



КОММЕНТАРИЙ К СРЕДНЕСРОЧНОМУ ПРОГНОЗУ БАНКА РОССИИ

Документ содержит комментарий к среднесрочному макроэкономическому прогнозу, опубликованному по итогам заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке 25 октября 2024 года.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 24 октября 2024 года.

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 25 ОКТЯБРЯ 2024 ГОДА	2
▶ ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗЕ	3
▶ КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ	4
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	5
Мировая экономика	5
Товарные рынки	6
▶ ВНУТРЕННИЕ УСЛОВИЯ	7
Денежно-кредитная политика	7
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 25 ОКТЯБРЯ 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	8,0–8,5	4,5–5,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	5,9	8,2–8,4	6,1–6,8	4,0–4,2	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	9,9	17,5 ¹	17,0–20,0	12,0–13,0	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	3,5–4,5	0,0–1,0	1,0–2,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	6,5	4,5–5,5	0,0–1,0	1,0–2,0	1,5–2,5
Валовое накопление	15,8	3,5–5,5	0,5–2,5	0,0–2,0	1,0–3,0
– основного капитала	8,8	6,0–8,0	0,5–2,5	0,5–2,5	1,0–3,0
Экспорт	– ²	(–2,0)–0,0	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	– ²	(–3,0)–(–1,0)	0,5–2,5	0,0–2,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,4	17–20	6–11	6–11	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	22,7	15–18	8–13	7–12	8–13
– к организациям	22,6	17–20	8–13	7–12	8–13
– к населению, в том числе	23,0	12–15	6–11	7–12	8–13
ипотечные жилищные кредиты	29,4	8–11	8–13	10–15	10–15

¹ С учетом того что с 1 января по 27 октября 2024 года средняя ключевая ставка равна 16,7%, с 28 октября до конца 2024 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 21,0–21,3%. 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.

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	61	51	43	31
Торговый баланс	122	133	120	113	103
Экспорт	424	422	423	427	431
Импорт	303	289	303	313	327
Баланс услуг	–35	–38	–38	–39	–40
Экспорт	41	42	44	45	46
Импорт	76	80	82	83	85
Баланс первичных и вторичных доходов	–36	–34	–31	–32	–33
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	49	61	51	43	31
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	52	78	52	28	27
Чистое принятие обязательств	–8	–20	–1	4	6
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	44	58	51	32	33
Чистые ошибки и пропуски	–7	4	0	0	0
Изменение резервных активов	–10	–14	–1	15	3
Цена на нефть марки Brent, в среднем за год, долл. США за баррель	82	80	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 июля 2024 года:

- **Ключевая ставка.** Прогноз средней ключевой ставки на 2024 год повышен до 17,5%, на 2025–2026 годы – до 17,0–20,0% и 12,0–13,0% соответственно. Пересмотр в первую очередь отражает реакцию денежно-кредитной политики на более устойчивое инфляционное давление в экономике, связанное с сохраняющимся значительным отклонением российской экономики вверх от потенциальных темпов роста. Также обновленный прогноз учитывает реакцию на ряд других проинфляционных факторов, реализовавшихся с июля 2024 года, включая объявленные изменения параметров федерального бюджета и принятые решения об индексации регулируемых тарифов и цен. Возвращение инфляции к цели и ее стабилизация вблизи 4% потребуют существенно более жестких денежно-кредитных условий, чем предполагалось ранее.

- **ВВП.** Среднесрочный прогноз темпов прироста реального ВВП сохранен без изменений. В 2024 году экономика вырастет на 3,5–4,0%. В 2025–2026 годах рост замедлится до 0,5–1,5% и 1,0–2,0% соответственно. С 2027 года российская экономика устойчиво стабилизируется на траектории сбалансированного роста 1,5–2,5%. Вместе с тем Банк России несколько скорректировал оценку структуры роста ВВП в 2024–2026 годах, учитывая в том числе полученные с июля данные по динамике экономической активности.

- **Расходы на конечное потребление домашних хозяйств.** Банк России повысил прогноз роста потребления домохозяйств в текущем году на 0,5 п.п., до 4,5–5,5%. В конце лета – начале осени наблюдалась более высокая потребительская активность, чем ожидалось 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 рост нормы сбережений, что снизит темпы роста потребления и вернет их на траекторию сбалансированного роста, соответствующую производственным возможностям экономики, к концу прогнозного горизонта.

- **Валовое накопление.** Прогноз роста валового накопления в текущем году снижен на 1 п.п., до 3,5–5,5%. Темп прироста валового накопления основного капитала также пересмотрен вниз на 1 п.п., до 6,0–8,0%. Это вызвано в основном более низкими, чем ожидалось, данными за II квартал 2024 года. При этом, по оценке Банка России, в дальнейшем темпы роста инвестиций останутся высокими за счет поддержки со стороны государственного сектора и высоких прибылей компаний. В 2026 году на фоне более низких темпов роста импорта прогноз валового накопления скорректирован вниз на 0,5 процентного пункта.

- **Экспорт.** Прогноз экспорта на 2025 год скорректирован вниз на 1 процентный пункт. Сокращение экспорта связано с повышенным санкционным давлением и экспортными ограничениями на отдельных товарных рынках. Однако в дальнейшем, как и в июльском прогнозе, предполагается восстановление физического объема экспорта товаров и услуг в условиях расширения внешнего спроса и выстраивания экспортерами новых путей поставок.

- **Импорт.** Прогноз физических объемов импорта на 2025–2026 годы пересмотрен вниз на 0,5–1,0 п.п., что отражает усиление санкционных барьеров в части платежей и логистики. На горизонте 2025–2027 годов предполагается постепенное расширение импорта товаров и услуг.

- **Цены на нефть.** Прогноз мировых цен на нефть марки Brent в 2024 году понижен на 5 долларов США, до 80 долларов США за баррель, с учетом более низких цен во втором полугодии. На остальном прогнозном горизонте цены на нефть оставлены без изменений.
- **Платежный баланс.** Профицит счета текущих операций понижен в 2024 году за счет превзошедшего ожидания роста стоимостных объемов импорта услуг в III квартале и более низких цен на нефть. Изменение прогноза текущего счета и других показателей платежного баланса в 2025–2027 годах незначительное.
- **Денежно-кредитные показатели.** Прогноз роста требований к экономике и денежной массы на 2024 год повышен – в основном за счет более высоких, чем прогнозировалось в июле, темпов роста требований к организациям. Повышенный спрос корпоративных заемщиков на кредиты поддерживается в том числе значительным вкладом менее чувствительных к рыночным ставкам операций в этом сегменте кредитного рынка.
- **Инфляция.** Прогноз на 2024 год повышен до 8,0–8,5%, а на 2025 год – до 4,5–5,0%. Пересмотр прогноза является следствием более значительного и устойчивого инфляционного давления на фоне активного роста внутреннего спроса, опережающего возможности расширения предложения товаров и услуг, роста инфляционных ожиданий, а также учета отдельных мер в части повышения регулируемых тарифов и цен и уточнения параметров бюджета. Более жесткая, чем прогнозировалось в июле, денежно-кредитная политика создаст необходимые условия для возвращения годовой инфляции к 4% в первой половине 2026 года и нахождения на цели в дальнейшем.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

Предпосылки в прогнозе Банка России представляют собой предположения о средне- и долгосрочных трендах в российской и мировой экономике, которые значительно 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 2027 года цена на нефть марки Brent снизится по мере постепенного увеличения квот на добычу стран-участников.

Экспортная цена на российскую нефть последует за динамикой цены на нефть марки Brent. Ее 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 динамикой мировой инфляции.

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

- **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 сохранятся. Введение новых или ужесточение действующих санкций рассматривается как риск для базового прогноза.
- **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 процесс замещения импортных товаров отечественными аналогами, что отразится в значительном увеличении инвестиций в российскую экономику по сравнению с 2021 годом, во внедрении новых методов производства и логистических маршрутов. 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. Реализованный за последние годы серьезный объем инвестиций и адаптация российской экономики к внешним ограничениям означают чуть более значительный 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 внесенные в Государственную Думу Российской Федерации Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов и поправки к закону о бюджете на 2024 год с учетом макроэкономических параметров прогноза Банка России. На прогнозном горизонте ожидается постепенная нормализация бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила².
- **Нейтральная ставка.** В базовом сценарии долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки для российской экономики оценивается в 3,5–4,5% годовых³, 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, особенностями бюджетной политики, внешними условиями 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 относительно мировой экономики на 2024–2027 годы не претерпел существенных изменений. Некоторые уточнения коснулись роста ВВП в США. Во-первых, были пересмотрены вверх исторические данные по ВВП. Во-вторых, текущая ситуация в экономике США выглядит лучше, чем Банк России ожидал ранее, поэтому незначительно пересмотрен вверх прогноз

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 (с индексацией базовых цен на 2% с 2027 года).

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

на 2024–2025 годы. Для еврозоны прогноз на 2024–2025 годы был, напротив, понижен на фоне наблюдающейся слабости как в промышленности, так и в секторе услуг. Для Китая прогноз умеренно скорректирован на 2024–2025 годы с учетом фактической динамики экономической активности.

Инфляция в США и еврозоне замедляется быстрее июльского прогноза. С учетом этого обновленная траектория инфляции в ключевых развитых экономиках несколько пересмотрена вниз. Изменение оценок по инфляции повлияло на прогноз по ставкам ДКП: траектории были понижены на всем прогнозном горизонте. При этом для США сохраняются проинфляционные риски из-за мягкой бюджетной политики в 2025–2027 годах. Это не позволит ФРС США снизить ставку до нейтрального уровня к концу прогнозного горизонта.

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	3,1	3,1	3,0
ВВП, США, % г/г	2,6	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	2,4	2,0	1,9
ВВП, еврозона, % г/г	1,6	-6,3	6,1	3,4	0,5	0,5	1,2	1,5	1,5
ВВП, Китай, % г/г	6,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,9	4,9	5,1	4,9
Инфляция, США ¹ , % г/г	1,5	1,5	5,2	5,0	3,0	2,7	2,3	2,2	2,2
Инфляция, еврозона ² , % г/г	1,3	0,2	2,7	5,2	3,4	2,9	2,0	1,9	1,9
Инфляция, Китай ³ , % г/г	1,4	0,4	1,0	0,5	0,6	0,0	0,2	0,6	1,2
Ставка, ФРС США ⁴ , %	1,8	0,1	0,1	3,7	5,3	4,6	3,4	3,4	3,6
Ставка, ЕЦБ ⁵ , %	-0,5	-0,5	-0,5	1,3	4,0	3,3	2,4	2,2	2,2

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 75 долларов США за баррель после резкого падения с середины июля. Несмотря на рост опасений относительно перспектив мирового спроса на нефть, в ближайшие кварталы ситуация на рынке останется относительно благоприятной: большинство аналитиков ожидают, что в IV квартале 2024 года и в I квартале 2025 года дефицит на рынке сохранится. С учетом этого мировые цены на нефть марки Brent в 2024–2025 годах сложатся вблизи 80 долларов США. Постепенное увеличение предложения нефти 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 в 2024 году останутся под давлением ввиду относительно высокого уровня запасов, хотя цены на газ и получили краткосрочную поддержку на фоне рисков перебоев поставок. В дальнейшем ожидается продолжение их снижения по мере роста мощностей для производства 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 исходит из необходимости поддержания более жестких денежно-кредитных условий на прогнозном горизонте для возвращения инфляции к цели и ее стабилизации вблизи 4%. С учетом этого среднесрочная траектория ключевой ставки существенно пересмотрена вверх. Подобная корректировка в первую очередь отражает реакцию денежно-кредитной политики на более устойчивое инфляционное давление в экономике, связанное с сохраняющимся значительным отклонением российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста. Обновленный прогноз также учитывает реакцию на ряд других проинфляционных факторов, реализовавшихся с июля 2024 года, включая объявленные изменения параметров федерального бюджета и принятые решения об индексации регулируемых тарифов и цен. По прогнозу Банка России, в 2024 году средняя за год ключевая ставка составит 17,5% годовых, при этом будет находиться в диапазоне 21,0–21,3% годовых с 28 октября и до конца года. В 2025–2026 годах средняя ключевая ставка составит 17,0–20,0% и 12,0–13,0% годовых соответственно. В 2027 году, как и ранее, прогнозируется ее возвращение в нейтральный диапазон – 7,5–8,5% годовых.

- **Ликвидность банковского сектора и ставки денежного рынка.** Прогноз структурного баланса ликвидности на конец 2024 года сохранен на прежнем уровне. В среднем за декабрьский период усреднения обязательных резервов профицит оценивается в диапазоне от 0,2 до 1,0 трлн рублей. В конце декабря из-за сезонного роста бюджетных расходов и конвертации средств ФНБ вне бюджетного правила для их финансирования профицит ликвидности возрастет по сравнению с уровнем ноября.

В 2025 году ожидается переход банковского сектора от профицита к дефициту ликвидности и его постепенный рост. Зеркалирование Банком России на внутреннем валютном рынке регулярных операций по покупке и продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила и операций в связи с размещением средств ФНБ в разрешенные финансовые активы внутри экономики России ослабит влияние бюджетных операций на ликвидность банковского сектора. При этом отложенное зеркалирование операций сверх бюджетного правила, осуществленных в 2024 году, приведет к оттоку средств из банков. Повышению дефицита ликвидности в 2025 году будут также способствовать увеличение объема наличных денег в обращении и рост обязательных резервов в соответствии с общим расширением денежной массы.

Краткосрочные ставки денежного рынка (RUONIA) в условиях профицита ликвидности продолжают формироваться ниже ключевой ставки Банка России. В то же время сохраняется спрос на кредиты Банка России при возросшей конкуренции банков за клиентские и бюджетные средства. Это приводит к росту общей стоимости привлечения краткосрочной ликвидности для банков, что дополнительно повлияет на ужесточение денежно-кредитных условий.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

- **Требования банковской системы к экономике.** Высокий внутренний спрос способствовал сохранению значительного спроса компаний на кредиты. В результате динамика корпоративного кредитования, поддерживаемая в том числе расширением проектного финансирования и кредитования по субсидированным ставкам, в III квартале 2024 года сложилась выше ожиданий. При этом предполагается, что жесткие денежно-кредитные условия в сочетании с поступлением средств в экономику по бюджетному каналу приведут к плавному замедлению роста корпоративного кредитования в IV квартале. В результате рост требований к организациям по итогам 2024 года сложится в диапазоне 17–20%, что существенно выше июльского прогноза.

В розничном сегменте реакция кредитования на ужесточение денежно-кредитной политики проявляется заметнее. Население продолжает активно наращивать остатки на счетах и депозитах в банках, спрос на кредиты сдерживается и в результате завершения безадресной программы «Льготная ипотека». Банки, в свою очередь, сокращают предложение кредитов в ответ на ужесточение макропруденциального регулирования в отдельных высокорисковых сегментах розничного кредитного рынка. В этих условиях рост портфеля требований к населению по итогам текущего года составит 12–15%, что в целом укладывается в июльский прогноз Банка России.

Однако с учетом высоких темпов роста корпоративного кредитования прогноз роста общих требований банковской системы к экономике в 2024 году повышен до 15–18%. В 2025–2026 годах рост требований к экономике замедлится под влиянием жестких денежно-кредитных условий и составит 8–13% и 7–12% соответственно. По мере смягчения ценовых условий кредитования, стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий рост требований к экономике вернется к сбалансированным темпам 8–13% в 2027 году.

- **Денежная масса.** По итогам 2024 года рост денежной массы в национальном определении (M2) сложится в диапазоне 17–20% за счет плавного замедления роста требований к организациям в IV квартале при сохраняющемся притоке средств по бюджетному каналу. По мере замедления кредитной активности и нормализации бюджетной политики темпы роста агрегата M2 стабилизируются в диапазоне 6–11% в 2025–2027 годах.

ВВП

Согласно обновленным данным Росстата, ВВП в II квартале 2024 года вырос на 4,1% г/г. Это ниже июльских оценок Банка России. В III квартале 2024 года замедление роста экономической активности продолжилось, о чем свидетельствуют оперативные данные. В основном происходящее замедление роста экономики связано с нарастанием ограничений на стороне предложения. Это проявляется в усилении дефицита трудовых ресурсов, исчерпании доступности свободных производственных мощностей, появлении узких мест в логистике. Кроме того, сказываются и отдельные отраслевые факторы, например снижение объемов урожая сельскохозяйственной продукции в 2024 году. В этих условиях рост внутреннего спроса, в том числе поддерживаемый бюджетными расходами, продолжает значительно опережать возможности расширения производства товаров и услуг. Отклонение российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста остается значительным, что приводит к усилению устойчивого инфляционного давления.

По прогнозу Банка России, в IV квартале 2024 года темпы роста ВВП продолжат замедляться, и все более выраженно проявятся эффекты на спрос от ужесточения денежно-кредитных условий. Учитывая поступившие с июля данные по динамике экономической активности и обновленные бюджетные проектировки, Банк России оставил без изменений прогноз роста ВВП в 2024–2027 годах. В 2024 году российская экономика вырастет на 3,5–4,0%. В 2025–2026 годах рост ВВП замедлится до 0,5–1,5% и 1,0–2,0% соответственно. Это будет связано с нарастанием эффектов от жестких денежно-кредитных условий. По-прежнему устойчиво будет расти инвестиционный спрос, отражая сдвиг в структуре экономики в сторону увеличения доли инвестиций. В 2027 году рост экономики стабилизируется в диапазоне 1,5–2,5%, что будет означать устойчивое возвращение российской экономики на траекторию сбалансированного роста.

- **Расходы на конечное потребление.** В II квартале 2024 года расходы на конечное потребление выросли на 4,4% г/г при снижении потребления госсектора (-0,1% г/г) и существенном расширении расходов домохозяйств (+6,1% г/г).

По оценке Банка России, в III квартале 2024 года потребительская активность продолжила расширяться, но более умеренными темпами. Расширение потребительского спроса поддерживается ростом заработных плат населения в условиях сохраняющейся жесткости рынка труда. Роста доходов достаточно как для накопления сбережений, так и для наращивания потребления. Также ожидаемый потребителями рост цен на легковые автомобили вследствие повышения утилизационного сбора с 1 октября 2024 года стал фактором перераспределения продаж автомобилей с IV квартала на III квартал 2024 года.

По оценке Банка России, в IV квартале 2024 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 3,5–4,5%. В дальнейшем предполагается замедление роста конечного потребления до 0,0–1,0% в 2025 году и 1,0–2,0% в 2026 году на фоне более жестких денежно-кредитных условий и возвращение к темпам, соответствующим траектории сбалансированного роста, в 2027 году.

- **Валовое накопление.** Валовое накопление в II квартале 2024 года выросло на 4,5%, что ниже ожиданий Банка России: оперативные индикаторы указывали на более высокие темпы роста инвестиционного спроса. По оценке Банка России, в III квартале 2024 года валовое накопление выросло в условиях переориентации российской экономики на внутренний спрос, развития процессов импортозамещения и адаптации к внешним торговым и финансовым ограничениям. В 2024 году трансформация российской экономики продолжается, рост валового накопления составит 3,5–5,5% в условиях 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 диапазоне 0,5–2,5% и 0,0–2,0% соответственно. 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 II квартале 2024 года выросло на 7,2%. По оценке Банка России, в III квартале инвестиции продолжили расширяться. Фирмы активно наращивали капитал, в том числе за счет кредитных ресурсов. Несмотря на дальнейшее сохранение жесткой денежно-кредитной политики, государственный сектор будет поддерживать расширение валового накопления основного капитала. По мере выхода на траекторию сбалансированного роста и снижения ставок будет наблюдаться возврат темпа роста валового 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 отрицательный вклад в годовой прирост ВВП в II квартале 2024 года, что в том числе может отражать сохраняющееся превышение внутреннего спроса над предложением. 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 санкционных ограничений. В 2025–2027 годах экспорт перейдет к постепенному восстановлению по мере адаптации российских компаний к внешним торговым и финансовым ограничениям за счет расширения логистических цепочек и переориентации на новые рынки сбыта.

- **Импорт.** В текущем году ожидается снижение физических объемов импорта на 1,0–3,0%. Это обусловлено санкционным давлением и проблемами с платежами и поставками. Предполагается, что в 2025–2026 годах физический объем импорта постепенно восстановится, однако более низкими темпами, чем ожидалось ранее. При этом темпы прироста импорта будут отставать от динамики внутреннего спроса, что в том числе отражает процессы импортозамещения. В 2027 году темпы прироста импорта стабилизируются на долгосрочно устойчивом уровне, соответствующем новой структуре экономики.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

- **Экспорт.** Стоимостный объем экспорта в 2024 году, по прогнозу Банка России, сформируется вблизи прошлогоднего уровня. В 2025–2027 годах ожидается его умеренный рост. На среднесрочном горизонте сокращение номинала нефтегазового экспорта будет компенсировано за счет расширения экспорта прочих товаров и услуг. Стоимостный объем нефтяного экспорта сократится вслед за снижением цены на нефть. По-прежнему ожидается уменьшение номинала экспорта природного газа и СПГ из-за коррекции цены с повышенного уровня 2022–2023 годов. Вместе с тем прогнозируется увеличение стоимостного объема ненефтегазового экспорта в связи с ростом внешнего спроса.

- **Импорт.** Стоимостный объем импорта, как ожидается, уменьшится в 2024 году вследствие эффектов внешних торговых и финансовых ограничений (усложнения логистики и возникновения трудностей с международными расчетами). По мере разрешения проблем, адаптации логистических цепочек импорт будет умеренно расти. Вместе с тем отношение импорта к ВВП на среднесрочном горизонте останется ниже, чем в 2021 году, в том числе из-за процессов импортозамещения.

- **Счет текущих операций.** В 2024 году ожидается увеличение положительного сальдо текущего счета до 61 млрд долларов США за счет сокращения импорта при относительно стабильном стоимостном объеме экспорта. Вместе с тем в следующие годы прогнозируется опережающее восстановление импорта по сравнению с экспортом, в результате профицит счета текущих операций снизится до 51 млрд долларов США в 2025 году, 43 млрд долларов США в 2026 году и 31 млрд долларов США в 2027 году.

- **Финансовый счет.** Сальдо финансового счета, за исключением резервов, после увеличения до 78 млрд долларов США в 2024 году сократится до 52 млрд долларов в 2025 году, 28 млрд долларов в 2026 году и 27 млрд долларов в 2027 году. Оно будет сформировано преимущественно за счет наращивания иностранных активов. Вместе с тем их рост замедлится в 2025–2026 годах и стабилизируется в 2027 году. Это будет связано в том числе с уменьшением поступлений от внешней торговли. Резервы снизятся в 2024 году за счет операций со средствами ФНБ и перейдут к росту с 2026 года: покупка иностранной валюты в рамках бюджетного правила будет более существенной, чем объем иных операций со средствами ФНБ.

ИНФЛЯЦИЯ

Инфляция в III квартале 2024 года составила 11,1% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.), что существенно выше, чем прогнозировалось в июле. Текущий рост цен остается гораздо выше целевого уровня 4%. Отчасти ускорение текущего роста связано с колебаниями цен на отдельных товарных рынках. Так, на фоне приостановки запрета на экспорт бензина цены на нефтепродукты росли высокими темпами. Цены на плодоовощную продукцию в июле – августе снизились меньше, чем предполагает сезонная норма.

В то же время устойчивое инфляционное давление значительно усилилось. Базовая инфляция в сентябре выросла до 9,1% с.к.г. после 6,1 и 7,7% в июле – августе. Это близко к максимальным значениям с начала текущего года. Прочие показатели текущего роста цен, очищенные от влияния волатильных компонентов и разовых факторов, в III квартале 2024 года находились в диапазоне 6–9% с.к.г. Это является отражением сохраняющегося высокого положительного разрыва выпуска, который продолжает оказывать повышательное давление на цены. Высокую устойчивую инфляцию усиливают и растущие инфляционные ожидания населения и бизнеса, которые в октябре достигли максимальных значений с начала 2024 года.

Согласно обновленному базовому прогнозу Банка России, текущий рост цен в IV квартале 2024 года может составить 6,5–8,5% с.к.г. При этом прогноз по инфляции на 2024–2025 годы повышен до 8,0–8,5% и 4,5–5,0% соответственно. Пересмотр прогноза является следствием более значительного и устойчивого инфляционного давления, а также учета отдельных мер в части повышения регулируемых тарифов и цен и уточнения параметров бюджета. В то же время более жесткая, чем прогнозировалось в июле, денежно-кредитная политика создаст необходимые условия для возвращения годовой инфляции к 4% в первой половине 2026 года. С учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция составит 4% в 2026 году и будет находиться на цели в дальнейшем.

ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ВВП

Табл. 4

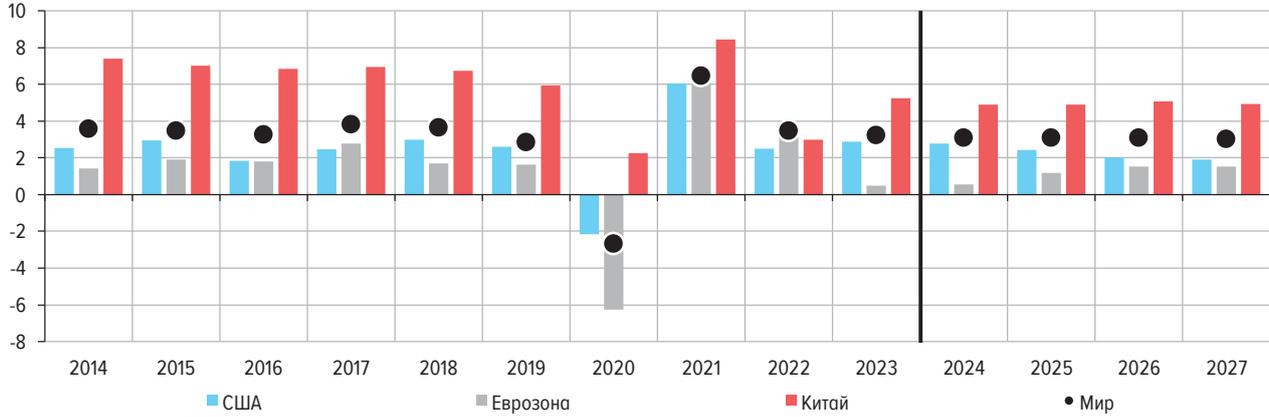
	Факт/прогноз Банка России							
	IV кв. 2023 (факт)	I кв. 2024 (факт)	II кв. 2024 (факт)	III кв. 2024 (факт/оценка)	IV кв. 2024 (прогноз)	IV кв. 2025 (прогноз)	IV кв. 2026 (прогноз)	IV кв. 2027 (прогноз)
Инфляция, % г/г ¹	7,4	7,7	8,6	8,6	8,0–8,5	4,5–5,0	4,0	4,0
Инфляция, %, кв/кв с.к.г.	8,8	5,9	8,7	11,1	6,5–8,5	–	–	–
ВВП, % г/г ¹	4,9	5,4	4,1	3,2	2,0–3,0	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5

¹ Значение ВВП в III квартале 2024 года представлено справочно и отражает траекторию вблизи середины соответствующего прогнозного диапазона на 2024 год. Значения для IV квартала 2024–2027 годов являются прогнозом Банка России.

ПРИЛОЖЕНИЕ

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

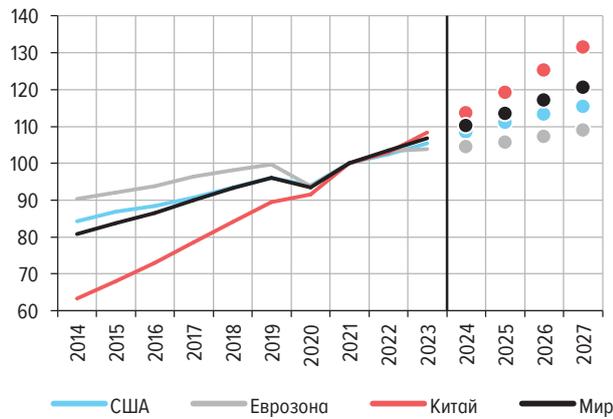
Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

ВВП (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(2021 = 100)

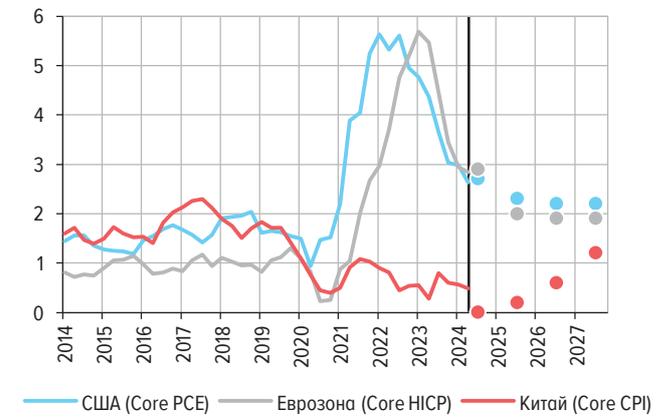
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(% г/г)

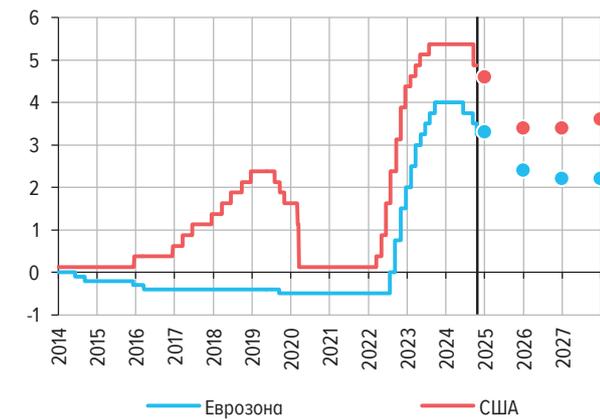
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

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

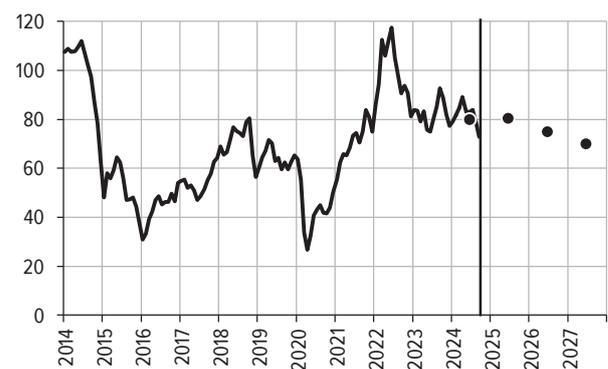
Рис. 4



Источники: Sponds, Всемирный банк, расчеты Банка России.

СРЕДНЯЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ МАРКИ BRENT
(долл. США)

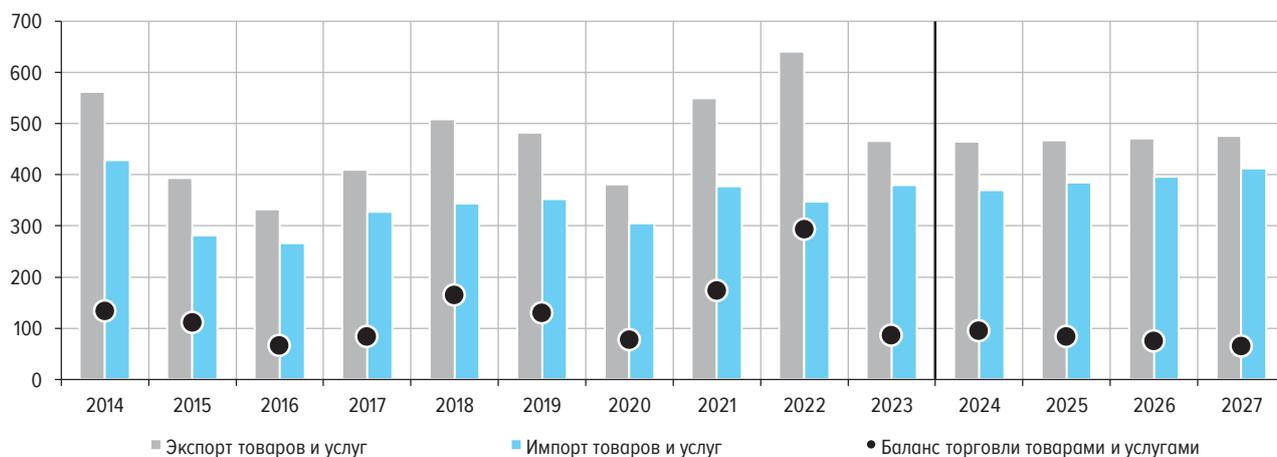
Рис. 5



Источники: ICE, расчеты Банка России.

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

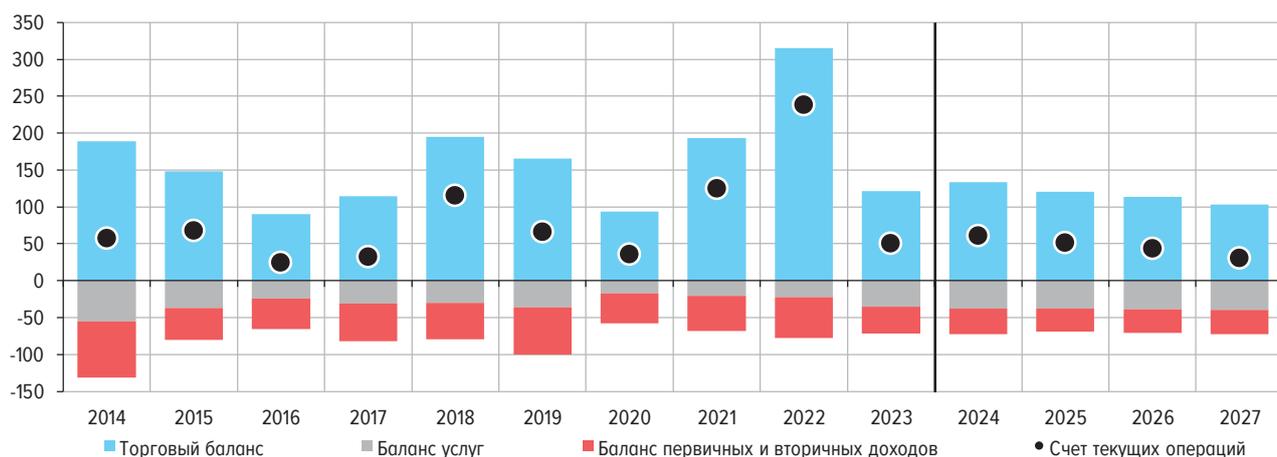
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

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

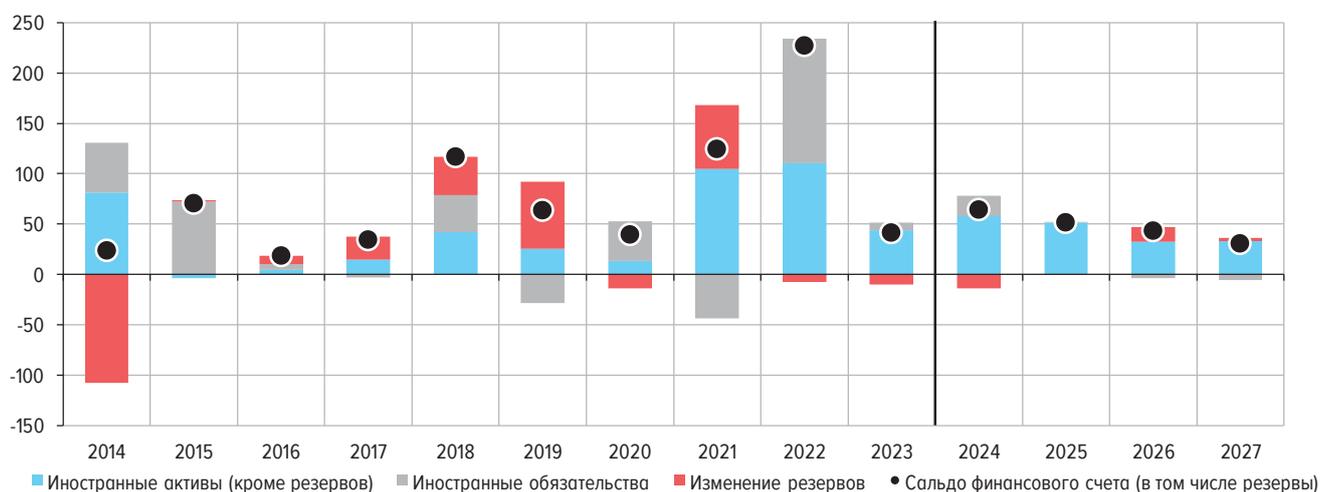
Рис. 7



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)

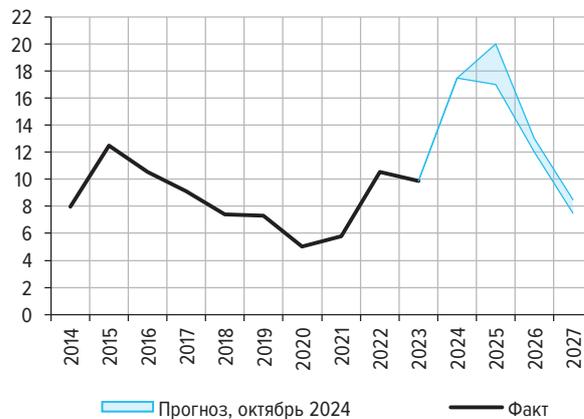
Рис. 9



Источник: расчеты Банка России.

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

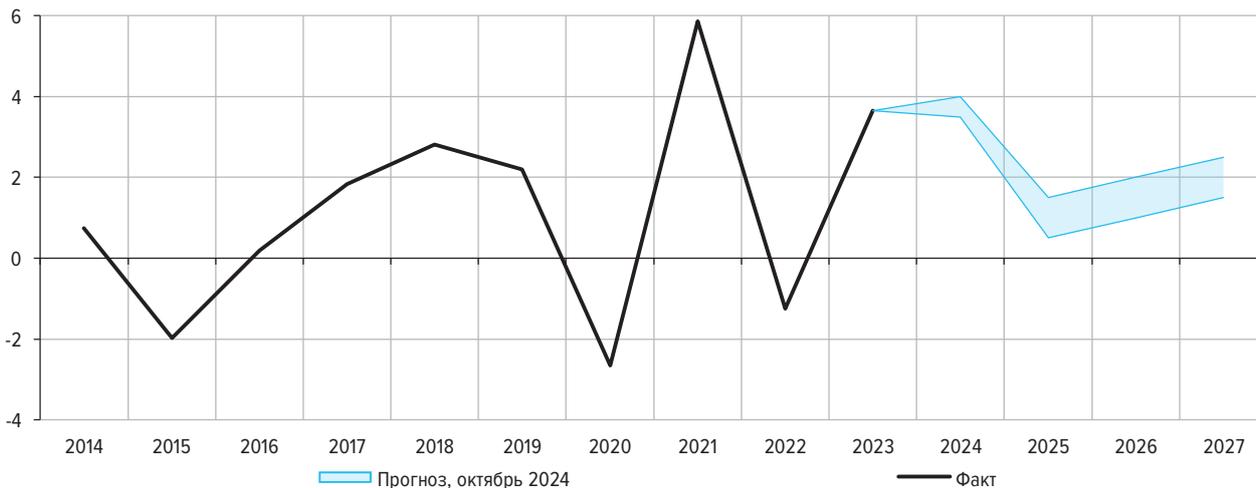
Рис. 10



Источник: расчеты Банка России.

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

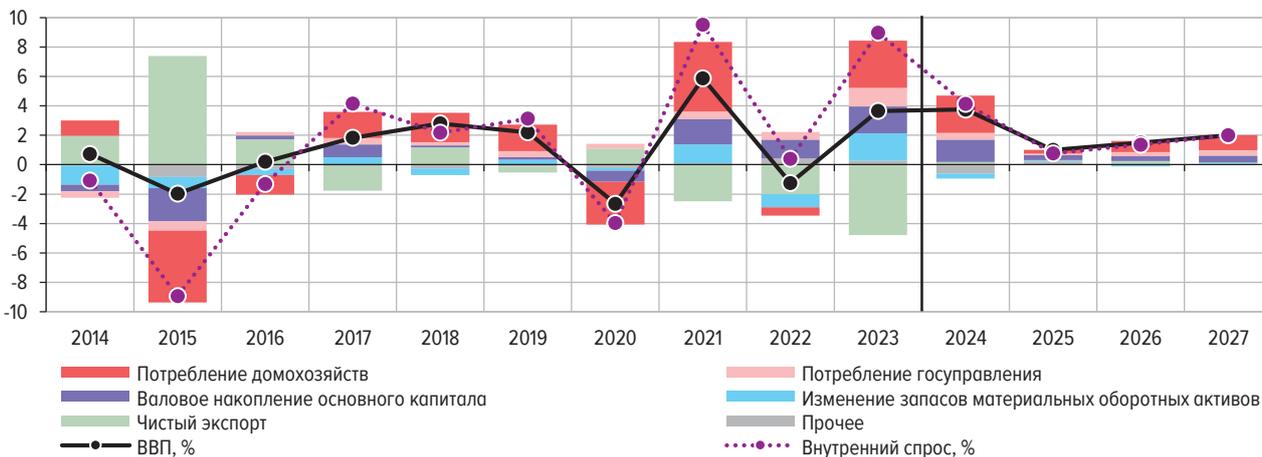
Рис. 11



Источник: расчеты Банка России.

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

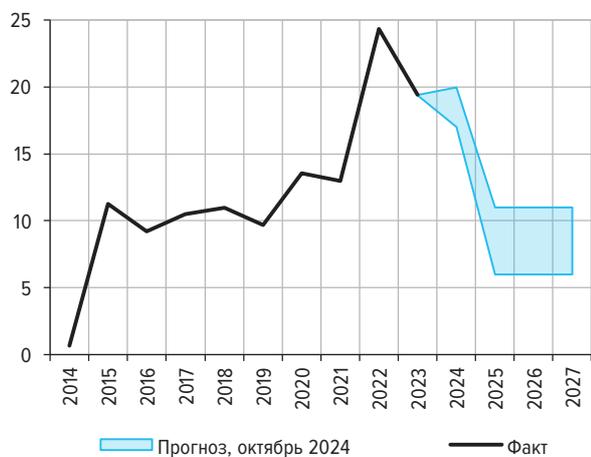
Рис. 12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

АГРЕГАТ М2
(% г/г)

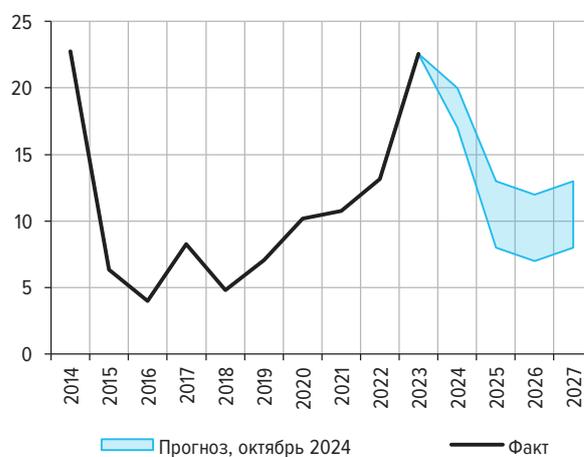
Рис. 13



Источник: расчеты Банка России.

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

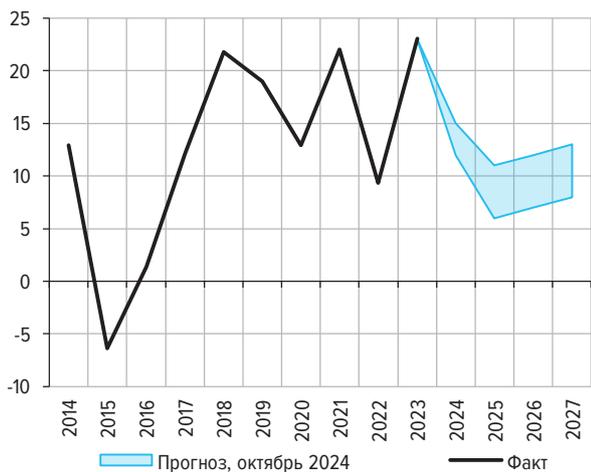
Рис. 14



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



Источник: расчеты Банка России.