



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» (РПББ). 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 российской экономике 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

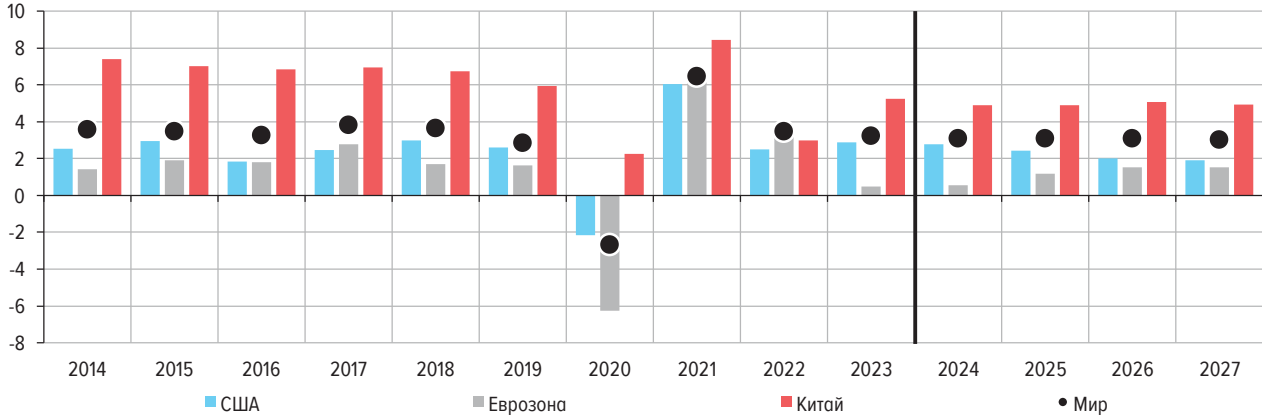
| | Факт/прогноз Банка России | | | | | | | |
|------------------------------|---------------------------|----------------------|-----------------------|-------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | IV 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)

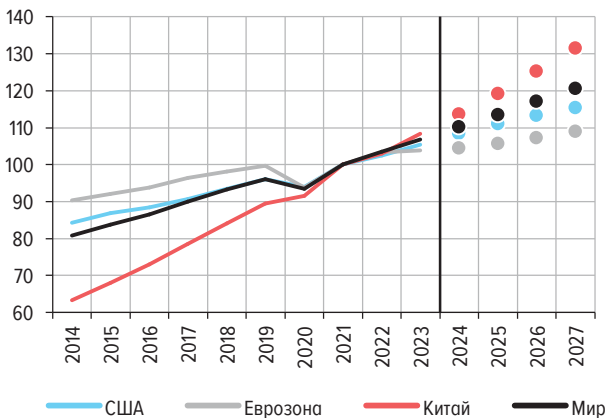
Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

ВВП (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(2021 = 100)

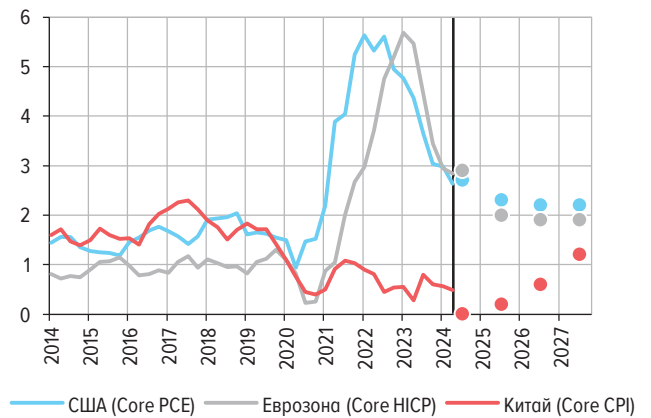
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(% г/г)

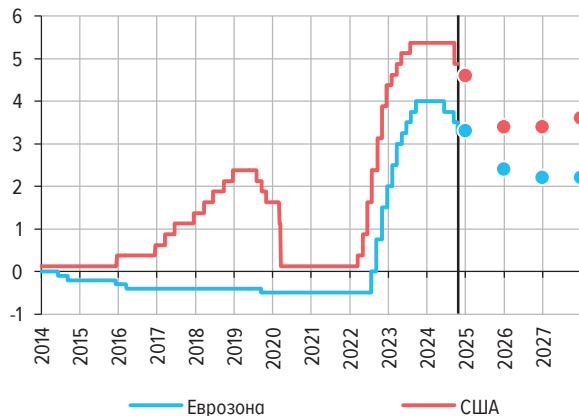
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

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

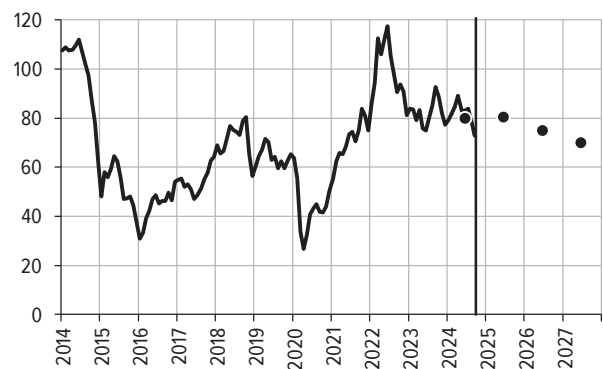
Рис. 4



Источники: Sponbs, Всемирный банк, расчеты Банка России.

СРЕДНЯЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ МАРКИ BRENT
(долл. США)

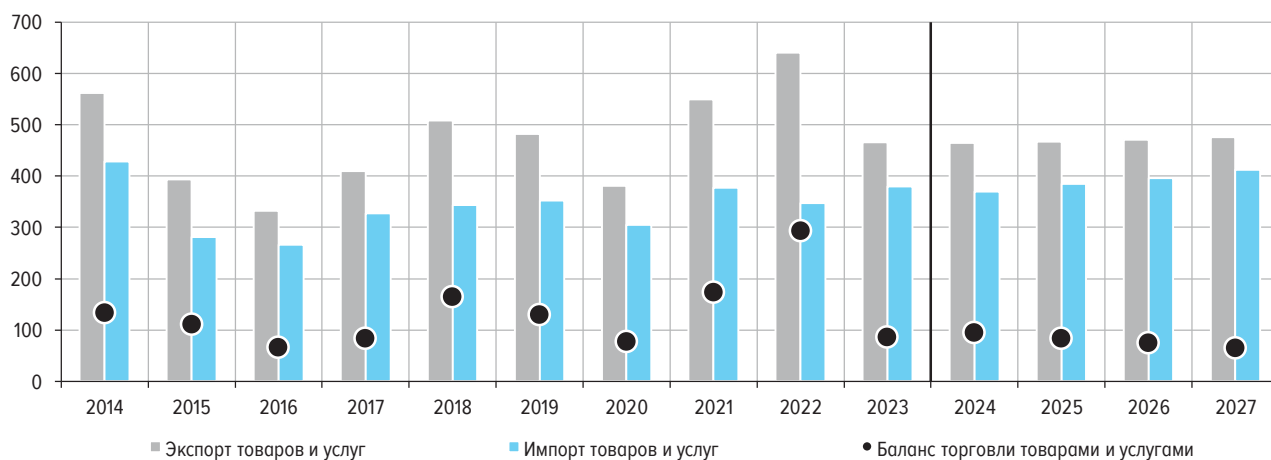
Рис. 5



Источники: ICE, расчеты Банка России.

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

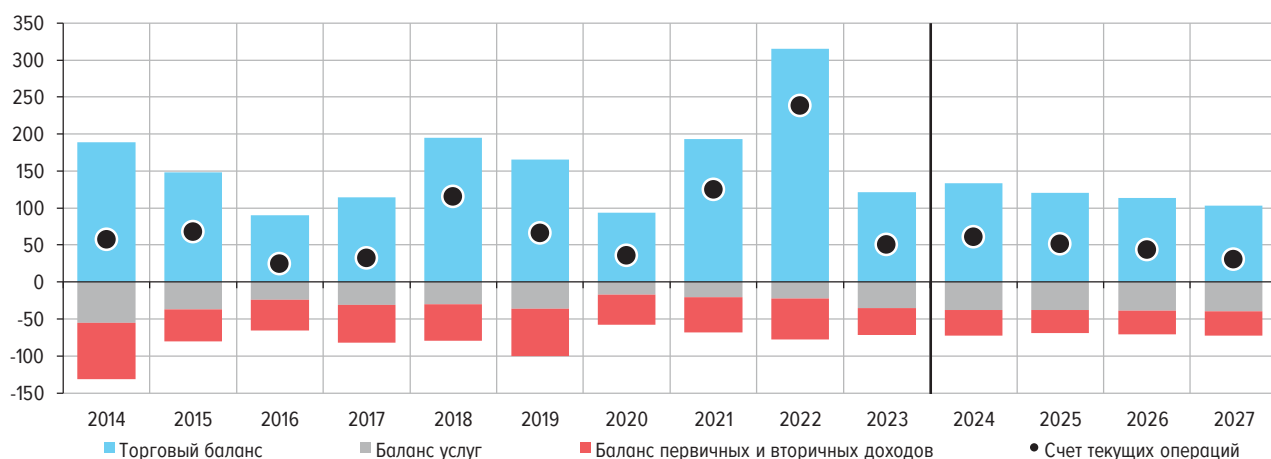
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

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

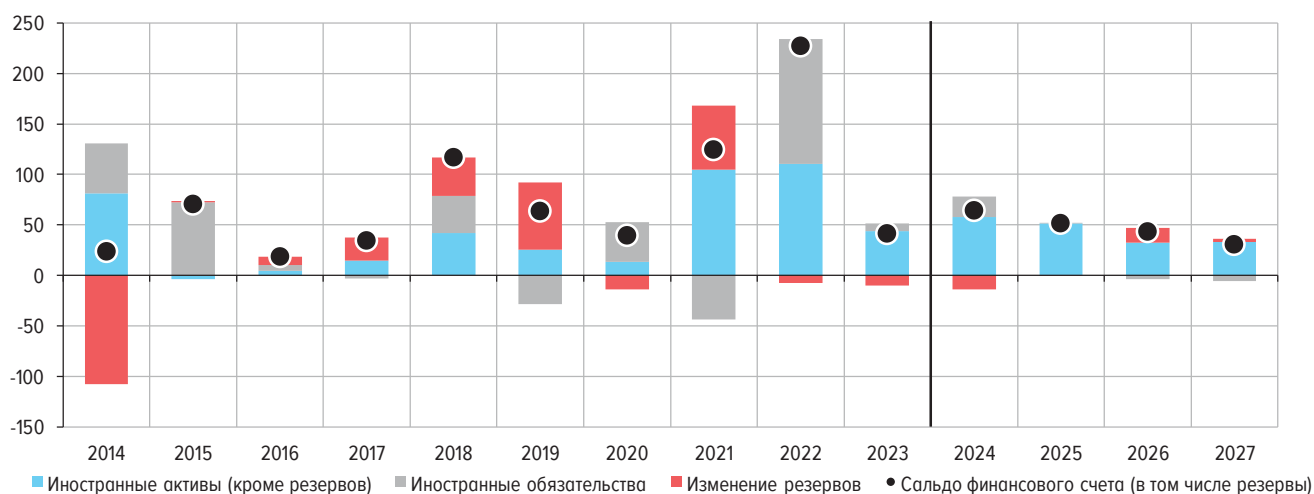
Рис. 7



Источник: расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ФИНАНСОВОГО СЧЕТА* (млрд долл. США)

Рис. 8

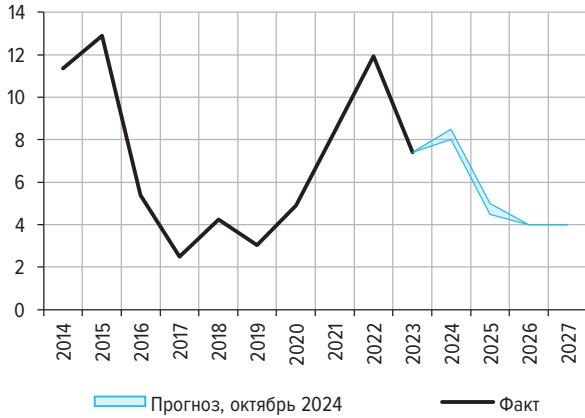


* Для сальдо «-» – чистое заимствование, «+» – чистое кредитование; для активов «-» – снижение, «+» – рост; для обязательств «-» – рост, «+» – снижение.

Источник: расчеты Банка России.

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

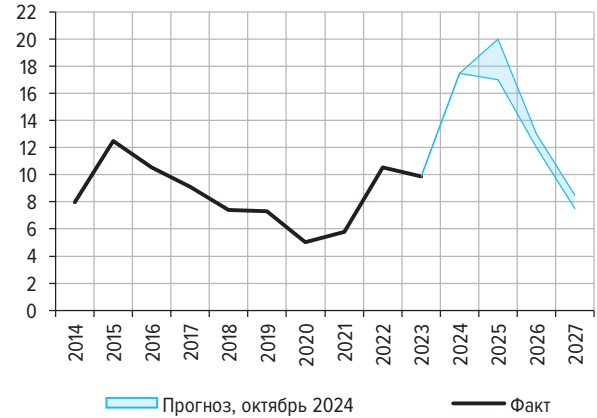
Рис. 9



Источник: расчеты Банка России.

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

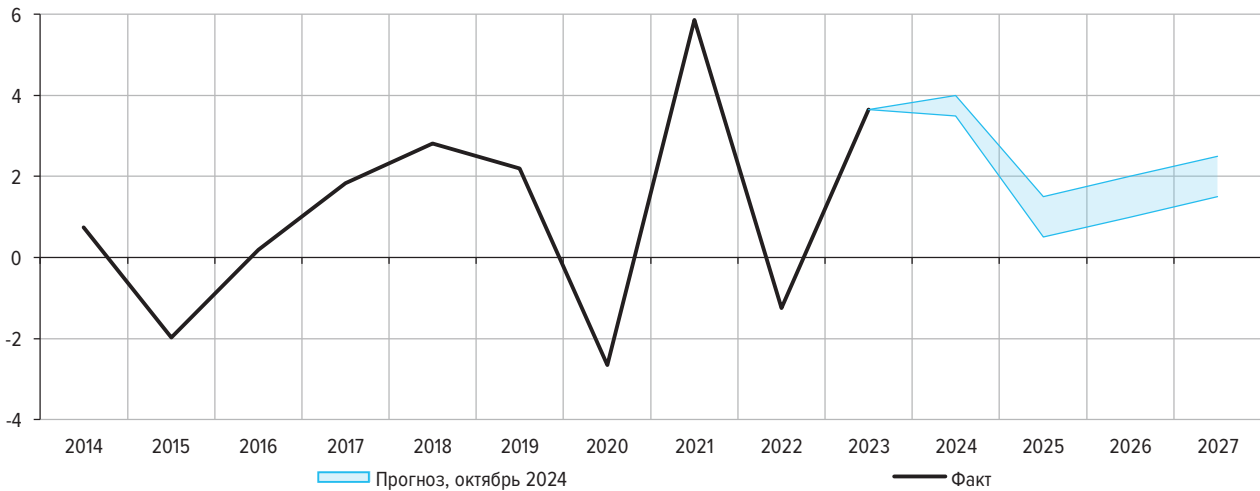
Рис. 10



Источник: расчеты Банка России.

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

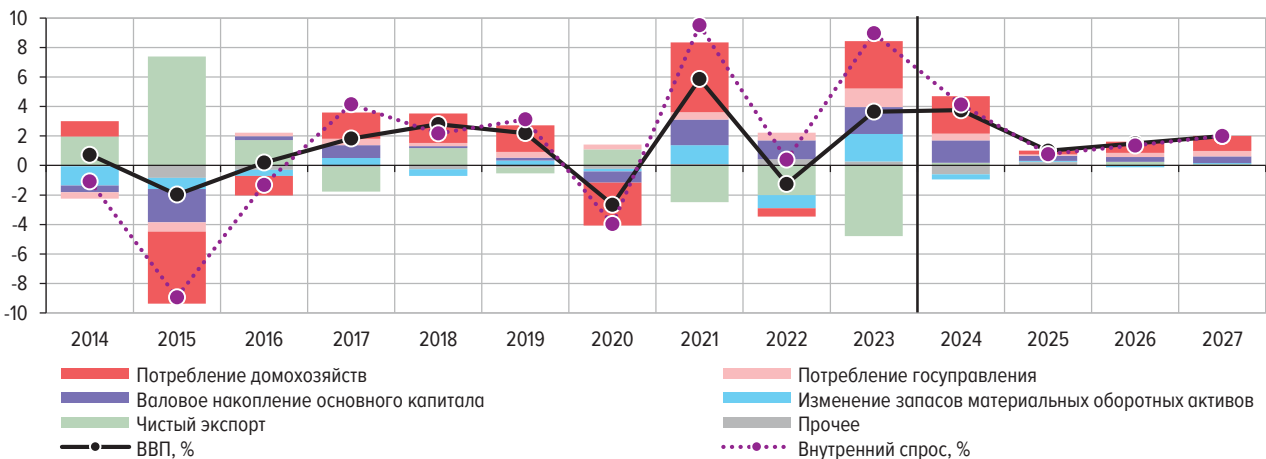
Рис. 11



Источник: расчеты Банка России.

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

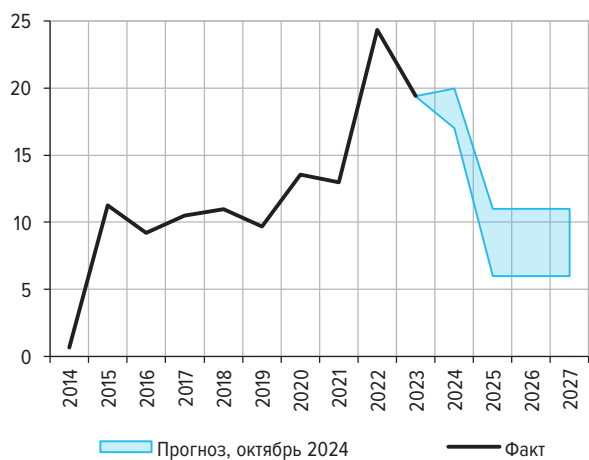
Рис. 12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

АГРЕГАТ М2
(% г/г)

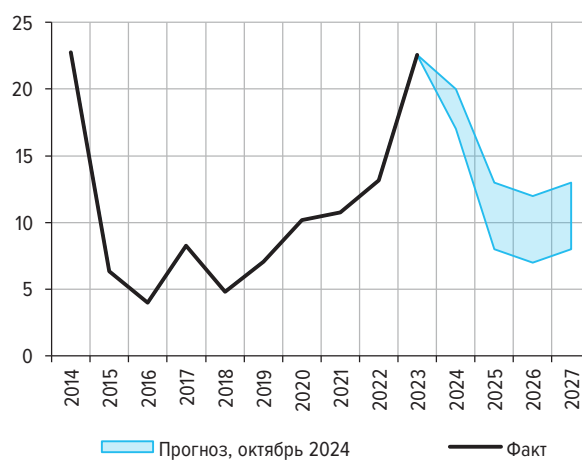
Рис. 13



Источник: расчеты Банка России.

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

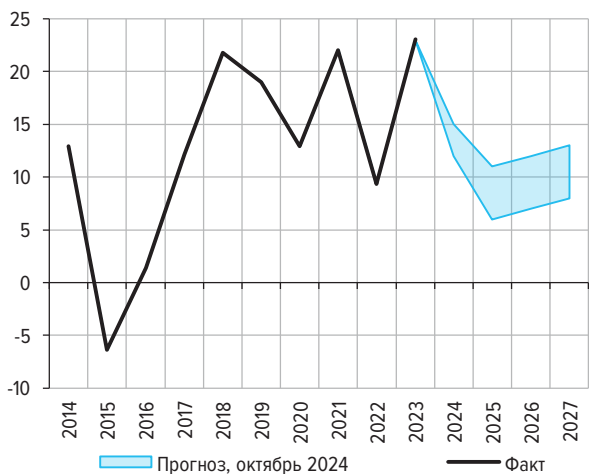
Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

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

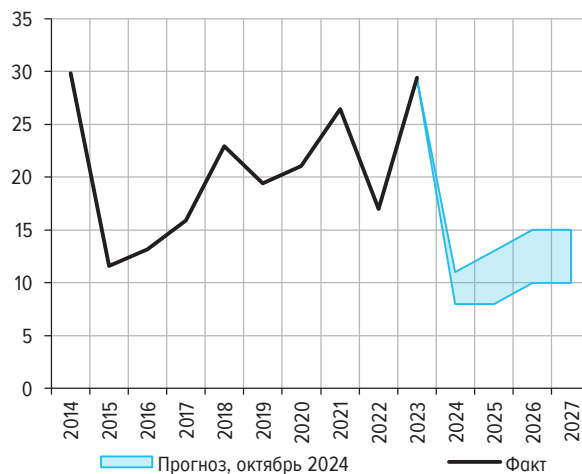
Рис. 15



Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 16



Источник: расчеты Банка России.