за структурных проинфляционных факторов – повышения НДС, индексации утилизационного сбора, роста тарифов ЖКХ, что сдерживает более агрессивное снижение ставок привлечения.

По прогнозу НРА, к концу II квартала 2026 года максимальные ставки по краткосрочным вкладам в топ-10 крупнейших банков опустятся до 12,5-13,5%, по годовым депозитам – до 11,5-12,5% при реализации базового сценария снижения ключевой ставки.

Контакты для СМИ

E-mail: pr@ra-national.ru

Клиентская служба

Тел. +7 (495) 122-22-55,

E-mail: commercial@ra-national.ru

СЕРГЕЙ ГРИШУНИН

**Управляющий директор рейтинговой
службы НРА**



115191, г. Москва, Гамсоновский пер., д.2, стр.7

тел./факс: +7 (495) 122-22-55

www.ra-national.ru

Ограничение ответственности Агентства

© 2026

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»), является его интеллектуальной собственностью, и все права на него охраняются действующим законодательством РФ. Вся содержащаяся в нем информация, включая результаты расчетов, выводы, методы анализа и др., предназначена исключительно для ознакомления; их распространение любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НРА» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «НРА» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «НРА» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: www.ra-national.ru

ООО «НРА» и любые его работники не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у лиц, ознакомившихся с настоящим аналитическим обзором, в результате их самостоятельных действий в связи с полученной из него информацией, в том числе за любые убытки или ущерб иного характера, прямо или косвенно связанные с такими действиями. Вся содержащаяся в аналитическом обзоре информация представляет собой выражение независимого мнения ООО «НРА» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «НРА» считает надежными. Любые сделанные в нем предположения, выводы и заключения не имели целью и не являются предоставлением рекомендаций по принятию инвестиционных решений и проведению операций на финансовых рынках или консультацией по вопросам ведения финансово-хозяйственной деятельности.

ООО «НРА» не несет ответственности за точность и достоверность сведений и данных, полученных из использованных источников, и не имеет обязанности по их верификации, а также по регулярному обновлению информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре.