



15 июня 2026 г.

Наталья Орлова,
Norlova@alfabank.ru

Валерия Кобяк,
VKobyak@alfabank.ru

Глеб Барабанов,
GBarabanov@alfabank.ru

Решение по ставке

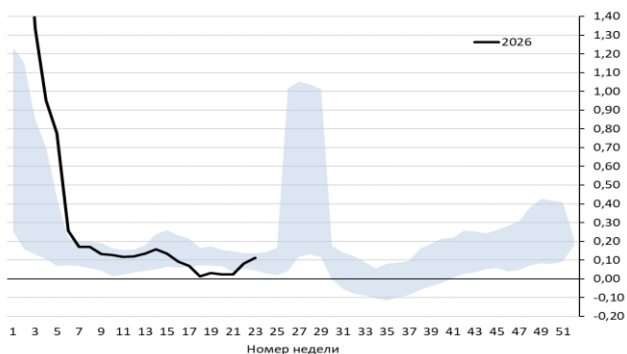
Рост проинфляционных рисков в пользу снижения ставки на 25 б. п.

Мы ожидаем, что ЦБ РФ на заседании 19 июня снизит ключевую ставку на 25 б. п. до 14,25%, что является меньшим шагом, чем ожидает текущий рыночный консенсус (снижение на 50 б.п. до 14,0%). На наш взгляд, следующие факторы говорят в пользу возможности более осторожного решения:

- Несмотря на замедление инфляции в апреле-мае динамика цен в последние две недели складывается существенно хуже ожиданий (ждем +0,87% м/м в июне); хотя ускорение роста цен отражает динамику разовых факторов (плодоовощную инфляцию и рост цен на бензин), мы не исключаем, что их действие может продлиться и стать триггером ускорения устойчивой инфляции;
- Динамика роста промышленности и ВВП в целом в апреле показала замедление по сравнению с мартом, однако темп роста оборота розничной торговли, напротив, ускорился с 6,2% г/г в марте до 6,5% г/г в апреле. Такая сильная динамика спроса выглядит проинфляционной и может создать предпосылки для ускорения инфляции в устойчивых компонентах вследствие ускоренного роста номинальных зарплат – за 1К26 они выросли на 15,1% г/г;
- Реакцией на сильный спрос мог быть ускоренный рост корпоративного кредитования – за апрель темпы роста кредитного портфеля составили 1,9% м/м. Одновременно темпы роста депозитов населения замедляются, отчасти отражая ускоренный спрос на наличные – по состоянию на май объем наличных денег в обращении вырос на 17% г/г;
- Расходы бюджета продолжают рост по высокой траектории (+17% г/г за 5М26), а новые вводные от Минфина по потенциальному расширению первичного структурного дефицита усиливают опасения по поводу возможности их нормализации в дальнейшем, увеличивая проинфляционные риски;
- Сохраняющийся крепкий курс рубля на данный момент выглядит важным дезинфляционным фактором, но усиление инфляционных рисков в мировой экономике должно в будущем развернуть валютный рынок.

До недавнего времени динамика инфляции позволяла рассчитывать на более сильное снижение ключевой ставки: 3-месячный аннуализированный темп роста цен с сезонной корректировкой (далее – SAAR) снизился с 7,7% в марте до 7,0% в апреле и 5,5% в мае под влиянием крепкого рубля, усиления временных дезинфляционных факторов и ослабления разовых проинфляционных. В устойчивых компонентах базовой инфляции ситуация схожая – замедление с 6,1% в марте до 5,3% в апреле и 4,5% в мае, что отражает затухание инфляционного тренда. Однако в последние недели наблюдается ускорение роста цен из-за проблем на стороне предложения. Среднесуточный рост цен в период с 26 мая по 8 июня ускорился в 10 раз по сравнению с периодом с 13-25 мая, что объясняется вкладом волатильных компонент: за последнюю неделю (2-8 июня) в 2 раза ускорилась как плодоовощная инфляция (до 2,2% н/н с 1,1% н/н неделей ранее), так и рост цен на бензин (до 0,92% н/н с 0,45% н/н) – в результате недельная инфляция ускорилась до 0,20% н/н с 0,15% н/н (см Рис.1). При этом мы видим риски сохранения более быстрого роста цен как минимум еще на несколько недель: если ускорившийся рост цен на плодоовощи будет смягчен началом сезонного увеличения внутреннего предложения, то рост цен на топливо, наоборот, может дополнительно ускориться из-за усиления сезонного спроса. Это окажет проинфляционное воздействие через увеличение стоимости логистики на остальную, в том числе устойчивую часть потребительской корзины, которая сейчас в целом показывает околонулевые темпы роста благодаря снижению цен в продовольственном и непродовольственном сегментах при устойчиво высокой инфляции в базовых услугах. Мы ориентируемся на инфляцию на уровне 0,87% м/м в июне после 0,17% м/м в мае (см Рис.2).

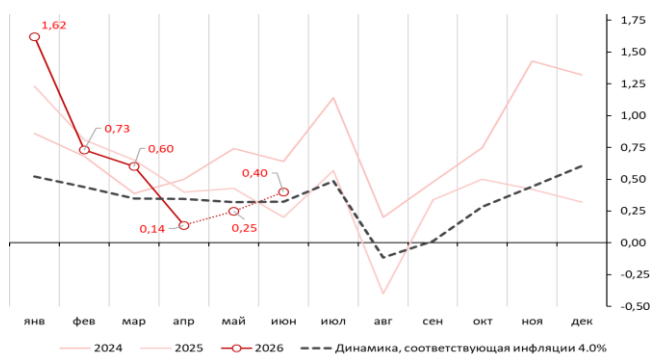
Рис. 1: Динамика усредненной недельной инфляции и ее исторический диапазон*, % н/н



* 2017-2025 гг. за исключением 2022 г.

Источники: Росстат, Минэко, Альфа-Банк

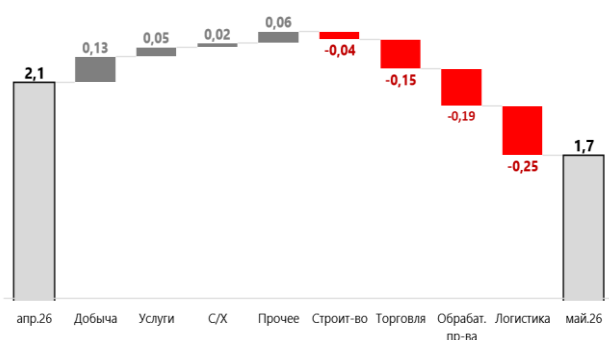
Рис. 2: Динамика месячной инфляции, % м/м



Источники: Росстат, Альфа-Банк

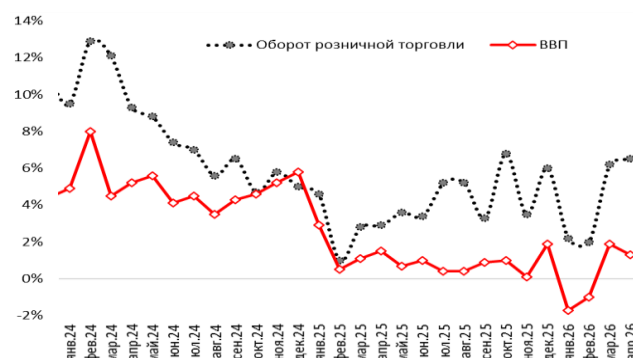
Экономическая активность осталась в целом сильной в апреле: Рост ВВП в апреле замедлился до 1,3% г/г после увеличения на 1,9% г/г в марте на фоне усиления спада в строительном секторе (-5,0% г/г в апреле после -1,9% в марте). При этом выпуск в обрабатывающей промышленности вырос на 3,1% г/г после 3,2% г/г в марте, а в добывающей сократился на 0,4% г/г после роста на 1,0% г/г соответственно. Оперативные индикаторы в мае указывают на некоторое ухудшение настроения фирм: индекс бизнес-климата снизился до 1,7 с 2,1 в апреле (см Рис.3), что мы связываем с увеличением просроченной задолженности по корпоративным кредитам, в частности, в металлургической отрасли, лесной и пищевой промышленности, а также в транспорте и сельском хозяйстве. В то же время динамика потребительского спроса в апреле оставалась сильной – рост оборота розничной торговли составил 6,5% г/г после 6,2% г/г в марте (см Рис.4), а рост потребления услуг составил 3,4% г/г после 4,4% г/г в марте – и, по оперативным данным, в мае потребительские расходы оставались высокими. Подобный разрыв в динамике спроса и предложения может усиливать проинфляционные риски в экономике.

Рис. 3: Изменение индикатора бизнес-климата ЦБ РФ, п.п.



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

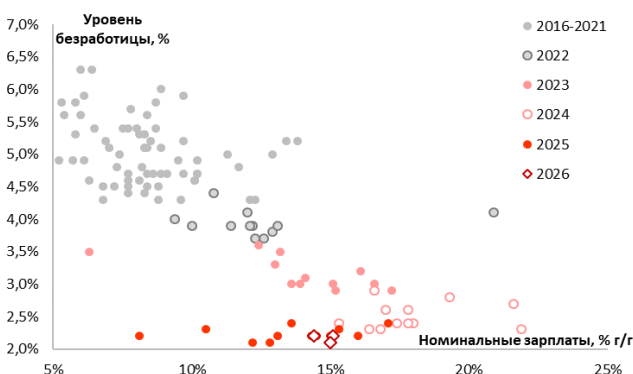
Рис. 4: Динамика ВВП и оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

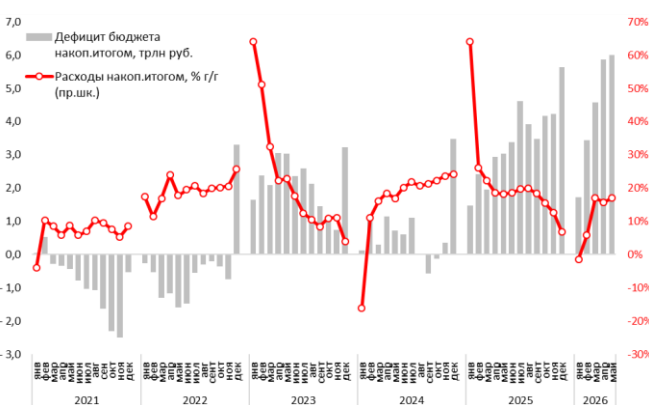
Зарплаты растут темпом 15% г/г: Сохранение высокого уровня потребительской активности опирается на продолжающийся быстрый рост зарплат и сохранение рекордно низкой безработицы. Безработица в апреле, как и в марте, осталась на уровне 2,2%. При этом рост номинальных зарплат составил 14,4% г/г в марте, а по итогам 1К26 этот индикатор увеличился на 15,1% г/г (см Рис.5); в реальном выражении темпы роста зарплат составили 8,7% г/г по итогам 1К26, что почти в 2 раза выше роста на 5,2% г/г по итогам прошлого года. Подобный быстрый рост зарплат усиливает разрыв между сильной динамикой спроса и более сдержанной динамикой предложения, что, по нашим оценкам, может создать предпосылки для усиления ценового давления в устойчивых компонентах инфляции в 2П26.

Рис. 5: Динамика номинальных зарплат, % г/г и уровень безработицы, %.



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Рис. 6: Дефицит фед. бюджета накопл.итогом, трлн руб. и расходы фед.бюджета накопл.итогом, % г/г

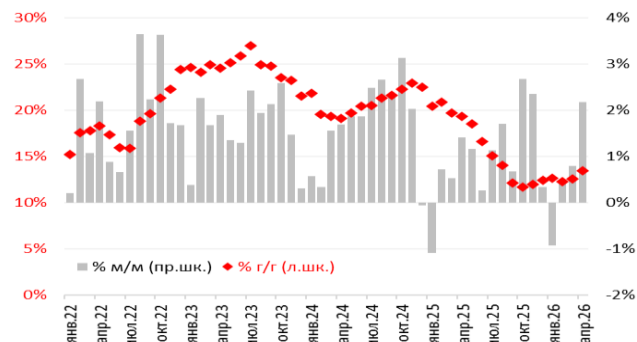


Источники: Минфин, Альфа-Банк

Расходы бюджета продолжают расти по высокой траектории, и с учетом новых вводных от Минфина, их нормализации может не произойти: За 5М26 накопленный дефицит федерального бюджета составил 6,0 трлн руб. при годовом плане 3,8 трлн руб., что обусловлено более быстрым ростом расходов (+17% г/г) (см Рис.6), который может сохраниться в 2П26. Об этом косвенно говорят принятые в июне поправки в Бюджетный Кодекс: теперь Минфин может наращивать расходы сверх бюджетного правила с превышением верхнего предела внутреннего госдолга за счет роста источников внутреннего финансирования и использования остатков средств на едином казначейском счете. По нашим оценкам, дефицит бюджета в этом году составит 5,0-5,5 трлн руб., что согласуется с заявлениями министра финансов А. Силуанова о превышении дефицита бюджета с 1,6% ВВП, и такое расширение будет в основном связано с увеличением объемов расходования сверх плана. Это потребует от Минфина увеличения плана заимствований и будет иметь проинфляционный эффект на экономику. Кроме того,

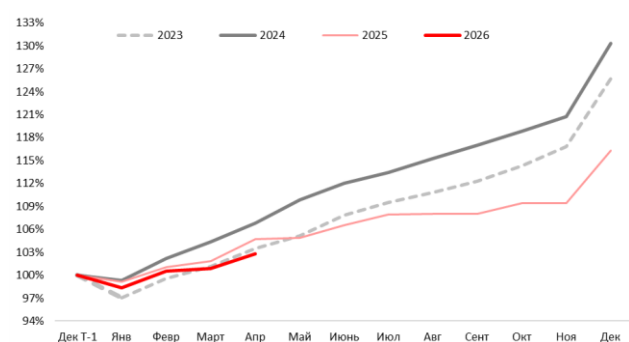
дополнительный бюджетный стимул в экономике будет создавать объявленное откладывание выхода на нулевой структурный дефицит бюджета к 2029 г. вместо 2027 г., что поддерживает наши ожидания более осторожной ДКП.

Рис. 7: Корпоративное кредитование в рублях, % м/м и % г/г



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 8: Динамика розничного рублевого привлечения, дек T-1 = 100%



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

В апреле-мае кредитная активность оставалась сильной: Рост корпоративного кредитного портфеля в апреле составил 1,9% м/м после роста на 0,7% м/м в марте, причем в рублевом сегменте прирост был выше 2% м/м (см Рис.7); оперативные данные за май свидетельствуют о сохранении повышенного спроса на кредиты со стороны предприятий. Также следует отметить, что опросы предприятий показывают, что доступность кредитования и уровень ставок по кредитам перестали быть значимым фактором, ограничивающим экономическую активность — наблюдается последовательное улучшение условий кредитования и заметное превышение среднего значения оценок за последние 10 лет. При этом динамика депозитов идет ниже траектории 2024-2025 гг.: за 4M26 рублевые депозиты увеличились на 2,8% по сравнению с ростом на 4,6% и 7,8% за 4M25 и 4M24 соответственно (см Рис.8). Такая динамика, с одной стороны, обусловлена снижением процентных ставок (максимальные процентные ставки по депозитам в коммерческих банках снизились на 6,5 п.п. г/г, и с конца апреля они остаются вблизи 13,0%), а, с другой стороны, — ростом спроса на наличные деньги на фоне перебоев с интернетом и возможного перехода части предприятий в тень (объем наличных денег в обращении вырос на 17% г/г в мае). Ускорение кредитной активности компаний одновременно с замедлением притока розничных депозитов населения указывает на наличие проинфляционных рисков.

Внешний контур создает дополнительные проинфляционные риски: Раскручивание глобальной инфляции на фоне Ближневосточного кризиса уже привело к ужесточению позиций мировых центральных банков — ЕЦБ в июне повысил процентные ставки на 25 б.п., впервые за почти 3 года, а ожидания рынка касательно роста ставки ФРС стали более агрессивными: растет вероятность повышения ставки в сентябре, хотя в прошлом месяце рынок закладывал повышение только к концу года. Глобальный рост цен будет оказывать повышательное давление на внутренние цены через рост стоимости импортных товаров и комплектующих. При этом эффект все же будет более сдержанным из-за более низкой доли импорта в ВВП. Крепкий рубль, который был важным дезинфляционным фактором, по мере своего ослабления в 2П26 будет дополнительно усиливать инфляционное давление. Мы ждем рубль на уровне 74-76 руб./\$ к середине лета и 87,2 руб./\$ на конец года.

Ждем снижения ставки до 14,25% на заседании 19 июня: Хотя текущий высокий уровень ключевой ставки не позволяет ожидать, что ЦБ РФ возьмет паузу, на наш взгляд, вышедшая в последние недели макроэкономическая статистика, а также заявления представителей Минфина и Банка России являются новыми существенными вводными для рассмотрения и принятия более консервативного решения. По нашим оценкам, в экономике сохраняется сильный потребительский и государственный спрос, что при ограниченных возможностях предложения вкупе с бюджетной неопределенностью и растущими рисками ускорения глобальной инфляции смещает риски в сторону проинфляционных факторов на горизонте следующих лет и может стать триггером ускорения базовой инфляции.



Табл.1: Основные макроэкономические показатели

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026П	2027П
Темпы роста ВВП, % <i>г/г</i>	2,2%	-2,7%	5,9%	-1,4%	4,1%	4,9%	1,0%	0,7%	0,5%
Инфляция, % <i>дек./дек.</i>	3,0%	4,9%	8,4%	11,9%	7,4%	9,5%	5,6%	5,5%	4,2%
Инфляция, %, <i>среднегодовая</i>	4,5%	3,3%	6,7%	13,8%	6,0%	8,4%	8,7%	5,5%	4,5%
Ставка, конец года, %	6,3%	4,3%	8,5%	7,5%	16,0%	21,0%	16,0%	13,0%	12,0%
Ставка, среднегодовая, %	7,3%	4,9%	5,7%	10,6%	9,9%	17,5%	19,2%	14,3%	12,4%
Курс, конец года, <i>руб./\$</i>	62	74	74	70	90	102	78,2	87,2	93,0
Курс, конец года, <i>руб./юань</i>	10,1	11,3	11,7	10,1	12,6	13,4	11,2	12,6	13,3



Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)

Москва, Россия 107078
620 91 91

Начальник управления Акции

Вячеслав Савицкий vsavitskiy@alfabank.ru
+7 (495) 783 51 01

Начальник управления Аналитики

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+ 7 (495) 795 36 12 (доб. 6451)

Макроэкономика

Наталия Орлова norlova@alfabank.ru
+ 7 (495) 795-3677

Валерия Кобяк vkobyak@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Глеб Барабанов gbarabanov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0116336)

Рынок акций

Стратегия

Джон Волш jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

TMT, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Юлия Толстых

yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8681)

Финансы

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Елизавета Арбузова

eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 610 9191 (доб. 4889)

Филипп Николаев fnikolaev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 7392)

Нефть и Газ

Никита Блохин nblokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Электроэнергетика

Анастасия Егазарян aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)

Елизавета Арбузова

eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 610 9191 (доб. 4889)

Недвижимость

Ирина Фомкина ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

Потребительский

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Редактор

Максим Сухманский msukhmanskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазарян aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Полина Орехова

porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

Долговой рынок

Мария Радченко mgradchenko@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

Никита Еуров neurov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)

Шамиль Джафаров

ssdzhafarov@alfabank.ru
7 (499) 923 66 97 (доб. 9902)

Управляющий директор

Олег Кузьмин omkouzmin@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 9234)

Отраслевая аналитика

Недвижимость

Ирина Фомкина ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

Потребительский

Екатерина Тузикова etuzikova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105172)

ИТ

Дмитрий Протас dprotas@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0784991)

Золото

Елизавета Арбузова eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 610-9191 (доб. 4889)

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи

Александр Зоров azorov@alfabank.ru
+7 (495) 783-5115 (доб. 7649)

Торговые операции

Артем Белобров abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Анастасия Полтавская

apoltavskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)

Иван Макаров

makaroiviv@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

РЕПО

Олег Морозов omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 6972)



© Альфа-Банк, 2026 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.