



КОММЕНТАРИЙ К СРЕДНЕСРОЧНОМУ ПРОГНОЗУ БАНКА РОССИИ

Документ содержит комментарий к среднесрочному макроэкономическому прогнозу, опубликованному по итогам заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке 26 июля 2024 года.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 25 июля 2024 года.

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 26 ИЮЛЯ 2024 ГОДА	2
▶ ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗЕ	3
▶ КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ	4
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	5
Мировая экономика	5
Товарные рынки	6
▶ ВНУТРЕННИЕ УСЛОВИЯ	6
Денежно-кредитная политика	6
Денежно-кредитные показатели	7
ВВП	8
Платежный баланс	10
Инфляция	10
▶ ПРИЛОЖЕНИЕ	12

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 26 ИЮЛЯ 2024 ГОДА

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ
(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

Табл. 1

	2023 (факт)	2024	2025	2026	2027
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	7,4	6,5–7,0	4,0–4,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	5,9	7,8–8,0	4,2–5,8	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	9,9	16,9–17,4 ¹	14,0–16,0	10,0–11,0	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	3,6	3,5–4,0	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	4,9	2,0–3,0	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	6,6	3,0–4,0	0,0–1,0	1,0–2,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	6,5	4,0–5,0	0,0–1,0	1,0–2,0	1,5–2,5
Валовое накопление	15,8	4,5–6,5	0,0–2,0	0,5–2,5	1,0–3,0
– основного капитала	8,8	7,0–9,0	0,0–2,0	0,5–2,5	1,0–3,0
Экспорт	– ²	(–2,0)–0,0	1,5–3,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	– ²	(–3,0)–(–1,0)	1,0–3,0	1,0–3,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,4	12–17	5–10	6–11	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	22,7	10–15	7–12	7–12	8–13
– к организациям	22,6	10–15	7–12	7–12	8–13
– к населению, в том числе ипотечные жилищные кредиты	23,0	10–15	6–11	7–12	8–13

¹ С учетом того что с 1 января по 28 июля 2024 года средняя ключевая ставка равна 16,0%, с 29 июля до конца 2024 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 18,0–19,4%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

² Данные по использованию ВВП за 2023 год в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

³ Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевыми ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период. По ипотечным жилищным кредитам – без учета приобретенных банками прав требования.

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ¹
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 2

	2023 (факт)	2024	2025	2026	2027
Счет текущих операций	50	72	57	45	33
Торговый баланс	122	135	120	111	102
Экспорт	424	426	427	429	434
Импорт	303	291	307	318	331
Баланс услуг	–35	–31	–32	–34	–35
Экспорт	41	43	44	45	46
Импорт	76	74	75	78	81
Баланс первичных и вторичных доходов	–36	–31	–32	–33	–34
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	49	72	57	45	33
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	52	84	56	34	29
Чистое принятие обязательств	–9	–11	3	9	8
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	43	73	59	42	37
Чистые ошибки и пропуски	–7	–1	0	0	0
Изменение резервных активов	–10	–13	0	11	4
Цена на нефть марки Brent, в среднем за год, долл. США за баррель	82	85	80	75	70

¹ В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗЕ

В прогнозе отражены следующие изменения по сравнению с прогнозом по итогам заседания по ключевой ставке 26 апреля 2024 года:

- **Ключевая ставка.** Прогноз средней ключевой ставки на 2024 год повышен до 16,9–17,4%, на 2025–2026 годы – на 4 п.п., до 14,0–16,0% и 10,0–11,0% соответственно. Пересмотр отражает реакцию денежно-кредитной политики на более устойчивое инфляционное давление в экономике, связанное с сохраняющимся значительным отклонением российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста. Возобновление процессов дезинфляции в экономике потребует более жестких денежно-кредитных условий, чем предполагалось ранее. Возвращение ключевой ставки в обновленный нейтральный диапазон 7,5–8,5% предполагается только в 2027 году.
- **ВВП.** Прогноз роста реального ВВП на 2024 год повышен до 3,5–4,0%. Это во многом отражает новые данные по динамике экономической активности в первом полугодии 2024 года и поступающие оперативные данные в начале III квартала. При этом более жесткие денежно-кредитные условия на прогнозном периоде отразятся на динамике экономической активности: рост реального ВВП в 2025–2026 годах пересмотрен вниз на 0,5 п.п., до 0,5–1,5% и 1,0–2,0% соответственно. Экономика устойчиво стабилизируется на траектории сбалансированного роста с 2027 года.

○ **Расходы на конечное потребление домашних хозяйств.** Банк России повысил прогноз роста потребления домохозяйств в текущем году на 1,5 п.п., до 4,0–5,0%. В первой половине 2024 года наблюдалась более высокая потребительская активность, чем прогнозировалось ранее. Расширение доходов населения оказалось достаточным как для увеличения сбережений, так и для наращивания потребления. В 2025–2026 годах продолжительное поддержание жестких денежно-кредитных условий будет обеспечивать высокую норму сбережений, что снизит темпы роста потребления и вернет их на траекторию сбалансированного роста к концу прогнозного горизонта.

○ **Валовое накопление.** Прогноз роста валового накопления в текущем году увеличен на 1,5 п.п., до 4,5–6,5%. При этом темп прироста валового накопления основного капитала пересмотрен вверх на 4 п.п., до 7,0–9,0%. Это вызвано высокими данными за I квартал 2024 года и продолжением роста инвестиционной активности, хотя и более низкими темпами в II квартале. Поддержку инвестициям в значительной степени оказывают государственный сектор и высокие прибыли компаний, в то время как ужесточение денежно-кредитных условий сдерживает темп роста частных инвестиций.

○ **Экспорт.** В 2024 году предполагается более низкая динамика физических объемов экспорта, чем прогнозировалось ранее. Это связано с повышенным санкционным давлением и экспортными ограничениями на отдельных товарных рынках. Однако в дальнейшем, как и в апрельском прогнозе, предполагается восстановление физического объема экспорта товаров и услуг на фоне расширения внешнего спроса и выстраивания экспортерами новых путей поставок.

○ **Импорт.** Прогноз роста импорта в 2024 году существенно снижен на 4 п.п., до (-3,0)–(-1,0)%. Снижение прогноза отражает усиление санкционных барьеров в части платежей и логистики. При этом предполагается, что эти затруднения будут носить временный характер и на горизонте 2025–2027 годов возобновится постепенное расширение импорта товаров и услуг.

- **Цены на нефть.** Прогноз мировых цен на нефть марки Brent в 2026 году повышен на 5 долларов США, до 75 долларов США. Более высокая цена на нефть в 2026 году учитывает ожидания по росту мировой экономики и уже принятые решения ОПЕК+. На остальные годы прогноз без изменений.

- **Платежный баланс.** Профицит счета текущих операций повышен за счет пересмотра вниз импорта. Также на текущем счете сказалось понижение прогноза дефицита баланса первичных и вторичных доходов с учетом его более существенного, чем ожидалось, уменьшения в первом полугодии. Оно произошло за счет сокращения инвестиционных доходов к выплате нерезидентам из-за уменьшения их участия в капитале российских компаний и банков.
- **Денежно-кредитные показатели.** Прогноз роста требований к экономике и денежной массы на 2024 год повышен. Спрос заемщиков на кредиты поддерживает более высокая инвестиционная и потребительская активность, чем Банк России прогнозировал ранее, и дальнейшее расширение доходов населения.
- **Инфляция.** Прогноз на 2024 год повышен до 6,5–7,0%. Пересмотр прогноза является следствием более значительного инфляционного давления на фоне активного роста внутреннего спроса, опережающего возможности расширения предложения товаров и услуг. Меры, принимаемые Банком России, будут сдерживать рост цен: темпы роста цен снизятся уже во второй половине 2024 года по сравнению с первой, инфляция в 2025 году снизится до 4,0–4,5% и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

Предпосылки в прогнозе Банка России представляют собой предположения о средне- и долгосрочных трендах в российской и мировой экономике, которые значимо влияют на условия проведения денежно-кредитной политики.

- **Мировая экономика.** В 2024–2026 годах мировая экономика будет расти темпами несколько ниже средних исторических значений¹. Продолжится дальнейшая фрагментация мировой экономики. Инфляционное давление в мире продолжит постепенно ослабевать, и центральные банки будут снижать ставки до нейтральных уровней.
- **Цены экспорта.** Умеренные темпы роста мировой экономики будут сдерживать цены на мировых товарно-сырьевых рынках. Продление ограничений ОПЕК+ в сочетании с сохранением геополитической напряженности поддержит цены на нефть в краткосрочной перспективе, однако к концу прогнозного периода цена на нефть марки Brent снизится по мере постепенного ослабления квот на добычу стран-участников.

Экспортная цена российской нефти последует за динамикой цены на нефть марки Brent. Ее конкретные значения будут формироваться исходя из взвешенной цены продаваемых Россией марок нефти и размера дисконта. Цены на несырьевые товары российского экспорта на среднесрочном горизонте будут расти умеренными темпами в соответствии с мировой инфляцией.

- **Геополитические условия.** В целях расчета базового сценария принимается предпосылка о неизменности геополитических условий для российской экономики до конца прогнозного горизонта. Все действующие внешние ограничения на российский экспорт, импорт, инвестиционное и технологическое сотрудничество на среднесрочном горизонте сохраняются. Возможное введение новых или ужесточение действующих санкций рассматривается как риск для базового прогноза.

¹ В период 2000–2019 годов – 3,8% в среднем за год (оценка МВФ).

- **Потенциальный выпуск.** Внешние торговые и финансовые ограничения, а также демографические тенденции – это серьезные сдерживающие факторы для расширения потенциала российской экономики. Вместе с тем в базовом сценарии предполагается, что на среднесрочном горизонте российская экономика продолжит приспосабливаться к санкционному давлению. Процесс замещения импортных товаров отечественными аналогами отражается в значительном увеличении инвестиций в российскую экономику по сравнению с 2021 годом, во внедрении новых методов производства и логистических маршрутов, в установлении новых торговых связей и расширении рынков сбыта. Использование новых методов организации производства, сокращение потерь материальных ресурсов и рабочего времени приводят к росту совокупной факторной производительности – выпуска товаров и услуг на единицу факторов производства. Рост производительности позитивно влияет на экономическое развитие и снижает относительные издержки производителей. Реализованный за последние годы серьезный объем инвестиций и адаптация российской экономики к внешним ограничениям означают несколько более значительный, чем Банк России оценивал ранее, прирост потенциального ВВП в 2024–2025 годах. В то же время с учетом всей совокупности структурных факторов Банк России по-прежнему оценивает долгосрочный потенциальный темп роста ВВП в диапазоне 1,5–2,5%.
- **Бюджетная политика.** Бюджетные предпосылки базового сценария опираются на Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов и поправки к закону о бюджете на 2024 год с учетом макроэкономических параметров прогноза Банка России. В 2024–2026 годах ожидается постепенная нормализация бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила² с 2025 года. Банк России исходит из полного покрытия дополнительных расходов, связанных с реализацией Послания Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации за счет дополнительных нефтегазовых доходов, в том числе за счет изменений в налоговой системе.
- **Нейтральная ставка.** Банк России пересмотрел³ вверх величину реальной нейтральной процентной ставки и оценивает ее в диапазоне 3,5–4,5% годовых, что с учетом цели по инфляции предполагает номинальную ставку в 7,5–8,5% годовых. Данный уровень определяется несколькими основными факторами: оценками потенциального темпа роста российской экономики и изменением ее структуры, особенностями бюджетной политики, изменением внешних условий и санкциями, в том числе ограниченным участием российской экономики в глобальных рынках капитала, страновой премией за риск, а также оценкой внешней нейтральной ставки.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Прогноз мирового ВВП на 2024 год незначительно скорректирован в основном за счет более позитивного взгляда на еврозону, экономика которой ускорила в начале 2024 года. Для 2025–2026 годов основные изменения коснулись США, где повышен прогноз роста экономики. На фоне сохранения экономической активности на высоком уровне снижение инфляции в развитых экономиках

² В соответствии с бюджетным правилом предельный объем расходов федерального бюджета определяется при базовых нефтегазовых доходах, рассчитанных на равновесных ценах на нефть 60 долларов США за баррель и газ 250 долларов США за тысячу куб. м.

³ Банк России ежегодно обновляет оценку нейтральной ставки и публикует ее в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики.

происходит медленнее, чем предполагали в апреле. Более медленный возврат к цели и пересмотр оценки нейтральной ставки в США привели к пересмотру вверх ожиданий по ставкам ФРС США и ЕЦБ на всем прогнозном горизонте. В экономике Китая ситуация достаточно стабильная: с одной стороны, наблюдается хорошая динамика по промышленному производству и экспорту, с другой стороны, констатируется слабость внутреннего спроса (и связанные с этим дезинфляционные эффекты). В целом ожидается, что экономика Китая на среднесрочном горизонте будет расти темпами около 5%.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Табл. 3

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (прогноз)	2025 (прогноз)	2026 (прогноз)	2027 (прогноз)
ВВП, мир, % г/г	2,8	-2,7	6,5	3,5	3,2	3,1	3,2	3,1	3,0
ВВП, США, % г/г	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9
ВВП, еврозона, % г/г	1,6	-6,1	5,3	3,4	0,6	0,8	1,4	1,4	1,5
ВВП, Китай, % г/г	6,0	2,2	8,5	3,0	5,2	5,0	5,0	5,1	4,9
Инфляция, США ¹ , % г/г	1,5	1,6	5,2	4,9	2,9	3,1	2,4	2,3	2,2
Инфляция, еврозона ² , % г/г	1,3	0,3	2,7	5,2	3,4	3,2	2,2	1,9	1,9
Инфляция, Китай ³ , % г/г	1,4	0,4	1,0	0,5	0,6	0,2	0,4	0,8	1,3
Ставка, ФРС США ⁴ , %	1,8	0,1	0,1	3,7	5,3	5,1	4,6	4,3	4,1
Ставка, ЕЦБ ⁵ , %	-0,5	-0,5	-0,5	1,3	4,0	3,5	3,0	2,7	2,5

¹ Базовая инфляция (Core PCE) в США.

² Базовая инфляция (Core HICP) в еврозоне.

³ Базовая инфляция (Core CPI) в Китае.

⁴ Ставка ФРС США (Fed Funds Effective Rate), среднее за IV квартал соответствующего года.

⁵ Ставка ЕЦБ (депозитная), среднее за IV квартал соответствующего года.

Источники: национальные статистические агентства, ФРС США, ЕЦБ, Международный валютный фонд, расчеты Банка России.

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

Продление дополнительных добровольных ограничений ОПЕК+ в сочетании с сохранением геополитической напряженности на Ближнем Востоке стабилизировало цены на нефть в районе 85 долларов США за баррель в II квартале. С учетом относительно благоприятной ситуации на рынке нефти, включая рост спроса, мировые цены на нефть марки Brent в 2024–2025 годах составят 85–80 долларов США соответственно. Постепенное увеличение предложения, связанное в том числе с ожидаемым ростом добычи ОПЕК+ с октября 2024 года, приведет к снижению цены на нефть марки Brent до 75 и 70 долларов США за баррель в 2026–2027 годах соответственно. Мировые цены на природный газ и уголь останутся в 2024 году под давлением ввиду относительно высокого уровня запасов, хотя цены на газ и получили краткосрочную поддержку из-за рисков перебоев поставок. В дальнейшем ожидается продолжение их снижения по мере роста мощностей СПГ в мире.

Цены на прочие товары российского экспорта в 2024 году останутся вблизи уровней 2023 года. В течение 2025–2027 годов изменение несырьевых цен российского экспорта будет определяться динамикой мировой инфляции.

ВНУТРЕННИЕ УСЛОВИЯ

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

- **Ключевая ставка.** В базовом сценарии Банк России прогнозирует, что в 2024 году средняя за год ключевая ставка будет находиться в диапазоне 16,9–17,4% годовых. В 2025 году она в среднем

составит 14,0–16,0%, в 2026 году – 10,0–11,0% и в 2027 году вернется в нейтральный диапазон 7,5–8,5% годовых. Прогнозные диапазоны ключевой ставки на 2024–2026 годы повышены на 1,4–4,0 процентного пункта. Такой пересмотр связан как с новой оценкой нейтральной ставки, так и с тем, что с учетом оперативных данных по экономической активности и рынку труда сохраняется высокое инфляционное давление, связанное со значительным отклонением российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста. Для возобновления процессов дезинфляции и устойчивого возвращения инфляции к цели требуется бóльшая степень жесткости денежно-кредитных условий, чем ожидалось ранее.

- **Ликвидность банковского сектора и ставки денежного рынка.** Прогноз структурного баланса ликвидности на конец 2024 года повышен. В среднем за декабрьский период усреднения обязательных резервов профицит оценивается в диапазоне от 0,2 до 1,0 трлн рублей. Ожидается, что в течение всего 2024 года банковский сектор останется в профиците ликвидности. При этом до ноября 2024 года его величина будет постепенно снижаться, в том числе из-за зеркалирования Банком России операций на внутреннем валютном рынке, связанных с использованием средств ФНБ в 2023 году. Однако в конце года из-за сезонного роста бюджетных расходов и конвертации средств ФНБ вне бюджетного правила для их финансирования профицит ликвидности возрастет.

В II квартале текущего года продолжился возврат наличных денег в банки. Одной из причин остается приток средств граждан во вклады в условиях привлекательных для сбережения процентных ставок. С учетом этого и в предположении, что такой эффект сохранится до конца года, оценка роста объема наличных денег в обращении в 2024 году уменьшена на 0,7 трлн рублей. Ожидается, что их объем в 2024 году изменится в диапазоне от -0,2 до 0,2 трлн рублей.

Краткосрочные ставки денежного рынка (RUONIA) в условиях профицита ликвидности продолжат формироваться ниже ключевой ставки Банка России. В то же время при сохранении спроса на кредиты Банка России положительный спред эффективной стоимости привлечения краткосрочной ликвидности для банков (с учетом стоимости привлечений по операциям Банка России) к ключевой ставке по-прежнему может достигать 20–40 базисных пунктов. Это будет вносить небольшой вклад в увеличение жесткости денежно-кредитных условий.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

- **Требования банковской системы к экономике.** В 2024 году ожидается сохранение значительного спроса компаний на кредиты благодаря высокому росту экономической и инвестиционной активности. При этом жесткие денежно-кредитные условия будут постепенно способствовать плавному замедлению темпов роста корпоративного кредитования. По итогам года рост требований к организациям сложится в диапазоне 10–15%. Динамика потребительского кредитования в условиях высокой потребительской активности и расширения доходов населения пока слабо отреагировала на ужесточение денежно-кредитной политики. Однако поддержание жестких денежно-кредитных условий более продолжительное время, сохранение высокой сберегательной активности населения, ужесточение макропруденциального регулирования в отдельных высокорисковых сегментах розничного кредитного рынка, а также завершение безадресной программы «Льготная ипотека» и модификация параметров «Семейной ипотеки» приведут к снижению темпов роста портфеля требований к населению до 10–15% по итогам текущего года (после 23,0% в 2023 году). В 2025 году замедление роста требований к экономике продолжится. В дальнейшем по мере смягчения ценовых условий кредитования, стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий, темп роста требований к экономике с 7–12% в 2025–2026 годах возрастет до 8–13% в 2027 году.

- **Денежная масса.** Прогнозируемое во второй половине 2024 года замедление кредитной активности будет способствовать формированию более низких темпов роста денежной массы в национальном определении (M2) при сохраняющемся притоке средств по бюджетному каналу. В результате темпы прироста денежной массы в 2024 году сложатся в диапазоне 12–17%. По мере замедления кредитной активности и нормализации бюджетной политики темпы прироста агрегата M2 снизятся до 5–10% в 2025 году и вернуться к темпам прироста в диапазоне 6–11% в 2026–2027 годах.

ВВП

Согласно новым данным Росстата, ВВП в I квартале 2024 года вырос на +5,4% г/г, выше, чем прогнозировал Банк России. Стоит отметить, что прирост в годовом выражении завышен из-за эффекта високосного года. Однако секвенциальные темпы роста экономической активности (к предыдущему кварталу с исключением сезонности) продолжали превышать темпы, соответствующие сбалансированному росту. Расширение экономической активности было поддержано преимущественно внутренним спросом.

Указанные тенденции сохранились и в II квартале 2024 года. По оценке Банка России, секвенциальные темпы роста ВВП лишь незначительно замедлились. Разрыв выпуска сохранялся на высоком уровне и продолжал оказывать повышательное давление на потребительские цены.

По прогнозу Банка России, в III квартале 2024 года текущие темпы роста ВВП продолжают замедляться под влиянием нарастающих эффектов от жестких денежно-кредитных условий. По-прежнему основным драйвером роста будет высокий потребительский и инвестиционный спрос. По прогнозу Банка России, рост экономической активности в 2024 году сложится на уровне 3,5–4,0%. В 2025–2026 годах рост ВВП составит 0,5–1,5% и 1,0–2,0% соответственно. Некоторое замедление темпов роста связано в том числе с влиянием более жестких денежно-кредитных условий на прогнозном горизонте. При этом по-прежнему устойчиво будет расти инвестиционный спрос, что отражает сдвиг в структуре экономики в сторону увеличения доли инвестиций. В 2027 году увеличение экономической активности составит 1,5–2,5% что означает устойчивое возвращение экономики на траекторию сбалансированного роста.

- **Расходы на конечное потребление.** В I квартале 2024 года расходы на конечное потребление выросли на 4,6% при падении потребления госсектора (-0,3%) и существенном расширении расходов домохозяйств (+6,7%). Темпы расширения конечного потребления продолжают существенно превышать траекторию сбалансированного роста.

По оценке Банка России, в II квартале 2024 года потребительская активность продолжила расширяться, но более низкими темпами. Данные за апрель 2024 года показали секвенциальное замедление потребления в сезонно-скорректированных терминах. Такая динамика вызвана некоторым смещением потребительских расходов на I квартал 2024 года, в том числе ввиду изменения порядка расчета утилизационного сбора за автомобили и снижения порога беспошлинного ввоза импортных товаров. При этом в мае рост возобновился. Продолжение расширения потребительского спроса поддерживается ростом заработных плат населения в условиях сохраняющейся жесткости рынка труда. Роста доходов было достаточно как для накопления сбережений, так и для наращивания потребления.

По оценке Банка России, во второй половине года при ужесточении денежно-кредитных условий темпы роста потребительской активности замедлятся. Рост доходов граждан продолжится, что отчасти поддержит потребительский спрос. Но более значительная доля доходов будет

направляться домохозяйствами на сбережения в условиях высоких процентных ставок. В 2024 году конечное потребление увеличится на 3,0–4,0% – за счет потребления как домохозяйств, так и госсектора. В дальнейшем предполагается замедление роста конечного потребления до 0,0–1,0% в 2025 году, 1,0–2,0% в 2026 году и возвращение на траекторию сбалансированного роста в 2027 году.

- **Валовое накопление.** Валовое накопление в I квартале 2024 года выросло на 9,7% в условиях переориентации российской экономики на внутренний спрос, стимулирования импортозамещения и адаптации к внешним торговым и финансовым ограничениям. Продолжился рост финансового результата компаний, что отразилось и в расширении частных инвестиций. Повышение инвестиционной активности в том числе было связано с вложением средств ФНБ в инфраструктуру и крупные инвестиционные проекты компаний с государственным участием. В 2024 году трансформация российской экономики продолжится, рост валового накопления составит 4,5–6,5% на фоне значительного положительного вклада государственных инвестиций. В 2025–2026 годах частные инвестиции на фоне жестких денежно-кредитных условий будут находиться вблизи уровня 2024 года, но спрос со стороны государства, в частности в рамках государственных инвестиционных и инфраструктурных проектов, будет обеспечивать положительные темпы роста валового накопления. В 2027 году рост инвестиций составит 1,0–3,0%, что означает возвращение к траектории сбалансированного роста.

- **Валовое накопление основного капитала.** Валовое накопление основного капитала в I квартале 2024 года выросло на 12,9%, что является максимумом с конца 2021 года. По оценке Банка России, в II квартале инвестиции продолжили активно расширяться, но более низкими темпами по сравнению с началом года. Это подтверждают оперативные данные мониторинга предприятий Банка России. Фирмы активно наращивали капитал, в том числе увеличивая кредитный портфель. Несмотря на дальнейшее сохранение жесткой денежно-кредитной политики, расширение валового накопления основного капитала будет поддерживаться государственным сектором. По мере выхода на траекторию сбалансированного роста и снижения ставок будет наблюдаться возврат темпа роста накопления основного капитала к своему устойчивому значению 1,0–3,0% в 2027 году.

- **Изменение запасов материальных оборотных средств.** По данным Росстата, изменение запасов материальных оборотных средств внесло околонулевой вклад в годовой прирост ВВП в I квартале 2024 года. После существенного роста запасов материальных оборотных средств в 2023 году Банк России ожидает их коррекцию в 2024 году и умеренный вклад в рост ВВП в 2025–2027 годах.

- **Экспорт.** По прогнозу Банка России, в 2024 году будет наблюдаться снижение физических объемов экспорта на 0,0–2,0% на фоне новых санкционных ограничений и сохраняющейся необходимости к адаптации и переориентации направлений поставок. В 2025–2027 годах экспорт перейдет к постепенному восстановлению по мере расширения логистических цепочек и торговых связей, а также роста мировой экономики.

- **Импорт.** В текущем году ожидается снижение физических объемов импорта на 1,0–3,0%. Это обусловлено санкционным давлением и проблемами с платежами и поставками, которые сохраняются на краткосрочном горизонте. В 2025 году, по оценкам Банка России, будет наблюдаться постепенное восстановление физического объема импорта. При этом темпы прироста импорта будут отставать от динамики внутреннего спроса, что в том числе отражает процессы импортозамещения. В 2026–2027 годах темпы прироста импорта стабилизируются на долгосрочно устойчивом уровне, соответствующем новой структуре экономики.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

- **Экспорт.** Стоимостный объем экспорта, по оценкам Банка России, будет умеренно расти на среднесрочном горизонте. Уменьшение номинала нефтегазового экспорта, как ожидается, будет компенсировано ростом экспорта прочих товаров и услуг. Динамика стоимостного объема нефтяного экспорта будет соответствовать изменению цены на нефть: после роста в 2024 году прогнозируется ее снижение в 2025–2027 годах. Сокращение стоимостного объема экспорта природного газа и СПГ ожидается на всем прогнозном горизонте на фоне коррекции с повышенного уровня 2023 года. В то же время прогнозируется расширение стоимостного объема ненефтегазового экспорта в связи с увеличением внешнего спроса в условиях роста мировой экономики и в связи с ростом цен на сырьевые товары. Вместе с тем экспорт продолжат сдерживать санкционные ограничения.
- **Импорт.** Стоимостный объем импорта товаров и услуг, по оценкам Банка России, сократится в 2024 году в условиях усложнения логистики и возникших трудностей с платежами. Вместе с тем эти ограничения будут иметь краткосрочный характер, и в следующие годы ожидается постепенное расширение импорта благодаря диверсификации поставок и развитию новых логистических цепочек. Поддержку импорту окажет и увеличение внутреннего спроса. Вместе с тем отношение импорта к ВВП, как ожидается, сохранится в среднесрочном периоде на более низком, чем в 2021 году, уровне, в том числе в связи с процессами импортозамещения.
- **Счет текущих операций.** Профицит текущего счета, по прогнозу, вырастет до 72 млрд долларов США в 2024 году за счет сжатия импорта, небольшого расширения стоимостного объема экспорта и сужения дефицита баланса первичных и вторичных доходов. Вместе с тем в следующие годы по мере восстановления импорта ожидается уменьшение положительного сальдо текущего счета: до 57 млрд долларов США в 2025 году, 45 млрд долларов США в 2026 году и 33 млрд долларов США в 2027 году.
- **Финансовый счет.** Сальдо финансового счета, за исключением резервов, после расширения до 84 млрд долларов США в 2024 году сузится до 56 млрд долларов США в 2025 году, 34 млрд долларов США в 2026 году и 29 млрд долларов США в 2027 году. На прогнозном горизонте оно будет обеспечиваться за счет накопления иностранных активов. Вместе с тем рост иностранных активов в 2025–2027 годах замедлится в условиях уменьшения поступлений от внешней торговли. Резервы сократятся в 2024 году на 13 млрд долларов США за счет операций со средствами Фонда национального благосостояния и перейдут к росту с 2026 года: покупка иностранной валюты в рамках бюджетного правила будет более значительной, чем объем иных операций со средствами ФНБ.

ИНФЛЯЦИЯ

Инфляция в II квартале 2024 года сложилась на уровне 8,6% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) после 5,8% с.к.г. в I квартале. Текущий рост цен существенно выше целевого уровня 4%. Если в апреле снижение инфляционного давления, происходившее с декабря 2023 года, приостановилось, то в мае – июне в среднем темпы роста потребительских цен ускорились. Ускорение инфляции наблюдалось как в базовых, так и в небазовых компонентах потребительской корзины. Базовая инфляция в II квартале 2024 года составила 9,2% с.к.г. после 6,8% с.к.г. в I квартале, в том числе за счет разовых факторов: индексации цен на автомобили отечественного производства, а также возросшей волатильности цен на туристические услуги. Тем не менее широкий круг показателей устойчивой инфляции указывает на усиление инфляционного давления.

В первом полугодии 2024 года проявился ряд проинфляционных факторов. Во-первых, реальные заработные платы при сохраняющейся жесткости на рынке продолжили расти темпами, превышающими рост производительности труда. Во-вторых, темпы роста кредитования оставались высокими, в частности в потребительском сегменте. В-третьих, положительный разрыв выпуска в I квартале 2024 года продолжил расширяться и оставался значительным в II квартале. В-четвертых, в результате введения дополнительных санкций выросли транзакционные издержки для компаний, ведущих торговлю с зарубежными контрагентами.

По прогнозу Банка России, в III квартале 2024 года под влиянием жестких денежно-кредитных условий текущая инфляция замедлится. В IV квартале и в дальнейшем, по мере роста сберегательной активности населения и замедления экономической активности, повышательное давление на цены продолжит снижаться. В 2024 году рост потребительских цен составит 6,5–7,0%. В 2025 году с учетом проводимой денежно-кредитной политики инфляция снизится до 4,0–4,5% и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ВВП

Табл. 4

	Факт/прогноз Банка России							
	IV кв. 2023 (факт)	I кв. 2024 (факт)	II кв. 2024 (факт/оценка)	III кв. 2024 (прогноз)	IV кв. 2024 (прогноз)	IV кв. 2025 (прогноз)	IV кв. 2026 (прогноз)	IV кв. 2027 (прогноз)
Инфляция, % г/г ¹	7,4	7,7	8,6	7,8	6,5–7,0	4,0–4,5	4,0	4,0
Инфляция, %, кв/кв с.к.г.	8,7	5,8	8,6	7,8	–	–	–	–
ВВП, % г/г ^{1,2}	4,9	5,4	4,4	3,2	2,0–3,0	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5

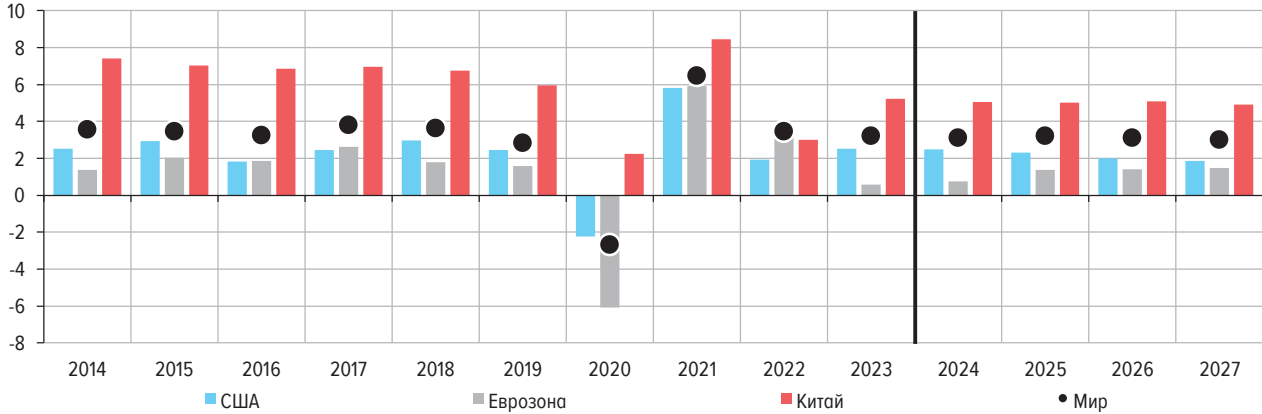
¹ Значения ВВП в II–III кварталах и инфляции в III квартале 2024 года представлены справочно и отражают траектории ВВП и инфляции вблизи середины соответствующего прогнозного диапазона на 2024 год. Значения для IV квартала 2024–2027 годов являются прогнозом Банка России.

² 2024 год является високосным, из-за чего годовые темпы роста в 2024 могут быть незначительно завышены относительно обычных лет.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ТЕМПЫ РОСТА ВВП (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(% г/г)

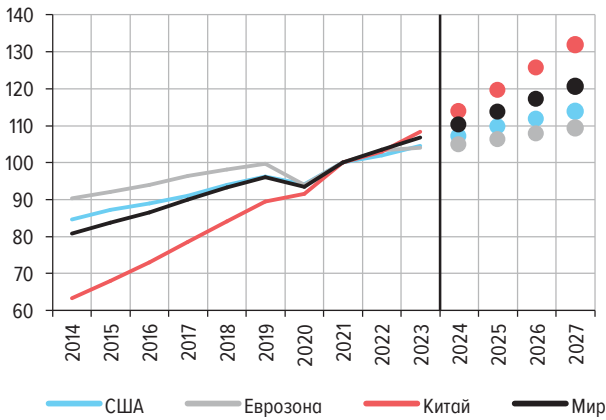
Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

ВВП (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(2021 = 100)

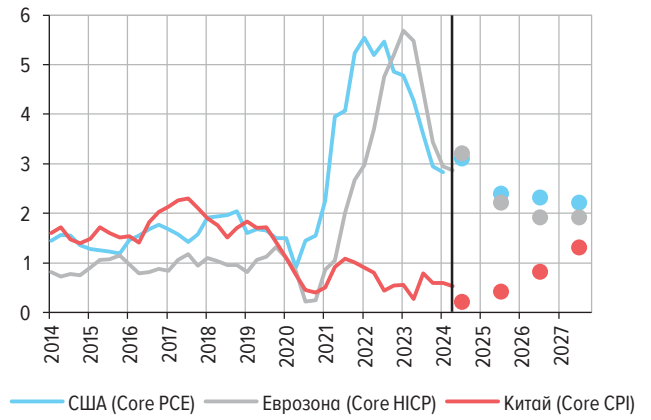
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(% г/г)

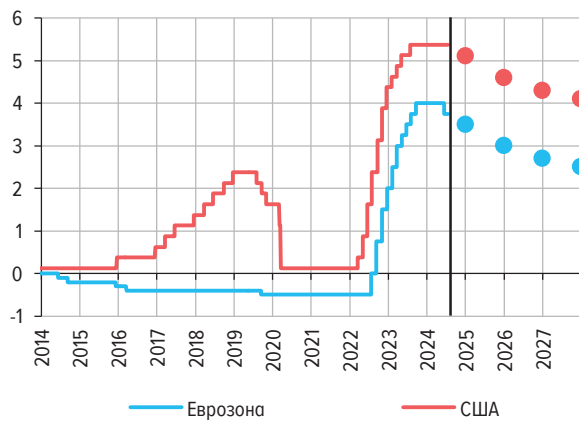
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ: ФРС США (UPPER BOUND), ЕЦБ (DEPOSIT RATE)
(% годовых)

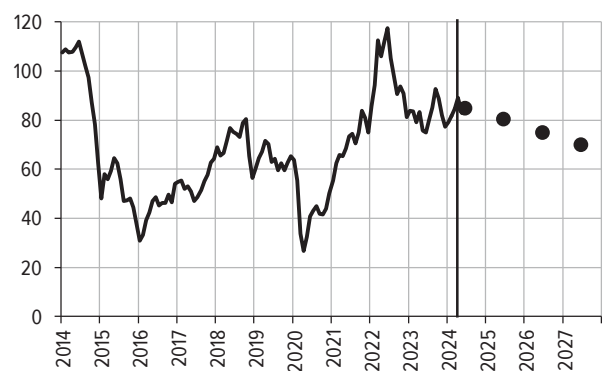
Рис. 4



Источники: Sponbs, Всемирный банк, расчеты Банка России.

СРЕДНЯЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ МАРКИ BRENT
(долл. США)

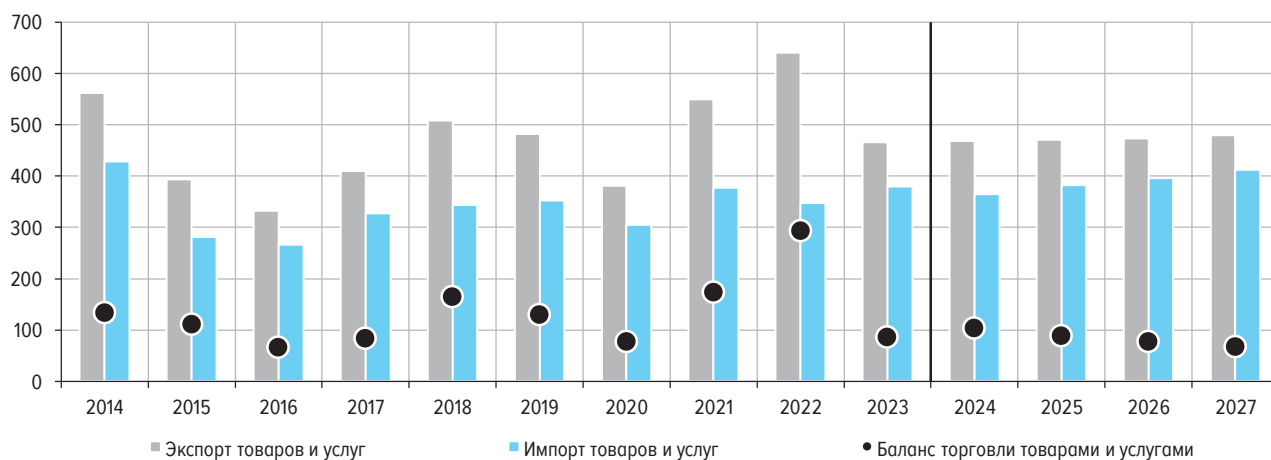
Рис. 5



Источники: ICE, расчеты Банка России.

ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ, ТОВАРЫ И УСЛУГИ (млрд долл. США)

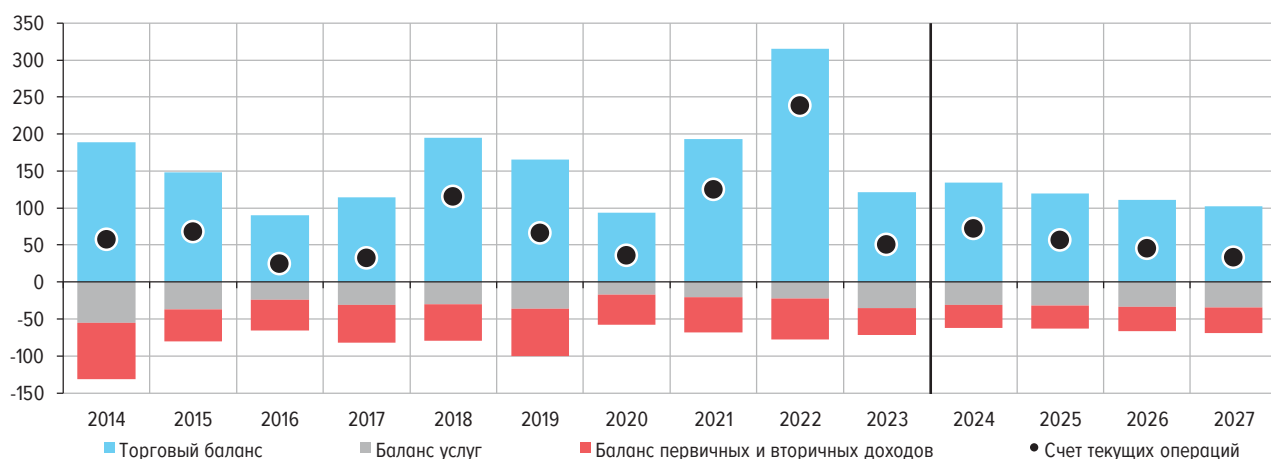
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ И ЕГО КОМПОНЕНТЫ (млрд долл. США)

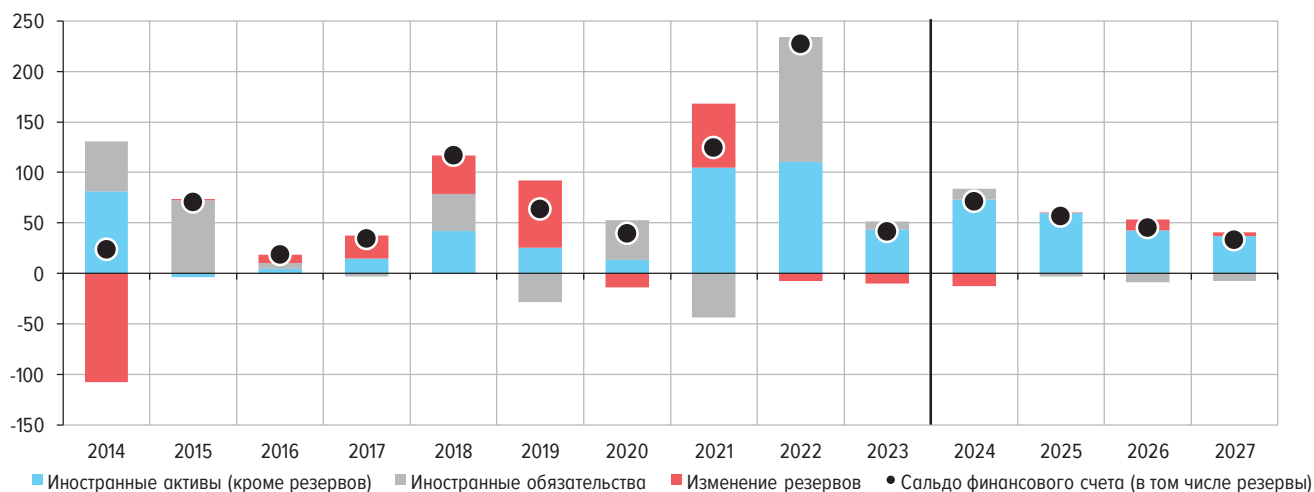
Рис. 7



Источник: расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ФИНАНСОВОГО СЧЕТА* (млрд долл. США)

Рис. 8

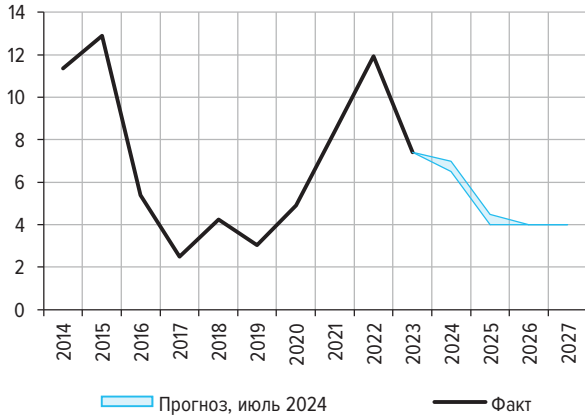


* Для сальдо «-» – чистое заимствование, «+» – чистое кредитование; для активов «-» – снижение, «+» – рост; для обязательств «-» – рост, «+» – снижение.

Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ
(%, декабрь к декабрю предыдущего года)

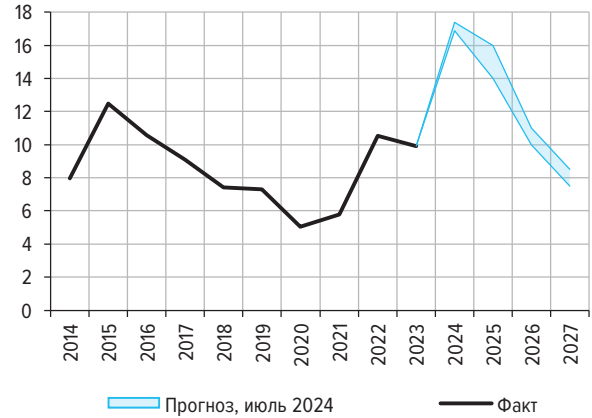
Рис. 9



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ СРЕДНЕГОДОВОЙ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ
(% годовых)

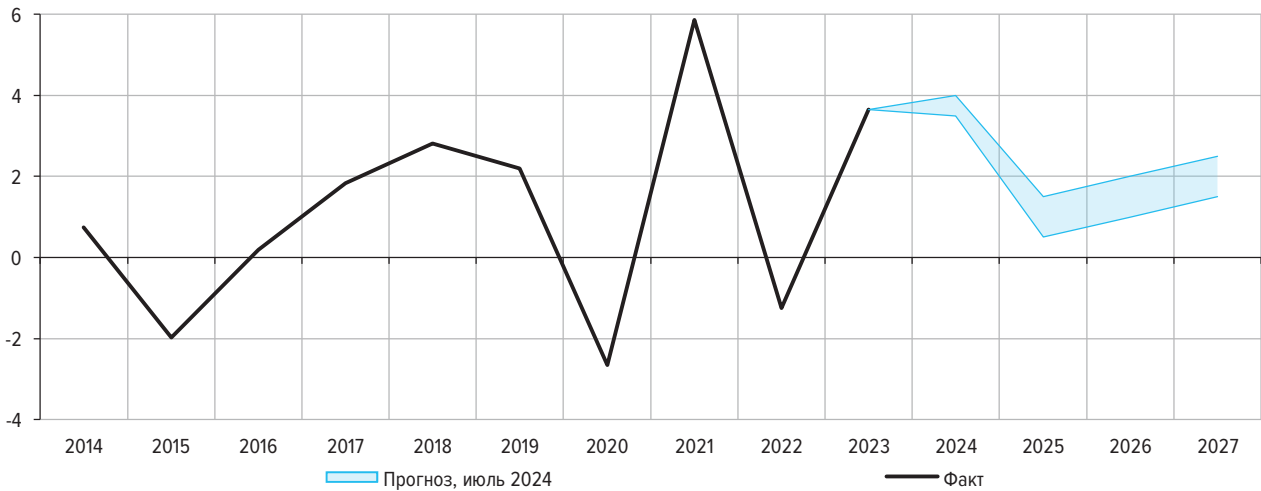
Рис. 10



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ
(% г/г)

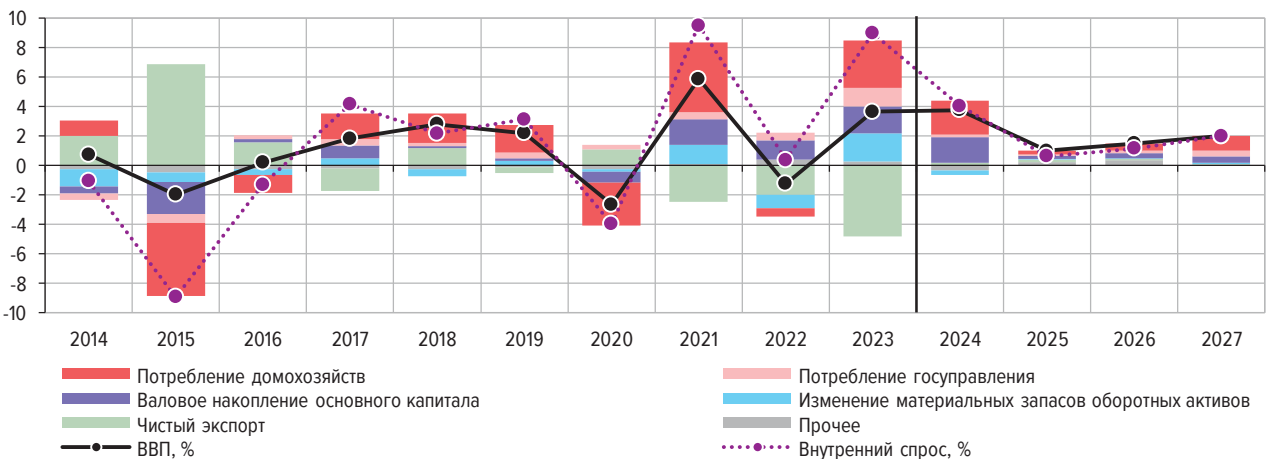
Рис. 11



Источник: расчеты Банка России.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ТЕМПА ПРИРОСТА ВВП ПО КОМПОНЕНТАМ ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ
(% г/г, п.п., за год в целом)

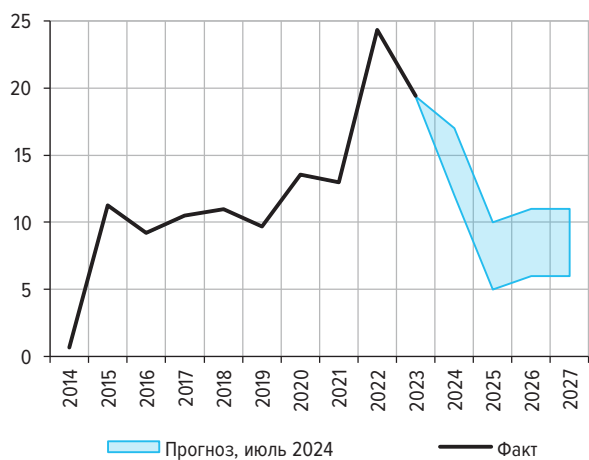
Рис. 12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

АГРЕГАТ М2
(% г/г)

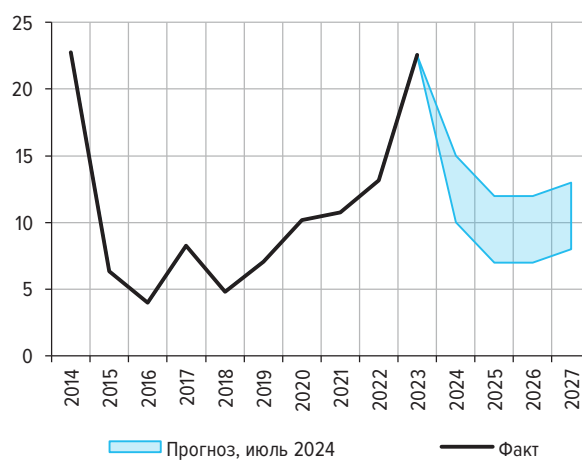
Рис. 13



Источник: расчеты Банка России.

ТРЕБОВАНИЯ К ОРГАНИЗАЦИЯМ
(% г/г, с исключением валютной переоценки)

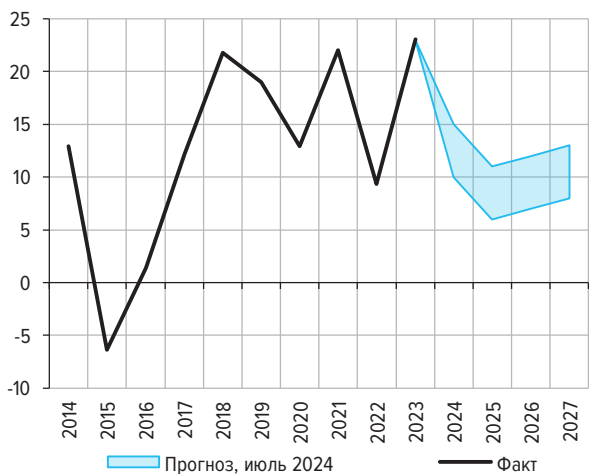
Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

ТРЕБОВАНИЯ К НАСЕЛЕНИЮ
(% г/г, с исключением валютной переоценки)

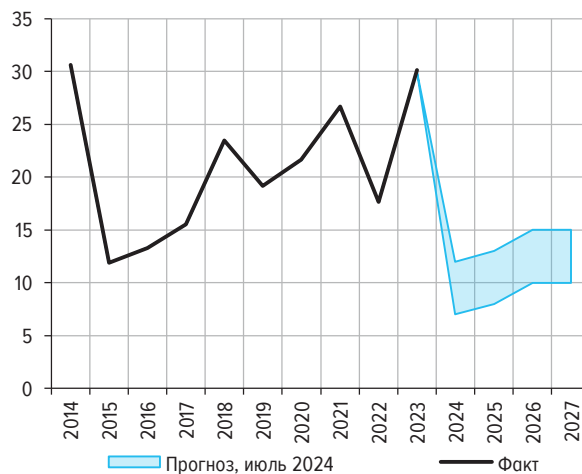
Рис. 15



Источник: расчеты Банка России.

ПОРТФЕЛЬ ИПОТЕЧНЫХ ЖИЛИЩНЫХ КРЕДИТОВ*
(% г/г, с исключением валютной переоценки)

Рис. 16



* Без учета приобретенных банками прав требования.
Источник: расчеты Банка России.