Банк России

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2026 ГОД И ПЕРИОД 2027 И 2028 ГОДОВ

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 24.10.2025.

Документ подготовлен по статистическим данным на 18.10.2025.
Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 23.10.2025.
В случае выхода статистики или иной важной информации после даты отсечения она может быть включена в текст документа.

Электронная версия документа размещена в подразделе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» раздела «Издания Банка России» на сайте Банка России.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 2

Раздел 1. Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики 7

Врезка 1. Уровень цели по инфляции в России 23
Врезка 2. Преимущества плавающего курса 26
Врезка 3. Модельный аппарат и его развитие 28
Врезка 4. Взаимодействие денежно-кредитной и бюджетной политики 31
Врезка 5. Денежно-кредитная политика и поддержание устойчивости финансового сектора 35

Раздел 2. Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики в конце 2024 года и в 2025 году 40

Врезка 6. Динамика инфляции в регионах 51
Врезка 7. Мониторинг предприятий для целей денежно-кредитной политики 55
Врезка 8. Изменения банковского регулирования в 2023–2025 годах и их влияние на денежно-кредитную политику 60

Раздел 3. Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2025 году и 2026–2028 годах 64

Врезка 9. Бюджетная политика в 2025–2028 годах в базовом сценарии и ее влияние на экономику 86
Врезка 10. Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных 89

Раздел 4. Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2025 году и 2026–2028 годах 95

Приложение 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России 104
Врезка 11. Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм 123
Врезка 12. Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям 127
Врезка 13. Процентные расходы компаний и канал издержек 129
Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России 134
Приложение 3. Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки 141
Приложение 4. Разовые факторы инфляции на стороне предложения 145
Приложение 5. Инфляционные ожидания экономических агентов 150
Приложение 6. Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики 156
Приложение 7. Нейтральная процентная ставка и ее оценка 162
Приложение 8. Развитие финансового рынка 170
Приложение 9. Денежная программа 177
Приложение 10. Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления 180
Врезка 14. Нетрадиционные меры денежно-кредитной политики 195
Врезка 15. Динамика инфляции с 2020 года в странах, не таргетирующих инфляцию 198

Календари и таблицы 205

Календарь решений по ключевой ставке в 2026 году 205
График аукционов Банка России в 2026 году 206
График периодов усреднения обязательных резервов в 2026 году 207
Статистические таблицы 208

Глоссарий 218

Список сокращений 225

ВВЕДЕНИЕ

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики Банк России ежегодно раскрывает цели и подходы к проведению денежно-кредитной политики, свой взгляд на текущее состояние экономики и прогнозы ее развития в среднесрочной перспективе.

Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России исходит из своей основной функции, закрепленной в Конституции Российской Федерации: защита и обеспечение устойчивости рубля. В соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» эта функция выполняется посредством поддержания ценовой стабильности, то есть устойчиво низкой инфляции. Обеспечивая ценовую стабильность, Банк России создает одно из необходимых условий для сбалансированного и устойчивого экономического развития.

Во второй половине 2024 года российская экономика продолжала расти высокими темпами. Основным драйвером этого роста оставался высокий внутренний спрос, поддерживаемый растущими доходами населения, расширением кредитования и значительными бюджетными стимулами. Однако возможности нарастить предложение в ответ на рост спроса были ограничены: предприятия работали в условиях дефицита рабочей силы и при повышенной загрузке производственных мощностей. Дополнительными ограничивающими факторами были выполнение соглашений ОПЕК+, которое сдерживало добычу нефти, а также неблагоприятные погодные условия, повлиявшие на урожай. Нарастающий дисбаланс между ростом спроса и предложения привел к усилению инфляционного давления. В этих условиях Банк России в июле – октябре 2024 года повышал ключевую ставку. В совокупности ключевая ставка была повышена на 5 п.п., с 16,00 до 21,00% годовых.

Ужесточение денежно-кредитной политики постепенно отражалось на динамике экономических показателей. Оно привело к росту рыночных процентных ставок во второй половине 2024 года. Дополнительное влияние на них в этот период оказали постепенная нормализация банковского регулирования и ужесточение макропруденциальных требований. Рост рыночных процентных ставок способствовал заметному охлаждению кредитной активности в конце 2024 – первой половине 2025 года. На рынке труда также появились признаки снижения напряженности: дефицит кадров уменьшился, темп роста зарплат стал более умеренным. Все это способствовало постепенному охлаждению внутреннего спроса. Жесткая денежно-кредитная политика также сдерживала спрос на импорт, а высокий дифференциал процентных ставок (более высокие процентные ставки в России по сравнению со ставками в других странах) повышал привлекательность рублевых активов и сбережений для населения и бизнеса. В результате рубль существенно укрепился к основным мировым валютам в первой половине 2025 года. Охлаждение внутреннего спроса и укрепление рубля в свою очередь привели к постепенному снижению текущего инфляционного давления. При этом замедление инфляции происходило неоднородно. Быстрее всего темпы роста цен снижались в сегменте непродовольственных товаров, где влияние жестких денежно-кредитных условий проявлялось сильнее. Темпы роста цен на продовольствие и услуги снижались медленнее и оставались повышенными. Чтобы жесткая денежно-кредитная политика повлияла на экономические показатели, а снижение инфляционного давления приобрело устойчивый характер, Банк России сохранял ключевую ставку на уровне 21,00% годовых до июня 2025 года. В июне, убедившись в устойчивости дезинфляционных процессов в экономике, Банк России перешел к снижению ключевой ставки. В июне и июле Банк России снизил ключевую ставку

на 100 и 200 б.п., до 20,00 и 18,00% годовых соответственно. В сентябре 2025 года Банк России отмечал активизацию роста кредитования в июле – августе 2025 года, сохранение высоких инфляционных ожиданий и проинфляционных рисков, в том числе связанных с бюджетной политикой. Учитывая эти факторы, Банк России подчеркивал важность осторожного подхода к смягчению денежно-кредитной политики. Ключевая ставка в сентябре была снижена на 100 б.п., до 17,00% годовых. В сентябре – октябре реализовался ряд проинфляционных рисков: существенно ускорился рост цен на моторное топливо, было объявлено об увеличении дефицита бюджета в 2025 году, повышении НДС в 2026 году, индексации коммунальных тарифов в ближайшие годы более высокими темпами, чем планировалось ранее. Данные факторы носят разовый характер. По мере исчерпания их влияния Банк России ожидает возобновления устойчивой дезинфляции. Поэтому регулятор продолжил снижение ключевой ставки в октябре, но уменьшил шаг до 50 базисных пунктов. В совокупности в июне – октябре 2025 года ключевая ставка была снижена на 4,5 п.п., до 16,50% годовых.

Банк России исходит из того, что в базовом сценарии внешнеторговые противоречия между крупнейшими экономиками продолжат сдерживать рост мирового спроса. После резкого роста в 2025 году импортные пошлины снизятся, но их уровень будет выше, чем в предыдущие годы. Вместе с ускоренным наращиванием добычи странами ОПЕК+ снижение мирового спроса приведет к формированию профицита на нефтяном рынке в 2025–2026 годах и снижению цен на нефть. По прогнозу Банка России, цена на российскую нефть, рассчитываемая для целей налогообложения, сложится вблизи 58 долларов США за баррель в 2025 году и 55 долларов США за баррель в 2026 году. По мере смягчения торговых ограничений и восстановления мирового спроса цены на российскую нефть вырастут до 60 долларов США за баррель в среднем в 2027–2028 годах. Кроме того, в базовом сценарии предполагается, что введенные внешние санкции на среднесрочном горизонте сохранятся. Это приведет к закреплению тех изменений, которые произошли в российской экономике с 2022 года, – переориентации экономики на внутренний рынок, развитию процессов импортозамещения. В структуре экономики будет преобладать внутренний спрос, а доля экспорта и импорта в ВВП будет меньше той, которая наблюдалась в досанкционный период.

Банк России ожидает, что в базовом сценарии темпы увеличения потребительского и инвестиционного спроса в 2025–2026 годах будут более умеренными, чем в 2023–2024 годах. Это позволит предложению подстроиться под возросший в предыдущие годы спрос. Экономический рост временно замедлится до 0,5–1,0% в 2025 году и 0,5–1,5% в 2026 году. В 2027 году экономика устойчиво вернется к потенциальным темпам роста в 1,5–2,5% в год. Годовая инфляция снизится до 6,5–7,0% в 2025 году и 4,0–5,0% в 2026 году. В 2027–2028 годах инфляция будет оставаться на цели. Ключевая ставка в 2025 году в среднем составит 19,2% годовых и в 2026 году – 13,0–15,0% годовых. В 2027–2028 годах ключевая ставка будет в среднем находиться в диапазоне 7,5–8,5% годовых, что соответствует оценке долгосрочной нейтральной ставки в российской экономике.

Основные риски для развития российской экономики связаны как с внутренними, так и с внешними условиями. С учетом этого Банк России рассматривает два альтернативных неблагоприятных сценария. Сценарий «Проинфляционный» сочетает в себе комбинацию внешних и внутренних факторов, под влиянием которых спрос сложится выше, а предложение ниже, чем в базовом сценарии. Темп расширения производственного потенциала будет меньше, чем в базовом, из-за усиления санкционного давления. Ужесточение санкций также приведет к стабилизации цен на российскую нефть на более низких уровнях. Для поддержки экономики будут расширены программы льготного кредитования и усилены меры протекционистского

характера, направленные на стимулирование импортозамещения. Однако предложение не будет успевать подстраиваться под растущий спрос, и инфляционное давление увеличится. Дополнительное влияние на цены окажут повышенные инфляционные ожидания, которые будут снижаться медленнее и более чувствительно реагировать на все проинфляционные факторы. Сценарий «Рисковый» предполагает усиление внешнеторговых противоречий, нарастание процессов деглобализации, более существенное, чем в базовом сценарии, повышение импортных пошлин в мире и резкое снижение темпов роста крупнейших экономик. Сочетание этих факторов приведет к мировому финансовому кризису, сопоставимому по масштабам с кризисом 2007–2008 годов. Для российской экономики в этом сценарии предполагается также усиление санкционного давления. Реализация рисков в обоих сценариях, по оценкам Банка России, приведет к более высокой инфляции в ближайшие годы и потребует проведения более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием. Инфляция вернется к цели позже, чем в базовом сценарии.

Ситуация в российской экономике может развиваться и более благоприятно, чем в базовом сценарии, в случае реализации ряда условий. В сценарии «Дезинфляционный» предполагается, что увеличение инвестиций в основной капитал и рост совокупной факторной производительности приведут к более быстрому расширению совокупного предложения, чем в базовом сценарии (большему увеличению потенциального выпуска в 2026–2027 годах). В результате инфляция вернется к цели в 2026 году, при более быстром смягчении денежно-кредитной политики.

Важным фактором, который будет влиять на экономику в любом из сценариев в предстоящие годы, является бюджетная политика. При подготовке макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке Банк России учитывает параметры бюджетной политики и планируемые меры. Изменение этих параметров может потребовать корректировки проводимой денежно-кредитной политики. Ответственная и сбалансированная бюджетная политика с опорой на бюджетное правило является необходимым условием для сохранения макроэкономической стабильности.

При любых сценариях развития событий как в российской, так и в мировой экономике денежно-кредитная политика будет направлена на достижение ее основной цели – поддержание ценовой стабильности. Обеспечивая устойчиво низкую инфляцию, Банк России создает необходимые условия для развития экономики, в том числе для сбалансированного и устойчивого экономического роста. Ценовая стабильность:

- дает возможность компаниям и населению лучше планировать свою деятельность;
- способствует повышению доступности заемного финансирования внутри страны;
- обеспечивает защиту доходов и сбережений граждан от значительного непредсказуемого обесценения;
- укрепляет доверие к национальной валюте и повышает ее привлекательность в качестве средства сбережения;
- увеличивает привлекательность рубля как валюты для расчетов и контрактов, в том числе на международном уровне.

С 2015 года при реализации денежно-кредитной политики регулятор следует режиму таргетирования инфляции, руководствуясь лучшими мировыми практиками.

Банк России устанавливает количественную цель по инфляции. Это годовая инфляция вблизи 4%. Цель действует на постоянной основе. При этом с учетом результатов Обзора

денежно-кредитной политики, проведенного Банком России в 2021–2023 годах, в российской экономике есть предпосылки для снижения цели по инфляции в будущем. Банк России оценит целесообразность такого снижения после замедления инфляции и ее стабилизации вблизи 4%. Это будет возможно за пределами трехлетнего прогнозного периода, то есть не ранее 2029 года. Если Банк России примет такое решение, о нем будет объявлено заблаговременно.

Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России воздействует на динамику цен с помощью ключевой ставки и коммуникации о ее возможном изменении в будущем. Это воздействие происходит через длинную цепочку взаимосвязей – трансмиссионный механизм. Изменение ключевой ставки и коммуникация о ее возможном изменении в будущем влияют на процентные ставки в различных сегментах финансового рынка, котировки ценных бумаг и курс рубля. Изменение этих показателей в свою очередь определяет решения экономических агентов о сбережении, потреблении, инвестировании. В результате формируется внутренний спрос в экономике, который влияет на динамику цен. Для того чтобы решения по денежно-кредитной политике через обозначенную цепочку взаимосвязей в полной мере отразились на динамике цен, нужно время. По оценкам Банка России, для этого требуется 3–6 кварталов. Поэтому, принимая решения по денежно-кредитной политике, Банк России опирается не только на оценку текущей ситуации, но и на макроэкономический прогноз. Он позволяет оценить, какие денежно-кредитные условия должны сложиться в экономике, чтобы обеспечить инфляцию вблизи 4% на горизонте влияния денежно-кредитной политики. Для разработки прогноза Банк России использует современные макроэкономические модели.

При таргетировании инфляции Банк России придерживается режима плавающего валютного курса. Он позволяет регулятору проводить независимую от других стран денежно-кредитную политику. Плавающий курс сглаживает воздействие внешних факторов на экономику, обеспечивает ее подстройку под меняющуюся внешнюю среду. В настоящее время в условиях ограниченного движения капитала динамика курса рубля определяется в большей степени балансом спроса импортеров на иностранную валюту и ее предложения со стороны экспортеров. Влияние потоков капитала на динамику курса остается менее значительным, чем раньше. При этом разница в процентных ставках между Россией и другими странами продолжает влиять на привлекательность вложений в рублевые активы со стороны резидентов и нерезидентов и, как следствие, на курс рубля. Действующие ограничения на движение капитала имеют преимущественно неэкономический и двусторонний характер.

Банк России стремится максимально оперативно и полно раскрывать информацию о проводимой денежно-кредитной политике. Ведется постоянная работа над расширением охвата аудитории и повышением адресности коммуникации. Информационная открытость Банка России в области денежно-кредитной политики помогает формировать более предсказуемую среду для принятия решений, усиливает влияние денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию.

Публикуемый документ имеет следующую структуру.

В **разделе 1** раскрываются цель и принципы денежно-кредитной политики Банка России, а также ее взаимодействие с другими видами государственной политики. В раздел включены пять врезок: об уровне цели по инфляции в России, о преимуществах плавающего валютного курса, о совершенствовании модельного аппарата, о совместном влиянии бюджетной и денежно-кредитной политики на экономику и о взаимодействии денежно-кредитной политики и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора.

Раздел 2 содержит ретроспективный взгляд на денежно-кредитную политику Банка России с конца 2024 года по настоящее время. В раздел включены три врезки: о динамике инфляции в регионах, об использовании результатов мониторинга предприятий для целей денежно-кредитной политики и об анализе опыта нормализации банковского регулирования и ужесточения макропруденциальной политики после послаблений 2022 года.

В **разделе 3** рассматриваются базовый и альтернативные прогнозные сценарии Банка России. Раздел дополнен врезками о влиянии бюджетной политики на экономику и о равновесном состоянии экономики.

Раздел 4 традиционно содержит описание операционной процедуры денежно-кредитной политики Банка России: операционной цели и системы инструментов, факторов формирования и прогноза ликвидности банковского сектора.

В документ также включены приложения и врезки, посвященные как теоретическим аспектам денежно-кредитной политики с учетом российской специфики, так и наиболее актуальным экономическим вопросам.

РАЗДЕЛ 1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Цель денежно-кредитной политики – стабильно низкая инфляция, необходимая для устойчивого экономического развития, защиты доходов и сбережений населения и предприятий

Защита и обеспечение устойчивости рубля – основная функция Банка России в соответствии с Конституцией Российской Федерации[1]. Согласно Федеральному закону «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», основной целью денежно-кредитной политики Банка России является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста[2]. Ценовая стабильность означает стабильно низкую инфляцию.

Необходимым условием для развития экономики является макроэкономическая стабильность. Она достигается за счет как ответственной бюджетной политики, так и денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение ценовой стабильности. **Ценовая стабильность – вклад Банка России в развитие российской экономики**, важнейший элемент благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса.

Стабильно низкая инфляция обеспечивает устойчивость покупательной способности национальной валюты – рубля. При низкой инфляции заработные платы, пенсии и другие доходы, а также сбережения населения и предприятий в национальной валюте защищены от значительного непредсказуемого обесценения. Это позволяет более уверенно планировать расходы, включая долгосрочные, поддерживать уровень жизни и препятствовать росту социального неравенства[3].

Низкая устойчивая инфляция благоприятна для бизнеса. Наличие четкого ориентира по инфляции и его соблюдение – важные элементы предсказуемых экономических условий. В таких условиях компаниям проще развиваться и строить долгосрочные финансовые и инвестиционные планы. Низкая стабильная инфляция повышает доступность заемного финансирования внутри страны: инвесторы с большей готовностью предоставляют компаниям финансовые ресурсы. Высокая и волатильная инфляция является источником рисков для всех участников экономических отношений, в том числе банков и их клиентов. Чтобы получить доход от вложенных средств при высокой и волатильной инфляции, банки закладывают повышенную инфляционную премию в процентные ставки по кредитам. Низкая и стабильная инфляция, напротив, снижает риски банков. В результате процентные ставки формируются на более низком уровне, уменьшается волатильность ставок, особенно долгосрочных.

При стабильно низкой инфляции растет доверие к национальной валюте и снижается доля активов и обязательств в иностранной валюте. Это повышает устойчивость экономики к изменению внешних условий. Привлекательность рубля как валюты для международных расчетов и контрактов выше при устойчиво низкой инфляции в стране. Чем дольше период

---

1 Часть 2 статьи 75 Конституции Российской Федерации.

2 Статьи 3 и 34.1 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

3 Подробнее о влиянии инфляции на социальное неравенство см. приложение 3 к ОНЕГДКП 2018–2020.

ценовой стабильности, тем больше у контрагентов уверенности в сохранении покупательной способности рубля и выше готовность использовать его в международной деятельности.

Денежно-кредитная политика создает условия, необходимые для развития экономики, способствует ее структурной трансформации. Однако сама по себе денежно-кредитная политика не может обеспечить устойчивое повышение экономического потенциала. Потенциал экономики определяется такими факторами, как накопление основного капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и капитала. Это происходит в том числе в результате применения более эффективных форм труда и внедрения новых технологий. Денежно-кредитная политика может воздействовать на интенсивность использования указанных факторов, тем самым уменьшая масштабы циклического спада или перегрева в экономике и обеспечивая ценовую стабильность. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики.

Для устойчивого расширения производственных возможностей экономики и увеличения потенциальных темпов экономического роста необходимы иные меры. В первую очередь это меры структурной, бюджетной политики (изменение структуры бюджетных расходов в целях стимулирования модернизации экономики и повышения уровня человеческого капитала) и институциональные преобразования. Эти меры должны быть направлены на стимулирование частной инициативы, поддержку инновационной активности, поощрение развития компенсирующих и новых технологий, облегчение подстройки и повышение гибкости рынка труда, в том числе в рамках программ переподготовки и повышения квалификации рабочей силы, создание предсказуемых условий экономической деятельности. Обозначенные меры в случае эффективной реализации, наряду с макроэкономической стабильностью, могут обеспечить успешную трансформацию экономики, сопровождающуюся ее переходом в новое равновесие с последующим увеличением потенциальных темпов роста.

Основные принципы денежно-кредитной политики

В рамках таргетирования инфляции Банк России придерживается следующих принципов денежно-кредитной политики:

- **постоянная публичная количественная цель по инфляции;**
- **плавающий валютный курс;**
- **ключевая ставка и коммуникация – основные инструменты денежно-кредитной политики;**
- **решения на основе макроэкономического прогноза;**
- **информационная открытость.**

Таргетируя инфляцию, Банк России руководствуется лучшими практиками проведения денежно-кредитной политики в мире (см. в приложении 10 «Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления»). Преимуществом таргетирования инфляции является его гибкость. Оно не предполагает достижения цели по инфляции любой ценой. Напротив, стремясь обеспечить низкую и стабильную инфляцию, денежно-кредитная политика минимизирует масштаб циклических колебаний выпуска, повышает предсказуемость экономической среды и тем самым создает условия для сбалансированного роста экономики. На преимущество таргетирования инфляции при различных вызовах указывают исследования, проведенные в рамках Обзора денежно-кредитной политики Банка России в 2021–2023 годах[4].

[4] Подробнее об исследованиях в рамках Обзора денежно-кредитной политики см. подраздел «Обзор денежно-кредитной политики Банка России» раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

Постоянная публичная количественная цель по инфляции

Банк России устанавливает постоянную количественную цель по инфляции и объявляет ее, чтобы население, бизнес, участники финансового рынка могли учитывать ее при планировании своей деятельности и принятии экономических решений. Банк России реализует денежно-кредитную политику, чтобы достичь заявленной цели по инфляции. Установление количественной цели по инфляции включает определение целевого показателя, типа и уровня.

Цель денежно-кредитной политики Банка России – годовая инфляция вблизи 4%. Цель по инфляции действует на постоянной основе. Инфляция не выше 4% соответствует восприятию ценовой стабильности населением и компаниями, согласно опросам[5]. Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен в России, то есть для изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. **Банк России использует индекс потребительских цен (ИПЦ) в качестве показателя, на основе которого определяет темп прироста потребительских цен (инфляцию).** ИПЦ рассчитывается и публикуется Росстатом.

Банк России устанавливает цель по инфляции в виде точечного значения (точки). Точка дает наиболее четкий сигнал обществу о цели денежно-кредитной политики в сравнении с диапазонными типами цели. Участники экономики более однозначно понимают такой тип цели. На практике точка эффективнее в заякоривании инфляционных ожиданий (закреплении на цели).

Формулировка «вблизи 4%» означает, что допустимы небольшие колебания инфляции вокруг 4%. Эти колебания носят естественный характер и происходят из-за постоянной подстройки относительных цен. Под влиянием множества факторов цены на товары и услуги постоянно меняются. В результате на рынках отдельных товаров и услуг, а также в различных регионах может наблюдаться некоторый разброс в динамике цен (см. врезку 6 «Динамика инфляции в регионах»).

Денежно-кредитная политика постоянно направлена на обеспечение инфляции вблизи 4%. При этом могут возникать факторы, создающие риски отклонения инфляции от цели. В таком случае Банк России оценивает причины и продолжительность влияния данных факторов на инфляцию и исходя из этого принимает решения о необходимых мерах денежно-кредитной политики. При отклонении инфляции от цели Банк России выбирает скорость возвращения к ней с учетом масштаба этого отклонения и влияния мер денежно-кредитной политики на экономическую активность (см. пункт «Ключевая ставка и коммуникация – основные инструменты денежно-кредитной политики»).

В 2021–2023 годах Банк России провел Обзор денежно-кредитной политики. Результаты исследований показали, что к концу 2021 года в российской экономике сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем (см. врезку 1 «Уровень цели по инфляции в России»). Однако в 2022 году началась структурная перестройка российской экономики. Она сопровождалась значительной корректировкой относительных цен[6] по широкому кругу товаров и услуг. В этих условиях инфляция увеличилась и находилась выше цели. Банк России планировал вернуть ее к 4% в 2024 году. Вместе с тем с 2023 года российская экономика значительно

---

[5] Опросы населения, проводимые ООО «инФОМ» (март и октябрь 2022 года, февраль 2023 года); мониторинг предприятий, проводимый Банком России (февраль и октябрь 2022 года).

[6] Под относительными ценами понимаются цены на отдельные товары и услуги потребительской корзины по отношению к среднему (общему) уровню цен в экономике. В условиях значительных шоков процесс подстройки относительных цен может охватывать широкий круг товаров и услуг.

отклонилась вверх от траектории сбалансированного роста, из-за чего процесс возвращения инфляции к цели потребовал больше времени. Банк России обеспечит снижение инфляции к цели в 2026 году. После стабилизации инфляции вблизи 4% Банк России оценит целесообразность снижения уровня цели по инфляции. При этом снижение возможно за пределами трехлетнего прогнозного периода, то есть не ранее 2029 года. В случае принятия такого решения о нем будет объявлено за несколько лет до изменения. Это позволит минимизировать издержки перехода экономики к новому уровню цели. Банк России продолжит обсуждение этого вопроса с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством Российской Федерации и Федеральным Собранием Российской Федерации.

Плавающий валютный курс

Банк России придерживается режима плавающего валютного курса. Это означает, что курс иностранной валюты к рублю определяется рыночными силами – балансом спроса и предложения иностранной валюты на валютном рынке. Банк России не устанавливает целевых ориентиров и ограничений по уровню курса или темпам его изменения и не проводит операций с иностранной валютой, чтобы определять динамику курса. При этом Банк России может проводить операции на валютном рынке для поддержания финансовой стабильности.

Плавающий валютный курс является необходимым условием эффективной реализации денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции. Он позволяет экономике лучше абсорбировать внешние шоки, а центральному банку – проводить независимую денежно-кредитную политику, усиливает ее способность сглаживать деловой цикл. Результатом является более высокая эффективность денежно-кредитной политики в обеспечении низкой и стабильной инфляции (см. врезку 2 «Преимущества плавающего курса»).

В условиях введения санкций и блокировки валютных счетов Банка России для предотвращения реализации рисков для финансовой стабильности с 2022 года в России ужесточены ограничения на движение капитала. Часть ограничений смягчалась по мере стабилизации ситуации. Действующие ограничения носят преимущественно неэкономический и двусторонний характер. Они компенсируют эффект внешних санкций, направленных на стимулирование вывода капитала зарубежных инвесторов из России и запрет на потенциальный приток капитала в будущем. Несмотря на ограничения на движение капитала, курс рубля остается плавающим. В новых условиях он определяется в большей степени, чем ранее, балансом спроса импортеров на иностранную валюту и ее предложения со стороны экспортеров. Влияние потоков капитала на динамику курса остается менее значительным, чем раньше. При этом разница в процентных ставках между Россией и другими странами продолжает влиять на привлекательность вложений в рублевые активы со стороны резидентов и нерезидентов и, как следствие, на курс рубля.

Ограничения на движение капитала являются исключительно инструментом политики по поддержанию финансовой стабильности. Теория и практика денежно-кредитной политики в целом подтверждают, что временное использование ограничений на свободу движения капитала, чтобы снизить риски для финансовой стабильности, совместимо с таргетированием инфляции и плавающим валютным курсом. Однако сохранение в течение продолжительного времени масштабных прямых ограничений на свободу движения капитала может иметь негативные долгосрочные последствия для экономики и потенциала ее роста[7].

[7] Подробнее см. врезку 3 «Ограничения на движение капитала и таргетирование инфляции» в ОНЕГДКП 2023–2025.

Ключевая ставка и коммуникация – основные инструменты денежно-кредитной политики

Основным инструментом денежно-кредитной политики Банка России является ключевая ставка. Ключевая ставка – это процентная ставка, с помощью которой Банк России формирует в экономике денежно-кредитные условия, позволяющие поддерживать инфляцию на цели. Для этого Банк России регулярно проводит с банками операции, предоставляя им или привлекая у них денежные средства, – операции по управлению ликвидностью. Процентные ставки по основным операциям по управлению ликвидностью Банк России устанавливает на уровне ключевой ставки[8]. Процентные ставки по остальным операциям привязаны к ключевой ставке.

Проводя операции по управлению ликвидностью, Банк России стремится сблизить однодневные ставки денежного рынка с ключевой ставкой. Это операционная цель денежно-кредитной политики (см. раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2025 году и 2026–2028 годах»). Изменение краткосрочных ставок денежного рынка влияет на изменение ставок по операциям на более длительный срок. Они в свою очередь – на ставки по кредитам и депозитам, котировки ценных бумаг. В условиях действия санкций и ответных ограничений на движение капитала ключевая ставка воздействует на курс рубля опосредованно, прежде всего через спрос на импортные товары. Изменение ценовых параметров в разных сегментах финансового рынка влияет на склонность экономических агентов к потреблению, сбережению, инвестированию. В зависимости от этого формируется внутренний спрос в экономике, от соотношения которого с предложением зависит динамика цен. Комплекс взаимосвязей между экономическими процессами, позволяющий влиять на инфляцию через изменение ключевой ставки, называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики (см. приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России»).

Изменение ключевой ставки в полной мере влияет на спрос и цены не сразу, а со временем. По оценкам Банка России, эффекты от изменения ключевой ставки в полной мере проявляются через 3–6 кварталов. Это означает, что на горизонте 1–1,5 года в отсутствие новых значимых шоков Банк России может обеспечить возвращение инфляции к цели в случае ее отклонения.

Совет директоров Банка России принимает решения по ключевой ставке регулярно – 8 раз в год в соответствии с утвержденным и опубликованным календарем. Принятие решений в соответствии с календарем важно для повышения предсказуемости траектории ключевой ставки. Решения по ключевой ставке, принятые по календарю, вступают в силу на следующий рабочий день. Резкое существенное изменение экономической ситуации может требовать принятия оперативных решений по ключевой ставке. В этом случае проводятся внеочередные заседания Совета директоров Банка России. Если решение по ключевой ставке принимается на внеочередном заседании, Банк России может уточнить в пресс-релизе момент его вступления в силу.

Банк России принимает решения по ключевой ставке на основе устойчивых тенденций в экономике и факторов длительного действия, учитывая растянутый во времени характер влияния мер денежно-кредитной политики на экономику. Банк России изменяет ключевую ставку, если

[8] Минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя (процентные ставки по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора) установлены на уровне ключевой ставки. При этом фактическая процентная ставка по итогам аукционов может несколько отклоняться от ключевой ставки в рамках процентного коридора.

текущие тенденции указывают на продолжительное отклонение инфляции от цели на прогнозном горизонте или имеются факторы длительного действия, которые вероятнее всего приведут к такому продолжительному отклонению. Для оценки влияния факторов на инфляцию Банк России составляет макроэкономический прогноз (см. пункт «Решения на основе макроэкономического прогноза»).

Банк России не реагирует на текущее отклонение инфляции от цели, если оно вызвано временными факторами и инфляция устойчиво вернется к целевому уровню на краткосрочном горизонте без принятия дополнительных мер. Такой подход при принятии решения позволяет избежать нежелательной волатильности экономических показателей. Изменение ключевой ставки в ответ на краткосрочные факторы может привести к отклонению инфляции в противоположную сторону, что не отвечает задаче ее сохранения вблизи 4%.

При этом Банк России анализирует воздействие временных факторов на инфляционные ожидания (см. приложение 4 «Разовые факторы инфляции на стороне предложения»). Если факторы, которые изначально рассматривались как временные, приводят к существенному росту инфляционных ожиданий и изменению поведения экономических агентов и создают существенные риски для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе, Банк России учитывает эти факторы при принятии решения об уровне ключевой ставки.

Изменяя ключевую ставку, чтобы приблизить инфляцию к цели, центральный банк сглаживает экономический цикл и возвращает экономику к сбалансированному и устойчивому экономическому росту. Так проявляется контрциклическая роль денежно-кредитной политики. Для достижения цели по инфляции Банк России влияет на спрос. В состоянии долгосрочного равновесия в экономике, то есть когда инфляция и инфляционные ожидания находятся вблизи цели, а выпуск – на уровне, близком к потенциалу, денежно-кредитная политика не должна оказывать ни сдерживающего, ни стимулирующего влияния на спрос и экономику. Такая денежно-кредитная политика называется нейтральной.

Когда темпы роста и уровень совокупного спроса начинают опережать производственные возможности экономики, экономика отклоняется вверх от потенциала. Чтобы предотвратить ее перегрев и связанное с этим отклонение инфляции и инфляционных ожиданий вверх от цели, необходимо временное повышение ключевой ставки выше ее нейтрального уровня. Ужесточение денежно-кредитной политики в таких условиях позволяет замедлить рост спроса, вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, а инфляцию – к цели. И, наоборот, если совокупный спрос оказывается меньше производственных возможностей экономики, экономика отклоняется вниз от потенциала, а инфляция – вниз от цели. В этих условиях требуется временное снижение ключевой ставки ниже ее нейтрального уровня. Смягчение денежно-кредитной политики поддержит совокупный спрос и вернет инфляцию к цели.

Нейтральный уровень процентной ставки можно оценить лишь приблизительно – на основе наблюдаемых экономических показателей. В период значимых изменений в экономике неопределенность оценок нейтральной процентной ставки возрастает (см. приложение 7 «Нейтральная процентная ставка и ее оценка»).

Коммуникация о решениях по денежно-кредитной политике влияет на ожидания и поведение экономических агентов и является важным инструментом денежно-кредитной политики. Ожидания участников экономики существенно влияют на экономику в целом и на инфляцию в частности. Чтобы меры центрального банка были более действенными, важно привязать инфляционные ожидания населения и бизнеса к цели по инфляции, то есть заякорить.

Для этого необходимо, чтобы участники экономических отношений доверяли Банку России и его денежно-кредитной политике. Доверие формируется при успешном достижении цели по инфляции и понимании обществом политики центрального банка. Банк России стремится быть максимально открытым. Это является одним из принципов денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции (см. пункт «Информационная открытость»).

Помимо объяснения принятых решений по денежно-кредитной политике, Банк России дает словесный сигнал о возможных дальнейших решениях. Сигнал имеет не менее важное значение, чем само решение по ключевой ставке, так как он влияет на ожидания экономических агентов в отношении дальнейших действий центрального банка и, как следствие, на их поведение.

Банк России также публикует прогнозную траекторию ключевой ставки как часть своего среднесрочного макроэкономического прогноза. Это означает, что если ситуация в экономике складывается в соответствии с прогнозом Банка России, то Банк России будет изменять ключевую ставку в соответствии с прогнозной траекторией. Если ситуация в экономике складывается иначе, чем предполагает макроэкономический прогноз Банка России, это требует пересмотра как самого прогноза, так и прогнозной траектории ключевой ставки. Последняя представлена в форме диапазонов средней ключевой ставки за каждый календарный год. Прогнозная траектория ключевой ставки усиливает словесный сигнал, оказывая дополнительное влияние на ожидания участников рынка об изменении уровня ключевой ставки в будущем и, как следствие, на денежно-кредитные условия.

Решения на основе макроэкономического прогноза

Банк России принимает решения по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза, поскольку они влияют на динамику цен с временным лагом. Прогноз Банка России – это согласованное мнение членов Совета директоров Банка России о будущих экономических тенденциях и показателях. В его основе лежат результаты модельных расчетов по широкому комплексу современных количественных моделей, описывающих экономическую динамику[9]. Модельный аппарат постоянно совершенствуется (см. врезку 3 «Модельный аппарат и его развитие»). При этом прогноз Банка России не формируется из модельных оценок автоматически, а учитывает экспертные суждения членов Совета директоров относительно гипотез и факторов, которые не всегда можно заложить в модели. Отдельные гипотезы проверяются на региональном уровне. Совету директоров о них докладывают руководители главных управлений Банка России.

Банк России проводит полную ревизию среднесрочного макропрогноза перед опорными заседаниями Совета директоров по ключевой ставке, 4 раза в год. По итогам этих заседаний вместе с пресс-релизом о ключевой ставке Банк России публикует и прогноз. Его основные параметры – инфляция, экономический рост, показатели денежно-кредитной сферы и платежного баланса, а также сценарная траектория ключевой ставки.

При подготовке макропрогноза Банк России проводит детальный анализ широкого круга информации. В том числе Банк России анализирует текущее состояние российской экономики, ситуацию на мировых товарных и финансовых рынках, экономическую политику в крупных

[9] Подробнее о подготовке макроэкономического прогноза и модельном аппарате Банка России см. в подразделе «Прогнозирование и модельный аппарат» раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

зарубежных странах, возможные изменения в бюджетном, налоговом, социальном и иных направлениях экономической политики в России. На основе этого Банк России формирует предпосылки прогнозных сценариев (набор внешних и внутренних экономических факторов, которые могут серьезно влиять на российскую экономику и инфляцию), а также оценивает инфляционные риски.

При подготовке макроэкономического прогноза Банк России учитывает тот факт, что решения по денежно-кредитной политике всегда принимаются в условиях неполной определенности. Ее факторами выступают не только перспективы развития экономической ситуации и предпосылки прогноза, но и новая информация о прошлом и текущем состоянии экономики. Неопределенность также может быть связана с особенностями модельного инструментария. Поэтому Банк России большое внимание уделяет взвешенности принимаемых в области денежно-кредитной политики решений. Это проявляется, в частности, в использовании широкого набора моделей, а также в расчете нескольких различных сценариев развития ситуации в мировой и российской экономике с их вариациями. Такой подход позволяет Банку России оценивать надежность (робастность) макроэкономического прогноза и принимаемого на его основе решения по денежно-кредитной политике.

Банк России придерживается консервативного подхода при оценке баланса инфляционных рисков на прогнозном горизонте. Банк России придает несколько большее значение проинфляционным факторам и рискам. Это связано с характером инфляционных ожиданий в России. В то время как инфляционные ожидания профессиональных участников рынка в целом закреплены на цели, инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются чувствительными к действию краткосрочных проинфляционных факторов. При этом реакция инфляционных ожиданий на динамику цен асимметрична: население и предприятия в большей степени реагируют на ускорение роста цен, чем на его замедление. В этих условиях недооценка проинфляционных факторов и рисков может привести к устойчивому и продолжительному отклонению инфляции вверх от цели. Поэтому при формировании предпосылок прогноза Банк России уделяет дополнительное внимание тем факторам ценовой динамики, которые способны вызвать рост инфляции и инфляционных ожиданий.

Информационная открытость

Чтобы денежно-кредитная политика в рамках таргетирования инфляции была эффективной, необходимо понимание и доверие общества. Если граждане и бизнес уверены, что центральный банк способен и решительно настроен поддерживать ценовую стабильность, их инфляционные ожидания существенно не меняются в ответ на краткосрочные колебания цен или события, которые могут временно ускорить или замедлить инфляцию.

Если субъекты экономики понимают решения центрального банка и его информационные сигналы, они могут быстро и корректно учитывать их в ожиданиях относительно уровня процентных ставок, при принятии решений о заимствованиях, сбережениях, индексации заработной платы и цен. В результате усиливается влияние денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию, снижаются масштаб и продолжительность отклонения инфляции от цели.

Для понимания и доверия необходимо, чтобы не только инфляция стабильно находилась на цели, но и центральный банк был информационно открыт в области денежно-кредитной политики. Поэтому **Банк России стремится максимально оперативно и полно раскрывать информацию**

о целях, принципах, мерах и результатах денежно-кредитной политики, об оценке экономической ситуации и перспектив ее развития.

Банк России выполняет свои функции по защите и обеспечению устойчивости рубля независимо от других органов государственной власти. Но это не означает, что он действует изолированно. Он постоянно взаимодействует с органами исполнительной власти и подотчетен Государственной Думе Федерального Собрания Российской Федерации и Национальному финансовому совету. Информационная политика Банка России нацелена на постоянный диалог с обществом.

Цели и принципы денежно-кредитной политики ежегодно раскрываются в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. В день принятия Советом директоров решения по ключевой ставке Банк России публикует пресс-релиз с анализом факторов принятого решения, объяснением его логики и проводит пресс-конференцию Председателя Банка России, которая транслируется в прямом эфире[10]. Кроме того, 4 раза в год после опорных заседаний Совета директоров (в феврале, апреле, июле и октябре) вместе с пресс-релизом о ключевой ставке Банк России публикует среднесрочный макроэкономический прогноз. Примерно через 1,5 недели после каждого заседания Банк России публикует Резюме обсуждения ключевой ставки. В нем раскрываются детали дискуссии о ставке на неделе перед заседанием Совета директоров и непосредственно на заседании. В опорные раунды одновременно с Резюме Банк России публикует Комментарий к среднесрочному прогнозу, в котором подробно освещаются предпосылки и параметры макропрогноза и причины их пересмотра[11]. Банк России также выпускает различные комментарии о динамике макроэкономических показателей[12].

Банк России старается расширить охват коммуникации по денежно-кредитной политике и сделать ее более адресной, в том числе на региональном уровне. Информационная политика Банка России строится с учетом региональных, возрастных, профессиональных особенностей и потребностей целевых аудиторий, в том числе уровня образования.

Для этого Банк России использует различные каналы коммуникации – официальный сайт Банка России, традиционные медиа, социальные сети, взаимодействует с блогерами. Оперативность комментариев, доступность изложения, простота восприятия текстов и визуального материала – основные принципы, на которых строится работа с медиа. Для разъяснения решений по денежно-кредитной политике Банк России также использует прямую коммуникацию с населением и бизнесом как в очных формах (встречи и круглые столы, выступления на конференциях, лекции в школах, ссузах и вузах), так и в дистанционных (выступления в разнообразных теле- и радиоэфирах – федеральных и региональных, конференции, лекции и семинары в онлайн-формате). В частности, после каждого решения по ключевой ставке Банк России проводит серию встреч с представителями аналитического и научного сообщества, компаниями и банками. Встречи проводятся как на федеральном, так и на региональном уровне. Основная цель этих встреч – рассказать о проводимой денежно-кредитной политике, ответить на вопросы аудитории и получить обратную связь (подробнее об особенностях коммуникации Банка России в 2025 году см. приложение 6 «Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики»).

---

[10] В случае принятия внеочередных решений по ключевой ставке (вне публикуемого графика) пресс-конференция Председателя Банка России может не проводиться.

[11] До конца 2023 года эта информация содержалась в Докладе о денежно-кредитной политике.

[12] Комментарии публикуются на сайте Банка России в подразделе «Аналитика» раздела «Денежно-кредитная политика», а также в подразделе «Макроэкономические бюллетени» раздела «Исследования».

Банк России также работает над повышением финансовой грамотности населения. Для более широкого понимания того, как действует денежно-кредитная политика, какие инструменты она использует, Банк России публикует адаптированные тематические материалы на своем информационно-просветительском ресурсе «Финансовая культура». Банк России активно участвует в разработке Стратегии повышения финансовой грамотности и финансовой культуры.

Банк России учитывает взаимное влияние мер разных направлений экономической политики при принятии решений по денежно-кредитной политике

Банк России непосредственно отвечает за несколько направлений экономической политики. **Целями его деятельности являются:**

- защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности;
- развитие и укрепление банковской системы Российской Федерации;
- обеспечение стабильности и развитие национальной платежной системы;
- развитие финансового рынка Российской Федерации;
- обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации.

В долгосрочной перспективе цели Банка России дополняют друг друга. Эффективная и бесперебойная работа платежной, банковской системы и финансового рынка является необходимым условием эффективной реализации денежно-кредитной политики. Достижение этих целей способствует формированию условий сбалансированного и устойчивого экономического роста, повышению и поддержанию на высоком уровне благосостояния российских граждан – главной цели государственной экономической политики.

Взаимный учет и согласованность мер по всем направлениям деятельности достигаются за счет их обсуждения на заседаниях Совета директоров Банка России. Кроме того, в работе профильных комитетов и рабочих групп в Банке России участвуют представители разных направлений.

При подготовке макроэкономического прогноза Банк России также учитывает влияние на экономику мер, принимаемых по другим направлениям экономической политики, за которые Банк России непосредственно не отвечает. Для обеспечения взаимного учета и согласованности мер представители Банка России участвуют в работе комитетов, рабочих групп по различным направлениям государственной политики.

Денежно-кредитная политика и поддержание устойчивости финансового сектора

Банк России придерживается принципа разделения целей и инструментов денежно-кредитной политики и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора. **Для достижения цели по инфляции Банк России использует инструменты денежно-кредитной политики – ключевую ставку и коммуникацию. Устойчивость финансового сектора (банковской системы и финансового рынка) обеспечивают другие механизмы.** Прежде всего это **микропруденциальное регулирование** (регулирование кредитных и иных финансовых организаций), надзорная деятельность, мероприятия по финансовому оздоровлению. Эти меры дополняются **мерами**

макропруденциальной политики, которая поддерживает стабильность финансовой системы в целом: стремится предотвратить накопление избыточных рисков в отдельных сегментах финансовой системы, минимизировать вероятность кризисов и их последствия. При этом Банк России учитывает взаимное влияние мер и той и другой политики и их воздействие на условия реализации денежно-кредитной политики (см. врезку 5 «Денежно-кредитная политика и поддержание устойчивости финансового сектора»).

Устойчивость финансового сектора – необходимое условие для эффективной трансмиссии решений по денежно-кредитной политике в экономику. Только надежный финансовый сектор способен обеспечивать бесперебойное проведение платежей и трансформацию сбережений в инвестиции. Ограничение накопления системных рисков позволяет снизить вероятность финансовых кризисов, повысить определенность для участников финансового рынка. В случае неблагоприятного развития ситуации на финансовых рынках, в том числе под влиянием внешних факторов, смягчение макропруденциальных требований позволяет финансовому сектору продолжать выполнять свои основные функции, а также снижать негативные эффекты для реального сектора. Все это способствует расширению и развитию финансового сектора: повышает доверие к нему и его привлекательность для всех групп участников и в результате снижает премии за риск, увеличивает глубину и ликвидность финансовых рынков.

Изменения микропруденциального регулирования в большинстве случаев воздействуют на долгосрочные и структурные аспекты деятельности финансовых организаций, поэтому решения о них принимаются независимо от решений в области денежно-кредитной политики, ориентированных на среднесрочную перспективу. Более того, изменения микропруденциального регулирования, в отличие от макропруденциального, обычно вводятся на постоянной основе и не зависят от фазы финансово-экономического цикла. С учетом этого они, как правило, не влияют на условия проведения денежно-кредитной политики. Исключение составляют редкие случаи существенного изменения микропруденциального регулирования, требующие подстройки к ним финансового сектора (как правило, в кризисные и посткризисные периоды). Также это могут быть случаи, когда банкам технически не хватает капитала для удовлетворения возросшего спроса на кредит по текущим ставкам. В таких случаях Банк России учитывает влияние микропруденциальных мер на денежно-кредитные условия при принятии решений об уровне ключевой ставки и об отдельных параметрах операций денежно-кредитной политики (см. врезку 8 «Изменения регулирования банков в 2023–2025 годах и их влияние на денежно-кредитную политику»).

Решения в области макропруденциальной политики в значительной степени связаны с циклическими колебаниями в финансовом секторе, поэтому при принятии таких мер Банк России учитывает решения по ключевой ставке. Меры макропруденциальной политики в свою очередь могут воздействовать на условия проведения денежно-кредитной политики, в том числе на динамику кредитования и процентные ставки в отдельных сегментах. Поэтому при принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России учитывает влияние мер макропруденциальной политики.

На условия реализации денежно-кредитной политики могут влиять и другие меры по обеспечению стабильности финансового сектора. Так, при проведении мероприятий по финансовому оздоровлению изменяется структурный баланс ликвидности банковского сектора в результате предоставления средств кредитным организациям. Банк России учитывает эти изменения при определении лимитов по операциям абсорбирования или предоставления ликвидности, тем самым нивелируя их возможное влияние на операционную процедуру денежно-кредитной политики и денежно-кредитные условия.

В обычных условиях Банк России изменяет уровень ключевой ставки только для обеспечения ценовой стабильности. Однако при существенном росте вероятности реализации системного риска Банк России может использовать ключевую ставку для поддержания устойчивости финансовых рынков и финансового сектора в целом. Используя ключевую ставку в этих целях, Банк России в том числе стабилизирует курсовые и инфляционные ожидания экономических агентов, что важно для обеспечения ценовой стабильности.

Денежно-кредитная политика и развитие финансового рынка

Политика по развитию финансового рынка, реализуемая Банком России совместно с Правительством Российской Федерации, способствует повышению доступности финансирования для широкого круга субъектов экономики, создает условия для роста инвестиционной активности и экономического развития страны. Финансовый рынок – одно из основных звеньев в цепочке передачи импульса от ключевой ставки в экономику. Чем больше объем и ликвидность финансового рынка, тем сильнее и быстрее изменение ключевой ставки влияет на экономику. Степень развития финансового рынка также влияет на уровень нейтральной ставки. Так, более развитый рынок капитала способствует увеличению нормы сбережения в экономике и, соответственно, снижению уровня нейтральной ставки.

Несмотря на масштабные изменения в 2022 году, российский финансовый рынок сегодня продолжает оказывать весь спектр услуг гражданам и бизнесу. Однако ликвидность финансового рынка из-за отсутствия иностранных участников остается ограниченной. Это означает, что эффективность трансмиссии решений по ключевой ставке по каналам, связанным с динамикой цен на финансовом рынке, понижена. В перспективе она может возрасти. В частности, учитывая введенные ограничения, можно ожидать дальнейшего снижения привлекательности вложений в иностранные ценные бумаги и роста доли российских активов в сбережениях населения, а также увеличения роли внутреннего заемного финансирования. Кроме того, в последние годы в сбережениях населения увеличивается доля ценных бумаг. Продолжающаяся цифровизация финансового рынка будет дополнительным важным фактором, который повышает скорость платежей и расчетов, увеличивает доступность финансирования, а значит, повышает эффективность трансмиссионного механизма.

Развитию российского финансового рынка способствуют совместные меры Правительства Российской Федерации и Банка России (см. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации, а также приложение 8 «Развитие финансового рынка»).

Денежно-кредитная политика и бюджетная политика

Бюджетная и денежно-кредитная политики вносят совместный вклад в реализацию ключевых приоритетов социально-экономического развития: устойчивого и сбалансированного роста экономики. Цели и той и другой политики дополняют друг друга. Принимая во внимание ограниченность доступных экономике ресурсов (рабочей силы и основного капитала) и необходимость поддержания макроэкономической стабильности, бюджетная и денежно-кредитная политики создают основу для поступательного развития экономики (см. врезку 4 «Взаимодействие денежно-кредитной и бюджетной политики»).

Как и денежно-кредитная политика, бюджетная политика влияет на совокупный спрос в экономике, а через него на динамику цен. При этом бюджетная политика обычно воздействует на совокупный спрос быстрее, чем денежно-кредитная. Поэтому для своевременного принятия решений по денежно-кредитной политике важно заблаговременное раскрытие бюджетных мер (их масштабов и временного горизонта реализации), уменьшение внеплановых изменений бюджетной политики и высокая приверженность анонсированным бюджетным планам.

Существенное временное смягчение бюджетной политики (увеличение структурного дефицита или снижение структурного профицита) может приводить к более быстрому росту совокупного спроса и ускорять инфляцию, а бюджетная консолидация (снижение структурного дефицита бюджета или формирование структурного профицита), напротив, к охлаждению совокупного спроса и замедлять рост цен. При этом на динамику инфляции влияет не только непосредственное изменение структурного дефицита/профицита бюджета, но и возникновение вторичных эффектов от изменения структуры бюджетных доходов и расходов. В частности, к существенному росту совокупного спроса может приводить расширение кредита экономике по субсидируемым ставкам (см. врезку 11 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм»).

Если вклад бюджетной политики в совокупный спрос увеличивается или снижается, то денежно-кредитная политика выполняет основную роль стабилизатора: она приводит рост совокупного спроса в соответствие с производственными возможностями экономики и тем самым обеспечивает ценовую стабильность. Так, если в результате смягчения бюджетной политики или изменения структуры бюджетных расходов и доходов экономики есть риски ее отклонения вверх от траектории сбалансированного роста и усиления инфляционного давления, центральный банк ужесточает денежно-кредитную политику, уменьшая импульс со стороны частного спроса на сопоставимую величину. При этом сохранение мягкой бюджетной политики в течение длительного периода является фактором увеличения нейтральной ставки. Это означает, что в таких же условиях при продолжительной мягкой бюджетной политике уровень процентных ставок в экономике должен быть выше.

Государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных отраслей, инфраструктуру и человеческий капитал, могут привести к расширению потенциала экономики через увеличение факторов производства и совокупной факторной производительности. Однако это происходит постепенно, в долгосрочном периоде и только в случае высокой эффективности осуществленных расходов. В кратко- и среднесрочном периоде такие расходы означают увеличение спроса, а значит, могут приводить к усилению инфляционного давления и требовать мер денежно-кредитной политики.

Влиять на цены могут и меры налоговой политики. Так, повышение косвенных налогов, как правило, ведет к разовой подстройке цен и не требует реакции со стороны денежно-кредитной политики. Однако, если инфляционные ожидания реагируют на изменение налогов, для ограничения рисков отклонения инфляции от цели могут требоваться меры денежно-кредитной политики. Повышение прямых налогов может иметь как проинфляционный, так и дезинфляционный эффект. Это зависит от того, будут ли возникать вторичные эффекты, связанные с влиянием изменения налогов на поведение населения и бизнеса, а также с направлениями расходования налоговых поступлений.

В целом ответственная бюджетная политика – одно из необходимых условий ценовой стабильности. Такая политика обеспечивается в том числе за счет бюджетного правила.

Особенно это актуально для экономик стран, богатых природными ресурсами. В таких странах бюджетное правило позволяет ограничить влияние сырьевого цикла на экономику. Оно повышает стабильность совокупного спроса в экономике и уменьшает его зависимость от внешнеэкономической конъюнктуры. В результате снижается неопределенность в экономике и растет макроэкономическая, в том числе ценовая, стабильность. Применение бюджетного правила также уменьшает колебания реального эффективного курса из-за изменения конъюнктуры сырьевого рынка. Это способствует повышению конкурентоспособности отечественных товаров и развитию производства в несырьевых секторах.

Первая часть бюджетного правила – ограничение расходов бюджета доходами, полученными при определенном равновесном уровне сырьевых цен. Вторая часть – формирование резервов. Накопленные в период высоких цен на сырье средства могут быть направлены на поддержку совокупного спроса в период низких цен и снижения доходов. Это позволяет смягчить прохождение экономикой кризисного периода. При этом уровень сырьевых цен в бюджетном правиле (цену отсечения) целесообразно определять в соответствии с консервативной оценкой долгосрочного равновесия на мировых сырьевых рынках. Если цена отсечения будет недостаточно консервативна, увеличится риск исчерпания резервов и роста бюджетного дефицита. В такой ситуации при прочих равных может потребоваться более жесткая денежно-кредитная политика для ограничения негативных эффектов на экономику и инфляцию.

Бюджетное правило – ключевой элемент стабильности государственных финансов, призванный не допускать образования избыточного государственного долга. Предсказуемая бюджетная политика, устойчивость государственных финансов повышают доверие к макроэкономической политике в целом. Как следствие, снижается премия за макроэкономический риск, которая закладывается в процентные ставки и стоимость капитала. Также снижаются и заякориваются инфляционные ожидания, что дает центральному банку возможность эффективнее проводить контрциклическую денежно-кредитную политику: требует меньшей реакции со стороны денежно-кредитной политики в случае отклонения экономики от равновесия.

В рамках бюджетного правила Банк России проводит операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Операции на валютном рынке проводятся с юанем с учетом увеличения его доли в торговых расчетах, роста объемов операций с ним на валютном рынке, а также блокировки валютных счетов Банка России в долларах США и евро. Чтобы минимизировать влияние этих операций на динамику валютного курса, Банк России покупает (продает) иностранную валюту на рынке равномерно в течение каждого торгового дня месяца. Банк России проводит такие операции с учетом ликвидности валютного рынка.

Аналогично тому, как Банк России учитывает решения в области бюджетной политики при реализации денежно-кредитной политики (см. врезку 9 «Бюджетная политика в 2025–2028 годах в базовом сценарии и ее влияние на экономику»), Минфин России и Минэкономразвития России также учитывают цель по инфляции и влияние денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию при подготовке проекта федерального бюджета и прогноза социально-экономического развития. Взаимный учет мер денежно-кредитной и бюджетной политики достигается за счет постоянного взаимодействия Банка России с Минфином России и Минэкономразвития России. В частности, проводятся регулярные совместные совещания для взаимной сверки оценок основных макроэкономических показателей, обсуждения предпосылок и сценариев макроэкономического прогноза. При этом большое внимание уделяется непротиворечивости коммуникации по смежным вопросам, что важно для повышения доверия к денежно-кредитной и бюджетной политике.

В целом применение бюджетного правила одновременно с таргетированием инфляции обеспечивает синергический эффект. В этом случае их вклад в обеспечение стабильности спроса и цен усиливается.

Денежно-кредитная политика и другие виды государственной политики

Органы государственной власти вносят свой вклад в поддержание ценовой стабильности. Прежде всего это меры по снижению влияния факторов инфляции на стороне предложения. К таким факторам относятся события, автономные от денежно-кредитной политики, которые приводят к несистематическим изменениям предложения. Например, это неурожаи, перебои в поставках товаров, ограничения на ввоз продуктов питания по фитосанитарным причинам. Под воздействием этих факторов инфляция может заметно колебаться. При этом их влияние бывает и кратким, и продолжительным. Они могут вызывать вторичные эффекты, такие как рост инфляционных ожиданий, и приводить к длительному периоду высокой инфляции.

Для нивелирования негативного влияния на инфляцию факторов на стороне предложения применяются различные инструменты, которые условно делятся на постоянно действующие механизмы и ситуативные меры. В первую группу входят регулирование цен и тарифов на товары и услуги инфраструктурных компаний; таможенно-тарифные механизмы; программы повышения эффективности экономики и развития конкуренции; контроль за ценами на социально значимые товары при возникновении определенных условий.

Особое значение для ценовой стабильности имеет индексация регулируемых цен и тарифов, учитывающая цель по инфляции. Периоды отклонения общей инфляции вверх от цели могут требовать компенсации накопленного отставания уровня регулируемых цен и тарифов через временно повышенные темпы их индексации. Это позволит сформировать финансовую основу для развития инфраструктурных отраслей. В то же время если индексации регулируемых цен и тарифов систематически превышают цель по инфляции и накопленный общий рост цен в экономике, то это усиливает инфляционное давление по нескольким каналам. Оно увеличивает издержки бизнеса, вынуждая компании поднимать цены на свою продукцию и тратить более значительную долю прибыли на текущие расходы вместо развития. Оно также ведет к росту инфляционных ожиданий населения и бизнеса, что создает вторичные эффекты в динамике цен. Кроме того, повышенная индексация тарифов снижает стимулы для инфраструктурных компаний увеличивать эффективность и оптимизировать затраты. В долгосрочной перспективе такой подход увеличит разброс относительных цен, что будет искажать ценовые сигналы для бизнеса и инвесторов, усложнять долгосрочное планирование и вести к неоптимальному распределению ресурсов в экономике.

Установление предельных цен или торговых надбавок в отдельных сегментах рынка в особых обстоятельствах может ненадолго замедлить рост цен. Однако на длительном горизонте оно может привести к снижению предложения товаров, подпадающих под ценовое регулирование, сворачиванию инвестиций в эти отрасли и ухудшению потребительских настроений.

При ухудшении внешних экономических условий могут применяться инструменты второй группы – ситуативного действия. Например, это могут быть временные меры для поддержки перестройки экономики. В том числе – по облегчению ведения бизнеса, включая снижение

административной нагрузки на бизнес, упрощение таможенных, сертификационных, транспортных процедур, ускорение цифровизации, механизм параллельного импорта и программы льготного кредитования приоритетных отраслей.

Банк России внимательно следит за реализуемыми и планируемыми мерами органов государственной власти, обсуждает их влияние с представителями бизнеса, финансового сообщества и органов власти. Банк России также делится своими наработками по анализу рынков товаров и услуг и предлагает меры по решению проблем. На региональном уровне территориальные учреждения Банка России регулярно взаимодействуют с местными органами власти и бизнес-сообществом по этим вопросам. Банк России продолжит оценивать влияние принимаемых мер на экономику, учитывать их при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по денежно-кредитной политике (см. приложение 4 «Разовые факторы инфляции на стороне предложения»).

ВРЕЗКА 1. УРОВЕНЬ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ

Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4% и оценит целесообразность снижения уровня цели в будущем

Выбор формата цели по инфляции, включая ее уровень, тип[1], горизонт действия и ценовой индекс[2], – фундаментальный вопрос в рамках таргетирования инфляции. В то же время определение оптимального[3] для национальной экономики целевого ориентира по инфляции представляет собой весьма сложную задачу. С одной стороны, цель по инфляции должна отражать представления общества о ценовой стабильности и создавать условия для укрепления доверия к денежно-кредитной политике. С другой стороны, она должна быть объективно достижимой для центрального банка и учитывать особенности условий проведения денежно-кредитной политики в экономике.

При этом успешность таргетирования инфляции одновременно зависит и от того, насколько центральный банк последователен в достижении выбранной цели. Частая корректировка цели по инфляции или частые либо продолжительные периоды отклонения инфляции от цели могут усиливать неопределенность экономических условий для населения, предприятий, участников финансового рынка и, как следствие, снижать доверие к денежно-кредитной политике. Поэтому на практике центральные банки, как правило, весьма обстоятельно подходят к выбору целевого ориентира по инфляции и его формата.

Переходя в 2015 году к режиму таргетирования инфляции, Банк России определил целью денежно-кредитной политики снижение инфляции до 4% в среднесрочной перспективе и ее дальнейшее поддержание вблизи этого уровня. Такой целевой ориентир Банк России выбрал с учетом существовавших на тот момент особенностей ценообразования и структуры российской экономики, а также обширного опыта таргетирования инфляции в мире. Так, значение 4% соответствовало медианному уровню цели по инфляции среди стран с формирующимися рынками (СФР), но при этом было несколько выше, чем в странах с более стабильной и предсказуемой макроэкономической средой, успешным многолетним опытом поддержания ценовой стабильности и высоким доверием к монетарным властям, низкими инфляционными ожиданиями. В таких странах цели по инфляции, как правило, устанавливаются в диапазоне от 1 до 3%.

Банк России оценивал, что постоянное поддержание инфляции в России на уровне ниже 4% может быть затруднительно из-за высоких и незаякоренных инфляционных ожиданий широкого круга экономических агентов на фоне опыта высокой и волатильной инфляции предыдущих десятилетий; недостаточной развитости рыночных механизмов и невысокой отраслевой диверсификации российской экономики. Кроме того, значение 4% было в целом близко к уровню инфляции в основных странах – торговых партнерах России. Также Банк России исходил из того, что инфляция вблизи 4% будет минимизировать риски возникновения дефляционных тенденций на отдельных товарных рынках.

Исследования[4], проведенные в 2021–2023 годах в рамках Обзора денежно-кредитной политики, показали, что выбор Банком России 4% в качестве уровня цели по инфляции на начальном этапе таргетирования инфляции был в целом оправдан. В то же время к концу 2021 года в российской экономике сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем. В пользу этого свидетельствуют следующие аргументы.

За прошедшие годы таргетирования инфляции Банк России сделал значительный шаг вперед в укреплении доверия к проводимой денежно-кредитной политике. Инфляционные ожидания профессиональных участников рынка на среднесрочную перспективу заякорены на цели по инфляции

---

[1] Форма представления цели по инфляции – в виде точки, точки с диапазоном допустимых отклонений или целевого диапазона.

[2] Речь идет о показателе, который центральный банк использует для таргетирования инфляции (целевом индексе).

[3] В теории оптимальным можно считать такой формат цели по инфляции, который позволяет денежно-кредитной политике минимизировать потери общественного благосостояния от колебаний цен в условиях циклической природы экономики.

[4] Мещеряков А., Сухомлинов А., Глазова А. Формат цели по инфляции. Банк России. Обобщающая аналитическая записка. 2023 год.

с 2017 года. В свою очередь незаякоренность инфляционных ожиданий населения и бизнеса не является препятствием для таргетирования более низких уровней инфляции в экономике, поскольку даже в странах с успешным и продолжительным опытом поддержания ценовой стабильности инфляционные ожидания реального сектора экономики склонны в значительной мере быть адаптивными и следовать за фактической динамикой инфляции.

О наличии пространства для снижения уровня цели по инфляции свидетельствуют модельные оценки для российской экономики на данных за период 2015–2021 годов. Это касается как оценок на основе откалиброванной для экономики России новокейнсианской DSGE-модели[5], так и эконометрических оценок на основе международных сопоставлений[6].

Согласно данным опросов[7], инфляция на уровне 4% и ниже соответствует ощущению «комфортного»[8] уровня инфляции для подавляющего большинства российских граждан и предприятий.

Более низкий уровень цели по инфляции не будет усиливать риски дефляции в российской экономике. Снижение инфляции за годы таргетирования инфляции сопровождалось и снижением ее дисперсии, уменьшением размаха колебаний относительных цен. Но пространство для дальнейшего уменьшения издержек от ценовых колебаний в российской экономике остается.

Проблема эффективной нижней границы ключевой ставки (ELB), как и нулевой границы (ZLB), в современных условиях не представляется значимой для российской экономики в контексте выбора уровня цели по инфляции. Это означает, что в России маловероятно исчерпание пространства для реакции ключевой ставки на дезинфляционные шоки в случае таргетирования более низкой цели.

По набору структурных особенностей экономики и степени ее диверсифицированности Россия не сильно отличается от стран с более низкими уровнями целей, в том числе среди развивающихся экономик.

Более низкий уровень цели по инфляции в России в большей степени соответствовал бы уровню целей по инфляции в странах – торговых партнерах России даже с учетом того, что среди них растет доля стран с развивающейся экономикой. Практика последних лет также показывает, что крупнейшие развивающиеся экономики продолжают поступательное снижение целевых ориентиров по инфляции по мере накопления опыта таргетирования инфляции.

Более низкий уровень цели по инфляции при его стабильном достижении будет способствовать формированию инфляционных ожиданий экономических агентов на более низком уровне. Это означает, что процентные ставки в экономике, прежде всего долгосрочные, будут также находиться на более низком уровне, чем при инфляции вблизи 4%. То есть условия для расширения инвестиционной активности станут более благоприятными. Наряду с этим более низкая инфляция предполагает и меньшие колебания относительных цен в экономике. Однородность инфляции в разрезе компонентов потребительской корзины возрастет. Это будет дополнительно способствовать заякориванию инфляционных ожиданий на более низком уровне. Кроме того, снизится волатильность выпуска и улучшится эффективность распределения факторов производства в экономике. Наконец, снижение уровня цели по инфляции в России сблизит его с уровнями цели по инфляции в сопоставимых по развитию экономиках, а также с целями в странах – торговых партнерах. При прочих равных условиях меньшая разница в инфляции в России и в странах – торговых партнерах будет способствовать более стабильной динамике курса рубля.

Установление более низкого уровня цели по инфляции в экономике (при формировании предпосылок для этого) не означает компромисса для денежно-кредитной политики между выпуском и инфляцией

---

[5] Глазова А. Оптимальный уровень цели по инфляции, ZLB и равновесная реальная процентная ставка. Банк России. Исследовательский доклад. 2023 год.

[6] Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А. Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире. Банк России. Исследовательский доклад. 2023 год.

[7] Опросы населения, проводимые ООО «инФОМ» (март и октябрь 2022 года, февраль 2023 года); мониторинг предприятий, проводимый Банком России (февраль и октябрь 2022 года).

[8] «Комфортный» уровень инфляции означает, что колебания цен в экономике перестают оказывать значимое влияние на экономические решения домашних хозяйств и предприятий (как долгосрочные, так и текущие).

в долгосрочной перспективе. Это связано с тем, что в условиях полной гибкости цен, имеющей место в долгосрочном периоде, денежно-кредитная политика не влияет на потенциальные темпы экономического роста. В долгосрочной перспективе темпы роста экономики определяются изменением труда и капитала в экономике и их производительности. В то же время издержки для экономики потенциально могут возникать на этапе перехода к более низкой цели, то есть в краткосрочном периоде. Минимизировать или полностью исключить такие издержки могут заблаговременное объявление о снижении уровня цели (за несколько лет до фактического снижения), которое обеспечит постепенную подстройку инфляционных ожиданий экономических агентов; последовательность самой денежно-кредитной политики в стабилизации инфляции на цели и высокая информационная открытость; тесная координация действий правительства и центрального банка на этапе перехода, включая учет целевого ориентира по инфляции при формировании параметров бюджетной политики, подходов к индексации регулируемых цен и тарифов.

В последние несколько лет инфляция в России была выше 4%. Это было связано как со структурной трансформацией экономики и подстройкой относительных цен после введения масштабных санкций, так и с перегревом экономики (2023 год – начало 2025 года). Несмотря на это, **Банк России не рассматривает возможность повышения уровня цели по инфляции. Такое решение будет иметь значительные издержки для российской экономики.** При прочих равных чем выше инфляция, тем выше номинальные ставки в экономике. Предоставляя средства, кредиторы вынуждены учитывать высокую инфляцию в процентных ставках, поскольку они хотят получить доход от вложений. В результате при более высокой цели по инфляции номинальные процентные ставки в экономике будут формироваться на более высоком уровне. Повышение уровня цели по инфляции может снизить доверие к денежно-кредитной политике. Оно может быть воспринято как попытка переложить экономические трудности на население и бизнес через инфляционный налог, что в долгосрочной перспективе только усугубит макроэкономическую нестабильность. Повышение уровня цели по инфляции также не приведет к устойчиво более высоким темпам роста экономики и может даже негативно повлиять на ее потенциал, поскольку более высокая инфляция снижает эффективность распределения ограниченных ресурсов (труда и капитала). Высокая инфляция, как правило, сопровождается частыми и продолжительными ценовыми колебаниями и повышенным разбросом цен (высокой дисперсией). Как следствие, в экономике существенно возрастает экономическая неопределенность. Текущие и будущие ценовые сигналы искажаются, поскольку предприятиям и гражданам становится сложнее отличить колебания относительных цен на отдельных рынках товаров и услуг от изменений общего уровня цен. Это осложняет финансовое и инвестиционное планирование и сокращает его горизонт: граждане, компании и инвесторы вынуждены фокусироваться на краткосрочных операциях, а не на долгосрочных проектах. В результате общая производительность экономики может снизиться.

Повышение цели по инфляции в текущих условиях также подорвет доверие к национальной валюте и снизит ее покупательную способность. Внутри страны за рубль со временем можно будет купить меньше товаров и услуг. На международных рынках российские товары и услуги будут также постепенно терять ценовую привлекательность. Цели выше 4% в мире встречаются редко – совокупная доля стран с целью по инфляции выше 4% составляет не более 4% в мировом ВВП (по ППС). Поэтому при цели выше 4% люди будут предпочитать сберегать в иностранной валюте, а не в рублях. Кроме того, более высокая и волатильная инфляция по сравнению с другими странами снизит привлекательность рубля как валюты для международных расчетов относительно валют стран с более стабильными ценами.

После замедления инфляции и ее стабилизации вблизи 4% Банк России оценит целесообразность снижения уровня цели по инфляции. При этом снижение возможно за пределами трехлетнего прогнозного периода, то есть не ранее 2029 года. В случае принятия такого решения о нем будет объявлено за несколько лет до изменения. Это позволит минимизировать издержки перехода экономики к новому уровню цели. Банк России продолжит обсуждение этого вопроса с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством Российской Федерации и Федеральным Собранием Российской Федерации.

ВРЕЗКА 2. ПРЕИМУЩЕСТВА ПЛАВАЮЩЕГО КУРСА

Плавающий курс рубля защищает экономику от внешних шоков и позволяет проводить независимую денежно-кредитную политику. Плавающий валютный курс является важной составляющей режима таргетирования инфляции

Банк России перешел к режиму плавающего валютного курса рубля в ноябре 2014 года. Это был неотъемлемый элемент перехода к таргетированию инфляции с 2015 года. В чем основные преимущества этого режима?

Во-первых, плавающий курс играет роль встроенного стабилизатора экономики. В отличие от управляемого курса, он позволяет экономике лучше абсорбировать внешние шоки, то есть при изменении внешних условий масштаб перегрева или спада экономической активности будет меньше именно при плавающем курсе.

Опыт России это подтверждает. Снижение ВВП в 2015 году (в условиях падения мировых цен на нефть и введения санкций), в 2020 году (в кризис, вызванный пандемией COVID-19 в мире), а также в 2022 году (из-за введения новых масштабных санкций) было меньше, чем в период глобального финансового кризиса 2008–2009 годов, при сопоставимом или даже большем масштабе внешних воздействий, но при ином режиме обменного курса.

Как работает встроенный стабилизатор? Когда национальная валюта слабеет, цены на экспорт с точки зрения зарубежных покупателей[1] снижаются. Это делает отечественные товары и услуги более конкурентоспособными на международном рынке, что компенсирует негативное изменение со стороны внешних условий. При этом с точки зрения внутреннего спроса, как потребительского, так и инвестиционного, при ослаблении национальной валюты импорт становится дороже, что поддерживает конкурентоспособность отечественной продукции на внутреннем рынке и стимулирует импортозамещение. В свою очередь укрепление национальной валюты также контрциклически влияет на экономику, ограничивая риски ее перегрева. Это происходит в том числе через повышение доступности импортных товаров и услуг для отечественных покупателей. Таким образом, свободное курсообразование обеспечивает достаточную гибкость относительных цен, позволяя участникам экономики быстрее и с меньшими издержками реагировать на изменение внешних условий.

Во-вторых, плавающий курс позволяет Банку России проводить самостоятельную денежно-кредитную политику, направленную на решение внутренних задач, очередь, на удержание инфляции вблизи цели, независимо от политики других стран и внешнеэкономической ситуации.

Так, в режиме регулируемого курса валюты процентные ставки в экономике вследствие арбитража вынуждены следовать за глобальными процентными ставками. Если же центральный банк не таргетирует курс валюты, он может корректировать денежно-кредитные условия в экономике, устанавливая процентные ставки независимо на том уровне, который необходим для обеспечения низкой и стабильной инфляции. В свою очередь инфляционное давление, возникающее в случае курсовых изменений через эффект их переноса в потребительские цены, центральный банк учитывает при проведении денежно-кредитной политики.

В-третьих, гибкое курсообразование позволяет уравновесить интересы различных участников экономической деятельности, способствуя диверсификации экономики и росту ее устойчивости. Это особенно важно в периоды структурных экономических преобразований или повышенной неопределенности.

---

[1] Величина эффекта зависит от валюты внешнеторгового контракта. Поскольку в современных условиях распространена практика установления цен в основных резервных валютах мира, динамика курса национальной валюты оказывает несколько меньший контрциклический эффект для экономики в краткосрочном периоде. Это связано с тем, что курсовые колебания не приводят напрямую к изменению цен на экспортируемую продукцию с точки зрения иностранных контрагентов-покупателей, а значит, при прочих равных условиях не ведут к изменению спроса на нее. Тем не менее в целом для экспортеров-продавцов изменение курса валюты влияет на объем валютной выручки, выраженной в национальной валюте, что влияет на объем потребительского и инвестиционного спроса в экономике с их стороны.

Регулирование валютного курса искажает рыночные принципы ценообразования по аналогии с администрированием внутренних цен. Курс должен отражать состояние платежного баланса страны, подстраиваясь под объективные изменения во внешней торговле и финансовых потоках. Кратко- и долгосрочное равновесие на валютном рынке может быть эффективно достигнуто только на основе постоянного рыночного взаимодействия множества разнообразных участников. А если центральный банк стремится поддерживать определенный уровень курса национальной валюты, он вынужден искать это равновесие искусственно.

Кроме того, стремление удерживать номинальный курс на определенном уровне может не соответствовать динамике реального курса валюты, как правило, отражающей изменения в структуре экономики[2]. Поддержание номинального курса неизменным может создавать благоприятные условия для отдельных отраслей экономики, но лишь временно и за счет других ее секторов.

Опыт кризисов – как в России в 1998 и 2008 годах, так и в других странах – подтверждает, что привязка национальной валюты к иностранной в условиях современной мировой экономики неэффективна. В краткосрочной перспективе она ведет к формированию и наращиванию дисбалансов в экономике, а в долгосрочной невозможна: при наличии мощных негативных внешних факторов попытка удержать национальную валюту от ослабления истощает валютные резервы страны, после чего неизбежно происходит резкая девальвация.

Вместе с тем в странах – экспортерах природных ресурсов некоторые меры по снижению курсовой волатильности, связанной с колебаниями цен на мировых сырьевых рынках, могут быть позитивны для экономики. Эти страны, в том числе Россия, для повышения макроэкономической устойчивости стремятся ограничить влияние внешнего сырьевого цикла на внутренний деловой цикл и используют для этого различные инструменты, такие как, например, бюджетное правило. В некоторых случаях механизм бюджетного правила также способствует снижению курсовой волатильности, связанной с колебаниями цен на нефть. В России бюджетное правило было впервые представлено в 2004 году и в последующие годы постепенно модифицировалось.

[2] Так, например, в развивающейся экономике увеличение реального курса может происходить вследствие роста производительности труда в торгуемых секторах, приводя к росту относительных цен на неторгуемые товары (эффект Балассы – Самуэльсона). Хотя изменение относительных цен может носить и циклический характер, это лишь усложняет для центрального банка задачу по определению равновесного курса валюты.

ВРЕЗКА 3. МОДЕЛЬНЫЙ АППАРАТ И ЕГО РАЗВИТИЕ

История развития прогнозных моделей Банка России и последние обновления

Модельный аппарат Банка России состоит из широкого круга моделей разных классов и направленности. Он включает как модели для краткосрочного прогнозирования, позволяющие анализировать текущие тенденции и формировать представление о наиболее вероятном изменении макроэкономических переменных в перспективе одного-двух кварталов, так и модели для среднесрочного прогнозирования, способные рассчитывать изменение макроэкономических показателей на горизонте 3–4 лет при различных сценарных условиях и вариациях отдельных параметров. Выбор модели зависит от решаемой задачи, предметной области, характера используемых данных[1].

Одна из основных моделей, применяемых в Банке России для анализа российской экономики, – Квартальная прогнозная модель (КПМ)[2]. Модель была разработана в 2007 году в рамках настройки системы макроэкономического прогнозирования и в настоящий момент применяется для среднесрочного прогнозирования и подготовки рекомендаций по денежно-кредитной политике, а также сценарного анализа и разработки стресс-тестов. Прогнозные расчеты, полученные на основе КПМ, Департамент денежно-кредитной политики представляет на совещаниях с руководством Банка России на неделе перед решением по ключевой ставке и на заседаниях Совета директоров Банка России.

Чтобы повысить робастность прогнозных оценок, Департамент исследований и прогнозирования представляет альтернативные (независимые) прогнозные расчеты, сделанные на основе разработанных им моделей. Основная прогнозная модель Департамента исследований и прогнозирования также является одной из версий классической модели КПМ[3]. В ней, помимо стандартных уравнений, используются два дополнительных блока: бюджетный и кредитный. Бюджетный блок позволяет оценивать и учитывать влияние изменения основных показателей государственных финансов, в том числе посредством моделирования бюджетного правила. Кредитный блок описывает кредитный импульс с учетом влияния программ льготного кредитования на динамику кредита.

Чтобы расширить понимание ситуации в экономике, в совещаниях с руководством Банка России перед решением по ключевой ставке участвуют и руководители главных управлений Банка России. Они также представляют прогнозные расчеты для своих регионов. В 2024 году все главные управления завершили разработку собственных региональных структурных и (или) полуструктурных моделей. Модели главных управлений построены на тех же принципах, что и модели для российской экономики в целом, но в них уделяется больше внимания региональной специфике и интерпретации федеральных тенденций. Как правило, в региональных моделях экономика страны моделируются как состоящая из конкретного региона и остальной России. Исследования о некоторых региональных моделях уже опубликованы на сайте Банка России[4] и в научном журнале Банка России «Деньги и кредит»[5].

Модельный инструментарий Банка России совершенствуется в соответствии с последними академическими и практическими разработками российских и зарубежных экспертов в области макроэкономики и количественных методов. В КПМ за прошедшие годы были сделаны следующие основные изменения.

---

[1] Подробнее см. в подразделе «Прогнозирование и модельный аппарат» раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

[2] Подробнее см. Орлов А., Шарафутдинов А. Квартальная прогнозная модель России с рынком труда. Август 2024 года.

[3] Подробнее см. Квартальная прогнозная модель Департамента исследований и прогнозирования. Октябрь 2024 года.

[4] Модель для Волго-Вятского региона описана в работе «Денежно-кредитная политика в экономике с региональной неоднородностью: подходы на основе агрегированной и региональной информации», для Урала – «DEMUR: региональная полуструктурная модель макрорегиона «Урал», для Центрального федерального округа – «Прогнозирование региональных показателей на основе квартальной прогнозной модели», для Дальнего Востока – «Полуструктурная модель экономики Дальневосточного макрорегиона».

[5] Модель для сибирского макрорегиона описана в статье «Квартальная прогнозная модель макрорегиона «Сибирь», для макрорегиона «Юг» – в статье «Полуструктурная модель экономики макрорегиона «Юг».

В 2012–2013 годах в базовую модель КПМ была добавлена разбивка инфляции на продовольственные, непродовольственные товары и услуги, за исключением жилищно-коммунальных услуг (ЖКУ). Для каждой категории инфляции специфицировалась отдельная кривая Филлипса. Такая разбивка позволяла анализировать изменения относительных цен на торгуемые и неторгуемые товары с учетом изменений реального курса.

В 2013–2014 годах КПМ была адаптирована под режим таргетирования инфляции: вместо элементов управляемого плавания валютного курса в модели получил отражение трансмиссионный механизм воздействия ключевой ставки на экономику.

В 2019–2021 годах в КПМ включили блок с бюджетным сектором. Он позволяет рассчитывать величину бюджетного стимула в экономике в зависимости от параметров бюджетной политики. Кроме того, была добавлена срочная структура процентных ставок, которая позволяет явно прослеживать трансмиссию денежно-кредитной политики на ставки различных временных периодов[6].

В 2022 году, после серии внешних шоков и ужесточения ограничений на движение капитала, КПМ была адаптирована под новые условия. Прежде всего это предполагало явное моделирование торговых потоков (то есть выделение из совокупного выпуска экспорта и импорта), а также корректировку взаимосвязи между российскими и зарубежными рынками (то есть ослабление связи курса с финансовым каналом и добавление реакции на изменение торгового баланса и условий торговли в уравнении непокрытого паритета процентных ставок)[7].

В 2023 году в КПМ были сделаны два ключевых уточнения. Во-первых, был реализован переход к базовой инфляции и небазовым компонентам, заменивший разбивку на продовольственные и непродовольственные товары и услуги, за исключением ЖКУ. С учетом более чем 10-летнего развития экономики, а также ее адаптации к режиму таргетирования инфляции прежнее разделение на три категории стало менее релевантным для описания инфляционной динамики. Одновременно все более актуальным стало отделение устойчивой части инфляции, отражающей системный рост цен в экономике, от кратковременных колебаний, вызванных разовыми факторами на отдельных рынках. Одной из наиболее репрезентативных метрик устойчивой инфляции является показатель базовой инфляции, то есть инфляции, очищенной от влияния административных, сезонных или волатильных факторов. В модели кривая Филлипса специфицируется только для базовой инфляции. Небазовые компоненты инфляции включают плодоовощную продукцию, нефтепродукты, регулируемые услуги и прочие волатильные компоненты. Они моделируются отдельно на основе авторегрессий со схождением к целевому уровню инфляции с включением отдельных дополнительных элементов и коррекцией на отклонение относительных цен.

Во-вторых, в модель был добавлен блок рынка труда, включающий переменные заработных плат и безработицы. Рынок труда – один из важнейших факторов ценовой динамики в любой экономике. Добавление этого блока в КПМ позволяет улучшить понимание основных взаимосвязей в российской экономике, включая соотношение совокупного спроса и предложения.

Поскольку более глубокий анализ взаимосвязей между индикаторами рынка труда требует включения структурного моделирования факторов производства и стороны предложения, в модель была добавлена многоуровневая производственная функция. В частности, отдельно задается производственная функция для внутренне ориентированного выпуска и отдельно – производственная функция выпуска для экспортного сектора (с разбивкой на нефтегазовый и ненефтегазовый).

Производственные функции формализуют выбор фирм между трудом, капиталом и промежуточным импортом с учетом относительной стоимости и издержками на дополнительное увеличение фактора производства. При этом предполагается, что издержки возрастают в следующей последовательности: импорт, капитал, труд. Для производства внутренне ориентированного выпуска нужны все три фактора, для производства ненефтегазового экспорта – только труд и капитал. Нефтегазовый экспорт не требует детализации производственной функции и моделируется экзогенно.

---

[6] Версия модели была опубликована в работе Орлов А. Квартальная прогнозная модель России. Март 2021 года.

[7] Модификация модели была опубликована во врезке «Адаптация Квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала» в Докладе о денежно-кредитной политике. № 2 (38). Май 2022 года.

Внутренне ориентированное предложение вместе с конечным импортом удовлетворяет внутренний спрос, который в свою очередь зависит от уровня ставок в экономике, бюджетного стимула, доходов от труда и условий торговли. Выпуск для экспортного сектора отвечает на спрос со стороны торговых партнеров.

Занятость, уровень безработицы и реальная зарплата формируются в зависимости от объема спроса на труд со стороны фирм (с учетом жесткостей заработных плат и особенностей рынка труда России). В свою очередь инфляция формируется под действием реальных предельных издержек фирм – производителей отечественных товаров и фирм-импортеров и отражает баланс между спросом и предложением в экономике, в том числе на производственные факторы[8].

Более подробная информация об обновлении КПМ, особенностях добавления блока рынка труда и основных изменениях в уравнениях представлена в исследовании «Квартальная прогнозная модель России с рынком труда».

В апреле 2025 года Банк России опубликовал программные коды КПМ Департамента денежно-кредитной политики и Департамента исследований и прогнозирования. Они стали дополнением к представленному ранее описанию макроэкономических моделей: «Квартальная прогнозная модель России с рынком труда» и «Квартальная прогнозная модель Департамента исследований и прогнозирования». Эти коды размещены, чтобы продемонстрировать результаты программной реализации КПМ. Однако результаты расчетов на представленных кодах не следует рассматривать как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику либо решения регулятора. При использовании этих кодов и основанных на них расчетов важно учитывать, что публикуемый макропрогноз Банка России хоть и опирается на модельные расчеты, но не формируется из них автоматически, а также учитывает экспертные суждения относительно факторов, которые сложно явно отразить в количественных расчетах. Официальный прогноз Банка России – это согласованное мнение членов Совета директоров Банка России о будущих экономических тенденциях и показателях. Решения по ключевой ставке основываются именно на публикуемом прогнозе.

[8] Описание модели см. в приложении к Докладу о денежно-кредитной политике. № 3 (43). Июль 2023 года.

ВРЕЗКА 4. ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ И БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ

Цели бюджетной и денежно-кредитной политики взаимно дополняют друг друга. Поддерживая устойчивую макроэкономическую среду, правительство и центральный банк совместно создают необходимые условия для реализации ключевых общественных приоритетов развития

Роль макроэкономической политики в экономике

Устойчивый и сбалансированный экономический рост и ценовая стабильность являются **ключевыми приоритетами социально-экономического развития**. Бюджетная политика и денежно-кредитная политика, обладая разными мандатами и инструментами, совместно создают условия для реализации этих приоритетов, принимая во внимание ограниченность доступных экономике ресурсов (рабочей силы и основного капитала) и необходимость сохранения макроэкономической стабильности.

Поддержание ценовой стабильности является целью денежно-кредитной политики, которую проводит центральный банк. В условиях таргетирования инфляции центральный банк обеспечивает ценовую стабильность посредством изменения ключевой ставки, воздействуя на совокупный спрос для минимизации его отклонений от долгосрочной траектории сбалансированного (потенциального) роста[1]. Низкая и стабильная инфляция уменьшает инфляционные премии в процентных ставках (особенно в долгосрочных), ограничивает рост стоимости факторов производства в экономике, в целом улучшает качество и предсказуемость деловой среды. Хотя денежно-кредитная политика воздействует на экономику в основном через совокупный спрос, она опосредованно улучшает эффективность использования факторов производства в экономике через снижение колебаний делового цикла и повышение предсказуемости макроэкономических условий. Это оказывает положительное влияние на долгосрочный рост экономики.

Бюджетная политика, проводимая правительством, ориентирована на выполнение широкого круга стратегических задач государства в области социально-экономического развития. Через налоги и расходы правительство перераспределяет ресурсы в соответствии с общественными приоритетами: реализует национальные инвестиционные и инфраструктурные проекты, финансирует социальные программы и иные меры поддержки граждан и бизнеса, обеспечивает работу государственных институтов. В кратко- и среднесрочном периодах бюджетная политика, как и денежно-кредитная, воздействует на экономику через совокупный спрос. Основное воздействие, как правило, формируется плановыми доходами и расходами бюджета, утвержденными в рамках стандартного бюджетного процесса. Дополнительное влияние может осуществляться двумя способами. Во-первых, через дискреционные меры – например, внеплановые изменения расходов или налогов. Во-вторых, через автоматические стабилизаторы, то есть встроенные элементы бюджета, чувствительные к фазе делового цикла[2]. При этом в долгосрочном периоде бюджетная политика воздействует и на совокупное предложение, реализуя инвестиции в человеческий капитал, инфраструктуру и технологическое развитие. Это означает, что бюджетная политика может со временем влиять на потенциальный выпуск не только через стабилизирующее воздействие, но и через прямое наращивание факторов производства и их производительность.

Между денежно-кредитной и бюджетной политикой существует закономерное взаимодействие. **Цели и той и другой политики отличаются, но дополняют друг друга**. Так, в условиях ценовой стабильности долгосрочное бюджетное планирование доходов и расходов становится более предсказуемым, а реальные обязательства государства – более стабильными во времени. В целом повышается эффективность и расширяются возможности для государственных инвестиций. В свою очередь бюджетная политика, действуя в условиях контролируемых дефицитов и стабильного уровня долга,

---

[1] Траектория сбалансированного (потенциального) роста выпуска – это долгосрочная траектория роста экономики, при которой объем выпуска увеличивается темпами, соответствующими максимально возможному использованию имеющихся факторов производства (труда и основного капитала) без возникновения рисков избыточного усиления или снижения инфляционного давления, то есть без отклонения инфляции от целевого ориентира.

[2] Так, в условиях экономического спада сокращаются налоговые поступления и одновременно увеличиваются расходы по линии трансфертов и социальных выплат, тем самым автоматически поддерживая совокупный спрос, занятость и сглаживая колебания экономической активности.

приоритизации расходов, приверженности бюджетным правилам, облегчает для денежно-кредитной политики задачу по стабилизации инфляции на низком уровне. При этом при формировании бюджета правительство обычно исходит из целевого ориентира по инфляции, что дополнительно повышает согласованность и предсказуемость макроэкономической политики.

Важнейшим условием эффективности взаимодействия между бюджетной и денежно-кредитной политикой является предсказуемость действий. В силу различий в лаге воздействия бюджетная политика влияет на экономику быстрее, чем денежно-кредитная. Прямые расходы бюджета немедленно изменяют совокупный спрос, тогда как полный эффект изменения ключевой ставки проявляется с задержкой в несколько кварталов. Поэтому прозрачность бюджетных планов и следование бюджетным правилам позволяют центральному банку своевременно учитывать траекторию бюджетной политики при корректировке степени жесткости или мягкости денежно-кредитных условий. В свою очередь центральный банк, публикуя прогнозную траекторию ключевой ставки и публично объясняя логику своих решений, дает правительству понятный ориентир для бюджетного планирования. Предсказуемость бюджетной и денежно-кредитной политики укрепляет доверие экономических агентов и повышает устойчивость всей макроэкономической системы.

Наконец, в процессе взаимодействия именно на денежно-кредитную политику возлагается основная ответственность по обеспечению сбалансированного роста совокупного спроса, соответствующего возможностям расширения совокупного предложения. В отдельных ситуациях в структуре совокупного спроса могут происходить устойчивые сдвиги (например, при увеличении вклада бюджетной политики в целях реализации общественно значимых приоритетов). В таких случаях, поддерживая ценовую стабильность, **денежно-кредитная политика выполняет основную роль стабилизатора**, меняя денежно-кредитные условия так, чтобы увеличить или уменьшить пространство для роста частного спроса (в том числе за счет кредита). Такой подход создает условия, при которых бюджетная политика может реализовывать общественные приоритеты без избыточного инфляционного давления.

Реакция бюджетной и денежно-кредитной политики на шоки

Экономика периодически подвержена шокам, связанным с внутренними или внешними условиями. Поддержание экономики в равновесии требует определенной реакции со стороны бюджетной и денежно-кредитной политики. Однако масштаб и эффективность этой реакции определяются тем, каким пространством для маневра располагают центральный банк и правительство.

Для центрального банка важнейший фактор – доверие общества, которое выражается в заякоренности инфляционных ожиданий на низком уровне, их слабой чувствительности к краткосрочным шокам. Недостаточно высокое доверие, в частности, будет требовать более выраженной реакции денежно-кредитной политики на проинфляционные шоки для стабилизации ситуации. Также в условиях невысокого доверия у центрального банка будет меньше возможностей для смягчения денежно-кредитных условий в ответ на отклонение экономики вниз от потенциала, поскольку такое смягчение может еще больше подорвать доверие и привести к ускорению инфляции. Дополнительно в острые кризисные периоды купирование рисков для финансовой стабильности может требовать реакции со стороны денежно-кредитной политики для сохранения устойчивости финансовой системы. Наоборот, последовательное поддержание инфляции на стабильно низких уровнях будет со временем улучшать заякоренность инфляционных ожиданий и повышать доверие к центральному банку, позволяя денежно-кредитной политике более эффективно выполнять свою контрциклическую роль в экономике.

Для правительства определяющую роль играет так называемое бюджетное пространство. Это запас прочности бюджетной политики, который позволяет правительству смягчать эффекты шоков на экономику в ситуации кризисов без подрыва долгосрочной устойчивости государственных финансов. Бюджетное пространство, как правило, создается в периоды стабильного роста экономики (например, через профициты бюджета, сокращение долга и накопление резервов), чтобы в ситуации рецессии увеличивать расходы или снижать налоги без риска долгового кризиса. Такой подход к реализации бюджетной политики снижает волатильность делового цикла (в частности, предотвращает резкие спады ВВП и ускоряет восстановление экономики).

Наличие достаточного бюджетного пространства также создает для правительства условия для наращивания заимствований по более умеренным процентным ставкам, поскольку бюджетные буферы и приверженность бюджетным правилам снижают риск-премии в восприятии держателей суверенного долга. Кроме того, низкий уровень государственного долга и умеренные дефициты уменьшают чувствительность бюджета к циклическим колебаниям краткосрочных процентных ставок. Напротив, длительное поддержание высоких дефицитов при ограниченных бюджетных буферах может приводить к росту нейтральной (равновесной) ставки, поскольку повышенные государственные заимствования сокращают доступный объем частных сбережений, а инвесторы требуют более высоких премий за риск при финансировании государственного долга.

Достаточное доверие (а в случае бюджетной политики – и необходимое бюджетное пространство) повышает гибкость правительства и центрального банка при реакции на шоки. Это в том числе означает возможность совместного смягчения бюджетной и денежно-кредитной политики при реализации рисков сильного отклонения экономики вниз от потенциала, а инфляции – вниз от цели. Совместная мягкость и той и другой политики в такой ситуации ускорит восстановление и возвращение экономики к равновесию. При этом контрциклический характер проведения макроэкономической политики будет означать и постепенную нормализацию бюджетной и денежно-кредитной политики по мере возвращения экономики к траектории потенциального роста, а инфляции – к цели. В свою очередь основную стабилизирующую роль с точки зрения обеспечения сбалансированного роста совокупного спроса возьмет на себя именно денежно-кредитная политика.

Бюджетная и денежно-кредитная политика в России с начала 2000-х годов

С начала 2000-х годов макроэкономическая конструкция в России постепенно эволюционировала, чтобы эффективнее справляться с внутренними и внешними шоками и создать необходимые условия для реализации ключевых общественных приоритетов развития.

В 2000-е годы российская экономика развивалась на фоне благоприятной внешней конъюнктуры и внутреннего восстановительного роста (в том числе восстановления потенциала после трансформационного спада 1990-х годов). Бюджетная политика постепенно переходила от проциклического поведения к накоплению бюджетных буферов. Денежно-кредитная политика реализовывалась в рамках режима управляемого курса рубля, а ключевым инструментом политики выступали валютные интервенции.

Кризис 2009–2010 годов[3] стал первым масштабным внешним шоком. Бюджетная политика сыграла ведущую роль в стабилизации экономики за счет масштабного бюджетного стимула благодаря накопленным в предыдущие годы бюджетным резервам. Денежно-кредитная политика внесла вклад в бесперебойное функционирование финансовой системы через недопущение дефицита ликвидности. Однако она не могла полноценно выполнять контрциклическую роль вследствие негибкого валютного курса и недостаточно высокого доверия. Опыт этого кризиса показал уязвимости в конструкции макроэкономической политики в части способности абсорбировать внешние шоки, что обусловило дальнейшее совершенствование подходов, включая запуск постепенной подготовки Банка России к переходу к режиму таргетирования инфляции.

Кризис 2014–2015 годов также имел внешнюю природу и был связан со значительным падением цен на нефть и ростом геополитической напряженности. Кризис наложился на завершение перехода Банка России к плавающему валютному курсу и режиму таргетирования инфляции. В ответ на ухудшение внешних условий в конце 2014 года Банк России резко повысил ключевую ставку, реагируя на риски не только для ценовой, но и для финансовой стабильности. Стабилизация ситуации позволила уже в начале февраля 2015 года перейти к снижению ключевой ставки, однако значительные проинфляционные шоки требовали проведения жесткой денежно-кредитной политики для снижения инфляции к 4% к концу 2017 года. Бюджетная политика при этом имела не так много пространства для поддержки экономики, поскольку значительное падение цен на нефть имело структурные причины. Бюджет был вынужден адаптироваться к новому равновесию через сокращение расходов (в реальном выражении) и внедрение нового механизма бюджетного правила с консервативным взглядом на долгосрочные равновесные цены на нефть. Переход к режиму

[3] Кризис, начавшийся вслед за мировым финансовым кризисом 2007–2008 годов.

плавающего курса позволил значительно смягчить последствия ухудшения внешних условий для российской экономики, из-за чего масштабы падения ВВП в 2015 году были значительно меньше, чем в 2009 году. А приверженность макроэкономической стабильности со стороны бюджетной и денежно-кредитной политики позволила к середине 2017 года снизить инфляцию до 4%.

Пандемия COVID-19, начавшаяся в 2020 году, сопровождалась одновременно сильными шоками спроса и предложения. Впервые и бюджетная, и денежно-кредитная политика могли действовать сонаправленно в стимулирующем ключе для поддержки экономики. Банк России снизил ключевую ставку до исторических минимумов, а правительство масштабно увеличило меры бюджетной поддержки. Это стало возможным благодаря возросшему доверию к денежно-кредитной политике Банка России, накопленным резервам и устойчивости бюджетной конструкции. Масштабная поддержка позволила значительно минимизировать размер падения экономики в 2020 году и риски отклонения инфляции вниз от цели. Однако быстрое восстановление спроса при значительных ограничениях на стороне предложения (в том числе из-за эпидемических мер) обусловили последующий перегрев российской экономики. На него денежно-кредитная политика реагировала через повышение ключевой ставки, а бюджетная политика – через постепенное снижение дефицита бюджета и возврат к долгосрочным параметрам бюджетного правила.

2022 год стал эпизодом острого финансового и структурного шока. В феврале 2022 года в результате введения масштабных внешних торговых и финансовых ограничений Банк России временно резко ужесточил денежно-кредитную политику, чтобы нивелировать риски для ценовой и финансовой стабильности, но по мере стабилизации ситуации перешел к смягчению политики. Бюджетная политика, по-прежнему имея значительный запас прочности (низкий уровень госдолга и значительные резервы), смогла расширить расходы. Между серединой 2022 года и серединой 2023 года бюджетная политика и денежно-кредитная политика вновь были сонаправленно стимулирующими, поддерживая адаптацию экономики к новым условиям.

С середины 2023 года ситуация изменилась, поскольку российская экономика значительно отклонилась вверх от траектории потенциального роста. Бюджет продолжал реализовывать приоритетные расходы, призванные поддержать структурную перестройку, в то время как центральный банк начал последовательное ужесточение денежно-кредитной политики через повышение ключевой ставки. Такой подход не означает раскоординированность, а отражает ребалансировку: при росте вклада бюджетной политики в структуре совокупного спроса именно жесткая денежно-кредитная политика выполняла основную роль стабилизатора, сдерживая масштаб перегрева. Это создавало условия для постепенного возвращения экономики к траектории сбалансированного (потенциального) роста, а инфляции – к цели. При этом бюджетная политика также сохраняла приверженность долгосрочной макроэкономической стабильности через планы по возвращению к нулевому структурному первичному дефициту федерального бюджета и бюджетному правилу в среднесрочном периоде.

ВРЕЗКА 5. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ПОДДЕРЖАНИЕ УСТОЙЧИВОСТИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

Регулирование банков может влиять на параметры банковских операций и динамику объемных показателей на кредитном и депозитном рынках. Регуляторные меры не используются для изменения жесткости денежно-кредитных условий в целях таргетирования инфляции, но при этом учитываются при принятии решений по ключевой ставке как автономный фактор

Денежно-кредитная политика через ключевую ставку и коммуникацию влияет на жесткость денежно-кредитных условий и, соответственно, на спрос и инфляцию[1]. Центральный банк, корректируя жесткость денежно-кредитных условий на среднесрочном горизонте, стабилизирует уровень выпуска вблизи потенциального и поддерживает инфляцию вблизи цели[2]. Одним из важнейших звеньев трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики являются ставки по банковским кредитам и депозитам и объемы соответствующих кредитно-депозитных операций. Благодаря работе механизма трансмиссии, изменяя ключевую ставку, Банк России может воздействовать на ставки по банковским операциям, что в свою очередь влияет на спрос на кредитном рынке.

Вместе с тем на работу трансмиссии денежно-кредитной политики может воздействовать и регулирование финансовых организаций (прежде всего банков). К примеру, регулирование банков может влиять на потенциал кредитования со стороны банковского сектора и на основные параметры кредитного предложения – минимальные ставки и предельные объемы операций. Это регулирование вносит автономный вклад в степень жесткости денежно-кредитных условий, задавая правила и ограничения для финансового рынка.

Автономность его воздействия означает, что решения по регулированию банков изменяют жесткость денежно-кредитных условий независимо от целей инфляционного таргетирования.

Цель регулирования банков – обеспечение их бесперебойного функционирования для защиты интересов вкладчиков и кредиторов, а также обеспечение и поддержание финансовой стабильности

Выделяют пруденциальное и непруденциальное регулирование банков. После мирового финансового кризиса 2007–2008 годов в международной практике банковского регулирования закрепилось разделение на микропруденциальное и макропруденциальное регулирование.

Регулирование банков способствует тому, чтобы кредитные организации соблюдали правила корпоративного управления и осуществления операций и поддерживали не ниже установленных минимальных уровней запасы ликвидности и собственных средств. Это позволяет регулятору в режиме «сверху вниз» управлять банковскими рисками для защиты прав и интересов вкладчиков и кредиторов, а также обеспечения и поддержания финансовой стабильности.

Одним из важнейших направлений регулирования является пруденциальное управление кредитным риском и риском ликвидности в банковском секторе, которое осуществляется в первую очередь с помощью нормативов достаточности капитала и нормативов краткосрочной и структурной ликвидности

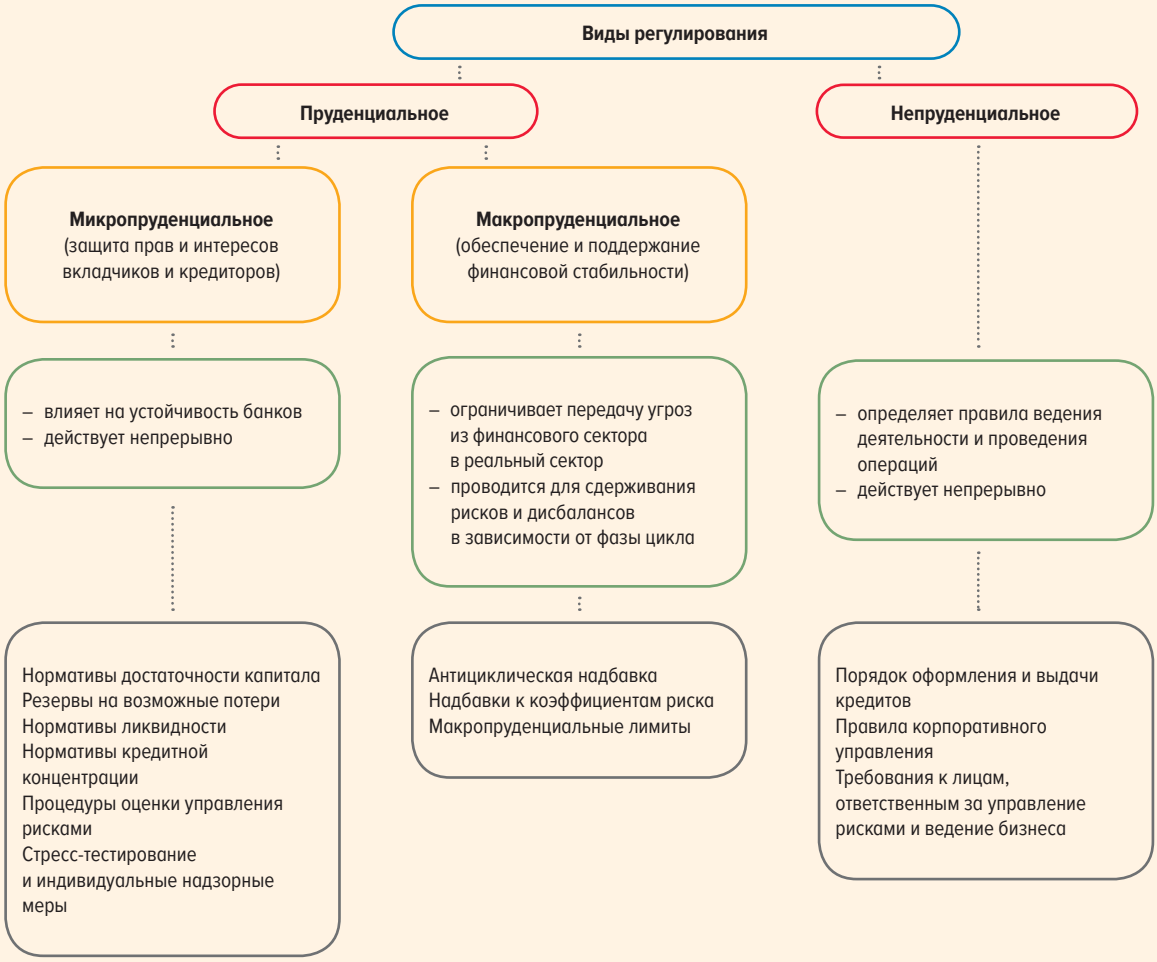
Регулирование кредитного риска связано с подходом, предполагающим, что капитал банка – средство абсорбирования непредвиденных потерь. В отличие от ожидаемых потерь, под них в бухгалтерском учете не сформированы резервы на возможные потери, и они покрываются остающейся за вычетом резервов частью капитала. Непредвиденные потери, возникающие в банковской деятельности,

---

[1] См. приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России».

[2] См. врезку 10 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных».

РЕГУЛИРОВАНИЕ БАНКОВ *Рис. 5.1*



Источник: Банк России.

могут быть связаны с риском невозврата кредита или переоценкой активов и обязательств банка. Для ограничения риска ликвидности банки в целом самостоятельно следят за осуществлением платежей и заинтересованы в недопущении проблем с клиентскими транзакциями. Но нормативы ликвидности задают для банков более консервативные правила по управлению балансом, предполагающие формирование буферов ликвидности и поддержание устойчивой структуры фондирования. Это обеспечивает возможность банков проводить платежи в том числе и в стрессовых ситуациях, когда волатильность банковских обязательств может быть выше, чем в обычных условиях.

Нормативное регулирование кредитного риска и риска ликвидности[3] учитывается банками при ценообразовании своих продуктов как корректировки – положительные и отрицательные – банковских трансфертных ставок[4] и влияет на структуру банковских активов и обязательств.

[3] Рыночный и операционный риски, а также процентный риск банковской книги могут влиять на ставки по продуктам банков и формирование банковских активов, но не анализируются в рамках врезки по следующим причинам: доля рыночного риска в банковском секторе России составляет 4–5% от учитываемых в нормативах достаточности капитала рисков, а процентный риск банковской книги в актуальной версии российского банковского регулирования технически не включается в метрики и компоненты, связанные с расчетом капитала и нормативов банков.

[4] См. врезку 12 «Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям». Повышение кредитных ставок осуществляется банками за счет надбавки за чистые затраты на капитал, рассчитываемой по формуле CAR × RW × (ROE – RF), где CAR – целевой уровень норматива достаточности капитала, RW – коэффициент риска в нормативе достаточности капитала, ROE – целевая рентабельность капитала, RF – безрисковая доходность вложений капитала. Поэтому при повышении норматива достаточности капитала для поддержания целевой рентабельности капитала надбавка будет увеличиваться, что будет приводить к росту ставок по кредитам.

Подстраиваясь под соблюдение нормативов, банки корректируют ставки, вносят изменения в продуктовую линейку, уточняют неценовые условия операций и таким образом управляют объемами выдач и привлечения средств для достижения необходимой структуры баланса

Так, **нормативы достаточности капитала** *в краткосрочной перспективе* могут ограничивать предложение кредитов из-за невозможности банков мгновенно нарастить капитал, что приводит к росту кредитных ставок. Этот эффект проявляется, когда банкам технически не хватает капитала для удовлетворения возросшего спроса на кредит по текущим ставкам или при реализации регуляторных ужесточений. Кроме того, регулирование достаточности капитала ориентировано на ограничение выдач высокорискованных кредитов, что также является фактором, сдерживающим наращивание кредитного предложения. *В долгосрочной перспективе* банки пополняют капитал за счет получаемой прибыли или дополнительных инвестиций, учитываемых в источниках собственных средств, и могут расширять кредитование, соблюдая при этом требования по нормативам достаточности капитала.

Для выполнения **нормативов краткосрочной и структурной ликвидности** банки *в краткосрочной перспективе* формируют структуру баланса следующим образом:

- Более интенсивно привлекают устойчивые пассивы. Так, привлечение средств от физических и юридических лиц, в отличие от межбанковских заимствований, позволяет улучшить нормативы ликвидности. Поэтому нормативы ликвидности могут способствовать повышению ставок по депозитам клиентов, особенно по долгосрочным.
- Для улучшения норматива краткосрочной ликвидности привлекают средства у центрального банка под активы, не относящиеся к высоколиквидным. Как правило, ставки по таким операциям выше, чем ставки межбанковского кредитования, и это также оказывает в итоге повышательное давление на стоимость фондирования.
- Приобретают финансовые активы, относящиеся к высоколиквидным, например государственные облигации, что снижает доходности ценных бумаг и может побуждать банки повышать ставки по кредитам (и другим активным операциям) для поддержания рентабельности капитала, если банки не готовы на ее понижение ради доли на рынке в складывающейся конкурентной среде.

В долгосрочной перспективе увеличение фактического значения норматива краткосрочной ликвидности для банков возможно за счет планомерного изменения структуры их балансов практически только с помощью увеличения доли высоколиквидных активов. Это связано с тем, что в долгосрочном равновесии структура банковских обязательств определяется предпочтениями домохозяйств и компаний, и банковский сектор в меньшей степени сможет приспосабливаться к выполнению нормативов ликвидности за счет корректировки структуры балансовых пассивов. В условиях ограниченности более устойчивых и долгосрочных ресурсов банки, повышая ставки или ужесточая неценовые условия кредитования, могут сдерживать выдачи кредитов. Таким образом, они могут замедлить рост потребности в фондировании, которое может увеличивать ожидаемые оттоки в терминах норматива краткосрочной ликвидности или может не являться стабильным в терминах норматива структурной ликвидности. Этот процесс может сопровождаться в том числе ростом премий за срочность для клиентов по депозитным операциям, чтобы повысить дюрацию ресурсной базы.

Таким образом, ситуация с предложением банками своих продуктов и ценообразованием банковских операций может различаться в зависимости от того, насколько сильно нормативы ограничивают расширение банковских балансов или влияют на их структуру

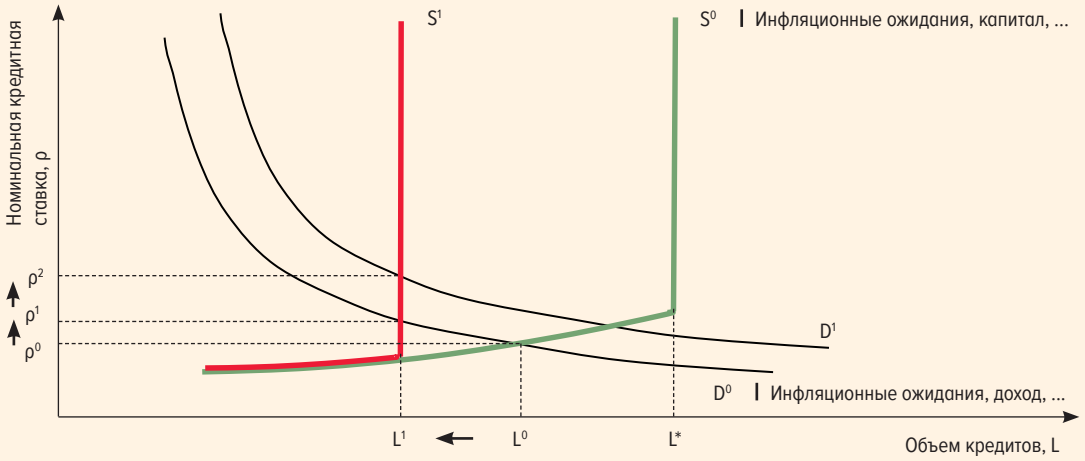
Этот тезис можно проиллюстрировать на примере равновесий на кредитном рынке.

Спрос на графике (кривая D^0) показывает, сколько кредитов (L) готовы взять заемщики при заданном уровне номинальной кредитной ставки (ρ). На положение кривой влияют в том числе доходы заемщиков и накопленный уровень закредитованности, а также инфляционные ожидания. Например, при росте инфляционных ожиданий произойдет сдвиг кривой спроса на кредиты вправо-вверх.

Предложение на графике (кривая S^0) показывает, сколько кредитов (L) банки готовы выдать при заданном уровне номинальной кредитной ставки (ρ). Банки функционируют в условиях

регуляторных требований к капиталу, при этом пополнение капитала не происходит мгновенно. Тогда при достижении определенной величины кредитного портфеля (L*) кривая предложения становится вертикальной – при любом уровне ставок банки не смогут увеличить выдачи кредитов, то есть предоставить кредитов больше, чем значение L*, определяемое вертикальным участком кривой предложения S^0. Исчерпание банками запасов по регуляторным нормативам (перемещение по кривой предложения к ее вертикальному участку) ограничивает расширение кредитования даже при смягчении денежно-кредитной политики и соответствующем снижении ключевой ставки. На положение кривой предложения влияют в том числе меры пруденциального регулирования, накопленный уровень закредитованности потенциальных заемщиков, инфляционные ожидания и собственные внутрибанковские риск-метрики, определяющие аппетит банков к риску. В отсутствие каких-либо регуляторных требований к банкам кривая предложения кредитов определялась бы только общей величиной банковского заемного фондирования.

КРАТКОСРОЧНОЕ РАВНОВЕСИЕ НА КРЕДИТНОМ РЫНКЕ ПРИ УЖЕСТОЧЕНИИ РЕГУЛИРОВАНИЯ В ЧАСТИ ТРЕБОВАНИЙ К КАПИТАЛУ ИЛИ НОРМАТИВНОЙ ЛИКВИДНОСТИ *Рис. 5.2*



Источник: Банк России.

До ужесточения регулирования равновесие на кредитном рынке достигается в точке (L^0, ρ^0). Ужесточение норматива достаточности капитала сдвигает кривую предложения влево (S^1). При сохранении спроса на кредит на том же уровне объемы кредитования не смогут превысить (L^1), пока банки не нарастят капитал. Если произойдет снижение склонности к сбережениям в экономике и рост спроса на кредит (сдвиг кривой спроса вправо с D^0 до D^1), то в такой ситуации не произойдет наращивание кредитного портфеля, а лишь увеличится кредитная ставка. Новое равновесие сформируется в точке (L^1, ρ^2). Дальнейшее наращивание кредитования при тех же требованиях к капиталу будет возможно путем доформирования капитала за счет распределения прибыли в условиях, когда возросшая кредитная ставка обеспечит целевую рентабельность капитала с учетом банковских издержек и рисков. В долгосрочной перспективе за счет пополнения капитала кривая предложения становится почти плоской, а значение (L*) сдвигается вправо.

Ужесточение мер микропруденциального и макропруденциального регулирования может привести к росту депозитных и кредитных ставок банков. Послабления по нормативам, напротив, способствуют снижению регуляторной нагрузки для банков, влияющей, в частности, на ставки и предложение кредитов.

Нормативы достаточности капитала и ликвидности банков могут автономно влиять на жесткость денежно-кредитных условий безотносительно фактической и ожидаемой траектории ключевой ставки. Если банки исчерпали запасы по регуляторным нормативам, они могут быть ограничены в возможности расширения кредитования даже при низкой ключевой ставке

Поэтому влияние регулирования банков учитывается как автономный фактор в процессе принятия решений по денежно-кредитной политике и при прогнозировании траекторий

изменения денежно-кредитных условий и экономических показателей[5]. Автономно на жесткость денежно-кредитных условий могут влиять как донастройка пруденциального регулирования, например в нормативах достаточности капитала банков, так и другие меры, в том числе послабления по формированию резервов в связи с обслуживанием долга заемщиками. Меры пруденциального регулирования при этом **не используются** для изменения жесткости денежно-кредитных условий в целях таргетирования инфляции, несмотря на то что они могут влиять на параметры операций и динамику объемных показателей в банковском секторе[6].

Так, меры пруденциальной политики, ограничивающие общий рост кредитования, например в целом нормативы достаточности капитала или надбавки к ним, при неизменном уровне спроса на кредит приведут к повышению кредитных ставок, поскольку ставка будет определяться положением кривой спроса, и к изменению структуры кредитования. В частности, при сохранении высокого спроса на кредит будет возрастать спред между банковскими и безрисковыми ставками (ключевая ставка, процентные свопы). В результате ужесточение денежно-кредитных условий для конечных заемщиков может быть даже более резким и значительным, а также неконтролируемым, чем при воздействии на кредитную активность посредством изменения ключевой ставки.

Ужесточение макропруденциальной политики в отдельных сегментах кредитования может не вызвать замедления общего роста кредитования и, соответственно, не проявиться в устойчивом дезинфляционном эффекте, так как банки могут использовать капитал для выдачи кредитов в других сегментах или изменять подходы к предложению кредитных продуктов для расширения клиентской аудитории. Если же ужесточение происходит одновременно во всех сегментах кредитования, как в случае повышения антициклической надбавки, например, это может привести к труднопрогнозируемому росту ставок как по розничным, так и по корпоративным кредитам. Смягчение пруденциальных требований не может автоматически стимулировать кредитную активность, поскольку равновесие на кредитном рынке по-прежнему определяется спросом на заемные средства и зависит от аппетита к риску банков. Кроме того, инструменты макропруденциальной политики исключают использование для обеспечения ценовой стабильности, так как будут действовать вразрез с целью по финансовой стабильности, приводя к избыточно жесткой оценке рисков или, наоборот, к их недооценке.

Денежно-кредитная политика, определяя процентные ставки в экономике, напрямую влияет на спрос на кредиты и депозиты и тем самым воздействует на инвестиции, потребление и сбережения. Решения в рамках денежно-кредитной политики, исключая редкие кризисные эпизоды, также **не предполагают** влияния на устойчивость финансовых организаций или финансовую стабильность[7].

Денежно-кредитная политика и меры пруденциального регулирования направлены на решение разных задач. В этом процессе со стороны обеих политик происходит влияние на денежно-кредитные условия, в том числе через спрос и предложение на кредитном рынке. Последние в свою очередь связаны с динамикой ставок в банковском секторе. Таким образом, ограничение кредитного предложения в итоге все равно будет транслироваться в более высокий средний уровень ставок по кредитам, что будет сдерживать спрос на них. Кроме того, банки, управляя кредитным портфелем, среди прочего стремятся к среднесрочной диверсификации рисков и оптимизации структуры баланса. Поэтому жесткое регулирование предложения кредитов или, напротив, существенные послабления имеют лишь ограниченное влияние на структуру операций банков.

---

[5] Во многих странах для монетарной политики меры, принимаемые в части банковского регулирования и надзора, полностью носят характер внешних условий, когда центральный банк как денежный регулятор и агентства по финансовому регулированию законодательно и административно разделены.

[6] Позиция Банка России по вопросу изложена в докладе «Основные подходы к проведению макропруденциальной политики». 2025 год.

[7] Различие между устойчивостью финансовых организаций и стабильностью финансовой системы, а также роль денежно-кредитной политики относительно этих функций обсуждаются в исследовательском докладе в рамках Обзора денежно-кредитной политики «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность». 2023 год.

РАЗДЕЛ 2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2024 ГОДА И В 2025 ГОДУ

Инфляция оставалась высокой из-за ускоренного роста спроса, превышающего возможности расширения предложения. Чтобы вернуть инфляцию к цели, Банк России поддерживал жесткие денежно-кредитные условия

Во второй половине 2024 года отклонение экономики от траектории сбалансированного роста вновь увеличилось. Основным драйвером был внутренний спрос. Его рост превышал возможности расширения предложения в условиях практически полного использования производственных и трудовых ресурсов, а также ограничений, связанных с санкционным давлением. К перегреву спроса привел накопленный эффект быстрого увеличения кредитования и масштабного бюджетного импульса в предшествующие периоды. В этих условиях текущее инфляционное давление усиливалось. Инфляционные ожидания населения и бизнеса повышались, что дополнительно препятствовало замедлению роста цен. Стремясь сбалансировать рост спроса и возможности предложения и обеспечить снижение инфляции, Банк России с середины 2024 года усиливал степень жесткости денежно-кредитной политики. В конце октября 2024 года он установил ключевую ставку на уровне 21,00% годовых, заявляя о возможности повысить ставку в случае необходимости, и сохранял ее до июня 2025 года.

В первом полугодии 2025 года под влиянием жесткой денежно-кредитной политики разрыв между спросом и потенциальными возможностями производства начал постепенно закрываться. Это выражалось в некотором замедлении роста потребительской и инвестиционной активности. Кредитование существенно охладилось, а сбережения продолжали расти высокими темпами. Появились небольшие признаки ослабления напряженности на рынке труда. Как следствие, текущие темпы роста цен ощутимо замедлились. Убедившись в устойчивости этих факторов, Банк России в июне 2025 года перешел к снижению ключевой ставки. Суммарно с июня по октябрь 2025 года ставка была понижена с 21,00 до 16,50% годовых. Банк России отмечал, что при наличии высоких инфляционных ожиданий в экономике денежно-кредитные условия должны оставаться жесткими длительное время. Это залог дальнейшего устойчивого снижения инфляции к цели.

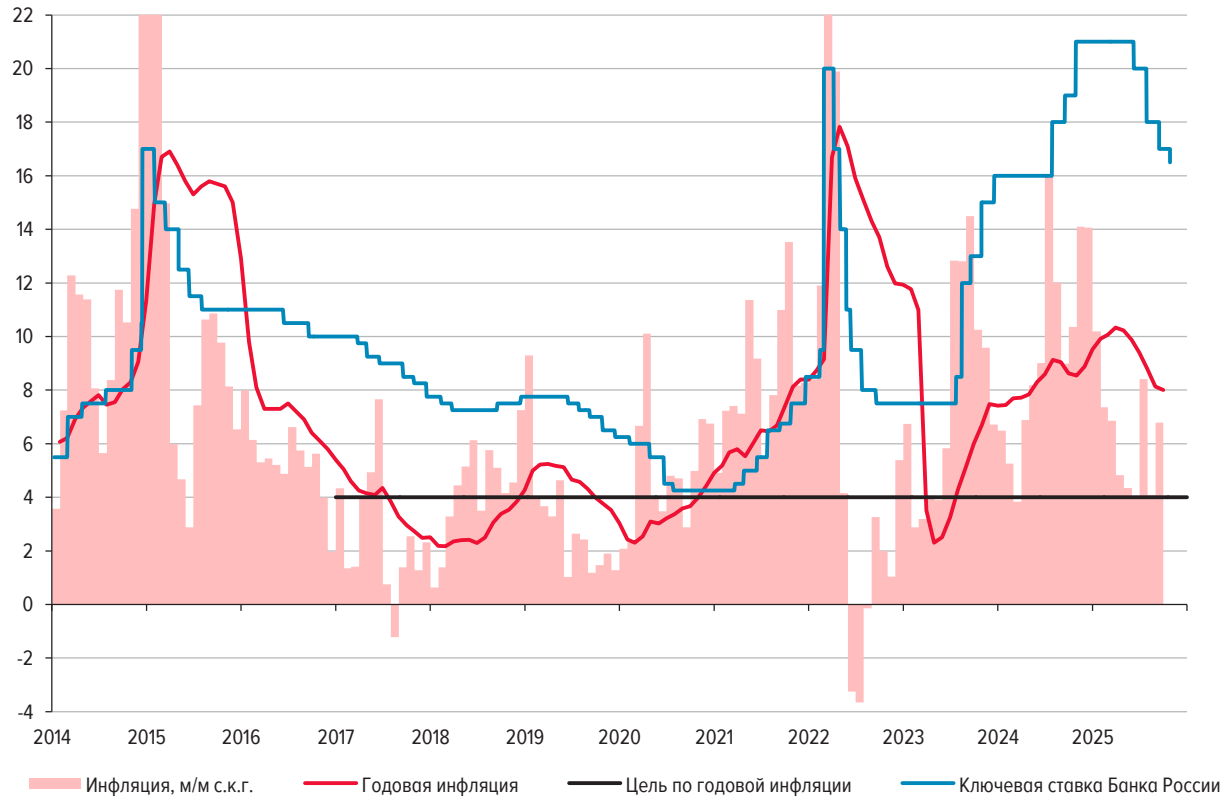
Банк России повысил ключевую ставку в конце октября 2024 года до 21,00% годовых и до июня 2025 года сохранял ее на этом уровне[1]

Годовая инфляция все еще формировалась значительно выше целевого уровня. По итогам 2024 года потребительские цены в России выросли на 9,5%. Значительное отклонение инфляции от цели в конце 2024 года и в первой половине 2025 года было обусловлено прежде всего недооценкой Банком России высокого спроса, сложившегося в 2024 году. В условиях недостаточно жесткой денежно-кредитной политики спрос подпитывался ускоренным притоком кредитных и бюджетных ресурсов. В совокупности с ограниченным ростом предложения при практически полном использовании производственных мощностей и трудовых ресурсов, а также санкционном давлении это развернуло вверх динамику текущих темпов роста цен в II квартале 2024 года.

[1] Банк России 25.10.2024 принял решение установить с 28.10.2024 ключевую ставку на уровне 21,00% годовых, 06.06.2025 – установить с 09.06.2025 ключевую ставку на уровне 20,00% годовых.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ И ИНФЛЯЦИЯ *Рис. 2.1*

(%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ОТДЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТЕКУЩЕЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ *Табл. 2.1*

	I кв. 2023	II кв. 2023	III кв. 2023	IV кв. 2023	I кв. 2024	II кв. 2024	III кв. 2024	IV кв. 2024	I кв. 2025	II кв. 2025	III кв 2025 (факт/ прогноз)
ИПЦ, % кв/кв с.к.г.	4,3	4,6	13,4	8,8	5,2	8,0	12,3	12,9	8,1	4,4	6,4
Базовый ИПЦ, % кв/кв с.к.г.	1,9	4,9	10,6	10,5	5,9	8,1	8,3	13,4	8,8	4,4	4,3
ВВП, % г/г	-0,9	5,3	6,2	5,3	5,4	4,3	3,3	4,5	1,4	1,1	–/0,4
Ключевая ставка, % годовых, на конец квартала	7,5	7,5	13,0	16,0	16,0	16,0	19,0	21,0	21,0	20,0	17,0
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте[1], % г/г	11,3	17,1	21,6	22,3	23,2	23,0	20,0	16,4	13,4	10,5	9,3
– к организациям	11,9	17,0	21,3	22,0	23,3	22,8	21,3	19,0	16,4	14,8	13,4
– к населению	10,0	17,2	22,3	23,0	23,0	23,3	16,9	9,7	5,7	0,0	-1,1

[1] *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 долевые 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.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

СОПОСТАВЛЕНИЕ ФАКТА/ПРОГНОЗА В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ БАНКА РОССИИ В ОНЕГДКП 2024–2026 И В ОНЕГДКП 2025–2027

Табл. 2.2

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ
(ПРИРОСТ В % К ПРЕДЫДУЩЕМУ ГОДУ, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

	2024			2025	
	Прогноз (октябрь 2023)	Прогноз (октябрь 2024)	Факт	Прогноз (октябрь 2024)	Прогноз (октябрь 2025)
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	4,0–4,5	8,0–8,5	9,5	4,5–5,0	6,5–7,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	5,8–6,5	8,2–8,4	8,4	6,1–6,8	8,8–8,9
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	12,5–14,5	17,5	17,5	17,0–20,0	19,2[1]
Валовой внутренний продукт	0,5–1,5	3,5–4,0	4,3	0,5–1,5	0,5–1,0
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	0,5–1,5	2,0–3,0	4,5	0,5–1,5	(-0,5)–0,5
Расходы на конечное потребление	(-0,5)–(+0,5)	3,5–4,5	5,2	0,0–1,0	1,0–2,0
– домашних хозяйств	*(-2,0)–(-1,0)*	*4,5–5,5*	*5,4*	*0,0–1,0*	*1,0–2,0*
Валовое накопление	(-5,0)–(-3,0)	3,5–5,5	2,1	0,5–2,5	(-1,0)–1,0
– основного капитала	*0,0–2,0*	*6,0–8,0*	*6*	*0,5–2,5*	*1,0–3,0*
Экспорт	1,5–3,5	(-2,0)–0,0	–[2]	0,5–2,5	(-3,0)–(-1,0)
Импорт	(-6,5)–(-4,5)	(-3,0)–(-1,0)	–[2]	0,5–2,5	(-2,0)–0,0
Денежная масса в национальном определении	8–13	17–20	19,2	6–11	7–10
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте[3]	5–10	15–18	16,4	8–13	8–11
– к организациям	*5–10*	*17–20*	*19,0*	*8–13*	*10–13*
– к населению, в том числе	*5–10*	*12–15*	*9,7*	*6–11*	*1–4*
ипотечные жилищные кредиты	*7–12*	*8–11*	*10,4*	*8–13*	*3–6*

[1] *С учетом того что с 01.01.2025 по 26.10.2025 средняя ключевая ставка равна 19,8%, с 27.10.2025 средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 16,4–16,5%.*
[2] *Данные по использованию ВВП за 2024 год в части экспорта и импорта 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 долевые 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.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ[4]
(МЛРД ДОЛЛ. США)

	2024			2025	
	Прогноз (октябрь 2023)	Прогноз (октябрь 2024)	Факт	Прогноз (октябрь 2024)	Прогноз (октябрь 2025)
Счет текущих операций	**75**	**61**	**63**	**51**	**38**
Торговый баланс	149	133	132	120	116
Экспорт	*441*	*422*	*434*	*423*	*414*
Импорт	*292*	*289*	*302*	*303*	*298*
Баланс услуг	-31	-38	-38	-38	-45
Экспорт	*44*	*42*	*43*	*44*	*47*
Импорт	*75*	*80*	*81*	*82*	*92*
Баланс первичных и вторичных доходов	-43	-34	-30	-31	-32
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	**75**	**61**	**63**	**51**	**38**
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	**61**	**78**	**57**	**52**	**51**
Чистое принятие обязательств	23	-20	9	-1	1
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	84	58	66	51	52
Чистые ошибки и пропуски	0	4	-10	0	-11
Изменение резервных активов	**14**	**-14**	**-4**	**-1**	**-24**

[4] *В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.*

Источник: Банк России.

Для возобновления дезинфляции требовалось дополнительно увеличить жесткость денежно-кредитных условий, чтобы охладить рост кредитования и усилить склонность к сбережению. Поэтому с июля 2024 года Банк России вновь перешел к постепенному повышению ключевой ставки[2]. С учетом временны́х лагов такое ужесточение денежно-кредитной политики еще не успело повлиять на текущий рост цен в конце 2024 – начале 2025 года в полной мере, но помогло остановить его ускорение. В годовых показателях инфляции это влияние начало отражаться с апреля 2025 года[3].

По итогам I квартала 2025 года годовой темп прироста цен составил 10,3%. В базовом прогнозе февраля и апреля регулятор ожидал уменьшения годовой инфляции до 7–8% в 2025 году и закрепления ее на цели в последующие годы.

Текущее инфляционное давление во втором полугодии 2024 года усилилось, но с начала 2025 года снижалось под влиянием жесткой денежно-кредитной политики. В IV квартале 2024 года потребительские цены в среднем выросли на 12,9% с.к.г. после 12,3% с.к.г. в III квартале 2024 года. При существенном разрыве между динамикой спроса и предложения у компаний сохранялась возможность переносить свои растущие издержки в потребительские цены.

В I квартале 2025 года темп прироста цен в среднем замедлился до 8,1% с.к.г., а в апреле – до 4,8% с.к.г. Большинство показателей устойчивого инфляционного давления (то есть показателей, которые очищены от влияния разовых факторов или наиболее волатильных компонентов) также заметно снизились. Тем не менее Банк России сохранял осторожность при оценке того, насколько устойчиво замедляется рост цен. Он также учитывал неравномерность и неоднородность инфляционных процессов как по сегментам потребительской корзины, так и по регионам[4].

Инфляционные ожидания экономических агентов оставались высокими и были одним из факторов, усиливающих инерцию в динамике инфляции и затрудняющих ее более устойчивое снижение. Инфляционные ожидания населения на 12 месяцев вперед в октябре 2024 года увеличились до 13,4% и в январе – мае 2025 года колебались в диапазоне 13–14%. Ожидания предприятий в отношении отпускных цен сформировали тренд на снижение с января 2025 года, однако, как и ожидания населения, все еще заметно превышали значения 2017–2019 годов, когда инфляция в среднем находилась на целевом уровне. Прогнозы профессиональных аналитиков на 2025 год, составленные в первой половине года, согласно опросам Банка России, были близки к прогнозным значениям инфляции в базовом сценарии Банка России, но на 2026 год несколько превышали цель по инфляции в России[5].

Денежно-кредитные условия способствовали постепенному охлаждению кредитования и спроса. Под влиянием реализованного во второй половине 2024 года повышения ключевой ставки номинальные доходности финансовых инструментов и ставки по кредитам повышались, достигнув максимальных уровней к I кварталу 2025 года. Ценовые условия в январе – мае 2025 года в реальном выражении, то есть за вычетом ожидаемой инфляции, продолжали

---

[2] См. таблицу «Ставки денежно-кредитной политики Банка России и RUONIA с 2023 года».

[3] По данным Росстата, годовая инфляция в марте 2025 года составила 10,34%, в апреле – 10,23%, в мае – 9,88%.

[4] Подробнее см. приложение 2 «Показатели инфляции, используемые Банком России», а также врезку 6 «Динамика инфляции в регионах».

[5] Подробнее о совокупности показателей инфляционных ожиданий см. приложение 5 «Инфляционные ожидания экономических агентов».

оставаться жесткими, несмотря на некоторое снижение номинальных ставок. Неценовые условия в этот период также были жесткими, отдельные требования к заемщикам и обеспечению по кредитам повышались. Депозитные ставки оставались привлекательными, что способствовало высокой сберегательной активности. Это выражалось в сохранении значительных темпов прироста рублевых депозитов населения в банках. С января 2024 по май 2025 года они составляли чуть менее 30% г/г.

Дополнительную жесткость условиям придали автономные от действия денежно-кредитной политики факторы[6], проявившиеся в ноябре – декабре 2024 года. Эти факторы способствовали переходу банков от фазы ускоренного наращивания кредита к фазе более рационального использования капитала и ликвидных активов. Фактическая жесткость денежно-кредитных условий в конце 2024 года из-за автономных факторов оказалась выше, чем рассчитывал Банк России в октябрьском базовом прогнозе. Дальнейшее повышение ключевой ставки в этот момент могло оказать избыточно сдерживающее влияние на темпы кредитования экономики в 2025 году и дополнительно охладить спрос в экономике. В связи с этим в декабре 2024 года повышения ключевой ставки уже не потребовалось. По мере адаптации банковского сектора к нормализации регулирования действие автономных факторов постепенно снижалось.

В розничном кредитовании эффект жесткой денежно-кредитной политики на темпы его роста был усилен макропруденциальными мерами, принятыми для снижения рисков в сегменте необеспеченных кредитов населению. Портфель необеспеченных потребительских ссуд в I квартале 2025 года продолжил уменьшаться (-1,4%[7] после -2,0% в IV квартале 2024 года). В ипотечном сегменте рост кредита существенно замедлился после завершения в середине 2024 года безадресной программы льготной ипотеки. Задолженность населения по ипотеке в I квартале 2025 года существенно не изменилась после увеличения на 1,0% в IV квартале 2024 года.

Рост корпоративного кредитования в конце 2024 года был все еще ускоренным. Однако в начале 2025 года он замедлился. Это произошло из-за ослабления общего спроса на кредиты по следующим причинам. Во-первых, в связи с жесткими ценовыми условиями, сформировавшимися с учетом временны́х лагов под влиянием денежно-кредитной политики, и ужесточившимися неценовыми условиями (требованиями к финансовому положению заемщика и обеспечению по кредиту) из-за влияния автономных факторов . Во-вторых, в связи с активным использованием бюджетного финансирования компаниями-бюджетополучателями. В январе – феврале рост бюджетных расходов был выше обычных для этого периода значений из-за перехода к более равномерному в течение года авансированию госконтрактов. Корпоративный кредитный портфель в I квартале 2025 года сократился на 0,1% после роста на 2,9% в IV квартале 2024 года.

Годовые темпы роста кредита экономике снизились. Банк России в феврале – апреле 2025 года прогнозировал рост требований банковского сектора к организациям и населению на 6–11% по итогам 2025 года после увеличения на 16,4% в 2024 году. Рост денежной массы замедлился

---

[6] Автономные факторы были связаны с анонсированной в 2023 году отменой регуляторных послаблений, введенных для поддержки банков в 2022 году. Кроме того, Банк России ввел дополнительные требования к капиталу и ликвидности банковских активов. Подробнее см. врезку 8 «Изменения банковского регулирования в 2023–2025 годах и их влияние на денежно-кредитную политику».

[7] Статистика по задолженности в сегментах кредитного рынка приведена по аналитическому обзору «Банковский сектор».

до более умеренных уровней, которые ранее наблюдались во время ценовой стабильности (2017–2019 годы).

В I квартале 2025 года рост внутреннего спроса замедлился, прежде всего за счет снижения темпов роста потребления. Наиболее заметно замедление потребления проявлялось в сегменте непродовольственных товаров, особенно товаров длительного пользования. Вместе с тем потребительская активность в услугах оставалась на повышенном уровне.

Инвестиции в I квартале 2025 года продолжили расти высокими темпами. Их основным источником были собственные финансовые средства компаний, в том числе накопленные резервы и прибыль прошлых лет. Высокий уровень инвестиций также поддерживался проектами с государственным участием, имеющими доступ к льготному финансированию. Компании стремились завершить уже начатые инвестиционные проекты.

Деловая активность перешла к более сдержанным темпам роста. По данным мониторинга предприятий, проводимого Банком России[8], компании формировали более умеренные производственные планы на следующие периоды, сообщали о переносе сроков запуска новых проектов, а также снижали планы по заимствованиям. Оценки текущего производства товаров и услуг, а также спроса на продукцию подтверждали, что рост экономической активности несколько замедлялся.

По информации главных управлений Банка России, постепенно появлялось больше признаков снижения напряженности на рынке труда. Это выражалось прежде всего в уменьшении спроса на рабочую силу в отдельных отраслях, активизации перетока кадров между компаниями и секторами, а также более умеренных, по сравнению с предыдущими 2 годами, планах по индексации зарплат в 2025 году.

Ухудшение перспектив роста мировой экономики из-за усиления торговых противоречий приводило к снижению цен на основные товары российского экспорта, однако жесткие денежно-кредитные условия оказывали поддержку рублю. Повышение импортных пошлин в США и ответные меры других стран увеличили вероятность замедления роста мировой экономики и ускорения инфляции в ряде крупнейших экономик. Рост неопределенности относительно дальнейшего развития событий и ожидания более низкого мирового спроса оказывали понижающее давление на цены на мировых товарно-сырьевых рынках. Так, экспортные цены на российскую нефть, достигавшие 70 долларов США за баррель в начале 2025 года, к середине апреля 2025 года снизились примерно до 55 долларов США за баррель.

В то же время по мере постепенного замедления роста внутреннего спроса происходило охлаждение спроса на импорт, более значительное по сравнению с замедлением экспорта. Стабильное предложение валюты экспортерами при умеренном спросе на нее со стороны импортеров оказывало поддержку рублю. Кроме того, высокие процентные ставки способствовали высокой привлекательности рублевых активов. Рубль существенно укрепился по сравнению с уровнем IV квартала 2024 года. Таким образом, в динамике курса проявлялись эффекты действия валютного канала трансмиссии денежно-кредитной политики. При этом Банк России с осторожностью подходил к оценке устойчивости курсовой динамики, учитывая, что на курс рубля в первой половине 2025 года также влияли рыночные ожидания улучшения геополитической ситуации, изменения которой характеризуются высокой неопределенностью.

[8] Подробнее о мониторинге предприятий см. во врезке 7 «Мониторинг предприятий для целей денежно-кредитной политики».

Соотношение рисков для инфляции в базовом прогнозе Банка России было по-прежнему смещено в сторону проинфляционных, хотя присутствовали и отдельные дезинфляционные риски. Основные проинфляционные риски были связаны с более длительным отклонением российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста и сохранением высоких инфляционных ожиданий. Кроме того, отмечался риск ухудшения условий внешней торговли, которое могло иметь проинфляционные эффекты через динамику курса рубля.

К дезинфляционным рискам относилось в первую очередь более значительное замедление роста кредитования и внутреннего спроса под влиянием жестких денежно-кредитных условий. Дезинфляционное влияние могло иметь также улучшение внешних условий в случае снижения геополитической напряженности, вероятность чего немного увеличилась в первой половине 2025 года.

Принимая решения по ключевой ставке, Банк России исходил из объявленных параметров бюджетной политики и учитывал, что ее нормализация в 2025 году будет иметь дезинфляционный эффект. При этом он уточнял, что в случае изменения параметров бюджетной политики может потребоваться корректировка проводимой денежно-кредитной политики.

Банк России продолжал проводить жесткую денежно-кредитную политику. В декабре 2024 года, оценив жесткость денежно-кредитных условий как высокую, Банк России перешел от повышения к поддержанию ключевой ставки на уровне, необходимом для возвращения инфляции к цели в 2026 году.

Сохраняя до июня 2025 года ключевую ставку в размере 21,00% годовых, Банк России не исключал возможности повышения ставки при необходимости. Это было отражено в направленных сигналах, которые Банк России давал в коммуникации по итогам заседаний Совета директоров по ключевой ставке. Вплоть до заседания в апреле 2025 года Банк России сообщал, что будет оценивать целесообразность повышения ставки. В апреле Банк России изменил сигнал на нейтральный, предусматривая возможность как последующего повышения, так и снижения ключевой ставки.

В июне – октябре 2025 года Банк России снижал ключевую ставку, обеспечивая при этом необходимую для возвращения инфляции к цели жесткость денежно-кредитных условий[9]

Большинство показателей устойчивого текущего инфляционного давления, на которые во многом ориентируется Банк России при проведении денежно-кредитной политики, в II–III кварталах 2025 года снизились до 4–6% в пересчете на год с 7–9% в I квартале 2025 года. Этому способствовало замедление роста внутреннего спроса до уровней, более сбалансированных с расширением предложения. Замедление спроса стало следствием жесткой денежно-кредитной политики как через влияние на кредитную и сберегательную активность, так и за счет вклада в поддержку рубля. В апреле – августе 2025 года текущие темпы роста цен замедлялись быстрее, чем ожидал Банк России в апрельском базовом сценарии, а в сентябре они, напротив, несколько повысились, в основном из-за разовых факторов. В среднем в апреле – сентябре 2025 года текущий темп роста цен снизился до 5,4% с.к.г. после 8,1% в I квартале 2025 года.

[9] Банк России 06.06.2025 принял решение установить с 09.06.2025 ключевую ставку на уровне 20,00% годовых, 25.07.2025 – установить с 28.07.2025 ключевую ставку на уровне 18,00% годовых, 12.09.2025 – установить с 15.09.2025 ключевую ставку на уровне 17,00% годовых, 24.10.2025 – установить с 27.10.2025 ключевую ставку на уровне 16,50% годовых.

В динамике цен по отдельным компонентам потребительской корзины сохранялись заметные различия. Так, в сегменте непродовольственных товаров цены росли очень умеренно: темпы прироста цен в среднем за апрель – сентябрь 2025 года составили 2,3% с.к.г. после 3,5% в I квартале 2025 года. Темпы прироста цен на продовольствие в этот период уменьшились до 5,2 с 9,1% в I квартале 2025 года. Рост цен на услуги в апреле – сентябре 2025 года замедлился до 9,5% после 12,5% в I квартале 2025 года. Отчасти столь сильный разброс был связан с тем, что денежно-кредитные условия воздействуют на различные сегменты потребительской активности с разными временны́ми лагами. Так, при высоких кредитных ставках покупки дорогостоящих товаров длительного пользования откладываются чаще, чем покупки иных товаров и услуг. Также на цены в сфере услуг в этот период влияли отдельные разовые факторы, включая повышение регулируемых цен и тарифов и изменение методологии подсчета цен на авиабилеты[10]. По мнению Банка России, сильный разброс может сохраняться еще некоторое время в условиях продолжающейся адаптации экономики к изменению внешних условий и остаточной подстройки относительных цен. Кроме того, неоднородность ценовой динамики была связана с изменением структуры потребления в пользу увеличения доли услуг под влиянием роста доходов населения.

Инфляционные ожидания экономических агентов оставались высокими. Их инерция связана с тем, что инфляция несколько лет была выше цели и общий уровень цен заметно вырос за это время. Тренд на снижение вмененной инфляции, рассчитанной из доходностей инструментов финансового рынка, сохранявшийся с июля 2024 года, в сентябре – октябре развернулся вверх. Ценовые ожидания бизнеса в II–III кварталах практически не менялись, но в октябре компании отреагировали на планы по повышению налогов в 2026 году увеличением ожиданий. Прогнозы аналитического сообщества по инфляции на 2025 год несколько снизились по сравнению с прогнозами, сделанными в первой половине года. Однако на 2026 год они выросли до уровней около 5% после объявления о налоговых новациях. При этом прогнозы профессиональных аналитиков на двухлетнем горизонте остаются устойчиво заякоренными на цели по инфляции. Ожидания граждан по инфляции на год вперед, несмотря на замедление фактической инфляции, почти не снижались. В июне – октябре они оставались на уровне около 13%. Это можно было объяснить повышенной индексацией в июле тарифов ЖКУ, которые занимают существенную долю расходов в потребительской корзине. На динамику ожиданий населения также влияло удорожание бензина летом и осенью. В то же время предстоящее повышение НДС пока не отразилось в динамике инфляционных ожиданий населения. Банк России отмечал, что дальнейшее снижение инфляционных ожиданий является важным условием для сближения инфляции с целью.

Годовая инфляция устойчиво замедлялась под влиянием жесткой денежно-кредитной политики. В июне 2025 года она уменьшилась до 9,4%, в сентябре 2025 года – до 8,0%. С учетом фактических темпов замедления роста цен Банк России в июле снизил прогноз по инфляции на 2025 год до 6–7%, а в октябре сузил этот диапазон до 6,5–7,0%.

Денежно-кредитные условия смягчались, но оставались жесткими в реальном выражении. Несмотря на снижение номинальных ставок под влиянием принимаемых решений по ключевой ставке и пересмотра ожиданий по ее траектории в дальнейшем, кредитные и депозитные ставки и доходности финансовых инструментов в реальном выражении сохранялись на высоких уровнях. Это поддерживало высокую склонность к сбережениям и сдерживало рост кредитной активности.

[10] В 2025 году Росстат изменил методологию наблюдения за ценами на авиабилеты. Ранее стоимость бронирования фиксировалась для билетов с датой вылета через 1 неделю и месяц, с текущего года – через 1–2 месяца. В результате более дорогие летние поездки начали учитываться уже с апреля, разово ускорив рост цен на данную категорию услуг. В августе – сентябре эффект был обратным.

В первом полугодии 2025 года произошел переход к более умеренным темпам роста кредитования экономики. Годовой прирост портфеля необеспеченных потребительских кредитов, с учетом секьюритизированной задолженности, стал отрицательным. Такая динамика складывалась под влиянием как жесткой денежно-кредитной политики, так и макропруденциальных требований. Рост корпоративного кредитования ускорился в III квартале под влиянием произошедшего смягчения денежно-кредитных условий. В августе – сентябре наблюдалось некоторое оживление и в розничном кредитовании. Активность в сегменте ипотечного кредитования несколько возросла, преимущественно по операциям с господдержкой, однако годовые темпы прироста оставались вблизи исторически минимальных уровней.

Дальнейшая подстройка денежно-кредитных условий и тенденции в динамике кредитования будут значимым фактором при принятии решений по ключевой ставке в будущем.

Темпы роста широкой денежной массы были невысокими в II квартале 2025 года в условиях охлаждения кредитной активности, в III квартале ее рост несколько ускорился. При этом рост денежных агрегатов оставался ниже, чем в 2023–2024 годах. К 01.10.2025 годовой темп роста широкой денежной массы уменьшился до 12,2% после 15,0% на начало года.

Внутренний спрос перешел к более умеренным темпам роста. При этом продолжался рост как потребления домохозяйств, так и инвестиционной активности. Предприятия, по опросам, ожидали сохранения инвестиционных вложений в II–III кварталах 2025 года на высоком уровне I квартала 2025 года. При этом в июле планы по наращиванию инвестиций на весь 2025 год несколько улучшились по сравнению с весной этого года. Согласно опросам, большинство компаний ожидали в 2025 году сохранения объема инвестиций на уровне 2024 года, либо его умеренного роста.

Промышленное производство в II квартале 2025 года выросло на 1,0% с.к. к I кварталу 2025 года, в III квартале – сократилось на 0,2% с.к. к уровню II квартала 2025 года. В II квартале сохранялся рост в обрабатывающей промышленности, в основном за счет выпуска инвестиционных товаров. В III квартале наблюдалось сокращение производства промежуточных товаров, из-за чего общий показатель производства в обрабатывающей промышленности снизился на 0,5%.

Потребительский спрос в II квартале 2025 года рос умеренно, увеличившись на 0,4% с.к. к уровню I квартала 2025 года. В июле – августе наблюдалось ускорение до 1,0% с.к. к уровню II квартала 2025 года. При этом в товарном сегменте рост спроса в первые 8 месяцев 2025 года замедлился несколько больше, чем в услугах. По опросам компаний, рост был более выраженным в общественном питании и туризме. Это было фактором более сильного давления на цены в этих сегментах.

На рынке труда сохранялась напряженность. При этом предприятия в июле – октябре несколько реже отмечали нехватку персонала. Большее количество компаний сообщали о полной укомплектованности кадрами. По данным мониторинга предприятий, по сравнению с январем 2025 года во второй половине года компании снижали планы по набору сотрудников. Планы компаний по индексации зарплат в 2025 году также стали более умеренными по сравнению с ожиданиями в начале года. Вместе с тем безработица сохранялась на исторически минимальных уровнях[11], а годовые темпы роста зарплат в среднем по-прежнему были высокими,

[11] В мае – июле 2025 года – 2,2% с.к., в августе 2025 года – 2,1% с.к. (расчеты Банка России на основе данных Росстата).

хотя в апреле – июле они замедлились до 15,2 с 15,8% в среднем за декабрь 2024 – март 2025 года[12]. По оценке Банка России, дальнейшая подстройка рынка труда к замедлению роста спроса может в большей мере отражаться в динамике зарплат и интенсивности использования рабочей силы, а не в показателях безработицы. Большее соответствие роста зарплат и производительности труда, а также меры бизнеса по повышению эффективности труда будут сглаживать напряженность на рынке труда и снижать ее проинфляционное давление.

Принимая решения по ключевой ставке, Банк России исходил из объявленных параметров бюджетной политики. При этом анонсированные Правительством Российской Федерации в сентябре расширение бюджетного дефицита по итогам 2025 года и повышение налогов, сборов и тарифов в 2026 году Банк России учел при обновлении среднесрочного прогноза в октябре.

Оперативные индикаторы в мае – сентябре указывали на замедление роста мировой экономики. Оно связано с уже проявляющимися негативными эффектами от введенных странами импортных пошлин. При этом неопределенность дальнейшего развития ситуации, в том числе в связи с тарифной политикой США, остается высокой. Для российской экономики более низкий рост мировой экономики влечет вероятное снижение цен на экспортные товары. Ориентируясь на прогноз по мировому спросу и увеличение добычи нефти странами ОПЕК+, Банк России закладывал в предпосылки среднесрочного прогноза более низкие цены на нефть, чем в 2023–2024 годах. При этом курс рубля поддерживала жесткая денежно-кредитная политика Банка России.

Проинфляционные риски в июне – октябре по-прежнему преобладали над дезинфляционными. Набор рисков в целом был прежним. При этом несколько снизился по сравнению с началом года риск длительного отклонения роста экономики от сбалансированной траектории. Вместе с тем риск закрепления высоких инфляционных ожиданий в экономике или их роста сохранялся, что при прочих равных означает необходимость поддержания более высокой ключевой ставки для приведения инфляции к цели. Значимыми рисками оставались ситуация на рынке труда, напряженность на котором может долго не снижаться или даже нарастать, ухудшение условий внешней торговли и геополитическая напряженность. Кроме того, в октябре Банк России также отмечал краткосрочные проинфляционные риски, связанные с возможными дополнительными эффектами от повышения налогов и регулируемых тарифов сверх того, что уже учтено в базовом прогнозе.

Среди дезинфляционных рисков Банк России выделял прежде всего чрезмерное охлаждение внутреннего спроса.

Банк России в июне перешел к снижению ключевой ставки. Накопилось достаточно данных, которые подтверждали устойчивость тенденций в экономике, ведущих к снижению инфляции к 4%. При неизменности ставки жесткость денежно-кредитных условий могла бы нарастать на фоне существенного замедления текущего инфляционного давления и стать избыточной.

В июне Банк России снизил ключевую ставку с 21,00 до 20,00% годовых. В июле, приняв во внимание дальнейшее замедление текущего роста цен, в том числе в его устойчивой части, дополнительные признаки смягчения ситуации на рынке труда, а также продолжающееся охлаждение внутреннего спроса в экономике, Банк России снизил ключевую ставку до 18,00%

[12] Сравнение с показателем, усредненным за 4 месяца, представляется более правильным, чем сравнение с I кварталом 2025 года, когда динамика зарплат сильно отличалась от обычной для этого времени года из-за переноса премиальных выплат с марта 2025 на декабрь 2024 года.

годовых. С учетом реализовавшегося снижения инфляции и замедления роста экономической активности Банк России в меньшей степени, на 1 п.п., снизил ключевую ставку в сентябре – до 17,00% годовых. При этом он исходил из необходимости действовать аккуратно при принятии решений, оценивая дальнейшую подстройку денежно-кредитных условий, в особенности учитывая оживление кредитной активности в июле – августе, а также сохраняющиеся проинфляционные риски. В октябре Банк России уменьшил ключевую ставку на 50 б.п., до 16,50% годовых. Одновременно регулятор обновил среднесрочный прогноз, несколько увеличив по сравнению с июлем прогноз инфляции на 2026 год до 4–5%. Верхняя граница диапазона показывает возможное превышение инфляцией 4% в связи с запланированной на 2026 год индексацией тарифов на ЖКУ на величину выше, чем общая инфляция, и эффектами от повышения налогов и сборов. При этом Банк России отмечал, что в среднесрочной перспективе финансирование расходов за счет повышения налогов будет способствовать сбалансированности бюджета, в отличие от финансирования за счет заимствований. Следовательно, влияние повышения налогов будет дезинфляционным.

Принимая решения о снижении ключевой ставки в июне – октябре, Банк России подчеркивал, что для того, чтобы вернуть инфляцию к цели и закрепить ее вблизи целевого уровня, необходим длительный период жестких денежно-кредитных условий. При этом достаточная жесткость может быть поддержана и при снижении ключевой ставки, если одновременно снижаются текущие темпы роста цен и совокупность инфляционных ожиданий в экономике.

Учитывая преобладание проинфляционных рисков, Банк России в июне – октябре давал нейтральный сигнал о дальнейших решениях по ключевой ставке, предполагая возможность пауз в ее снижении.

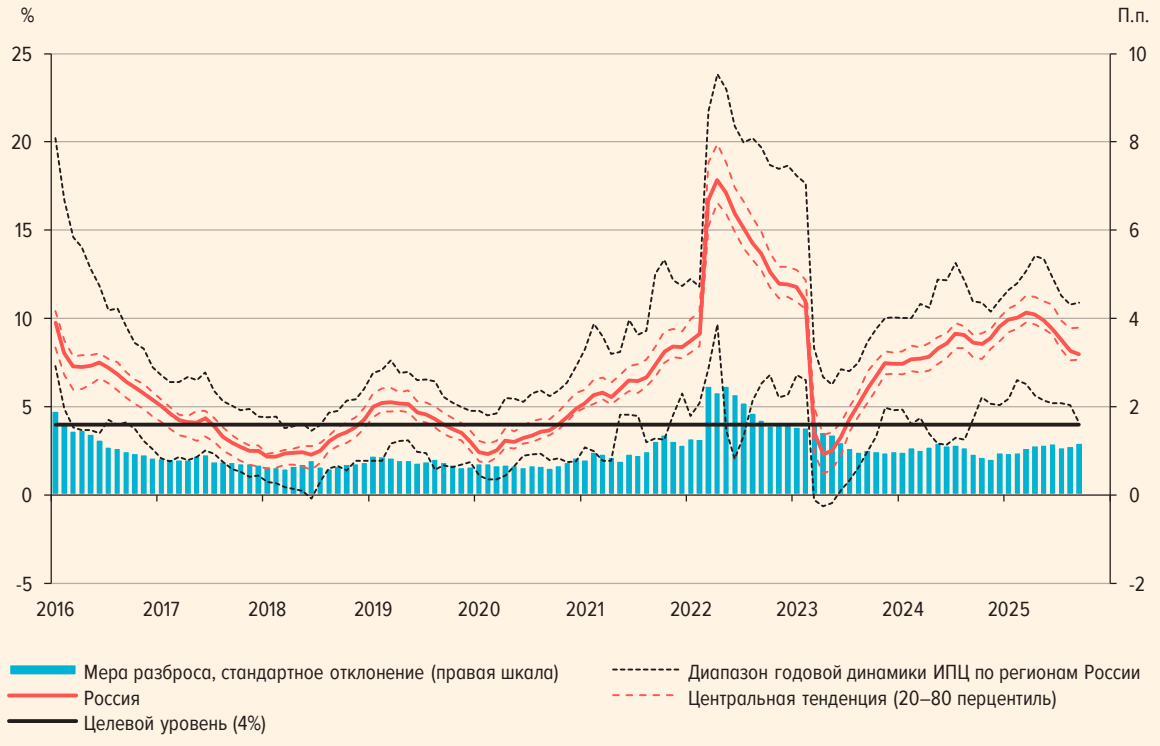
ВРЕЗКА 6. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ В РЕГИОНАХ

Инфляция в регионах может различаться, особенно в периоды высокой инфляции. При замедлении инфляции в России в целом снижается и разброс региональной инфляции. Банк России проводит единую для всех регионов денежно-кредитную политику

Целевой уровень годовой инфляции составляет 4% и определен для показателя по России в целом. Региональные показатели инфляции могут значительно отклоняться от общестранового тренда в периоды экономической нестабильности, но при возвращении темпов роста цен к целевому уровню происходит их сближение. Разброс становится минимальным, поскольку достижение макроэкономической стабильности на федеральном уровне (в большинстве регионов) способствует стабилизации динамики цен в субъектах страны, где влияние шоковых изменений в экономике проявлялось сильнее. Например, в период 2016–2019 годов, когда средняя инфляция по стране была вблизи 4%, стандартное отклонение показателей региональных темпов роста потребительских цен находилось в диапазоне от 0,6 до 0,9 процентного пункта. При высокой инфляции в 2021–2023 годах стандартное отклонение увеличилось в среднем до 1,4 процентного пункта. В январе 2024 – сентябре 2025 года оно сократилось до 1,1 п.п., но относительно периода поддержания инфляции вблизи цели оставалось высоким.

На скорость сближения региональной инфляции со средним уровнем по России влияют структурные факторы – географические, социально-культурные, административные и прочие особенности регионов. Они предопределяют структуру экономики. От этого в свою очередь зависят временные лаги воздействия трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики на инфляцию в конкретном субъекте, а также реакция региональных цен на общеэкономические шоки. Например, в январе 2024 – сентябре 2025 года в условиях снижения урожая картофеля цены на него в субъектах страны менялись по-разному.

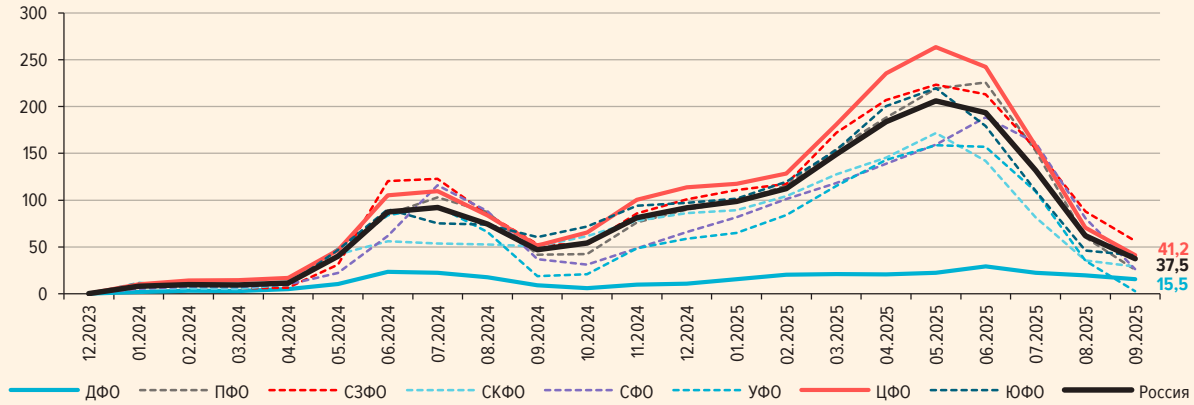
РАЗБРОС ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ В РЕГИОНАХ ОТНОСИТЕЛЬНО ДИНАМИКИ ПО РОССИИ *Рис. 6.1*



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ЦЕН НА КАРТОФЕЛЬ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ОКРУГАМ ПО ОТНОШЕНИЮ К ДЕКАБРЮ 2023 ГОДА = 0 *Рис. 6.2*

(%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Так, в январе 2024 – мае 2025 года сильнее всего картофель подорожал в ЦФО (в 3,6 раза). Наименьший прирост цен наблюдался в ДФО (22%). Различия в основном были связаны с географией импортных поставок. Структура импорта картофеля (по странам) в западных регионах России отличается от структуры в восточных. На неоднородность также повлияли запасы картофеля и доля импортной продукции. В регионах, где ранее преимущественно потреблялся относительно дешевый отечественный картофель, после увеличения доли дорогого импорта (из-за снижения урожая в 2024 году) цены значительно возросли. При этом менее всего изменились цены в регионах, где зарубежный картофель и ранее составлял существенную долю. В июле – сентябре 2025 года, после появления нового урожая отечественного картофеля, цены на него по России в среднем снижались, а разброс годовых темпов роста цен по регионам значительно сократился.

Аналогичным образом структурные факторы определяют влияние и других экономических шоков на динамику цен в регионах. В результате возникает неоднородность. Она может наблюдаться как в краткосрочном периоде, когда экономика еще не успела подстроиться под изменения, так и в долгосрочном при ее нахождении вблизи траектории сбалансированного роста (равновесия).

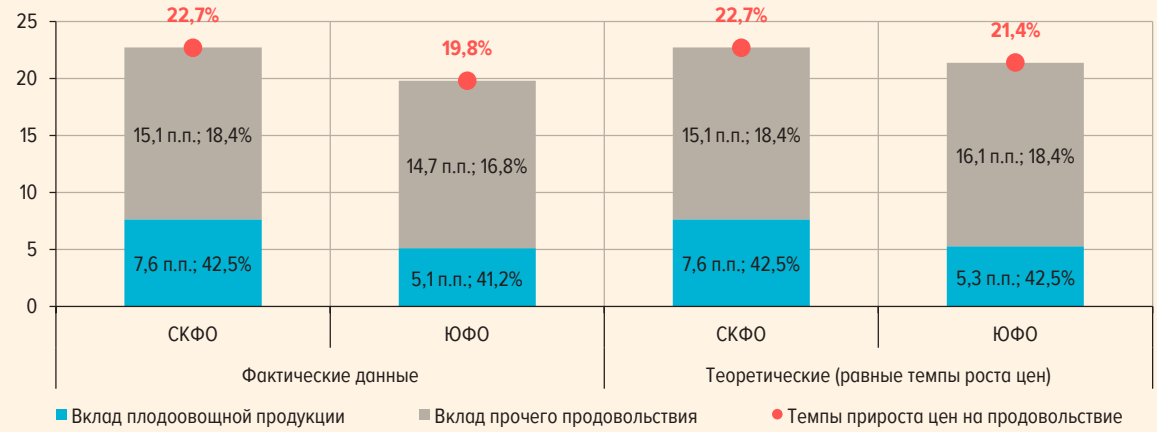
В краткосрочном периоде неоднородность темпов роста цен возникает по двум причинам.

Из-за уже сложившихся различий в структуре потребительской корзины. Это хорошо заметно в периоды резких изменений. Например, в марте 2022 года самые высокие темпы роста цен на продовольствие среди федеральных округов наблюдались в СКФО. Определяющим фактором стала доля плодоовощной продукции в структуре потребления населения (8,2% по сравнению с 4,6% по России), которая по всей стране дорожала повышенными темпами. Так, при почти равных темпах роста цен на плодоовощную продукцию в СКФО и ЮФО преимущественно из-за различий в структуре потребления (доля – 8,2% против 5,2%) вклад этого фактора в темпы роста цен на продовольствие в СКФО оказался в 1,5 раза больше (7,6 п.п. против 5,1 п.п. в ЮФО).

Если бы рост цен на плодоовощную продукцию и прочее продовольствие в ЮФО был равен наблюдаемому в СКФО, то из-за разницы в структуре потребления общий рост цен на продовольствие в марте 2022 года в СКФО превышал бы динамику в ЮФО на 1,3 п.п. (вклад овощей и фруктов в СКФО был бы на 2,3 п.п. больше, а прочего продовольствия на 1,0 п.п. меньше, чем в ЮФО).

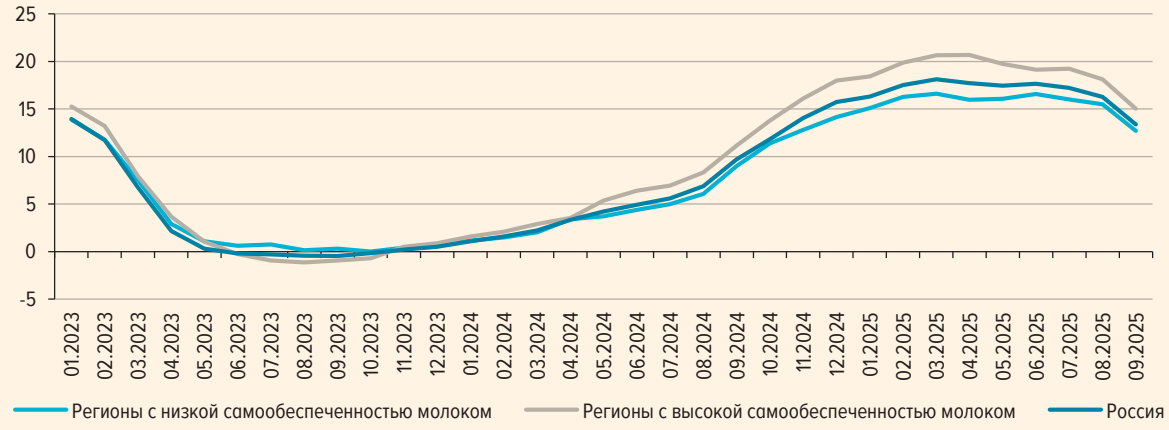
Из-за отклонения темпов роста цен на конкретные товары и услуги ввиду территориальных особенностей. Например, из-за близости к азиатским рынкам рост цен на непродовольственные товары на Дальнем Востоке в 2022 году был ниже, чем по стране. Влияние этого фактора хорошо заметно в марте 2022 года. Меньшими темпами дорожали инструменты и оборудование (21,8% против 31,6% г/г по России), телерадиотовары (33,7% против 42,1% г/г), электротовары и бытовые приборы (34,4% против 38,5% г/г).

ВКЛАД ПЛОДООВОЩНОЙ ПРОДУКЦИИ В ПРИРОСТ ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ В ЮФО И СКФО В МАРТЕ 2022 ГОДА *Рис. 6.3*



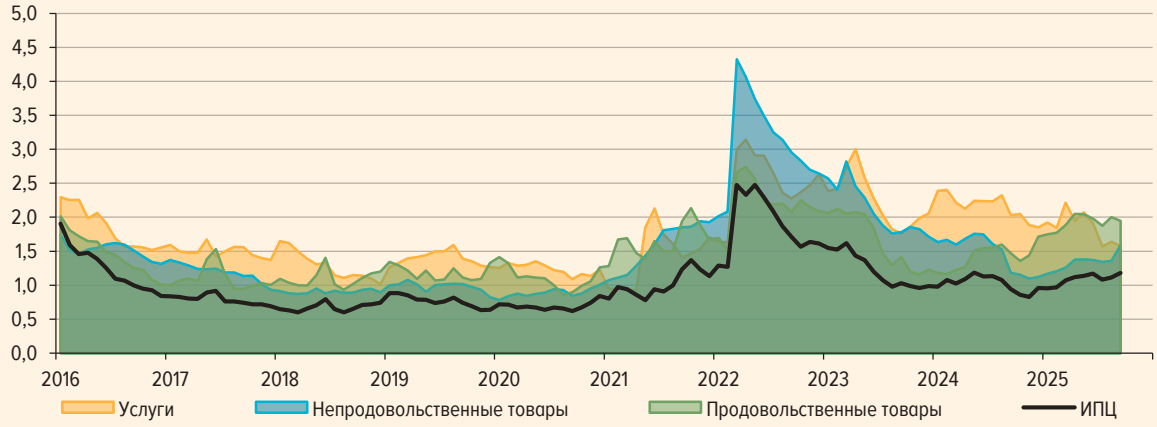
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ГОДОВЫЕ ТЕМПЫ ПРИРОСТОВ ЦЕН НА МОЛОКО И МОЛОЧНУЮ ПРОДУКЦИЮ (ВЫБОРКА ИЗ 20 РЕГИОНОВ) *Рис. 6.4*
(%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

МЕРА РАЗБРОСА (СТАНДАРТНОЕ ОТКЛОНЕНИЕ) РЕГИОНАЛЬНЫХ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ЦЕН (Г/Г)* *Рис. 6.5*
(П.П.)



** За исключением данных по г. Севастополю и Республике Крым за 2016–2017 годы.*
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Аналогичным образом территориальные особенности проявляются в динамике цен на продовольствие. Например, во второй половине 2024 – первой половине 2025 года темпы роста цен на молоко и молочную продукцию в регионах с высокой самообеспеченностью превышали общероссийские (номинально, в рублях, цены оставались ниже). Неоднородность возникла из-за различий в структуре розничных цен. В регионах с высокой самообеспеченностью ее значительная часть формируется из стоимости сырого молока. В регионах с низкой самообеспеченностью существенную долю розничной цены составляют затраты на логистику и издержки сферы обращения, так как молочная продукция поставляется из других субъектов или импортируется. Рост цен на молочную продукцию во второй половине 2024 года в основном был связан с ростом стоимости сырого молока. Перенос его удорожания в цены конечной продукции наблюдался во всех регионах, но регионы с низкой самообеспеченностью это затронуло слабее из-за значительной доли других компонентов в структуре розничной цены. В результате в регионах с высокой самообеспеченностью молоко и молочная продукция подорожали сильнее, чем в регионах с низкой.

В 2020–2025 годах из-за усиления влияния экономических шоков неоднородность (стандартное отклонение) приростов потребительских цен в регионах увеличилась и оставалась высокой относительно стабильного периода 2016–2019 годов. Пик неоднородности наблюдался в 2022 году, сильнее всего – в сегменте непродовольственных товаров. Затем, по мере ослабления воздействия шоков на экономику и под влиянием денежно-кредитной политики, разброс (стандартное отклонение) цен снижался.

В январе – августе 2025 года стандартное отклонение региональных темпов роста цен на непродовольственные товары находилось вблизи уровня 2016–2019 годов, в сентябре 2025 года – несколько выше, в основном из-за разницы приростов цен на нефтепродукты по регионам. В продовольствии, где в 2024 году возникали шоки предложения (на рынке молочной продукции, овощей и фруктов, мясопродуктов, кофе), эффект которых в 2025 году еще не исчерпался, стандартное отклонение прироста цен в регионах оставалось в среднем выше уровня 2016–2019 годов. Мера разброса в услугах также оставалась высокой, на что в том числе повлияли различия в потребительской активности и степени перегрева рынка труда в регионах.

В долгосрочной перспективе неоднородность возникает, когда инфляция в целом по России длительное время находится на целевом уровне, а экономика – в равновесном состоянии. Если в этот период рассмотреть темпы роста потребительских цен по регионам, они могут незначительно отличаться от 4%. Такие отклонения называют устойчивыми (структурной инфляцией).

Базовой макроэкономической концепцией при анализе структурной инфляции является закон единой цены[1]. На практике экономисты исследуют эффекты, приводящие к нарушению закона (отклонению цен от паритета).

Например, эффект Балассы – Самуэльсона, который проявляется в том, что рост производительности труда в торгуемом секторе в отдельных регионах ведет к росту зарплат в торгуемом секторе этих регионов относительно более высокими темпами без влияния на конечную стоимость производимой продукции. Как следствие, укоряется рост всех зарплат, в том числе и в неторгуемых секторах – например, в услугах. Это ведет к ускорению роста цен на услуги и ИПЦ в целом. Косвенным подтверждением того, что темпы роста цен на услуги более разнородны в зависимости от региональных факторов, являются высокие значения меры их разброса относительно продовольственных и непродовольственных товаров, в том числе в 2017–2019 годах, когда инфляция находилась вблизи целевого уровня.

Банк России уделяет особое внимание анализу причин возникновения региональной неоднородности динамики инфляции. Подробнее об этом можно прочитать в аналитической записке на сайте Банка России «Региональная неоднородность экономики России и работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики». С выводами региональных подразделений Банка России о неоднородности темпов роста цен в 2020–2025 годах можно ознакомиться в выпуске № 36 доклада «Региональная экономика: комментарии ГУ».

[1] Согласно закону единой цены, торгуемые (перемещаемые) товары в регионах продаются по одинаковой цене, скорректированной на транзакционные издержки. Если цены в каких-то регионах сильно различаются, возникает арбитраж (возможность покупать в одном регионе дешево и продавать в другом дорого), что приводит к выравниванию цен.

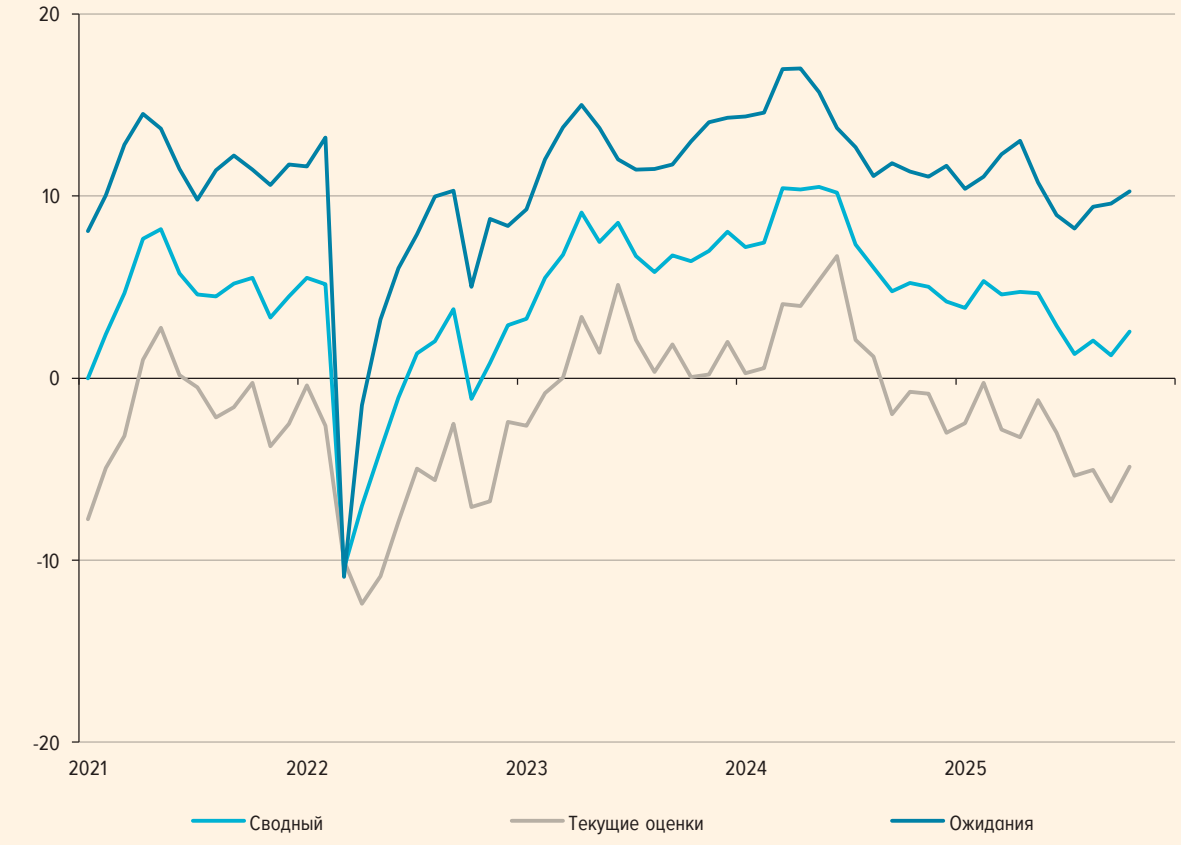
ВРЕЗКА 7. МОНИТОРИНГ ПРЕДПРИЯТИЙ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Банк России использует результаты мониторинга предприятий как опережающие индикаторы экономической ситуации при подготовке решений по денежно-кредитной политике

В целях анализа экономической активности Банку России важно понимать текущие тенденции. Для этого Банк России использует результаты опросов, поскольку официальная статистика поступает со значительными временными лагами. Банк России на регулярной основе проводит опросы предприятий: стандартизированный – по широкой выборке (ежемесячный мониторинг предприятий[1]) и более гибкий – по усеченной выборке (оперативный опрос[2]). Их результаты остаются одним из основных источников актуальной информации о ситуации в экономике при подготовке Банком России решений по ключевой ставке.

Анализ сводного индикатора бизнес-климата Банка России (ИБК) позволяет формировать представление о дальнейшей траектории экономического развития. ИБК содержит текущие оценки предприятий по производству и спросу, а также краткосрочные ожидания по их изменению. В 2025 году динамика сводного ИБК была разнонаправленной и свидетельствовала об умеренном росте деловой активности. Для сравнения: в октябре сводный ИБК составил 2,6 п., в сентябре – 1,2 п.; в III, II и I кварталах 2025 года – 1,5, 4,1 и 4,6 п. соответственно; в IV и III кварталах 2024 года – 4,8 и 6,1 п. соответственно.

ИНДИКАТОР БИЗНЕС-КЛИМАТА БАНКА РОССИИ *Рис. 7.1*
(П., С.К.)



Источник: расчеты Банка России.

[1] Регулярные опросы более 15 тыс. предприятий промышленности, строительства, транспортировки и хранения, сельского хозяйства, торговли, услуг.

[2] Оперативные опросы около 1300 компаний.

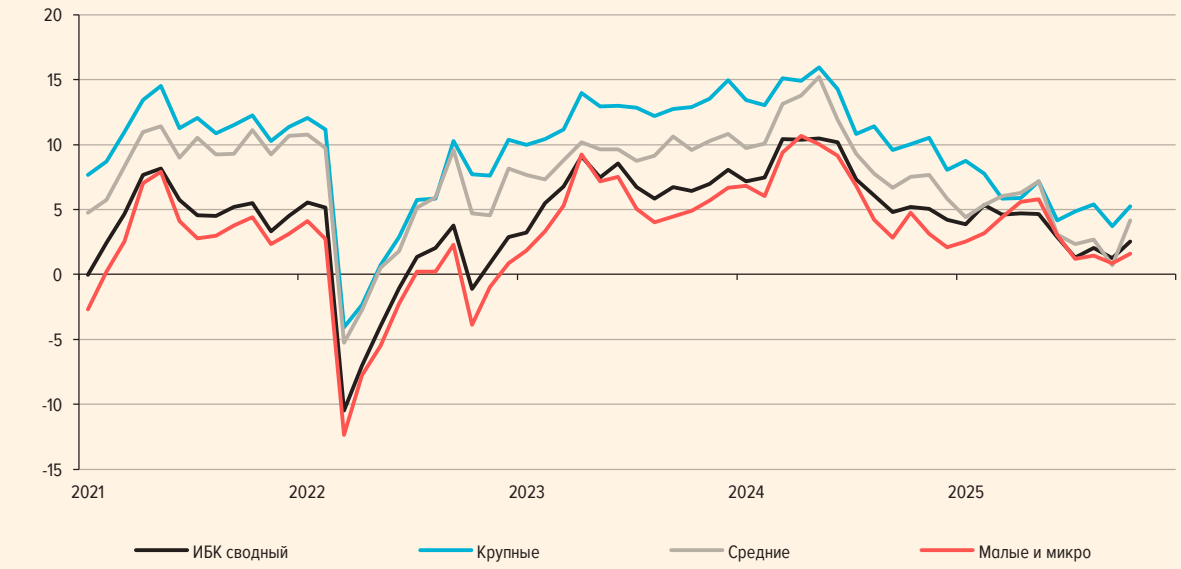
Текущие оценки ИБК в октябре увеличились после заметного снижения в предыдущем месяце и приблизились к уровням июля – августа 2025 года. Краткосрочные ожидания компаний повышались третий месяц подряд (10,3 п. в октябре). Среди основных факторов, ограничивающих текущую деятельность предприятий, респонденты отмечали рост издержек (26%) и дефицит кадров (17%). Это отражало сохраняющийся дефицит физических ресурсов в экономике для производства товаров и услуг.

В разрезе групп предприятий (крупные; средние; малые и микро) динамика сводного ИБК в октябре определялась увеличением оценок делового климата у всех групп предприятий, при этом наиболее заметным в группе средних предприятий.

СЛОЖНОСТИ, ОГРАНИЧИВАЮЩИЕ ТЕКУЩУЮ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ* *Рис. 7.2*
(ДОЛЯ ОТВЕТОВ К ОБЩЕМУ ЧИСЛУ УЧАСТНИКОВ ОПРОСА, %)

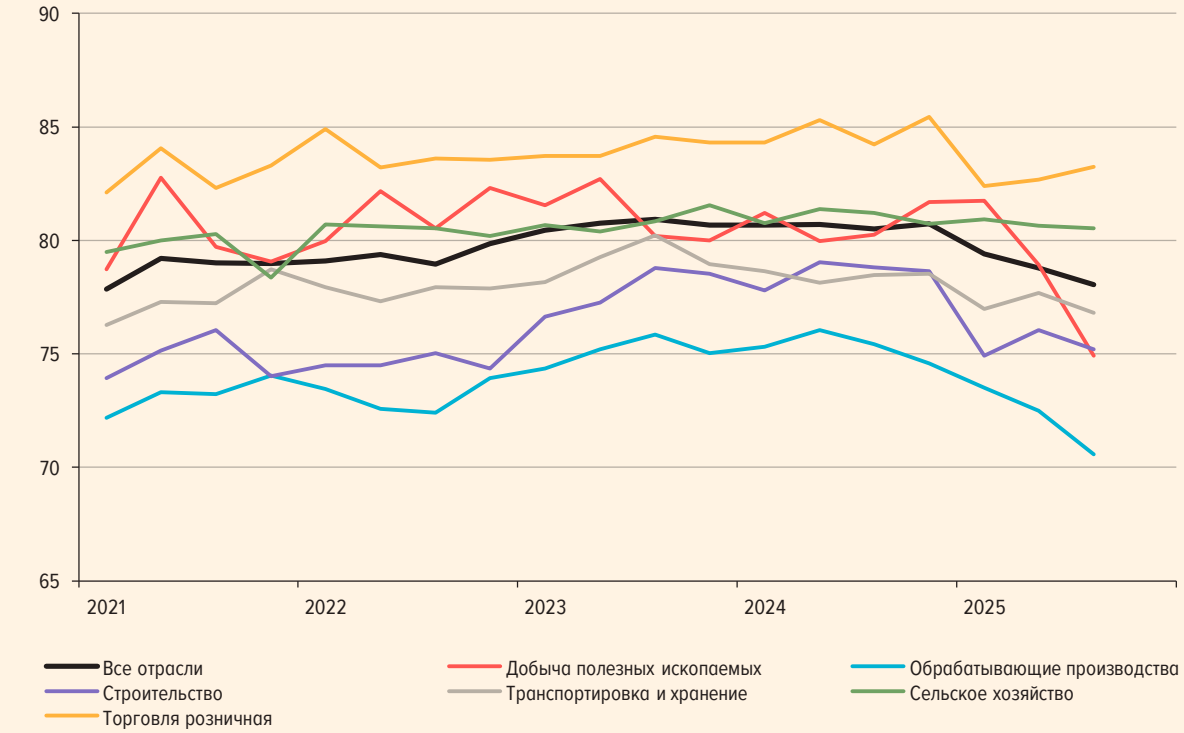
* *Новый вопрос (введен с апрельского опроса 2025 года).*
Источник: расчеты Банка России.

ИНДИКАТОР БИЗНЕС-КЛИМАТА БАНКА РОССИИ ПО ГРУППАМ ПРЕДПРИЯТИЙ *Рис. 7.3*
(П., С.К.)



Источник: расчеты Банка России.

УРОВЕНЬ ЗАГРУЗКИ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ МОЩНОСТЕЙ *Рис. 7.4*
(%, С.К.)



Источник: расчеты Банка России.

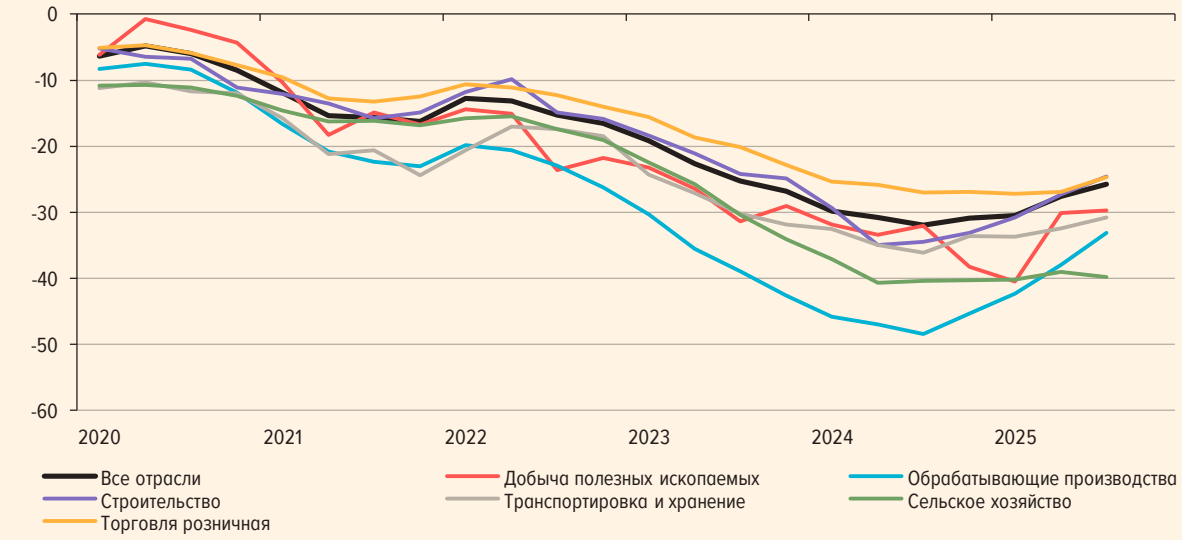
Динамика деловой активности по отраслям в 2025 году складывалась разнонаправленно. В сфере услуг и оптовой торговле после ее повышения в январе – мае наблюдалось ухудшение оценок в июне – сентябре. Одной из причин этого изменения в торговле было усиление конкуренции, в том числе со стороны маркетплейсов, и коррекция оценок ожидаемого спроса у компаний в розничном и оптовом сегментах. В строительстве значения ИБК в январе – октябре 2025 года были ниже значений за 2024 год, что отчасти было обусловлено завершением программы безадресной льготной ипотеки на новостройки и высокими ставками по рыночной ипотеке. В сельском хозяйстве ИБК традиционно оставался максимальным среди отраслей, в том числе благодаря мерам государственной поддержки АПК.

Загрузка мощностей в III квартале 2025 года продолжила снижаться и составила 78% (78,8% в II квартале 2025 года), однако остается выше значений 2017–2019 годов. Уменьшение загрузки отмечалось почти во всех отраслях, особенно в добыче полезных ископаемых, обрабатывающих производствах, выпускающих товары инвестиционного и промежуточного назначения. При этом в ряде отраслей загрузка мощностей выросла (торговля автотранспортом, розничная торговля, сфера услуг, электроэнергетика и водоснабжение).

В рамках мониторинга предприятий Банк России особое внимание уделяет показателям рынка труда, в частности росту расходов на оплату труда как одному из проинфляционных факторов. Для этого в дополнение к показателям обеспеченности персоналом и ожиданиям изменения численности занятых на следующий квартал с марта 2025 года в состав опросной анкеты были включены вопросы, ответы на которые позволяют оценить ожидаемое изменение расходов на оплату труда (количественный параметр) и значимость (вклад) этих расходов в ожидаемом росте цен на продукцию предприятий.

Проблема дефицита кадров сохранилась в 2025 году, но наметилось снижение ее остроты практически во всех отраслях, за исключением сельского хозяйства. При этом в сельском хозяйстве дефицит кадров остается одним из максимальных среди отраслей. Обеспеченность кадрами в III квартале 2025 года снизилась в целом по экономике до -25,7 п. – это выше исторического минимума, зафиксированного в III квартале 2024 года.

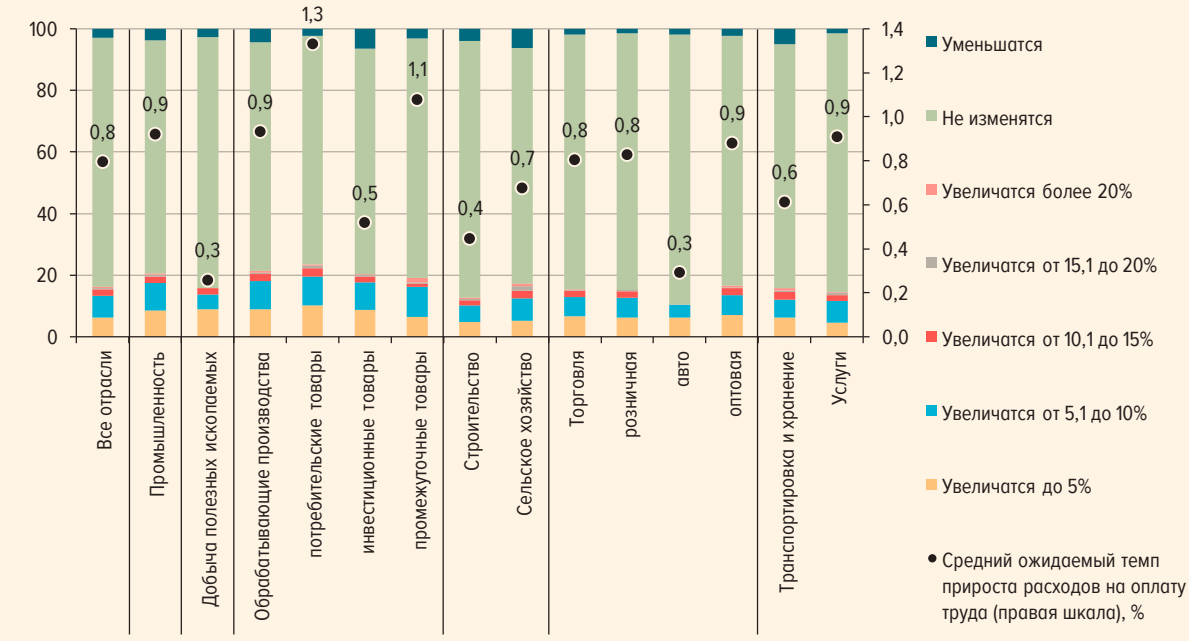
ОЦЕНКИ ОБЕСПЕЧЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ РАБОТНИКАМИ ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ *Рис. 7.5*
(БАЛАНС, П., С.К.)



Источник: расчеты Банка России.

Повышение зарплат сотрудников остается одним из основных способов удержания кадров на предприятиях. При этом данные опросов свидетельствуют о том, что размер индексации становится более умеренным и ее проинфляционное давление постепенно снижается. Так, в целом по экономике ожидаемый в IV квартале 2025 года размер повышения зарплат составил 0,8%. Среди отраслей максимальный размер индексации зарплат в IV квартале 2025 года предполагается в обрабатывающих производствах, выпускающих потребительские (1,3%) и промежуточные товары (1,1%).

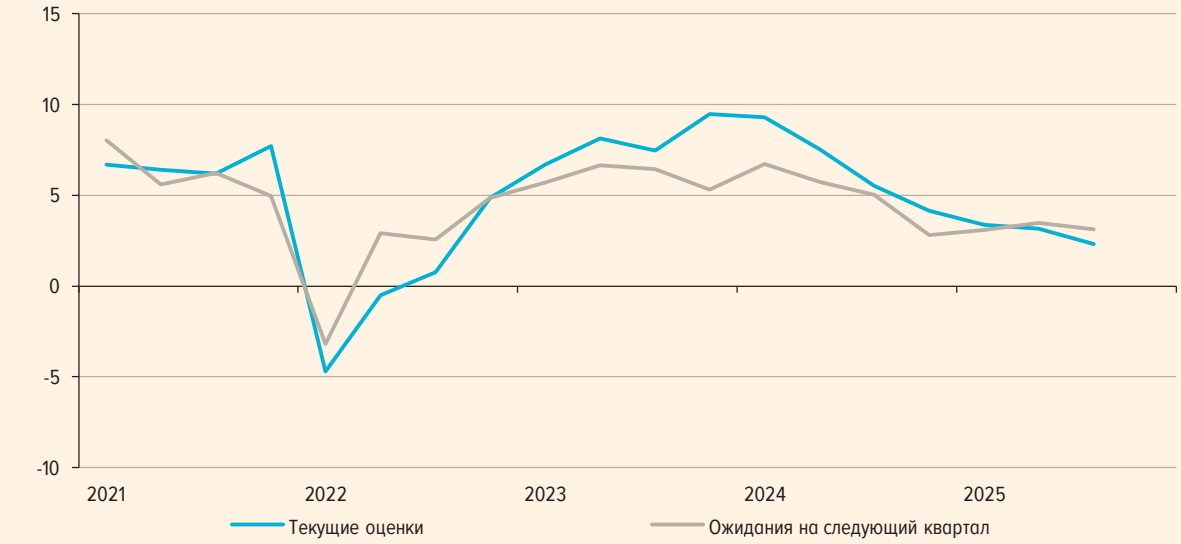
ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО ИЗМЕНЕНИЮ РАСХОДОВ НА ОПЛАТУ ТРУДА В IV КВАРТАЛЕ 2025 ГОДА *Рис. 7.6*
(В % К ОБЩЕМУ ЧИСЛУ ОТВЕТИВШИХ)



Источник: расчеты Банка России.

ОЦЕНКИ ИЗМЕНЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ
(П., С.К.)

Рис. 7.7



Источник: расчеты Банка России.

Существенно дополняют предположения Банка России о будущей траектории развития экономики оценки предприятиями текущей инвестиционной активности и ожидания ее изменения на ежеквартальной основе. Так, оценки изменения инвестиционной активности в III квартале 2025 года составили 2,3 п. (3,2 п. в II квартале 2025 года). Это указывает на продолжение роста инвестиций, но более умеренными темпами, чем в предыдущем квартале и в 2024 году в среднем. Рост инвестиций наиболее заметно замедлился в добыче полезных ископаемых. В сельском хозяйстве, строительстве, торговле и электроэнергетике инвестиции, наоборот, росли более высокими темпами. Среди факторов, ограничивающих инвестиционную активность предприятий, существенно выросло влияние неопределенности экономической ситуации, ограничений по объему собственных средств для финансирования инвестиций, а также сдержанного спроса на продукцию предприятий. Стоимость кредитных средств находится лишь на четвертом месте в перечне сдерживающих факторов.

При принятии решений по денежно-кредитной политике регулятор также анализирует ценовые ожидания бизнеса (подробнее о динамике ценовых ожиданий предприятий см. в приложении 5 «Инфляционные ожидания экономических агентов»). Этот показатель рассчитывается ежемесячно на основе ответов руководителей предприятий на вопрос анкеты «Как изменятся в следующие 3 месяца цены на готовую продукцию (услуги) предприятия?» (варианты ответов: «увеличатся», «не изменятся», «уменьшатся»). Ценовые ожидания являются важным показателем реакции бизнеса на проводимую денежно-кредитную политику и могут быть использованы как один из индикаторов будущей траектории инфляции, особенно в торговле.

Банк России продолжает проводить разносторонние исследования и расширять направления использования данных мониторинга при оценке деловой активности и разрыва выпуска, рынка труда и инвестиционной активности, а также ценовых ожиданий предприятий.

ВРЕЗКА 8. ИЗМЕНЕНИЯ БАНКОВСКОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В 2023–2025 ГОДАХ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ

Подстройка банков к плановому выходу из послаблений в части норматива краткосрочной ликвидности и надбавок к достаточности капитала, а также к ужесточению макропруденциальной политики привела к автономному ужесточению денежно-кредитных условий. Принимая решения по ключевой ставке, Банк России учитывал влияние банковского регулирования на ставки по банковским продуктам и динамику кредитно-депозитных агрегатов

Банк России во второй половине 2024 года проводил жесткую денежно-кредитную политику, чтобы сбалансировать рост спроса с предложением в российской экономике и обеспечить снижение инфляции. Вместе с тем в IV квартале 2024 года впервые на денежно-кредитные условия значительно повлияли автономные от денежно-кредитной политики факторы: плановая нормализация банковского регулирования в части выхода из послаблений по нормативу краткосрочной ликвидности (НКЛ) и восстановления надбавок к достаточности капитала, а также ужесточение макропруденциальной политики[1].

На протяжении 2024 года происходила плановая нормализация регулирования после периода регуляторных послаблений, введенных в 2022 году[2]. Одновременно продолжалось ужесточение макропруденциальной политики в ответ на усиление рисков в финансовой системе, связанных с кредитным перегревом и ростом долговой нагрузки заемщиков. Эти изменения главным образом касались норматива ликвидности, надбавок к нормативам достаточности капитала, макропруденциальных надбавок к коэффициентам риска и макропруденциальных лимитов в отношении розничных кредитов[3].

Банки должны были начать заранее приспосабливаться к нормализации банковского регулирования и ужесточению макропруденциальной политики. При этом к середине IV квартала 2024 года кредитная активность оставалась высокой, преимущественно в корпоративном сегменте. Это во многом было связано с сохранением высокого спроса на заемные средства, в основном со стороны нефинансовых организаций (в частности, застройщиков и компаний, реализующих уже начатые инвестиционные проекты). В сочетании со стремлением отдельных банков увеличить свою долю на рынке это привело к тому, что банковский сектор заметно исчерпал запасы по нормативам достаточности капитала и высоколиквидным активам, включаемым в НКЛ.

В IV квартале 2024 года банки столкнулись с необходимостью интенсивно приспосабливаться к нормализации банковского регулирования и ужесточению макропруденциальной политики в условиях низкого запаса по нормативам

В частности, обратной стороной активного наращивания банками кредитного портфеля в течение года был рост их обязательств перед клиентами. Это привело к увеличению показателя ожидаемых оттоков денежных средств, тогда как соответствующего роста высоколиквидных активов при этом не происходило. Сложившаяся в результате структура активов и пассивов банков оказывала давление на НКЛ. При этом сохранялись ожидания дальнейшего повышения ключевой ставки. В связи с этим клиенты были готовы размещать средства только на короткие сроки. Для соблюдения НКЛ банки вынуждены были наращивать привлечение средств с помощью кредитов Банка России в рамках основного механизма рефинансирования под залог нерыночных активов, однако и этот способ улучшения норматива был близок к исчерпанию: отдельные банки использовали до 100% такого обеспечения.

---

[1] Описание того, как регулирование банков влияет на денежно-кредитные условия, приводится во врезке 5 «Денежно-кредитная политика и поддержание устойчивости финансового сектора».

[2] Меры Банка России по поддержке финансового сектора от 25.02.2022 в части норматива краткосрочной ликвидности, поддержке кредитных организаций от 28.02.2022 и поддержке финансового сектора и кредитования экономики от 15.04.2022.

[3] Более подробно см. следующие пресс-релизы на сайте Банка России: «Частичная отмена послаблений, новые меры поддержки банков и отдельные изменения в банковском регулировании в 2023 году»; «Банк России устанавливает порядок выхода из послабления по нормативу краткосрочной ликвидности и предоставляет безотзывные кредитные линии»; «Банк России принял ряд решений по банковскому регулированию»; «Банк России принял ряд решений по макропруденциальным требованиям в отношении необеспеченных потребительских кредитов»; «Банк России принял решения по макропруденциальным надбавкам по ипотечным кредитам и кредитам крупным компаниям с повышенной долговой нагрузкой»; «Банк России принял ряд решений по макропруденциальной политике».

Вследствие возросшей потребности в фондировании обострилась конкуренция за клиентские средства среди системно значимых банков. В результате рост общего уровня депозитных ставок опережал повышение ключевой ставки. Ставки увеличивали также и не системно значимые кредитные организации, чтобы избежать оттока средств.

В ноябре – декабре 2024 года рост депозитных ставок транслировался и в ставки по кредитам. Расширению спреда кредитных ставок к ставкам денежного рынка способствовал не только рост стоимости фондирования, но и необходимость повышения достаточности капитала, а также более консервативный подход банков к оценке рисков заемщиков, выражающийся в том числе в значительном увеличении премий, которые банки включали в кредитные ставки для своих клиентов – конечных заемщиков.

Таким образом, адаптация банков к выходу из регуляторных послаблений и макропруденциальные меры привели к автономному ужесточению денежно-кредитных условий, не связанному с фактической и прогнозируемой динамикой ключевой ставки.

В частности, это было обусловлено тем, что отдельным банкам требовалось больше времени для подстройки к выходу из регулятивных послаблений на фоне активного роста кредитного портфеля. И несмотря на то что в конце 2024 года Банк России находился в цикле ужесточения денежно-кредитной политики, автономный рост ставок по кредитам и депозитам затруднял сонаправленное изменение ставок на сопоставимые сроки и снижал предсказуемость спредов между ними. Это в свою очередь влияло на трансмиссию денежно-кредитной политики и базисный риск для кредитных организаций как один из источников процентного риска.

В дополнение к росту ставок, создавшему условия для охлаждения спроса на кредиты, необходимость приспосабливаться к восстановлению уровня нормативов достаточности и ужесточению макропруденциальной политики привела к изменениям на стороне предложения кредитов. В IV квартале 2024 года произошло ужесточение неценовых условий кредитования, и банки стали придерживаться стратегии умеренного и рационального использования капитала при формировании кредитных планов. При этом банки избегали повышения аппетитов к риску, что ограничивало их возможности по дальнейшему активному расширению кредитования.

Таким образом, в условиях выхода из регуляторных послаблений и ужесточения макропруденциальной политики и связанного с ним автономного ужесточения денежно-кредитных условий к концу 2024 года сформировались предпосылки для значительного охлаждения кредитной активности в 2025 году. Сложившееся ужесточение денежно-кредитных условий фактически было равнозначно повышению ключевой ставки до 24% годовых или выше[4] – уровня, заметно превосходящего необходимый для замедления инфляции.

Поэтому к концу 2024 года Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21% годовых, а также реализовал меры для более плавного выхода кредитных организаций из действовавших послаблений в нормативном регулировании.

Для смягчения реакции банков на нормализацию норматива краткосрочной ликвидности Банк России в ноябре – декабре 2024 года временно расширил возможности использования системно значимыми банками безотзывной кредитной линии (БКЛ) для соблюдения НКЛ[5], а именно: изменил график перехода системно значимых банков на соблюдение НКЛ за счет собственных высоколиквидных активов[6]. Улучшению ситуации с соблюдением норматива, в том числе за счет роста доли стабильных клиентских средств, способствовало поступление в экономику в конце 2024 – начале 2025 года крупных бюджетных расходов и их распределение по счетам организаций и населения в банках. В результате автономное ужесточение денежно-кредитных условий, связанное с влиянием нормативов ликвидности, постепенно ослабло в I квартале 2025 года. Это выразилось в том числе в снижении спредов ставок по депозитам и кредитам к ставкам денежного рынка, так что влияние на трансмиссию денежно-кредитной политики постепенно было устранено в первой половине 2025 года.

---

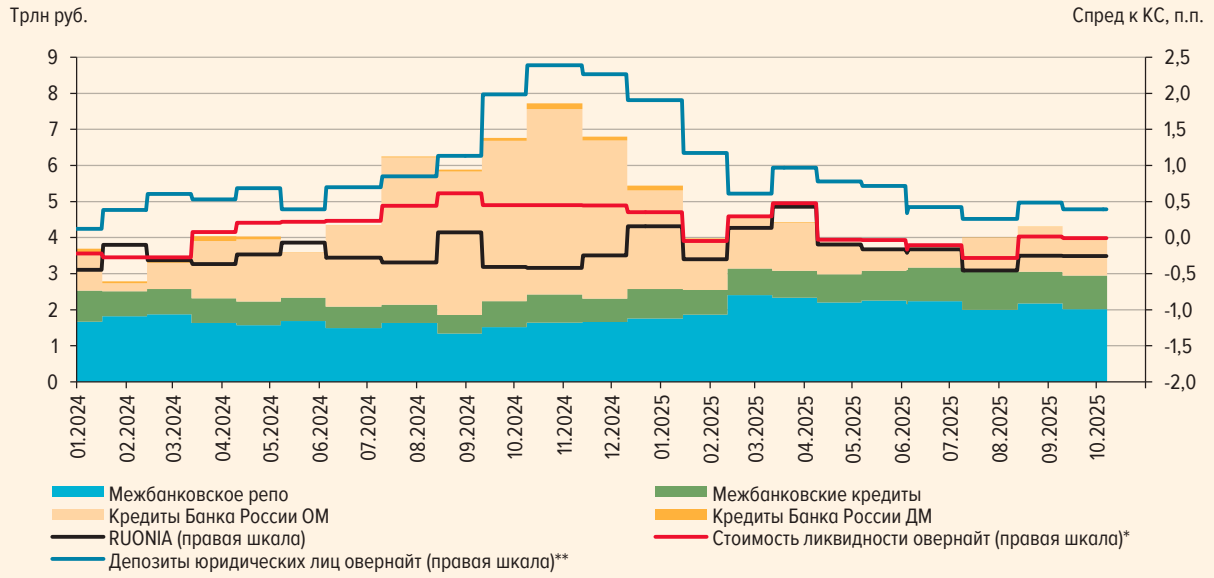
[4] См. Резюме обсуждения ключевой ставки на «неделе тишины» и в ходе заседания Совета директоров Банка России 20.12.2024.

[5] Подробнее см. пресс-релизы «Банк России принял ряд решений по банковскому регулированию»; «Банк России предоставил кредитным организациям возможность увеличить лимиты безотзывных кредитных линий».

[6] Подробнее см. пресс-релиз «Банк России принял ряд решений по банковскому регулированию».

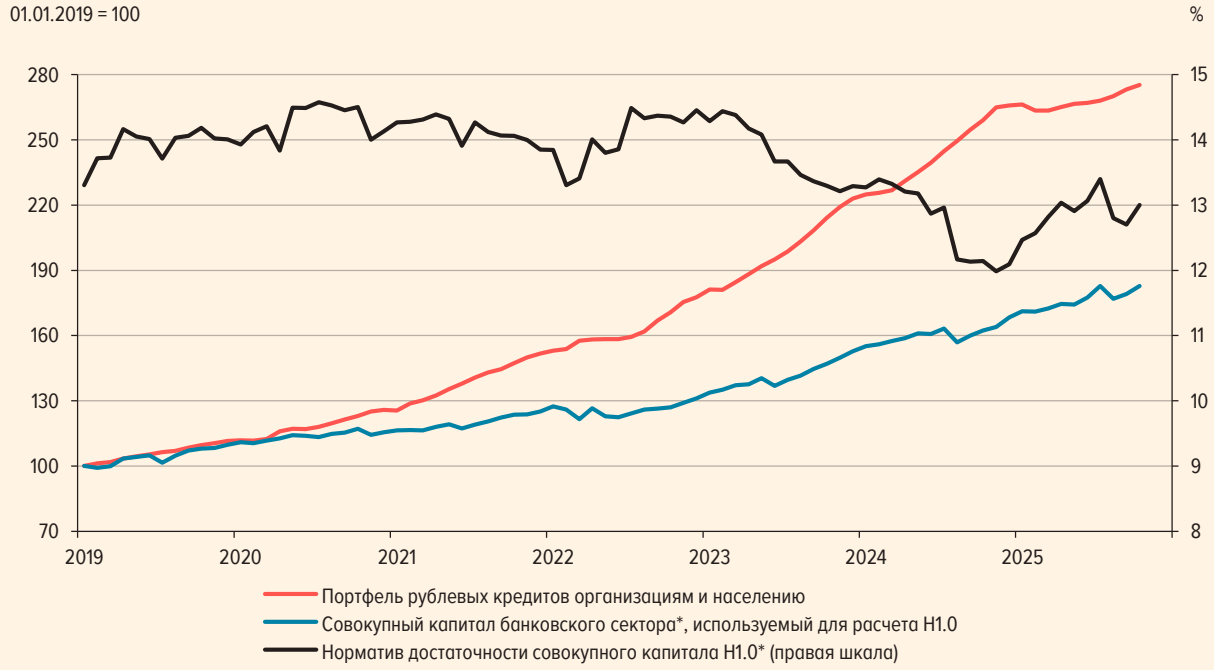
С введением в IV квартале 2025 года национального норматива краткосрочной ликвидности[7], откалиброванного на данных по российским банкам, влияние этого аспекта банковского регулирования на денежно-кредитные условия будет сглаживаться.

ОБЪЕМ И СТОИМОСТЬ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ ОВЕРНАЙТ (СРЕДНЕЕ ПО ПЕРИОДАМ УСРЕДНЕНИЯ) *Рис. 8.1*



* *Средневзвешенная стоимость привлечения средств овернайт на денежном рынке и с учетом операций постоянного действия Банка России.*
** *Стоимость привлечения средств у ЮЛ с корректировкой на ОР. Выборка включает отдельные сделки крупных ЮЛ, где в назначении платежа указаны параметры сделки.*
Источник: Банк России.

ДОСТАТОЧНОСТЬ КАПИТАЛА И РОСТ АКТИВОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА *Рис. 8.2*

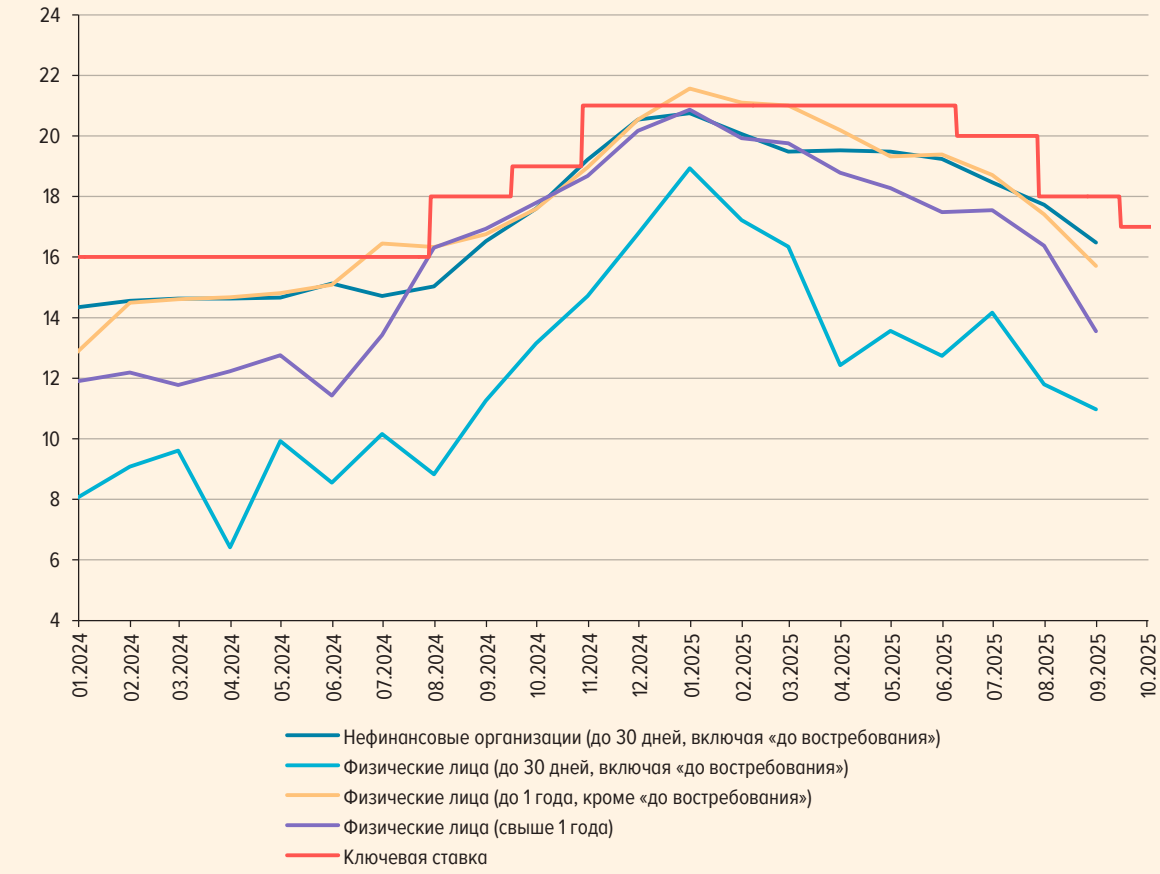


** Учитываются только те кредитные организации, для которых установлен соответствующий норматив.*
Источники: отчетность кредитных организаций по формам 0409101, 0409135.

[7] См. Национальный норматив краткосрочной ликвидности для СЗКО: порядок расчета.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТОИМОСТЬ ДЕПОЗИТОВ ЮРИДИЧЕСКИХ И ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ (ПО СРОКАМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ)
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 8.3



Источники: Банк России, отчетность кредитных организаций по форме 0409129.

Что касается ситуации с достаточностью капитала, смягчению нагрузки на капитал способствовали два фактора. Во-первых, полученную в 2024 году прибыль банки направили на увеличение капитала в II квартале 2025 года. Во-вторых, уже в конце 2024 года наметилось замедление роста кредитования, связанное с охлаждением спроса со стороны заемщиков на фоне жесткой денежно-кредитной политики и проявлением банками более консервативного подхода к одобрению кредитных заявок.

В первой половине 2025 года влияние автономных факторов (завершения регуляторных мер поддержки и ужесточения макропруденциальной политики) на условия кредитования все еще сохранялось, хотя и заметно уменьшилось по сравнению с концом 2024 года. Так, по оценке Банка России, с учетом значительного роста процентных ставок для конечных заемщиков и охлаждения кредитной активности достигнутая к концу 2024 года жесткость денежно-кредитных условий сформировала необходимые предпосылки для возобновления процесса дезинфляции и возвращения инфляции к цели. Влияние жестких денежно-кредитных условий на спрос способствовало уменьшению инфляционного давления, что позволило Банку России воздержаться от дальнейшего повышения ключевой ставки.

РАЗДЕЛ 3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2025 ГОДУ И 2026–2028 ГОДАХ

Банк России рассмотрел базовый и три альтернативных прогнозных сценария. В любом из сценариев денежно-кредитная политика будет направлена на достижение инфляции вблизи 4%

Принятие решений на основании среднесрочного макроэкономического прогноза – один из ключевых принципов денежно-кредитной политики Банка России. При этом изменение многих параметров мировой и российской экономики на горизонте нескольких лет может быть связано с высокой неопределенностью, что ярко подтвердило развитие ситуации на протяжении последних 3–5 лет. Поэтому Банк России разрабатывает несколько сценариев, отличающихся друг от друга предпосылками в части внешних и внутренних условий. Это позволяет Банку России принимать наиболее взвешенные решения в области денежно-кредитной политики, оперативно реагировать в случае реализации тех или иных рисков, а также повышать определенность для всех участников экономики, раскрывая свое видение прогнозной траектории инфляции, ключевой ставки и основных макроэкономических и финансовых индикаторов при различных вариантах развития событий.

В ОНЕГДКП 2025–2027 были представлены базовый и три альтернативных сценария развития экономики на среднесрочном горизонте. Рост экономики и уровень инфляции в конце 2024 года и начале 2025 года сложились выше, чем ожидалось в базовом прогнозе[1]. Более быстрый рост внутреннего спроса был поддержан накопленными эффектами от стимулирующей бюджетной политики и быстрого расширения кредитования в 2024 году. В условиях сохраняющихся ограничений по трудовым ресурсам и повышенных инфляционных ожиданий это привело к усилению инфляционного давления.

Отклонение от базового сценария происходило в сторону сценария «Проинфляционный (Выше спрос)», однако нельзя сказать, что ситуация развивалась полностью в соответствии с обозначенными в нем предпосылками и трендами и что в 2025 году реализовались все заложенные в него проинфляционные факторы. Что касается внешних условий, то они складывались несколько хуже, чем предполагалось в базовом сценарии, прежде всего в части мировых цен на нефть и объемов российского экспорта, однако были далеки от сценария «Рисковый (Глобальный кризис)».

Своевременная реакция Банка России на усиление инфляционного давления во второй половине 2024 года позволила переломить тренд и обеспечить постепенное замедление инфляции. Повышение ключевой ставки в июле – октябре 2024 года и ее сохранение на высоком уровне в первой половине 2025 года стали фактором возвращения кредитной активности к более сдержанным темпам и оказали поддержку привлекательности сбережений в национальной валюте. Это в свою очередь способствовало как плавному замедлению роста внутреннего спроса, так и укреплению рубля. В результате текущие темпы роста цен заметно снизились уже к середине 2025 года, что позволило Банку России в июне перейти к снижению ключевой ставки.

[1] См. раздел 2 «Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики в конце 2024 года и в 2025 году» и приложение 3 «Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки».

Обновленный прогноз среднего уровня ключевой ставки на 2025 год находится ближе к верхней границе диапазона базового сценария, представленного в ОНЕГДКП 2025–2027. При этом денежно-кредитная политика должна оставаться жесткой в течение достаточно продолжительного периода. Это обеспечит возвращение экономики на траекторию сбалансированного роста, снижение годовой инфляции до 4,0–5,0% в 2026 году и ее закрепление вблизи целевого уровня в дальнейшем.

В то же время Банк России рассматривает альтернативные сценарии, в которых дополнительные факторы могут привести к повышению или снижению инфляционного давления относительно базового сценария и, соответственно, потребовать корректировки денежно-кредитной политики.

Предпосылки базового и альтернативных сценариев отличаются в части как внешних, так и внутренних условий

Базовый сценарий Банка России утвержден Советом директоров 24.10.2025. Он предполагает, что российская и мировая экономики продолжат развиваться в рамках текущих трендов. Внешнеторговые противоречия между крупнейшими экономиками будут оказывать сдерживающее влияние на рост выпуска в мировой экономике и международную торговлю. Основным каналом воздействия этих факторов на российскую экономику будут более низкие мировые цены на нефть, в том числе из-за ускоренного наращивания добычи ОПЕК+. Сохранение санкционных ограничений в отношении российской экономики продолжит несколько сдерживать рост экспорта и импорта и приводить к сохранению повышенных транзакционных издержек.

В базовом сценарии также предполагается, что нормализация бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила с 2026 года будет иметь дезинфляционное влияние на прогнозном горизонте. Дополнительно этому будет способствовать также постепенное снижение базовой цены нефти в конструкции бюджетного правила, что предполагает сокращение объема направляемой на финансирование расходов бюджета нефтегазовой ренты и возобновление накопления средств Фонда национального благосостояния в случае реализации базового сценария в части внешних условий. Кроме того, во всех прогнозных сценариях учтены повышение ставки НДС с 20 до 22% в 2026 году и прочие анонсированные налоговые и тарифные изменения, влияющие на цены регулируемых товаров и услуг. По оценкам Банка России, в краткосрочном периоде они будут иметь разовый проинфляционный эффект, а также могут негативно влиять на динамику инфляционных ожиданий. В то же время в среднесрочной перспективе повышение налогов направлено на достижение сбалансированности бюджета, что будет оказывать дезинфляционное влияние в сравнении с ситуацией, когда растущие расходы бюджета не компенсировались бы ростом бюджетных доходов.

Долгосрочный потенциальный темп роста российского ВВП в 2025–2028 годах будет находиться в диапазоне 1,5–2,5%. С учетом складывающихся демографических трендов, сдерживающих рост численности трудовых ресурсов, расширение потенциала будет происходить преимущественно за счет увеличения совокупной факторной производительности и наращивания основного капитала.

Базовый сценарий наиболее вероятен, однако не предопределен. Его реализация зависит как от внешних условий, так и от процессов внутри страны.

Во-первых, важным источником неопределенности является развитие ситуации во внешнеторговых отношениях крупнейших экономик. Существенный рост протекционизма со стороны США и ответные меры других стран влияют на перспективы роста мировой торговли и мировой экономики в целом. Более того, процессы деглобализации негативно воздействуют на производительность труда и потенциальные темпы роста из-за нарушения производственно-логистических цепочек, а также усиливают инфляционное давление в странах, повышающих импортные пошлины. Масштабы и продолжительность влияния этих факторов могут быть существенными и варьироваться в зависимости от дальнейшего изменения внешнеторговой политики отдельных стран. Сохраняется также высокая неопределенность относительно развития геополитической ситуации.

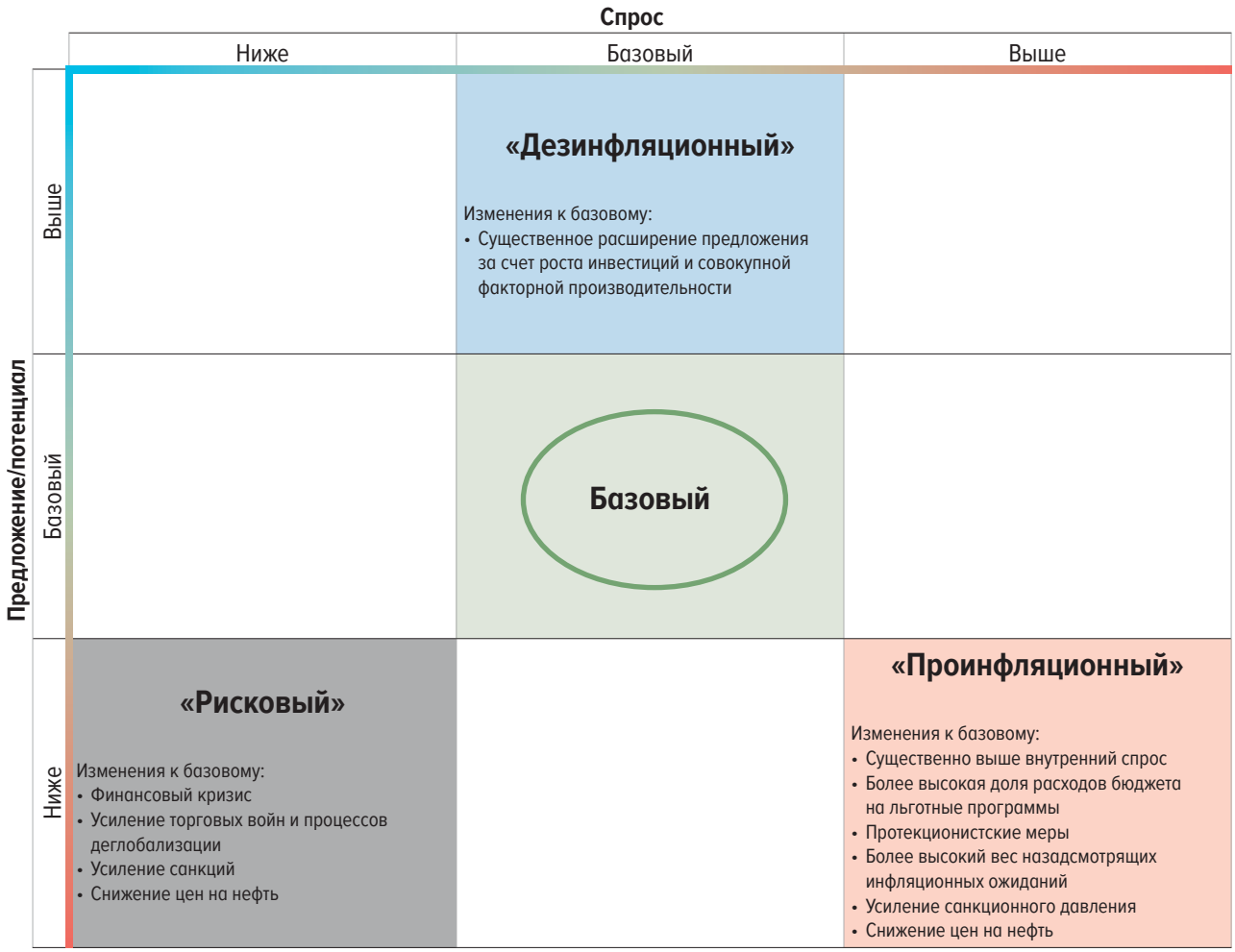
Во-вторых, российская экономика продолжает проходить структурную трансформацию, связанную с перераспределением ресурсов между отраслями, в том числе вследствие их переориентации на альтернативные направления сбыта и внутренний рынок. Это усиливает неопределенность в отношении того, в какой мере и с какой скоростью осуществленные меры государственной поддержки и реализованные за последние несколько лет инвестиции отразятся в росте потенциала российской экономики, расширяя возможности наращивания предложения товаров и услуг без усиления инфляционного давления. На скорость и устойчивость замедления инфляции может также влиять развитие ситуации на рынке труда, где по-прежнему сохраняется дефицит кадров. Вклад в отклонение от базового сценария может внести динамика инфляционных ожиданий. Так, продолжительный период повышенной инфляции, наблюдавшейся в последние годы, может оказать более выраженное воздействие на ожидания населения и бизнеса, чем предполагается в базовом сценарии: они могут стать более адаптивными, то есть в большей мере опирающимися на прошлый негативный опыт, и, соответственно, медленнее снижаться вслед за снижением фактической инфляции, более чувствительно и длительно реагировать даже на разовые колебания цен. Это в свою очередь может влиять на решения граждан, в том числе относительно сбережения и потребления, усиливая инерцию в динамике инфляции и при прочих равных условиях требуя более жесткой денежно-кредитной политики. Важной внутренней предпосылкой для сценариев также являются параметры бюджетной политики.

Учитывая эти факторы неопределенности и риски, Банк России, помимо базового сценария, подготовил альтернативные макроэкономические сценарии развития российской экономики на среднесрочном горизонте, отличающиеся друг от друга композицией и интенсивностью шоков, с которыми она может столкнуться.

В сценарии «Дезинфляционный» предполагается, что за счет более высоких темпов прироста совокупной факторной производительности и увеличения инвестиций в основной капитал в экономике происходит существенное расширение предложения. Это позволяет экономике демонстрировать более быстрые темпы роста выпуска без увеличения инфляционного давления, и Банк России может проводить более мягкую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии.

В сценарии «Проинфляционный» предполагается заметное повышение инфляционного давления в 2026 году, к которому может привести комбинация внешних и внутренних факторов, под влиянием которых спрос сложится выше, а предложение – ниже, чем в базовом сценарии. Ускорению роста спроса может способствовать изменение отдельных параметров бюджетной политики относительно базового сценария – в частности, расширение программ льготного кредитования. Проинфляционным фактором может стать также расширение мер протекционистского характера для стимулирования импортозамещения, приводящих к удорожанию импорта и росту спроса на отечественные товары, усиливающего давление

СЦЕНАРНЫЕ ВАРИАНТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ *Рис. 3.1*



Источник: Банк России.

на их цены. Одновременно с этим в данном сценарии предполагается, что темп расширения производственного потенциала будет меньше, чем в базовом, под влиянием усиления санкционного давления. Ужесточение санкций также приведет к стабилизации цен на российскую нефть на более низких уровнях из-за расширения дисконта.

В условиях, когда расширение спроса снова превысит возможности увеличения предложения, сохранится высокая конкуренция за работников, и темпы роста заработных плат продолжат существенно превышать темпы роста производительности труда, оказывая дополнительное давление на цены. Большое значение будет иметь и динамика инфляционных ожиданий людей и бизнеса, которые, как предполагается, будут снижаться медленнее, чем в базовом сценарии, и более чувствительно реагировать на все другие проинфляционные факторы. Это будет соответствующим образом влиять на потребительские настроения, склонность к сбережению и в результате на внутренний спрос. Совокупность указанных шоков снова приведет к нарастанию инфляционного давления и потребует соответствующей реакции денежно-кредитной политики.

В сценарии «Рисковый» собирается весь комплекс неблагоприятных внешних условий. Усиление внешнеторговых противоречий приведет к резкому снижению темпов роста крупнейших экономик. Процессы деглобализации в этом сценарии нарастают. Торговые отношения между США и Китаем развиваются по наиболее негативному сценарию, импортные

пошлины остаются выше, чем в базовом сценарии, на всем прогнозном горизонте. Сочетание этих факторов приводит к мировому финансовому кризису, сопоставимому по масштабам с кризисом 2007–2008 годов. В условиях ухудшения перспектив спроса снижаются мировые цены на сырьевые товары. Для российской экономики в этом сценарии предполагается также усиление санкционного давления, ограничивающее экспорт и импорт, а также приводящее к дополнительному повышению издержек экспортеров и импортеров. Из-за глобального кризиса и усиления санкционных ограничений происходит замедление как текущих, так и потенциальных темпов роста российской экономики, сопровождающееся усилением инфляционного давления, что требует соответствующей реакции со стороны денежно-кредитной политики.

В целом отличия сценариев друг от друга заключаются в разном соотношении факторов спроса и предложения, а также в комбинации внешних условий.

Сценарий «Проинфляционный» предполагает более высокий спрос при более низком предложении, чем в базовом сценарии, сценарий «Дезинфляционный» – более высокое предложение, а «Рисковый» – одновременно более низкие спрос и предложение, где проинфляционные факторы со стороны предложения преобладают.

В части внешних условий в базовом сценарии и альтернативном сценарии «Дезинфляционный» предполагается сохранение складывающихся тенденций в мировой экономике и санкционного давления в относительно неизменном виде. Тогда как сценарии «Рисковый» и «Проинфляционный» учитывают возможное усиление санкционных ограничений и ухудшение внешних условий, более выраженные в сценарии «Рисковый».

Реализация базового сценария оценивается как наиболее вероятная. Среди сценариев «Дезинфляционный» и «Проинфляционный» более вероятным представляется последний. Вероятность реализации сценария «Рисковый» немного выросла по сравнению с прошлым годом, но остается низкой.

Политика Банка России при любом сценарии будет направлена на возвращение инфляции к 4% и ее устойчивое закрепление вблизи этого уровня. Набор мер и принимаемых решений будет корректироваться исходя из состояния российской экономики, динамики инфляции и основных показателей на финансовых рынках.

Предпосылки и траектории ключевых макроэкономических индикаторов в каждом из сценариев описаны далее.

Базовый сценарий

Предпосылки прогноза

В 2025–2028 годах мировая экономика будет расти средними темпами ниже тех, что наблюдались в 2000–2019 годах[2]. Важным фактором для прогноза остается внешнеторговая политика США: базовый сценарий по-прежнему предполагает постепенное снижение импортных тарифных ставок на среднесрочном горизонте после резкого роста в 2025 году.

[2] В 2000–2019 годах темп роста мировой экономики составлял 3,8% в среднем за год (оценка МВФ).

Протекционизм и рост неопределенности будут оказывать негативное влияние как на реальный выпуск, так и на его потенциальный уровень в крупнейших экономиках. Инфляционное давление в США и еврозоне продолжит ослабевать в следующем году, но этот процесс будет более неоднородным из-за эффектов повышения импортных пошлин. ФРС США продолжит смягчать денежно-кредитную политику в 2025–2026 годах для поддержки экономики по мере замедления инфляции.

Базовый сценарий не предполагает значительного изменения геополитических условий до конца прогнозного горизонта. Введенные внешние ограничения на российский экспорт, импорт, инвестиционное и технологическое сотрудничество на среднесрочном горизонте в этом сценарии сохраняются.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ СЦЕНАРИЕВ БАНКА РОССИИ *Табл. 3.1*

	2023	2024	2025 (П)	2026 (П)	2027 (П)	2028 (П)
ВВП, мир, %, г/г						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,4	3,3	3,2	3,1	3,2	2,9
Рисковый				1,4	1,5	3,3
ВВП, США, %, г/г						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	2,9	2,8	1,9	2,2	2,0	1,7
Рисковый				-1,5	-0,2	3,1
ВВП, еврозона, %, г/г						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	0,5	0,8	1,3	1,2	1,6	1,3
Рисковый				-1,1	-0,9	1,7
ВВП, Китай, %, г/г						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	5,4	5,0	5,0	5,0	4,9	4,7
Рисковый				3,5	3,6	4,7
Инфляция в США[1], %, декабрь к декабрю предыдущего года						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,1	3,0	3,2	2,6	2,3	2,2
Рисковый				2,8	1,5	1,4
Инфляция в еврозоне[2], %, декабрь к декабрю предыдущего года						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,4	2,7	2,3	1,8	2,0	2,1
Рисковый				2,2	0,1	1,0
Инфляция в Китае[3], %, декабрь к декабрю предыдущего года						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	0,6	0,2	1,1	1,3	1,5	1,8
Рисковый				1,3	0,8	1,0
Ставка ФРС США[4], %, средняя за IV квартал соответствующего года						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	5,3	4,7	3,9	3,5	3,6	3,7
Рисковый				0,4	0,1	0,7
Ставка ЕЦБ[5], %, средняя за IV квартал соответствующего года						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	4,0	3,3	2,0	2,0	2,2	2,4
Рисковый				0,1	0	0,5
Ставка НБК[6], %, средняя за IV квартал соответствующего года						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,5	3,2	3,0	3,1	3,4	3,8
Рисковый				1,9	1,6	2,0

[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).*
[5] *Ставка ЕЦБ (ECB Deposit Facility Rate).*
[6] *Ставка Народного банка Китая (Loan Prime Rate, на 1 год).*

Источники: данные национальных статистических агентств, расчеты Банка России.

Прогноз основных макроэкономических показателей

ВВП. По оценкам Банка России, перегрев экономики снижался в первом полугодии 2025 года, и во второй половине 2025 года ожидается продолжение этой тенденции. В среднем в 2025 году рост ВВП замедлится до 0,5–1,0%. В 2026 году динамика потребительского и инвестиционного спроса останется умеренной под влиянием жесткой денежно-кредитной политики, темп роста ВВП составит 0,5–1,5%. Вклад потребительского спроса в динамику ВВП в 2026–2028 годах будет расти по мере снижения процентных ставок. Российская экономика в 2027 году выйдет на потенциальные темпы роста в 1,5–2,5%, которые сохранятся в дальнейшем.

Расходы на конечное потребление. Рост потребительского спроса в 2025 году продолжался при поддержке высокого роста доходов граждан, но замедлялся по сравнению с уровнями 2023–2024 годов под влиянием жестких денежно-кредитных условий, способствующих высокой склонности населения к сбережению. В результате рост расходов на конечное потребление снизится до 1,0–2,0% в 2025 году и до 0,5–1,5% в 2026 году. С 2027 года прогнозируется возвращение темпов роста потребления к 1,5–2,5%, соответствующим траектории сбалансированного роста.

Валовое накопление. Динамика валового накопления в 2025 году обусловлена продолжающейся переориентацией российской экономики на внутренний спрос, стимулированием импортозамещающих технологий и адаптацией к изменению внешних условий. Однако это осуществляется уже более медленными темпами в результате завершающего этапа приспособления экономики к ряду ограничений. Замедление роста валового накопления в 2025 году также связано с существенным отрицательным вкладом изменения запасов в ВВП, обусловленным продолжающейся коррекцией их уровня в условиях сдерживающей денежно-кредитной политики. Рост инвестиционного спроса в 2025 году продолжится, в том числе при поддержке со стороны государства (в частности, в рамках государственных инвестиционных и инфраструктурных проектов). С учетом этого рост валового накопления основного капитала в 2025 году составит 1,0–3,0%, а изменение валового накопления в целом будет находиться в диапазоне (-1,0)–1,0%. В 2026 году темп роста валового накопления ускорится до 0,5–2,5% из-за устойчивого роста инвестиционного спроса (на 0,5–2,5%) при стабилизации вклада изменения запасов в темп роста ВВП на околонулевом уровне. В условиях перехода денежно-кредитных условий к нейтральному уровню, а экономики – на траекторию сбалансированного роста динамика инвестиций с 2027 года будет соответствовать своим устойчивым значениям в интервале 1,0–3,0%.

Экспорт. В 2025 году Банк России ожидает сокращения физического объема экспорта на 1,0–3,0%. Основной вклад в это внесет снижение нефтегазового экспорта из-за инфраструктурных факторов и некоторого ухудшения конъюнктуры рынка, а также более низкий объем экспорта продовольствия в связи с неблагоприятной динамикой урожая в 2024 году. В 2026 году экспорт восстановится, темпы его роста составят 0,5–2,5%. С 2027 года рост экспорта в условиях адаптации компаний к изменению внешних условий выйдет на устойчивый уровень 1,0–3,0%.

Импорт. В 2025 году темп изменения физических объемов импорта составит от -2,0 до 0%. Снижение спроса на импорт связано как с жесткими денежно-кредитными условиями, ведущими к оптимизации запасов импортных конечных и промежуточных товаров, так и с влиянием отдельных разовых факторов, в том числе повышения утилизационного сбора, которое привело к заметному сокращению ввоза новых автомобилей по сравнению с прошлым годом (когда дистрибьюторы стремились увеличить запасы в преддверии анонсированных изменений сбора). В 2026 году физический объем импорта будет восстанавливаться темпом 0,5–2,5%. В 2027–2028 годах темпы прироста импорта стабилизируются на долгосрочно устойчивом уровне, соответствующем новой структуре экономики. При этом на всем прогнозном горизонте бóльшая ориентация экономики на внутреннее производство обусловит меньшую по сравнению с историческими уровнями долю импорта в потреблении.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Табл. 3.2

	2023 (факт)	2024 (факт)	2025	2026	2027	2028
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	7,4	9,5	6,5–7,0	4,0–5,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	5,9	8,4	8,8–8,9	5,3–6,3	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	9,9	17,5	19,2[1]	13,0–15,0	7,5–8,5	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	4,1	4,3	0,5–1,0	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	*5,3*	*4,5*	*(-0,5)-0,5*	*1,0–2,0*	*1,5–2,5*	*1,5–2,5*
Расходы на конечное потребление	6,5	5,2	1,0–2,0	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5
– домашних хозяйств	*7,5*	*5,4*	*1,0–2,0*	*0,5–1,5*	*1,5–2,5*	*1,5–2,5*
Валовое накопление	19,8	2,1	(-1,0)–1,0	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
– основного капитала	*7,8*	*6,0*	*1,0–3,0*	*0,5–2,5*	*1,0–3,0*	*1,0–3,0*
Экспорт	–[2]	–[2]	(-3,0)–(-1,0)	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	–[2]	–[2]	(-2,0)–0,0	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,4	19,2	7–10	5–10	7–12	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте[3]	22,3	16,4	8–11	6–11	8–13	8–13
– к организациям	*22,0*	*19,0*	*10–13*	*7–12*	*8–13*	*8–13*
– к населению, в том числе	*23,0*	*9,7*	*1–4*	*5–10*	*8–13*	*8–13*
ипотечные жилищные кредиты	*29,4*	*10,4*	*3–6*	*6–11*	*10–15*	*10–15*
Показатели платежного баланса[4] (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	**49**	**63**	**38**	**27**	**32**	**32**
Торговый баланс	122	132	116	104	112	112
Экспорт	*425*	*434*	*414*	*416*	*440*	*454*
Импорт	*303*	*302*	*298*	*312*	*327*	*343*
Баланс услуг	-36	-38	-45	-45	-46	-46
Экспорт	*40*	*43*	*47*	*47*	*48*	*49*
Импорт	*77*	*81*	*92*	*92*	*93*	*94*
Баланс первичных и вторичных доходов	-36	-30	-32	-33	-34	-35
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	**48**	**63**	**38**	**27**	**32**	**32**
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	**49**	**57**	**51**	**41**	**30**	**29**
Чистое принятие обязательств	-7	9	1	5	6	7
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	41	66	52	46	36	36
Чистые ошибки и пропуски	-9	-10	-11	0	0	0
Изменение резервных активов	**-10**	**-4**	**-24**	**-14**	**2**	**3**
Цена нефти для налогообложения[5], в среднем за год, долл. США за баррель	**63**	**68**	**58**	**55**	**60**	**60**

[1] *С учетом того что с 01.01.2025 по 26.10.2025 средняя ключевая ставка равна 19,8%, с 27.10.2025 до конца 2025 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 16,4–16,5%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в методологическом комментарии.*

[2] *Данные по использованию ВВП за 2023–2024 годы 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 долевые 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.

[4] *В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.*

[5] *Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России.*

Источник: Банк России.

Инфляция. Базовый прогноз Банка России предполагает, что с учетом проводимой денежно-кредитной политики и по мере возвращения экономики к траектории сбалансированного роста годовая инфляция снизится до 6,5–7,0% на конец 2025 года, составит 4,0–5,0% по итогам 2026 года и стабилизируется вблизи целевого уровня в дальнейшем. Устойчивая инфляция достигнет 4% уже во втором полугодии 2026 года.

При этом в базовом сценарии учтено проинфляционное влияние разовых факторов со стороны предложения, реализовавшихся во второй половине 2025 года, в том числе в части цен на бензин, а также эффекты ожидаемого повышения НДС (вклад которого в инфляцию оценивается в пределах 0,8 п.п.) и прочих анонсированных налоговых и тарифных изменений, влияющих на цены регулируемых товаров и услуг на прогнозном горизонте. Банк России учитывает также возможное воздействие этих разовых факторов на инфляционные ожидания населения и бизнеса.

Прогноз платежного баланса

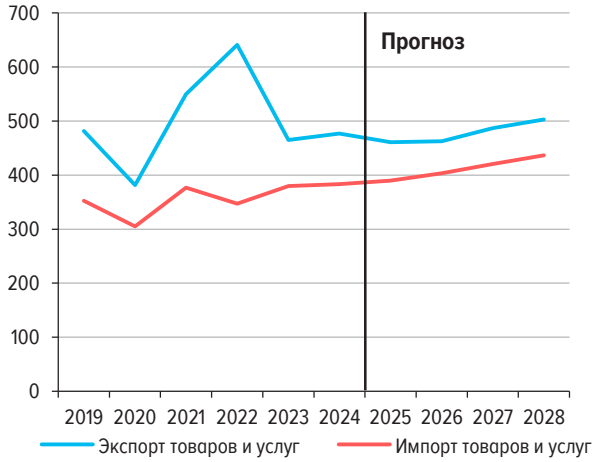
Мировая конъюнктура. Негативные эффекты от тарифных ограничений продолжат оказывать давление на цены на товарно-сырьевых рынках. По прогнозу Банка России, цена на российскую нефть, рассчитываемую для целей налогообложения, сложится вблизи 58 долларов США за баррель в 2025 году и 55 долларов США за баррель в 2026 году. Давление на цены продолжит оказывать увеличение мировой добычи нефти, связанное в том числе с ростом добычи ОПЕК+. К равновесным уровням, около 60 долларов США за баррель, цены на российскую нефть вернутся только в 2027–2028 годах. Цены на газ в 2025 году останутся выше среднего за период 2015–2021 годов, но несколько снизятся по сравнению с предыдущим годом и продолжат понижаться в дальнейшем в условиях ввода в эксплуатацию дополнительных мощностей большого объема. Цены на остальные товары российского экспорта в среднесрочном периоде будут расти в соответствии с мировой инфляцией.

Экспорт. С учетом более низких, чем в 2024 году, цен на энергоносители и снижения физических объемов экспорта его стоимостный объем в 2025 году сократится. Расширение экспорта в 2026 году по сравнению с 2025 годом произойдет за счет ненефтегазовой составляющей. В 2027 году рост совокупного экспорта в номинальном выражении ускорится из-за восстановления цен на нефть. В 2028 году экспорт продолжит увеличиваться за счет прочих товаров и услуг, но его рост замедлится вслед за стабилизацией цен на нефть.

Импорт. Стоимостный объем импорта товаров и услуг будет умеренно расти в среднесрочном периоде в условиях увеличения внутреннего спроса. Импорт также будет поддержан реализовавшимся в 2025 году укреплением рубля. В 2026–2028 годах увеличение импорта прогнозируется за счет расширения его физического объема по мере развития логистических цепочек и платежей. Вместе с тем отношение импорта к ВВП на среднесрочном горизонте останется ниже, чем до 2022 года. Рост импортных цен будет соответствовать внешней инфляции.

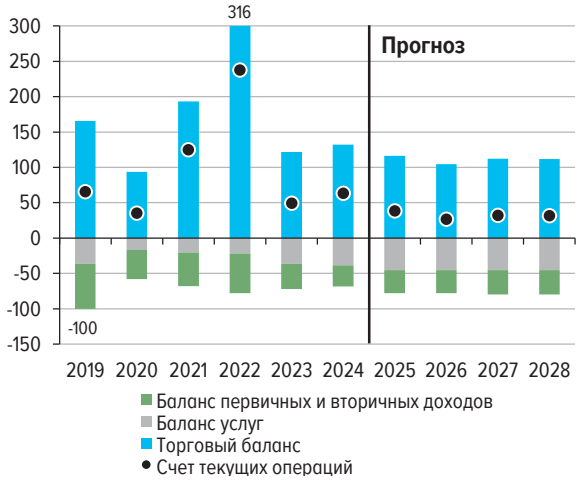
Счет текущих операций. Положительное сальдо текущего счета, по прогнозу, уменьшится до 38 млрд долларов США в 2025 году за счет снижения экспорта. В 2026 году оно сократится до 27 млрд долларов США при опережающем расширении импорта. В 2027 году за счет ускорения роста экспорта профицит счета текущих операций повысится до 32 млрд долларов США и стабилизируется на этом уровне в 2028 году.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ *Рис. 3.2*
(МЛРД ДОЛЛ. США)



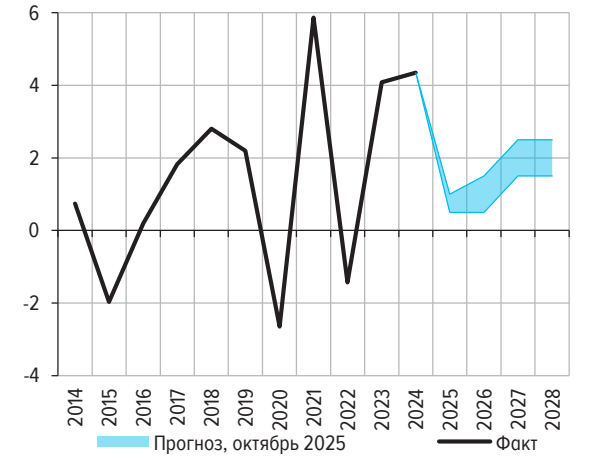
Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ *Рис. 3.3*
(МЛРД ДОЛЛ. США)



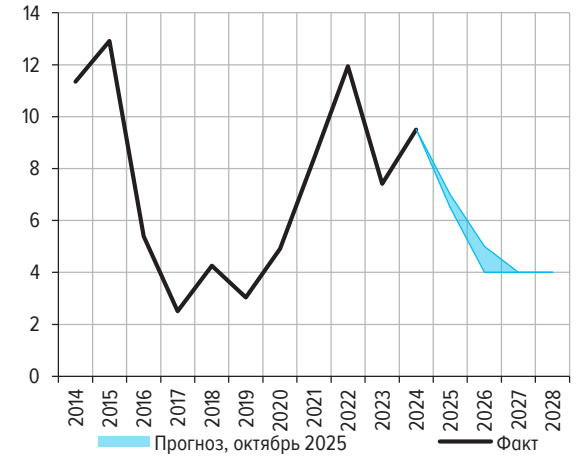
Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ *Рис. 3.4*
(В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ *Рис. 3.5*
(%, ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)



Источник: расчеты Банка России.

Финансовый счет. Сальдо финансового счета (за исключением резервов), как ожидается, уменьшится на прогнозном горизонте с 51 млрд долларов США в 2025 году до 41 млрд долларов США в 2026 году и 29–30 млрд долларов США в 2027–2028 годах. Положительное сальдо будет обеспечиваться в основном за счет увеличения иностранных активов (за исключением резервов). В отношении резервов прогнозируется снижение в 2025–2026 годах в связи с продажей валюты в рамках операций по бюджетному правилу и инвестированию средств ФНБ внутри экономики России (а в 2025 году также за счет зеркалирования трат фонда вне бюджетного правила). В 2027–2028 годах прогнозируемые цены на нефть окажутся выше базовой цены в бюджетном правиле[3], что позволит перейти к покупкам валюты и накоплению резервов.

[3] В соответствии с актуальными бюджетными проектировками базовая цена на нефть будет ежегодно снижаться на 1 доллар США за баррель с 60 долларов США за баррель в 2025 году до 55 долларов США за баррель в 2030 году.

Прогноз денежно-кредитных показателей

Ключевая ставка. С учетом принятого 24.10.2025 решения средний уровень ключевой ставки в 2025 году составит 19,2%. В 2026 году в условиях постепенного снижения инфляционного давления, создающего пространство для постепенного снижения жесткости денежно-кредитной политики, средняя ключевая ставка сложится в диапазоне 13–15% годовых. В 2027 году она вернется в нейтральную область и будет оставаться в ней в дальнейшем. По оценке Банка России, долгосрочная реальная нейтральная ставка для экономики России остается на уровне 3,5–4,5% годовых. При целевом значении инфляции вблизи 4% это соответствует номинальной нейтральной ставке 7,5–8,5% годовых.

Требования банковской системы к экономике. Прогноз темпов роста требований к экономике в 2025 году отражает влияние жестких денежно-кредитных условий, сформировавшихся в результате как проведения сдерживающей денежно-кредитной политики, так и более консервативного использования банками капитала и ликвидности в условиях нормализации основных пруденциальных нормативов. Ужесточение денежно-кредитных условий способствует в том числе охлаждению спроса на кредиты и сильнее влияет на розничный сегмент кредитного рынка. В корпоративном сегменте поддержку кредитованию по-прежнему оказывают реализация крупных инфраструктурных проектов с государственным участием, проектное финансирование и продолжающееся наращивание инвестиций. В результате в 2025 году рост требований к организациям сложится в диапазоне 10–13%, что заметно ниже, чем в 2024 году, а требований к населению – в диапазоне 1–4%. Сохранению положительных темпов роста розничного кредитования будет способствовать сегмент ипотеки за счет действия адресных программ поддержки и постепенного восстановления рыночной ипотеки благодаря началу цикла снижения ключевой ставки. В условиях дальнейшего снижения рыночных кредитных ставок и постепенного восстановления склонности к потреблению темп роста требований к населению в 2026 году повысится и будет соответствовать интервалу 5–10%. Рост требований к организациям сложится в диапазоне 7–12%, а рост общих требований к экономике сохранится вблизи уровней 2025 года. В 2027–2028 годах требования к экономике будут расти устойчивым темпом, соответствующим траектории сбалансированного роста экономики, – в диапазоне 8–13%.

Денежная масса. Рост денежной массы в национальном определении (М2) на всем прогнозном горизонте обеспечивается в основном кредитованием экономики при сохраняющемся притоке средств по бюджетному каналу. При этом замедление кредитной активности в 2025 году обеспечит рост денежной массы в диапазоне 7–10%, что заметно ниже уровня последних 3 лет. В 2026 году рост показателя М2 ожидается вблизи темпов 2025 года и составит 5–10%. В 2027–2028 годах темп роста денежной массы сложится в диапазоне 7–12% за счет увеличения кредитной активности по мере снижения инфляционных рисков и смягчения условий кредитования.

Альтернативные сценарии

Сценарий «Дезинфляционный»

Инвестиции в основной капитал растут высокими темпами на протяжении последних 4 лет. В 2023 году темп роста валового накопления основного капитала был равен 7,8%, а в 2024 году составил 6,0%. В 2025 году рост инвестиций продолжается в условиях переориентации российской экономики на внутренний спрос, стимулирования импортозамещающих технологий

и адаптации к внешним торговым и финансовым ограничениям. На фоне растущего дефицита трудовых ресурсов компании вынуждены в большем объеме осуществлять инвестиции, способствующие интенсификации производства. При этом расширение инвестиций происходит как в частном, так и в государственном секторе. Инвестиции в частном секторе стимулируются высоким финансовым результатом компаний, полученным в предыдущие годы. В государственном секторе повышение инвестиционной активности связано в том числе с вложением средств ФНБ в инфраструктуру и крупные инвестиционные проекты компаний с государственным участием (подробнее о влиянии бюджетной политики на экономику см. во врезке 9 «Бюджетная политика в 2025–2028 годах в базовом сценарии и ее влияние на экономику»).

В рамках сценария «Дезинфляционный» предполагается, что по мере освоения инвестиций и роста совокупной факторной производительности происходит более существенное расширение предложения (увеличение потенциального выпуска в 2026–2027 годах) по сравнению с базовым сценарием. В течение этого периода инвестиции в основной капитал также растут более быстрыми темпами, чем в базовом сценарии, но это превышение является временным и приводит только к сдвигу уровня потенциала, но не его долгосрочных темпов роста. В 2028 году как ВВП, так и валовое накопление вернутся к своим долгосрочным сбалансированным темпам роста, аналогичным заложенным в базовом сценарии.

Расширяющееся совокупное предложение полностью покроет внутренний спрос в 2026–2027 годах. Высокий рост реальных заработных плат не окажет серьезного проинфляционного эффекта из-за увеличения производительности труда, а занятость быстрее возвратится к своему равновесному уровню. При этом предпосылки бюджетной политики неизменны по сравнению с базовым сценарием: оба сценария предполагают постепенную нормализацию бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила с 2026 года.

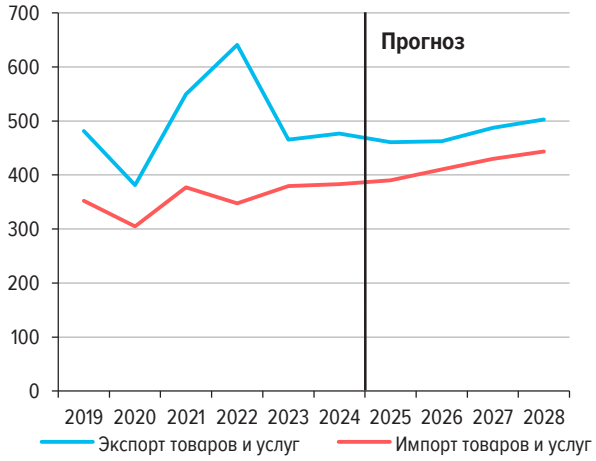
В результате инфляционное давление сокращается более быстро и устойчиво, что позволяет Банку России проводить более мягкую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии. В этом сценарии средний уровень ключевой ставки составит 11,0–13,0% годовых в 2026 году. В 2027 году, как и в базовом сценарии, средняя ключевая ставка вернется в нейтральный диапазон и сохранится на этом уровне в дальнейшем. При этом рост ВВП в 2026 и 2027 годах составит 2,5–3,5 и 2,0–3,0% соответственно и в 2028 году вернется к 1,5–2,5%, двигаясь в соответствии с динамикой потенциального выпуска. Более быстрый рост внутреннего спроса по сравнению с базовым сценарием будет обеспечен за счет как более высоких темпов роста конечного потребления, так и валового накопления.

Профицит счета текущих операций платежного баланса сложится ниже уровней базового сценария из-за больших объемов импорта в условиях более высокого внутреннего спроса при сопоставимых объемах экспорта. Сальдо финансового счета также окажется ниже базового сценария, главным образом из-за меньших вложений в иностранные активы и более высокого внутреннего инвестиционного спроса. Изменение резервов сопоставимо с базовым сценарием.

Рост доходов населения на фоне высокой экономической активности расширит круг платежеспособных заемщиков, способствуя более высоким темпам роста кредитования населения по сравнению с базовым сценарием. Одновременно и у компаний увеличится потенциал реализации инвестиционных проектов, что способствует росту их спроса на заемные средства. Ускорение роста кредитования отразится в динамике денежной массы. К концу прогнозного периода темпы роста кредитов и денежной массы возвратятся на траекторию базового сценария.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА В СЦЕНАРИИ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(МЛРД ДОЛЛ. США)

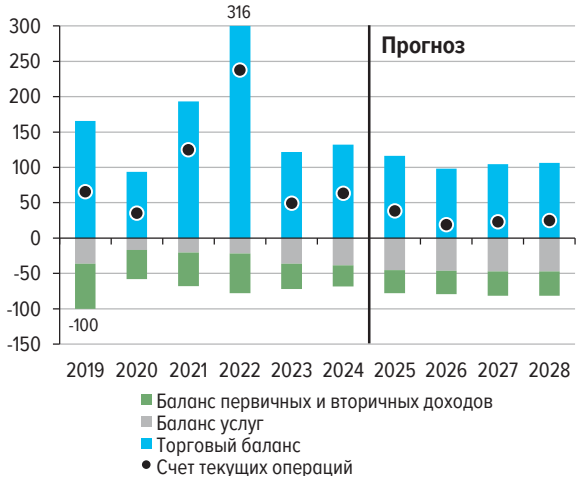
Рис. 3.6



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В СЦЕНАРИИ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(МЛРД ДОЛЛ. США)

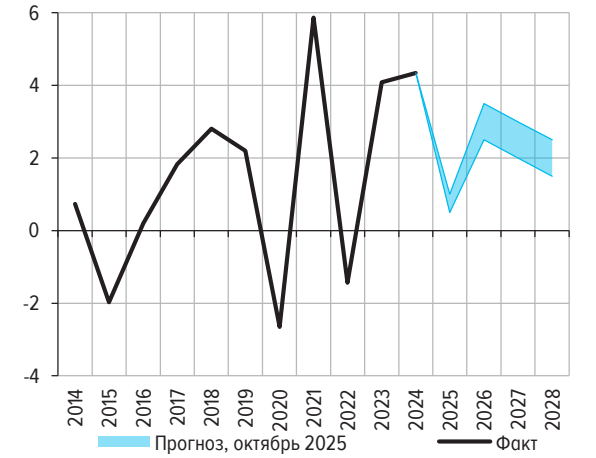
Рис. 3.7



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

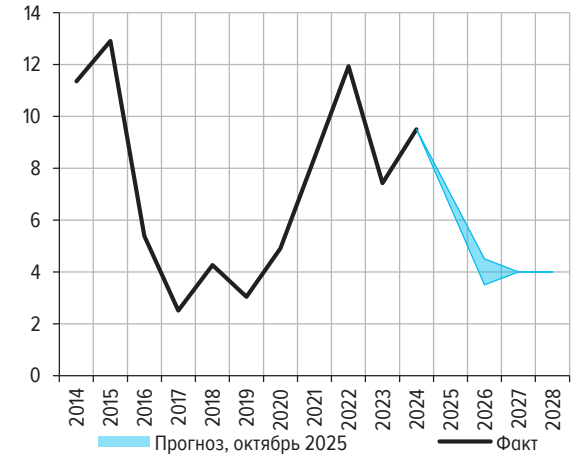
Рис. 3.8



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. 3.9



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ» *Табл. 3.3*

	2023 (факт)	2024 (факт)	2025	2026	2027	2028
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	7,4	9,5	6,5–7,0	3,5–4,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	5,9	8,4	8,8–8,9	5,0–6,0	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	9,9	17,5	19,2[1]	11,0–13,0	7,5–8,5	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	4,1	4,3	0,5–1,0	2,5–3,5	2,0–3,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	*5,3*	*4,5*	*(-0,5)–0,5*	*2,5–3,5*	*2,0–3,0*	*1,5–2,5*
Расходы на конечное потребление	6,5	5,2	1,0–2,0	2,0–3,0	2,0–3,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	*7,5*	*5,4*	*1,0–2,0*	*2,0–3,0*	*2,0–3,0*	*1,5–2,5*
Валовое накопление	19,8	2,1	(-1,0)–1,0	4,0–6,0	3,0–5,0	1,0–3,0
– основного капитала	*7,8*	*6,0*	*1,0–3,0*	*3,5–5,5*	*2,0–4,0*	*1,0–3,0*
Экспорт	–[2]	–[2]	(-3,0)–(-1,0)	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	–[2]	–[2]	(-2,0)–0,0	2,5–4,5	2,0–4,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,4	19,2	7–10	7–12	8–13	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте[3]	22,3	16,4	8–11	8–13	9–14	8–13
– к организациям	*22,0*	*19,0*	*10–13*	*9–14*	*9–14*	*8–13*
– к населению, в том числе	*23,0*	*9,7*	*1–4*	*7–12*	*9–14*	*8–13*
ипотечные жилищные кредиты	*29,4*	*10,4*	*3–6*	*8–13*	*10–15*	*10–15*
Показатели платежного баланса[4] (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	**49**	**63**	**38**	**19**	**23**	**25**
Торговый баланс	122	132	116	98	105	106
Экспорт	*425*	*434*	*414*	*416*	*440*	*454*
Импорт	*303*	*302*	*298*	*318*	*335*	*348*
Баланс услуг	-36	-38	-45	-46	-47	-47
Экспорт	*40*	*43*	*47*	*47*	*48*	*49*
Импорт	*77*	*81*	*92*	*93*	*95*	*96*
Баланс первичных и вторичных доходов	-36	-30	-32	-33	-34	-34
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	**48**	**63**	**38**	**19**	**23**	**25**
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	**49**	**57**	**51**	**33**	**21**	**22**
Чистое принятие обязательств	-7	9	1	6	7	8
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	41	66	52	39	28	30
Чистые ошибки и пропуски	-9	-10	-11	0	0	0
Изменение резервных активов	**-10**	**-4**	**-24**	**-14**	**2**	**3**
Цена нефти для налогообложения[5], в среднем за год, долл. США за баррель	**63**	**68**	**58**	**55**	**60**	**60**

[1] *С учетом того что с 01.01.2025 по 26.10.2025 средняя ключевая ставка равна 19,8%, с 27.10.2025 до конца 2025 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 16,4–16,5%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в методологическом комментарии.*

[2] *Данные по использованию ВВП за 2023–2024 годы 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 долевые 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.

[4] *В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.*

[5] *Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России.*

Источник: Банк России.

Сценарий «Проинфляционный»

Сценарий включает несколько ключевых предпосылок. Во-первых, предполагается, что охлаждение внутреннего спроса и снижение инфляционного давления окажутся менее устойчивыми, чем в базовом сценарии. Более высокий спрос в сценарии «Проинфляционный» рассматривается при меньшем объеме предложения в сравнении с базовым сценарием. Предполагается, что негативное влияние на динамику предложения окажет усиление санкционного давления. Это будет снижать производительность из-за потери доступа к части технологий. Вследствие более высокого спроса и более низкого предложения сохранится высокая конкуренция за работников, из-за чего темпы роста заработных плат продолжат существенно превышать темпы роста производительности труда, оказывая дополнительное давление на цены. Инвестиционный спрос также будет повышенным, что объясняется необходимостью расширения производственных возможностей в условиях ограничений рынка труда и потери доступа к части зарубежных технологий. Высокий внутренний спрос и одновременно растущие издержки предприятий на оплату труда и на инвестиции приведут к более высокому инфляционному давлению, чем в базовом сценарии.

Во-вторых, в рамках данного сценария продолжение длительного периода высокого инфляционного давления приводит к тому, что население и бизнес в своих ожиданиях относительно будущих темпов роста цен в большей степени, чем в базовом сценарии, ориентируются на прошлые значения показателей и в меньшей степени опираются на те факторы, которые могут повлиять на изменение их дохода в будущем, что также оказывает проинфляционное влияние.

В-третьих, в сценарии предполагается устойчиво более высокая доля расходов на льготные программы кредитования. Это будет транслироваться в еще более активное расширение внутреннего спроса и, как следствие, в повышенное инфляционное давление. В условиях устойчиво более высокой доли расходов бюджета на льготные программы уровень долгосрочной нейтральной ставки в экономике будет выше за счет большего роста кредитования, не чувствительного к степени жесткости денежно-кредитной политики.

В-четвертых, сценарий предполагает расширение мер протекционистского характера в целях стимулирования импортозамещения на фоне санкционных ограничений. Любые вводимые тарифы имеют проинфляционный характер, в этом случае они приведут к удорожанию импортных товаров и повышению спроса на отечественные товары, что переложится в рост цен на них. В условиях незаякоренных инфляционных ожиданий вторичные эффекты таких мер на динамику цен могут быть более выраженными и продолжительными.

В-пятых, цены на российскую нефть сложатся на более низких уровнях из-за усиления санкционных ограничений. Ужесточение санкционного режима в отношении экспорта российской нефти приведет к умеренному росту дисконта российских марок по отношению к нефти марки Brent, в результате чего цена на нефть для налогообложения среднесрочно стабилизируется на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Перечисленные факторы в комплексе приведут к более высокому инфляционному давлению, чем в базовом сценарии, начиная с 2026 года, из-за чего Банку России придется действовать решительнее, чтобы вернуть инфляцию к цели: средняя ключевая ставка в 2026 году составит 16,0–18,0% годовых, в 2027 году она снизится до 10,5–11,5% в среднем за год. Так как нейтральный уровень ключевой ставки в этом сценарии выше, средняя ставка в 2028 году

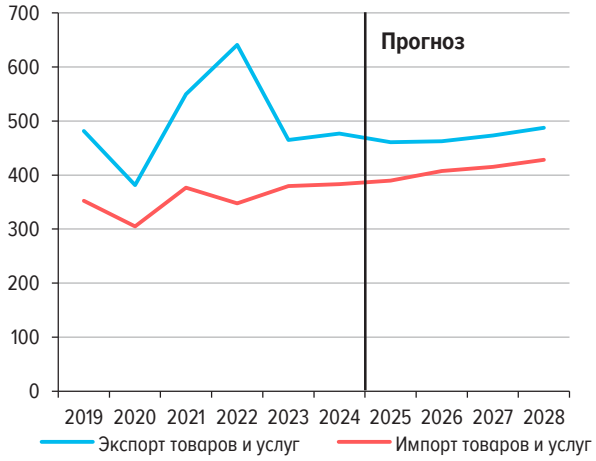
составит 8,5–9,5%. С учетом проводимой денежно-кредитной политики инфляция в 2026 году составит 5,0–6,0% и вернется к целевому уровню в дальнейшем.

Под влиянием указанных выше факторов, прежде всего со стороны рынка труда и инфляционных ожиданий, потребление в 2026 году будет расти быстрее, чем в базовом сценарии. В условиях потери доступа к части технологий и более высокого внутреннего спроса компании будут активно осваивать инвестиции для расширения производственных возможностей. В результате темп роста ВВП в 2026 году будет выше, чем в базовом сценарии, и составит 1,0–2,0%. В 2027 году рост ВВП замедлится до 0,5–1,5% под действием внешних ограничительных мер, снижения цен на нефть и жестких денежно-кредитных условий. В 2028 году динамика выпуска вернется к траектории сбалансированного роста в 1,5–2,5%.

Из-за более низких цен на нефть в 2027–2028 годах профицит счета текущих операций платежного баланса окажется меньше, чем в базовом сценарии. В финансовом счете в сценарии «Проинфляционный» спрос российских резидентов на иностранные активы сложится ниже базового прогноза в 2026–2027 годах в условиях более высоких процентных ставок. В этом сценарии ожидается снижение резервов Банка России в 2027–2028 годах в условиях продаж валюты в рамках бюджетного правила при более низкой траектории цен на нефть относительно базового сценария.

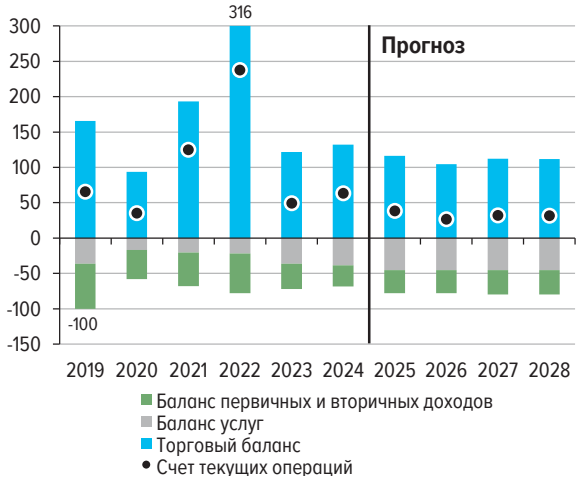
Темпы роста кредитования в 2026 году будут выше по сравнению с базовым сценарием. Поступление денег в экономику по бюджетному каналу происходит с более высоким мультипликатором государственных расходов за счет направления средств через программы господдержки. В результате растет спрос организаций и населения на кредит для расширения производства и потребления, в том числе для покупок недвижимости. Более жесткая денежно-кредитная политика способствует ограничению кредитной активности, однако в 2026 году ужесточение денежно-кредитных условий не в полной мере компенсирует влияние льготных программ. В результате денежная масса растет быстрее, чем в базовом сценарии. К 2027–2028 годам денежная масса возвращается к темпам роста базового сценария.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(МЛРД ДОЛЛ. США)
Рис. 3.10



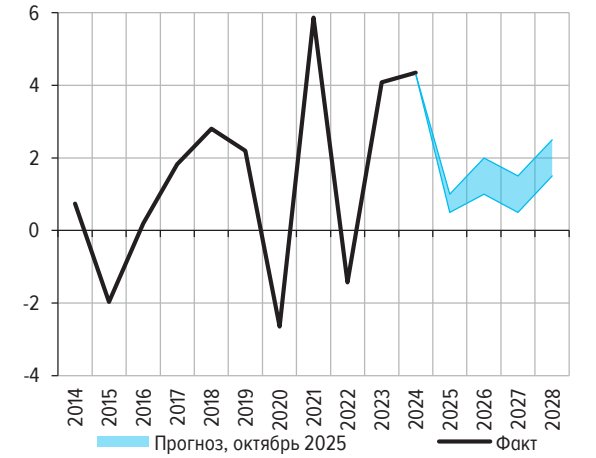
Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(МЛРД ДОЛЛ. США)
Рис. 3.11



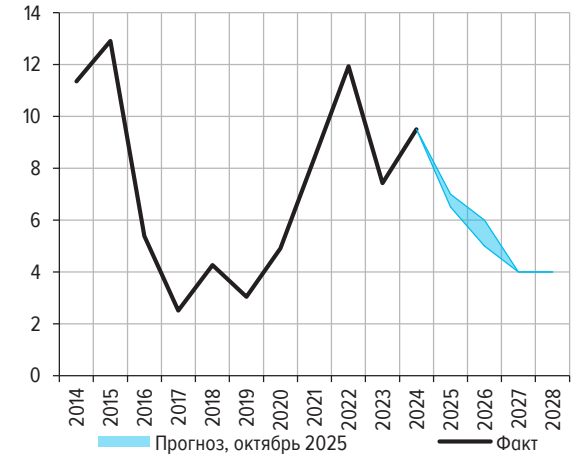
Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)
Рис. 3.12



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)
Рис. 3.13



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ» *Табл. 3.4*

	2023 (факт)	2024 (факт)	2025	2026	2027	2028
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	7,4	9,5	6,5–7,0	5,0–6,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	5,9	8,4	8,8–8,9	5,9–6,9	4,0–4,5	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	9,9	17,5	19,2[1]	16,0–18,0	10,5–11,5	8,5–9,5
Валовой внутренний продукт	4,1	4,3	0,5–1,0	1,0–2,0	0,5–1,5	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	*5,3*	*4,5*	*(-0,5)–0,5*	*1,0–2,0*	*0,5–1,5*	*1,5–2,5*
Расходы на конечное потребление	6,5	5,2	1,0–2,0	1,5–2,5	0,5–1,5	1,5–2,5
– домашних хозяйств	*7,5*	*5,4*	*1,0–2,0*	*1,5–2,5*	*0,5–1,5*	*1,5–2,5*
Валовое накопление	19,8	2,1	(-1,0)–1,0	(-0,5)–1,5	(-0,5)–1,5	1,0–3,0
– основного капитала	*7,8*	*6,0*	*1,0–3,0*	*1,0–3,0*	*0,5–2,5*	*1,0–3,0*
Экспорт	–[2]	–[2]	(-3,0)–(-1,0)	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	–[2]	–[2]	(-2,0)–0,0	1,5–3,5	(-1,0)–1,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,4	19,2	7–10	8–13	7–12	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте[3]	22,3	16,4	8–11	9–14	8–13	8–13
– к организациям	*22,0*	*19,0*	*10–13*	*10–15*	*8–13*	*8–13*
– к населению, в том числе	*23,0*	*9,7*	*1–4*	*8–13*	*8–13*	*8–13*
ипотечные жилищные кредиты	*29,4*	*10,4*	*3–6*	*9–14*	*10–15*	*10–15*
Показатели платежного баланса[4] (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	**49**	**63**	**38**	**24**	**26**	**27**
Торговый баланс	122	132	116	101	105	106
Экспорт	*425*	*434*	*414*	*416*	*426*	*439*
Импорт	*303*	*302*	*298*	*315*	*321*	*333*
Баланс услуг	-36	-38	-45	-45	-46	-46
Экспорт	*40*	*43*	*47*	*47*	*48*	*49*
Импорт	*77*	*81*	*92*	*93*	*94*	*95*
Баланс первичных и вторичных доходов	-36	-30	-32	-32	-33	-33
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	**48**	**63**	**38**	**24**	**26**	**27**
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	**49**	**57**	**51**	**37**	**29**	**29**
Чистое принятие обязательств	-7	9	1	5	5	6
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	41	66	52	42	34	35
Чистые ошибки и пропуски	-9	-10	-11	0	0	0
Изменение резервных активов	**-10**	**-4**	**-24**	**-14**	**-3**	**-2**
Цена нефти для налогообложения[5], в среднем за год, долл. США за баррель	**63**	**68**	**58**	**55**	**55**	**55**

[1] *С учетом того что с 01.01.2025 по 26.10.2025 средняя ключевая ставка равна 19,8%, с 27.10.2025 до конца 2025 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 16,4–16,5%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в методологическом комментарии.*

[2] *Данные по использованию ВВП за 2023–2024 годы 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 долевые 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.

[4] *В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.*

[5] *Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России.*

Источник: Банк России.

Сценарий «Рисковый»

В данном сценарии реализуется значительное ухудшение внешних условий. Предполагается, что новая резкая эскалация мировых тарифных ограничений в 2026 году приведет к жесткой посадке крупнейших экономик, в частности вызовет рецессию в США и еврозоне. Негативные явления на рынке капитала, вызванные кризисом в реальном секторе, а также накопившиеся дисбалансы на финансовых рынках развитых стран приведут к мировому финансовому кризису, сопоставимому по масштабам с кризисом 2007–2008 годов.

В рамках данного сценария резкое повышение торговых тарифов происходит в I квартале 2026 года, а сами кризисные явления начинают проявляться в II квартале 2026 года, достигая своего пика в III–IV кварталах 2026 года. Это является отличием данного сценария от «Рискового (Глобальный кризис)» в ОНЕГДКП 2025–2027, где кризисные явления начинали проявляться ранее относительно начала прогнозного горизонта – уже с I квартала 2025 года, достигая своего пика в II–III кварталах. Влияние кризисных явлений на прогнозные траектории основных показателей распределится во времени в соответствии с реализацией негативных шоков в мировой экономике.

Мировой спрос резко упадет на фоне рецессии в двух крупнейших экономиках (США и еврозоне) и существенного замедления экономического роста в Китае. Центральные банки отреагируют на кризис снижением ставок. Цены на нефть в 2026 году заметно снизятся и даже к концу прогнозного горизонта не восстановятся до уровней базового сценария.

В дополнение к ухудшению условий торговли усиление санкционного давления приведет к расширению дисконта на российские товары, а также сокращению экспорта и добычи нефти.

В 2026–2027 годах предполагается дополнительная поддержка экономики со стороны бюджетной политики в виде ненулевого структурного первичного дефицита. В 2028 году ожидается возврат к формированию расходов в соответствии с бюджетным правилом. При этом на фоне значительного падения сырьевых цен на нефть при актуальных параметрах бюджетного правила это приведет к интенсивному использованию ликвидной части ФНБ, что создает риски быстрого исчерпания средств фонда уже по итогам 2026 года. С учетом более низкого равновесия мировых цен на сырье потребуется трансформация бюджетного правила с постепенным переходом к новым уровням базовой цены нефти – 45 долларов США за баррель в 2026 году и 40 долларов США за баррель с 2027 года. Сокращение базовых нефтегазовых доходов, вследствие снижения цены отсечения в бюджетном правиле, будет способствовать бюджетной консолидации – постепенному сокращению расходов в относительном выражении.

В 2026 году ВВП снизится на 2,5–3,5%, а в 2027 году – на 2,0–3,0%. Бюджетная поддержка экономики в кризисный период расширится относительно базового сценария, однако будет меньше, чем в 2020 и 2022–2023 годах (в условиях сократившихся возможностей из-за ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры). В 2028 году экономика будет расти восстановительными темпами 2,0–3,0%.

При этом из-за глобального финансового кризиса и усиления санкционных ограничений снижается как уровень потенциала российской экономики, так и темпы его роста. Существенное сокращение предложения приведет к повышенному инфляционному давлению. Инфляция в первый кризисный год составит 10,5–12,5%. Это потребует от Банка России решительной реакции для предотвращения длительного отклонения инфляции от цели и устойчивого роста

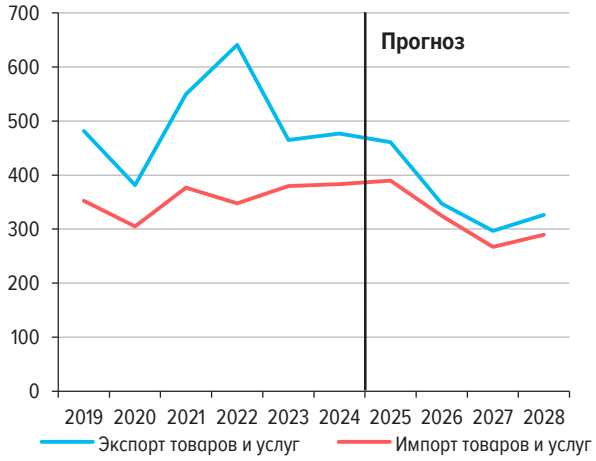
инфляционных ожиданий – в среднем за 2026 год ключевая ставка сложится в диапазоне 17,5–19,5% годовых. Кризисные явления в мировой экономике достигнут своего пика в III–IV кварталах 2026 года, их влияние на экономику России продолжится и в начале следующего года. В этих условиях Банку России в начале 2027 года придется сохранять жесткость денежно-кредитных условий на уровнях, достигнутых в конце 2026 года, в результате чего в среднем за год ставка составит 18,0–20,0% годовых. Высокий уровень ставок позволит снизить инфляцию до 8,0–10,0% в 2027 году. К 2028 году ключевая ставка не успеет опуститься до нейтрального уровня, так как инфляционное давление к началу года все еще останется высоким. В результате средняя ключевая ставка за 2028 год сложится в диапазоне 10,0–11,0% годовых. Поддержание жестких денежно-кредитных условий приведет к замедлению инфляции до 4,0–4,5% в 2028 году. За пределами приведенного прогнозного горизонта ключевая ставка возвратится в нейтральный диапазон.

В условиях низких цен на нефть и газ, а также сокращения внешнего спроса уровень экспорта существенно снизится. Одновременно будет происходить и сокращение импорта, обусловленное сжатием внутреннего спроса, но более умеренное. В результате сальдо счета текущих операций снизится в 2026 году, а в 2027 году сложится на гораздо более низком уровне, чем в базовом сценарии. Вместе с тем ожидается, что в 2028 году оно увеличится по мере восстановления товарного экспорта.

Высокая неопределенность относительно будущих доходов и, соответственно, способности обслуживать обязательства по кредитам будет ограничивать как спрос компаний и населения на кредиты, так и готовность банков наращивать кредитование. В сочетании с более высоким уровнем ставок это приведет к существенному замедлению кредитования. Однако благодаря наращиванию бюджетной поддержки экономики в условиях кризиса, не будет наблюдаться существенного сокращения темпов роста денежной массы. В 2028 году по мере адаптации экономики и смягчения денежно-кредитной политики будет происходить восстановительный рост кредитной активности на фоне плавного сокращения масштабов государственной поддержки экономики. Темпы роста денежной массы, формирующиеся под влиянием этих двух факторов, к концу прогнозного периода будут близки к показателям базового сценария.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(МЛРД ДОЛЛ. США)

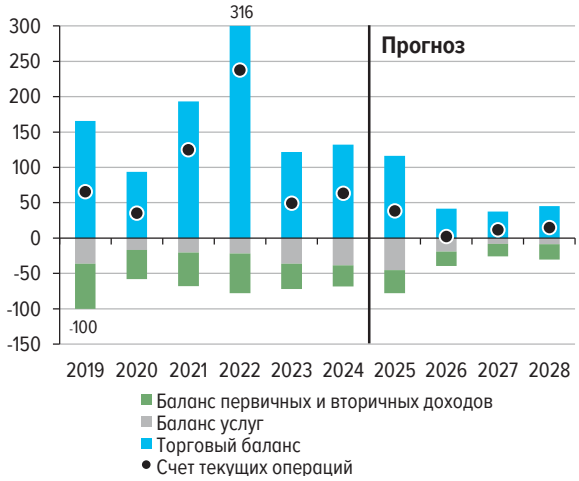
Рис. 3.14



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(МЛРД ДОЛЛ. США)

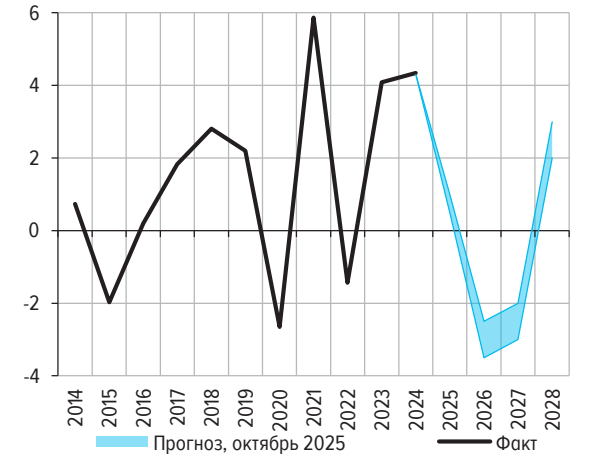
Рис. 3.15



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

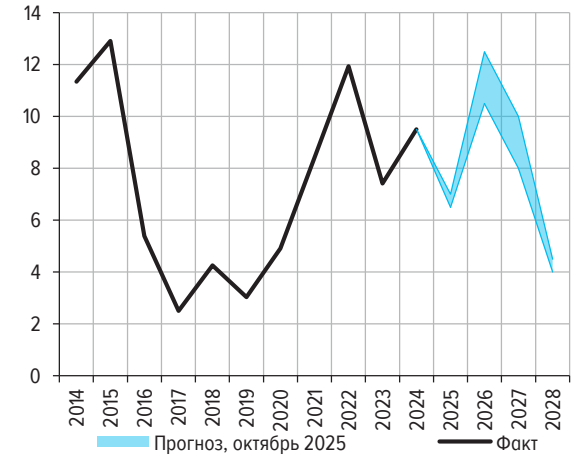
Рис. 3.16



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. 3.17



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «РИСКОВЫЙ» *Табл. 3.5*

	2023 (факт)	2024 (факт)	2025	2026	2027	2028
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	7,4	9,5	6,5–7,0	10,5–12,5	8,0–10,0	4,0–4,5
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	5,9	8,4	8,8–8,9	7,8–9,8	10,6–12,6	5,7–6,7
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	9,9	17,5	19,2[1]	17,5–19,5	18,0–20,0	10,0–11,0
Валовой внутренний продукт	4,1	4,3	0,5–1,0	(-3,5)–(-2,5)	(-3,0)–(-2,0)	2,0–3,0
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	*5,3*	*4,5*	*(-0,5)–0,5*	*(-7,0)–(-6,0)*	*0,0–1,0*	*3,0–4,0*
Расходы на конечное потребление	6,5	5,2	1,0–2,0	(-1,0)–0,0	(-6,5)–(-5,5)	2,5–3,5
– домашних хозяйств	*7,5*	*5,4*	*1,0–2,0*	*(-1,5)–(-0,5)*	*(-7,0)–(-6,0)*	*3,0–4,0*
Валовое накопление	19,8	2,1	(-1,0)–1,0	(-13,0)–(-11,0)	(-7,0)–(-5,0)	2,5–4,5
– основного капитала	*7,8*	*6,0*	*1,0–3,0*	*(-4,0)–(-2,0)*	*(-2,0)–0,0*	*1,0–3,0*
Экспорт	–[2]	–[2]	(-3,0)–(-1,0)	(-4,0)–(-2,0)	(-6,0)–(-4,0)	2,0–4,0
Импорт	–[2]	–[2]	(-2,0)–0,0	(-6,0)–(-4,0)	(-23,0)–(-21,0)	4,0–6,0
Денежная масса в национальном определении	19,4	19,2	7–10	4–9	6–11	8–13
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте[3]	22,3	16,4	8–11	0–5	2–7	9–14
– к организациям	*22,0*	*19,0*	*10–13*	*2–7*	*4–9*	*9–14*
– к населению, в том числе	*23,0*	*9,7*	*1–4*	*(-4)–1*	*(-2)–3*	*9–14*
ипотечные жилищные кредиты	*29,4*	*10,4*	*3–6*	*1–6*	*1–6*	*11–16*
Показатели платежного баланса[4] (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	**49**	**63**	**38**	**2**	**12**	**15**
Торговый баланс	122	132	116	42	38	45
Экспорт	*425*	*434*	*414*	*306*	*255*	*282*
Импорт	*303*	*302*	*298*	*264*	*218*	*237*
Баланс услуг	-36	-38	-45	-19	-8	-9
Экспорт	*40*	*43*	*47*	*41*	*41*	*44*
Импорт	*77*	*81*	*92*	*60*	*50*	*53*
Баланс первичных и вторичных доходов	-36	-30	-32	-20	-18	-22
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	**48**	**63**	**38**	**2**	**12**	**15**
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	**49**	**57**	**51**	**17**	**20**	**19**
Чистое принятие обязательств	-7	9	1	-6	2	5
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	41	66	52	12	22	24
Чистые ошибки и пропуски	-9	-10	-11	0	0	0
Изменение резервных активов	**-10**	**-4**	**-24**	**-15**	**-8**	**-4**
Цена нефти для налогообложения[5], в среднем за год, долл. США за баррель	**63**	**68**	**58**	**35**	**30**	**35**

[1] *С учетом того что с 01.01.2025 по 26.10.2025 средняя ключевая ставка равна 19,8%, с 27.10.2025 до конца 2025 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 16,4–16,5%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в методологическом комментарии.*

[2] *Данные по использованию ВВП за 2023–2024 годы 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 долевые 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.

[4] *В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.*

[5] *Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России.*

Источник: Банк России.

ВРЕЗКА 9. БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА В 2025–2028 ГОДАХ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИКУ

Бюджетная политика – важная часть предпосылок прогноза в той части, в которой она оказывает влияние на внутренний спрос, деловую активность и инфляцию. Изменения бюджетной политики учитываются при обновлении прогноза Банка России

Бюджетная политика остается одним из значимых факторов, влияющих на динамику совокупного спроса и инфляции в России. Регулятор в базовом сценарии исходит из актуальных бюджетных проектировок Минфина России и собственных макроэкономических предпосылок. Прогноз предполагает уточнение параметров бюджетного правила на прогнозном горизонте и постепенную нормализацию бюджетной политики с возвратом к исполнению расходов в соответствии с бюджетным правилом и нулевому структурному первичному дефициту с 2026 года (рис. 9.1).

БЮДЖЕТ В 2025 ГОДУ И ПОПРАВКИ В ЗАКОН О БЮДЖЕТЕ

Минфин России не менял план расходов на 2025 год, установленный поправками к закону о бюджете (42,3 трлн рублей)[1], однако указал, что до конца года могут быть реализованы и неисполненные ассигнования прошлых лет, что предполагает общее кассовое исполнение расходов за год на уровне 42,8 трлн рублей).

При этом Минфин России заметно понизил оценку ненефтегазовых поступлений на 2025 год, что связано как с более слабым прогнозом макроэкономических показателей, так и с более низкой собираемостью отдельных поступлений (наиболее значимая корректировка – в сборах, связанных с импортом, и процентных доходах от размещения средств в банках).

Повышение планового объема расходов при сокращении ожидаемых ненефтегазовых доходов предполагает расширение структурного первичного дефицита (с 0,4 трлн до 2,8 трлн рублей) и заимствований (ведомство расширило программу валового привлечения ОФЗ на 2,2 трлн, до 7 трлн рублей).

СРЕДНЕСРОЧНАЯ ТРАЕКТОРИЯ БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ

С учетом тенденций на мировом рынке энергоносителей и планируемого дальнейшего инвестирования средств ФНБ во внутрироссийские инфраструктурные проекты Минфин России предлагает скорректировать траекторию базовой цены в бюджетном правиле, заложив ее постепенное ежегодное снижение на 1 доллар с 60 долларов США в 2025 году до 55 долларов США в 2030 году[2]. Снижение цены отсечения в бюджетном правиле предполагает сокращение направляемой на покрытие расходов нефтяной ренты, зависимой от внешней конъюнктуры (по оценкам Минфина России, объем базовых нефтегазовых доходов сократится с 4% ВВП в 2025 году до 3,5% ВВП в 2028 году). Это соответствует некоторому ужесточению бюджетной политики в ближайшие несколько лет.

При формировании расходов в соответствии с бюджетным правилом в ближайшие 3 года их объем в номинальном выражении продолжит расти. Это будет обеспечено рядом новаций в части отдельных налогов и сборов:

- увеличением основной ставки НДС с 20 до 22% (до 1,4–1,5 трлн рублей в ценах 2026 года);
- снижением порога применения упрощенной и патентной систем налогообложения для субъектов МСП (до 0,2 трлн рублей в ценах 2026 года);
- повышенной индексацией отдельных акцизов (до 0,1 трлн рублей в ценах 2026 года);
- введением налогов на игорный бизнес (до 0,1 трлн рублей в ценах 2026 года).

В рамках действующей конструкции бюджетного правила дополнительные расходы будут покрыты новыми налогами и сборами.

---

[1] Федеральный закон от 24.06.2025 № 152-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов».

[2] Базовая цена на газ останется на уровне 250 долларов США за тыс. куб. м вплоть до 2030 года. В дальнейшем после 2030 года планируется ежегодная индексация базовых цен на нефть и газ на 2%.

Правительство Российской Федерации закладывает расширение социального обеспечения населения в части значительной индексации МРОТ на 20,7% и перехода к двум индексациям страховых пенсий с 2027 года (сверх инфляции). Это будет способствовать сохранению высокой доли ассигнований на социальную политику в структуре всех расходов.

ОЦЕНКИ БЮДЖЕТНОГО ИМПУЛЬСА

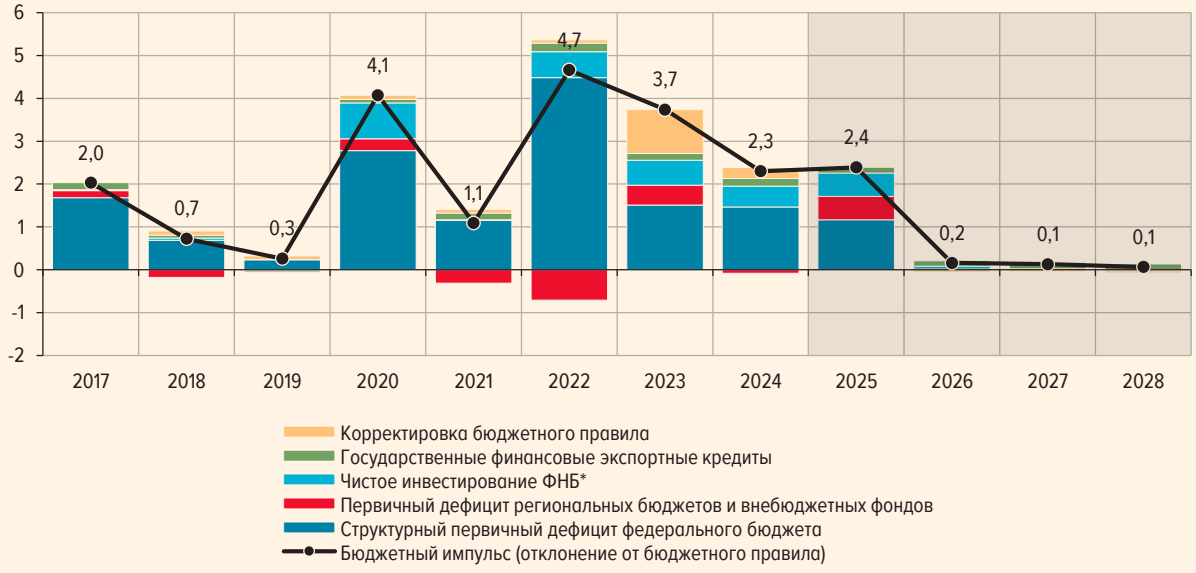
Существуют различные подходы к оценке бюджетного импульса, основанные как на отклонениях от долгосрочных устойчивых равновесных уровней исполнения бюджета, так и на изменении параметров исполнения бюджета между периодами (расширение/сужение структурного (нециклического) дефицита/профицита бюджета).

Один из подходов базируется на том, что формирование и исполнение расходов бюджета по бюджетному правилу соответствует нейтральной бюджетной политике, не оказывающей значительного влияния на отклонение выпуска от потенциального уровня и инфляции от целевого уровня. Любые дополнительные потоки средств из бюджета в экономику предполагают положительный импульс, любые дополнительные потоки изъятия средств из экономики в бюджет – отрицательный импульс. При этом дополнительные/выпадающие нефтегазовые доходы оцениваются как потоки, связанные с внешним сырьевым циклом и не зависящие от решений Правительства Российской Федерации.

В соответствии с этим подходом совокупный бюджетный импульс для экономики России можно рассчитывать в виде суммы следующих компонентов:

- отклонение расходов федерального бюджета от уровня бюджетного правила (структурный первичный дефицит);
- корректировка ключевого параметра бюджетного правила – базовых цен на сырье;
- первичный дефицит консолидированного бюджета субъектов Российской Федерации и государственных внебюджетных фондов (для оценки на уровне бюджетной системы);
- чистое инвестирование средств ФНБ внутри российской экономики;
- квазибюджетные потоки, статистически отражаемые в источниках финансирования[3] (с учетом незначимости большинства компонентов используется только чистое предоставление государственных финансовых экспортных кредитов).

ОЦЕНКА БЮДЖЕТНОГО ИМПУЛЬСА *Рис. 9.1*
(П.П. ВВП)



* *С корректировкой на перечисление прибыли Банка России от продажи пакета акций ПАО Сбербанк в бюджет.*
Источники: Минфин России, Минэкономразвития России, Росстат, расчеты Банка России.

[3] В соответствии с методологией бюджетной отчетности: исполнение госгарантий, сальдо операций с драгоценными металлами и камнями, приватизация, компенсация сбережений граждан и так далее.

Похожий подход к оценке бюджетного импульса был также отражен Минфином России в проекте Основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов.

С момента запуска последней редакции бюджетного правила, основанной на фиксированной базовой цене энергоносителей (функционирует с некоторыми приостановками с 2017 года), бюджетный импульс практически все время был положительным (рис. 9.1). В отдельные периоды (2020 и 2022 годы) его величина достигала 4–5% ВВП. В 2018–2019 годах бюджетная политика в соответствии с данным подходом была близка к нейтральной. С учетом внесенных в Государственную Думу бюджетных проектировок ожидается **сокращение положительного бюджетного импульса и нормализация вклада бюджетной политики в динамику разрыва выпуска и совокупного спроса до околонулевого уровня**, при этом ежегодное снижение цены отсечения в бюджетном правиле будет вносить отрицательный вклад в совокупную величину импульса (в пределах 0,1 п.п. ВВП) (рис. 9.1).

Указанный подход практически не учитывает влияние структуры доходов и расходов на экономику и инфляцию (кроме исключения из расходов трат на обслуживание государственного долга). Вместе с тем разные виды налогов и сборов, равно как и различные направления расходования бюджетных средств, могут по-разному влиять на динамику совокупного спроса и деловой активности.

БЮДЖЕТНЫЙ ИМПУЛЬС В КВАРТАЛЬНОЙ ПРОГНОЗНОЙ МОДЕЛИ

В Квартальной прогнозной модели Банка России[4] бюджетный импульс рассчитывается отдельно со стороны доходов и расходов бюджетной системы соответственно. Импульс со стороны расходов состоит из разовых отклонений первичных расходов от долгосрочного компонента (в % от ВВП), определяемого бюджетным правилом и долгосрочными ненефтегазовыми доходами. Импульс со стороны доходов также формируется из отклонения ненефтегазовых поступлений от их равновесных значений, оцениваемых модельно с учетом проектировок Минфина России и бессрочных налоговых изменений. Использование ненефтегазовых поступлений в качестве основных при определении импульса со стороны доходов позволяет учесть циклическую корректировку мировой экономики (дополнительные/выпадающие нефтегазовые доходы связаны исключительно с внешней конъюнктурой). Однако дополнительно может возникать импульс из-за подстройки доходов и расходов к новым равновесным значениям при изменении структурных параметров. В частности, при изменении параметров бюджетного правила отдельный импульс может проистекать со стороны базовых нефтегазовых доходов. Отдельный импульс может возникать со стороны дискреционных расходов – чистого инвестирования в ФНБ и временного отклонения структурного первичного дефицита от уровня, определенного бюджетным правилом в 2023–2024 годах.

Отклонения от равновесных уровней и дискреционные части расходов транслируются как бюджетные шоки, оказывающие влияние на разрыв выпуска с собственным мультипликатором. Положительное отклонение доходов от равновесного уровня оказывает отрицательное влияние, расходов – положительное влияние. Таким образом оценивается влияние на выпуск на уровне как потоков федерального бюджета, так и региональных бюджетов и внебюджетных фондов.

[4] Подробнее см. доклад «Квартальная прогнозная модель России с рынком труда», коды модели.

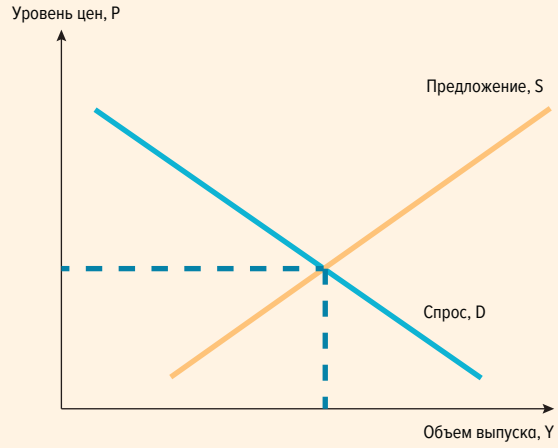
ВРЕЗКА 10. КОНЦЕПЦИЯ ДОЛГОСРОЧНОГО РАВНОВЕСИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ОТКЛОНЕНИЯ ОТ НЕГО ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПЕРЕМЕННЫХ

Банк России оценивает масштаб отклонения экономики от траектории сбалансированного и устойчивого роста. Денежно-кредитная политика направлена на достижение низкой инфляции и способствует возвращению экономики на эту траекторию

При проведении макроэкономической политики широко используются концепции долгосрочного и краткосрочного равновесия в экономике. В **долгосрочном равновесии** все ключевые показатели в экономике растут постоянным темпом, который определяется фундаментальными факторами. То есть долгосрочное равновесие – это не конкретная точка, а устойчивая траектория, по которой движется экономика. **Краткосрочное равновесие** – это те уровни цен и выпуска на отдельном рынке или группе рынков, которые уравновешивают текущий спрос и предложение. При проведении денежно-кредитной политики в рамках режима таргетирования инфляции в долгосрочном равновесии потребительские цены растут темпом, соответствующим целевому уровню инфляции, а темпы роста экономики равны потенциальным.

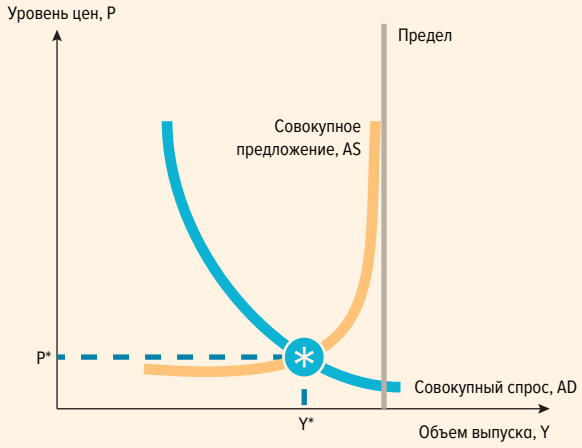
Рассмотрим, как выглядят кривые спроса и предложения на конкретный товар или услугу. Кривая спроса (D) показывает обратную зависимость потребления конкретного товара или услуги от его цены. Кривая предложения (S) в свою очередь иллюстрирует прямую зависимость производства/поставок этого товара от цены на рынке. Точка пересечения этих кривых – краткосрочное равновесие на конкретном рынке.

КРИВЫЕ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА ОТДЕЛЬНОМ РЫНКЕ *Рис. 10.1*



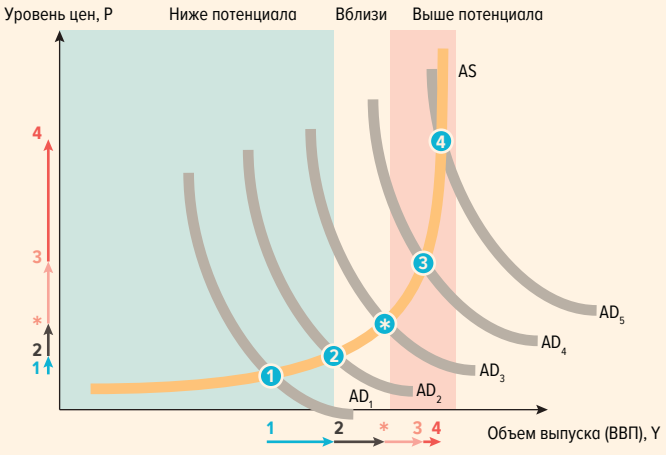
Источник: Банк России.

КРИВЫЕ СОВОКУПНОГО СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ В ЭКОНОМИКЕ В ЦЕЛОМ *Рис. 10.2*



Источник: Банк России.

СДВИГ КРИВОЙ AD ПРИ ШОКЕ СПРОСА *Рис. 10.3*

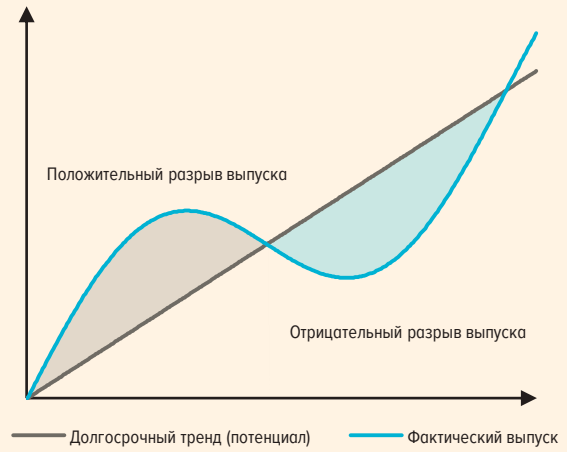


Источник: Банк России.

Чтобы получить аналогичную картину для всей экономики в целом, нужно агрегировать все индивидуальные кривые спроса и предложения по всем товарам и услугам. Можно предположить, что в общем случае картина будет похожа на индивидуальную, однако это не так. В экономике существуют ограничения, не позволяющие расширить предложение сверх определенного предела. К таким ограничениям относятся, например, жесткость рынка труда (невозможно быстро наращивать занятость во всей экономике, особенно при демографических, квалификационных, миграционных и других ограничениях), торговые и инвестиционные барьеры и так далее. Поэтому агрегированная картина для совокупного предложения будет выглядеть иначе.

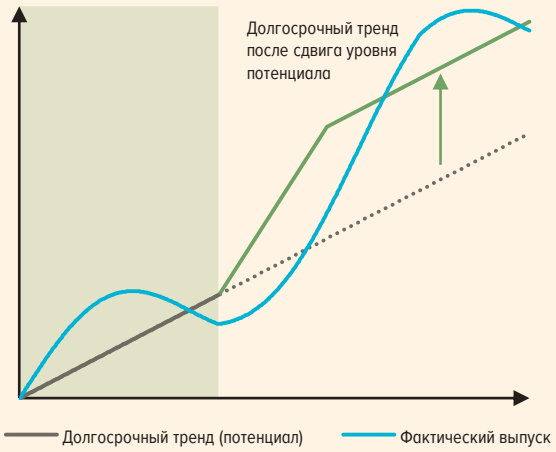
Пусть AS – кривая совокупного предложения в стране (производство плюс импорт), а AD – кривая совокупного спроса (расходы на потребление, инвестиции, государственные расходы и экспорт). В каждый момент времени наблюдается (статистически регистрируется) **только текущее равновесие** – точка пересечения двух кривых. Что происходит, если в экономике регистрируется шок спроса (например, вызванный увеличением государственных расходов)? В этом случае кривая совокупного спроса сместится вправо. Инфляционные последствия при таком сценарии будут критическим образом зависеть от того, где находится экономика относительно **долгосрочного равновесия** (выше или ниже траектории потенциального роста).

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ТРЕНД И РАЗРЫВ ВЫПУСКА *Рис. 10.4*



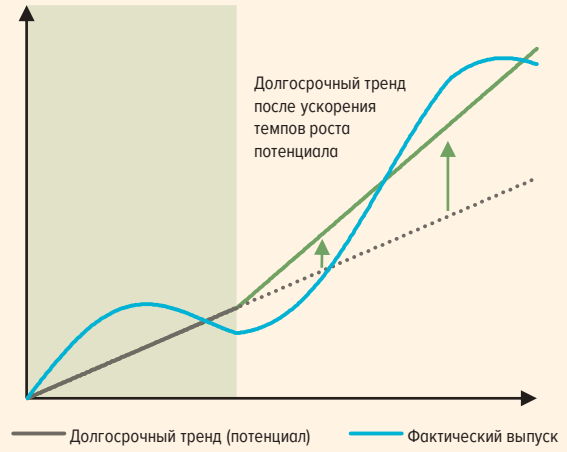
Источник: Банк России.

СДВИГ УРОВНЯ ТРЕНДА *Рис. 10.5*



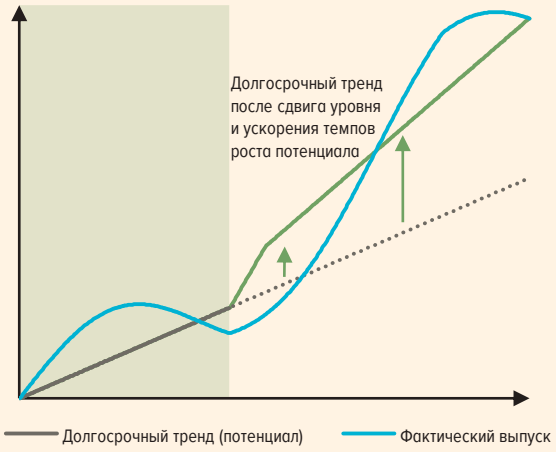
Источник: Банк России.

ИЗМЕНЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ТРЕНДА *Рис. 10.6*



Источник: Банк России.

СДВИГ УРОВНЯ И ИЗМЕНЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ТРЕНДА *Рис. 10.7*



Источник: Банк России.

Если экономика находится в отрицательной фазе цикла (ниже потенциала) или вблизи равновесия, совокупное предложение может относительно легко подстроиться под увеличившийся спрос, поскольку предел, связанный с ограничениями труда и капитала, еще далеко. Однако чем дальше вправо будет смещаться кривая спроса, тем более вертикальным станет отрезок кривой предложения. Соответственно, экономика будет реагировать все меньшим наращиванием выпуска и все большим ростом цен – предложение перестанет справляться. Кроме того, при длительном нахождении экономики выше траектории долгосрочного равновесия экономические агенты (компании и потребители) видят, что в экономике накапливаются дисбалансы. Из-за этого инфляционные ожидания растут, «открепляясь» от цели по инфляции. Это еще больше затрудняет замедление инфляции. Поэтому центральному банку важно не допустить, чтобы экономика слишком долго находилась в состоянии перегрева (выше потенциала), и он должен реагировать на такую ситуацию ужесточением денежно-кредитной политики.

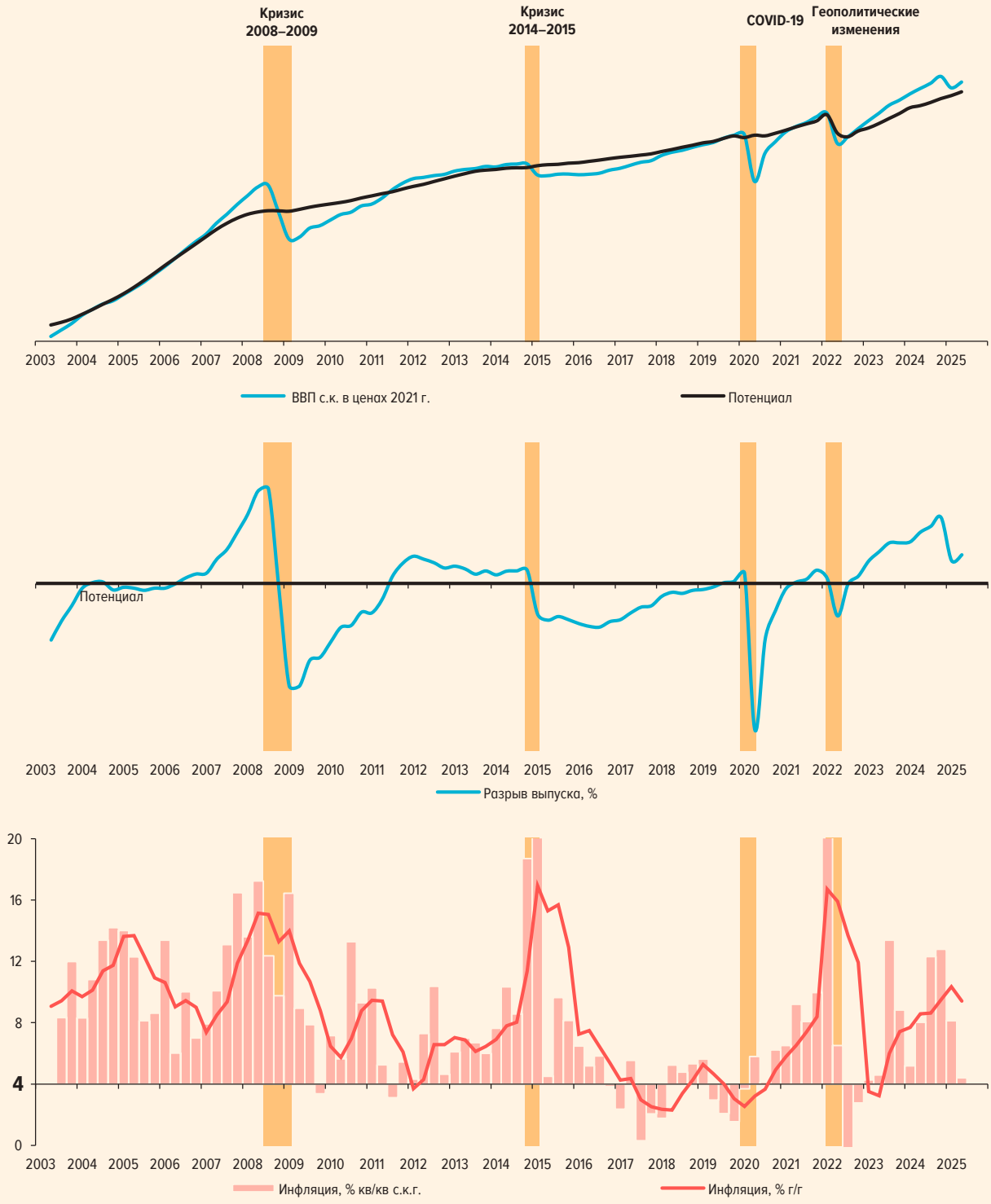
При отсутствии внешних воздействий экономика может находиться в долгосрочном равновесии сколь угодно долго. Различные внутренние и внешние шоки циклической природы (например, рост цен на ресурсы, рост бюджетных расходов, изменений предпочтений потребителей, сокращение спроса на экспортные товары и так далее) могут приводить к отклонению экономики от потенциальной траектории – такое отклонение называется **разрывом**. Показателем разрыва можно характеризовать отклонения выпуска, безработицы, валютного курса и прочих макроэкономических показателей от своих долгосрочных равновесных значений.

Наиболее часто в экономической литературе говорят о **разрыве выпуска**. Эта ненаблюдаемая величина показывает, насколько фактический выпуск отклонился от потенциального. В свою очередь потенциальный выпуск – это такой уровень выпуска, который экономика способна произвести при полной загрузке факторов производства при существующих ресурсных, технологических и институциональных ограничениях. В практике центральных банков релевантной концепцией потенциального выпуска является уровень выпуска, не создающий проинфляционного или дезинфляционного давления, – другими словами, уровень, при котором в отсутствие новых шоков инфляция находится на целевом уровне. Потенциальный выпуск не статичен, а изменяется в зависимости от динамики факторов производства (например, роста рабочей силы, освоения новых технологий или ввода в действие нового оборудования) и скорости технологического развития, поэтому еще одна важная характеристика экономики – темп роста потенциального выпуска, или скорость, с которой со временем меняется уровень потенциального выпуска. Когда фактический темп роста выпуска из-за действия циклических шоков превышает потенциальный, то в экономике формируется положительный (проинфляционный) разрыв выпуска. Поскольку при положительном разрыве выпуска предложение не успевает расширяться вслед за спросом, то в экономике формируется повышенное инфляционное давление. Темп роста цен начинает опережать цель по инфляции, и центральный банк должен повышать ставку, чтобы спрос вернулся к равновесию с предложением. В обратном случае, когда фактический темп роста оказывается ниже потенциального, формируется отрицательный (дезинфляционный) разрыв выпуска, а темп роста цен складывается ниже цели по инфляции. В этом случае центральному банку нужно снижать ставку, чтобы спрос повысился до уровня предложения.

В случае если экономика сталкивается с масштабными структурными изменениями, и уровень, и темп потенциального выпуска могут меняться. Действие структурных факторов приводит к изменению долгосрочного равновесия, и оценка разрыва выпуска в новых условиях может оказаться как больше, так и меньше прежней. При этом реакция центрального банка ограничена только той частью разрыва выпуска, которая показывает отклонение фактического темпа роста от нового равновесного тренда. Мерами денежно-кредитной политики (и другим инструментарием центрального банка) невозможно вернуть экономику к прежнему долгосрочному тренду.

Сдвиг уровня потенциала происходит обычно из-за разовых факторов, имеющих долгосрочное значение. К таким факторам можно отнести, например, открытие крупного месторождения природных ресурсов. В этом случае траектория долгосрочного роста сместится вверх. Возможно и обратное: например, крупное стихийное бедствие может подорвать производственные возможности экономики и сдвинуть траекторию потенциала вниз. Изменение уровня потенциала, как правило, происходит не сразу, а постепенно (траектория медленно выходит на новый уровень). Из-за этого в моменте такую ситуацию можно принять за изменение темпов роста потенциала, однако это разные сценарии.

ВЫПУСК, РАЗРЫВ ВЫПУСКА И ИНФЛЯЦИЯ В РОССИИ В 2003–2025 ГОДАХ *Рис. 10.8*



Примечание. Декомпозиция фактического уровня ВВП на потенциал и разрыв зависит от спецификации и параметризации используемой модели. График носит иллюстративный характер и отражает логику базового сценария Банка России в части выпуска, интерпретацию исторических данных в рамках Квартальной прогнозной модели, но не должен рассматриваться как буквальное воспроизведение соответствующих количественных оценок. Кварталы, отмеченные заливкой, соответствуют периодам значительного снижения уровня ВВП (рецессий).
Источник: Банк России.

Долгосрочное ускорение (или замедление) темпов роста всегда связано с технологическим прогрессом. Другими словами, никакие разовые факторы не способны увеличить угол роста траектории потенциала.

Сделать это можно только увеличением совокупной факторной производительности – созданием благоприятной среды для ведения бизнеса, совершенствованием судебной системы и качества управления, улучшением регуляторной среды, развитием технологий и так далее.

В случае комбинации описанных выше факторов возможен сценарий, при котором изменится как уровень долгосрочной траектории выпуска, так и темп ее роста. Такая ситуация, например, наблюдалась в России в 2022–2023 годах.

Ковидный кризис привел к существенному падению выпуска по всему миру, в том числе и в России. Простой производства, отложенные инвестиционные проекты, выпадение трудовых ресурсов – все это привело к снижению уровня потенциального выпуска. Однако долгосрочные темпы роста не пострадали, так как не был подорван технологический прогресс.

Начало периода структурной трансформации, напротив, характеризовалось не только снижением фактического выпуска, но и изменениями как в уровне тренда, так и в темпах его роста. С одной стороны, ограничения на потоки капитала, введение новых торговых барьеров и другие санкции привели к снижению уровня потенциала. С другой стороны, ограничения на технологический импорт и отток квалифицированных кадров снизили темпы роста ВВП в долгосрочной перспективе. Одновременно с этим рост госрасходов обеспечил быстрое восстановление фактического выпуска до уровней до начала 2022 года, что сформировало существенный положительный разрыв выпуска – экономика вошла в фазу перегрева.

Оценки разрыва выпуска входят в число факторов, учитываемых Банком России при реализации денежно-кредитной политики. Реакция со стороны макроэкономической, в том числе денежно-кредитной, политики на шоки позволяет минимизировать их последствия для экономики и способствовать ее скорейшему возвращению к своему долгосрочному равновесию. В августе 2025 года на сайте Банка России был опубликован доклад[1], в котором подробно разбираются концепции потенциального выпуска и нейтральной ставки. Также в докладе приведены соответствующие оценки для России по панели моделей.

Концепция равновесия и разрывов в основном применяется к реальным показателям – колебания выпуска относительно его потенциального уровня также называют **бизнес-циклом**. Однако в действительности экономика состоит не только из реальных, но и из финансовых величин. Для финансовых величин также можно оценить состояние равновесия и разрыв: наиболее часто используемым показателем является индикатор разрыва отношения общего объема кредита в экономике к ВВП[2]. Считается, что у финансовых величин тоже есть свой цикл, и он не в полной мере совпадает с бизнес-циклом.

Основное предположение заключается в том, что динамика цен на потребительские товары (то есть инфляционное давление) и динамика цен на финансовые активы могут потерять связь друг с другом и вести себя по-разному, а в некоторых случаях даже разнонаправленно. Это в свою очередь может приводить к накоплению дисбалансов в финансовой системе и формированию пузырей, за которыми следуют финансовые кризисы. Например, рост производства до уровня выше потенциального (то есть положительный разрыв выпуска) часто сопровождается активным ростом финансовых рынков. Спрос какое-то время остается на прежнем уровне, поэтому потребительские цены снижаются, тогда как рост на финансовых рынках приводит к росту оценок реальных активов, которые используются в залогах при кредитовании (например, недвижимость), и это еще больше стимулирует кредитование, производство и в итоге потребление. При этом реальные активы не могут расти так же быстро, как растут финансовые рынки, которые к тому же могут быть движимы спекулятивными действиями.

---

[1] Ермаков С. и другие. Оценки ненаблюдаемых переменных в России: расставляем черты и звезды над г и у. Прогнозирование и модельный аппарат. 2025 год.

[2] О некоторых исследованиях вопроса в Банке России говорится в работах: (1) Дерюгина Е., Пономаренко А. Определение фазы кредитного цикла в реальном времени в странах с формирующимися рынками. Серия докладов об экономических исследованиях. № 17. Январь 2017 года; (2) Дерюгина Е., Пономаренко А., Рожкова А. Когда оценки кредитных разрывов являются достоверными? Серия докладов об экономических исследованиях. № 34. Июль 2018 года; (3) Козловцева И., Пономаренко А., Синяков А., Татаринцев С. Контрциклическая политика и финансовая стабильность в малой открытой экономике страны-экспортера природных ресурсов. Серия докладов об экономических исследованиях. № 42. Июнь 2019 года; (4) Пономаренко А., Татаринцев С. Включение индикаторов финансового развития в системы раннего предупреждения. Серия докладов об экономических исследованиях. № 58. Июль 2020 года.

В какой-то момент финансовых ресурсов становится так много, что критерии отбора их получателей снижаются до минимума. Когда же таких заемщиков становится достаточно много, проблемы с возвратом финансовых ресурсов также становятся заметными для системы в целом и пузырь лопается – начинается финансовый или кредитный кризис.

При этом мягкие денежно-кредитные условия ужесточаются автономно от денежно-кредитной политики. Финансовые институты резко ужесточают условия выдачи не только для новых заемщиков, но и по отношению друг к другу, ограничивая предоставление средств на межбанковском рынке. Другими словами, кредитный кризис сопровождается кризисом доверия и ростом неопределенности. Экономика из состояния положительного разрыва выпуска может довольно стремительно перейти в отрицательный разрыв выпуска, то есть производить меньше, чем потенциальный уровень. Для возвращения экономики к потенциалу требуется смягчить денежно-кредитные условия и поддержать деловые и потребительские настроения. Поэтому центральный банк снижает ставку, а также при необходимости предоставляет банкам дополнительные средства (на возвратной основе), тем самым компенсируя снижение эффективности межбанковского рынка.

Таким образом, финансовая система может усиливать отклонение экономики от равновесия или даже может быть самостоятельным источником такого отклонения. В то же время эта связь не всегда однозначная и не в полной мере односторонняя, финансовый и реальный секторы влияют друг на друга. Банк России, как и другие центральные банки, учитывает состояние финансового сектора в большей степени при формировании макропруденциальной политики. Однако и при разработке решений по денежно-кредитной политике финансовый сектор является значимым элементом анализа и важным индикатором отклонения экономической системы от равновесия.

РАЗДЕЛ 4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2025 ГОДУ И 2026–2028 ГОДАХ

Банк России проводит операции с банками для сближения краткосрочных ставок денежного рынка с ключевой ставкой

Операционная цель денежно-кредитной политики Банка России заключается в поддержании ставок овернайт денежного рынка вблизи ключевой ставки. В качестве операционного ориентира денежно-кредитной политики Банк России использует ставку RUONIA (Ruble Overnight Index Average). Это средневзвешенная ставка по необеспеченным однодневным займам на рублевом межбанковском денежном рынке (МБК). Если банки и другие профессиональные участники денежного рынка уверены, что ставки МБК будут находиться вблизи ключевой ставки, то они смогут закладывать эти ожидания в цены других финансовых продуктов на более длительные сроки. Такая взаимосвязь между различными ставками в экономике позволяет Банку России через изменения ключевой ставки влиять на склонность экономических агентов к потреблению и сбережению, а также на динамику потребительских цен.

Банк России с помощью своих операций формирует условия для того, чтобы краткосрочные сделки между банками совершались на рынке по ставкам, близким к ключевой. В случае оттока или притока средств в банковский сектор Банк России компенсирует его своими операциями по предоставлению или абсорбированию ликвидности[1]. Это позволяет поддержать баланс спроса и предложения ликвидности на денежном рынке.

Ставки денежного рынка формируются в границах процентного коридора и могут отклоняться от ключевой ставки. Поэтому более информативным является среднее за период усреднения обязательных резервов (ПУ) отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки (спред).
С помощью своих операций Банк России стремится сделать так, чтобы средний за ПУ спред не превышал в абсолютном выражении 25 базисных пунктов. Однако Банк России не ставит задачу достижения этой цели любой ценой. Текущая система инструментов выстроена так, чтобы сформировать условия для активного межбанковского рынка и обеспечить достижение операционной цели денежно-кредитной политики.

Банк России в 2025 году достигал операционной цели денежно-кредитной политики

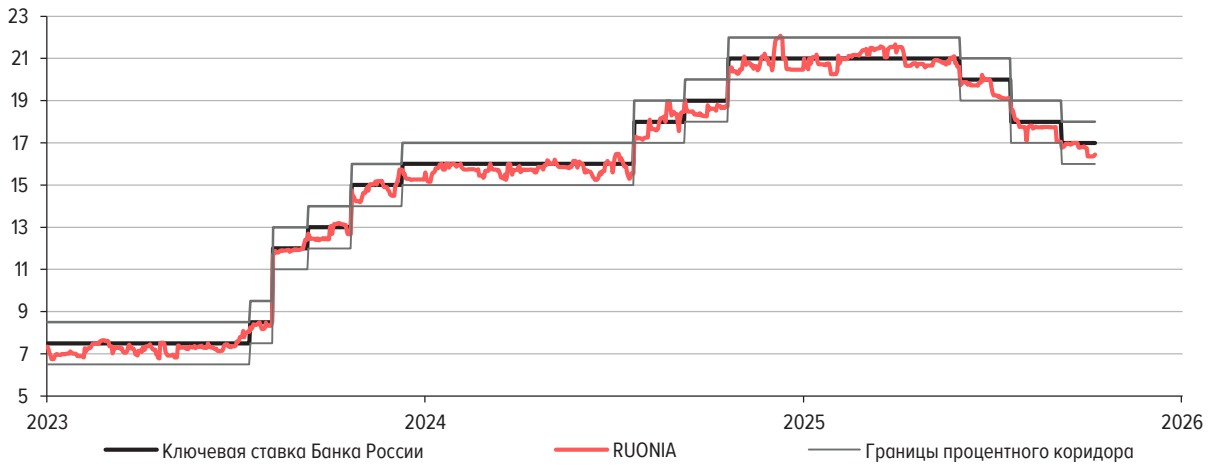
В течение 2025 года однодневная ставка RUONIA формировалась преимущественно в нижней половине процентного коридора Банка России, вблизи ключевой ставки. Средний спред к ключевой ставке в январе – сентябре 2025 года составил -15 б.п. (2024 год: -24 б.п.)[2]. Это в абсолютном выражении меньше значения прошлого года. При этом волатильность спреда в январе – сентябре 2025 года не изменилась по сравнению с 2024 годом и составила 37 б.п. (2024 год: 37 б.п.).

[1] Подробная информация об операциях Банка России представлена в разделе сайта «Операции Банка России».

[2] Среднее значение спреда RUONIA к ключевой ставке и его волатильность рассчитаны с учетом всех календарных дней месяца. Для дней, за которые расчет RUONIA не был произведен, значение приравнивается к предыдущему дню, за который опубликован индекс RUONIA.

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 4.1



Источник: Банк России.

Значимым фактором изменения баланса ликвидности, как и в предыдущие годы, оставались **операции бюджета**. В конце 2024 – начале 2025 года в банки поступили расходы, в том числе профинансированные за счет конвертации 1,3 трлн рублей средств ФНБ сверх бюджетного правила, а Федеральное казначейство увеличило размещение временно свободных бюджетных средств в банках. В результате банковский сектор вернулся к структурному профициту ликвидности.

Банк России в 2025 году возобновил **проведение на внутреннем валютном рынке регулярных операций** в рамках бюджетного правила, которые были приостановлены в конце 2024 года[3]. Целью этих операций является снижение влияния внешней конъюнктуры и бюджетных потоков на динамику курса рубля, совокупный спрос и инфляцию. Эти продажи и покупки валюты Банк России проводит в объеме операций Минфина России со средствами ФНБ, поэтому их называют операциями зеркалирования. При этом проведение таких операций может осуществляться не сразу, а с лагом и быть растянутым во времени. Это необходимо для того, чтобы уменьшить их краткосрочное влияние на валютный рынок.

В дополнение к анонсируемым Минфином России в 2025 году объемам покупки или продажи валюты объем операций Банка России корректируется на величину отложенных в 2024 году продаж валюты в рамках бюджетного правила и объема расходования средств ФНБ в целях финансирования дефицита бюджета вне бюджетного правила за 2024 год[4]. Эти дополнительные операции будут формировать ежедневный отток ликвидности из банков в течение всего 2025 года. В то же время зеркалирование текущих операций Минфина России по бюджетному правилу нейтрально для ликвидности банковского сектора[5].

---

[3] См. новость Банка России от 27.11.2024.

[4] См. новость Банка России от 26.12.2024.

[5] Операции Минфина России по покупке иностранной валюты в рамках бюджетного правила производятся в объеме дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета. Эти налоги клиенты банков платят в бюджет, при этом Федеральное казначейство не может разместить их, например, на депозиты в банки или использовать для финансирования текущих расходов. Когда Банк России зеркалирует эти покупки валюты Минфином России на рынок, рублевая ликвидность возвращается в банковский сектор в объеме ушедших ранее дополнительных налогов. В результате совокупное влияние этих операций на баланс ликвидности банковского сектора становится практически нейтральным.

К притоку средств в банки в первом полугодии 2025 года привело инвестирование средств ФНБ, в том числе в инфраструктурные проекты. Банк России будет равномерно зеркалировать эти операции в течение второго полугодия 2025 года, и к концу года их влияние на баланс ликвидности станет нейтральным[6]. Кроме того, в апреле на бюджетные счета поступила часть прибыли Банка России за 2024 год. Эти средства сразу поступили в банки – Федеральное казначейство может направить их на финансирование расходов или временно разместить на депозиты в кредитных организациях.

Федеральное казначейство продолжило повышать эффективность своих инструментов по управлению временно свободными остатками бюджетных средств. Как и ранее, активно использовался механизм размещения средств на длительные сроки на банковских депозитах и операции по размещению остатков на счетах до востребования, возросла доля сделок репо. В результате средний остаток средств на едином казначейском счете в Банке России (ЕКС) в 2025 году был ниже и менее волатилен, чем в предыдущие годы. Это, с одной стороны, обеспечивает дополнительный процентный доход для бюджета. С другой стороны, снижает влияние бюджетных операций на ликвидность банковского сектора – меняется только распределение средств между кредитными организациями, но не их общий объем.

Помимо бюджетных операций, приток ликвидности в банки в первом полугодии 2025 года был связан с сокращением **объема наличных денег в обращении**. Поддержание ключевой ставки и ставок по банковским депозитам на высоком уровне способствовало сохранению склонности населения к сбережению. Это, как и годом ранее, приводило к снижению спроса на наличные деньги относительно ожидаемого уровня, обусловленного ростом экономики и объемов платежей. С июня 2025 года спрос на наличные деньги возрос. Это могло быть связано со стремлением населения и бизнеса сформировать запас наличных денег для проведения расчетов. В сентябре – первой половине октября 2025 года спрос на наличные деньги вернулся к сезонной траектории и соответствовал устойчивой потребности экономики в наличных деньгах для осуществления расчетов. При этом доля наличных денег в общем объеме денежной массы с начала года к началу октября 2025 года снизилась на 0,5 п.п., до 14,2%.

Обязательные резервы, которые кредитные организации поддерживают в Банке России, в 2025 году продолжили расти. Это было вызвано ростом банковских депозитов и привело к увеличению резервируемых обязательств банков. Рост обязательных резервов привел к снижению структурного профицита ликвидности. Укрепление рубля и валютная переоценка активов несколько снизили влияние данного фактора на ликвидность банков.

Помимо баланса ликвидности, на структуру операций Банка России в начале 2025 года продолжала влиять ситуация с соблюдением системно значимыми кредитными организациями (СЗКО) норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). С марта 2024 года перестали действовать введенные в 2022 году послабления по этому нормативу. Банк России предоставил банкам возможность адаптироваться к его соблюдению в течение переходного периода. В частности, СЗКО были открыты безотзывные кредитные линии (БКЛ) в Банке России, с помощью которых при необходимости можно было восполнить дефицит высоколиквидных активов. Тем не менее многие банки сталкивались с трудностями при соблюдении НКЛ собственными силами, что особенно явно проявилось в конце 2024 года. Банкам приходилось наращивать привлечение **кредитов Банка России в рамках основного механизма** (ОМ). Эти операции позволяют улучшить значение НКЛ, поэтому банки активно привлекали кредиты Банка России в 2024 – начале

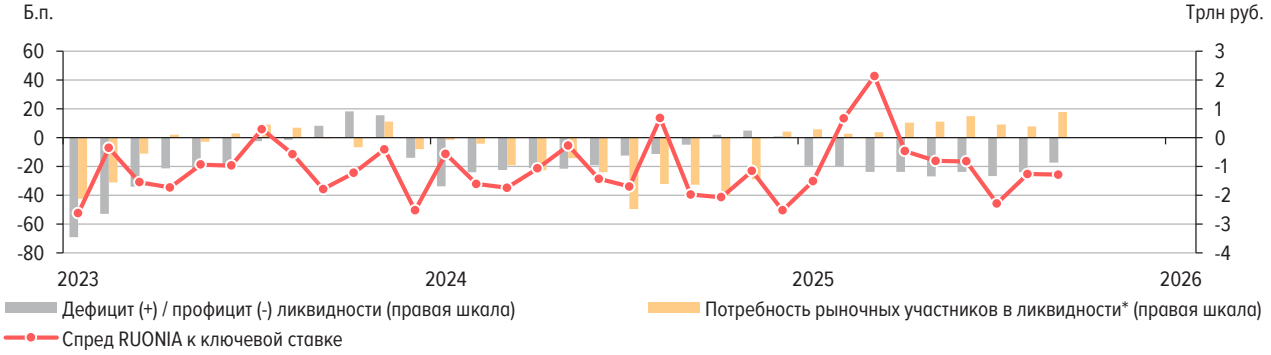
[6] См. новость Банка России от 26.06.2025.

2025 года, несмотря на их высокую стоимость относительно заимствований на денежном рынке. Однако к концу года отдельные банки заложили почти все нерыночное обеспечение ОМ. Такое использование инструментов рефинансирования приводит к накоплению рисков в банковском секторе: если обеспечение банков задействовано для соблюдения нормативных требований, банки не смогут использовать его в случае реализации оттока ликвидности. Чтобы дестимулировать использование банками кредитов в рамках ОМ для регуляторных целей, Банк России принял решение начиная с 06.11.2024 включать все права требования по кредитным договорам в обеспечение только в рамках дополнительного механизма рефинансирования (ДМ). Кредитные требования, которые были включены в пулы обеспечения кредитов, предоставляемых в рамках ОМ, до 06.11.2024, были сохранены в этих пулах, но без возможности увеличения их стоимости[7].

Одновременно с ростом спроса на кредиты Банка России в конце 2024 года СЗКО обострили конкуренцию за клиентские средства и существенно повысили по ним ставки. Это привело к ужесточению денежно-кредитных условий (см. врезку 8 «Изменения банковского регулирования в 2023–2025 годах и их влияние на денежно-кредитную политику»). В ответ на это в ноябре – декабре 2024 года Банк России смягчил график перехода СЗКО на соблюдение норматива собственными силами, то есть без использования БКЛ. Поступление бюджетных расходов в банковский сектор в конце 2024 – начале 2025 года увеличило высоколиквидные активы банков и в совокупности с указанной корректировкой графика привело к улучшению ситуации с соблюдением НКЛ. В ответ банки смогли снизить спрос на кредиты постоянного действия Банка России в рамках ОМ.

Привлекаемые по кредитам Банка России средства банки использовали также для выполнения обязательных резервных требований и проведения платежей. После снижения спроса на кредиты Банка России, связанного с НКЛ, в 2025 году банки стали привлекать для этих целей ликвидность из других источников. Кроме того, в начале 2025 года Банк России планово сокращал объем предоставления средств через **аукционы репо на срок 1 месяц**, и в марте задолженность кредитных организаций по этим операциям была погашена. В результате банки, у которых сохранялась потребность в привлечении средств, увеличили спрос на денежном рынке, а спред RUONIA к ключевой ставке в февральском – мартовском ПУ[8] стал положительным.

БАЛАНС ЛИКВИДНОСТИ И СПРЕД RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ *Рис. 4.2*
(СРЕДНЕЕ ЗА ПУ, ТРЛН РУБ.)



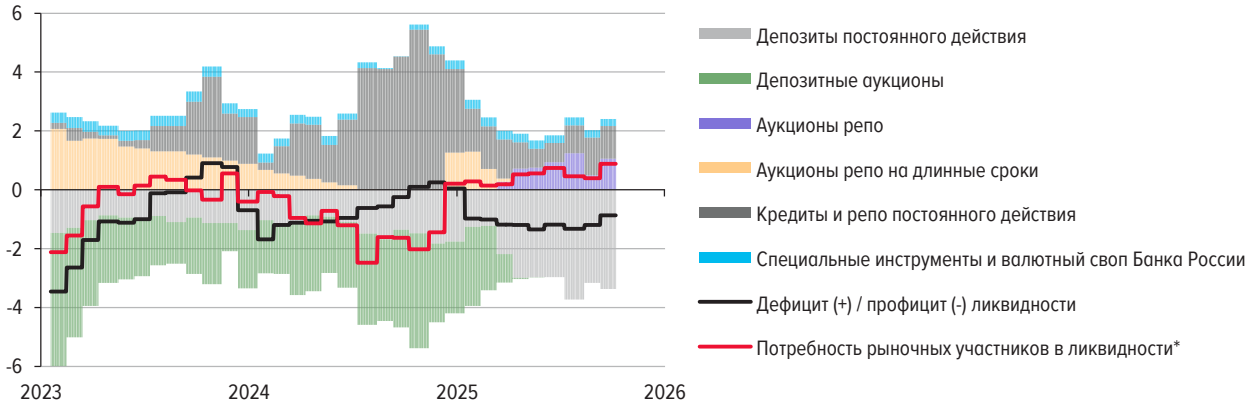
* *Рассчитывается как разница между структурным дефицитом/профицитом ликвидности банковского сектора и операциями, спрос на которые имеет нерыночный характер (спрос на кредиты Банка России в нормативных целях, задолженность по специальным инструментам рефинансирования, депозиты банков – «дочек» нерезидентов в Банке России). Показатель характеризует потребность рыночных участников в привлечении ликвидности у Банка России.*

Источник: Банк России.

[7] См. пресс-релиз Банка России от 05.11.2024.

[8] Февральский ПУ – с 12.02.2025 по 11.03.2025, мартовский ПУ – с 12.03.2025 по 08.04.2025.

СТРУКТУРНЫЙ БАЛАНС ЛИКВИДНОСТИ И ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ *Рис. 4.3*
(СРЕДНЕЕ ЗА ПУ, ТРЛН РУБ.)



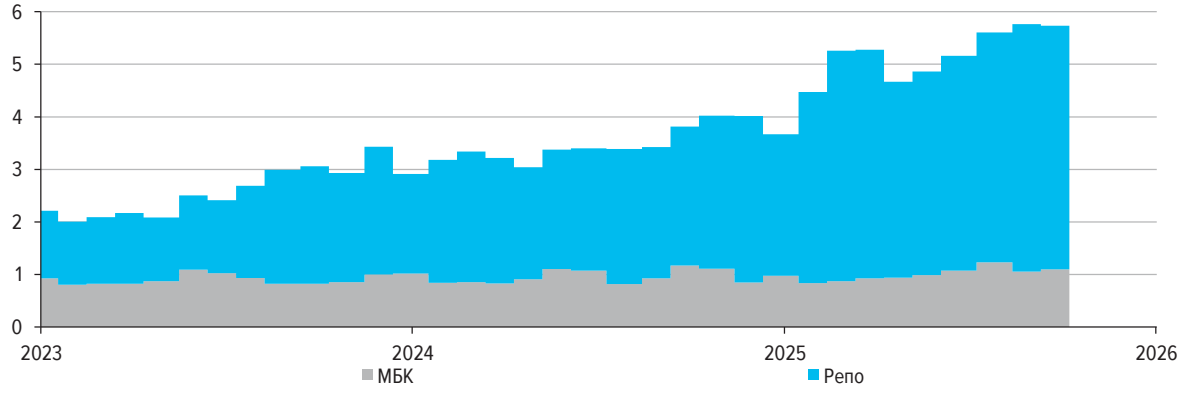
* *Рассчитывается как разница между структурным дефицитом/профицитом ликвидности банковского сектора и операциями, спрос на которые имеет нерыночный характер (спрос на кредиты Банка России в нормативных целях, задолженность по специальным инструментам рефинансирования, депозиты банков – дочек нерезидентов в Банке России). Показатель характеризует потребность рыночных участников в привлечении ликвидности у Банка России.*

Источник: Банк России.

Банк России в I квартале 2025 года постепенно сокращал лимиты на своих депозитных аукционах, чтобы предложение на рынке могло компенсировать возросший спрос участников. Некоторые банки увеличили объемы размещения средств на денежном рынке, в том числе на длительные сроки. Однако часть высвобожденных денег перешла на **депозиты постоянного действия в Банке России**. Эти средства не попадают на денежный рынок и не участвуют в перераспределении ликвидности. Поэтому в I квартале 2025 года, несмотря на структурный профицит в целом по банковскому сектору, на рынке постепенно сформировался дефицит ликвидности.

При определении направления и объема своих основных аукционов Банк России учитывал потребность в размещении или привлечении средств со стороны участников, готовых заключать сделки на денежном рынке и, следовательно, влиять на его ценообразование. Поэтому с 15.04.2025 Банк России перешел к **недельным аукционам репо** вместо недельных депозитных аукционов[9]. Это позволило компенсировать возросший спрос банков в краткосрочном сегменте денежного рынка и обеспечить сближение ставки RUONIA с ключевой ставкой.

ОТКРЫТЫЕ ПОЗИЦИИ НА СРОК ОВЕРНАЙТ В СЕГМЕНТАХ МБК И РЕПО ДЕНЕЖНОГО РЫНКА *Рис. 4.4*
(СРЕДНЕЕ ЗА ПУ, ТРЛН РУБ.)



Источник: Банк России.

[9] См. пресс-релиз Банка России от 10.04.2025.

Спрос банков одновременно на кредиты и депозиты Банка России постоянного действия ограничивает объем средств, которые могут быть распределены на денежном рынке. Однако эти операции учитываются при определении лимитов на аукционах Банка России, а ширина процентного коридора в 200 б.п. сохраняет стимулы для рыночных участников к совершению сделок друг с другом. Поэтому **объем открытых позиций в сегментах МБК и репо** денежного рынка в 2025 году продолжил увеличиваться. Поддержание активного денежного рынка позволяет Банку России лучше транслировать сигналы денежно-кредитной политики в ставки в экономике.

В последний день ПУ, когда механизм усреднения обязательных резервов не в полной мере позволяет банкам урегулировать временные дисбалансы спроса и предложения ликвидности, а также для ограничения колебаний ставок денежного рынка Банк России проводил **аукционы «тонкой настройки»**. В первом полугодии 2025 года в конце ПУ, как правило, в банковском секторе формировался избыток ликвидности, и Банк России проводил депозитные аукционы «тонкой настройки». Однако в конце мартовского ПУ, принимая во внимание неравномерность распределения ликвидности и высокую потребность в средствах со стороны рыночных участников, Банк России провел аукционы репо «тонкой настройки» в налоговый период и в последний день ПУ. Во втором полугодии 2025 года в зависимости от траектории усреднения банков и их потребности в ликвидности в конце ПУ возникала потребность в проведении как депозитных аукционов, так и аукционов репо «тонкой настройки». В дальнейшем Банк России продолжит проводить аукционы «тонкой настройки» в последний день ПУ при формировании дисбаланса спроса и предложения ликвидности, чтобы поддержать возможности банков по управлению ликвидностью и ограничить колебания ставок денежного рынка.

Спрос на кредиты под залог нерыночных активов в рамках ОМ в 2025 году постепенно снижался по мере нормализации ситуации с соблюдением НКЛ, а на рефинансирование ДМ возникал редко и лишь у отдельных участников. Текущий **уровень обеспечения** в пуле ОМ остается достаточным для получения средств банками при их недостатке на денежном рынке и ограничения отклонения ставок МБК выше верхней границы процентного коридора[10]. Банк России продолжит придерживаться контрциклического подхода к формированию обеспечения по своим операциям. При повышении потребности банковского сектора в привлечении ликвидности перечень обеспечения в рамках ОМ может быть расширен в первую очередь за счет перевода активов из ДМ в ОМ.

Другие операции Банка России

Банковское кредитование отдельных отраслей и сегментов экономики может сдерживаться структурными факторами. Речь идет прежде всего о малом и среднем бизнесе, о предприятиях, экспортирующих несырьевые товары или реализующих инвестиционные проекты. Для выравнивания доступа к кредиту для всех участников экономики Банк России может использовать специальные механизмы рефинансирования. В рамках этих операций он предоставляет банкам, кредитующим такие предприятия, средства на длительные сроки и по льготным ставкам. Объем и сроки таких операций Банка России ограничены. В противном случае это приведет к избыточному смягчению денежно-кредитных условий, и Банк России будет вынужден поддерживать ключевую ставку на высоком уровне в течение более длительного периода. В результате увеличится стоимость кредитов и снизится их доступность для всех остальных предприятий, не имеющих доступа к льготным программам.

[10] Подробная информация о системе инструментов Банка России представлена на сайте регулятора в разделе «Система инструментов денежно-кредитной политики».

Банки в первом полугодии 2025 года не предъявляли спрос на операции **«валютный своп» по продаже юаней за рубли**. В октябре 2024 года Банк России с учетом ценовых тенденций в сегменте «валютный своп» и для минимизации влияния своих операций на рыночное ценообразование установил ставку в юанях и ставку в рублях по валютным свопам, используемую для расчета своп-разницы, на уровне ключевой ставки[11]. Кроме того, в 2025 году Банк России исключил из системы инструментов денежно-кредитной политики аукционы валютный своп «тонкой настройки» по покупке долларов США и евро за рубли на срок от 1 до 2 дней. В текущей ситуации с ликвидностью и обеспечением по операциям Банка России потребность в данном инструменте отсутствует.

В 2025 году банковский сектор перейдет к дефициту ликвидности. Эта структурная позиция сохранится на трехлетнем горизонте

Структурный баланс ликвидности в среднем за декабрьский ПУ в 2024 году[12] сложился около нуля. Это ниже прогноза Банка России, который был опубликован в ОНЕГДКП 2025–2027 и представлял собой структурный профицит в диапазоне от 0,2 трлн до 1,0 трлн рублей. Отклонение связано с меньшим, чем ожидалось, поступлением бюджетных средств в 2024 году. Часть профинансированных в конце декабря расходов поступила в банки в начале января. При этом динамика наличных денег и обязательных резервов соответствовала прогнозу.

В 2025 году ожидается переход банковского сектора от структурного профицита к структурному дефициту ликвидности. **Прогноз структурного дефицита ликвидности в среднем за декабрьский ПУ 2025 года оценивается в диапазоне от 0,5 трлн до 1,3 трлн рублей**.

Предполагается, что в 2025 году бюджетные операции приведут к оттоку ликвидности из банков. Зеркалирование Банком России всех текущих операций Минфина России со средствами ФНБ делает нейтральным влияние бюджета на ликвидность банковского сектора. Однако равномерное зеркалирование нетто-продаж валюты, совершенных в 2024 году[13], будет постепенно снижать структурный профицит ликвидности банков. Влияние этого оттока на ликвидность в текущем году будет несколько компенсировано поступлением в январе 2025 года расходов и депозитов Федерального казначейства, которые не успели прийти в банки в декабре прошлого года.

Увеличение объема наличных денег в обращении в 2025 году прогнозируется в диапазоне 0,1–0,5 трлн рублей, что немного меньше средних исторических уровней. Это связано с сохранением в течение большей части года высоких ставок по депозитам, которые мотивировали население продолжать сберегать и хранить свои накопления на вкладах в банках, а не в наличной форме.

Прогноз обязательных резервов предполагает их рост в рассматриваемый период за счет общего увеличения денежной массы.

По мере роста структурного дефицита ликвидности рыночная доля банков, испытывающих потребность в привлечении средств, будет увеличиваться. Это приведет к повышению

---

[11] См. пресс-релиз Банка России от 25.10.2024.

[12] Декабрьский ПУ – с 11.12.2024 по 14.01.2025.

[13] См. новость Банка России от 26.12.2024.

конкуренции между банками за привлечение средств на денежном рынке. В результате RUONIA может формироваться немного выше ключевой ставки. Это будет вносить некоторый вклад в увеличение жесткости денежно-кредитных условий.

На трехлетнем горизонте структурный дефицит ликвидности сохранится. В 2026–2028 годах предполагается, что расходы будут формироваться в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила. Проведение Банком России в этот период регулярных операций по покупке и продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила на внутреннем валютном рынке и зеркалирование операций в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России снизят влияние бюджетных операций на ликвидность банковского сектора.

Оттоку ликвидности из банков в 2026–2028 годах будет способствовать увеличение объема наличных денег в обращении. Базовый прогноз Банка России предполагает постепенное снижение доли наличных денег в объеме денежной массы, в том числе за счет дальнейшего расширения практики использования безналичных расчетов. Кроме того, обязательные резервы банков будут расти в соответствии с общим увеличением широкой денежной массы.

Планы по совершенствованию операционной процедуры и другие изменения

Банк России продолжит развивать систему инструментов денежно-кредитной политики с учетом ситуации с ликвидностью банковского сектора, изменений платежной и финансовой инфраструктуры. Это позволит обеспечить бесперебойность проведения платежей, повысит эффективность управления ликвидностью и удобство расчетов для кредитных организаций. В конечном счете это приведет к более эффективной трансмиссии решений по денежно-кредитной политике.

Планируемое **расширение графика функционирования платежной системы Банка России** (ПС БР) в направлении ежедневной и круглосуточной работы означает, что банки должны быть готовы мгновенно в любое время проводить возрастающий объем платежей. Банк России будет двигаться в этом же направлении и повышать доступность своих сервисов, с тем чтобы банки имели возможность урегулировать дисбалансы в распределении ликвидности. В частности, внутридневные кредиты будут доступны банкам в течение всего периода работы ПС БР. Эти нововведения позволят снизить их потребность в поддержании избыточного объема средств на корсчетах и повысят гибкость банков в управлении ликвидностью. В результате возрастет устойчивость всего банковского сектора к резким изменениям уровня ликвидности.

Совместно с Федеральным казначейством и небанковской кредитной организацией акционерным обществом «Национальный расчетный депозитарий» (НРД) Банк России реализует комплекс мероприятий по внедрению **нового механизма завершения расчетов по депозитным операциям и операциям репо**. Единый расчет обязательств по депозитам и операциям репо Федерального казначейства, репо Банка России с банками и иных сделок в НРД при условии завершения расчетов по счетам, открытым в Банке России, позволит существенно снизить потребности кредитных организаций в ликвидности. Использование этого механизма будет способствовать экономии ликвидности и повышению эффективности расчетов, а также уменьшит риски их несвоевременного исполнения.

Банк России обеспечит доступ к своим операциям **филиалам иностранных банков** (ФИБ). Планируется, что ФИБ будут поддерживать обязательные резервы на открытых им корсчетах в Банке России по аналогии с небанковскими кредитными организациями и получат доступ к кредитам и депозитам Банка России[14].

Банк России продолжит работу по созданию **единого пула активов** – ценных бумаг и прав требования по кредитным договорам. Это нужно для того, чтобы банки для проведения платежей могли использовать весь доступный объем внутридневного кредита под любое имеющееся в распоряжении и отвечающее требованиям Банка России обеспечение. При этом подходы к управлению ликвидностью банков и механизмы предоставления средств останутся прежними.

Банк России продолжит проработку вопроса о создании отдельного **экстренного механизма предоставления ликвидности участникам финансового рынка, не являющимся кредитными организациями**. Такой механизм будет носить антикризисный характер и запускаться Банком России на ограниченный период. Проведение таких операций предполагается организовать на базе биржевой инфраструктуры.

Изменение банковского регулирования также может оказать влияние на использование банками инструментов денежно-кредитной политики. Так, с 30.10.2025 Банк России начнет применять новый **национальный норматив краткосрочной ликвидности (ННКЛ)**, который учтет специфику российского финансового сектора. Это важно для более точного регулирования риска ликвидности банков. Как ожидается, переход на ННКЛ дополнительно приведет к снижению спроса кредитных организаций на операции Банка России в нормативных целях. Это повысит предсказуемость изменения объема ликвидности в банковском секторе и, как следствие, эффективность операционной процедуры денежно-кредитной политики. При этом Банк России сохранит возможность использования кредитными организациями БКЛ, однако их формат будет существенно переработан.

В 2025 году Банк России продолжает пилотирование операций с **цифровым рублем**. Это цифровая форма российской национальной валюты, которую Банк России планирует выпускать в дополнение к существующим формам денег. Введение цифрового рубля будет поэтапным. Крупнейшие банки и являющиеся их клиентами крупные торговые компании должны обеспечить возможность совершать операции с цифровыми рублями к 01.09.2026, другие универсальные банки и их крупные клиенты – к 01.09.2027, остальные банки и торговые компании – к 01.09.2028. Введение цифрового рубля может повлиять на ситуацию с банковской ликвидностью, но не приведет к значительному оттоку средств из банковского сектора. Процесс введения цифрового рубля будет растянутым во времени. Кредитные организации смогут адаптироваться к появлению цифровой формы российского рубля. Принимая во внимание отсутствие начисления процентов на остатки средств в цифровых рублях, Банк России не ожидает масштабного оттока средств с банковских вкладов и из других финансовых инструментов в результате введения цифрового рубля[15]. Тем не менее по мере расширения практики использования цифровых рублей Банк России при определении лимитов по своим операциям будет учитывать спрос экономических агентов на цифровые рубли и компенсировать потребность банков в выпадающих средствах, чтобы ставки денежного рынка оставались вблизи ключевой ставки.

---

[14] Федеральный закон от 08.08.2024 № 275-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности и отдельные законодательные акты Российской Федерации»; Положение Банка России от 18.02.2025 № 852-П «Об обязательных резервах»; Указание Банка России от 19.02.2025 № 6997-У «О форме и условиях рефинансирования иностранных банков, осуществляющих деятельность на территории Российской Федерации через свои филиалы».

[15] Более подробно эффекты введения цифрового рубля, влияющие на ликвидность банковского сектора и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, описаны в ОНЕГДКП 2025–2027 в приложении 8 «Влияние цифрового рубля на денежно-кредитную политику».

Приложение 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России

Денежно-кредитная политика влияет на инфляцию по нескольким каналам, важнейшим из которых является процентный. Это влияние растянуто во времени

Основная цель денежно-кредитной политики Банка России – ценовая стабильность, то есть устойчиво низкая и предсказуемая инфляция. Главными инструментами, используемыми для достижения этой цели, являются ключевая ставка и сигналы относительно ее будущей динамики (см. раздел 1 «Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики»). Ключевая ставка прямо или косвенно влияет на все сегменты финансового рынка, через них – на сбережения, потребление, инвестиции и в конечном счете на совокупный спрос в экономике и уровень цен (см. схему). Комплекс взаимосвязей между экономическими процессами, позволяющий воздействовать на инфляцию через изменение ключевой ставки центрального банка, называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики.

Трансмиссионный механизм представляет собой сложную динамическую систему. Во-первых, наряду с ключевой ставкой, на динамику цен в экономике влияет множество факторов, не зависящих от денежно-кредитной политики, в том числе политические, климатические, демографические и технологические. Принимая решение об изменении ключевой ставки, центральный банк учитывает текущее состояние внешних по отношению к денежно-кредитной политике факторов и перспективы их изменения в будущем.

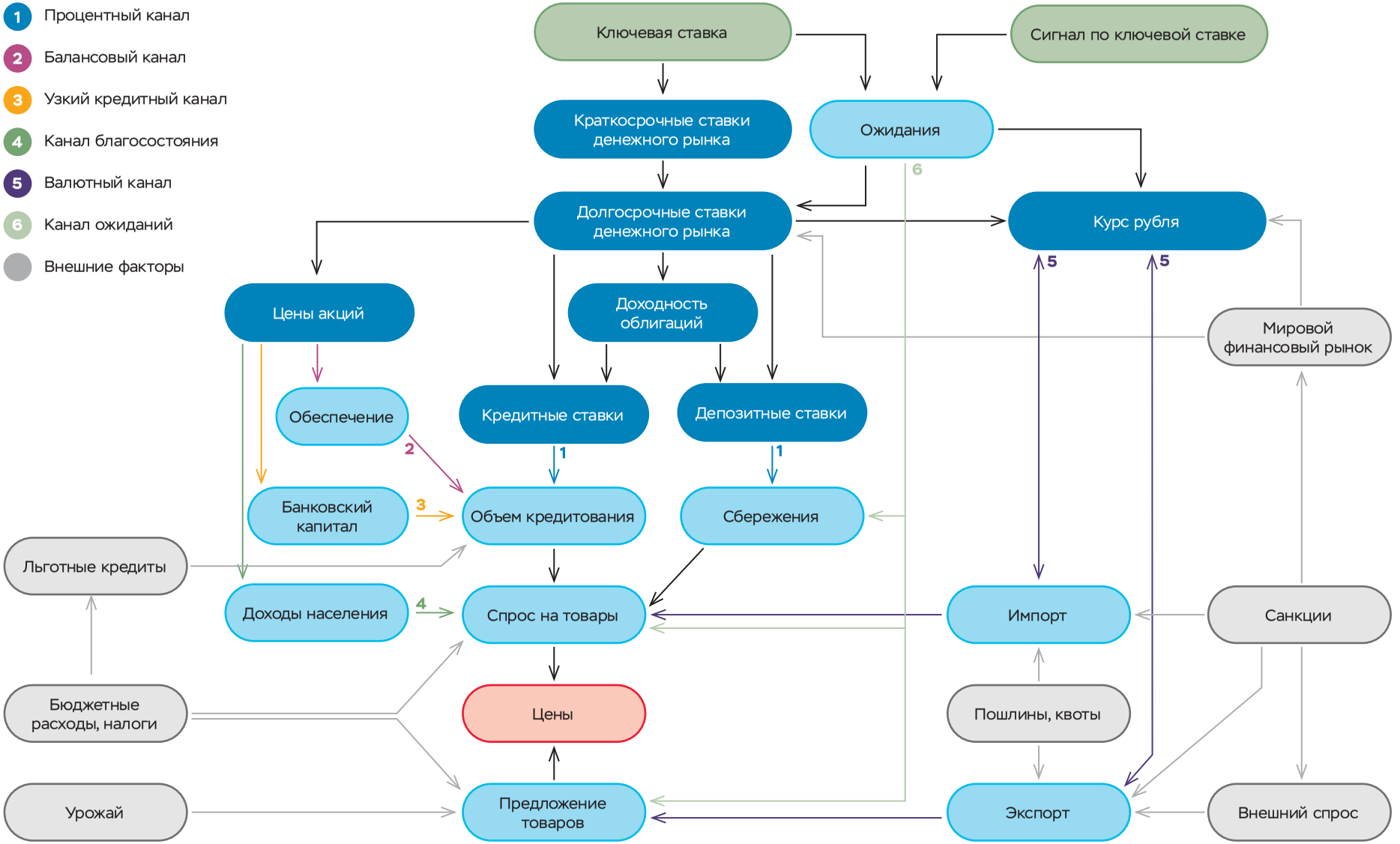
Во-вторых, как и экономика в целом, трансмиссионный механизм развивается. Особенно это стало заметно в последние годы, когда масштабные изменения, связанные с пандемией COVID-19 и геополитической нестабильностью, повлияли на все экономические процессы, в том числе на элементы трансмиссионного механизма. Но и не столь масштабные трансформации (к примеру, сдвиги в отраслевой структуре экономики) сказываются на функционировании трансмиссионного механизма. Поэтому могут меняться и подходы к реализации денежно-кредитной политики, отражая изменения в условиях ее проведения. В данном приложении далее описываются либо общие закономерности работы трансмиссионного механизма, либо специфические условия его функционирования в последние годы[1].

В-третьих, экономические процессы, являющиеся частью трансмиссионного механизма, отличаются нелинейностью. Одни и те же изменения экономических показателей не всегда влекут за собой сопоставимые изменения зависимых от них переменных. Зачастую влияние носит асимметричный характер: реакция на определенное увеличение показателя может быть сильнее или слабее, чем реакция на его снижение на ту же величину. Самое известное из проявлений асимметрии – так называемый эффект храповика, когда под действием проинфляционных факторов цены растут быстрее и сильнее, чем снижаются под влиянием дефляционных факторов. Вследствие этого для снижения инфляции может потребоваться больше времени, чем для ее роста.

В ряде случаев характер воздействия одних экономических переменных на другие зависит от состояния экономики. Важнейшей такой зависимостью является влияние

[1] В более ранние периоды также имелись специфические факторы, влияющие на функционирование трансмиссионного механизма и реализацию денежно-кредитной политики. Описание этих факторов можно найти в предшествующих выпусках ОНЕГДКП.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики



денежно-кредитной политики на экономический рост. Такое влияние эффективно в тех случаях, когда денежно-кредитная политика способствует возвращению экономики к долгосрочному равновесию (восстановлению экономической активности в период рецессии или охлаждению перегретой экономики), закрытию разрыва выпуска (см. врезку 10 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»). В противном случае воздействие денежно-кредитной политики на экономический рост неустойчиво и в определенной мере противоречиво. К примеру, при недозагруженности факторов производства мягкая денежно-кредитная политика в краткосрочной перспективе может снизить рыночные ставки до уровня ниже нейтрального (см. приложение 7 «Нейтральная процентная ставка и ее оценка») и стимулировать экономический рост за счет дополнительной загрузки факторов производства. Однако, если проводить мягкую денежно-кредитную политику в течение длительного времени, спрос растет быстрее, чем возможности наращивания выпуска, что неизбежно ведет к ускорению инфляции. Повышение инфляционных ожиданий и оценок инфляционных рисков в свою очередь снижает готовность инвесторов размещать средства на длительный срок, сокращает доступность инвестиционных ресурсов для предприятий и в конечном счете может сдерживать экономическую активность.

Банк России учитывает сложность и нелинейность трансмиссионного механизма и осуществляет мониторинг ситуации в основных сегментах российской экономики, стремясь на ранних стадиях выявить изменения, значимые для трансмиссионного механизма в целом и отдельных его звеньев. Принимая решения по денежно-кредитной политике, Банк России учитывает не только фактическую и ожидаемую динамику инфляции, но и процессы структурной перестройки экономики, которые влияют на функционирование трансмиссионного механизма или могут повлиять на него в будущем.

Влияние ключевой ставки Банка России на рыночные ставки в экономике

Базовый элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики – влияние ключевой ставки Банка России на ставки и доходность на основных сегментах российского финансового рынка. Оно реализуется в несколько этапов (см. схему).

На первом этапе изменение ключевой ставки немедленно приводит к изменению однодневных ставок денежного рынка, прежде всего ставок по межбанковским кредитам (МБК). Банк России управляет ликвидностью банковского сектора, абсорбируя избыточную ликвидность или предоставляя недостающую (см. раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2025 году и 2026–2028 годах»). За счет этого ставки денежного рынка постоянно находятся вблизи ключевой ставки Банка России.

На втором этапе изменения однодневных ставок денежного рынка транслируются в динамику ставок денежного рынка большей срочности. Банки и другие участники денежного рынка могут выбирать между последовательным совершением множества однодневных сделок и одной сделкой на более длительный срок. Соответственно, на средне- и долгосрочные ставки влияет не только текущий уровень однодневных ставок, зависящий от ключевой ставки, но и ожидания его будущего изменения, на которые влияет, в частности, и коммуникация Банка России – прежде всего сигналы о возможных решениях по денежно-кредитной политике в будущем. Ожидания повышения ключевой ставки способствуют росту ставок по средне- и долгосрочным МБК,

а ожидания снижения – их уменьшению. Кроме того, размещая средства на более длительный срок, инвесторы лишают себя возможности гибкого управления своими активами. В условиях макроэкономической неопределенности (в частности, неопределенности инфляционных ожиданий) в долгосрочные ставки закладывается более высокая премия за срочность[2].

Крупные банки и финансовые компании, совершающие операции на денежном рынке, как правило, являются также участниками рынка облигаций, особенно сегмента безрисковых государственных облигаций федерального займа (ОФЗ). У таких участников рынка всегда есть выбор между размещением средств на денежном рынке и на рынке ценных бумаг. Отдавая предпочтение более доходному варианту, они способствуют сближению ставок МБК и доходности облигаций. Поэтому чаще всего корректировка доходности облигаций происходит почти синхронно с изменением ставок по МБК сопоставимой срочности. Значения ставки МБК и доходности ОФЗ, как правило, не совпадают в силу различий в ликвидности этих инструментов (облигации могут быть проданы или заложены банком, испытывающим затруднения с ликвидностью), в профиле рисков (в отличие от ОФЗ, по МБК существует кредитный риск) и в режиме налогообложения. Однако направление и скорость изменения ставок МБК и доходности ОФЗ чаще всего сопоставимы[3] (расхождения в динамике, связанные с отдельными крупными сделками или различиями в составе участников рынков, встречаются, но они носят локальный характер).

Доходность корпоративных облигаций, как правило, превышает доходность ОФЗ сопоставимой срочности на премию за кредитный риск, связанный с конкретным эмитентом. Соответственно, за изменением доходности гособлигаций следует сопоставимая корректировка доходности корпоративных облигаций. Однако из-за пересмотра оценки рисков эмитента динамика доходности корпоративных облигаций может расходиться с доходностью ОФЗ (как это было, к примеру, в середине 2022 года, когда доходность ОФЗ уже вернулась к уровню начала года, а доходность корпоративных облигаций все еще существенно превышала соответствующее значение).

Поскольку ставки по средне- и долгосрочным МБК и доходность облигаций определяются не только уровнем ключевой ставки, но и ожиданиями ее будущего изменения, зачастую средне- и долгосрочные ставки начинают изменяться не после пересмотра ключевой ставки, а до него, когда у участников рынка формируются устойчивые ожидания того, что ключевая ставка будет скорректирована в обозримом будущем. Примером может быть снижение доходности облигаций в начале 2019 года или повышение в начале 2021 года – за несколько месяцев до соответствующего изменения ключевой ставки.

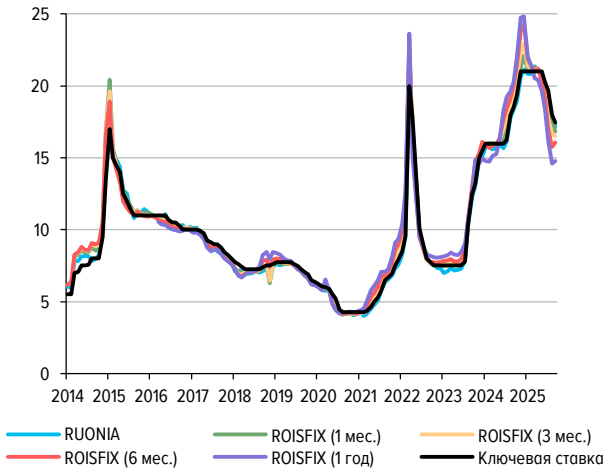
Обратная сторона влияния ожиданий на долгосрочные ставки – умеренная реакция долгосрочных ставок на резкое повышение ключевой ставки, если изменение ставки воспринимается как кратковременное. Предполагая, что вскоре ключевая ставка снизится, участники рынка учитывают ожидаемое изменение в долгосрочных ставках и доходности. Примером этого может служить первая половина 2022 года, когда прирост доходности облигаций был почти вдвое меньше, чем прирост ключевой ставки.

---

[2] Мухаметов О. Премия за срок и ее детерминанты (на примере рынка ОФЗ). 2025 год.

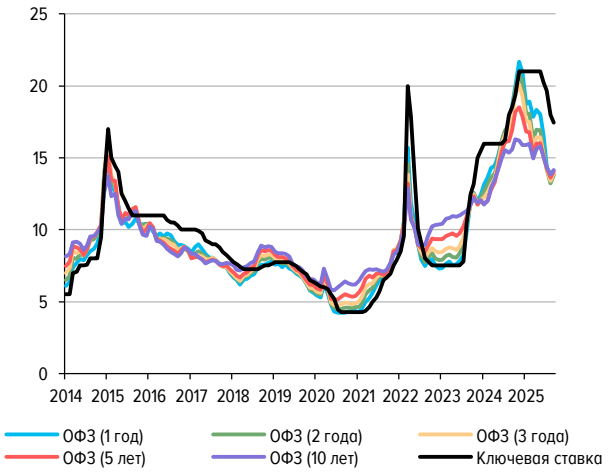
[3] Здесь и далее (в том числе на схеме) характеризуется наиболее общая логика экономических процессов. Наряду с охарактеризованными в тексте причинно-следственными связями, имеются более специфические, действующие лишь при определенных условиях или в краткосрочной перспективе. К примеру, на доходность облигаций могут влиять изменения нормативов банковского регулирования или ожидания относительно бюджетной политики.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА *Рис. П-1*



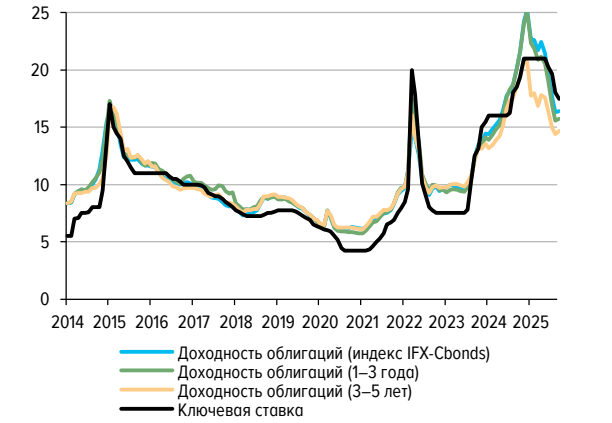
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И ДОХОДНОСТЬ ГОСОБЛИГАЦИЙ *Рис. П-2*



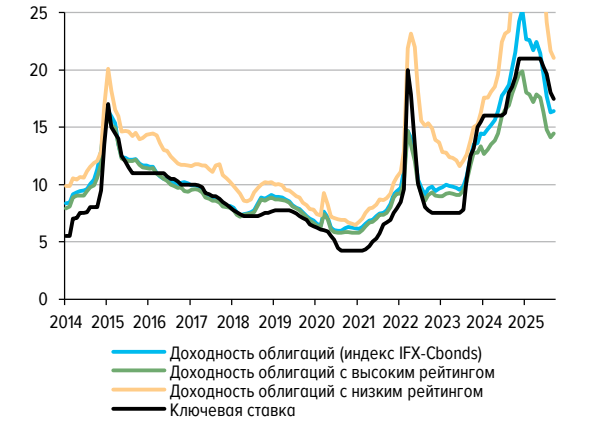
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И ДОХОДНОСТЬ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ *Рис. П-3*



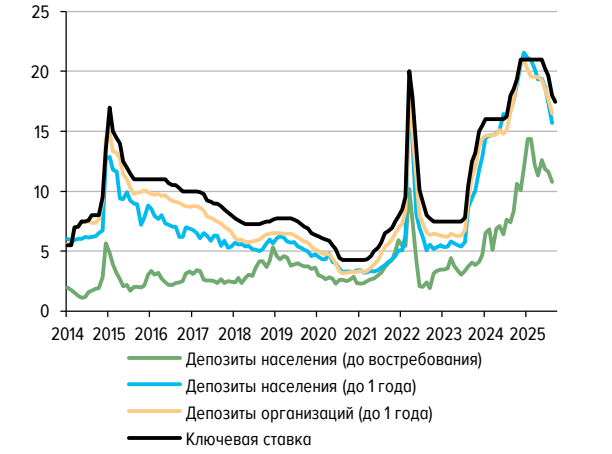
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И ДОХОДНОСТЬ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ *Рис. П-4*



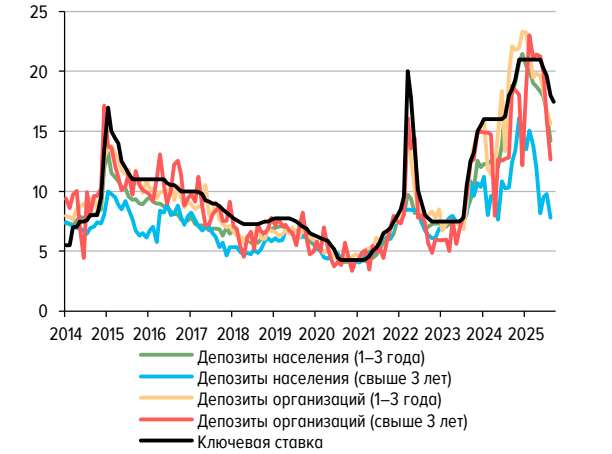
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ КРАТКОСРОЧНЫХ ДЕПОЗИТОВ *Рис. П-5*



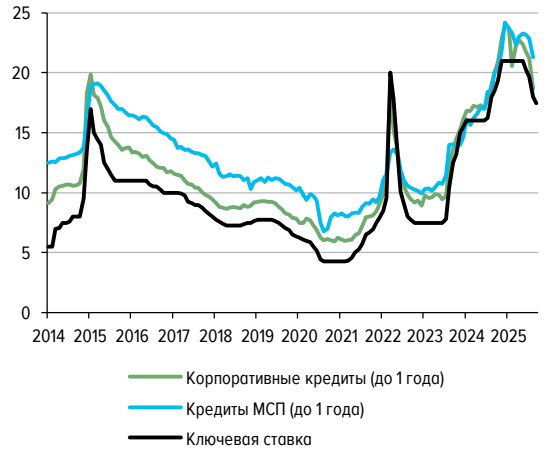
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ ДОЛГОСРОЧНЫХ ДЕПОЗИТОВ *Рис. П-6*



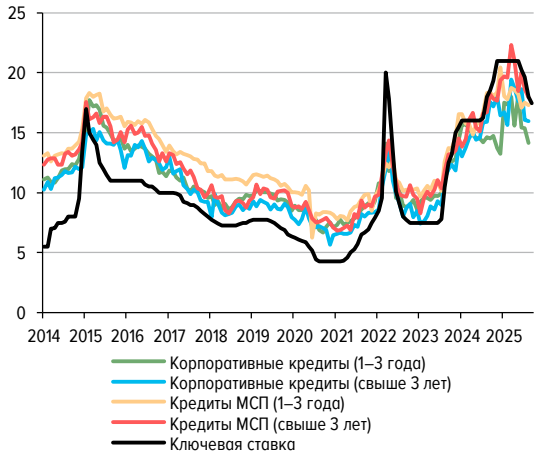
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ КРАТКОСРОЧНЫХ КОРПОРАТИВНЫХ КРЕДИТОВ *Рис. П-7*



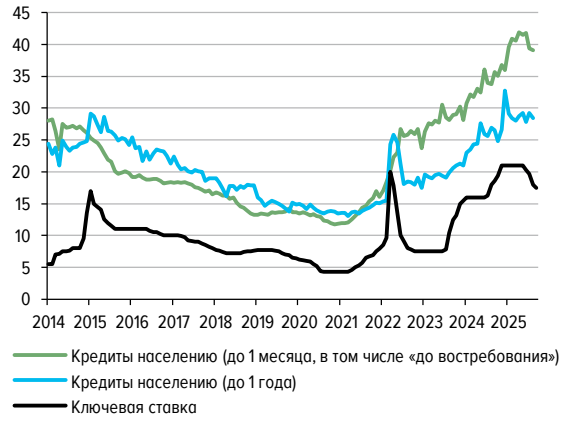
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ ДОЛГОСРОЧНЫХ КОРПОРАТИВНЫХ КРЕДИТОВ *Рис. П-8*



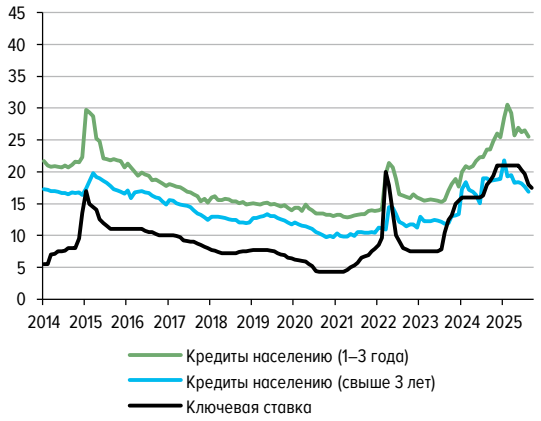
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ КРАТКОСРОЧНЫХ РОЗНИЧНЫХ КРЕДИТОВ *Рис. П-9*



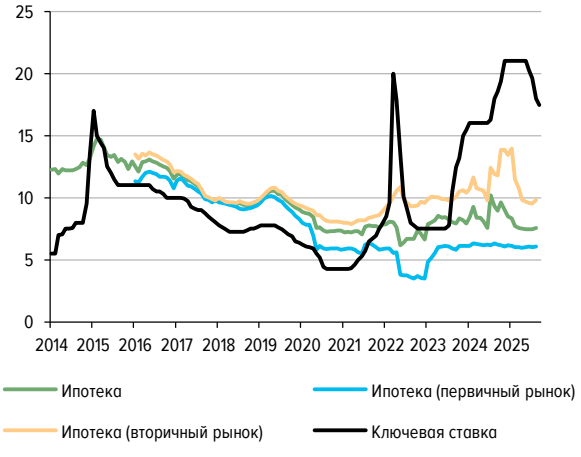
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ ДОЛГОСРОЧНЫХ РОЗНИЧНЫХ КРЕДИТОВ *Рис. П-10*



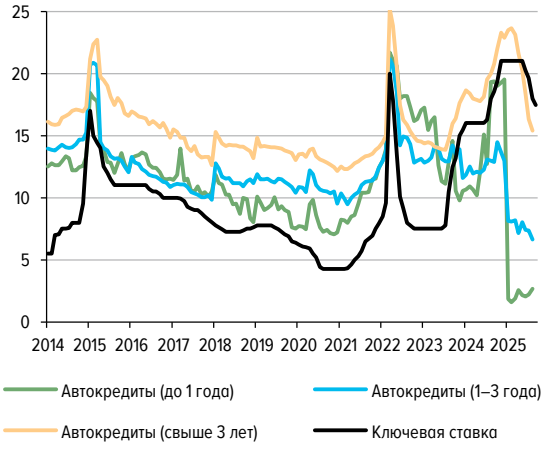
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ *Рис. П-11*



Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ АВТОКРЕДИТОВ *Рис. П-12*



Источник: расчеты Банка России.

По оценкам Банка России, повышение однодневной ставки МБК на 1 п.п. в течение 2 недель приводит к росту ставок МБК сроком менее 1 года на 0,6–1 п.п.; ставок сроком от 1 до 3 лет – на 0,2–0,5 п.п.; ставок сроком более 3 лет – на 0,1–0,2 процентного пункта[4]. Чем выше срочность операций, тем слабее реакция ставок на изменение однодневных МБК. Это может объясняться ожиданиями возвращения ключевой ставки к нейтральному уровню в среднесрочной перспективе.

На третьем этапе доходность облигаций и долгосрочные ставки денежного рынка влияют на формирование ставок по банковским кредитам и депозитам. Во-первых, кредиты, облигации и долгосрочные сделки на денежном рынке для банков – это взаимозаменяемые финансовые инструменты. Крупные компании могут привлекать средства как на кредитном рынке, так и на рынке облигаций. Соответственно, ставки по кредитам и доходность облигаций должны быть сопоставимы (с поправкой на различия в издержках, уровне рисков и нормах регулирования). Во-вторых, с развитием инфраструктуры рынка ценных бумаг упрощается инвестирование населения в облигации. Если депозитные ставки растут медленнее, чем доходность облигаций (или снижаются быстрее), часть вкладчиков предпочтут облигации, что вынуждает банки скорректировать депозитные ставки. В-третьих, большинство крупных банков с диверсифицированной линейкой продуктов используют доходность ОФЗ или ставки долгосрочных МБК как точку отсчета для формирования ставок по своим операциям (см. врезку 12 «Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям»).

Влияние ставок денежного рынка и доходности облигаций на кредитные ставки медленнее, слабее и неоднороднее, чем взаимовлияние ставок на первом и втором этапах. Это связано с индивидуальными условиями кредитных контрактов (обеспечение, график погашения, ковенанты), влияющими на ставки по кредитам, с широким распространением кредитных линий (вследствие чего условия очередного транша зависят не только от текущей рыночной конъюнктуры, но и от параметров кредитной линии), со сравнительно продолжительным периодом заключения сделки (из-за чего фактическое совершение сделки может отстоять на несколько недель или даже месяцев от даты установления ставки). Фактором, ограничивающим потенциал снижения ставок, также является инфляция. Депозиты, не защищающие сбережения от инфляционного обесценения, теряют привлекательность для вкладчиков, и банки не могут реагировать на снижение долгосрочных ставок сопоставимым изменением ставок по депозитам (и фондируемым за счет привлеченных средств кредитам).

Динамика депозитных ставок (и в определенной мере ставок по розничным кредитам) реагирует на корректировку ставок денежного рынка и доходности облигаций с определенным лагом также из-за стандартного характера этих инструментов. Изменение ставок по таким инструментам требует принятия решений по процентной политике банка. Кроме того, формирование ставок по кредитам и депозитам связано со спецификой банковского бизнеса, подверженного процентному риску (при росте рыночных ставок вкладчики могут досрочно прерывать вклады и размещать их по возросшим ставкам, тогда как ставки по выданным ранее кредитам остаются неизменными; при снижении ставок заемщики могут рефинансировать кредиты по более низким ставкам при сохранении депозитов, привлеченных в период высоких ставок). Стремясь избежать реализации процентного риска (ситуации, когда банку придется платить высокие

[4] Здесь и далее, если прямо не указано обратное, подразумевается, что влияние одних экономических показателей на другие является симметричным. К примеру, если указано, что прирост однодневной ставки способствует повышению ставок по кредитам сроком до 1 года на 0,6 п.п., то снижение однодневной ставки на 1 п.п. ведет к уменьшению ставки по кредитам сроком до 1 года на те же 0,6 процентного пункта. Кроме того, все оценки приводятся при прочих равных условиях, то есть при условии неизменности других факторов, которые влияют на итоговый показатель.

проценты по своим обязательствам, получая низкие процентные доходы по своим активам), банки асимметрично реагируют на повышение и уменьшение ставок. В последнем случае банки понижают кредитные ставки медленнее, чем депозитные, в случае повышения – опережающими темпами увеличивают кредитные ставки.

В последние годы возросла значимость еще одного фактора, влияющего на формирование кредитных ставок, – форм кредитования на специфических условиях, по которым стоимость заимствований слабо зависит от динамики ключевой ставки (госпрограммы льготного кредитования, проектное финансирование застройщиков). Чем больше доля таких кредитов в оборотах рынка, тем слабее влияние ключевой ставки на кредитные (см. врезку 11 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм»).

В силу указанных выше особенностей в краткосрочной перспективе влияние денежно-кредитной политики на ставки по депозитам и в особенности по кредитам может быть ограниченным. Однако расхождение в ставках по клиентским операциям и по операциям на денежном и фондовом рынках воздействует на сравнительную привлекательность финансовых операций для банков, ведет к активизации операций банков на более привлекательных сегментах рынка и соответствующей коррекции ставок. В результате в более длительной перспективе пересмотр ключевой ставки или ожиданий по ней транслируется в кредитные и депозитные ставки.

Кроме того, российский финансовый рынок развивается, и в определенной мере это способствует ускорению реакции депозитных и кредитных ставок на изменение денежно-кредитной политики. Распространение и совершенствование форм интернет-банкинга ускоряют заключение договоров, стандартизация кредитных контрактов упрощает сделки и повышает однородность рынка, распространение агрегаторов усиливает межбанковскую конкуренцию и вынуждает банки оперативнее реагировать на изменение ситуации.

Наиболее выразительно это проявилось на депозитном рынке. По оценкам Банка России, в 2019–2025 годах свыше 80% изменения доходности ОФЗ переносилось в ставки по долгосрочным депозитам в течение 3 месяцев[5], а по краткосрочным депозитам – в течение 1 месяца (в 2013–2018 годах для этого требовалось 6–7 месяцев). В основных сегментах кредитного рынка скорость подстройки также несколько ускорилась (с 2–6 месяцев в 2013–2018 годах до 2–4 месяцев в 2019–2025 годах). Исключением стал сегмент долгосрочного корпоративного кредитования, где распространение кредитов по ставкам, слабо зависящим от рыночных условий, привело к зашумлению и замедлению подстройки среднерыночных ставок к изменениям денежно-кредитной политики.

Ставки денежного рынка, доходность облигаций, кредитные и депозитные ставки, складывающиеся под воздействием денежно-кредитной политики, влияют почти на любые решения экономических субъектов, определяющие совокупный спрос в экономике и инфляцию. Отдельные цепочки причинно-следственных связей, обеспечивающие такой результат, называются каналами трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

[5] Здесь и далее охарактеризовано соотношение доходности ОФЗ и среднерыночных фиксированных ставок по новым сделкам. Отдельные банки могут реагировать на изменения существенно медленнее, и полная подстройка кредитного и депозитного рынков к изменившейся ситуации занимает до 3–4 кварталов.

Процентный канал трансмиссионного механизма

Наиболее значимым каналом трансмиссионного механизма в российской экономике является процентный канал (канал процентной ставки), связанный с воздействием процентных ставок на решения о потреблении, инвестировании и сбережении.

Кредитные ставки и доходность облигаций влияют на доступность заемных средств для населения и организаций. Чем дешевле заемные средства, тем привлекательнее приобретение в кредит инвестиционных товаров компаниями или потребительских товаров населением. Дополнительный спрос, финансируемый за счет заимствований, способствует росту цен на рынке соответствующих товаров и вносит свой вклад в инфляцию. Ярким примером этого может послужить удорожание жилой недвижимости в России во время действия масштабных программ льготной ипотеки.

Ставки по депозитам и альтернативным инструментам сбережений влияют на выбор населения между сбережением и потреблением. Чем выше доходность сбережений, тем в большей степени население склонно откладывать текущее потребление, рассчитывая в будущем за счет доходов от сбережений приобрести больше товаров или накопить на крупные покупки.

По оценкам Банка России, изменение уровня ставок по кредитам и депозитам приводит к сонаправленной динамике нормы сбережения в течение одного квартала. На протяжении года этот эффект постепенно усиливается, так как на устойчивое изменение ставок со временем реагирует все больше людей, принимая решение о сбережениях и кредитовании.

В последние десятилетия снижение инфляционных рисков в России способствовало росту готовности населения наращивать сбережения, а банков – предоставлять своим клиентам долгосрочные кредиты, а также содействовало повышению доверия к национальной финансовой системе и девалютизации кредитных и депозитных операций. В результате плавно росла значимость финансового сектора в национальной экономике. Так, на начало 2025 года требования банков к организациям превысили 53% ВВП (в 1,5 раза больше, чем в начале 2014 года), требования к населению за тот же период увеличились с 15 до 19% ВВП. Росли и средства в банках: депозиты организаций, входящие в денежную массу, достигли 27% ВВП (против 19% на начало 2014 года), депозиты населения – 30% ВВП (против 23%).

Растущие объемы финансовых операций способствовали усилению значимости процентного канала трансмиссионного механизма, так как повышался потенциальный объем спроса, на который может повлиять изменение рыночных ставок. В отдельных сегментах рынка кредитование стало основным источником спроса. Так, в 2020–2024 годах были выданы ипотечные кредиты, обеспеченные договорами долевого участия, на общую сумму 11,3 трлн рублей, что составляет почти две трети поступлений на счета эскроу за этот период. Тогда же были выданы автокредиты на общую сумму 6,1 трлн рублей, что превышает 40% от общего объема реализации легковых автомобилей на внутреннем рынке.

В корпоративном сегменте кредитного рынка на эффективность процентного канала дополнительно влияло растущее использование кредитов по плавающей процентной ставке. На такие кредиты к середине 2025 года приходилось почти две трети корпоративного кредитного портфеля (в начале 2020 года – около трети). Изменение ключевой ставки и зависящих от нее ставок немедленно сказывается на процентных расходах заемщиков по кредитам с плавающей процентной ставкой, влияя на готовность к наращиванию других

расходов, а также заинтересованность в привлечении дополнительных заемных средств или досрочном погашении кредитов, привлеченных ранее. В то же время распространение таких кредитов приводит к тому, что спрос на новые кредиты становится зависим не только от текущего уровня ставок, но и от ожиданий по его изменению. Если заемщики ожидают скорого снижения ставок, они могут наращивать заимствования, несмотря на высокий текущий уровень ставок. И напротив, если заемщики допускают повышение ставок в обозримой перспективе (к примеру, при реализации инфляционных рисков), стимулирующий эффект низких ставок на кредитование уменьшается.

В последние годы значимым фактором, влияющим на функционирование процентного канала, стало также распространение форм кредитования, ставки по которым слабо зависят от денежно-кредитной политики – прежде всего программ льготного кредитования, направленных на сглаживание последствий пандемических и геополитических шоков (см. врезку 11 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм»), проектного финансирования жилищного строительства, а также заимствований отдельных крупных компаний, связанных с банками-кредиторами общими интересами. В условиях, когда ставки по заметной части кредитных операций не зависели от денежно-кредитной политики, могли потребоваться более существенные изменения ключевой ставки, чтобы повлиять на уровень спроса в экономике.

При анализе воздействия процентных ставок на цены, наряду с процентным каналом, иногда дополнительно выделяют канал издержек. В его рамках увеличение процентных расходов, связанное с ростом ставок, оказывает повышательное давление на цены.

Однако влияние канала издержек на общую эффективность трансмиссионного механизма ограничено. Во-первых, процентные расходы российских нефинансовых компаний не превышают 5% себестоимости их продаж[6], поэтому и воздействие на цены в рамках логики канала издержек сравнительно невелико. Во-вторых, хотя для отдельных компаний с высоким уровнем закредитованности изменения ставок могут серьезно влиять на издержки, общий потенциал переноса процентных издержек в цены ограничен. Степень переноса зависит от конкуренции между производителями и спроса на продукцию, который в свою очередь зависит от уровня ставок.

Так, при повышении ставок процентные издержки растут. Но одновременно сокращается спрос на продукцию. Стремясь избежать потери рыночной доли (в том числе из-за конкуренции с компаниями, менее активно использующими заемные средства и, соответственно, менее зависящими от динамики ставок), часть роста издержек производители компенсируют за счет своей маржи, а не за счет повышения цен. И напротив, при снижении ставок усиливается спрос на товарном рынке, что позволяет компаниям не снижать цены в борьбе за покупателя, а использовать сокращение процентных издержек для наращивания маржи.

Кроме того, компании, финансирующие свои расходы кредитами с фиксированной ставкой, сталкиваются с ростом процентных издержек не сразу же после повышения ставок, а в момент рефинансирования старых кредитов или привлечения новых. При этом рост рыночных ставок немедленно начинает снижать привлекательность кредитов и сдерживать спрос, финансируемый ими. В результате вклад канала издержек в динамику цен существенно слабее, чем вклад процентного канала.

---

[6] Могилат А., Москалева А., Попова С., Турдыева Н., Цой В. Процентные расходы российских компаний. Аналитическая записка. Ноябрь 2024 года.

Каналы трансмиссионного механизма, связанные с влиянием процентных ставок на цены активов

Ставки, складывающиеся под влиянием денежно-кредитной политики, действуют также на котировки ценных бумаг. Котировки облигаций прямо зависят от рыночного уровня ставок: чем выше рыночные ставки, тем меньше должна быть цена облигации, чтобы фиксированный купон формировал рыночную доходность. Спрос на акции и их котировки растут при снижении рыночных ставок за счет как роста доступности брокерских кредитов, так и ожиданий роста спроса в экономике, прибыли компаний и дохода от вложений в акции.

Котировки ценных бумаг влияют на спрос в экономике сразу по нескольким каналам. Во-первых, ценные бумаги могут использоваться в качестве обеспечения по банковским кредитам. Ставки по обеспеченным кредитам, как правило, ниже, чем по необеспеченным. Кроме того, банки могут выдать обеспеченный кредит заемщику, которого не считают достаточно надежным, чтобы выдать ему необеспеченный кредит. Поэтому рост котировок ценных бумаг увеличивает доступность заемных средств для владельцев этих бумаг и активизирует кредитование. Такое влияние процентных ставок на объемы кредитования определяется как балансовый канал трансмиссионного механизма.

Ценными бумагами владеют не только клиенты банков, но и сами банки. Прибыль от роста стоимости ценных бумаг, принадлежащих банку, является одним из источников банковского капитала. Увеличение банковского капитала в свою очередь позволяет банкам выдавать больше кредитов имеющимся заемщикам или расширять круг потенциальных заемщиков. Этот канал обозначается как узкий кредитный канал трансмиссионного механизма.

Значимость обоих каналов в российской экономике пока ограничена. Кредиты, обеспеченные ценными бумагами, составляют менее 3% от корпоративного кредитного портфеля. При кредитовании населения залог ценных бумаг используется еще реже. Важность узкого кредитного канала ограничена как долей ценных бумаг в банковских активах (акции и доли в капитале – менее 3%, облигации – не более 15%), так и высоким уровнем капитала. В первые месяцы 2025 года норматив достаточности собственного капитала Н1.0 составлял более 12%, что в 1,5 раза превышает минимальное значение норматива. Кроме того, потенциальный эффект переноса убытков от переоценки ценных бумаг в капитал ограничивается возможностью введения регуляторных послаблений, применявшихся в 2014–2022 годах. Однако в течение последнего десятилетия российский рынок облигаций рос почти в 1,5 раза быстрее, чем кредитный рынок. При сохранении такой тенденции можно ожидать дальнейшего роста значимости ценных бумаг – как для заемщиков, так и для инвесторов – и, соответственно, усиления роли балансового и узкого кредитного каналов.

Влияние котировок ценных бумаг на инфляцию обеспечивается не только через кредитный рынок. В экономической литературе выделяется также канал благосостояния, связанный с тем, что собственники финансовых активов учитывают объем своего финансового резерва при планировании расходов. Если котировки ценных бумаг растут, владельцы этих бумаг более склонны к потреблению, поскольку улучшилось их благосостояние. В то же время снижение стоимости ценных бумаг вынуждает собственников больше сберегать, чтобы компенсировать потери.

Пока на ценные бумаги приходится сравнительно небольшая часть сбережений населения. На начало 2025 года вложения населения в облигации и котируемые акции составляли около 21% от средств, размещенных в депозиты и наличную валюту. Однако этот показатель постепенно растет (в начале 2020 года он был почти вдвое меньше), и, соответственно, увеличивается потенциальная значимость канала благосостояния для российской экономики.

В последние годы эффективность всех трех каналов ограничивалась резким ростом волатильности на фондовом рынке (особенно в сегменте акций), связанным с неэкономическими шоками. В кратко- и среднесрочной перспективе изменения режима карантина в период пандемии или введение новых санкций могли влиять на котировки ценных бумаг гораздо существеннее, чем изменение денежно-кредитной политики.

Процентный канал трансмиссионного механизма и каналы, связанные с ценами активов, обеспечивают влияние денежно-кредитной политики на совокупный спрос в экономике, способствуя временному росту или снижению экономической активности. Если уровень экономической активности отличается от потенциального (возникает разрыв выпуска, см. врезку 10 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»), это влияет на инфляцию.

По оценкам Банка России, формирование разрыва выпуска на уровне 1% приводит к изменению годовой инфляции на 0,6 п.п. на горизонте 4–5 кварталов. При этом проинфляционное (дезинфляционное) влияние наблюдается на протяжении всего периода сохранения положительного (отрицательного) разрыва выпуска, а не только при его увеличении или сокращении. Влияние разрыва выпуска на инфляцию существенно усилилось в 2022–2024 годах в связи со снижением трансграничной мобильности капитала (вследствие действующих санкций, опасений введения новых санкций, ограничений на движение капитала) и изменением характера влияния внутреннего спроса на внешнеторговые операции.

Валютный канал трансмиссионного механизма

Процентные ставки по рублевым финансовым инструментам, складывающиеся под действием денежно-кредитной политики, влияют не только на склонность к сбережению, но и на выбор конкретных финансовых инструментов. В частности, чем выше ставки по рублевым финансовым инструментам, тем менее привлекательны вложения в инструменты, номинированные в иностранной валюте. Изменение спроса на валютные финансовые инструменты в свою очередь сказывается на курсе рубля. По оценкам Банка России, реальный эффективный курс рубля[7] при прочих равных условиях изменяется примерно на 0,2% в ответ на 1 п.п. изменения однодневной ставки МБК. Такая сравнительно слабая реакция сложилась в 2022–2023 годах после снижения трансграничной мобильности капитала, до этого корректировка курса вследствие сдвига ставок была в несколько раз сильнее.

Курс рубля относится к числу факторов, влияющих на цены внутреннего рынка. Воздействие денежно-кредитной политики на инфляцию, связанное с изменением курса национальной валюты, называется валютным каналом трансмиссионного механизма, или каналом валютного курса.

[7] Средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

Валютный канал состоит из нескольких цепочек причинно-следственных связей. Во-первых, курс рубля может влиять на инфляцию напрямую – через цены на импортируемые потребительские товары и цены на импортируемые российскими компаниями сырье, материалы и комплектующие, что влияет на себестоимость российской продукции. Во-вторых, валютный курс воздействует на рублевую стоимость экспорта и импорта, от которой зависит ценовая конкурентоспособность российской и иностранной продукции. К примеру, при ослаблении рубля увеличивается рублевая стоимость как импорта в Россию (что улучшает конкурентные позиции российских производителей и расширяет их возможности для повышения цен на свою продукцию, конкурирующую с подорожавшим импортом), так и российского экспорта (что стимулирует российских экспортеров наращивать поставки на экспорт или повышать цены на внутреннем рынке). При этом для валютного канала характерна выраженная асимметрия: при ослаблении рубля цены растут быстрее, чем снижаются при укреплении.

По оценкам Банка России, влияние курса на инфляцию и ранее было умеренным (при ослаблении номинального эффективного курса рубля[8] на 1% инфляция повышалась не более чем на 0,1 п.п.), причем в последние годы перенос динамики курса в инфляцию замедлился. Эффект изменения обменного курса в полном объеме проявляется в потребительских ценах на горизонте вплоть до года (в недавнем прошлом для этого было достаточно 6 месяцев), хотя при резких скачках курса значительные изменения цен могут наблюдаться уже на горизонте 1–2 месяцев.

Во-первых, шоки, связанные с дезорганизацией глобального товарного рынка в период пандемии 2020–2021 годов и с изменениями логистики, расчетов и ценообразования по внешнеторговым сделкам в условиях санкционных ограничений и сдвигов в географической структуре внешнеторговых операций, связанных с ростом геополитических рисков в 2022–2025 годах, влияли на динамику спроса и предложения на валютном и товарном рынках (см. приложение 4 «Разовые факторы инфляции на стороне предложения»), существенно зашумляя влияние денежно-кредитной политики.

Во-вторых, в условиях усилившихся рисков происходили масштабные структурные сдвиги, воздействующие на эффективность валютного канала трансмиссионного механизма. Санкции и ограничения на движение капитала ослабили связи между российским и иностранными финансовыми рынками и, соответственно, влияние рублевых ставок на валютный курс[9]. Частичное замещение валют недружественных стран во внешнеэкономических операциях рублями уменьшало и замедляло влияние курсовой динамики на внутренние цены (эффект переноса). Наконец, повышение роли внутреннего спроса и производства, проявляющееся в снижении доли импорта и экспорта в ВВП, уже само по себе снижает значимость валютного канала. При этом сокращение спроса на иностранную валюту со стороны импортеров и ее предложения экспортерами, уменьшая глубину валютного рынка, создает предпосылки для увеличения колебаний курса рубля, что частично компенсирует ослабление реакции цен на них.

В 2024 году были введены санкции против Московской Биржи, что вызвало кратковременную повышенную курсовую волатильность и потребовало переноса торгов долларом США и евро на внебиржевой сегмент рынка. Однако изменение формы торгов валютой не повлияло на закономерности курсообразования рубля и, таким образом, на функционирование валютного канала трансмиссионного механизма.

---

[8] Средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

[9] Развернутая характеристика этих ограничений и механизмов их влияния на функционирование трансмиссионного механизма представлена во врезке 10 «Влияние ограничений на движение капитала на трансмиссию решений по денежно-кредитной политике» (с. 114 ОНЕГДКП 2024–2026).

Большинство описанных выше экономических изменений последних лет, затрудняющих работу трансмиссионного механизма, носит временный характер и позволяет ожидать постепенного восстановления эффективности денежно-кредитной трансмиссии. Однако растущее использование рубля в расчетах с нерезидентами и снижение склонности к использованию валютных финансовых инструментов могут сохраниться на длительный срок, ослабляя влияние ставок на курс, а курса – на внешнюю торговлю. Кроме того, усиление антироссийских санкций и рестрикций ограничивает круг потенциальных контрагентов для российских экспортеров и импортеров, что также замедляет подстройку внешнеторговых операций к изменениям валютного курса. Эти изменения снижают значимость валютного канала трансмиссионного механизма.

Канал инфляционных ожиданий трансмиссионного механизма

Каналы трансмиссионного механизма, охарактеризованные ранее, дополняет канал инфляционных ожиданий. Ожидания относительно будущей динамики цен на товары и услуги население учитывает при принятии решений о сбережении и потреблении, компании – при оценке эффективности инвестиций и установлении цен на продукцию, банки – при разработке процентной политики. В число факторов, влияющих на инфляционные ожидания, входит и денежно-кредитная политика Банка России, включая такой значимый ее элемент, как коммуникация.

К примеру, если Банк России повышает ключевую ставку или сообщает о соответствующих планах, это дает основания ожидать снижения инфляции в будущем. Эти ожидания побуждают компании избегать слишком быстрого повышения цен на свои товары, что может угрожать их конкурентоспособности, а население – сохранять умеренную потребительскую активность, не опасаясь обесценения своих сбережений. В результате проинфляционные факторы со стороны как спроса, так и предложения ослабевают еще до того, как изменение ключевой ставки будет в полной мере перенесено в доходность облигаций, кредитные и депозитные ставки. В итоге канал инфляционных ожиданий ускоряет функционирование трансмиссионного механизма в целом, повышая его эффективность.

Упомянутое выше ослабление реакции долгосрочных ставок на изменение ключевой ставки (см. пункт «Влияние ключевой ставки Банка России на рыночные ставки в экономике») отражает растущую значимость канала инфляционных ожиданий. При оценке долгосрочных ставок участники рынка рассматривают динамику инфляции и сопровождающий ее рост ключевой ставки как временное явление, не ожидая длительного сохранения инфляции и ключевой ставки на повышенном уровне.

Шоки последних лет, связанные с пандемией COVID-19 и усилением геополитических рисков, затрудняют функционирование канала инфляционных ожиданий. Пандемия и антироссийские санкции по своим масштабам не имеют аналогов среди событий последних десятилетий, что затрудняет формирование долгосрочных ожиданий. Кроме того, в 2024 году устойчивое превышение спроса над предложением на рынке труда в сочетании с серьезной государственной поддержкой экономики привели к формированию высокого уровня потребительской и финансовой уверенности. В этих условиях ослабевают стимулы для сжатия кредитования при росте ставок, что также снижает эффективность канала ожиданий. Стремясь поддержать эффективность канала инфляционных ожиданий, Банк России уделяет особое внимание вопросам коммуникации, раскрытия информации о ситуации в российской экономике и принимаемых

решениях в области денежно-кредитной политики (см. приложение 6 «Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики»).

Особенности функционирования трансмиссионного механизма при длительном проведении мягкой денежно-кредитной политики

Описанные выше закономерности функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики наблюдаются в тех случаях, когда основным приоритетом денежно-кредитной политики является поддержание целевого уровня инфляции. Однако возникают ситуации, при которых центральные банки вынуждены проводить мягкую денежно-кредитную политику (к примеру, в период пандемии COVID-19).

В странах со стабильно низкой инфляцией и заякоренными инфляционными ожиданиями денежное предложение может наращиваться (за счет мягкой денежно-кредитной или бюджетной политики) довольно долго, поддерживая национальную экономику без существенных инфляционных последствий. Однако при подрыве доверия к ценовой стабильности и росте цен потенциал проведения такой политики исчерпывается, и избыточно мягкая денежно-кредитная политика становится дополнительным источником инфляции[10].

В странах, где инфляционные ожидания не заякорены, а экономически активное население имеет опыт жизни в условиях высокой инфляции, мягкая денежно-кредитная политика может оказывать стимулирующее влияние на экономику в течение короткого периода, в дальнейшем же начинает искажаться функционирование трансмиссионного механизма.

Низкие, несоразмерные инфляции депозитные ставки, складывающиеся под влиянием мягкой денежно-кредитной политики, ведут к снижению привлекательности депозитов для вкладчиков. Средства с депозитов могут выводиться на товарный рынок (что напрямую ведет к инфляции), на валютный рынок (что ведет к росту валютизации национальной финансовой системы, ослаблению национальной валюты и повышению внутренних цен на импортируемые товары), на рынки недвижимости и ценных бумаг (что может привести к формированию пузырей цен на этих рынках). В отдельных случаях возможно и использование заемных средств для финансирования спекулятивных покупок, что усиливает проинфляционный эффект низких ставок.

Ослабление интереса вкладчиков к депозитам не только сокращает возможности банков фондировать кредитные операции за счет депозитов, но и увеличивает риск ликвидности. Опасаясь, что при очередном увеличении инфляции вкладчики будут выводить средства с депозитов, банки избегают наращивать долгосрочное кредитование или требуют от заемщиков высоких долгосрочных ставок, компенсирующих риски банка. Сокращение долгосрочного кредитования в свою очередь негативно сказывается на инвестиционном климате в стране и общей экономической активности.

При отсутствии устойчивого внутреннего фондирования и усиливающихся инфляционных рисках, не позволяющих увеличивать долгосрочное кредитование в национальной валюте, начинает

[10] Borio C., Hofmann B., Zakrajšek E. Does money growth help explain the recent inflation surge? BIS Bulletin, No. 67.

расти валютное кредитование (как это было в России в конце 1990-х годов, когда больше половины долгосрочного кредитования осуществлялось в иностранной валюте). Наращивание валютного кредитования вынуждает банки активнее привлекать средства на рынке валютных депозитов, что ведет к дальнейшему росту валютизации экономики.

Растущая валютизация не только делает экономику страны более уязвимой к внешним шокам, но и снижает эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, так как ставки центрального банка не влияют на ставки по валютным кредитам и депозитам. Поэтому, когда необходимость снижения инфляции для нормализации ситуации в экономике станет очевидной, может потребоваться существенное ужесточение денежно-кредитной политики для достижения этой цели.

Трансформации трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Трансмиссионный механизм в целом и его отдельные каналы развиваются вместе с российской экономикой. Их основные изменения, произошедшие в последние годы, охарактеризованы при описании каналов трансмиссионного механизма. В будущем трансмиссионный механизм продолжит изменяться.

Возможные факторы дальнейшего развития трансмиссионного механизма можно разделить на три группы. К первой группе относятся долгосрочные тенденции, наблюдавшиеся в российской экономике последние десятилетия и сохраняющие значимость в будущем.

Важнейшей из них является развитие внутреннего финансового рынка. Рост реального сектора российской экономики ведет к увеличению спроса на финансовые услуги. При этом снижение инфляционных рисков, совершенствование финансового законодательства, повышение устойчивости финансовых организаций, развитие инфраструктуры способствуют росту доверия к отечественному финансовому сектору и, соответственно, готовности использовать российские финансовые инструменты.

Наиболее очевидным проявлением этой тенденции является девалютизация национального финансового сектора (доля валютных инструментов в депозитах населения, входящих в денежную массу, на начало 2025 года составила 6% против 17% на начало 2014 года, доля валютных требований банков к организациям – 11% против 17% соответственно), способствующая росту эффективности процентного канала трансмиссионного механизма. Дополнительным фактором, сдерживающим использование традиционных валютных инструментов, может быть также растущий интерес к криптовалютам.

Развитие финансового рынка проявляется и в растущей роли внутренних источников для финансирования национальной экономики (за 2014–2024 годы внешний долг российских компаний в рублевом эквиваленте увеличился в 1,2 раза, а обязательства по внутренним кредитам и облигациям – в 4 раза). Денежно-кредитная политика Банка России влияет именно на внутренний финансовый сектор, поэтому чем больше доля внутренних финансовых инструментов в операциях резидентов, тем выше эффективность трансмиссионного механизма.

Рост российского финансового сектора был не только количественным, но и качественным. В частности, устойчиво расширялось использование цифровых технологий в финансовом секторе. Распространение онлайн-банкинга, интернет-трейдинга, финансовых агрегаторов существенно облегчило переток частных средств как между банками, так и между сегментами российского финансового рынка, увеличивая конкуренцию за клиента между участниками рынка. Упрощению перетока средств между банками и, соответственно, росту конкуренции способствовало также совершенствование финансового законодательства (установлена норма о бесплатном переводе средств между счетами вкладчика в разных банках, приняты меры по предотвращению навязывания финансовых услуг). Развитие технической и правовой инфраструктуры рынка способствовало росту гибкости кредитных и депозитных ставок и общему ускорению реакции одних сегментов рынка на изменение конъюнктуры других. Это повышает эффективность всех каналов трансмиссионного механизма.

С ростом внутреннего финансового рынка, улучшением механизмов защиты розничных инвесторов и упрощением доступа к фондовому рынку связана еще одна тенденция последних десятилетий – расширение круга частных инвесторов и устойчивый рост вложений населения в ценные бумаги. Это повышает эффективность как процентного канала (конкурируя за средства населения с рынком облигаций, банки оперативнее корректируют ставки по депозитам), так и канала благосостояния.

Развитие внутреннего финансового рынка проявлялось также в расширении спектра инструментов, доступных участникам рынка. В частности, получили широкое распространение корпоративные кредиты с плавающей ставкой, ряд крупных банков начал предлагать клиентам депозиты с плавающей ставкой, расширялся набор производных финансовых инструментов. Распространение более сложных, гибких, соответствующих специфическим запросам клиентов финансовых инструментов в целом способствовало более эффективной трансмиссии импульсов денежно-кредитной политики, но требовало учитывать изменения в функционировании рынка. К примеру, массовое использование кредитов с плавающей ставкой усиливало и ускоряло влияние ставок на спрос в экономике, но при этом ограничивало возможности сдерживания кредитования посредством резкого краткосрочного повышения ставок (см. пункт «Процентный канал трансмиссионного механизма»).

К числу долгосрочных тенденций, влияющих на функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, относятся также демографические тенденции. К примеру, увеличение средней продолжительности жизни и старение населения создают условия для роста заинтересованности в формировании долгосрочных накоплений, что усиливает значимость канала сбережений. Однако влияние демографических процессов на финансовое поведение населения носит сложный и нелинейный характер[11], поэтому в среднесрочной перспективе влияние демографических тенденций на трансмиссионный механизм ограничено.

Вторую группу факторов, воздействующих на трансмиссионный механизм, составляли процессы, связанные с ростом геополитической напряженности в последние годы. Они в определенной мере повлияли на все каналы трансмиссионного механизма. Долгосрочную устойчивость этого влияния трудно спрогнозировать из-за общей сложности и турбулентности геополитических процессов.

[11] Бессонова Е., Денисова И., Иванова Н., Москалева А. Демография и сбережения: исследование на основе данных опроса российских домохозяйств. Серия докладов об экономических исследованиях. Октябрь 2024 года.

Прежде всего к таким факторам относятся санкции недружественных государств против российской экономики. Их влияние на трансмиссионный механизм носит многосторонний характер. Сам по себе факт введения новых санкций определяет настроения участников рынка, приводя к колебаниям валютных курсов, котировок ценных бумаг и оценок финансовой устойчивости компаний (и, соответственно, риск-премии, включаемой в кредитные ставки). В результате зашумляется функционирование всех каналов трансмиссионного механизма, особенно – канала ожиданий. Кроме того, ряд макроэкономических шоков, которые при отсутствии санкций являются нейтральными, из-за невозможности быстрой подстройки экономики становятся проинфляционными, что требует проводить более жесткую денежно-кредитную политику[12].

Санкции против внешней торговли российских организаций (ограничения поставок, запрет на платежное обслуживание) снижают эффективность валютного канала, так как сужают возможности оперативно наращивать или сокращать внешнеторговые операции. Однако российская экономика постепенно адаптируется к этим санкциям, находя новые формы расчетов и направления поставок, менее уязвимые для санкционных шоков.

Санкции, связанные с ограничениями на операции резидентов России на внешнем финансовом рынке, также уменьшают эффективность валютного канала, затрудняя перемещение средств между глобальным и российским рынками после изменения ключевой ставки. Эффекты от этой группы санкций более устойчивы, так как глобальный финансовый рынок более транспарентный и операции на нем более уязвимы для санкций.

Мобильность капитала в последние годы сдерживалась не только санкциями, но и ограничениями на движение капитала, введенными для смягчения последствий геополитических шоков. Эти ограничения дополнительно снижают эффективность валютного канала.

Однако, несмотря на существенное снижение трансграничной мобильности капитала, изменения ключевой ставки продолжали влиять на динамику курса, в том числе благодаря развитию российского финансового рынка. Со снижением доступности операций на внешнем финансовом рынке российский финансовый сектор сумел оперативно предложить населению и компаниям инструменты, позволяющие удовлетворить потребности в валютных активах и заимствованиях (депозиты в валютах дружественных стран, замещающие облигации). Ключевая ставка, влияя на выбор между этими инструментами и операциями в рублях, продолжала влиять на курс рубля, хотя и слабее, чем раньше (см. пункт «Валютный канал трансмиссионного механизма»).

Санкции не только стимулировали дальнейшее расширение спектра финансовых инструментов, доступных на внутреннем рынке, но и повлияли на реализацию других долгосрочных тенденций развития российской экономики, значимых для эволюции трансмиссионного механизма. В частности, растущие риски, связанные с использованием финансовых инструментов в валютах недружественных стран, способствовали интенсификации процессов девалютизации российской экономики. Снижение доступности операций на внешнем финансовом рынке, рост связанных с ними издержек и рисков стали дополнительными стимулами к переориентации компаний и населения на внутренние источники заимствований и инструменты сбережений.

Тенденция к росту доли ценных бумаг в сбережениях населения была временно ослаблена в связи с негативным геополитическим фоном. В 2022 году неопределенность ожиданий

[12] Стырин К. Трансмиссия денежно-кредитной политики в малой открытой экономике в условиях финансовых и внешнеторговых ограничений. Серия докладов об экономических исследованиях. Декабрь 2024 года.

по российским акциям и их отрицательная переоценка в сочетании с резким ростом депозитных ставок и повышением привлекательности депозитов привели к сокращению доли ценных бумаг в сбережениях. Однако этот эффект был недолгим: уже в 2023 году доля ценных бумаг в сбережениях населения вновь начала увеличиваться и в дальнейшем этот показатель превысил локальные максимумы конца 2021 – начала 2022 года.

Третью группу факторов, воздействующих на трансмиссионный механизм, составляли меры государственной экономической политики. Большинство из них связаны с необходимостью защиты российской экономики в условиях растущего санкционного давления, но не сводятся к ней.

Так, программы льготного кредитования, применявшиеся для поддержки экономики при ухудшении внешнеэкономической конъюнктуры, получили широкое распространение уже в период пандемии COVID-19, а в ряде сегментов рынка применялись и ранее. Распространение кредитов, ставки по которым слабо зависят от денежно-кредитной политики (за счет как субсидирования ставок, так и иных форм государственной поддержки), снижает эффективность трансмиссионного механизма (см. врезку 11 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм»). Однако в последние годы выявление макроэкономических рисков, связанных с избыточным наращиванием льготного кредитования, способствовало оптимизации действующих программ льготного кредитования – отказу от одних (прежде всего безадресной льготной ипотеки) и пересмотру параметров других (ряд программ льготного корпоративного кредитования, по которым предусмотрен частичный перенос изменений ключевой ставки Банка России в ставки для конечных заемщиков). В результате искажающий эффект льготного кредитования на трансмиссионный механизм постепенно снижается.

Для обеспечения плавной адаптации российской банковской системы к изменившейся ситуации в 2022 году были введены регуляторные послабления, снижающие нагрузку на банковский капитал и, соответственно, эффективность узкого кредитного канала. В настоящее время Банк России постепенно отказывается от этих мер.

Подводя итоги вышесказанному, последние годы стали серьезным вызовом для российской экономики в целом и для денежно-кредитной политики в частности. При сохранении общей тенденции к развитию внутреннего финансового рынка, способствовавшей повышению эффективности трансмиссионного механизма, действовал ряд факторов, связанных с геополитической напряженностью (ранее – с пандемией COVID-19) и регуляторными мерами, направленными на смягчение последствий внешних шоков. Эти факторы зашумляли функционирование каналов трансмиссионного механизма. Оценить влияние каждого из этих факторов по отдельности пока затруднительно, но в целом они ослабляли влияние ключевой ставки на спрос и инфляцию, требуя более масштабных изменений ключевой ставки для достижения целей денежно-кредитной политики.

Однако российская экономика в значительной мере сумела адаптироваться к изменившейся ситуации. Уже в 2024 году значимость шоков, негативно влияющих на эффективность трансмиссионного механизма, начала постепенно снижаться. Дальнейшая адаптация экономики, совершенствование инструментов экономической политики, сохранение тенденций, связанных с развитием внутреннего финансового рынка, будут способствовать долгосрочному росту эффективности трансмиссионного механизма. Это произойдет за счет углубления структурной перестройки и снижения инфляционных рисков со стороны предложения, а также повышения доверия к денежно-кредитной политике, приближения инфляционных ожиданий к целевому уровню и, соответственно, уменьшения инфляционных рисков со стороны спроса.

ВРЕЗКА 11. ЛЬГОТНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ И ЕГО ВЛИЯНИЕ НА ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ

При проведении денежно-кредитной политики Банк России учитывает значительный объем кредитования экономики в рамках льготных программ, условия которых слабочувствительны к изменению ключевой ставки

По некоторым типам кредитных операций влияние денежно-кредитной политики на ставки для конечных заемщиков существенно отличается от описанной выше рыночной логики. Если объем таких операций велик, их необходимо учитывать при планировании и реализации денежно-кредитной политики. Один из наиболее известных типов таких операций – государственные программы льготного кредитования, в рамках которых банки кредитуют определенные категории заемщиков по пониженным ставкам, а государство своими субсидиями компенсирует банкам разницу между рыночной и льготной ставкой.

С точки зрения бюджетной политики кредитование по субсидируемым ставкам – привлекательный инструмент стимулирования спроса. Оно может приводить к локальному росту спроса, многократно превосходящему текущие бюджетные расходы на субсидирование ставок. Однако такое субсидирование эффективно лишь в случае, когда программа действует в течение ограниченного времени и распространяется только на краткосрочные кредиты. При увеличении срочности льготных кредитов совокупные затраты на субсидирование ставок по ним на протяжении всего срока кредитования могут быть сопоставимы с суммой кредита. Кроме того, расходы на субсидирование ставок по долгосрочным кредитам, выданным ранее, ограничивают гибкость бюджетной политики спустя многие годы после того, как разовый стимулирующий эффект этих кредитов был исчерпан.

С точки зрения денежно-кредитной политики эффект программ льготного кредитования также неоднозначен. В периоды экономической нестабильности, характеризующиеся более высокими требованиями банков к заемщикам, а также пониженным желанием населения и компаний увеличивать расходы на потребление и инвестиции, реализация программ льготного кредитования способна поддержать и усилить влияние мер денежно-кредитной политики на экономику (так как для необходимой поддержки спроса может быть недостаточно снижения ключевой ставки, в том числе из-за замедленной реакции спроса на ее изменение). Этот эффект актуален прежде всего для стран с околонулевым уровнем ставки денежно-кредитной политики. Поэтому в мировой практике в период пандемии COVID-19 многие центральные банки реализовывали программы funding for lending (FFL), направленные на стимулирование отдельных сегментов кредитного рынка. Из 27 программ FFL, инициированных 14 крупными центральными банками, свыше трети было призвано решить задачи по восстановлению эффективности денежно кредитной политики[1].

В то же время сохранение программ льготного кредитования на протяжении длительного времени препятствует эффективной реализации денежно-кредитной политики. Ставки по льготным кредитам, как правило, очень слабо зависят от денежно-кредитной политики. Поэтому наращивание объемов льготного кредитования при прочих равных не только смягчает денежно-кредитные условия в экономике, но и искажает функционирование процентного канала трансмиссионного механизма. Чем больше доля льготных кредитов в объемах рынка, тем более сильное изменение ключевой ставки требуется, чтобы в нужной степени повлиять на кредитную активность, спрос и инфляцию.

Общая экономическая эффективность программ льготного кредитования продолжает быть предметом дискуссий. Во-первых, для таких кредитов характерен так называемый эффект замещения – ситуация, когда заемщики, которые были бы готовы привлекать кредиты и на рыночных условиях, пользуются льготной программой. В результате часть льготного кредитования не увеличивает общий спрос в экономике, а замещает рыночное кредитование, приводя к неэффективному росту нагрузки на бюджет.

Во-вторых, субсидии, обеспечивающие снижение кредитных ставок, выплачиваются за счет средств бюджета (то есть налогов, собираемых со всей экономики), представляя собой механизм

[1] Обзор Funding for lending programmes Банка международных расчетов.

перераспределения средств между различными группами экономических субъектов. Кроме того, чтобы ослабить проинфляционный эффект программ льготного кредитования, центральный банк вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику. Снижение ставки для одних групп заемщиков сопровождается ее повышением для всех остальных. В итоге льготный кредит оплачивают как налогоплательщики (через бюджетное субсидирование), так и «нельготные» заемщики (через кредитование по более высокой рыночной ставке).

Льготные ипотечные программы для населения. Самое крупное направление льготного кредитования в России – льготная ипотека, на которую пришлось более 70% портфеля кредитов с субсидированной ставкой на 01.08.2025[2]. Среди группы льготных ипотечных программ наиболее масштабной является завершенная государственная программа безадресной льготной ипотеки на новостройки, инициированная, чтобы поддержать строительную отрасль и повысить доступность жилья для населения в период пандемии COVID-19. С одной стороны, сферу жилищного строительства действительно поддержали: за период действия программы было выдано 1,6 млн кредитов на общую сумму 6 трлн рублей, что позволило заемщикам приобрести жилье общей площадью 76 млн кв. м. С другой – из-за невозможности наращивания строительства жилья в темпе, соразмерном росту рублевого ипотечного портфеля, реализация льготной ипотеки привела почти к двукратному повышению цен на недвижимость на первичном рынке, тем самым существенно опередив рост зарплат и темпы инфляции. В результате ценовая доступность жилья для населения снизилась: рост цен полностью перекрыл преимущества, связанные с низкими ставками по льготной ипотеке, что существенно затрудняет оценку эффективности этой меры поддержки.

Льготные программы корпоративного кредитования. Некоторые из льготных программ для бизнеса, безусловно, продемонстрировали свою эффективность при умеренной нагрузке на бюджет (к примеру, программы ФОТ 0 и ФОТ 2.0, позволившие сгладить негативные последствия пандемии и не допустить резкого провала в занятости). В целом в ситуации, когда льготное кредитование используется как временная антикризисная мера, направленная на поддержание доступности кредита для наиболее уязвимых или приоритетных сегментов экономики при избыточном ужесточении условий кредитования, оно может быть эффективно, а отмеченные выше недостатки этого инструмента менее значимы. В условиях сокращения спроса и предложения кредитов сужается пространство для действия «эффекта замещения». Влияние на бюджетную систему и денежно-кредитную политику, связанное с антикризисными мероприятиями по поддержке кредитования, ограничено во времени и не столь существенно на фоне резких изменений в экономической политике, происходящих в любой кризисный период.

Кроме того, негативные проинфляционные последствия расширения льготного корпоративного кредитования и, соответственно, потребность в компенсирующем их ужесточении денежно-кредитной политики ниже, чем при действовавших условиях льготной ипотеки. С одной стороны, спрос, финансируемый за счет программ льготного корпоративного кредитования, гораздо менее концентрирован и создает не такое сильное давление на цены. С другой стороны, в среднесрочной перспективе успешная реализация инвестиционных проектов с использованием заемных средств способна увеличить экономический потенциал и в той или иной мере смягчить инфляционные последствия исходного стимулирования спроса.

В то же время следует отметить, что в сегменте корпоративного кредитования формы государственной поддержки не исчерпываются субсидированием ставок. В январе – августе 2025 года более четверти выданных рублевых кредитов по фиксированной ставке составили кредиты, стоимость обслуживания которых не превышала 12%[3]. Безусловно, многие из них носят вполне рыночный характер – связаны с проектным финансированием застройщиков или кредитованием аффилированных с банком заемщиков. Однако часть этих кредитов связана с льготным финансированием или альтернативными

---

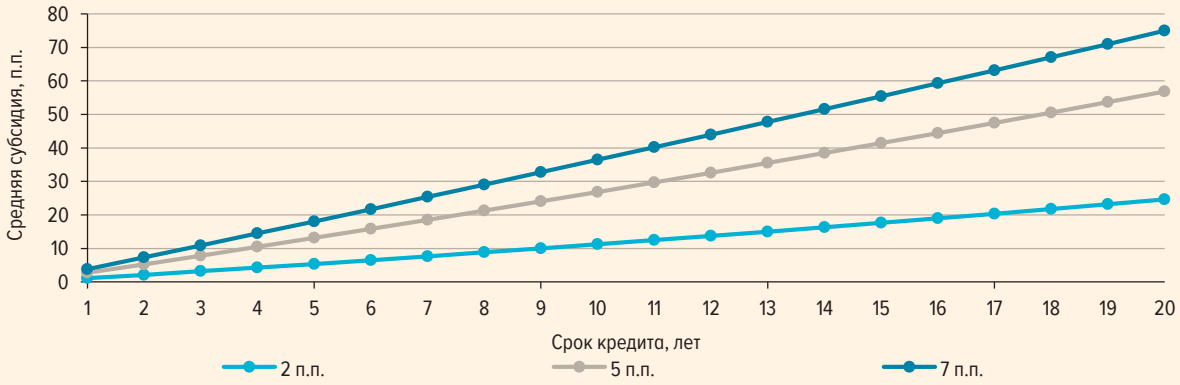
[2] В существующих источниках финансовой информации отсутствуют единые унифицированные сведения об объеме выданных льготных кредитов и задолженности по ним. Здесь и далее во врезке приведены оценки на основе комбинирования данных из нескольких источников. В них не входит информация по ряду направлений (сельскохозяйственная ипотека, региональные программы льготной ипотеки, льготное автокредитование и так далее). Поэтому фактические объемы льготного кредитования превышают приведенные во врезке оценки.

[3] Подробнее о структуре кредитов, предоставленных юридическим лицам, см. в разделе сайта Банка России «Сведения о размещенных и привлеченных средствах».

механизмами кредитной поддержки (госгарантии, льготное фондирование банков кредиторов, прямое предоставление заемных средств по низким ставкам при участии государственных институтов развития, ФНБ или других государственных структур). Эти механизмы также создают как дополнительную нагрузку на бюджет (в виде недополученной прибыли, условных обязательств перед кредитором и так далее), так и инфляционные риски, поэтому фактический уровень экономических дисбалансов, связанных с льготным кредитованием в широком смысле, в российской экономике выше, чем можно было бы предполагать исходя из статистических данных.

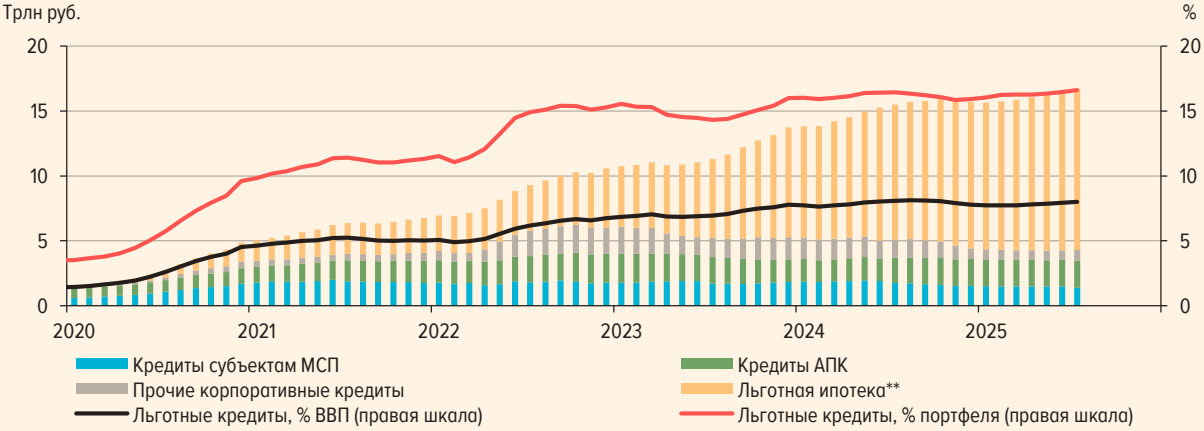
Банк России считает государственные программы льготного кредитования эффективным инструментом экономической политики при решении таких задач, как контрциклическое стимулирование восстановления спроса в периоды спада в экономике и адресная поддержка отдельных групп заемщиков или секторов экономики. В то же время при долгосрочном использовании для широкого круга заемщиков, эффективность этого инструмента снижается за счет растущего эффекта замещения, увеличивающейся нагрузки на бюджет, сокращения потенциала роста рыночного кредита экономике, совместимого с ценовой стабильностью. Доступность заемного финансирования для экономики в целом обеспечивается прежде всего предсказуемо низкой инфляцией и, соответственно, снижением инфляционных рисков инвесторов, что позволяет заемщикам привлекать средства на рыночной основе без накопления дисбалансов в экономике.

ЗАТРАТЫ БЮДЖЕТА НА СУБСИДИИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАВКИ СУБСИДИИ И СРОКА КРЕДИТА* *Рис. 11.1*
(% СУММЫ ВЫДАННЫХ КРЕДИТОВ)



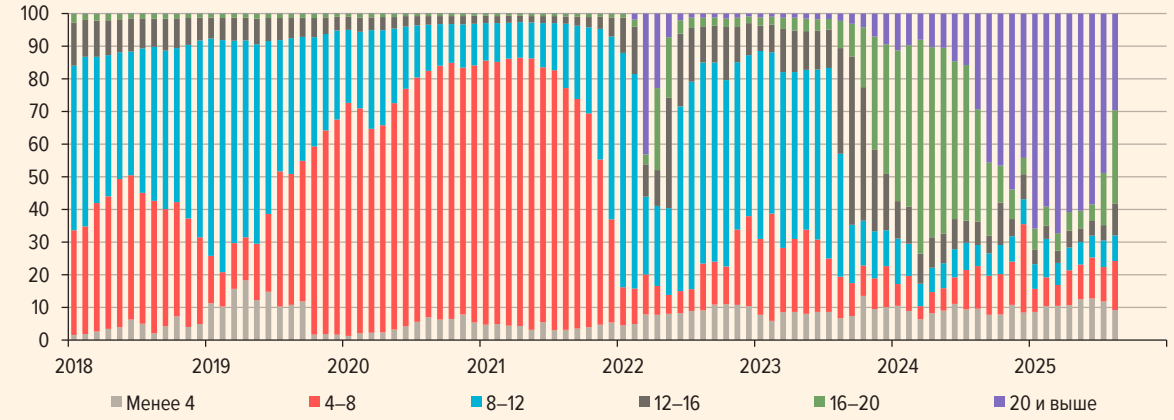
* *Суммарные затраты бюджета за весь период погашения кредита при различных значениях субсидии (2, 5 или 7 п.п. в среднем за период погашения).*
Источник: расчеты Банка России.

СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ ЛЬГОТНЫХ КРЕДИТОВ* *Рис. 11.2*



* *Корпоративные кредиты – кредиты нефинансовым организациям – резидентам и индивидуальным предпринимателям. Льготные корпоративные кредиты – кредиты, предоставленные в рамках госпрограмм с субсидируемой ставкой.*
** *Льготная ипотека – без сельскохозяйственной ипотеки и региональных льготных программ.*
Источник: расчеты Банка России.

СТРУКТУРА РУБЛЕВЫХ КРЕДИТОВ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ НЕФИНАНСОВЫМ ЗАЕМЩИКАМ ПО ФИКСИРОВАННОЙ СТАВКЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАВКИ ПО КРЕДИТУ *Рис. 11.3*
(% ОТ ОБЩЕЙ ВЕЛИЧИНЫ ВЫДАННЫХ КРЕДИТОВ)



Источник: расчеты Банка России.

ДОЛЯ КРЕДИТОВ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ НЕФИНАНСОВЫМ ОРГАНИЗАЦИЯМ ПО ФИКСИРОВАННОЙ СТАВКЕ В ЗАДАННОМ ДИАПАЗОНЕ, В ОБЩЕЙ ВЕЛИЧИНЕ ВЫДАННЫХ КРЕДИТОВ, В СРЕДНЕМ ЗА ПЕРИОД *Табл. 11.1*

Период	< 4%	4–8%	8–12%	12–16%	16–20%	≥20%	Ключевая ставка
I кв. 2019	12,4	13,0	66,5	6,7	1,3	0,1	7,8
II кв. 2019	15,1	18,1	58,0	7,3	1,4	0,1	7,7
III кв. 2019	11,0	41,5	39,9	6,3	1,3	0,1	7,3
IV кв. 2019	1,8	61,9	30,0	5,1	1,1	0,1	6,6
I кв. 2020	1,9	67,6	25,3	4,1	1,1	0,1	6,1
II кв. 2020	3,3	68,4	23,7	3,6	0,9	0,1	5,5
III кв. 2020	6,3	76,0	14,2	2,7	0,7	0,1	4,3
IV кв. 2020	6,6	77,5	12,6	2,4	0,7	0,0	4,3
I кв. 2021	4,7	80,9	11,5	2,2	0,7	0,0	4,3
II кв. 2021	4,4	81,1	11,8	2,0	0,7	0,1	5,0
III кв. 2021	3,3	74,6	18,8	2,4	0,8	0,1	6,3
IV кв. 2021	4,7	49,2	40,8	4,2	1,0	0,1	7,4
I кв. 2022	5,8	11,6	53,7	11,8	2,1	15,0	12,7
II кв. 2022	8,0	7,1	35,9	22,4	15,9	10,7	13,8
III кв. 2022	9,7	11,4	62,0	13,0	2,7	1,3	8,3
IV кв. 2022	10,7	20,7	52,5	12,3	2,5	1,3	7,5
I кв. 2023	7,4	25,3	53,6	9,8	2,8	1,1	7,5
II кв. 2023	8,5	23,4	50,7	12,2	3,7	1,6	7,5
III кв. 2023	7,5	13,1	38,0	31,9	7,2	2,3	10,2
IV кв. 2023	11,1	10,4	13,0	27,7	30,9	6,9	14,6
I кв. 2024	8,6	7,1	10,2	10,7	53,7	9,7	16,0
II кв. 2024	9,5	7,2	7,9	9,2	54,5	11,8	16,0
III кв. 2024	9,0	12,3	7,2	6,4	34,8	30,3	17,6
IV кв. 2024	9,1	17,5	8,1	8,6	8,5	48,2	20,4
I кв. 2025	9,9	7,4	8,7	4,1	5,9	64,1	21,0
II кв. 2025	12,0	11,3	6,8	4,6	5,4	59,9	20,8

Источник: расчеты Банка России.

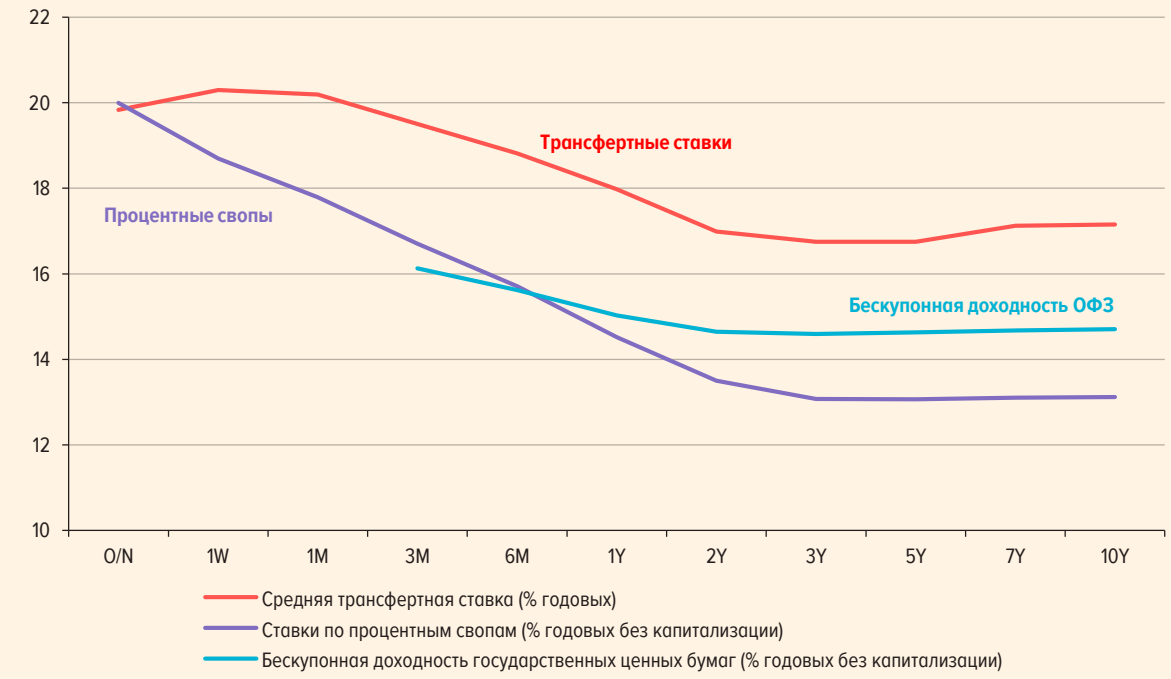
ВРЕЗКА 12. ТРАНСФЕРТНАЯ КРИВАЯ И ФОРМИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ

Трансфертная кривая является отправной точкой для установления банками ставок по кредитам и вкладам. В качестве базы для трансфертной кривой банки используют безрисковые кривые доходности и свои внутренние оценки

Трансфертная кривая – это набор внутренних процентных ставок разной срочности, устанавливаемых в банке (чаще всего в казначействе) для всех его бизнес-единиц (привлекающих подразделений, кредитующих подразделений и так далее) в качестве ориентира базовой стоимости банковских продуктов. Это важная деталь управленческого механизма, позволяющая максимально объективно определить вклад любого бизнес-подразделения в формирование общего финансового результата банка. В результате у руководства кредитной организации появляется возможность выстраивать действенную систему мотивации сотрудников, что существенно повышает уровень управляемости банком.

Но одной управленческой функцией, пусть и крайне важной, роль трансфертной кривой не ограничивается. Она является важной частью внутрибанковской системы ценообразования банковских продуктов, позволяющей кредитной организации формировать согласованную линейку цен и при необходимости корректировать структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и направлениями размещения средств. Для определения ценовых условий любой сделки (кредитной, депозитной, фондовой) на заданный срок банку требуется определить трансфертную ставку на этот срок и оценить издержки, выгоды и риски, связанные с конкретной сделкой. Также трансфертная кривая является частью механизма управления ликвидностью и процентным риском банка. На макроуровне трансфертные кривые крупных банков являются составной частью процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

ФИКСИРОВАННЫЕ ТРАНСФЕРТНЫЕ СТАВКИ СИСТЕМНО ЗНАЧИМЫХ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ДОХОДНОСТИ НА 11.07.2025 *Рис. 12.1*
(%)



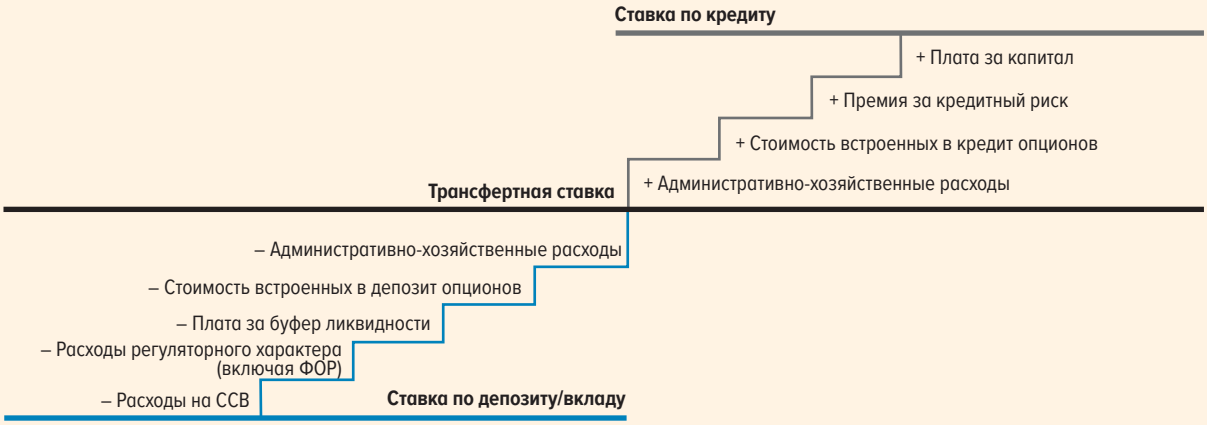
Примечание. Трансфертные ставки приведены как средние по системно значимым кредитным организациям.
Источники: Банк России, Cbonds, опрос кредитных организаций.

Каждый банк выстраивает собственную трансфертную кривую, используя в качестве базы кривые доходности рыночных инструментов с минимальным уровнем риска или при необходимости свои внутренние оценки. Базовая кривая рублевой доходности, обычно называемая безрисковой во внутренних документах банков, для фиксированных ставок строится исходя из доходности таких инструментов, как государственные облигации (ОФЗ) и процентные свопы (ROISfix, IRS), а для плавающих используются ставки рынка межбанковских кредитов и ключевая ставка. При этом существенные изменения в функционировании финансовых рынков могут приводить к модификации расчета трансфертной кривой. Так, долгое время эталонным показателем при ценообразовании банковских продуктов на сроках свыше 1–2 лет были государственные облигации, однако в IV квартале 2023 года на рынке краткосрочных ОФЗ произошло серьезное изменение баланса спроса и предложения, что привело к занижению доходностей госбумаг на коротких сроках. В этих условиях банки при расчете трансфертных ставок на указанные сроки в качестве рыночного бенчмарка в дополнение к ОФЗ стали использовать IRS или ROISfix как инструменты, более соответствующие новым реалиям. Вне зависимости от выбора базовой кривой доходности трансфертная кривая должна иметь такую форму, чтобы наиболее полно включать возникающий в деятельности банка процентный риск, связанный с изменениями процентных ставок в финансовой системе, в том числе в результате инфляционных процессов.

При определении цен на банковские продукты трансфертные ставки являются только отправной точкой. Для каждого типа активных операций рыночная ставка в общем случае равна трансфертной ставке на соответствующий срок, увеличенной на издержки, премии за риски, плату за использование капитала банка, а также на стоимость встроенных опционов, позволяющих изменять объем и (или) время денежных потоков. Для каждого типа операций по привлечению средств, напротив, рыночная ставка в общем случае равна трансфертной ставке, уменьшенной на стоимость встроенных опционов, издержки, плату за буфер ликвидности, издержки на выполнение регуляторных требований (включая отчисления в фонд обязательных резервов) и в надлежащем случае – взносы в фонд обязательного страхования вкладов. В результате, какой бы ни была структура активов и пассивов, в обычных условиях ведения бизнеса спред между ставками по активным и пассивным операциям позволяет покрыть все необходимые издержки, риски и сформировать прибыль банка. Отметим, что в такой общей схеме ценообразования не учитывается потенциальная дополнительная выгода банка от возможных кросс-продаж клиентам других продуктов, а также субсидирование ставок государством или иными третьими лицами.

Учет издержек и премий за риск по различным операциям может существенно влиять на ценообразование банковских продуктов, корректируя реакцию процентных ставок по депозитам, кредитам и корпоративным облигациям на изменения уровня и наклона безрисковой кривой. Дополнительно воздействовать на формирование процентных ставок для реального сектора экономики могут характеристики финансового рынка, включая степень его сегментации, уровень конкуренции за средства вкладчиков или за наиболее качественных заемщиков, особенности бизнес-моделей отдельных банков, а также изменения в его регулировании.

ФОРМИРОВАНИЕ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТНЫМ И КРЕДИТНЫМ ПРОДУКТАМ ДЛЯ КЛИЕНТОВ БАНКА С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ТРАНСФЕРТНОЙ КРИВОЙ *Рис. 12.2*



Источник: Банк России.

ВРЕЗКА 13. ПРОЦЕНТНЫЕ РАСХОДЫ КОМПАНИЙ И КАНАЛ ИЗДЕРЖЕК

Расходы на обслуживание долга компаний нефинансового сектора российской экономики не превышают 5% себестоимости продаж. Исключением не стал и 2024 год, даже несмотря на рост процентных платежей по долгу в абсолютном выражении

Когда Банк России повышает ключевую ставку или поддерживает ее на высоком уровне в течение длительного времени, в научной литературе и экспертном сообществе активизируется обсуждение так называемого канала издержек. В отличие от основных каналов трансмиссионного механизма, он отражает воздействие денежно-кредитной политики (ДКП) на макроэкономические показатели не через спрос, а через предложение и влияние на процентные расходы. Повышение ключевой ставки приводит к росту рыночных ставок в экономике. Это означает, что заемные средства дорожают, причем не только новые, но и задолженность по плавающим ставкам, уже находящаяся на балансах компаний. В результате растут издержки на обслуживание долга, что снижает маржу компаний и теоретически подталкивает их к переносу возросшей процентной нагрузки в цены. Используя логику канала издержек, в ряде исследований[1] авторы пытались найти объяснение так называемой загадке цен – положительной реакции инфляции на рост ставки ДКП. И хотя достоверных подтверждений загадки цен не обнаружено[2], в том числе на российских данных[3], вопрос о потенциальном влиянии ДКП на экономику не только через спрос, но и через предложение остается на повестке дискуссий о макроэкономической политике.

Банк России внимательно следит за ситуацией в экономике на стороне не только спроса, но и предложения, в том числе за динамикой процентных расходов компаний. В ноябре 2024 года была опубликована аналитическая записка[4], где подробно рассмотрено соотношение процентных расходов и себестоимости продаж как в целом, так и в отдельных отраслях и других срезах выборки компаний нефинансового сектора с 2019 по 2023 год.

В 2024 году абсолютный объем процентных расходов ожидаемо увеличился, учитывая произошедший рост кредитных ставок вслед за повышением ключевой ставки Банка России. Однако, как показывают расчеты по широкой выборке компаний на данных СПАРК, это кардинально не изменило выводы исследования, в том числе в части влияния канала издержек на инфляцию. Ключевыми из них являются следующие.

1. **В 2024 году среднее[5] отношение процентных платежей к себестоимости продаж российских компаний нефинансового сектора увеличилось до 4,0% после 3,1% в 2023 году. Для половины компаний в выборке оно составляет не более 1,2%.** Около 60% выборки компаний имеют процентную нагрузку не выше 2% себестоимости продаж. При этом процентные расходы по выборке компаний в абсолютном выражении за 2024 год выросли на 45,7% (себестоимость продаж: +13,7%, выручка от продаж: +11,7%).

Справочно. Выборка компаний, имеющих процентную нагрузку и попадающих в периметр анализа с учетом фильтрации выбросов[6], составила около 221 тыс. компаний, что на 8,6% больше, чем за 2023 год.

---

[1] См., например, Sims C. (1992). Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy. European Economic Review. 36 (5). P. 975–1000; Christiano L., Eichenbaum M. (1992). Liquidity Effects and the Monetary Transmission Mechanism. American Economic Review. 82 (2). P. 346–353.

[2] См., например, Boivin J., Kiley M.T., Mishkin F.S. (2010). How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? Handbook of Monetary Economics; Ramey V.A. (2016). Macroeconomic Shocks and Their Propagation. Handbook of Monetary Economics. 2016; Miranda-Agrippino S., Ricco G. (2021). The Transmission of Monetary Policy Shocks. American Economic Journal: Macroeconomics 13 (3): 74–107.

[3] См., например, Шестаков Д. Канал издержек денежно-кредитной трансмиссии российской экономики. Деньги и кредит. № 9. С. 38–44. 2017 год.

[4] Могилат А., Москалева А., Попова С., Турдыева Н., Цой В. Процентные расходы российских компаний. Банк России. Ноябрь 2024 года.

[5] Здесь и далее под средними понимаются средневзвешенные величины. Все расчеты сделаны для компаний нефинансового сектора (все виды деятельности в экономике, за исключением «Финансовой деятельности и страхования»).

[6] Методика формирования выборки и фильтрации выбросов подробно представлена в аналитической записке (Могилат А. и др., 2024 год).

2. **В 5 крупнейших отраслях по объему себестоимости (к ним относятся торговля, обрабатывающая и добывающая промышленность, строительный сектор и логистика) среднее соотношение процентных расходов и себестоимости в 2024 году составляет 3,9% (в 2023 году – 2,9%).** Разброс по отраслям значительный – от 0,9% (госуправление) до 9,7% (нефтепереработка). По сравнению с 2023 годом наиболее сильный рост наблюдался в нефтепереработке, что связано с проведением плановых ремонтов оборудования и обновлением мощностей в этой отрасли, а также в металлургии и производстве транспортных средств. В то же время в значительной части отраслей среднее соотношение процентных расходов и себестоимости увеличилось менее чем на 1 п.п., среди них – логистика, машиностроение, производство металлоизделий и стройматериалов, добыча, а также целый ряд отраслей сферы услуг (госуправление, образование, здравоохранение, туризм и общественное питание и другие). В научно-технической деятельности средняя процентная нагрузка за год даже снизилась. **По размеру компаний наибольшее соотношение процентных расходов и себестоимости продаж остается у микропредприятий.** В 2024 году оно составило 4,8% после 4,0% годом ранее. У крупного бизнеса оно вблизи среднего по экономике, у средних и малых компаний – ниже.

3. **За 2024 год долговая нагрузка наиболее закредитованных компаний выросла сильнее.** Также увеличилась процентная нагрузка убыточных компаний. Доля процентных платежей в себестоимости для 10% наиболее закредитованных в 2024 году в 2 раза больше среднего значения показателя по выборке. Уровень процентной нагрузки в 5% на всей выборке с процентными расходами превышают средние значения только в 8–10 децилях распределения по уровню закредитованности и в группе убыточных компаний.

4. **С учетом произошедшего в 2024 году увеличения кредитной ставки максимальный прирост уровня цен вследствие повышения процентной нагрузки компаний мог составить 1,2 процентного пункта.** Это близко к одному из сценариев, представленных в аналитической записке (Могилат А. и др., 2024 год). Важно подчеркнуть, что это именно оценка сверху, по следующим ключевым причинам:

   4.1. **Значительная часть нефинансовых компаний в России не имеет процентной нагрузки.** По данным СПАРК, их суммарная выручка и себестоимость в 2024 году составляли около 25 и 27% соответственно от всего нефинансового сектора. В среднем за 6 лет – около 28 и 31%.

   4.2. **Полный перенос роста издержек в цены конечной продукции возможен только при отсутствии реакции спроса**. В масштабах экономики, да и ключевых рынков, это не подтверждается результатами анализа других каналов трансмиссионного механизма ДКП[7].

   4.3. **Даже потенциальный перенос процентных расходов в цены – это краткосрочный эффект на уровень цен, а не на устойчивую инфляцию.** При уменьшении жесткости ДКП процентные издержки снижаются, а эффект их переноса в уровень цен выходит из расчета инфляции.

Детальный анализ канала издержек и его эффектов для разных срезов выборки компаний может помочь развеять опасения относительно проинфляционных последствий ДКП. Как показано на данных за 2024 год, даже при существенном росте процентных расходов в абсолютном выражении их соотношение с другими расходами компаний нефинансового сектора в условиях высокой инфляции меняется гораздо меньше. Кроме того, существует целый ряд факторов, снижающих значимость канала издержек для экономики в целом.

При уменьшении жесткости ДКП процентные издержки также будут снижаться. Для компаний, решивших перенести процентные расходы в цены для поддержки уровня своей маржинальности в период роста ставок, это означает возможность вернуть долю рынка, что особенно важно в условиях сжимающегося спроса. То есть в этом случае влияние канала издержек на цены будет дезинфляционным, как и всех остальных каналов трансмиссионного механизма ДКП.

В то же время перегретый спрос приводит к росту устойчивой инфляции, а значит, всех издержек в экономике. Поэтому продолжительное сохранение высокой инфляции гораздо опаснее с точки

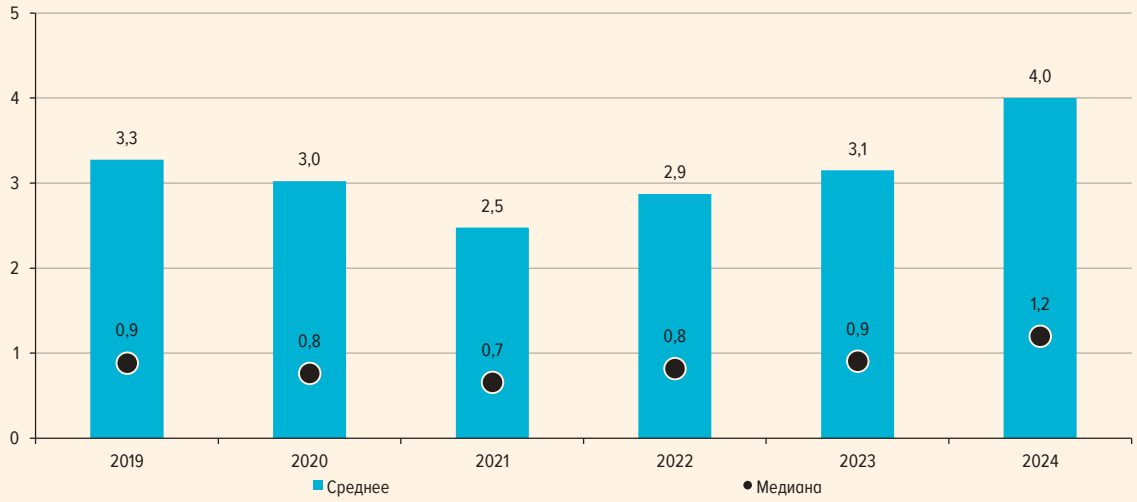
---

[7] См. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов; Рабинович Б., Петренева Е., Вировец К. Особенности работы трансмиссионного механизма в 2023–2024 годах. Аналитическая записка. Банк России. Март 2025 года.

зрения торможения инвестиционной активности компаний в долгосрочном периоде. В такой ситуации проведение нейтральной, а тем более мягкой ДКП может привести к существенно большему росту цен в экономике, причем на длительном горизонте, чем даже краткосрочное потенциальное влияние канала издержек. Действие основных каналов трансмиссионного механизма ДКП – процентного, валютного, кредитного и других – при повышении ключевой ставки оказывает значительный сдерживающий эффект на цены через ограничение спроса, что в свою очередь тормозит и рост производственных издержек. **В результате общий эффект от повышения процентных ставок в экономике всегда строго дезинфляционный.**

ПРОЦЕНТНАЯ НАГРУЗКА (ПРОЦЕНТНЫЕ РАСХОДЫ / СЕБЕСТОИМОСТЬ ПРОДАЖ), % ПО КОМПАНИЯМ С НЕНУЛЕВЫМИ ПРОЦЕНТНЫМИ РАСХОДАМИ

Рис. 13.1



Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЧИСЛА КОМПАНИЙ И ИХ ВЫРУЧКИ ПО УРОВНЮ ПРОЦЕНТНОЙ НАГРУЗКИ (ПО КОМПАНИЯМ С НЕНУЛЕВЫМИ ПРОЦЕНТНЫМИ РАСХОДАМИ)*

Табл. 13.1

Уровень процентной нагрузки, %	Число компаний, %						Выручка от продаж, %					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
≤0,5	38	41	44	40	37	32	33	35	35	33	35	30
(0,5; 1]	14	14	14	15	15	14	12	14	15	16	11	10
(1; 2]	14	14	13	14	15	15	16	15	14	14	14	14
(2; 3]	7	7	6	7	8	8	7	8	10	7	8	9
(3; 5]	7	7	6	7	8	9	13	10	11	14	9	10
(5; 10]	7	6	6	6	7	9	12	11	10	9	15	15
(10; 20]	4	4	4	4	4	5	4	4	2	4	4	8
(20; 30]	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	2
(30; 50]	2	2	2	2	2	2	1	1	0,5	1	1	1
(50; 100]	2	2	2	2	2	2	0,6	0,6	0,7	1	0,5	0,6
>100	1	1	1	1	1	1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4
Справочно:												
≤2	67	69	72	69	67	61	61	64	64	63	61	55
≤5	81	83	84	83	83	79	81	82	85	83	78	74
Не имеют процентной нагрузки, в % к совокупности компаний: генеральной и после технической фильтрации (ТФ)												
Генеральная	33	35	37	38	38	37	32	32	31	26	26	25
После ТФ	87	86	86	86	85	84	32	33	32	26	27	26

** Под процентной нагрузкой понимается отношение процентных расходов к себестоимости продаж.*
Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ВЫБОРКИ ПО ГОДАМ

Табл. 13.2

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Изменение 2024/2023, %
Число компаний							
Всего*	1 149 390	1 213 281	1 287 399	1 334 251	1 370 536	1 418 387	+3,5
без процентной нагрузки	994 377	1 049 046	1 111 864	1 142 334	1 161 104	1 190 903	+2,6
с процентной нагрузкой	155 013	164 235	175 535	191 917	209 432	227 484	+8,6
без выбросов	150 361	159 307	170 267	186 159	203 148	220 658	+8,6
доля выборки, %	13	13	13	14	15	16	**+0,7 п.п.**
Выручка от продаж, млрд руб.							
Всего*	212 435	211 342	255 036	269 759	315 644	349 498	+10,7
без процентной нагрузки	68 194	68 732	81 111	71 066	84 569	90 403	+6,9
с процентной нагрузкой	144 241	142 610	173 925	198 693	231 075	259 096	+12,1
без выбросов	138 904	137 515	167 463	192 670	223 182	249 206	+11,7
доля выборки, %	65	65	66	71	71	71	**+0,3 п.п.**
Себестоимость продаж, млрд руб.							
Всего*	171 294	171 808	203 073	228 052	253 803	285 389	+12,4
без процентной нагрузки	57 579	57 925	68 713	74 165	71 419	77 024	+7,8
с процентной нагрузкой	113 714	113 883	134 360	153 887	182 383	208 364	+14,2
без выбросов	109 425	110 008	129 093	149 046	176 001	200 185	+13,7
доля выборки, %	64	64	64	65	69	70	**+1,1 п.п.**
Процентные расходы, млрд руб.							
Всего*	3 830	3 590	3 406	4 783	6 052	9 033	+49,3
без процентной нагрузки	–	–	–	–	–	–	–
с процентной нагрузкой	3 830	3 590	3 406	4 783	6 052	9 033	+49,3
без выбросов	3 585	3 326	3 197	4 282	5 544	8 077	+45,7
доля выборки, %	94	93	94	90	92	89	**-2,6 п.п.**

** После технической фильтрации выборки, подробнее о критериях см. Могилат А. и др., 2024 год.*
Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

ПРОЦЕНТНАЯ НАГРУЗКА (ПРОЦЕНТНЫЕ РАСХОДЫ / СЕБЕСТОИМОСТЬ ПРОДАЖ), ПО ОТРАСЛЯМ И РАЗМЕРУ КОМПАНИЙ, % ПО КОМПАНИЯМ С НЕНУЛЕВЫМИ ПРОЦЕНТНЫМИ РАСХОДАМИ

Табл. 13.3

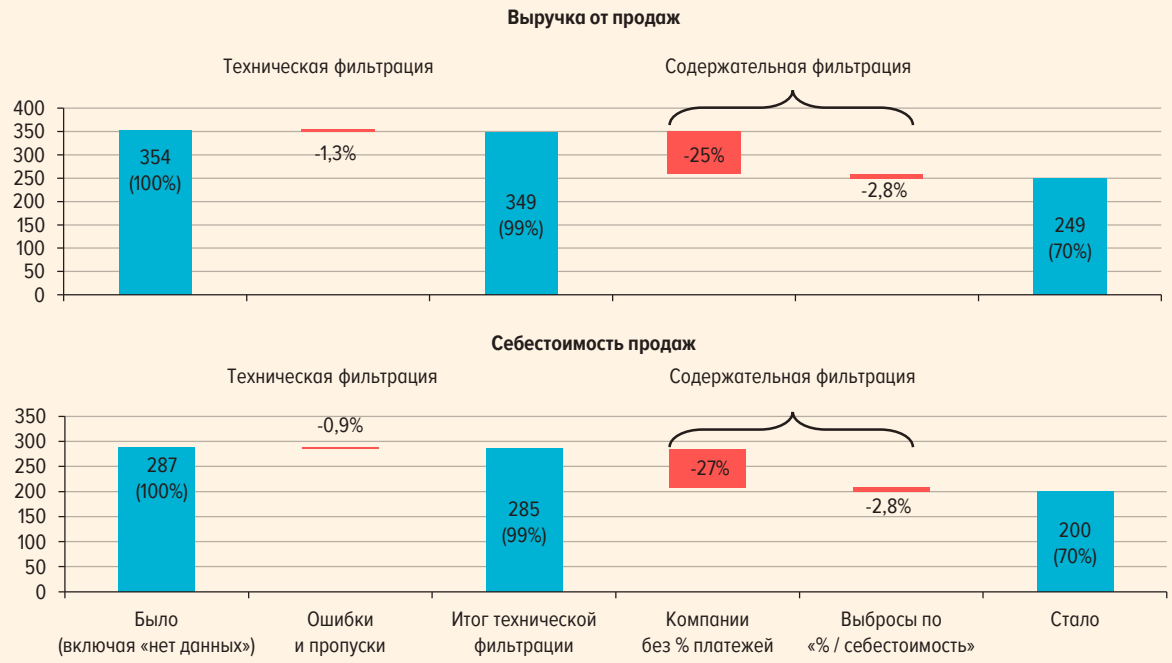
	Доля отрасли в себестоимости		Среднее			Медиана		
Год	2023	2024	2023	2024	Изменение, п.п.	2023	2024	Изменение, п.п.
Всего	**100**	**100**	**3,1**	**4,0**	**0,9**	**0,9**	**1,2**	**0,3**
По отраслям								
Торговля	40,5	41,9	1,8	2,8	1,0	0,7	0,9	0,2
Обработка	16,0	16,6	3,4	4,7	1,3	0,9	1,2	0,3
Пищевые продукты, напитки	3,6	4,1	1,8	2,9	1,1	1,0	1,4	0,4
Металлургия	2,4	2,5	4,7	7,1	2,4	0,8	1,2	0,4
Машиностроение	1,4	1,6	2,4	3,0	0,6	0,8	1,1	0,3
Металлоизделия[1]	1,2	1,4	1,7	2,3	0,6	0,7	1,0	0,3
Транспортные средства	1,4	1,3	3,8	6,0	2,2	1,0	1,3	0,3
Нефтепродукты и кокс	1,5	1,2	5,8	9,7	3,9	1,8	2,8	1,0
Химия	1,1	1,1	5,7	6,8	1,1	1,0	1,5	0,5
Потребительские товары и другое[2]	0,9	0,9	2,4	3,5	1,1	1,0	1,3	0,3
Деревообработка, бумага	0,7	0,8	5,4	6,8	1,4	1,2	1,4	0,2
Стройматериалы[3]	0,8	0,8	3,1	3,7	0,6	0,9	1,2	0,3
Резина, пластмасса	0,6	0,6	1,7	2,7	1,0	0,9	1,2	0,3
Ремонт, монтаж	0,4	0,3	1,2	2,1	0,9	0,7	0,9	0,2

	Доля отрасли в себестоимости		Среднее			Медиана		
Год	**2023**	**2024**	**2023**	**2024**	**Изменение, п.п.**	**2023**	**2024**	**Изменение, п.п.**
Добыча	10,2	9,3	5,2	5,7	0,5	1,4	1,7	0,3
Строительный сектор[4]	7,4	7,8	3,5	4,5	1,0	1,3	1,5	0,2
Логистика	8,3	7,2	4,2	5,1	0,9	0,8	1,1	0,3
Электроэнергетика	4,4	4,0	3,7	4,8	1,1	0,7	0,9	0,2
Информация и связь	2,5	2,7	5,8	7,0	1,2	1,0	1,2	0,2
Сельское хозяйство[5]	2,2	2,3	5,2	7,0	1,8	1,9	2,3	0,4
Водоснабжение	0,8	0,8	1,8	2,5	0,7	0,7	1,0	0,3
Гостиницы и общепит	0,7	0,7	4,2	4,8	0,6	0,9	1,3	0,4
Прочие услуги, в том числе:	6,9	6,6	4,1	3,7	-0,4	1,1	1,4	0,3
Наука и техника	5,0	4,6	4,7	3,9	-0,8	1,2	1,5	0,3
Администрирование	0,7	0,8	4,2	5,4	1,2	0,9	1,1	0,2
Культура и спорт	0,7	0,8	0,9	1,1	0,2	1,1	1,7	0,6
Здравоохранение	0,3	0,3	3,0	3,4	0,4	1,0	1,4	0,4
Прочие услуги	0,1	0,1	1,7	2,7	1,0	0,9	1,5	0,6
Образование	0,0	0,0	2,8	3,0	0,2	1,0	1,3	0,3
Госуправление	0,0	0,0	0,9	0,9	0,0	0,8	0,7	-0,1
По размеру компаний								
Крупные	81,3	81,1	3,2	4,2	1,0	0,8	1,2	0,4
Средние	8,1	8,4	2,5	3,2	0,7	0,7	1,0	0,3
Малые	8,4	8,4	2,7	3,3	0,6	0,6	0,9	0,3
Микро	2,2	2,1	4,0	4,8	0,8	1,2	1,5	0,3

[1] *Прочие готовые изделия, кроме машин и оборудования.*
[2] *Фармацевтика, одежда, текстиль, мебель, прочие готовые изделия, кожа и изделия из нее, табак, полиграфия.*
[3] *Прочая неметаллическая минеральная продукция.*
[4] *Строительство и операции с недвижимостью.*
[5] *Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство.*
Примечание. Отрасли ранжированы по доле в себестоимости продаж экономики в целом в 2024 году.
Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

ФИЛЬТРАЦИЯ ДАННЫХ ЗА 2024 ГОД
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 13.2



Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России

Для всестороннего анализа динамики цен Банк России в дополнение к годовой инфляции также использует разнообразные показатели текущего инфляционного давления и устойчивой инфляции

Банк России проводит денежно-кредитную политику для поддержания ценовой стабильности в экономике. Ключевой индикатор инфляции для Банка России – годовой индекс потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемый Росстатом. Этот показатель наиболее точно определяет изменения цен. Для поддержания высокой точности показателя Росстат ежегодно рассчитывает актуальную структуру расходов населения на покупку товаров и услуг и на основе этой структуры пересматривает состав и веса компонентов, входящих в расчет индекса. В 2025 году ИПЦ рассчитывается на основе цен 556 товаров. Именно для этого показателя определена основная цель денежно-кредитной политики – инфляция вблизи 4%.

При проведении денежно-кредитной политики Банк России использует широкий набор показателей инфляции, которые условно можно разделить на показатели устойчивой инфляции, отражающие среднесрочные тенденции в динамике цен, а также показатели текущего инфляционного давления, которые учитывают краткосрочные, разовые колебания цен.

Показатели текущего ценового давления

Текущая инфляция, учитывающая краткосрочные колебания цен, влияет на поведение домохозяйств и бизнеса здесь и сейчас: потребители видят рост цен на продукты и топливо, а не медианные значения инфляции. Это формирует инфляционные ожидания[1], которые могут оказаться самореализующимися. В связи с этим, а также для лучшего понимания того, насколько вероятно изменение направления ценового импульса, Банк России анализирует показатели текущего ценового давления.

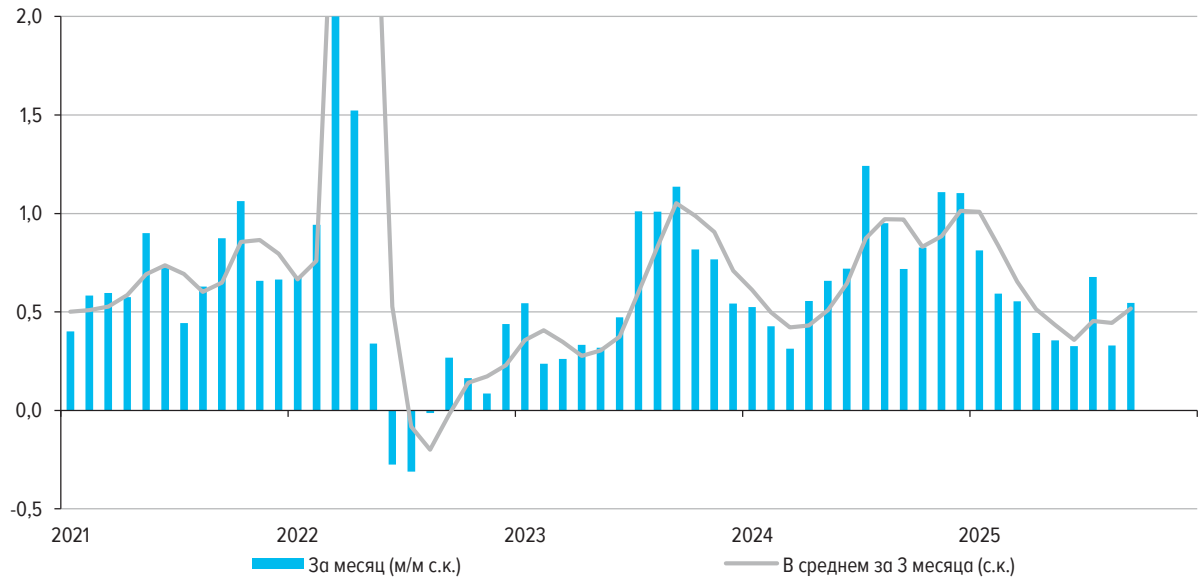
Для оценки текущей динамики цен Банк России следит за месячными приростами цен. Такие показатели ИПЦ имеют ярко выраженную сезонность, из-за чего для корректного сопоставления соседних точек проводится очистка данных от сезонного фактора. Под сезонным фактором понимаются повторяющиеся из года в год эпизоды замедления и ускорения цен. Примером товаров, подверженных сезонным колебаниям цен, является плодоовощная продукция, цены на которую достигают пика в зимние и весенние месяцы, а в период уборки урожая цены из года в год снижаются. Процедура сезонной корректировки выравнивает динамику цен, очищая ее от сезонной составляющей, а на полученных данных Банк России может проводить анализ для выявления и анализа нерегулярных шоков. Чтобы нивелировать разовые, быстро затухающие выбросы, используется показатель среднего прироста цен за 3 месяца, также с исключенной сезонностью. Такая подготовка данных позволяет анализировать возрастание или снижение ценового давления, исключая незначительные шумы.

В первом полугодии 2025 года отмечалось устойчивое замедление динамики показателей месячного прироста цен и среднего прироста цен за 3 месяца. Колебания показателя месячного прироста цен в июле – сентябре 2025 года в значительной мере определялись разовыми

[1] Подробнее об инфляционных ожиданиях см. приложение 5 «Инфляционные ожидания экономических агентов».

ПОКАЗАТЕЛИ ТЕКУЩЕЙ ИНФЛЯЦИИ
(%)

Рис. П-13



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

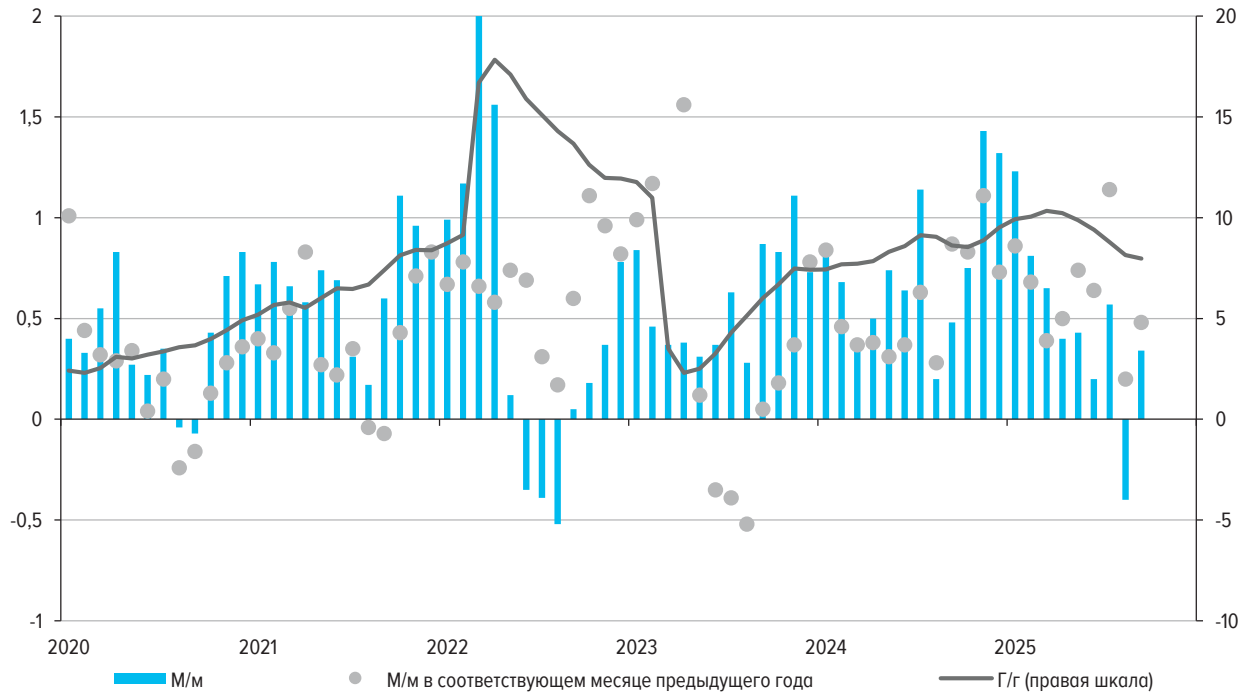
факторами (индексация коммунальных тарифов, повышение стоимости образовательных услуг сильнее, чем обычно) и волатильными компонентами (овощи и фрукты, нефтепродукты, услуги туризма и транспорта).

Зачастую на динамику совокупного ИПЦ влияет изменение цен небольшой группы товаров или услуг. Один из инструментов выявления и анализа аномальной динамики цен – оценка степени разброса ценовых приростов вокруг среднего значения. Как правило, разброс формируется широким размахом колебаний цен сравнительно небольшого количества товаров и услуг. Динамика цен этих товаров и услуг существенно отличается от средних значений и может значительно усиливать волатильность инфляции. Для анализа того, как соотносится ценовая динамика отдельных товаров и услуг с общей ценовой тенденцией, используются индексы относительных цен, которые рассчитываются как соотношения между индексами цен отдельных групп товаров и услуг. Применяются также ежемесячные распределения приростов цен. Эти инструменты позволяют оценить, насколько экстремальна ценовая динамика тех или иных товарных групп.

О соотношении годовых и месячных приростов цен

Показатель годовой инфляции г/г складывается из месячных приростов цен м/м за последние 12 месяцев. Например, инфляция в апреле г/г складывается из 12 месячных приростов цен м/м с мая предыдущего года по апрель текущего. Показатель годовой инфляции между двумя соседними месяцами обычно меняется не очень сильно: для соседних месяцев 11 из 12 приростов цен м/м одинаковы. В отдельный месяц годовая инфляция изменяется лишь на разницу в месячных приростах цен в этом месяце и соответствующем месяце предыдущего года (влияние соответствующего месяца на годовую инфляцию часто называют эффектом базы). Например, в апреле 2025 года годовая инфляция снизилась на 0,1 п.п., до 10,2%, что соответствует разнице приростов цен м/м в апреле этого (0,4%) и прошлого (0,5%) годов.

СООТНОШЕНИЕ МЕСЯЧНЫХ И ГОДОВЫХ ТЕМПОВ ИНФЛЯЦИИ *Рис. П-14*
(%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таким образом, динамика показателя годовой инфляции может не совпадать с динамикой приростов м/м. Показатель годовой инфляции будет замедляться, когда приросты цен м/м будут ниже уровня соответствующих месяцев прошлого года.

Показатели устойчивой инфляции

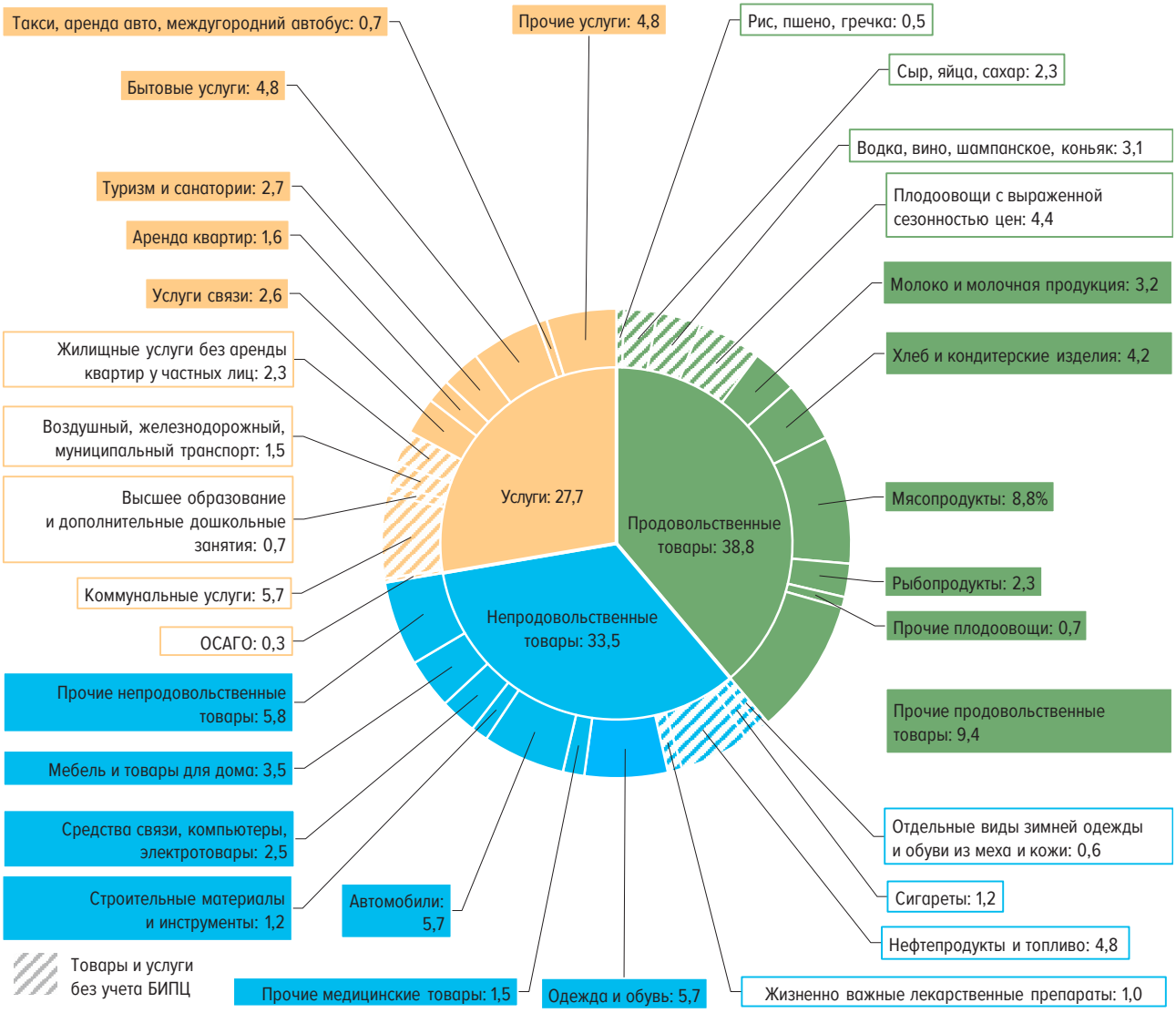
Под устойчивой инфляцией понимают фундаментальные ценовые процессы, которые с наибольшей вероятностью сохранятся в среднесрочной перспективе. Устойчивая инфляция – это важный ориентир для Банка России при проведении денежно-кредитной политики. В условиях, когда текущее инфляционное давление может резко колебаться под влиянием временных факторов, таких как внешние шоки предложения, устойчивые показатели позволяют удержать фокус денежно-кредитной политики на долгосрочной ценовой стабильности.

Основная задача при построении показателей устойчивой инфляции – отфильтровать шум и выделить глубинные инфляционные процессы. Под шумом обычно понимаются временные случайные колебания цен, часто вызванные изменениями относительных цен на отдельные товары или услуги. Траектории цен некоторых товаров сильно отличаются от большинства других. Это приводит к выбросам в распределении изменений цен. Такие колебания обусловлены краткосрочными факторами, которые быстро угасают. Их учет в анализе среднесрочной динамики цен ухудшает точность прогноза. Наиболее простой способ отсечения краткосрочных колебаний – исключить из расчета самые изменчивые компоненты, такие как цены на плодоовощную продукцию, алкоголь или регулируемые услуги. Набор таких компонентов может быть фиксированным (каждый месяц исключаются одни и те же товары и услуги) или меняющимся, плавающим (состав корзины меняется каждый месяц исходя из заданного критерия – например, исключается 20% компонентов с наиболее волатильными ценами).

Статистические субиндексы с исключением наиболее изменчивых компонентов

Один из самых известных показателей, при расчете которого исключаются наиболее волатильные компоненты, – базовая инфляция. Она рассчитывается как ИПЦ без учета цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также разовый и сезонный характер (отдельные виды плодоовощной продукции, пассажирский транспорт, связь, ЖКУ, моторное топливо и другие услуги).

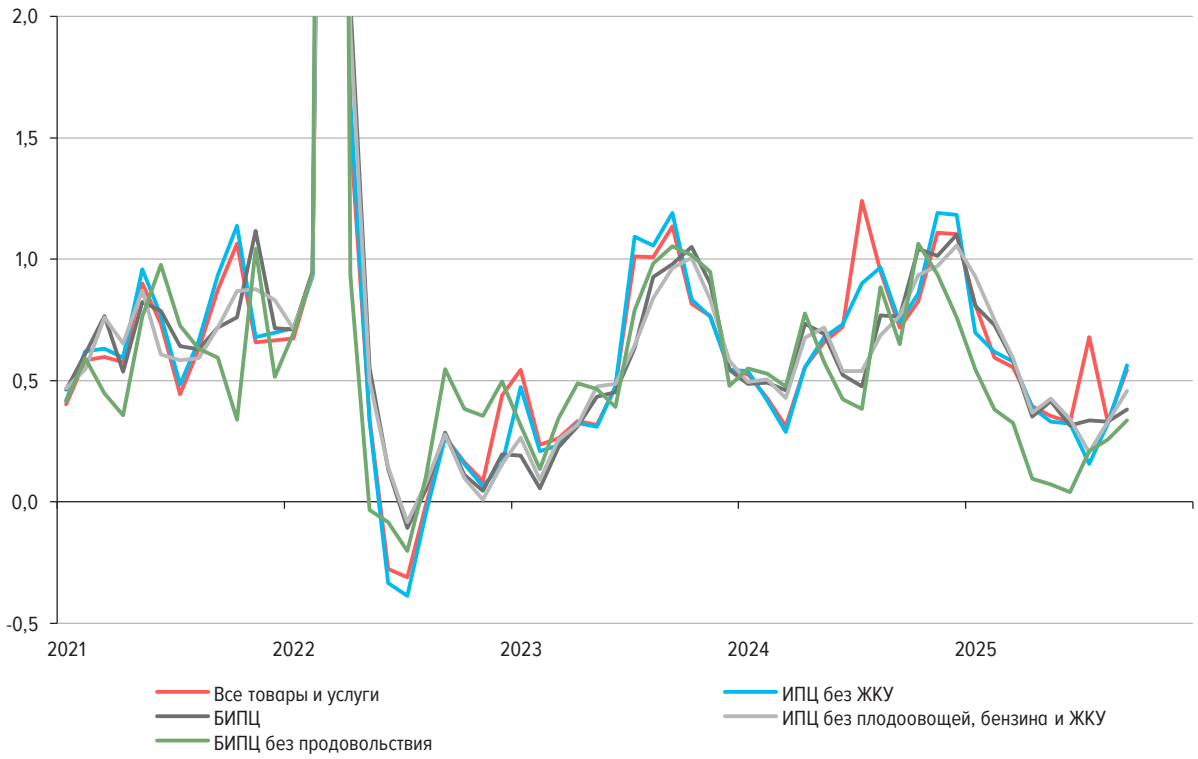
ВЕС ОТДЕЛЬНЫХ ТОВАРОВ И УСЛУГ В СОВОКУПНОЙ КОРЗИНЕ ПРИ РАСЧЕТЕ ИПЦ В 2025 ГОДУ *Рис. П-15*
(%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Базовая инфляция – это простой и легко интерпретируемый показатель, который имеет свои ограничения. Исключение фиксированных категорий носит условный характер: в разное время волатильность могут демонстрировать и другие категории. В связи с этим используются и иные группировки исключаемых компонентов, что позволяет лучше адаптировать показатели к текущей структуре ценовой волатильности.

СТАТИСТИЧЕСКИЕ СУБИНДЕКСЫ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ НАИБОЛЕЕ ИЗМЕНЧИВЫХ КОМПОНЕНТОВ *Рис. П-16*
(ПРИРОСТ В % М/М, С.К.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

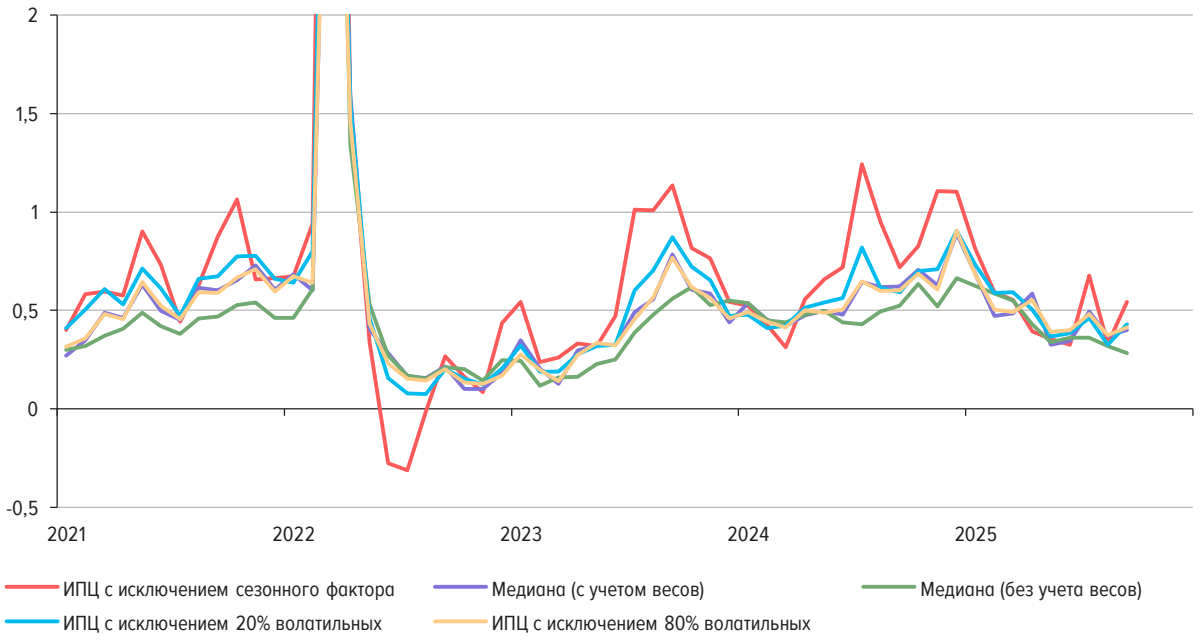
Причины ценовой волатильности отдельных товаров – это, в частности, сезонность, чувствительность к внешней среде и погодным условиям, ситуация на внешних рынках, регулирование тарифов, не связанное с соотношением спроса и предложения в экономике.

Примерами показателей с исключением фиксированного набора наиболее изменчивых компонентов, помимо базовой инфляции, являются ИПЦ с исключением жилищно-коммунальных услуг, прирост цен на непродовольственные товары без нефтепродуктов, прирост стоимости услуг без жилищно-коммунальных.

Статистические показатели инфляции, рассчитанные с исключением наиболее изменчивых компонентов, позволяют наглядно показать влияние исключаемых компонентов на совокупный показатель инфляции. Например, **в июле 2025 года отмечалось ускорение роста цен, связанное прежде всего с индексацией тарифов на коммунальные услуги**. Также исключение отдельных товаров и услуг может позволить разглядеть новые ценовые тенденции, охватывающие широкий круг товарных позиций, но не заметные в совокупной динамике. **Начиная с IV квартала 2024 года показатель базовой инфляции с исключением всех продовольственных товаров начал устойчиво снижаться, указывая на постепенное уменьшение ценового давления в экономике**.

Помимо показателей, исключающих фиксированный набор товаров и услуг, для фильтрации текущей ценовой волатильности используются показатели с исключением плавающего набора компонентов. Например, усреднение инфляции с исключением наиболее волатильных компонентов (в частности, 20% товаров и услуг с наибольшей изменчивостью цен), медианная инфляция – изменение цены «срединного» товара (такая инфляция практически не подвержена выбросам), медианная инфляция с учетом весов компонентов в потребительской корзине.

МЕСЯЧНЫЙ ПРИРОСТ СУБИНДЕКСОВ ИНФЛЯЦИИ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ПЛАВАЮЩЕГО НАБОРА КОМПОНЕНТОВ *Рис. П-17*
(%, С.К.)



* *Медиана – такое значение выборки, которое делит ее на две равные части: с более высоким и более низким темпами прироста цен. Рассчитана по распределению приростов цен с учетом весов, сезонная корректировка по методике Банка России.*
** *Медиана рассчитана без учета весов, по полной корзине (556 товаров и услуг в 2025 году) с автоматической сезонной корректировкой.*
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Такие показатели, как медианная инфляция или инфляция с исключением 20% наиболее волатильных товаров и услуг, позволяют идентифицировать эпизоды, когда инфляция ускоряется или замедляется за счет сравнительно небольшого набора товаров и услуг и при этом ускорение не распространяется на «широкую корзину». Так, **в сентябре – ноябре 2024 года наблюдалось ускорение совокупного показателя инфляции, не находившее подтверждения в показателях устойчивой инфляции, рассчитанных с исключением плавающего набора волатильных компонентов**. Это повышение было вызвано ростом цен на плодоовощную продукцию и имело временный характер. **В январе – сентябре 2025 года динамика показателей с исключением плавающего набора волатильных компонентов была в среднем близка к инфляции.**

Банк России анализирует большое количество показателей устойчивой инфляции, получаемых методом статистического исключения волатильных компонентов. При принятии решений проводятся анализ динамики отдельных показателей с учетом их индивидуальных свойств и агрегация показателей для оценки центральной тенденции.

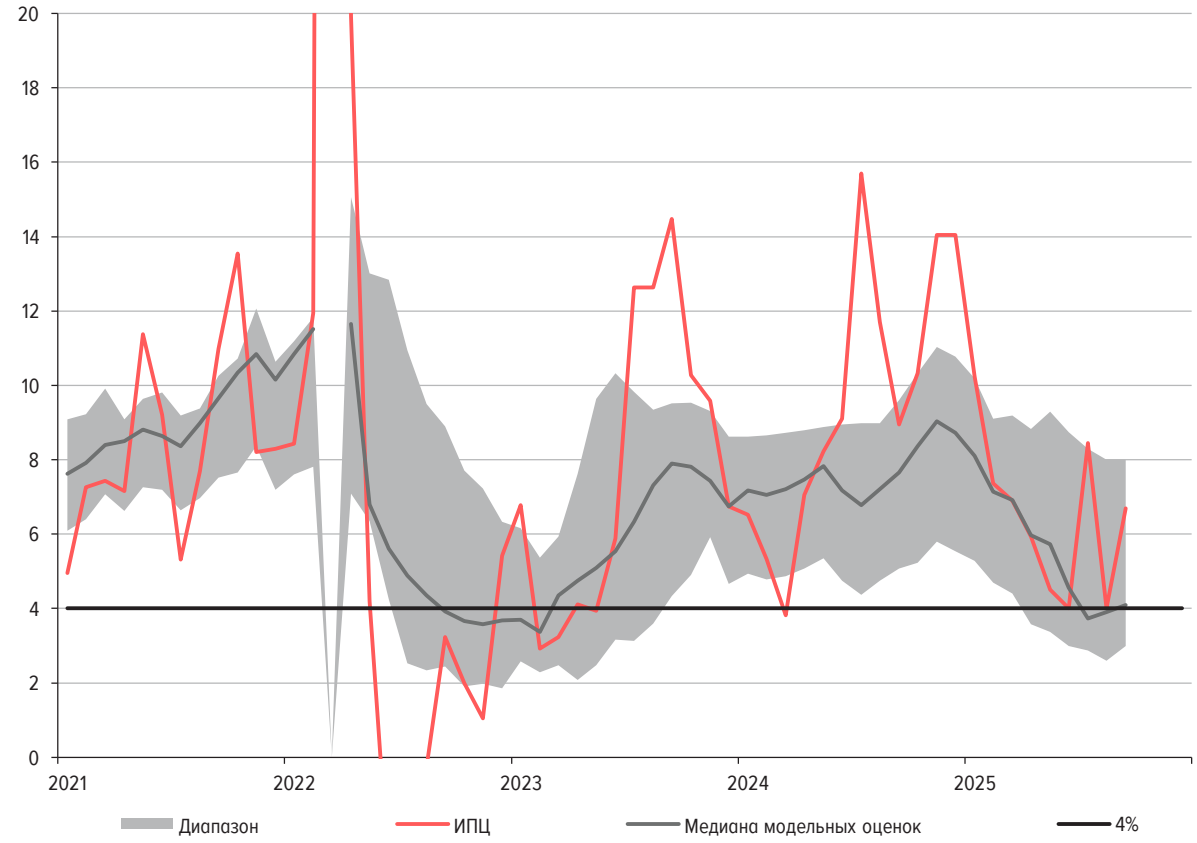
Модельные показатели устойчивой инфляции: экономическая интерпретируемость и структурный анализ

Модельные подходы к расчету устойчивой инфляции позволяют учитывать экономические взаимосвязи, а также исторические паттерны в динамике цен. Преимущество модельного подхода в глубокой экономической интерпретируемости: устойчивая инфляция связана с фундаментальными факторами – разрывом выпуска, инфляционными ожиданиями, обменным курсом, издержками. Это делает модельные показатели особенно ценными, предоставляя понимание источников инфляции.

При построении эконометрических моделей под устойчивой инфляцией понимают рост цен в условиях отсутствия значимых шоков – равновесия в экономике. В Банке России равновесный уровень инфляции определяется при помощи моделей, направленных на оценку трендовой инфляции (например, динамические факторные модели), моделей ненаблюдаемых компонентов с поправкой на шоки спроса и предложения (например, моделей пространства состояний на основе базовой инфляции), а также других.

МОДЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ
(АННУАЛИЗИРОВАННЫЙ ПРИРОСТ В % М/М, С.К.)

Рис. П-18



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В январе – августе 2025 года модельные оценки устойчивой инфляции в целом постепенно снижались. В сентябре 2025 года они несколько возросли.

Использование разнообразных показателей устойчивой инфляции позволяет Банку России проводить всесторонний анализ инфляции. Так, статистические показатели устойчивой инфляции, которые помогают анализировать каждую конкретную точку данных, в целом указывают, что текущее ценовое давление снижается. В то же время модельные показатели, ориентированные на определение равновесного уровня инфляции, указывают на сохранение рисков ускорения инфляции.

Банк России анализирует большое количество показателей устойчивой инфляции. При принятии решений проводится и анализ динамики отдельных показателей с учетом их индивидуальных свойств, и агрегация показателей для оценки центральной тенденции. Одним из способов иллюстрации общей тенденции показателей является их медиана. Чаще всего оцениваются отдельно медианы статистических и модельных показателей.

Приложение 3. Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки

В 2024 году инфляция отклонилась вверх от цели в основном из-за более значительного, чем ожидалось, роста издержек производителей, а также превышения спроса над производственными возможностями российской экономики

Традиционный количественный анализ причин отклонения инфляции от целевого уровня 4% позволяет более детально и структурно взглянуть на динамику инфляции в российской экономике в 2024 году. Динамика совокупного спроса и предложения продолжает вносить существенный вклад в объяснение природы инфляции в России. В связи с чем в ОНЕГДКП 2026–2028 так же, как и в ОНЕГДКП 2025–2027, текущий анализ дополняется оценкой декомпозиции ВВП на шоки. При этом стоит различать декомпозицию показателей на шоки и на факторы. Основное отличие интерпретации в следующем: декомпозиция на шоки показывает, как внешние (экзогенные), необъясняемые моделью шоки влияли на динамику макропоказателя, а декомпозиция на факторы – из каких внутренних (эндогенных) по отношению к модели факторов складывается динамика определенного макропоказателя. Кроме того, любая декомпозиция отражает среднюю динамику показателя в целом за год, на которую влияет изменение факторов из предыдущих периодов (с учетом лаговой структуры модели), что может сильно отражаться на интерпретации шоков в течение года. Также все декомпозиции строятся на определенных винтажных данных, которые пересматриваются Росстатом ретроспективно, что усложняет сравнительный анализ декомпозиций из разных временных периодов.

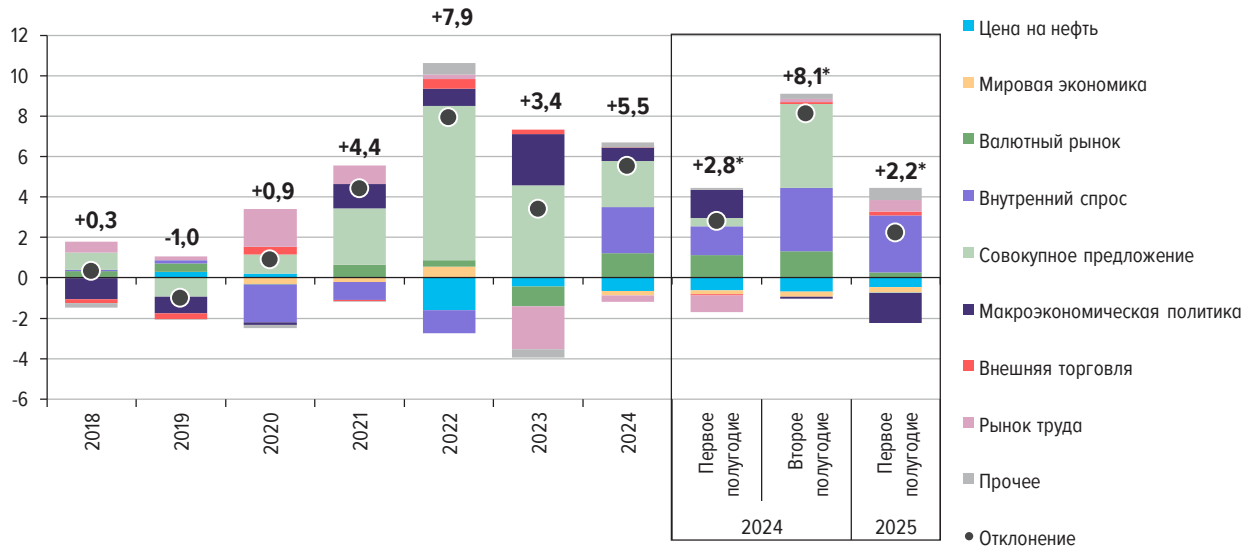
Для всех декомпозиций использовалась «Квартальная прогнозная модель России с рынком труда».

Декомпозиция отклонения инфляции от целевого уровня на шоки

В **2024 году** отклонение инфляции от целевого уровня составило 5,5 процентного пункта. Основной вклад в превышение цели внесли шоки со стороны внутреннего спроса и предложения.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ОТКЛОНЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ ОТ ЦЕЛЕВОГО УРОВНЯ 4% НА ШОКИ
(П.П. В СРЕДНЕМ ЗА ПЕРИОД)

Рис. П-19



** Отклонение от цели аннуализированной инфляции на конец полугодия к концу предыдущего полугодия.*
Источник: расчеты Банка России.

Внутренний спрос. Шоки внутреннего спроса (+2,3 п.п.) обусловлены высоким уровнем потребительской активности и увеличением инвестиционных расходов. Российская экономика оказалась более устойчивой и росла быстрее, чем это предполагалось модельными расчетами. Их вклад в отклонение инфляции от цели значительно расширился во второй половине 2024 года, и своевременное ужесточение ДКП Банком России позволило снизить инфляцию в первой половине 2025 года.

Совокупное предложение. Основное проинфляционное воздействие продолжили оказывать **шоки совокупного предложения** (+2,3 п.п.). Это связано с более весомым вкладом роста издержек производителей, чем это предполагалось моделью, особенно во втором полугодии 2024 года. Сюда также относятся индексация регулируемых услуг и повышение утилизационного сбора. Помимо этого, усиление санкций в части экспортных ограничений недружественными странами привело к необходимости поиска альтернативных путей импорта зарубежных товаров и услуг, что также является положительным вкладом в инфляцию со стороны предложения.

Валютный рынок. Шоки валютного рынка оказывали существенное проинфляционное давление (+1,2 п.п.). В 2024 году номинальный курс рубля продолжил ослабление, однако реальный курс с учетом инфляции в целом сохранился на уровне 2023 года. Кроме того, с учетом лаговой структуры модели и распределенного во времени эффекта переноса положительный вклад вносило и ослабление курса рубля, произошедшее в 2023 году.

Мировая экономика. Вклад **шоков мировой экономики** в отечественную инфляцию по итогам 2024 года оказался относительно небольшим (-0,2 п.п.). Несмотря на смягчение денежно-кредитных условий в зарубежных странах, денежно-кредитная политика в большинстве зарубежных стран оставалась жесткой. Из-за замедления мирового спроса на нефть цена на нее уменьшилась больше, чем это предполагалось в предпосылках модели. Как следствие, вклад **шоков цен на нефть** в инфляцию оказался отрицательным (-0,6 п.п.).

Рынок труда. Предложение труда[1] (-0,3 п.п.) также внесло отрицательный вклад в темп роста цен. Происходило дальнейшее увеличение численности занятых за счет выхода на рынок труда ранее неактивных на нем граждан России. Во второй половине года напряженность на рынке труда начала снижаться, произошло сокращение количества вакансий, стал уменьшаться спрос на труд. В условиях структурной перестройки экономики модель предполагала более существенное вовлечение рабочей силы по сравнению с фактически наблюдавшимся в 2024 году. В результате, несмотря на рост издержек предприятий на поиск и привлечение сотрудников, а также на оплату труда, потенциальный проинфляционный эффект был компенсирован ростом производительности труда.

Макроэкономическая политика. Проинфляционное влияние оказали **шоки макроэкономической политики** (+0,7 п.п.). Основную роль сыграло продолжающееся расширение расходов бюджета, которое поддерживало высокий уровень спроса в экономике, а уровня ключевой ставки в первой половине 2024 года оказалось недостаточно для замедления высокой инфляции. В результате этого Банк России перешел к ужесточению ДКП во второй половине 2024 года, что отразилось на замедлении роста цен уже в первом полугодии 2025 года.

[1] Спрос на труд учтен во вкладе внутреннего спроса.

Декомпозиция среднегодовых темпов прироста ВВП на шоки

В **2024 году** российская экономика продолжила адаптацию к санкционным ограничениям и развивалась в условиях структурной трансформации. Физический объем ВВП России вырос на 4,3%.

Внутренний спрос. Максимальный положительный вклад в темпы роста ВВП внесли **шоки внутреннего спроса** (+1,3 п.п.). Внутренний спрос поддерживался активной бюджетной политикой, ростом потребительской и инвестиционной активности. Расширение спроса в условиях ограниченного предложения – один из основных факторов повышенного инфляционного фона в конце 2024 года.

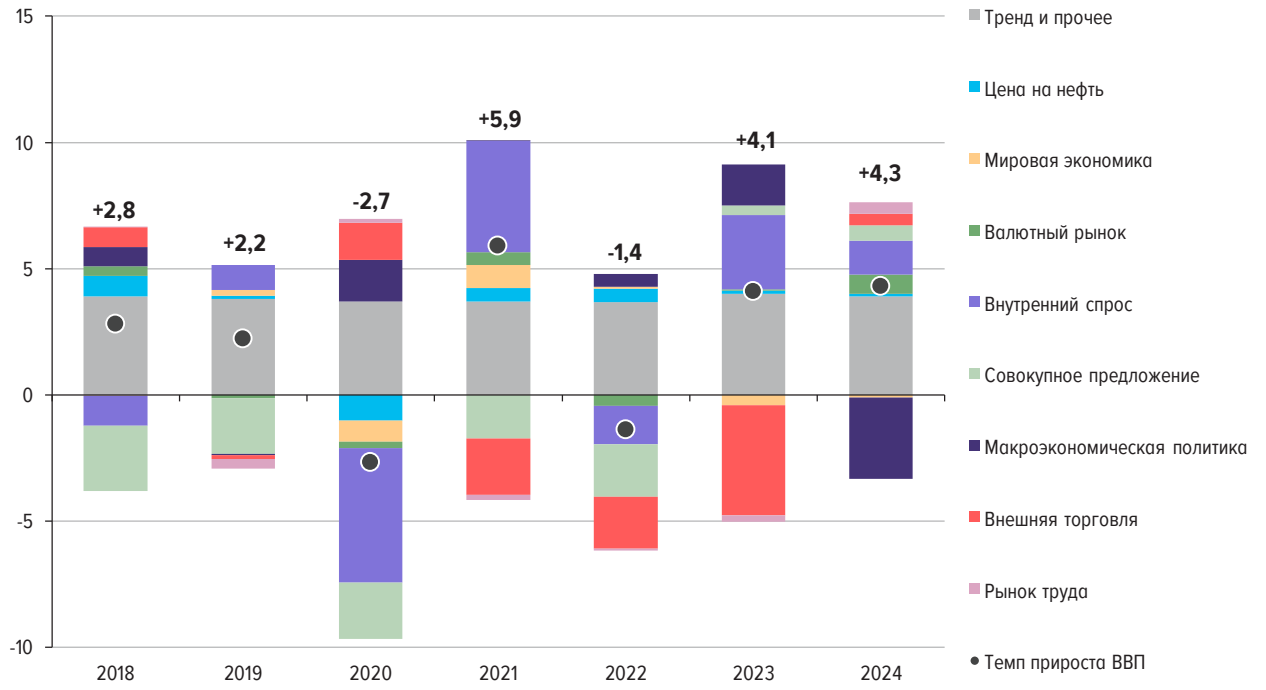
Совокупное предложение. Шоки совокупного предложения (+0,8 п.п.) также внесли положительный вклад в темпы роста отечественного выпуска, что может свидетельствовать о большем росте потенциала экономики. Сценарий с расширением предложения за счет роста инвестиций и совокупной факторной производительности был рассмотрен как в предыдущем выпуске ОНЕГДКП, так и в текущем.

Валютный рынок. В 2024 году происходило ослабление номинального курса рубля, реальный курс с учетом инфляции в целом остался близким к значениям 2023 года. Положительный вклад в прирост выпуска (+0,8 п.п.) в основном связан с лаговым эффектом более быстрого, чем ожидалось, ослабления курса в 2023 году.

Внешняя торговля. Положительно повлияли **шоки внешней торговли** (+0,4 п.п.). Устойчивость российской внешней торговли к вводимым ограничительным мерам и снижению мирового спроса оказалась выше, чем предполагала модель.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП НА ШОКИ
(П.П. В СРЕДНЕМ ЗА ГОД)

Рис. П-20



Источник: расчеты Банка России.

Рынок труда. Предложение труда[2] в 2024 году внесло положительный вклад (+0,5 п.п.) в рост ВВП. На рынке труда наблюдались низкая безработица и высокий спрос на рабочую силу. В условиях структурной перестройки экономики, согласно модели, предполагалось более существенное вовлечение рабочей силы по сравнению с фактически наблюдавшимся в 2024 году.

Макроэкономическая политика. Шоки макроэкономической политики вносили отрицательный вклад (-3,2 п.п.) в рост экономики в прошлом году в связи с существенным повышением ключевой ставки по сравнению с уровнем 2023 года. Это было обусловлено необходимостью нивелировать последствия значительного расширения бюджетных расходов в 2023–2024 годах, а также шоков, которые сдвигали траекторию ВВП вверх от сбалансированного роста, создавая инфляционное давление в экономике.

В целом представление о природе происходящих в экономике процессов поменялось незначительно. Однако возможность детально анализировать не только декомпозицию инфляции на шоки и факторы, но и декомпозицию ВВП способствует более разностороннему и гранулярному анализу и прогнозированию макроэкономических процессов при подготовке решений по денежно-кредитной политике.

[2] Спрос на труд учтен во вкладе внутреннего спроса.

Приложение 4. Разовые факторы инфляции на стороне предложения

Банк России учитывает разовые факторы инфляции при проведении денежно-кредитной политики, так как они могут повлиять на инфляционные ожидания и привести к устойчивому отклонению инфляции от цели при отсутствии реакции со стороны денежно-кредитной политики

Что такое разовые факторы? Инфляция, или изменение общего уровня цен в экономике, – это комплексный процесс, отражающий совместную динамику совокупного спроса и совокупного предложения. Основным фактором устойчивого роста цен являются изменения совокупного спроса, в том числе отражающие влияние на него проводимой денежно-кредитной политики. Долгосрочные изменения совокупного предложения происходят более плавно и определяются структурными факторами, численностью рабочей силы, уровнем квалификации, технологическими изменениями.

Вместе с тем, наряду с этой долгосрочной динамикой, на стороне предложения могут происходить изменения, связанные с действием разовых факторов в отношении отдельных товаров и услуг. Эти факторы могут иметь различную природу (например, колебания урожайности от года к году, нарушения в цепочках поставок, введение внешнеторговых барьеров и ограничений, изменения налогового режима, влияющие на экономику той или иной отрасли) и различную продолжительность действия.

Такие факторы изменения цен часто называют немонетарными факторами инфляции в силу того, что колебания цен, которые происходят вследствие их действия, связаны не с изменениями спроса, а с изменениями на стороне предложения. Непосредственно на сами причины, которые вызывают подобные изменения цен, центральный банк своей денежно-кредитной политикой воздействовать не может. Но это не означает, что центральному банку в своих решениях по денежно-кредитной политике следует игнорировать ту часть изменения цен, которая спровоцирована подобными разовыми факторами. Во-первых, в изменении цен тех товаров, на которые сильно повлияли разовые факторы, свою роль сыграла и устойчивая инфляция. Во-вторых, если действие разового фактора продолжается в течение существенного промежутка времени и (или) если разовые факторы одновременно и сонаправленно действуют на значительную часть потребительской корзины, то их влияние на общий уровень цен может отразиться на инфляционных ожиданиях, а через них иметь вторичные эффекты уже на устойчивую инфляцию.

На практике разделение ценовой динамики на устойчивую составляющую и обусловленную влиянием разовых факторов является нетривиальной задачей, так как и устойчивые, и разовые факторы воздействуют на цены одновременно. Тем не менее в своем анализе экономической ситуации, оценке устойчивой инфляции центральный банк стремится оценить роль разовых факторов в общей ценовой динамике, а также характер и длительность их действия.

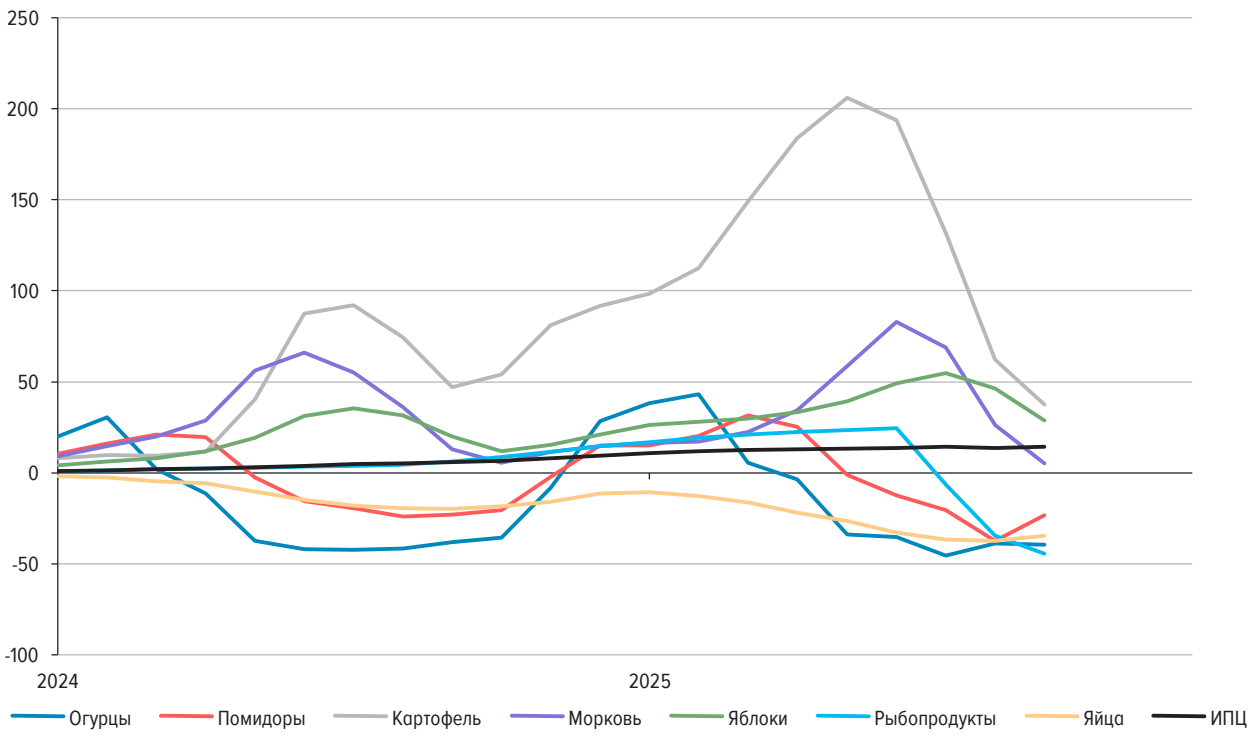
Роль разовых факторов возросла в 2020–2021 годах вследствие значительных нарушений в производственных и логистических цепочках в период пандемии. В 2022–2025 годах на инфляцию как в России, так и в мире оказали значительное воздействие шоки, вызванные санкциями и масштабными изменениями внешнеторговых тарифов.

Плодоовощная продукция. Цены на плодоовощную продукцию обладают ярко выраженной сезонностью и высокой волатильностью. Неблагоприятные погодные условия в мае – августе 2024 года привели к снижению урожая плодоовощей и других категорий сельхозпродукции в годовом выражении, что оказало проинфляционное влияние на цены продовольствия. В январе – феврале 2025 года наблюдался резкий рост цен на огурцы и помидоры. Он был связан с холодной зимой в ряде регионов, что временно повысило издержки на обогрев теплиц. Снижение валового сбора картофеля в 2024 году также способствовало росту цен в первой половине 2025 года. Кроме того, дополнительным фактором стало сокращение поставок импортного картофеля. Так, после рекордного для отечественных аграриев урожая 2023 года Египет переориентировал экспортные поставки на европейский рынок. По мере появления нового урожая и исчерпания действия данных разовых факторов будет наблюдаться дезинфляционная динамика.

Рыба и рыбопродукты. Ускорение роста цен на рыбу и рыбопродукты в сентябре 2024 – марте 2025 года было связано с разовыми факторами на стороне предложения. Так, в результате погодных условий и биологического цикла воспроизводства наблюдалось снижение вылова лососевых рыб, что привело к росту цен на рыбу и рыбопродукты.

Сложности с импортными поставками. Усиление проблем с международными расчетами и логистических трудностей из-за риска вторичных санкций оказывает дополнительное проинфляционное влияние на отдельные отрасли. В отличие от 2022 года, когда введение санкций (в марте – апреле) вызвало резкий скачок цен, санкции в 2024–2025 годах приводят к значительно меньшим по масштабу эффектам, однако их действие теперь более растянуто во времени. По мере завершения подстройки импортных цепочек к новым условиям будет наблюдаться дезинфляционный эффект в затронутых санкциями отраслях.

ЦЕНЫ НА ОТДЕЛЬНЫЕ ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ (НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ) *Рис. П-21*
(В % К ДЕКАБРЮ 2023)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

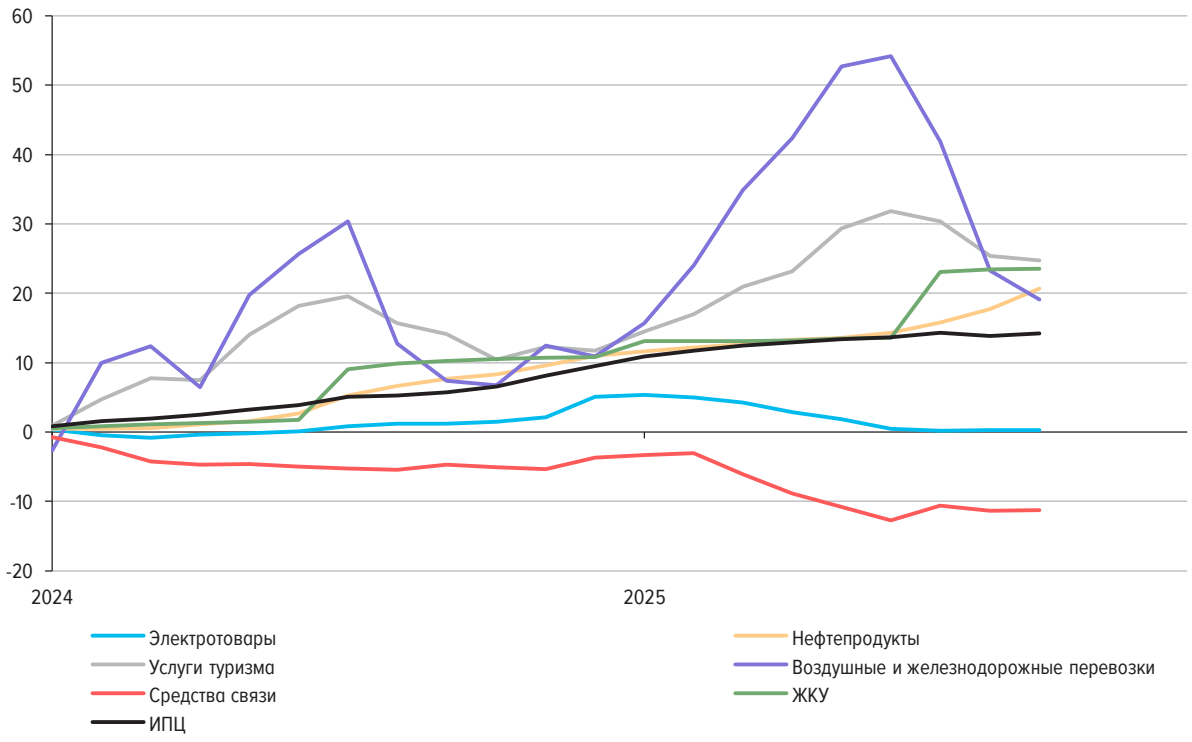
Услуги туризма. Сохраняющиеся ограничения на международные перелеты, сокращение выдачи иностранных виз и сложности с использованием российских платежных инструментов за рубежом привели к сокращению доступности услуг зарубежного туризма. Переориентация на внутренние направления сопровождается высокой загрузкой номерного фонда и дефицитом гостиничной инфраструктуры. Дополнительным разовым фактором стал разлив мазута в Керченском проливе, в результате которого существенно снизился спрос на пляжные туры и возросли цены на размещение в альтернативных локациях (Крым, Дагестан).

В то же время в первой половине 2025 года ускорился рост цен на воздушные и железнодорожные перевозки в связи с нарастающими транспортными ограничениями. Цены на воздушные перевозки растут из-за дефицита авиапарка и сложностей с обслуживанием имеющихся иностранных судов в условиях санкций, цены на железнодорожные перевозки – из-за недостатка подвижного состава и ограниченной пропускной способности железной дороги, особенно на популярных южных направлениях, где к тому же остаются закрытыми многие аэропорты. Таким обзором, сохраняется значительное влияние факторов на стороне предложения туристических услуг.

Регулируемые тарифы. Индексация тарифов естественных монополий, а также изменение тарифов и субсидии на товары и услуги являются важным фактором ценовой динамики со стороны предложения. В обычных условиях индексация тарифов коммунальных услуг осуществляется в одно и то же время и ее влияние на величину целевой инфляции необходимо учитывать в оценках сезонно сглаженного роста цен, но самостоятельным разовым фактором на стороне предложения она в этих условиях не являются. В случае дополнительной индексации в течение года, увеличения ее величины или изменения сезонности ее осуществления индексация тарифов становится разовым фактором на стороне предложения. Так, с апреля

ЦЕНЫ НА ОТДЕЛЬНЫЕ НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ (НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ)
(В % К ДЕКАБРЮ 2023)

Рис. П-22



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

2020 года по июль 2024 года уровень индексации тарифов на коммунальные услуги был в среднем на 1,7% годовых ниже уровня текущей инфляции. Догоняющий рост тарифов с учетом необходимости реализации инвестиционных программ и проектов по модернизации коммунальной инфраструктуры привел к более высокой индексации в 2024–2025 годах и дополнительному вкладу тарифов в инфляцию. Также примером действия разовых факторов может служить увеличение утилизационного сбора с 01.10.2024 и с 01.01.2025. Его повышение стало одним из ключевых факторов роста цен на новые легковые автомобили.

Дезинфляционная динамика отдельных товаров. Влияние разовых факторов на стоимость отдельных товаров и услуг носит временный характер. Сначала наблюдается значительный рост стоимости компонента инфляции, подвергшегося влиянию действия разовых факторов. Однако в дальнейшем приросты цен на такие товары и услуги возвращаются в диапазон вблизи среднего по всему ИПЦ. Например, в 2023 году в России сократилось предложение и резко выросли цены на куриные яйца. Основными причинами стали рост издержек, в том числе из-за удорожания импортных кормов, а также вспышки птичьего гриппа. В ответ на это в 2024–2025 годах государство увеличило поддержку птицеводства, предоставив субсидии и льготные кредиты производителям, временно ввело квоту на беспошлинный импорт куриных яиц. Одновременно сельхозпредприятия нарастили производство, восполнив нехватку продукции. В результате уже к середине 2024 года рынок стабилизировался, а цены начали снижаться.

Аналогичным образом скачок цен на электронику и бытовую технику в 2022 году из-за санкций, курсовой волатильности и проблем с логистикой исчерпал себя по мере восстановления баланса спроса и предложения. В 2024–2025 годах ситуация стабилизировалась за счет роста внутреннего выпуска, а также импорта из азиатских стран. Кроме того, снижение курсовой волатильности и адаптация цепочек поставок снизили издержки. В результате цены на электронику перестали расти, а на некоторые категории товаров даже начали снижаться (компьютеры, смартфоны).

Меры государственного регулирования. Для ограничения влияния разовых факторов на стороне предложения и стабилизации цен на внутреннем рынке Правительство Российской Федерации совместно с исполнительными органами власти реализует комплекс мер таможенного регулирования, а также регулирует ценообразование на социально значимые товары и услуги.

В продовольственном сегменте товаров продолжил свое действие зерновой демпфер. В первой половине 2025 года действовали квоты на экспорт различных видов зерновых, а также временный запрет на экспорт сахара за пределы ЕАЭС. Экспорт растительных масел (подсолнечное, рапсовое, соевое) и бобовых регулировался плавающей пошлиной. Для сдерживания цен на отдельные товары (картофель, морковь, яблоки) обнулялись пошлины на импорт из дружественных стран. В непродовольственном сегменте с января 2025 года действует запрет на экспорт бензина за пределы России для компаний, которые не производят нефтепродукты. Также в августе запрет был расширен на производителей нефтепродуктов.

Дополнительно с марта 2025 года Правительство Российской Федерации приняло постановление о допустимости заключения органами государственной власти субъектов Российской Федерации временных соглашений о стабилизации цен с производителями продовольственных и непродовольственных товаров, а также с предприятиями розничной торговли. Помимо возможности установления предельно допустимых цен отдельных видов социально значимых продовольственных товаров первой необходимости, данная мера стала охватывать торговые наценки розничных сетей.

Принятые меры способствуют снижению краткосрочной волатильности цен и ослаблению их зависимости от разовых факторов предложения. При этом сохраняются риски для ценовой динамики, которые могут давать значительный вклад в инфляцию. В частности, нерыночное регулирование цен снижает стимулы для расширения производства в отрасли, что негативно сказывается на развитии конкуренции. Если объем предложения товара недостаточен для удовлетворения спроса на него, то административное ограничение цен на него не только не исправит ситуацию, но и может ее ухудшить. Главным негативным следствием ограничения рыночного ценообразования становится устойчивый дисбаланс спроса и предложения. Из-за ограничения цен производителям невыгодно продавать свою продукцию, и они могут задерживать товары на складах и сокращать производство, дожидаясь отмены ограничений. В результате возникает дефицит товара, формируется и увеличивается неудовлетворенный спрос на него, что становится стимулом для перепродажи товара по завышенным ценам.

Долгосрочное поддержание ценовой стабильности обеспечивается денежно-кредитной политикой Банка России с учетом всех факторов, в том числе и разовых факторов на стороне предложения.

Приложение 5. Инфляционные ожидания экономических агентов

Инфляционные ожидания пока остаются высокими и незаякоренными, что требует поддержания более высокой ключевой ставки. Чтобы это изменить, необходимо долго удерживать инфляцию вблизи 4%

Под инфляционными ожиданиями понимают ожидания экономических агентов (например, населения, предприятий, банков) относительно изменения цен в будущем. Анализ инфляционных ожиданий экономических агентов играет значительную роль при проведении Банком России денежно-кредитной политики. От инфляционных ожиданий участников экономики зависит, насколько эффективно денежно-кредитная политика будет контролировать инфляцию. Ведь предприятия, кредитные организации и домохозяйства принимают решения о потреблении, сбережении и инвестициях, устанавливают цены товаров и ставки по кредитам и депозитам, в том числе исходя из своих ожиданий относительно будущей инфляции.

В свою очередь результаты денежно-кредитной политики Банка России влияют на инфляционные ожидания. Достижение цели по инфляции и ее сохранение на устойчиво низком уровне способствуют заякориванию инфляционных ожиданий. В условиях, когда инфляционные ожидания стабильны и привязаны к цели по инфляции, потребительское поведение не изменяется в ответ на краткосрочное ускорение роста цен, так как люди уверены в замедлении инфляции и возвращении ее к цели. Они не берут дополнительных кредитов и не спешат тратить сбережения, поскольку их ожидания относительно долгосрочной реальной процентной ставки остаются неизменными.

При незаякоренных инфляционных ожиданиях может наблюдаться иная ситуация. В ответ на ускорение инфляции под влиянием краткосрочных факторов население может начать предъявлять повышенный спрос на товары, ожидая, что скоро они будут стоить дороже. Этот процесс может затронуть как изначально подорожавшие товары, так и другие, в том числе товары первой необходимости. Население может тратить накопления, предполагая, что их покупательная способность снизится. Ожидание более высокой инфляции и, соответственно, более низких процентных ставок в реальном выражении в будущем может подталкивать их к привлечению новых кредитов на текущие покупки. В этих условиях производители могут решиться на существенное повышение цен на более широкий круг товаров и услуг. Инфляционное давление увеличится, а отклонение инфляции от цели станет более устойчивым. В результате может потребоваться применение мер денежно-кредитной политики. При этом для возвращения инфляции к цели будет необходима более существенная реакция денежно-кредитной политики, чем при невысоких и заякоренных инфляционных ожиданиях.

Приведенный выше пример показывает, что при реализации денежно-кредитной политики нужно учитывать уровень не столько номинальных, сколько реальных ставок, в том числе рассчитанных с использованием индикаторов ожидаемой инфляции. В существующей практике для расчета реальных ставок из их номинальных показателей принято вычитать или уже сложившуюся инфляцию, или ее ожидаемый уровень. В качестве ожидаемой инфляции, помимо опросных ожиданий экономических агентов, обычно используют модельный прогноз инфляции, комбинированный показатель из модельного прогноза и фактической инфляции, а также ожидания из индикаторов финансового рынка.

При незаякоренных инфляционных ожиданиях их динамика в значительной степени определяется изменением фактической инфляции. Это дополнительный фактор, обусловливающий важность анализа текущего роста цен для денежно-кредитной политики.

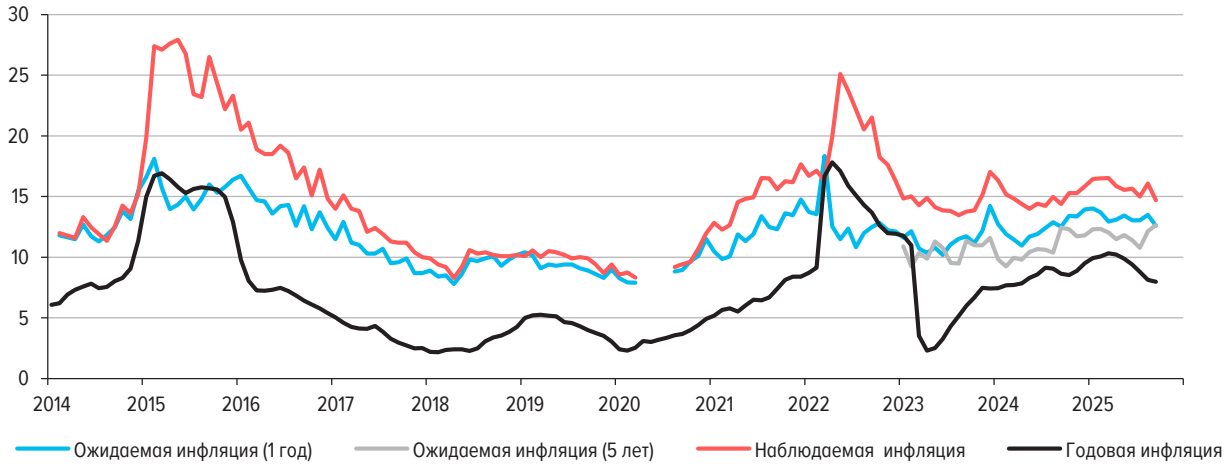
Оценки инфляционных ожиданий и наблюдаемой инфляции на основе опросов населения и в России, и в других странах почти всегда выше фактической инфляции. Это расхождение связано с особенностями восприятия: людям свойственно замечать рост цен и активно реагировать на него, тогда как снижающиеся или стабильные цены обычно привлекают меньше внимания. В результате граждане судят об инфляции в большей мере по наиболее подорожавшим товарам. Кроме того, люди обычно обращают внимание на то, что они покупают часто – например, каждый день. Такими товарами могут быть продукты питания, бензин, непродовольственные товары первой необходимости.

Несмотря на такое систематическое смещение абсолютных значений инфляционных ожиданий, их изменение и относительный уровень по сравнению с историческим диапазоном – очень важные индикаторы, позволяющие судить о возможных изменениях в экономическом поведении домохозяйств. В свою очередь эти изменения определяют будущую устойчивую инфляцию.

В своем анализе Банк России использует весь массив информации об инфляционных ожиданиях разных экономических агентов. Это данные опросов населения (проводятся ООО «инФОМ» по заказу Банка России), мониторинга предприятий (проводится Банком России)[1], прогнозы инфляции профессиональных аналитиков и оценки вмененной инфляции, заложенной в цены ОФЗ-ИН[2].

Инфляционные ожидания населения, по данным опроса ООО «инФОМ», в июле 2024 – сентябре 2025 года оставались повышенными. Они существенно возросли во второй половине 2024 года в условиях ускорения текущих темпов роста цен. К январю 2025 года инфляционные ожидания достигли локального максимума в 14,0%. С февраля они перешли к снижению, однако это снижение не было устойчивым. В марте – сентябре 2025 года инфляционные ожидания колебались в диапазоне 12,6–13,5%. Динамика инфляционных ожиданий определялась преимущественно изменением текущих темпов роста цен: их повышением в III–IV кварталах 2024 года, а затем снижением начиная с I квартала 2025 года. Это подтверждает незаякоренность инфляционных ожиданий[3].

ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ (МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА) *Рис. П-23*
(%)



Источники: ООО «инФОМ», Росстат, расчеты Банка России.

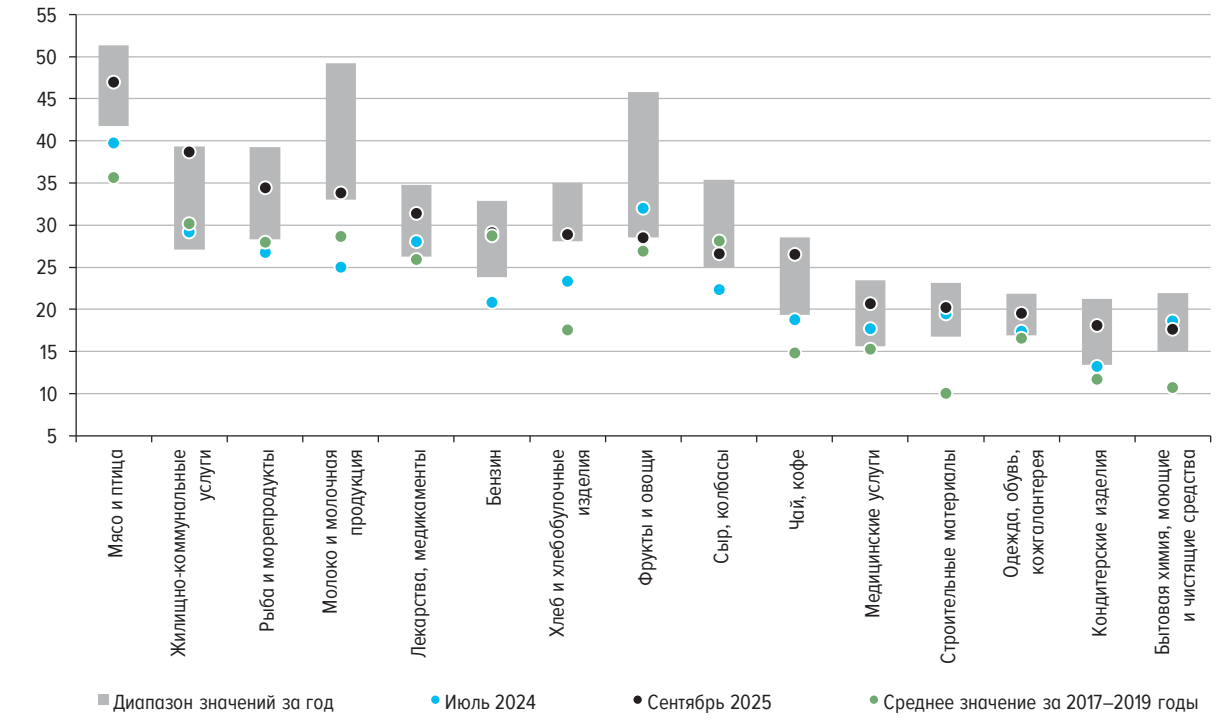
[1] Результаты мониторинга предприятий представлены в ежемесячном информационно-аналитическом комментарии «Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии».

[2] Анализу инфляционных ожиданий разных экономических агентов посвящен ежемесячный информационно-аналитический комментарий «Инфляционные ожидания и потребительские настроения».

[3] Оценка заякоренности инфляционных ожиданий проводилась в аналитической записке Грищенко В., Кадревой О., Поршакова А., Чернядьева Д. Оценка заякоренности инфляционных ожиданий для России. Июль 2022 года.

Наблюдаемая населением инфляция в июле 2024 – сентябре 2025 года менялась в целом сонаправленно с изменением текущих ценовых приростов. После заметного увеличения в июле – декабре 2024 года в I квартале 2025 года она стабилизировалась на высоком уровне – 16,5%. С апреля 2025 года наметился тренд на снижение наблюдаемой инфляции. В сентябре 2025 года она составляла 14,7%. Фактическая динамика цен транслировалась в оценки населением текущей и будущей инфляции во многом через изменение стоимости товаров-маркеров. Во втором полугодии 2024 года выросла обеспокоенность респондентов ростом цен на большинство наиболее часто покупаемых товаров и услуг. К сентябрю 2025 года опрошенные чаще всего сообщали о росте цен на продовольственные товары (мясо, птицу, рыбу, морепродукты, молоко и молочную продукцию), а также на жилищно-коммунальные услуги. При этом обеспокоенность респондентов удорожанием этих товаров оставалась выше, чем в июле 2024 года.

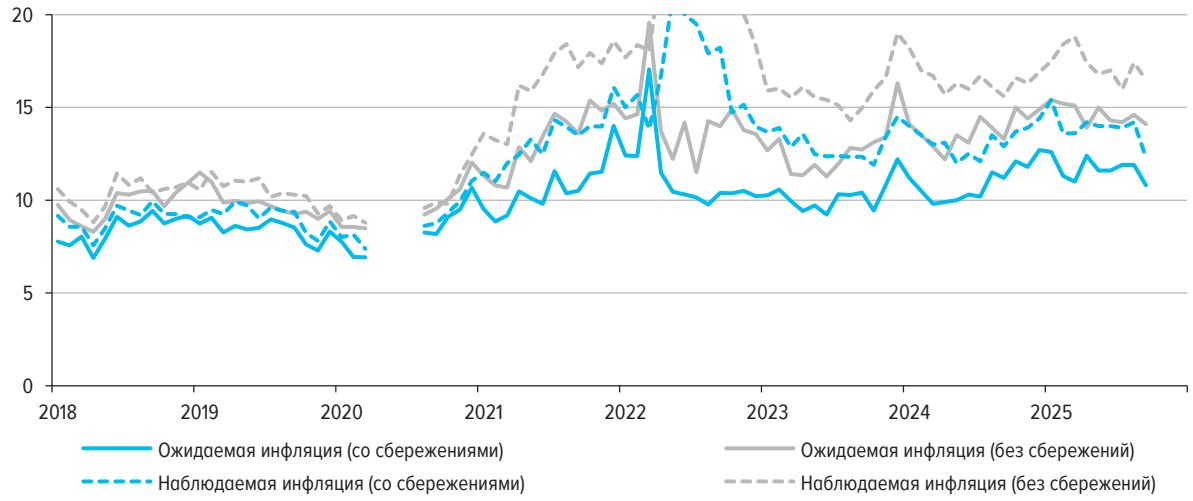
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ РЕСПОНДЕНТОВ НА ВОПРОС «НА КАКИЕ ОСНОВНЫЕ ПРОДУКТЫ, ТОВАРЫ И УСЛУГИ ЦЕНЫ ЗА ПОСЛЕДНИЙ МЕСЯЦ ВЫРОСЛИ ОЧЕНЬ СИЛЬНО?» *Рис. П-24*
(% ОТ ВСЕХ ОПРОШЕННЫХ)



Источник: ООО «инФОМ».

В разрезе подгрупп респондентов со сбережениями и без них динамика инфляционных ожиданий и наблюдаемой инфляции в июле 2024 – сентябре 2025 года была в целом однонаправленной. У респондентов со сбережениями инфляционные ожидания в рассматриваемый период находились в интервале от 10,2% (июль 2024 года) до 12,7% (декабрь 2024 года). В сентябре 2025 года их значение составило 10,8%. У опрошенных без сбережений ожидания были в диапазоне от 13,3% (сентябрь 2024 года) до 15,4% (январь 2025 года). В сентябре 2025 года они были равны 14,1%. Инфляционные ожидания респондентов со сбережениями можно считать более рациональными. Они, как правило, более низкие и менее волатильные, чем у опрошенных без сбережений. Граждане со сбережениями в среднем имеют более высокий уровень дохода и внимательнее следят за ситуацией в экономике из-за заинтересованности в сохранении своих накоплений.

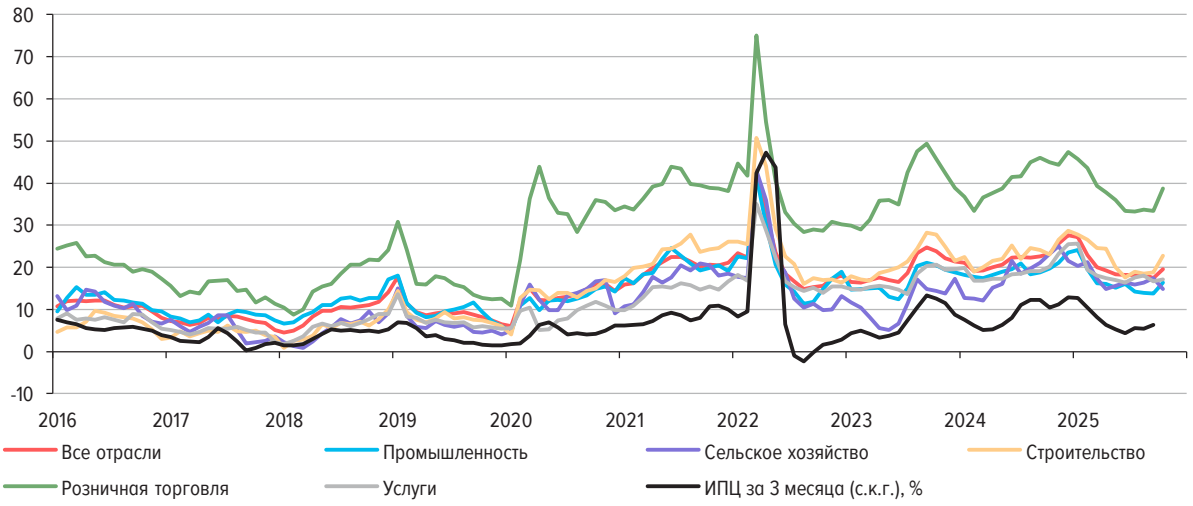
ОЖИДАЕМАЯ И НАБЛЮДАЕМАЯ ИНФЛЯЦИЯ ПО ПОДГРУППАМ РЕСПОНДЕНТОВ (МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА) *Рис. П-25*
(%)



Источник: ООО «инФОМ».

Согласно данным мониторинга предприятий, проводимого Банком России, в июле 2024 – октябре 2025 года **ценовые ожидания предприятий** (баланс ответов) на 3 месяца вперед сохранялись на повышенном уровне. Количественный показатель ценовых ожиданий предприятий (средний ожидаемый темп прироста цен в ближайшие 3 месяца в годовом выражении) в этот период находился в широком интервале от 2,9% (сентябрь 2025 года) до 10,8% (январь 2025 года). Ценовые ожидания бизнеса повышались на протяжении второй половины 2024 года вслед за отмечавшимся предприятиями ускорением роста издержек. В январе – мае 2025 года ценовые ожидания уменьшились. С мая по сентябрь 2025 года они менялись незначительно, находясь на повышенном уровне. В октябре 2025 года ценовые ожидания вновь повысились. Наиболее высокий уровень ценовых ожиданий отмечался в розничной торговле. Средний ожидаемый темп прироста цен в этой отрасли на ближайшие 3 месяца в годовом выражении за период с июля 2024 по октябрь 2025 года находился в диапазоне от 6,4% (июль 2025 года) до 16,8% (декабрь 2024 года).

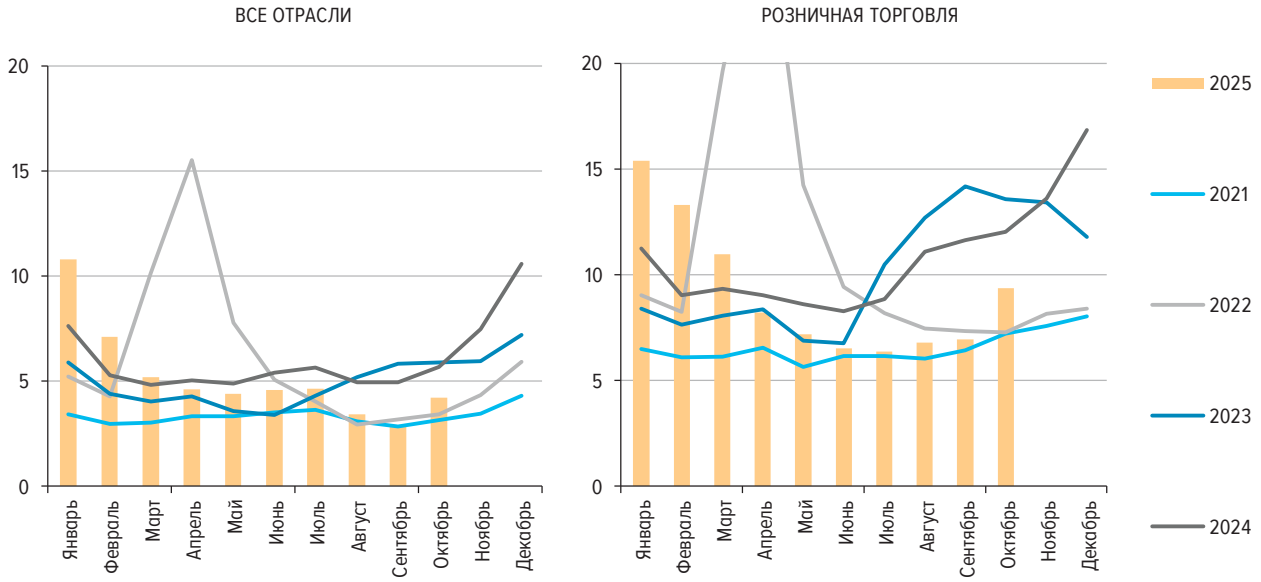
ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО ОСНОВНЫМ ОТРАСЛЯМ *Рис. П-26*
(БАЛАНС ОТВЕТОВ, С.К., П.)



Источники: Банк России, Росстат.

СРЕДНИЙ ОЖИДАЕМЫЙ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ТЕМП ПРИРОСТА ЦЕН НА БЛИЖАЙШИЕ 3 МЕСЯЦА (В ГОДОВОМ ВЫРАЖЕНИИ) *Рис. П-27*

(%)

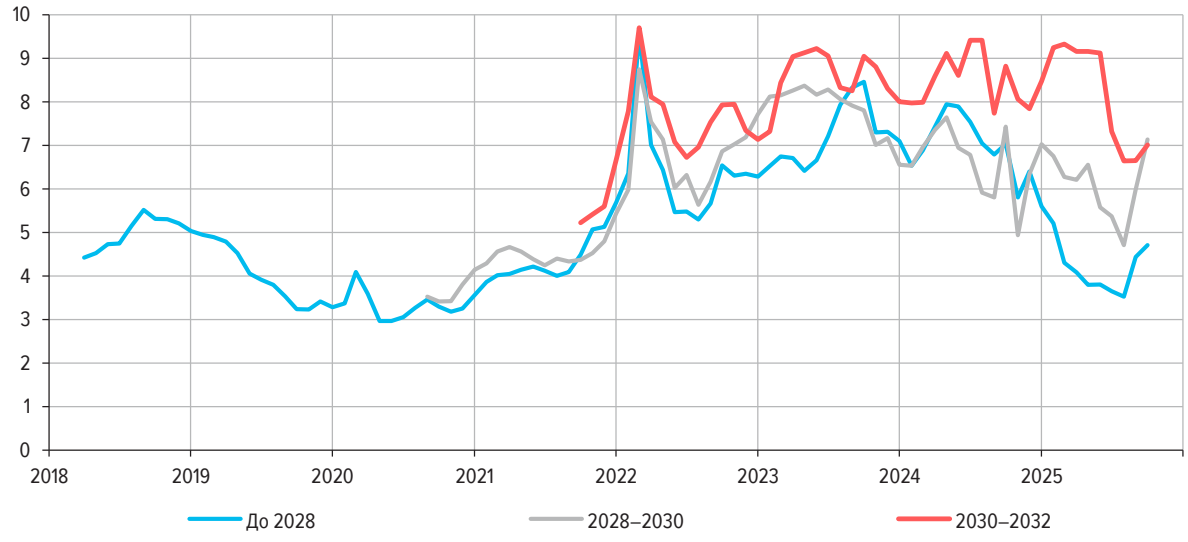


Источник: Банк России.

По оценкам Банка России[4], средняя **вмененная инфляция для ОФЗ-ИН** на период до февраля 2028 года в июле 2024 – августе 2025 года преимущественно снижалась. В сентябре – октябре 2025 года она вновь возросла. В среднем за первую половину октября ее значение составило 4,7%. Вмененная инфляция на дальние сроки была более волатильной и находилась выше 4%. Вмененная инфляция на период 2028–2030 годов в первой половине октября 2025 года составила 7,1%, а на период 2030–2032 годов – 7,0%.

ВМЕНЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ ДЛЯ ОФЗ-ИН *Рис. П-28*

(%)



Источники: ПАО Московская Биржа, Росстат, расчеты Банка России.

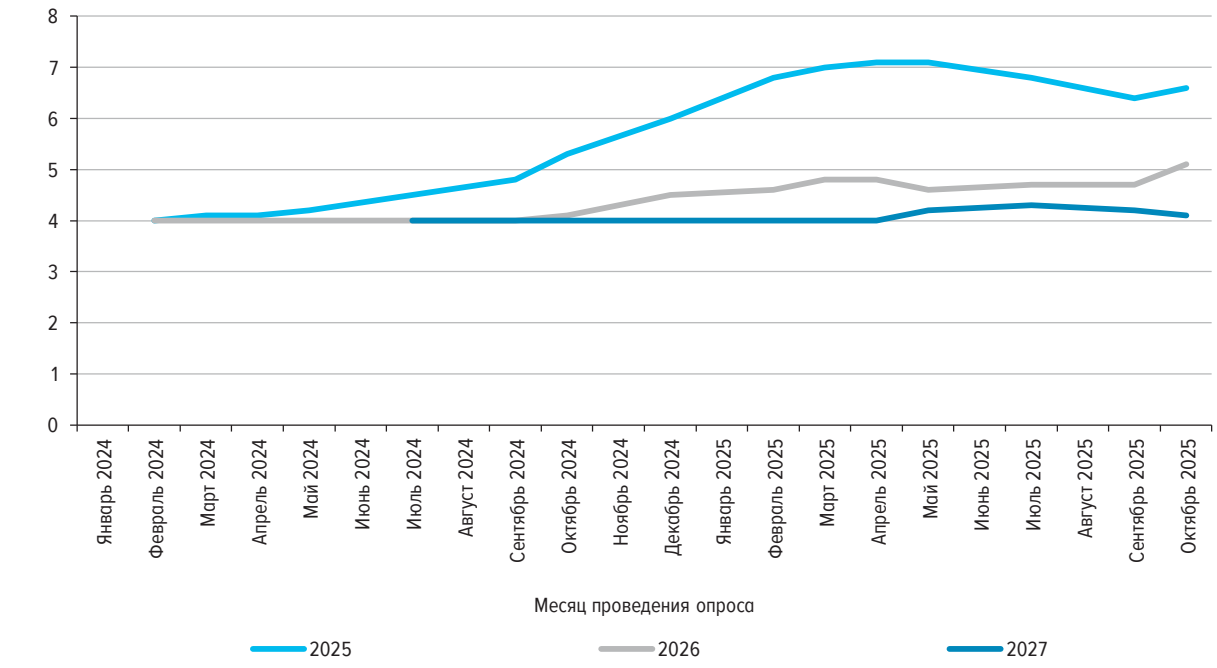
[4] Оценки основаны на сопоставлении ожидаемой доходности ОФЗ, индексируемых на инфляцию (ОФЗ-ИН), и номинальных ОФЗ (ОФЗ-ПД) с учетом лага в индексации номинала и сезонности инфляции. Методика расчета.

Прогнозы профессиональных аналитиков по инфляции на 2025 год в июле 2024 – мае 2025 года повышались, в июне – сентябре 2025 года несколько снизились, а в октябре 2025 года – вновь возросли. Ожидаемая аналитиками инфляция в 2025 году, по данным опроса в октябре 2025 года, составила 6,6% (в июле 2024 года – 4,5%). Прогноз на 2026 год в октябре 2025 года составил 5,1% (в июле 2024 года – 4,0%), прогноз на 2027 год – 4,1% (в июле 2024 года – 4,0%).

Индикаторы инфляционных ожиданий в июле 2024 – октябре 2025 года преимущественно находились на повышенном уровне. Это остается важным фактором для решений по денежно-кредитной политике. Более высокий уровень инфляционных ожиданий при прочих равных означает необходимость поддерживать на более высоком уровне и ключевую ставку. Кроме того, незаякоренность инфляционных ожиданий и сохранение их чувствительности к разовым ценовым всплескам или колебаниям курса рубля создают риски возникновения вторичных эффектов. Для их нейтрализации может потребоваться реакция со стороны денежно-кредитной политики. Снижению и заякориванию инфляционных ожиданий будет способствовать длительное удержание инфляции вблизи цели в 4%.

РЕЗУЛЬТАТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ОПРОСА БАНКА РОССИИ. ПРОГНОЗ ИНФЛЯЦИИ
(В % ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. П-29



Источник: Банк России.

Приложение 6. Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики

Банк России активизирует прямой диалог с академическим сообществом и гражданами

Коммуникация – важный инструмент денежно-кредитной политики. Чтобы обеспечить эффективный контроль над инфляцией, Банк России стремится повысить доверие к проводимой политике, снизить инфляционные ожидания и закрепить их на низком уровне, обеспечить предсказуемость процентных ставок в экономике.

В 2025 году Банк России продолжил развивать коммуникацию по денежно-кредитной политике с профессиональной и широкой аудиторией. Общение с экспертами и аналитиками стало более прозрачным за счет публикации кодов прогнозных моделей. Были актуализированы форматы взаимодействия с академическим сообществом, а количество совместных мероприятий с вузами заметно увеличилось. Существенно выросла аудитория Банка России в социальных сетях, в том числе благодаря доверительному тону общения с ней.

В то же время остается существенное пространство для поиска общего языка и расширения прямого доверительного диалога с гражданами, бизнесом, представителями органов власти. Именно поэтому Банк России проводит открытую прямую коммуникацию в социальных сетях, ведет откровенный диалог с региональным бизнесом на регулярных очных встречах, оперативно отвечает на вопросы, беспокоящие граждан, во всех регионах России. Адаптировать коммуникацию к конкретным аудиториям поможет и использование методов продвинутой социологии.

Прозрачность коммуникации с аналитиками растет: опубликованы коды прогнозных моделей, проводится больше регулярных встреч

В 2025 году индекс прозрачности Банка России для профессиональной аудитории, рассчитанный по методике Al-Mashat, увеличился до 11,9 балла из 20 возможных. Общий балл Банка России выше среднего в сравнении с мировыми центробанками. В рейтинге по индексу Al-Mashat Банк России находится между Резервным банком Новой Зеландии и Национальным банком Польши. За последние 2 года прозрачность выросла на 2 пункта благодаря раскрытию кодов основных прогнозных моделей, используемых Банком России в ходе подготовки к решениям по ключевой ставке, началу публикации Резюме обсуждения ключевой ставки и проведению Обзора денежно-кредитной политики.

Коды прогнозных моделей были опубликованы в апреле 2025 года. Они дополнили описание квартальной прогнозной модели (КПМ) с рынком труда, разработанной Департаментом денежно-кредитной политики, и КПМ Департамента исследований и прогнозирования[1]. Публикация кодов прогнозных моделей – важный шаг, отражающий более зрелый подход к коммуникации с профессиональным сообществом. Эти коды лежат в основе макроэкономического прогнозирования в Банке России, и выводы моделей являются стартовым звеном в цепочке обсуждения решений по ключевой ставке.

[1] Подробнее см. врезку 3 «Модельный аппарат и его развитие» и подраздел «Важные материалы» раздела «Прогнозирование и модельный аппарат» на сайте Банка России.

Профессиональное сообщество и бизнес ранее предлагали расширить список параметров, публикуемых в составе макропрогноза Банка России. На текущий момент Банк России не менял набор показателей среднесрочного прогноза, но планирует вернуться к рассмотрению этого вопроса при проведении следующего Обзора денежно-кредитной политики.

В 2025 году руководство Банка России оперативно комментировало актуальные вопросы денежно-кредитной политики. Информация о том, как Совет директоров оценивает выходящую статистику и меняющиеся условия, позволяет быстро доносить видение регулятора до профессионального сообщества. Банк России также продолжил проводить регулярные очные встречи с аналитиками и конференц-звонки с российскими и иностранными инвесторами после каждого решения по ключевой ставке. Такие встречи помогают аналитикам и инвесторам лучше понять логику решений Банка России и получить ответы на вопросы, интересующие профессиональное сообщество.

Фокус на коммуникации с академическим сообществом

Диалог с вузами, особенно в регионах, выбран одним из главных направлений для развития коммуникации в 2025 году. Вузы – это площадка, где Банк России может профессионально обсуждать с академическим сообществом экономические вопросы, обмениваться результатами передовых экономических исследований и привлекать студентов и преподавателей к совместным проектам. Банк России делится и практическим опытом проведения денежно-кредитной политики в российских условиях.

Банк России не ограничивается общением только с профильными экономическими учебными заведениями. Он уделяет достаточно много внимания коммуникации с учебными заведениями неэкономического профиля (высшими, а в некоторых случаях – и средними специальными). Это связано с тем, что вузы (ссузы) – это место подготовки будущих кадров для нашей экономики, поэтому очень важно обеспечить им доступ к актуальным базовым знаниям по современной теории и практике макроэкономики и денежно-кредитной политики. В частности, эти темы были включены в весенний цикл вебинаров «Финтрек», который ориентирован на студенческую аудиторию.

В 2025 году Банк России существенно интенсифицировал коммуникацию с академическим сообществом. Для сравнения: в 2024 году регулятор провел в вузах около 560 мероприятий по денежно-кредитной политике. Большинство из них – обзорные лекции по теории денежно-кредитной политики для студентов. При этом на 2025 год запланировано более 740 мероприятий в учебных заведениях. За январь – сентябрь 2025 года проведено уже более 470 мероприятий.

С 2025 года появился новый формат – открытые лекции для студентов и профессорско-преподавательского состава вузов, где обсуждаются решения по ключевой ставке. На 2025 год запланировано около 70 таких мероприятий в различных регионах. Открытые лекции часто дополняются круглыми столами с профессорско-преподавательским составом, где представители Банка России обмениваются профессиональными суждениями о российской экономике. В ряде регионов проходят тематические межвузовские интеллектуальные игры. Кроме того, с 2024 года Банк России проводит обучающие семинары для преподавателей. Одна из целей – предоставить преподавателям учебно-методические материалы, содержащие актуальную информацию о денежно-кредитной политике. На 2025 год

запланировано 38 семинаров. Представители Банка России расширили и практику чтения выездных тематических лекций по различным аспектам денежно-кредитной политики в региональных вузах.

Обмен опытом между экономистами Банка России и академическим сообществом будет способствовать их взаимному обогащению и выстраиванию эффективной связи между теорией и практикой.

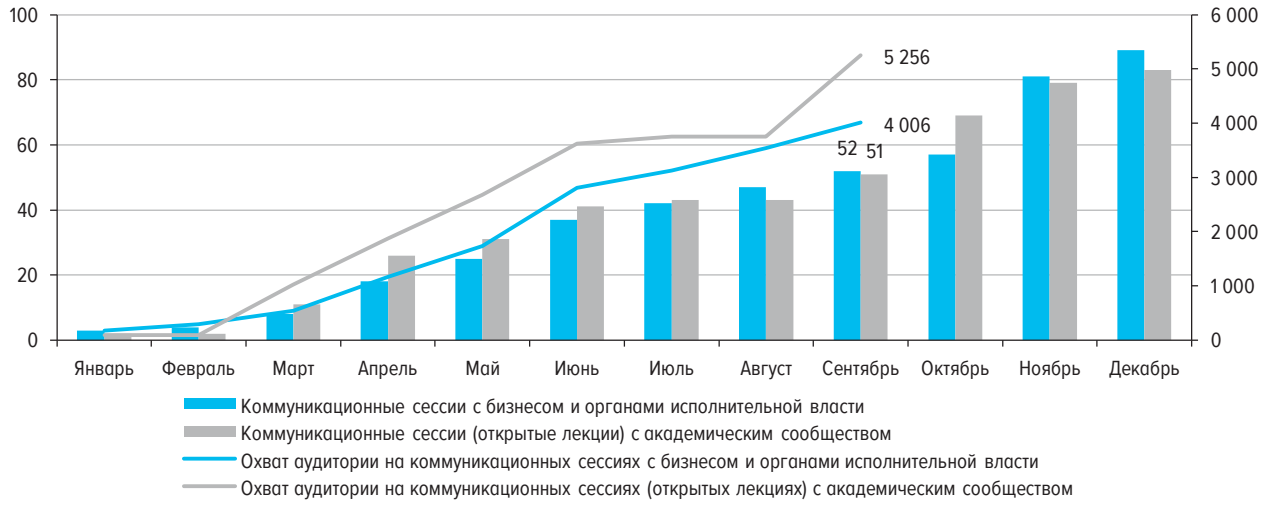
Коммуникация с широкой общественностью: быть ближе и понятнее

В 2024 году Банк России разработал собственную систему оценки прозрачности центрального банка для широкой аудитории[2]. Согласно этому исследованию, прозрачность Банка России для широкой аудитории находится на высоком уровне. При этом он занимает ведущее место среди рассмотренных банков по показателям обучения аудитории. Для дальнейшего развития диалога с обществом Банк России сосредоточился на следующих направлениях.

1. Больше взаимодействия с бизнесом

Коммуникация с бизнесом остается одним из ключевых направлений для развития. В 2025 году Банк России проводит коммуникационные сессии с бизнесом в каждом регионе. Больше внимания уделяется индивидуальным встречам с представителями предприятий. За январь – сентябрь 2025 года Банк России провел в регионах более 300 таких встреч как с крупными, так и со средними и малыми предприятиями. Кроме того, некоторые встречи состоялись в формате отраслевых круглых столов с предприятиями (сельское хозяйство, торговля, лесопромышленный комплекс, строительство). Такие встречи стали удобными площадками для откровенного обмена мнениями между регулятором и представителями бизнеса

КОММУНИКАЦИЯ С БИЗНЕСОМ, ОРГАНАМИ ИСПОЛНИТЕЛЬНОЙ ВЛАСТИ И АКАДЕМИЧЕСКИМ СООБЩЕСТВОМ ПО ДКП В РЕГИОНАХ В 2025 ГОДУ *Рис. П-30*



Примечание. Левая шкала – количество мероприятий, правая шкала – охват аудитории (количество участников: представителей бизнеса, региональных органов исполнительной власти, деловых объединений, преподавателей и студентов). До 01.10.2025 – факт, далее – план, накопленным итогом.
Источник: расчеты Банка России.

[2] Евстигнеева А., Щадилова Ю. Индекс прозрачности центральных банков для широкой аудитории. Серия докладов об экономических исследованиях. № 136. Октябрь 2024 года.

по вопросам экономики страны и региона, инфляции, цели и решений по денежно-кредитной политике.

В дальнейшем планируется уделять больше внимания общению с малым и средним бизнесом. Для этого предполагается адаптировать материалы по денежно-кредитной политике с акцентом на запросы предпринимателей. Это позволит сформировать у представителей бизнеса понимание действий Банка России и доверие к его прогнозам, что будет способствовать эффективной трансмиссии решений по ключевой ставке в экономике.

2. Регулярный диалог с органами власти

Во многих субъектах Российской Федерации сложилась практика регулярного взаимодействия региональных руководителей Банка России с представителями местных органов власти. На заседаниях рабочих групп обсуждаются решения Банка России по ключевой ставке, их влияние на ситуацию в конкретных регионах. Представители органов власти участвуют и в коммуникационных сессиях для бизнеса в регионах.

Банк России продолжит расширять взаимодействие с органами власти по вопросам денежно-кредитной политики как на региональном, так и на федеральном уровне. Форматы общения будут включать рабочие встречи с руководством министерств, чья деятельность напрямую не связана с макроэкономикой, руководством регионов, участие в региональных мероприятиях по экономическим вопросам, контакты на уровне специалистов. Подробная информация и разъяснения по денежно-кредитной политике позволят представителям органов власти лучше понимать логику решений и прогнозы Банка России и учитывать их в своей работе.

3. Прямая коммуникация с гражданами и взаимодействие с лидерами мнений

В современной коммуникации большую роль играет прямое общение с аудиторией в социальных сетях. Оно позволяет оперативно, без посредников доносить до людей свою позицию, формировать с ними эмоциональный контакт и доверительные отношения, помогать в сложных ситуациях.

Аудитория аккаунтов Банка России и просветительского проекта «Финансовая культура» в социальных сетях ВКонтакте, «Одноклассники», Яндекс.Дзен, мессенджере «Телеграм», а также в видеохостингах постоянно растет. К концу сентября 2025 года количество подписчиков этих аккаунтов превысило 674 тысячи. Темы инфляции, макроэкономической ситуации в стране, решений по ключевой ставке – стабильно одни из самых популярных среди пользователей и вызывающих оживленные обсуждения в комментариях. В телеграм-канале Банка России запущена новая рубрика #ОтветыЦБ. Здесь публикуются ответы регулятора на самые интересные вопросы, которые поступают от граждан. Кроме того, для живого обсуждения последних новостей, актуальных тем и ответов на вопросы раз в неделю запускается чат в телеграм-канале, в котором состоит более 7 тыс. участников.

Банк России не ограничивается работой на своих площадках. Коллаборация с популярными блогерами и лидерами мнений помогает доносить важную информацию до большего количества людей, расширять аудиторию за счет граждан, интересующихся экономикой и денежно-кредитной политикой.

Один из ярких новых проектов Банка России в соцсетях – видеоподкаст «Куда смотрит ЦБ», где популярный ведущий обсуждает темы, волнующие граждан, с руководителями Банка России и другими гостями-блогерами.

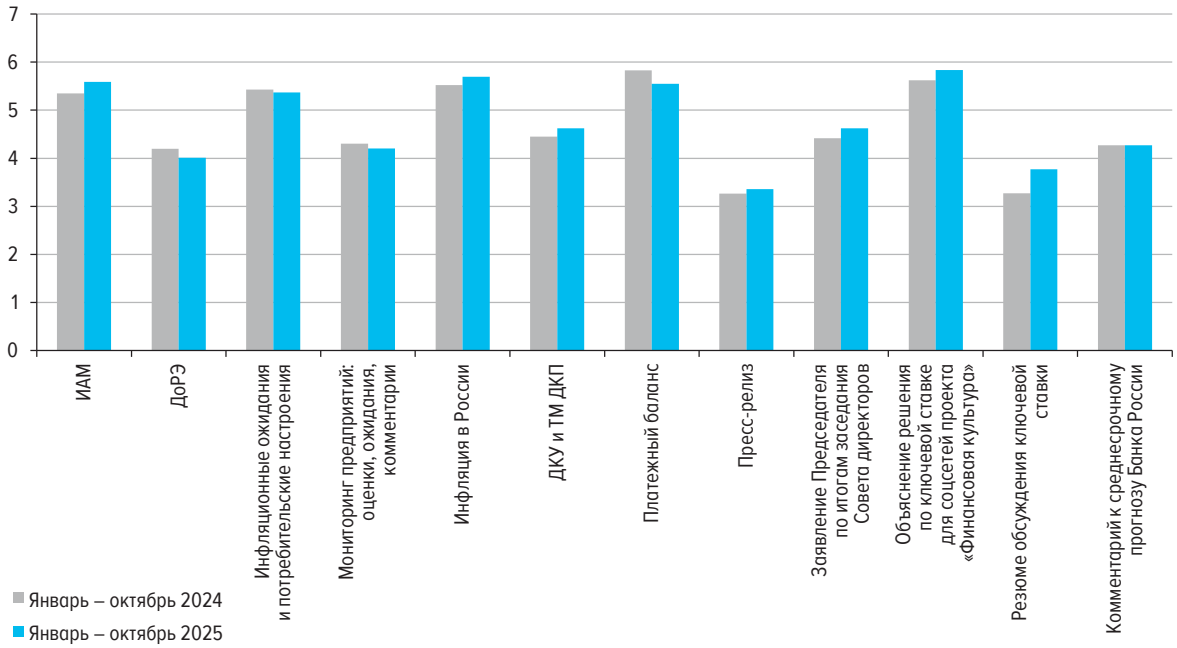
Банк России видит большой потенциал в развитии активной коммуникации с населением в регионах. Уже сегодня экономисты из территориальных учреждений Банка России дают интервью на темы, актуальные для местных жителей, реализуют совместные проекты с блогерами и лидерами мнений и проводят встречи с отдельными группами горожан – например, с молодыми мамами, пенсионерами, школьниками. Такой подход позволяет в максимально простой форме и доверительной атмосфере обсудить вопросы, беспокоящие людей, а также услышать их мнение о ситуации в экономике, оценку действий денежных властей.

В 2025 году главные управления Банка России открыли свои страницы в социальной сети ВКонтакте. Публикуемый на них контент учитывает региональную проблематику.

4. Использование методов продвинутой социологии для выстраивания эффективного диалога с обществом

Продвинутая социология дает Банку России инструменты для того, чтобы более эффективно адаптировать коммуникацию к конкретным аудиториям. Открытость и эмоциональная вовлеченность помогают укрепить доверие и снизить инфляционные ожидания даже у людей, не интересующихся экономикой. Методы продвинутой социологии позволяют уменьшить негативное влияние инфляционных всплесков и могут быть особенно полезны для стран с высокими и незаякоренными инфляционными ожиданиями. Банк России занимается исследованиями в этой области, с тем чтобы в будущем создать гибкую систему коммуникации, адаптированную к поведенческим особенностям различных аудиторий.

ЯСНОСТЬ МАТЕРИАЛОВ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ* *Рис. П-31*



* *ИАМ – информационно-аналитические материалы об инфляции в регионах; ДоРЭ – доклад «Региональная экономика: комментарии ГУ»; ДКУ и ТМ ДКП – информационно-аналитический комментарий «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики». Для ИАМ данные представлены за апрель – сентябрь 2024 года и апрель – сентябрь 2025 года (для сравнения ясности материалов старого и нового форматов).*

Источник: расчеты Банка России.

5. Рост доступности материалов

Банк России продолжает работать над улучшением подачи своих материалов. Для этого используются нейросетевые модели: одна – для оценки доступности по 10-уровневой шкале[3], другая – в пилотном режиме для упрощения сложных экономических текстов.

В целом в 2025 году ясность основных материалов по денежно-кредитной политике выросла. Самое заметное улучшение – в ежемесячных информационно-аналитических материалах по инфляции в регионах, которые публикуют территориальные учреждения Банка России. С апреля эти материалы выходят в новом, более доступном формате – как по содержанию, так и по визуализации. Интерес к региональным материалам по инфляции растет: в 2024 году читатели обращались к этим публикациям на сайте Банка России почти 1,3 млн раз, это более чем в 2 раза превышает показатель предыдущего года.

Банк России публикует в официальных аккаунтах популярного проекта «Финансовая культура» в соцсетях адаптированное для широкой аудитории объяснение логики и причин принятого решения по ключевой ставке. Это соответствует лучшим мировым практикам «многослойной» коммуникации, когда один и тот же документ публикуется в разных стилях и с разной степенью детализации. В данном случае упрощенный материал готовится на основе пресс-релиза по ключевой ставке и заявления Председателя Банка России по принятому решению. Это помогает объяснять широкой аудитории информацию, изначально предназначенную для профессионального сообщества.

[3] Evstigneeva A., Sidorovskiy M., 2021. Assessment of Clarity of Bank of Russia Monetary Policy Communication by Neural Network Approach. Russian Journal of Money and Finance, 80 (3), pp. 3–33. doi: 10.31477/rjmf. 202103.03.

Приложение 7. Нейтральная процентная ставка и ее оценка

По уточненной оценке, долгосрочная номинальная нейтральная ставка для России остается на уровне 7,5–8,5%. Банк России рассматривает нейтральную ставку как ориентир для уровня процентных ставок в экономике в долгосрочном периоде

Макроэкономисты всегда искали способ определить некий **равновесный** уровень процентных ставок, чтобы можно было узнать, являются ли текущие ставки сдерживающими или стимулирующими экономическую активность. Концепция общего макроэкономического равновесия подробно рассмотрена во врезке 10 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных».

Сам термин «нейтральная процентная ставка» появился в макроэкономической литературе более века назад[1], однако за последние десятилетия эта концепция значительно развилась и стала актуальной[2]. Сегодня как в литературе, так и в коммуникациях мировых регуляторов наиболее распространенными концепциями являются **нейтральная** (англ. neutral) и **естественная** (англ. natural) ставки. Нейтральная ставка определяется как ставка, не оказывающая ни сдерживающего, ни стимулирующего воздействия на инфляцию[3]. В то же время естественная ставка определяется как уровень процентной ставки, который установился бы в экономике при отсутствии номинальных жесткостей (то есть при абсолютно гибких ценах).

Также различают **долгосрочные** и **краткосрочные** значения обеих равновесных ставок. Краткосрочные ставки под воздействием **циклических факторов** колеблются вокруг своих долгосрочных аналогов, значения которых определяются **структурными факторами**. Оценки долгосрочных равновесных ставок соответствуют ситуации, когда экономика находится на траектории устойчивого долгосрочного роста, инфляция – на цели, а инфляционные ожидания заякорены, – тогда, при поддержании ключевой ставки на уровне долгосрочной нейтральной ставки, экономика будет расти своими потенциальными темпами, а инфляция останется на цели. О текущей направленности денежно-кредитной политики корректно рассуждать именно относительно краткосрочной нейтральной ставки. В силу высокой неопределенности и большого масштаба колебаний ее оценок[4] **Банк России, как и другие центральные банки, публично сообщает лишь оценки**[5] **долгосрочной нейтральной ставки** и рассматривает ее как ориентир

---

1 Понятие «нейтральная ставка процента» впервые употребил шведский экономист Кнут Викселль в 1898 году. Он определил нейтральную ставку как уровень реальной ставки процента, при которой спрос на капитал равен его предложению – другими словами, это ставка процента, равная предельной производительности капитала. Викселль также рассуждал о том, что изменение текущих ставок процента в экономике относительно их нейтрального уровня может влиять на темпы роста цен. Почти через 100 лет после публикации Викселля по мере все большего перехода стран к режиму таргетирования инфляции разработанная им концепция нейтральной ставки заняла одно из центральных мест в экономической дискуссии.

2 Maurice Obstfeld, 2023. Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future, NBER Working Papers.

3 Заметим, что здесь имеется в виду именно идиосинкратический эффект денежно-кредитной политики, то есть инфляция может значительно изменяться под воздействием прочих факторов (например, бюджетной политики, конъюнктуры на международных сырьевых рынках или инфляционных ожиданий), даже если ключевая ставка находится на нейтральном уровне.

4 Количественно рассчитать краткосрочную нейтральную ставку весьма проблематично даже в экономиках с гораздо более долгой историей режима таргетирования инфляции, чем российская, и центральные банки такие количественные оценки не озвучивают (см., например, Brainard L. What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy? / Remarks delivered at the Detroit Economic Club. Detroit, Michigan. 2018; Ruch U.F. Neutral Real Interest Rates in Inflation Targeting Emerging and Developing Economies. Policy Research Working Paper 9711. The World Bank. June 2021).

5 Номинальная нейтральная ставка равняется реальной нейтральной ставке плюс инфляционные ожидания. В случае долгосрочных нейтральных ставок в качестве ожиданий используется цель Банка России по инфляции (4%).

для уровня процентных ставок в экономике на длительных промежутках времени (обычно ключевая ставка на конце прогнозного горизонта соответствует текущим оценкам нейтральной ставки). При этом следует иметь в виду, что при принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России учитывает, в какую сторону и насколько существенно в настоящее время краткосрочная нейтральная ставка отклоняется от долгосрочной и как она будет меняться в будущем.

Реальная нейтральная ставка определяется структурой экономики, соотношением спроса на инвестиции и предложения сбережений, параметрами бюджетной политики, демографией, уровнем неравенства, параметрами открытости экономики, уровнем рисков инвестирования в финансовые и нефинансовые активы, а также готовностью экономических агентов принимать эти риски. Среди прочих необходимо выделить несколько наиболее важных факторов.

1. Темп роста совокупной производительности факторов производства. Чем он выше, тем выше нейтральная ставка, так как при более высокой производительности капитала фирмы активнее инвестируют и, соответственно, готовы больше платить за привлечение дополнительного капитала.

2. Демография. Состав населения и динамика его численности – как общей, так и отдельных возрастных групп – влияют на темпы экономического роста (и, следовательно, инвестиционную активность) и норму сбережения. Так, при увеличении в структуре населения доли людей среднего возраста, для которых характерна более высокая норма сбережения, нейтральная ставка будет снижаться.

3. Бюджетная политика. Бюджетная политика влияет на уровень равновесных ставок в экономике одновременно по нескольким каналам. При увеличении отношения государственного долга (либо бюджетного дефицита вообще) к ВВП растет спрос на заимствования, что делает инвестиции в экономике более дорогими[6] и увеличивает равновесные ставки. Серьезная долговая нагрузка государства также повышает премию за риск для международных инвестиций в отечественную экономику, особенно если большая доля заимствований номинирована в иностранной валюте. Помимо государственного долга, правительство также устанавливает ставки различных налогов, которые могут влиять на решения домохозяйств по сбережениям и спрос на капитал со стороны фирм, что сдвигает равновесие на рынке капитала и, следовательно, определяет новые равновесные ставки. Например, увеличение ставки налога на доход от инвестиций для физических лиц приведет к уменьшению предложения капитала в экономике и повысит равновесные ставки.

4. Степень развития финансового сектора и его регулирование. Более развитые банковский сектор и рынки капитала способствуют увеличению нормы сбережения в экономике и, соответственно, снижению уровня нейтральной ставки. Этому же содействует удлинение горизонта планирования экономических агентов, которое повышает значимость будущего потребления по сравнению с текущим, тем самым стимулируя увеличивать сбережения из-за роста предложения финансового капитала.

5. Уровень нейтральной ставки в других экономиках. В открытой экономике с высокой степенью открытости финансового счета нейтральная ставка будет сопоставима с нейтральной ставкой

---

[6] Rachel L., & Summers L.H. (2019). On Falling Neutral Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation. Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2019.

на мировом финансовом рынке (внешняя ставка) с поправкой на страновую премию за риск и премию за волатильность инфляции. Страновая премия характеризует различия в степени восприятия экономическими агентами суверенных кредитных рисков, а также предсказуемости экономических условий в этой стране в сравнении с ключевыми экономиками, условия в которых определяют уровень мировой нейтральной ставки.

В то же время **нейтральная ставка – ненаблюдаемая величина, поэтому ее невозможно непосредственно измерить, а можно лишь приблизительно оценить на основе набора наблюдаемых экономических показателей и их динамики.**

Методы оценки нейтральной ставки, используемые экономистами, можно разделить на три условные группы:

- **Структурные** модели предполагают четкую (микрообоснованную) структуру экономики – механизмы принятия решений агентами в экономике и правила их взаимодействия между собой. Основными представителями структурного подхода являются модели динамического стохастического общего равновесия (англ. DSGE) и модели перекрывающихся поколений (англ. OLG), последние позволяют также учитывать демографические факторы.
- **Полуструктурные** модели получили активное распространение начиная с работы Лаубаха и Уильямса (2003)[7]. Аналогично неструктурным моделям они позволяют получать оценки, основанные в первую очередь на имеющихся данных, учитывая при этом некоторые теоретические макроэкономические взаимосвязи, то есть оставаясь довольно близко к логике микрообоснованных структурных моделей. Модель Лаубаха и Уильямса (2003) была впоследствии неоднократно модифицирована для учета шоков пандемии и случая открытой малой экономики[8].
- **Неструктурные** методы позволяют данным говорить самим за себя и не накладывают никаких содержательных ограничений на макроэкономические и финансовые переменные, используемые для оценок. Эта группа включает довольно широкий спектр методов, в том числе фильтрацию исторического временного ряда реализованных реальных ставок для выделения из них тренда[9], построение долгосрочного прогноза из эконометрических моделей в приведенной форме[10], исходя из того, что на достаточно далеком горизонте переменные сойдутся к своим равновесным значениям. Отдельное место среди неструктурных подходов занимает подход на основе очистки кривой доходности от премии за срочность и выделения рыночных ожиданий по долгосрочному уровню безрисковых ставок[11]. Стоит отметить, что неструктурные методы в большей мере применимы для оценки нейтральной ставки в развитых странах. Для развивающихся стран с короткими

---

7 Thomas Laubach & John C. Williams (2003). Measuring the Natural Rate of Interest, The Review of Economics and Statistics, MIT Press, vol. 85 (4), pp. 1063–1070, November.

8 См., например, Kathryn Holston & Thomas Laubach & John C. Williams (2023). Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19, Staff Reports 1063, Federal Reserve Bank of New York., а также Grafe C., Grut S., Rigon L. (2018). Neutral Interest Rates in CEEMEA – Moving in Tandem with Global Factors. Russian Journal of Money and Finance, 77 (1), pp. 6–25.

9 Del Negro, Marco & Giannone, Domenico & Giannoni, Marc P. & Tambalotti, Andrea, 2019. Global trends in interest rates, Journal of International Economics, Elsevier, vol. 118 (C), pp. 248–262.

10 Lubik T. y Matthes C. (2015). Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches. Richmond Fed Economic Brief.

11 Наибольшей популярностью у аналитиков пользуются регулярно публикуемые оценки по моделям Adrian, Tobias & Crump, Richard K. & Moench, Emanuel, 2013. Pricing the term structure with linear regressions, Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 110 (1), pp. 110–138. и Don H. Kim & Jonathan H. Wright, 2005. An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates, Finance and Economics Discussion Series 2005–33, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

и волатильными временными рядами основных макроэкономических показателей такой тип оценки нейтральной ставки достаточно затруднителен.

В 2025 году опубликована работа Банка России[12], посвященная методам оценки нейтральной ставки и потенциального выпуска. В ней рассматриваются оценки, полученные множеством структурных, полуструктурных и неструктурных методов. Медианная оценка номинальной нейтральной ставки на конец 2024 года лежит в области 8–9%, однако авторы замечают проциклическую некоторых из использованных моделей, что приводит к завышению текущей оценки нейтральной ставки.

Диапазон полученных оценок долгосрочной нейтральной ставки может быть очень широким, причем для стран с формирующимися рынками (СФР) доверительные интервалы шире, чем для стран с развитой экономикой, – как из-за меньшей доступности длинных рядов данных, так и из-за большей подвижности внутренней макроэкономической среды и страновых риск-премий. В работе Ruch (2021)[13] показано, что неопределенность относительно уровня нейтральной ставки для СФР в среднем в 2 раза выше, чем для стран с развитой экономикой (стандартное отклонение для СФР оценено примерно в 1,4 п.п., в то время как для стран с развитой экономикой – в 0,6 п.п.). Кроме того, в работе отмечается, что границы неопределенности оценок нейтральной ставки для СФР – экспортеров ресурсов примерно на 40% шире, чем для СФР – импортеров ресурсов.

Центральные банки ряда развитых стран и стран с формирующимися рынками используют какое-либо сочетание названных выше подходов для получения оценки нейтральной ставки, r*. Наиболее обширный спектр подходов к оценке r* используется в методологии Банка Японии[14], ЕЦБ[15], Банка Норвегии[16], Банка Канады[17] и Банка Чили[18]. Более подробная информация представлена в таблице «Справочное приложение: международный опыт». Эта таблица хорошо иллюстрирует тезис о высокой неоднородности оценок нейтральных ставок, что обусловлено как структурными факторами внутри стран, так и разными методами оценки.

В целом можно говорить о том, что оценки нейтральных ставок во многих развитых экономиках снижались в 2000–2020 годах, а в ряде СФР – в 2009–2020 годах (после шока кризиса 2008 года). Это происходило в том числе за счет замедления трендового роста и могло объясняться целым рядом причин. Среди них: (1) снижение производительности труда, (2) сокращение экономически активного населения (старение населения), (3) растущее неравенство в доходах, (4) особенности бюджетной политики (снижение бюджетных расходов на общественные и инфраструктурные проекты). В то же время Бернанке указывал, что важной причиной снижения уровня нейтральной ставки в США мог стать (5) так называемый навес сбережений в мире (англ. global savings glut) и приток этих сбережений в США. Навес сбережений

---

[12] Банк России. Оценки ненаблюдаемых переменных в России: расставляем черты и звезды над r и y. 2025 год.

[13] Ruch U.F. (2021). Neutral Real Interest Rates in Inflation Targeting Emerging and Developing Economies. Policy Research Working Paper 9711. The World Bank. June 2021.

[14] Nakano, Sugioka and Yamamoto (2024). Recent Developments in Measuring the Natural Rate of Interest, Bank of Japan Working Paper Series 24-E-12, Bank of Japan.

[15] Brand, Lisack and Mazelis (2025). Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings, Economic Bulletin Boxes, European Central Bank, vol. 1.

[16] Bank of Chile, Monetary Policy Report December 2022, Box II. 2.

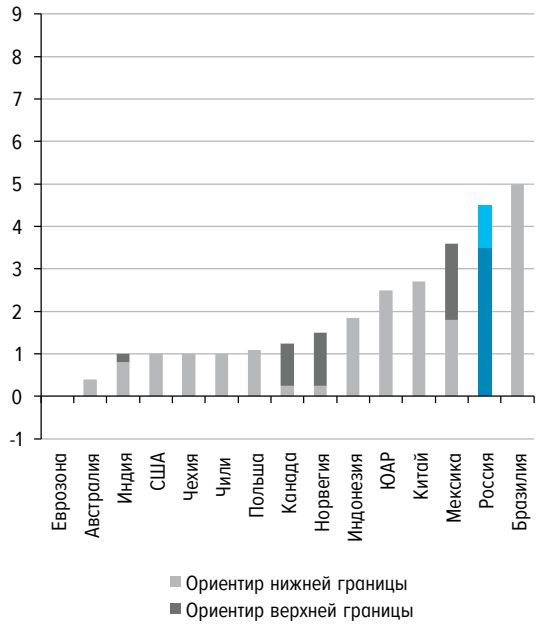
[17] Adjalala, Alves, Beaudoin, Desgagnes, Dong, Krohn and Schneider (2025). Assessing the US and Canadian neutral rates: 2025 update, Staff Analytical Notes 2025–16, Bank of Canada.

[18] Almlid, Asshoff (2025). Estimating the Neutral Real Rate of Interest in Norway Staff Memo No. 8, Bank of Norway.

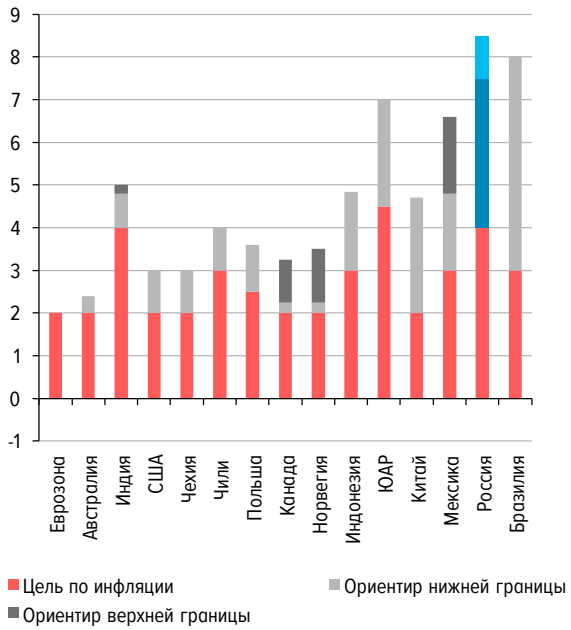
образовался прежде всего в экономиках Юго-Восточной Азии после кризиса 1998 года, приведшего к снижению инвестиций, и в экономиках – экспортерах сырья (в основном страны Залива). Этот избыточный спрос на безрисковые активы усилился после кризиса 2008 года, поддержанный в том числе банками в США после ужесточения их регулирования. А динамика (снижение) ставки в США имела существенное значение для изменения оценок нейтральных ставок в других странах.

Однако в постпандемический период оценки долгосрочной нейтральной ставки повысились, в том числе по причине существенного расширения бюджетных стимулов в пандемию и временного, но масштабного повышения дефицитов бюджета. В развитых странах и некоторых восточно-европейских экономиках (которые, впрочем, хотя и в разной степени, но довольно сильно интегрированы с экономикой еврозоны) оценки реальной нейтральной ставки в целом ниже (около 1%), а в ряде крупных СФР, в том числе в странах ведущей пятерки БРИКС, составляют около 2–4%. С учетом того что цели по инфляции в рамках таргетирования инфляции в СФР заметно выше, чем в развитых экономиках, оценки номинальной нейтральной ставки в большей части развитых и восточно-европейских экономик составляют около 2–4%, в СФР и БРИКС – около 5–8%.

ОЦЕНКА РЕАЛЬНОЙ НЕЙТРАЛЬНОЙ СТАВКИ (R*) *Рис. П-32*
(%)



ОЦЕНКА НОМИНАЛЬНОЙ НЕЙТРАЛЬНОЙ СТАВКИ (I*) *Рис. П-33*
(%)



Примечание. Светло-серая область столбиков на диаграмме показывает ориентир для нижней границы диапазона оценки нейтральной ставки (или оценку нейтральной ставки, если она оценивается не как диапазон, а как точечное значение), темно-серая область дает ориентир верхней границы оценки.
На правом графике («Оценка номинальной нейтральной ставки (i)») страны ранжированы по уровню реальной r* и добавлены ориентиры цели по инфляции. Для США – оценка из Dot Plot ФРС.*
Источники: публикации представителей центральных банков соответствующих стран и международных организаций.

В большинстве опубликованных до 2022 года исследований количественные оценки уровня долгосрочной реальной нейтральной ставки для России близки к интервалу от 1 до 3%. Например, в работах: Крепцев и др. (2016)[19] – 1,0–3,2% (различные модели), МВФ (2019)[20] – 1–3%

[19] Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Синяков А. Равновесная процентная ставка: оценки для России. Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 13. 2016 год.

[20] International Monetary Fund. Russian Federation – Staff Report for the 2019 Article IV Consultation.

(различные модели), Isakov (2019)[21] – 1,5–2,5% (различные параметры). В работе Дробышевского и др. (2021)[22] делается вывод о том, что нейтральная ставка для России с 5% в 2016 году последовательно снижалась и достигла уровня 1% в 2020 году. В работе Поршакова и Синякова (2019)[23] представлено исследование по определению диапазона оценок нейтральной ставки в российской экономике в соответствии с широким набором подходов к оценке как структурными, так и эконометрическими методами. Полученные результаты говорят о том, что оценки равновесной реальной ставки в России по строгим определениям имеют большие доверительные интервалы и высокую чувствительность к различным параметрам моделей (полученные значения имеют диапазон от отрицательных до положительных). Из недавних исследований можно выделить работу Грищенко и Синякова (2024)[24]. В ней авторы делают акцент на влиянии демографии на долгосрочную нейтральную ставку и отмечают, что в России на горизонте десятилетий она будет иметь тенденцию к снижению под воздействием демографических трендов так же, как и во всем мире.

В новых условиях, с 2022 года, оценка нейтральной ставки на основе прежних моделей и подходов осложняется из-за изменившихся взаимосвязей российской экономики с внешним миром, включая внешние санкции на финансовый сектор и введенные для их компенсации ограничения на движение капитала. Глобальные факторы в оценке нейтральной ставки играют меньшую роль, при этом большее значение получает темп потенциального роста, на который влияют скорость накопления факторов производства, рост их производительности и скорость технологического прогресса.

Совокупность данных за 2019–2025 годы позволяет по-новому взглянуть на основные факторы, влияющие на долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки в российской экономике. Во-первых, в сравнении с периодом 2017–2019 годов значительно скорректировалась бюджетная политика: повышение базовых цен углеводородов в бюджетном правиле предполагает направление на покрытие расходов большего объема циклических нефтегазовых доходов. Кроме того, в 2020–2025 годах в течение 6 лет сохраняется положительный структурный первичный дефицит (превышение планового и фактического объема расходов над предельным уровнем в соответствии с бюджетным правилом). Также для периода 2020–2025 годов был характерен значительный объем инвестирования средств ФНБ внутри экономики России (гораздо выше средних ежегодных объемов на истории), что предполагает дополнительный стимулирующий эффект со стороны бюджетной политики. В целом бюджетная политика – один из основных факторов, оказывающих повышающее давление на нейтральную ставку за последние годы. Во-вторых, после введения ограничений на международную торговлю, вызвавших рост издержек на импорт, и систематического увеличения спроса со стороны государства увеличилась потребность в расширении внутреннего производства и, соответственно, наращивании капитала. Одновременно с этим растет загрузка уже имеющихся мощностей, что повышает норму выбытия капитала и совместно со спросом на новый капитал сдвигает вверх нейтральную ставку. В-третьих, устойчивость внешней инфляции при более высокой траектории ставок денежно-кредитной политики стран с развитой экономикой

---

[21] Isakov A., Latypov R. The Ibsen Manoeuvre: Yet Another R* Estimate. VTB Capital Research Alert, (Very) Technical Brief series. 15 July 2019.

[22] Дробышевский С.М., Трунин П.В., Синельникова-Мурылева Е.В., Макеева Н.В., Гребенкина А.М. Оценка реальной нейтральной ставки процента в России в период инфляционного таргетирования. Вопросы экономики. № 9. 2021 год.

[23] Porshakov A. and Sinyakov A. (2019). Estimates of the Equilibrium Interest Rate for Russia: Is «Navigating by the Stars» Useful? Russian Journal of Money and Finance. 78 (4), pp. 3–47.

[24] Грищенко В.О., Синяков А.А. Демография и равновесные процентные ставки: конкурирующие концепции и российский опыт. Журнал Новой экономической ассоциации. № 1 (62). С. 229–239. 2024 год.

предполагает более высокую по сравнению с допандемическим периодом внешнюю нейтральную ставку, что оказывает некоторое повышающее влияние на нейтральную ставку и для России. В-четвертых, изменение внешних условий (санкционный режим, ограниченное участие российской экономики в глобальных рынках капитала, рост неопределенности относительно перспектив бизнес-проектов по сравнению с периодом до 2022 года) обусловливают, с одной стороны, более высокую премию за риск для международных инвестиций в Россию, с другой – меньшую чувствительность внутрироссийских показателей к трансграничным потокам капитала. В целом изменение внешних условий оказывает повышающее давление на нейтральную ставку в России. С учетом этих факторов уточненная оценка **долгосрочной реальной нейтральной ставки** для российской экономики составляет **3,5–4,5%** годовых, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует **номинальная нейтральная ставка 7,5–8,5%** годовых.

Важно заметить, что и этот диапазон является частью более широкого доверительного интервала оценок нейтральной ставки. Банк России будет оценивать совокупное воздействие факторов по мере накопления данных.

СПРАВОЧНОЕ ПРИЛОЖЕНИЕ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ (ОЦЕНКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ КИТАЯ, ИНДОНЕЗИИ, ЧЕХИИ, ПОЛЬШИ) *Табл. П-1*

	Год проведения оценки нейтральной ставки	Уровень номинальной нейтральной ставки, %	Цель по инфляции, %	Подходы к определению нейтральной ставки
Канада	2024	2,25–3,25	2,0 +/-1	(1) Паритет процентных ставок, (2) декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию, (3) модель перекрывающихся поколений (OLG, overlapping generations model). Оценка повышена за счет более высокой оценки r* для основного торгового партнера (США) вследствие повышения оценки потенциальных темпов роста экономики. Внутренние факторы оказали нейтральное влияние (отмечается рост производительности труда и компенсирующее его снижение производительности капитала)
Норвегия	2025	2,25–3,5	2,0	(1) Декомпозиция кривой доходности, (2) полуструктурные (LW), (3) неструктурные (BVAR), (4) структурные модели
Австралия	2025	2,9	2,0–3,0	(1) Декомпозиция кривой доходности, (2) полуструктурные (LW) и (3) неструктурные модели (фильтр Калмана, векторные авторегрессии (Lubik – Matthews)
Чехия	2024	3,0	2,0 +/-1	Полуструктурная модель (LW) с рациональными ожиданиями и впередсмотрящим правилом процентной ставки. Учитывается не только трендовый рост ВВП, но и укрепление/ослабление равновесного реального обменного курса
Польша	2023	3,6	2,5 +/-1	(1) Оценки временных рядов для декомпозиции на тренд и стационарные компоненты (векторная авторегрессия (VAR), (2) полуструктурные (HLW) и (3) структурные модели (Brzoza – Brzezina). Отмечается, что на общий понижательный тренд повлияло снижение r* в еврозоне
Чили	2024	4,0	3,0 +/-1	(1) VAR с добавлением различных переменных, (2) декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию (за срочность), (3) полуструктурные подходы в логике уравнения Эйлера, кривой Филлипса, правила Тейлора, (4) паритет процентных ставок, (5) модель устойчивого потребительского поведения
Индонезия	2023	4,34	2,5 +/-1	Оценки МВФ через полуструктурные (HLW) и неструктурные модели (фильтр Ходрика – Прескотта), а также через декомпозицию кривой доходности
Китай	2024	4,7	2,0	Оценка на основе модели перекрывающихся поколений (OLG, overlapping generations model)
Индия	2022	4,8–5,0	4,0 +/-2	Полуструктурные (LW) и неструктурные модели (фильтр Калмана). Отмечается, что шоки цен на продовольствие в Индии являются одним из факторов, усложняющих оценку r*

	Год проведения оценки нейтральной ставки	Уровень номинальной нейтральной ставки, %	Цель по инфляции, %	Подходы к определению нейтральной ставки
Мексика	2024	4,8–6,6	3,0 +/-1	(1) Модифицированное правило Тейлора с учетом фактора денежно-кредитной политики ФРС США, (2) модель бизнес-цикла для малой открытой экономики, (3) премия за срочность и декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию (за срочность/риск)
ЮАР	2024	7,0	3,0–6,0	Адаптация модели LW к малой открытой экономике. После мирового кризиса 2008 года оценки трендового роста в ЮАР снизились, и это повлекло пересмотр r* вниз: оценка r* Резервным банком ЮАР снижалась с 4,4% в 2000–2006 годах до 1,9% в 2017 году. В 2022–2023 годах оценка была повышена до 2,5%
Россия	2025	7,5–8,5	4,0	Медиана оценок нескольких моделей: 1) неоклассическая теория роста, 2) подход на основе UIP, 3) полуструктурная модель Holston, Laubach and Williams (2020), 4) модель срочной структуры процентных ставок ACM, 5) TVP-SV-BVAR на основе Lubik and Matthes (2015), 6) BVAR с общим стохастическим трендом Del Negro et al. (2017)
Бразилия	2024	8,0	3,0 +/-1,5	(1) Оценки на основе вариации модели LW, (2) оценка на основе государственных долговых бумаг, защищенных от инфляции (TIPS), премии за риск и CDS/EMBI-спред, (3) SAMBA-модель на основе 2- или 5-летней ставки, (4) низкочастотные модели Beveridge-Nelson gap, Band-Pass gap, полуструктурный подход к оценке разрыва (semi-structural model gap), (5) оценка реальной рыночной ставки, дисконтированная (очищенная) от премии за срочность в зависимости от временного периода 5–10–20 лет (декомпозиция кривой доходности)

Приложение 8. Развитие финансового рынка

Банк России активно участвует в разработке и реализации политики по развитию финансового рынка, которое важно для успешной структурной трансформации, сбалансированного роста экономики и повышения эффективности денежно-кредитной политики

В настоящий момент продолжается структурная трансформация российской экономики. Для ее финансирования необходим значительный объем долгосрочных ресурсов, которые в условиях действующих санкционных ограничений могут быть сформированы преимущественно из внутренних источников, в том числе сбережений граждан. Трансформация сбережений в инвестиции происходит на финансовом рынке, уровень развития которого является одним из факторов, влияющих на скорость структурной трансформации и развития экономики.

Банк России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разрабатывает и реализует политику по развитию финансового рынка. Среднесрочные задачи по развитию финансового рынка содержатся в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации[1] и исполняются в целом в намеченные сроки.

В первую очередь целесообразно выделить комплекс мер, направленных на развитие рынка капитала. На сегодня уже сформирована линейка инструментов для розничных инвесторов, соответствующая их различным целям и потребностям. Ведется работа по ее расширению и донастройке. В частности, в начале 2025 года на российском рынке появился новый инструмент для долгосрочных инвестиций – долевое страхование жизни[2]. В дополнение к этому была подготовлена законодательная база[3] для гарантирования прав страхователей, застрахованных лиц и выгодоприобретателей по договорам добровольного страхования жизни. С января 2026 года будет запущен механизм, предполагающий компенсационные выплаты стоимости активов, учитываемых на индивидуальных инвестиционных счетах третьего типа, в случае банкротства лица, осуществляющего их ведение[4]. Для неквалифицированных инвесторов был расширен пул доступных им облигаций[5]. Теперь они могут без тестирования приобретать корпоративные облигации с кредитным рейтингом «А+» и выше[6]. Квалифицированным инвесторам станут доступны производные финансовые инструменты (ПФИ), ценные бумаги и цифровые финансовые активы (ЦФА), доходность которых привязана к стоимости цифровой валюты[7]. Ключевое условие – такие инструменты не должны предусматривать фактическую поставку цифровых валют. Также было усовершенствовано

---

1 Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации.

2 Федеральный закон от 25.12.2023 № 631-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

3 Федеральные законы от 26.12.2024 № 477-ФЗ «О гарантировании прав по договорам страхования жизни» и от 26.12.2024 № 478-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

4 Федеральный закон от 31.07.2025 № 331-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и о системе возмещения стоимости имущества, учтенного на индивидуальных инвестиционных счетах)».

5 Решение Совета директоров Банка России от 14.02.2025.

6 За исключением облигаций, обеспеченных залогом денежных требований, в том числе ипотечных, облигаций со структурным доходом, облигаций, конвертируемых в иные ценные бумаги. Ранее неквалифицированным инвесторам были доступны корпоративные облигации только с кредитным рейтингом «ААА».

7 Информационное письмо Банка России от 28.05.2025 № ИН-018-52/86 «О совершении операций с отдельными финансовыми инструментами и цифровыми финансовыми активами». Для отдельных инструментов потребуется корректировка законодательства.

регулирование паевых инвестиционных фондов (ПИФ) для квалифицированных инвесторов[8]. Конкретизированы предусмотренные законодательством требования, которым должны соответствовать физические и юридические лица для признания их квалифицированными инвесторами, установлен порядок признания лица квалифицированным инвестором и порядок ведения реестра квалифицированных инвесторов[9]. В частности, для повышения роли опыта и знаний при получении статуса квалифицированного инвестора увеличен имущественный критерий, введена комбинация имущественного критерия с другими критериями (усложненным тестированием, образованием или ученой степенью).

Кроме того, предусмотрено предоставление субсидий для субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП), в том числе являющихся малыми технологическими компаниями, при размещении ими акций на бирже и инвестиционных платформах[10]. Благодаря этому механизму они смогут компенсировать часть средств, ушедших на организацию IPO и пре-IPO. Для тех эмитентов, которые только планируют выйти на IPO, будет доступна компенсация части расходов на выпуск облигаций.

Повышение привлекательности долевого канала финансирования деятельности предприятий в сравнении с привычным им кредитом является принципиально важным для развития рынка капитала и структурной адаптации экономики. Растущая конкуренция между рынками акций и облигаций и рынком банковских кредитов в качестве источника финансирования организаций будет способствовать ускорению влияния импульсов денежно-кредитной политики на ставки по банковским кредитам и, соответственно, повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма.

Для действующих эмитентов совместно с Московской Биржей разработана и запущена Программа создания акционерной стоимости[11], которая поможет им улучшить взаимодействие с акционерами и повысить свою инвестиционную привлекательность. В итоге программа должна сформировать индекс из компаний, обладающих знаком качества для инвесторов и являющихся образцом для других эмитентов. На основе этого индекса будут формироваться фонды коллективных инвестиций, которые станут привлекательным инструментом для долгосрочных вложений. Помимо этого, Банк России сформировал рекомендации по внедрению этических принципов финансовыми организациями[12] и актуализировал принципы ответственного инвестирования[13] для институциональных инвесторов. Следование рекомендациям Кодекса ответственного инвестирования будет способствовать формированию долгосрочных отношений между институциональными инвесторами и эмитентами, а также их более тесному сотрудничеству в процессе корпоративного управления.

---

[8] Федеральный закон от 28.12.2024 № 532-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[9] Указание Банка России от 21.05.2025 № 7060-У «О требованиях, которым должно отвечать лицо для признания квалифицированным инвестором, порядке признания лица квалифицированным инвестором и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

[10] Решение Минэкономразвития России от 28.04.2025 № 25-60405-02102-Р «О порядке предоставления субсидий на государственную поддержку российских организаций – субъектов малого и среднего предпринимательства в целях компенсации части затрат на размещение ценных бумаг на фондовой бирже и на инвестиционных платформах».

[11] Информационное письмо Банка России от 13.01.2025 № ИН-02-28/68 «О Рекомендациях по разработке стратегии повышения акционерной стоимости».

[12] Методические рекомендации Банка России от 20.01.2025 № 1-МР по применению основных принципов добросовестного поведения на финансовом рынке.

[13] Информационное письмо Банка России от 07.07.2025 № ИН-02-28/90 «О Кодексе ответственного инвестирования».

В части развития инфраструктуры финансового рынка осуществлен переход к полностью электронному формату документооборота[14] между эмитентами и Банком России в процессе государственной регистрации выпусков ценных бумаг. Кроме того, определены правовые основы деятельности администраторов финансовых и товарных индикаторов, что должно способствовать формированию национальной системы таких индикаторов[15]. Установлены упрощенные требования для товарных торговых систем, чтобы создать условия для увеличения количества лицензируемых площадок, на которых проводятся организованные торги товаром[16].

Банк России совместно с Правительством Российской Федерации продолжит реализацию политики по развитию финансового рынка по следующим направлениям.

1. Создание условий для усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики при сохранении устойчивости финансового сектора

Для обеспечения экономики сбалансированным набором источников финансирования необходимо повышение роли рынка капитала и небанковских финансовых посредников, активное присутствие на рынке различных групп инвесторов и эмитентов, развитие инструментов для долгосрочных сбережений и инвестиций, а также укрепление доверия на финансовом рынке. Реализация мероприятий по указанным направлениям будет способствовать росту значимости финансового рынка в финансировании трансформации экономики, что также может содействовать повышению эффективности трансмиссии решений по ключевой ставке в экономику по каналам, связанным с финансовым рынком (в частности, по балансовому и узкому кредитному каналам).

К числу значимых запланированных мероприятий можно отнести работу по фокусированию механизмов государственной поддержки на инструментах долгосрочных сбережений и инвестиций – в частности, по распространению налоговых льгот для долгосрочных сбережений на долгосрочные договоры страхования жизни. Кроме того, для обеспечения привлекательности программы долгосрочных сбережений (ПДС) очень важно участие работодателей. Планируется распространить льготы, существующие для работодателей в системе НПО, на ПДС, а именно: предоставить возможность учета взносов работодателя по ПДС в пользу работников в составе расходов на оплату труда по налогу на прибыль организаций и освободить такие взносы работодателя от обложения страховыми взносами[17]. Также Банк России совместно с Правительством Российской Федерации прорабатывает вопрос создания инструмента семейных сбережений.

Для увеличения присутствия институциональных инвесторов на фондовом рынке в прошлом году были смягчены требования к участию НПФ в первичных размещениях акций на организованных

---

[14] Федеральный закон от 23.05.2025 № 124-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Вступает в силу с 01.03.2026.

[15] Федеральные законы от 13.12.2024 № 452-ФЗ «Об администраторах финансовых и товарных индикаторов» и от 13.12.2024 № 453-ФЗ «О внесении изменений в статью 76.9-5 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и Федеральный закон «Об организованных торгах» (далее – Федеральный закон № 453-ФЗ).

[16] Федеральный закон № 453-ФЗ.

[17] Проект федерального закона № 919131-8 «О внесении изменений в статью 126.2 части первой и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и статью 3 Федерального закона «О внесении изменений в статьи 102 и 126.2 части первой и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации» принят Государственной Думой в первом чтении.

торгах[18]. Также ведется работа по отмене части требований к составу и структуре инвестиционных портфелей НПФ при одновременном ограничении инвестиционных рисков через повышенные требования к стресс-тестированию НПФ. Указанные изменения расширят инвестиционные возможности НПФ и увеличат гибкость управления портфелем пенсионных резервов при сохранении финансовой устойчивости.

Не менее важную роль здесь играет повышение привлекательности рынка капитала как источника финансирования для бизнеса. Компании, самостоятельно привлекающие средства в капитал, должны поощряться. Для этого будет целесообразно переориентировать инструментарий государственных субсидий с банковского кредитования на меры поддержки эмитентов. При этом в условиях ограниченных финансовых ресурсов государственную поддержку необходимо фокусировать на наиболее приоритетных направлениях и проектах – в первую очередь поддерживать компании, осуществляющие деятельность в перспективных и приоритетных отраслях, в том числе в сфере высокотехнологичного производства, импортозамещения, несырьевого экспорта, участвующие в создании необходимой инфраструктуры. Вместе с тем для получения значительного эффекта необходима совокупность мер государственной поддержки эмитентов. В связи с этим представляется оправданным оценить возможность введения налоговых стимулов для компаний, самостоятельно привлекающих средства в капитал. Дополнительный импульс к развитию долевого финансирования также может дать приоритетный доступ эмитентов к иным мерам государственной поддержки и стимулирование государственных компаний к публичному размещению акций.

Для развития долевого финансирования принципиально важным остается развитие практик корпоративного управления – это в том числе и защита прав миноритарных инвесторов, и обеспечение предсказуемости дивидендных выплат. Кроме того, для формирования доверительной среды необходимо наличие качественной, достоверной информации. Поэтому важно раскрытие такой информации эмитентами ценных бумаг.

Для стабильного функционирования экономики критически важна устойчивая инфраструктура финансового рынка. Она обеспечивает прозрачность, эффективность и доверие на финансовом рынке и способствует привлечению инвестиций и экономическому росту. Содействие ее динамическому развитию является приоритетной задачей Банка России. Так, большую роль в обеспечении экономического суверенитета играет национальная рейтинговая индустрия. Ее развитие продолжается, в частности планируется создание правового института непубличных кредитных рейтингов. В процессе формирования находится реестр национальных администраторов финансовых и товарных индикаторов.

Банк России проводит работу по усилению требований к нормативам концентрации в части установления более жестких пороговых значений для снижения потенциальных системных рисков на финансовом рынке. Продолжается также реализация механизма быстрого перевода ценных бумаг между ПУРЦБ для снижения их издержек.

Кроме того, Банк России продолжит развитие регулирования деятельности платформенных сервисов.

---

[18] Минимальный объем размещения для участия НПФ был снижен с 50 млрд до 3 млрд рублей.

2. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение финансовой доступности для граждан и бизнеса

Обеспечение защиты потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение их финансовой и инвестиционной грамотности – важнейшие направления деятельности Банка России. На ближайшем горизонте важной остается задача по повышению защищенности потребителей инвестиционных продуктов, в том числе с учетом активного развития технологий и дистанционных каналов обслуживания.

Банк России продолжает реализацию комплекса мер, направленных на защиту розничных инвесторов и совершенствование подходов к их допуску на рынок капитала.

Отдельным приоритетом для Банка России является повышение уровня доступности, качества и расширение ассортимента финансовых услуг для граждан и бизнеса, а в особенности для групп потребителей, требующих особого внимания: жителей отдаленных, малонаселенных и труднодоступных территорий; людей с инвалидностью, пожилых и маломобильных групп населения; субъектов МСП.

В рамках обеспечения комплексной защиты прав потребителей финансовых услуг одной из задач является обеспечение формирования у российских граждан ключевых элементов финансовой культуры (ценностей, установок и поведенческих практик), способствующих их финансовому благополучию и росту благосостояния, в том числе через формирование компетенций по финансовой грамотности, развитие финансового рынка и общественных институтов, а также воздействие на ценности человека с помощью продукции креативных индустрий. Осознанное поведение граждан на финансовом рынке, понимание сути финансовых операций, умение минимизировать риски, расширение практики использования различных финансовых инструментов способствуют развитию финансового рынка, что улучшает работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Также в связи с цифровизацией финансового рынка важно повысить финансовую киберграмотность населения, а также решить проблемы, связанные с киберпреступностью и кибермошенничеством.

Меры, направленные на защиту прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, обеспечивают создание доверительной среды на российском финансовом рынке. Это поможет сформировать более рациональную реакцию на изменения ситуации в экономике в целом и на финансовом рынке в частности. Такая реакция будет способствовать повышению эффективности канала ожиданий в национальной экономике. Эти мероприятия, а также меры по повышению финансовой доступности для граждан и бизнеса приведут к расширению круга пользователей финансовых услуг, на экономическое поведение которых денежно-кредитная политика оказывает непосредственное влияние. Соответственно, будет увеличиваться общая эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

3. Цифровизация финансового рынка и развитие платежной инфраструктуры

Содействие цифровизации финансового рынка остается одним из стратегических приоритетов Банка России. Продолжится развитие национальной цифровой инфраструктуры в рамках реализации проектов по развитию цифровой идентификации, цифрового обмена данными и цифровых платежей.

Для развития сервисов цифровой идентификации Банк России продолжит работу по совершенствованию Единой биометрической системы (ЕБС), что будет способствовать снижению затрат участников финансового рынка.

Будет продолжено развитие предоставляемых с помощью ЕБС финансовых и нефинансовых сервисов. В частности, Банк России будет и дальше развивать биоэквайринг. На сегодня уже проведены первые пилотные транзакции. Планируется завершить работу по запуску промышленного решения и обеспечить масштабирование биоэквайринга в целях обеспечения гражданам доступа к совершению платежей с помощью биометрических персональных данных.

Банк России продолжит развивать цифровой обмен данными на рынке, что расширит потенциал предоставления финансовых услуг и сервисов в цифровом виде.

Совместно с заинтересованными федеральными органами исполнительной власти и участниками финансового рынка Банк России реализует мероприятия, направленные на расширение перечня услуг, предоставляемых финансовыми организациями физическим и юридическим лицам с использованием Цифрового профиля. Кроме того, планируется обеспечить вывод новых сведений в Цифровой профиль и увеличить число подключенных к нему организаций.

Важным шагом станет внедрение регулирования Открытых API на финансовом рынке. Одновременно с этим планируется проработать подходы к информационному обмену посредством Открытых API для нефинансового рынка.

Реализация Платформы коммерческих согласий обеспечит для клиентов удобный и понятный механизм централизованного управления согласиями в рамках информационного обмена посредством Открытых API.

Обеспечение независимости российской экономики с точки зрения функционирования финансового рынка касается прежде всего развития необходимой независимой инфраструктуры платежей и расчетов. В рамках Национальной системы платежных карт и платежной системы «Мир» продолжится дальнейшее развитие продуктов и сервисов на базе инновационных цифровых решений. Запланирована работа по расширению функционала Системы быстрых платежей. Банк России планирует расширить график работы платежной системы, что позволит сделать бизнес-платежи доступными в любое время суток в условиях 11 часовых поясов и расширить возможности получения дополнительных доходов, в том числе на финансовом рынке.

Возможность совершения операций с цифровыми рублями станет важнейшей новацией в сфере денежного обращения, платежей и расчетов. Данная возможность будет предоставлена всем клиентам крупнейших банков[19] начиная с 01.09.2026, клиентам банков с универсальной лицензией и остальных кредитных организаций – позднее.

Для развития инновационных инструментов на финансовом рынке ведется работа по совершенствованию регулирования цифровых прав и дальнейшему развитию этого сегмента финансового рынка.

В целом реализация мер в области цифровизации финансового рынка и развития платежной инфраструктуры позволит повысить скорость платежей и расчетов и снизить издержки на их совершение, способствуя ускорению отражения в операциях на товарном и финансовом рынках изменений, связанных с решениями по денежно-кредитной политике. Это будет положительно влиять на эффективность трансмиссионного механизма.

---

[19] Перечень системно значимых кредитных организаций; Реестр кредитных организаций, признанных Банком России значимыми на рынке платежных услуг.

4. Развитие системы внешнеторговых платежей и расчетов

В условиях сохраняющегося внешнеполитического давления со стороны стран, совершающих недружественные действия, продолжается работа по выстраиванию новых каналов международных расчетов. Банк России работает над развитием корреспондентских отношений между кредитными организациями с фокусом на расчеты в национальных валютах, а также над расширением каналов передачи финансовой информации, отличных от SWIFT.

Для расширения возможностей по осуществлению международных расчетов ведется разработка альтернативных механизмов. Так, в связи с появлением возможности использовать цифровые права в качестве встречного предоставления во внешнеторговой деятельности[20], на операции по передаче и получению цифровых прав была распространена система учета и контроля валютных операций[21].

По мере устранения барьеров во внешнеторговых операциях, связанных с внешнеполитическим давлением, влияние курса рубля на объемы внешней торговли будет становиться менее зашумленным и, соответственно, будет частично восстанавливаться значимость валютного канала трансмиссионного механизма.

5. Обеспечение финансовой стабильности

Приоритетом для Банка России является сохранение финансовой стабильности, доверия вкладчиков и инвесторов к российской финансовой системе. Поскольку только надежный финансовый сектор способен поддерживать бесперебойное проведение платежей и трансформацию сбережений в инвестиции, реализация мер в этом направлении позволит обеспечить эффективность трансмиссии решений по денежно-кредитной политике.

В процессе реализации мер политики по развитию финансового рынка Банк России будет оценивать их влияние на эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

---

[20] Федеральный закон от 11.03.2024 № 45-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[21] Инструкция Банка России от 16.08.2017 № 181-И «О порядке представления резидентами и нерезидентами уполномоченным банкам подтверждающих документов и информации при осуществлении валютных операций, о единых формах учета и отчетности по валютным операциям, порядке и сроках их представления».

Приложение 9. Денежная программа

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание инфляции вблизи 4%, а операционной целью – поддержание однодневных ставок в необеспеченном сегменте овернайт межбанковского денежного рынка вблизи ключевой ставки. Данная стратегия не предполагает установления и достижения количественных ориентиров по каким-либо иным экономическим показателям, включая денежно-кредитные. Показатели денежной программы рассчитываются Банком России в дополнение к прогнозу ликвидности банковского сектора и включаются в круг прогнозных показателей, учитываемых при разработке и реализации денежно-кредитной политики Банка России.

ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПО СЧЕТАМ ОРГАНОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ (ПОКАЗАТЕЛИ ДЕНЕЖНОЙ ПРОГРАММЫ)[1] *Табл. П-2*

(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, ТРЛН РУБ., ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

	2024 (факт)	Базовый			
		2025	2026	2027	2028
1. Денежная база (узкое определение)	**18,9**	**19,3**	**20,1**	**21,2**	**22,2**
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	18,5	18,8	19,6	20,6	21,6
1.2. Обязательные резервы[2]	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6
2. Чистые международные резервы	**59,1**	**56,7**	**55,3**	**55,4**	**55,7**
– в млрд долл. США[3]	582	558	544	545	548
3. Чистые внутренние активы	**-40,3**	**-37,5**	**-35,2**	**-34,3**	**-33,5**
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-6,9	-6,0	-5,2	-5,1	-5,1
3.2. Чистый кредит банкам	-4,2	-4,1	-2,4	-1,0	0,5
3.2.1. Валовой кредит банкам	4,7	4,3	6,5	8,4	10,5
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования[4]	4,4	3,9	6,1	8,0	10,2
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-4,7	-5,4	-5,8	-6,4	-7,0
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России, КОБР и обратный валютный своп	-4,2	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы[5]	-29,1	-27,3	-27,6	-28,2	-28,9

[1] *Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на конец 2024 года, равному 101,7 рубля за доллар США, и по фиксированным кросс-курсам доллара США к иностранным валютам на конец 2024 года.*

[2] *Обязательные резервы кредитных организаций по счетам в валюте Российской Федерации, перечисленные в Банк России (не включают средства на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, учитываемые в рамках использования механизма усреднения обязательных резервов).*

[3] *Изменение чистых международных резервов прогнозируется с учетом операций Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, а также включая сокращение задолженности банков по операциям рефинансирования Банка России в иностранной валюте, операции Банка России по покупке монетарного золота и расчеты по сделкам «валютный своп» по продаже иностранной валюты за рубли.*

[4] *Включают требования по операциям рефинансирования в рублях, в том числе обеспеченным кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» по покупке Банком России иностранной валюты за рубли.*

[5] *Включают операции с использованием денежных средств ГК «АСВ» и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, операции Минфина России по инвестированию средств ФНБ, рост обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, хранящихся на специальных счетах, а также валютную переоценку активов.*

Источник: Банк России.

Графа 1 «Денежная база (узкое определение)»

Изменению денежной базы в 2025–2028 годах будет способствовать динамика объема наличных денег в обращении. Базовый прогноз Банка России предполагает небольшой рост объема наличных денег в обращении по итогам 2025 года. Это связано с общей нормализацией спроса на наличные деньги, а также с сохранением на протяжении большей части года привлекательных ставок по депозитам. Однако в 2026–2028 годах ожидается постепенный возврат спроса на наличные деньги к траектории, которая обусловлена ростом экономики и объемов платежей. При этом дальнейшее расширение практики использования безналичных расчетов будет ограничивать рост данного показателя.

Рост величины обязательных резервов по обязательствам в рублях, хранящихся на специальных счетах в Банке России, в 2025 году связан с увеличением объема депозитов в банках и, как следствие, резервируемых обязательств в 2024–2025 годах. В результате ежегодного перерасчета общая величина обязательных резервов перераспределилась в соответствии со следующими коэффициентами: 0,9 подлежит усреднению банками на корреспондентских счетах в Банке России, а 0,1 зачисляется на специальные счета по учету обязательных резервов. Дальнейший рост данного показателя в рассматриваемый период обусловлен общим увеличением денежной массы. При этом изменение обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, также хранящихся на специальных счетах в Банке России, отражено в графе 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы».

Графа 2 «Чистые международные резервы»

Изменения по графе 2 «Чистые международные резервы» учитывают проведение регулярных операций по покупке и продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила, зеркалирование Банком России операций со средствами ФНБ сверх бюджетного правила и зеркалирование операций в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России.

Графа 3 «Чистые внутренние активы»

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству»

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству» учитывает предпосылку о возврате с 2025 года к формированию бюджетных расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила.

Графа 3.2 «Чистый кредит банкам»

Значение графы 3.2 «Чистый кредит банкам» в течение рассматриваемого периода будет снижаться в абсолютном выражении и к концу 2028 года станет положительным.

Графа 3.2.1.1 «Требования по операциям рефинансирования» учитывает операции банков по привлечению средств на длительные сроки, в том числе с помощью специальных инструментов рефинансирования. При переходе к дефициту ликвидности и по мере того, как основными операциями по управлению ликвидностью станут недельные аукционы по предоставлению средств, эта графа будет балансирующей в денежной программе.

В результате изменений других статей денежной программы требования по операциям рефинансирования Банка России в базовом сценарии увеличатся.

Прогноз значения графы 3.2.2 «Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России» предполагает равномерную траекторию выполнения усреднения обязательных резервов кредитными организациями. Прогноз учитывает рост данного показателя в рассматриваемый период за счет общего увеличения денежной массы.

Графа 3.2.3 «Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР» отражает фактическую ситуацию 2025 года и возможное сохранение на прогнозном периоде высоких остатков денежных средств на депозитах постоянного действия в Банке России.

Графа 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы»

Изменения по графе 3.3 на прогнозном периоде учитывают выплату Банком России процентов по стандартным операциям абсорбирования и получение доходов по операциям рефинансирования, а также операции Минфина России по инвестированию средств ФНБ, валютную переоценку активов и рост обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, хранящихся на специальных счетах.

Приложение 10. Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления

На страны, придерживающиеся таргетирования инфляции, приходится около 70% мирового ВВП. Данный режим позволяет эффективнее поддерживать ценовую стабильность и улучшает перспективы экономического роста

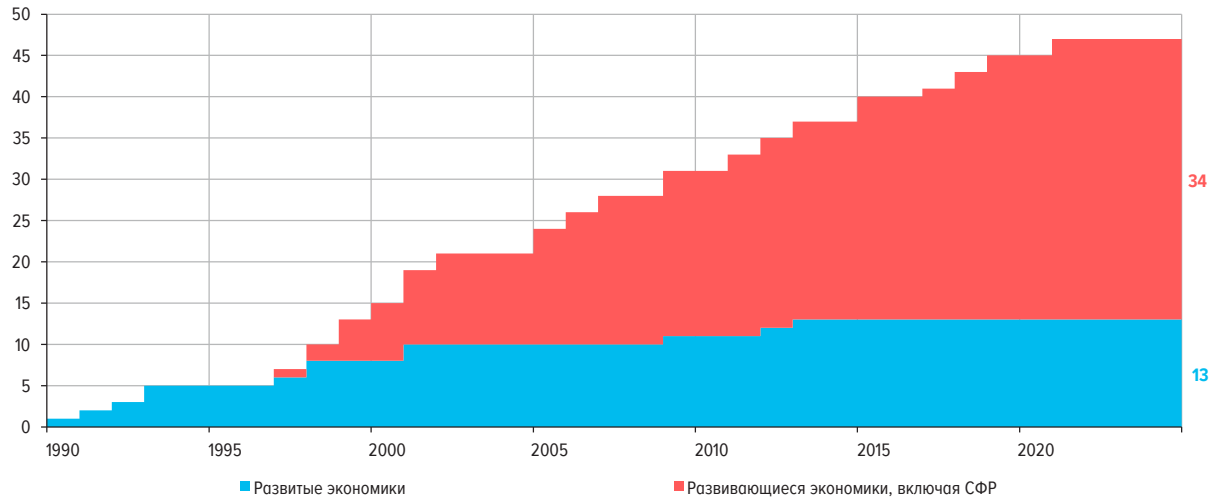
Преимущества режима таргетирования инфляции и его распространение в мире

Роль стран, придерживающихся режима таргетирования инфляции, в мировой экономике

Сегодня в мире обеспечение ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции, является основной задачей центральных банков при проведении денежно-кредитной политики. На практике центральные банки чаще всего реализуют ее через режим таргетирования инфляции. Формирование четкой зоны ответственности центрального банка и повышение его подотчетности перед обществом в сочетании с ясностью целеполагания обусловили широкое распространение таргетирования инфляции в мире с начала 1990-х годов.

Согласно Ежегодному докладу о валютных режимах и валютных ограничениях МВФ[1], денежно-кредитную политику в рамках таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят центральные банки 47 стран и интеграционных объединений[2]. По оценкам за 2024 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП. И практически все они относятся к странам с высоким или средним уровнем дохода, согласно классификации Всемирного банка.

СТРАНЫ – ТАРГЕТЕРЫ ИНФЛЯЦИИ В МИРЕ *Рис. П-34*
(КОЛИЧЕСТВО СТРАН И ИНТЕГРАЦИОННЫХ ОБЪЕДИНЕНИЙ, ЕД.)



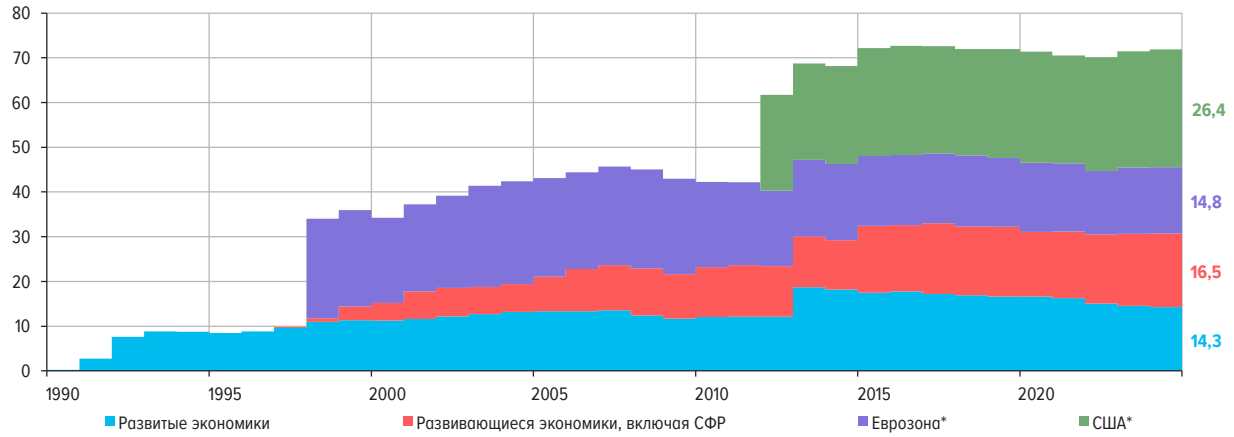
Источник: Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2023).

[1] Наиболее полная классификация стран по режиму денежно-кредитной политики, которого придерживается центральный банк, публикуется МВФ в Ежегодном докладе о валютных режимах и валютных ограничениях (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, AREAER). Последняя версия доклада была опубликована в конце 2024 года, в ней описываются режимы денежно-кредитной политики по состоянию на 2023 год.

[2] Единственным интеграционным объединением в составе экономик, где проводится политика таргетирования инфляции, является Европейский валютный союз (еврозона) с 20 государствами-членами. С 2023 года к таргетированию инфляции перешли Монголия и Маврикий, тогда как Украину и Сейшелы перестали относить к странам – таргетерам инфляции.

Первым центральным банком, перешедшим к таргетированию инфляции, в 1990 году стал Резервный банк Новой Зеландии. К началу 2000-х годов переход к режиму таргетирования инфляции был осуществлен практически во всех развитых[3] экономиках. Среди развивающихся экономик первопроходцем в таргетировании инфляции с 1997 года стал Чешский национальный банк[4]. Банк России перешел к таргетированию инфляции в 2015 году. Среди стран – членов БРИКС, помимо Банка России, таргетирования инфляции официально придерживаются Резервный банк Индии, Центральный банк Бразилии, Резервный банк ЮАР и Банк Индонезии. Народный банк Китая (НБК), хотя и не может считаться таргетером инфляции, за последние десятилетия заметно изменил подходы к проведению денежно-кредитной политики (в большей степени на уровне инструментов), несколько приблизив их к подходам, применяемым в рамках таргетирования инфляции, и продолжает дальнейшее развитие[5]. По состоянию на 2023 год среди развивающихся стран таргетерами инфляции являются центральные банки 34 стран.

ДОЛЯ СТРАН – ТАРГЕТЕРОВ ИНФЛЯЦИИ В МИРОВОМ ВВП *Рис. П-35*
(%)



** В США целевой уровень инфляции установлен с 2012 года, в еврозоне – с 1998 года.*
Примечание. Для расчетов используется ВВП в текущих ценах (по данным МВФ).
Источники: МВФ, расчеты Банка России.

[3] На практике к регионам, где центральные банки таргетируют инфляцию, относят США и Европейский валютный союз (еврозону). Это связано с тем, что, хотя ФРС США и ЕЦБ официально не объявляют себя таргетерами инфляции, они имеют все ключевые отличительные элементы таргетирования инфляции: объявленные публично цели по инфляции, плавающие курсы национальных валют, процентные ставки и коммуникацию как основные инструменты денежно-кредитной политики.

[4] МВФ начал классифицировать Чехию как развитую экономику только с 2009 года (World Economic Outlook, октябрь 2009 года).

[5] Особенностью денежно-кредитной политики НБК выступает множественность целей, промежуточных ориентиров и инструментов политики. Такая сложная структура во многом является наследием плановой экономики, отражает специфику развития рынков (стремительного, но неравномерного) и институциональной среды. За последние десятилетия (особенно после 2015 года), в условиях поступательного перехода экономики Китая на рыночные рельсы, НБК сделал большой шаг вперед в повышении эффективности работы трансмиссионного механизма своей денежно-кредитной политики. Это касается в первую очередь выстраивания системы инструментов управления ликвидностью для управления ставками денежного рынка (по типу близкой к процентному коридору), в целом упрощения системы процентных ставок денежно-кредитной политики. Кроме того, уменьшилось прямое государственное участие в ценообразовании банковских продуктов в экономике, в том числе вмешательство в трансфертное ценообразование банков. Наконец, НБК постепенно снизил роль норматива обязательного резервирования при проведении денежно-кредитной политики, а также повысил информационную открытость для формирования доверия участников рынка. Несмотря на уже достигнутые успехи, по мнению многих экспертов, остается еще достаточно пространства для совершенствования, о чем говорит в том числе и сам НБК. В официальных выступлениях представителей НБК, в частности, подчеркивается приверженность дальнейшему развитию процентной политики, основанной на рыночных механизмах, и повышению ее прозрачности.
Следует также отметить, что НБК в условиях множественности целей также имеет действующий целевой ориентир по инфляции. Он устанавливается Государственным советом Китая и озвучивается премьер-министром страны весной каждого года. С 2025 года уровень цели по инфляции снижен с 3 до 2%. Это связано с тем, что на текущем этапе инфляция на уровне около 2%, по официальным оценкам, лучше соответствует сбалансированному росту китайской экономики (см. Отчет о работе правительства, представленный на третьей сессии 14-го Всекитайского собрания народных представителей Китайской Народной Республики от 05.03.2025).

Преимущества таргетирования инфляции по сравнению с другими режимами денежно-кредитной политики

Изучению результативности таргетирования инфляции за его более чем 30-летнюю историю посвящены многочисленные академические исследования, в том числе сравнивающие эффективность данного режима с таргетированием отличных от инфляции макроэкономических показателей (например, денежных агрегатов или курса национальной валюты). Большинство исследований подтверждают преимущества таргетирования инфляции не только в поддержании ценовой стабильности, но и в улучшении перспектив роста экономики[6].

Институциональные преобразования, реализуемые в условиях таргетирования инфляции (рост независимости и подотчетности центрального банка, улучшение практики коммуникации решений по денежно-кредитной политике), способствуют повышению уровня доверия общества к деятельности центрального банка, увеличивают предсказуемость макроэкономических условий[7]. Это снижает вес адаптивного (назадсмотрящего) компонента в инфляционных ожиданиях экономических агентов, что позволяет центральным банкам эффективнее достигать цели по инфляции и повышает гибкость денежно-кредитной политики.

Гибкость денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции и плавающего курса национальной валюты усиливает ее контрциклическую[8] роль в экономике. То есть национальная экономика в условиях таргетирования инфляции лучше абсорбирует внешние и внутренние экономические шоки по сравнению с режимами таргетирования отличных от инфляции макроэкономических показателей[9].

Кроме того, в долгосрочной перспективе успешная реализация таргетирования инфляции не только повышает устойчивость экономического роста[10], но и увеличивает его темпы[11]. При этом в развивающихся странах, в отличие от развитых, положительное влияние на темпы роста экономики может проявляться на более поздних этапах таргетирования инфляции. И важным условием для реализации этого влияния является накопление доверия к проводимой центральным банком денежно-кредитной политике в результате поддержания инфляции на стабильно низких уровнях. В развивающихся странах таргетирование инфляции также снижает волатильность процентных ставок и реального обменного курса[12]. Исследования по развивающимся экономикам также показывают, что режим таргетирования инфляции стимулирует рост прямых иностранных инвестиций и опосредованно повышает устойчивость банковского сектора за счет более предсказуемой макроэкономической среды[13].

---

6 См., например, метаанализ 113 исследований, посвященных изучению результативности таргетирования инфляции: Hippolyte W. Balima, Eric G. Kilama, René Tapsoba. Inflation targeting: Genuine effects or publication selection bias? European Economic Review. Volume 128. 2020.

7 Blinder (2000), Gürkaynak et al. (2006), Ötker & Freedman (2009), Картаев (2015), Shmidt-Hebbel & Carrasco (2016).

8 Это преимущество особенно актуально для развивающихся экономик, где центральные банки исторически зачастую были вынуждены ужесточать, а не смягчать денежно-кредитную политику во время кризисов, что усиливало масштабы спадов экономики.

9 Fratzscher et al. (2017).

10 Mishkin (2004), Walsh (2009), Ball (2010), Svensson (2010), Miller et al. (2012), Fratzscher et al. (2017), Balima et al. (2020), Ravenna & Ingholt (2021).

11 Hale & Philippov (2015) или Картаев (2015).

12 Bambe (2023).

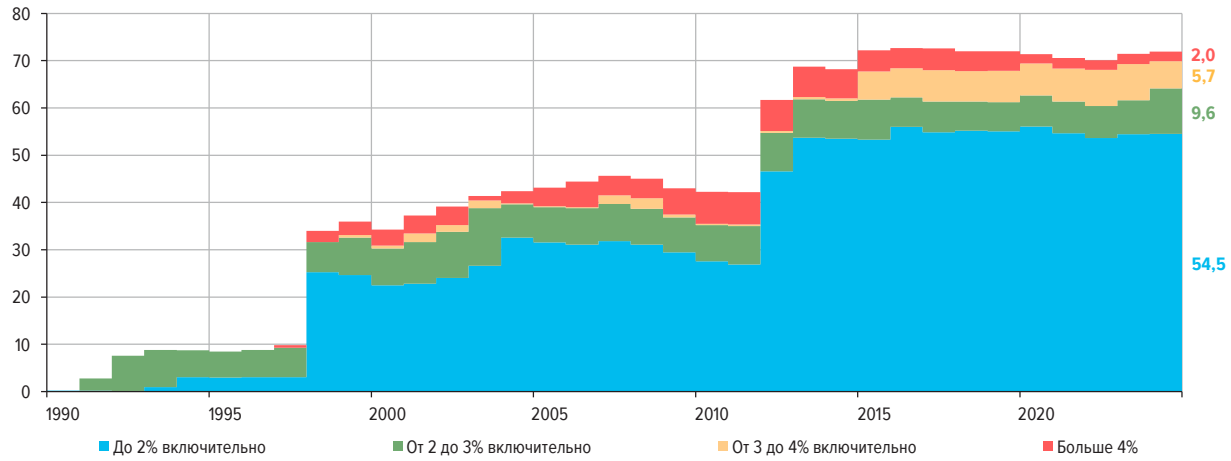
13 Mishra & Dubey (2022).

Выбор целей по инфляции и их достижение после перехода к таргетированию инфляции

Форматы среднесрочных[14] целей по инфляции, используемые центральными банками в мире, весьма разнообразны в части как уровней, так и типов. Цели по инфляции в развитых экономиках, как правило, устанавливаются на уровне 2% (исключения – Исландия и Австралия). Среди развивающихся экономик, для которых исторически характерна более высокая волатильность макроэкономической среды, разброс уровней целей более выраженный – от 2 до 8%. Но чаще всего цели по инфляции в СФР устанавливаются в диапазоне от 3 до 4%. По состоянию на 2024 год на долю стран с целевыми ориентирами выше 4% приходится 2% ВВП в текущих ценах и не более 4% ВВП по ППС.

ДОЛЯ В МИРОВОМ ВВП СТРАН – ТАРГЕТЕРОВ ИНФЛЯЦИИ ПО УРОВНЮ ЦЕЛИ
(%)

Рис. П-36



Примечание. Для расчетов используется ВВП в текущих ценах (по данным МВФ). Расчеты учитывают исторические изменения уровней целей.
Источники: МВФ, расчеты Банка России.

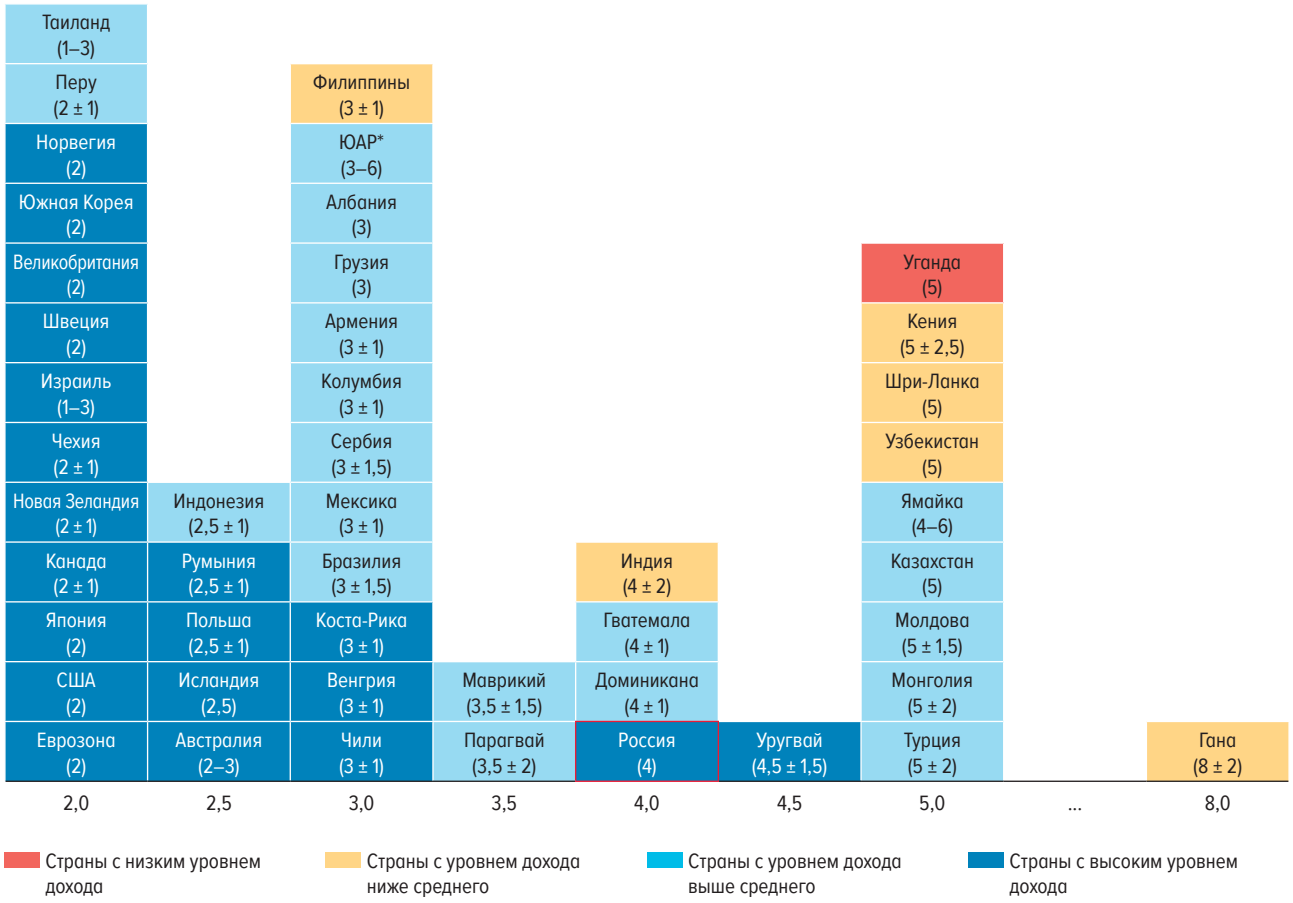
В последнее десятилетие заметен тренд на снижение уровней целей по инфляции в развивающихся экономиках по мере накопления опыта таргетирования инфляции[15]. В частности, с 2025 года уровень цели в Армении был снижен с 4 до 3%. Данное значение было установлено Центральным банком Армении еще в 2005 году как долгосрочный ориентир. На данный момент цель на уровне 3%, по официальным оценкам, лучше соответствует определению ценовой стабильности, значительно сокращая издержки от инфляции для населения и бизнеса. В Парагвае уровень цели был снижен с 4 до 3,5% для повышения доверия к денежно-кредитной политике, улучшения качества деловой среды, защиты реальных доходов граждан. Несмотря на сохранение целевого диапазона в 3–6%, с июля 2025 года Резервный банк ЮАР стремится стабилизировать инфляцию вблизи его нижней границы. Такое решение было принято для укрепления доверия к денежно-кредитной политике, а также лучшего заякоривания инфляционных ожиданий на низких уровнях.

[14] Цели по инфляции, действующие в течение продолжительного периода неизменности. Как правило, центральные банки переходят к таргетированию среднесрочных целей по инфляции после завершения периодов дезинфляции, продолжающихся в течение нескольких лет (особенно это касается развивающихся экономик). В условиях дезинфляции, которая может проходить как до официального перехода к таргетированию инфляции, так и в первые годы после перехода к данному режиму, центральные банки могут пользоваться промежуточными ежегодными целевыми ориентирами по инфляции.

[15] Так, в Бразилии цель по инфляции снижалась поэтапно с 4,5% ± 1,5 п.п. в 2018 году до 3% ± 1,5 п.п. с 2024 года, в Грузии – с 6% в 2014 году до 3% с 2018 года, Парагвае – с 5% ± 2 п.п. в 2014 году до 3,5% ± 2 п.п. с 2025 года, Индонезии – с 4,5% ± 1 п.п. в 2014 году до 2,5% ± 1 п.п. с 2024 года, Казахстане – с 6–8% в 2017 году до 5% с 2023 года. На Филиппинах цель была снижена с 4% ± 1 п.п. до 3% ± 1 п.п. в 2015 году, в Доминикане – с 4,5% ± 1 п.п. до 4% ± 1 п.п. в 2015 году, Сербии – с 4% ± 1,5 п.п. до 3% ± 1,5 п.п. в 2017 году, Таиланде – с 2,5% ± 1,5 п.п. до 1–3% в 2020 году, Уругвае – с 3–7% до 4,5% ± 1,5 п.п. в 2020 году, Монголии – с 6% ± 2 п.п. до 5% ± 2 п.п. в 2025 году, Армении – с 4% ± 1,5 п.п. до 3% ± 1 п.п. в 2025 году.

ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ С ГРУППИРОВКОЙ ПО КЛАССИФИКАЦИИ ВСЕМИРНОГО БАНКА
(%)

Рис. П-37



** С июля 2025 года Резервный банк ЮАР стремится стабилизировать инфляцию вблизи нижней границы целевого диапазона 3–6%.*
Примечание. При построении графика использована классификация Всемирного банка по данным о валовом национальном доходе на душу населения за 2024 год.
Источники: сайты центральных банков, Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2023), Всемирный банк.

Среди типов цели по инфляции в мире наиболее распространен тип цели в виде точки с диапазоном отклонений, который широко используется именно среди центральных банков развивающихся стран. Тем не менее многие центральные банки, несмотря на формальный выбор такого типа цели, склонны акцентировать внимание только на точке для более ясного сигнала денежно-кредитной политики. В развитых странах чаще используется точка. Менее всего в мире распространен целевой диапазон. При этом ширина диапазонов целей в развивающихся экономиках в среднем больше, чем в развитых странах.

На практике при выборе среднесрочных целей по инфляции (уровней и типов) центральные банки учитывают широкий набор факторов[16]. С одной стороны, это различные теоретические[17]

[16] Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А. Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире. Исследовательский доклад. Май 2023 года; Магжанов Т., Мещеряков А. Что определяет выбор «ширины» цели по инфляции? Исследовательский доклад. Май 2023 года.

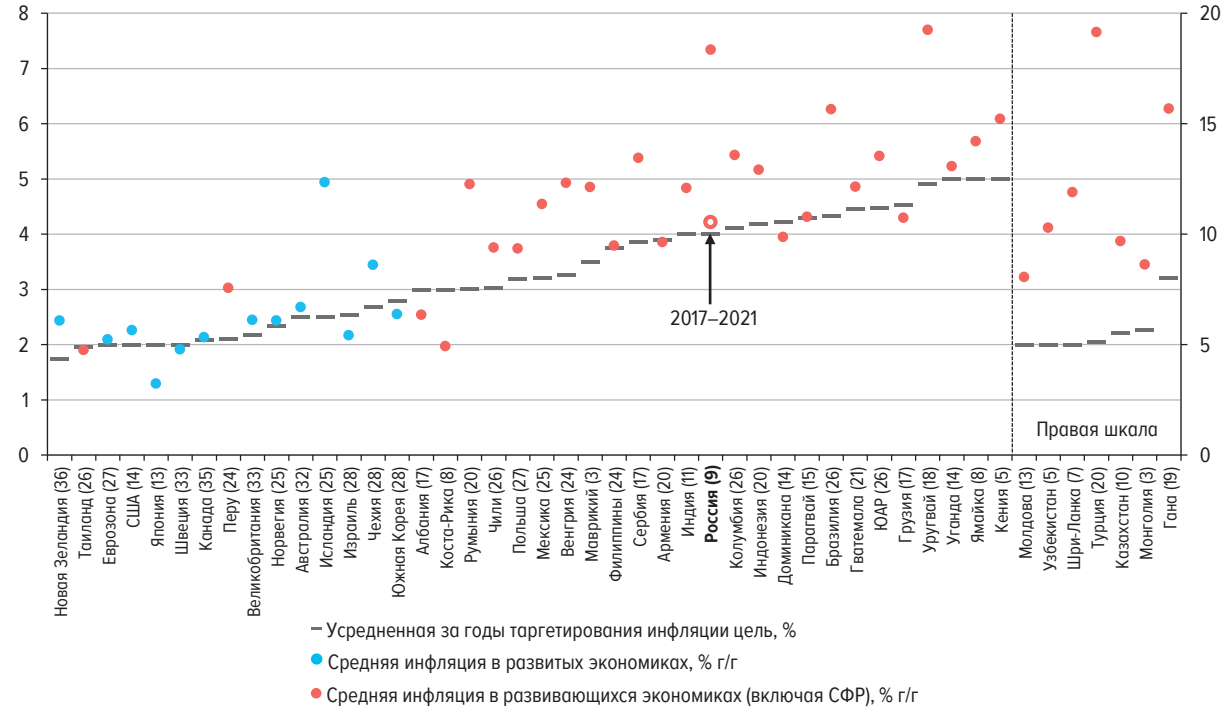
[17] Применительно к уровню цели по инфляции могут учитываться издержки для общественного благосостояния от ценовых колебаний. Издержки связаны среди прочего с проблемами номинальных жесткостей в экономике в краткосрочном периоде (особенно на рынке труда), с рисками достижения эффективной нижней границы ключевой ставки (Effective Lower Bound, ELB) в случае реализации дезинфляционных шоков в экономике. Что касается типа цели по инфляции, то здесь важны аспекты эффективного заякоривания инфляционных ожиданий при одновременном обеспечении достаточной гибкости для денежно-кредитной политики в случае реализации про- или дезинфляционных шоков.

критерии оптимальности формата цели. С другой стороны, это факторы, отражающие практические особенности условий проведения денежно-кредитной политики: общая стабильность макроэкономической среды, включая уровень доверия к макроэкономической политике и институтам; степень зрелости[18] режима таргетирования инфляции, успехи денежно-кредитной политики в поддержании низкой и стабильной инфляции; близость целевого ориентира по инфляции к целям в основных странах – торговых партнерах и сопоставимых по уровню развития экономиках; иные специфические для национальной экономики структурные особенности. На выбор типа цели по инфляции влияют и такие институциональные особенности условий проведения денежно-кредитной политики, как, например, вовлеченность правительства в выбор цели по инфляции, степень открытости центрального банка в объяснении логики решений по денежно-кредитной политике.

Хотя на практике в отдельные периоды инфляция может значительно отклоняться от цели, большинство центральных банков, придерживающихся режима таргетирования инфляции, в конечном счете успешно удерживают инфляцию вблизи целевых значений. При этом в большинстве развитых стран инфляция в среднем за весь период таргетирования отклоняется от целевого уровня (точки или середины диапазона) не более чем на 2 п.п., а в большинстве развивающихся стран – не более чем на 4 процентных пункта. Опыт таргетирования инфляции также играет роль: в подавляющем большинстве стран с опытом таргетирования инфляции более 20 лет инфляция в среднем находится в пределах установленных целей. В странах с меньшим опытом разброс несколько шире.

РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ ПО СТРАНАМ: СРЕДНИЕ ЦЕЛИ И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ ЗА ВЕСЬ ПЕРИОД ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ (ДО СЕНТЯБРЯ 2025 ГОДА)

Рис. П-38

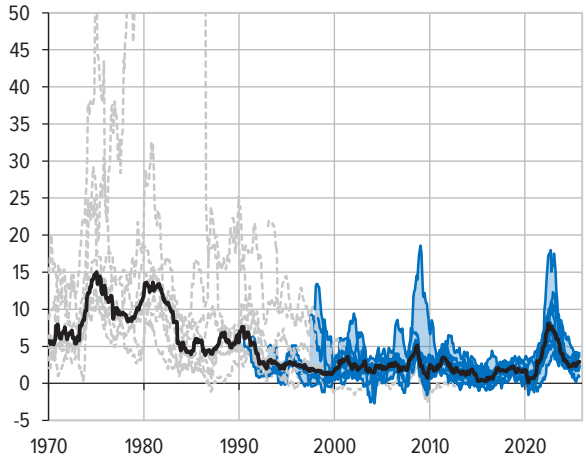


Примечание. Среднее значение инфляции рассчитано с момента перехода к режиму таргетирования инфляции по сентябрь 2025 года включительно. Для каждой страны использовался соответствующий цели индикатор инфляции: Headline PCE – для США, CPIF – для Швеции, Core CPI – для Уганды. В скобках после названия страны на горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Страны отсортированы по величине среднего значения цели по инфляции. Среднее значение цели по инфляции учитывает в том числе исторические изменения уровней целей. Если в стране использовался тип цели в виде точки с диапазоном отклонений, то при расчете среднего уровня цели использовалась точка внутри диапазона. Если за ориентир принимался целевой диапазон без формализованной точки, то при расчете использовалась середина диапазона.
Источники: Cbonds, МВФ, сайты центральных банков и статистических служб, расчеты Банка России.

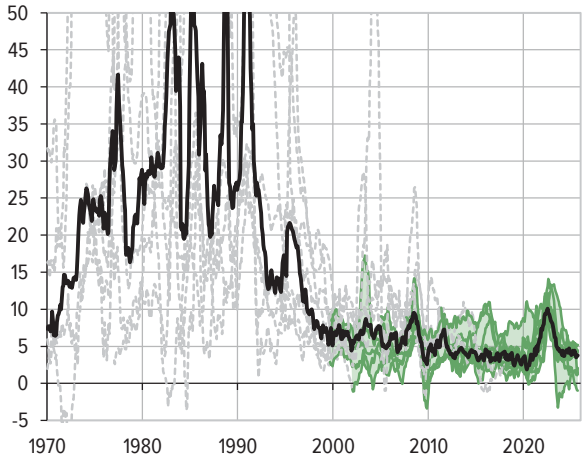
[18] Средний период таргетирования инфляции в развитых странах составляет 27 лет (в СФР – 17 лет).

ИНФЛЯЦИЯ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ ДО И ПОСЛЕ ПЕРЕХОДА К ТАРГЕТИРОВАНИЮ ИНФЛЯЦИИ *Рис. П-39*
(% Г/Г)

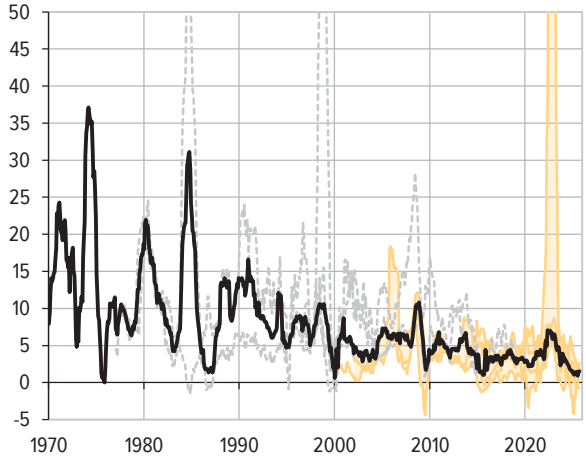
РАЗВИТЫЕ ЭКОНОМИКИ



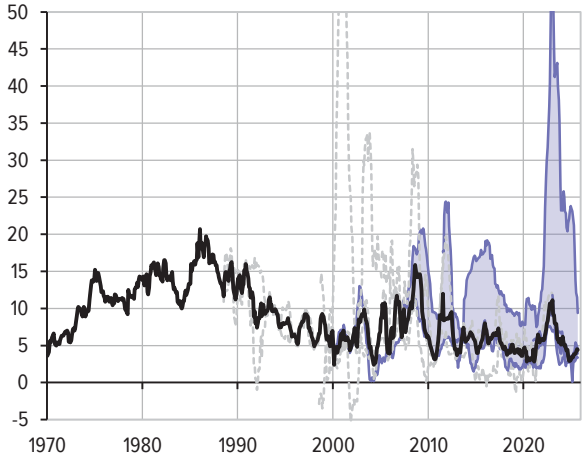
РАЗВИВАЮЩИЕСЯ ЭКОНОМИКИ
ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА И КАРИБСКИЙ БАССЕЙН



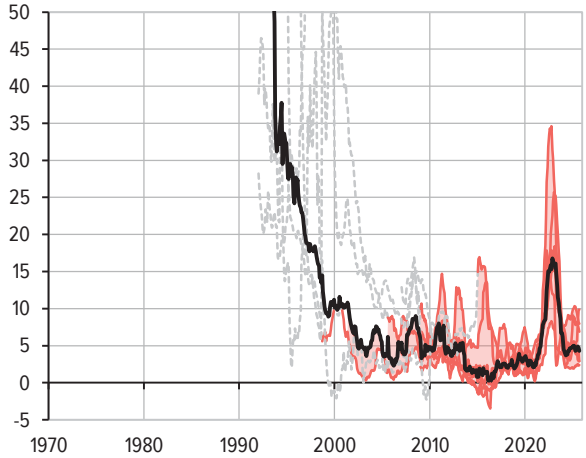
РАЗВИВАЮЩИЕСЯ ЭКОНОМИКИ
ЮЖНАЯ И ЮГО-ВОСТОЧНАЯ АЗИЯ



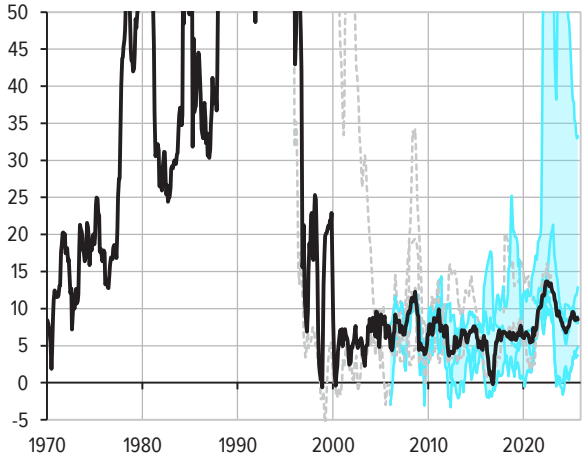
РАЗВИВАЮЩИЕСЯ ЭКОНОМИКИ
АФРИКА



РАЗВИВАЮЩИЕСЯ ЭКОНОМИКИ
ЦЕНТРАЛЬНАЯ И ВОСТОЧНАЯ ЕВРОПА



РАЗВИВАЮЩИЕСЯ ЭКОНОМИКИ
ЦЕНТРАЛЬНАЯ АЗИЯ, КАВКАЗ И ТУРЦИЯ



Примечание. Расчеты выполнены по странам, таргетирующим инфляцию по состоянию на 2023 год (см. список стран по группам в таблице 2 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2025 года)». Черные линии – медианы темпов инфляции в группе стран, серые пунктирные линии – темпы инфляции в странах до перехода к таргетированию инфляции, цветные линии – после перехода. Закрашенные диапазоны соответствуют разбросу между самым высоким и самым низким темпами инфляции среди стран региона, таргетирующих инфляцию в конкретный момент времени.
Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Практика таргетирования инфляции: ретроспективный взгляд

Начало таргетирования инфляции в 1990-х и 2000-х годах

К середине 1990-х годов после двух десятилетий высокой и волатильной инфляции, вызванной в том числе несколькими крупными нефтяными шоками, темпы роста цен в развитых странах снизились и стабилизировались на уровне около 2% благодаря последовательной политике дезинфляции со стороны центральных банков. Начавшийся с 1990-х годов переход центральных банков развитых стран к таргетированию инфляции значительно улучшил предсказуемость макроэкономических условий в экономиках этой группы стран. Это позволило им обеспечить поддержание умеренно низкой инфляции в течение длительного периода, вплоть до мирового финансового кризиса 2007–2008 годов (далее – МФК), несмотря на отдельные кризисные эпизоды (например, крах доткомов в США в начале 2000-х годов).

В то же время для развивающихся экономик, включая СФР, период высокой и волатильной инфляции был более продолжительным. Многие из них переживали трансформационный кризис (переход от плановой системы к рыночной), а в 1997–1998 годах столкнулись с оттоком капитала и девальвацией национальных валют на фоне азиатского финансового кризиса. В целом лишь к концу 1990-х годов в крупнейших развивающихся странах инфляция стабилизировалась на минимальных за несколько десятилетий уровнях. Во многих развивающихся экономиках начали проводиться структурные реформы, направленные в основном на либерализацию международной торговли, а также на улучшение бюджетной дисциплины, что впоследствии помогло им создать условия для постепенного перехода к таргетированию инфляции.

Причины устойчиво низкой инфляции в мире после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов

Десятилетие после МФК стало периодом устойчиво низкой инфляции в масштабах мировой экономики. Хотя в развивающихся экономиках инфляционная картина различалась по странам и регионам, важный вклад в укрепление общего тренда на формирование более низкой инфляции в этой группе стран вносил рост доверия к проводимой макроэкономической политике, в том числе на фоне увеличения среди этой группы стран числа центральных банков, таргетирующих инфляцию. В развитых экономиках ослабление инфляционного давления было особенно сильным. Во многих из них инфляция в течение продолжительного времени после МФК находилась даже ниже целей по инфляции, несмотря на существенное смягчение денежно-кредитной политики центральными банками этих стран.

На инфляцию в развитых странах влияли как циклические, так и структурные факторы. Так, восстановление крупнейших развитых экономик после МФК происходило медленно. Во многом это можно объяснить следующими причинами: запуском глобальной реформы банковского регулирования[19], направленной на повышение устойчивости банковских систем к финансовым кризисам; существенным снижением склонности к риску широкого круга экономических агентов (населения, бизнеса и других)[20]; постепенным сворачиванием бюджетных стимулов[21] после завершения активной фазы МФК и на фоне обострения проблем с государственным долговым

---

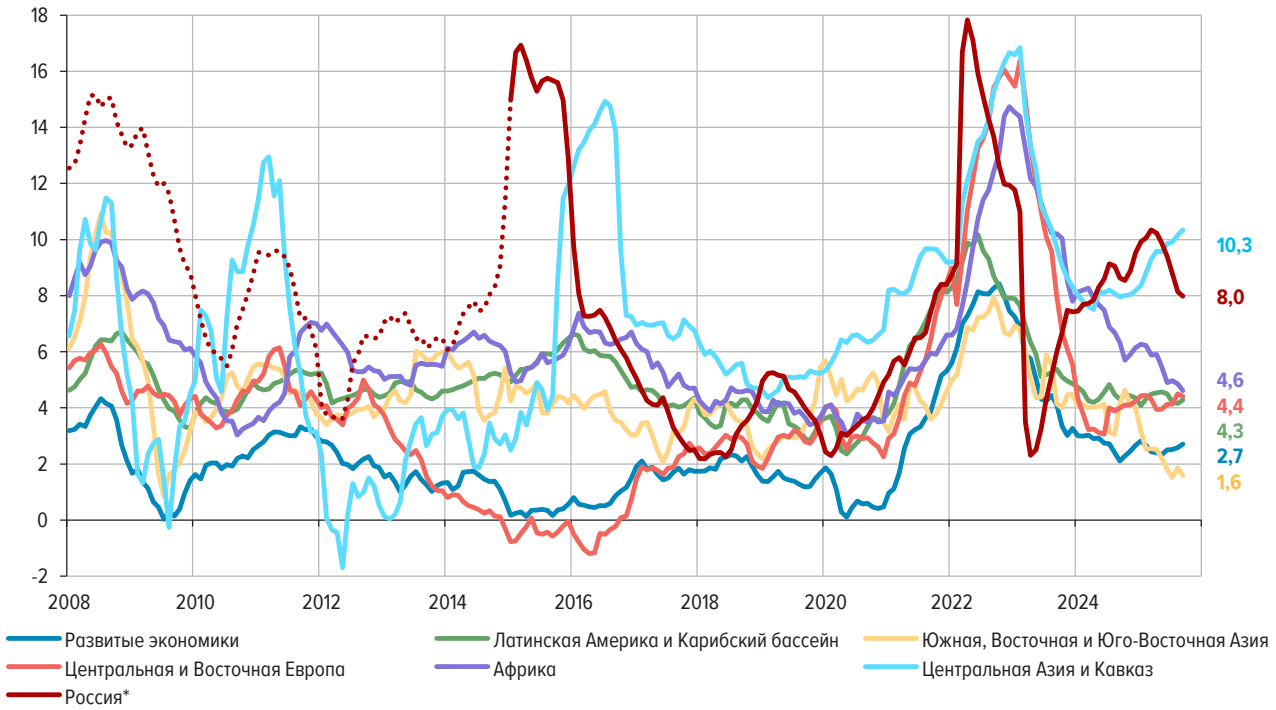
[19] Codruta Boar, Leonardo Gambacorta, Giovanni Lombardo, Luiz Pereira da Silva. What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance? BIS Quarterly Review. September 2017.

[20] См., например, Brad Jones. Uncertainty and Risk Aversion – Before and After the Pandemic. Reserve Bank of Australia. 2021.

[21] Fiscal consolidation targets, plans and measures in OECD countries. Restoring public finances. 2012.

бременем, особенно после европейского долгового кризиса 2009–2010 годов[22]. Понижательное давление на цены оказывало и усиление глобальной конкуренции в сфере розничной торговли в условиях быстрого развития сегмента интернет-розницы (так называемый Amazon-эффект)[23]. Кроме того, замедление темпов роста совокупной факторной производительности[24] и низкая склонность экономических агентов к риску одновременно привели к существенному снижению нейтральных процентных ставок денежно-кредитной политики в этой группе стран[25]. Это означает, что денежно-кредитная политика центральных банков развитых стран, снизивших ставки после начала МФК до околонулевых значений, в действительности не оказывала достаточного стимулирующего влияния для компенсации эффектов широкого набора дезинфляционных факторов. С целью увеличения монетарных стимулов для поддержки восстановления экономик и недопущения устойчивой дефляции центральные банки крупнейших развитых стран обратились к инструментам нетрадиционной денежно-кредитной политики, в первую очередь к расширению балансов за счет программ покупки активов. Однако даже с учетом совокупности традиционных и нетрадиционных монетарных стимулов темпы роста денежной массы в ключевых развитых экономиках оставались низкими вплоть до начала пандемии COVID-19, а инфляционное давление – пониженным.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ *Рис. П-40*
(% Г/Г)



* *Пунктирная линия соответствует инфляции в России до перехода к таргетированию инфляции, сплошная линия – после перехода.*
Примечание. Для расчетов используется средневзвешенное по ВВП по ППС (по данным Всемирного банка) внутри каждой группы годовое изменение индекса потребительских цен (ИПЦ) с января 2008 года по сентябрь 2025 года включительно. Расчеты выполнены по актуальному списку стран, таргетирующих инфляцию, приведенному в таблице 2 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2025 года)» (за исключением Турции). Расчеты также учитывают исторические изменения в составе стран, таргетирующих инфляцию.
Источники: Cbonds, Всемирный банк, расчеты Банка России.

[22] Rebecca M. Nelson, Paul Belkin, Derek E. Mix, Martin A. Weiss. The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress. Congressional Research Service. 2012.

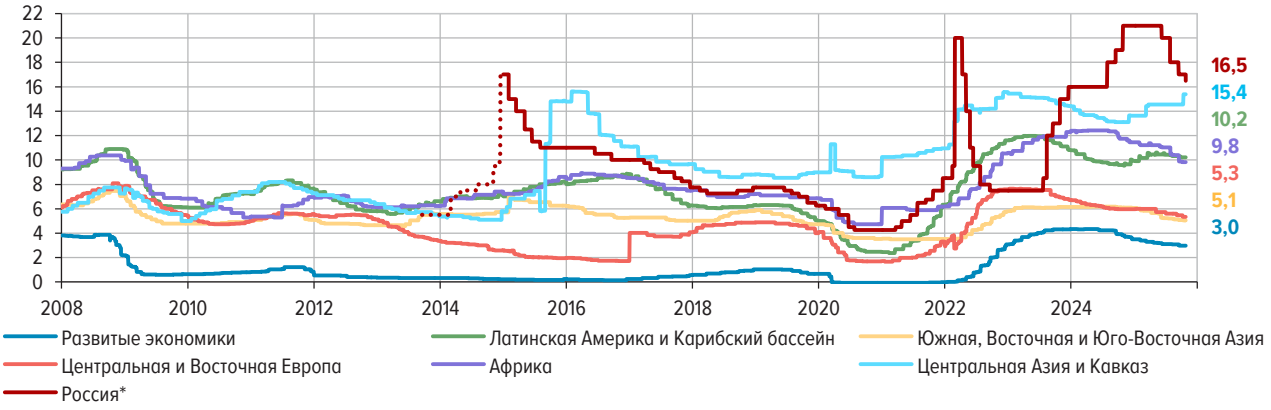
[23] См. выступление Председателя Совета управляющих ФРС США Джанет Йеллен на конференции Prospects for Growth: Reassessing the Fundamentals. 2017.

[24] Dieppe, Alistair. 2021. Global Productivity. Trends, Drivers, and Policies. Washington, DC. World Bank.

[25] Holston K., Laubach, T., & Williams, J.C. Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. Journal of International Economics, 108. 2017.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ
(% ГОДОВЫХ)

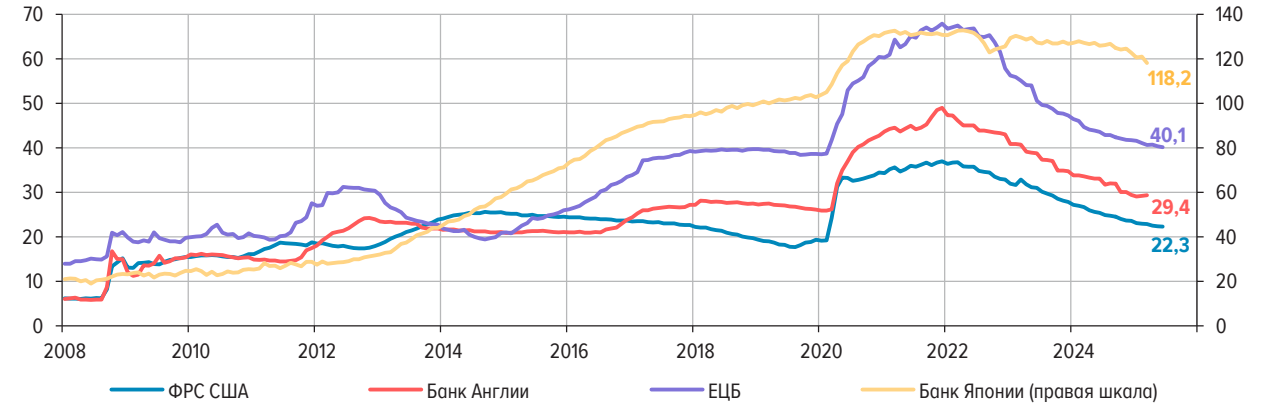
Рис. П-41



* *Пунктирная линия соответствует ключевой ставке Банка России до перехода к таргетированию инфляции, сплошная линия – после перехода.*
Примечание. Для расчетов используется средневзвешенное по ВВП по ППС (по данным Всемирного банка) внутри каждой группы стран значение ключевых ставок центральных банков с 01.01.2008 по 27.10.2025 включительно.
Расчеты выполнены по актуальному списку стран, таргетирующих инфляцию, приведенному в таблице 2 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2025 года)» (за исключением Турции). Расчеты также учитывают исторические изменения в составе стран, таргетирующих инфляцию.
Источники: Cbonds, Всемирный банк, сайты центральных банков, расчеты Банка России.

БАЛАНСЫ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В ЭКОНОМИКАХ G4
(% ВВП)

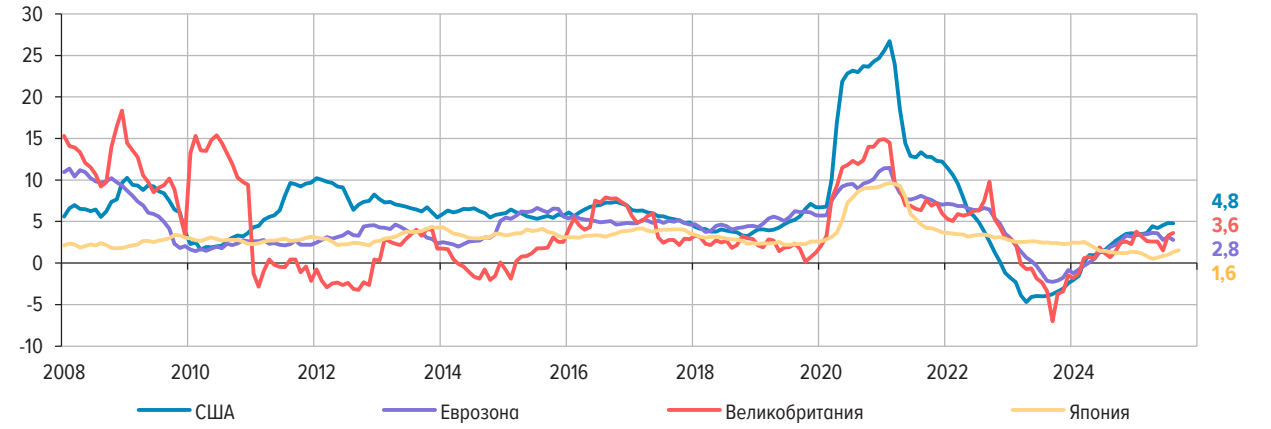
Рис. П-42



Примечание. На рисунке отражено отношение баланса центрального банка (с ежемесячной периодичностью) к ВВП в текущих ценах за скользящие 4 квартала (с исключением сезонности).
Источники: Cbonds, FRED, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (АГРЕГАТА М2) В ЭКОНОМИКАХ G4
(% Г/Г)

Рис. П-43



Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Рост инфляции в мире после пандемии COVID-19 и реакция центральных банков

Продолжительный период очень низкой инфляции после МФК укреплял мнение среди центральных банков развитых стран об устойчивости снижения нейтральных уровней процентных ставок, а также об уплощении кривой Филлипса[26]. Последнее в условиях низких инфляционных ожиданий, в частности, предполагало, что любое ускорение роста экономической активности не транслируется в той же мере в динамику инфляции, как это оценивалось до начала МФК. Такой взгляд на условия проведения макроэкономической политики во многом предопределил реакцию центральных банков и правительств развитых стран на кризис, вызванный началом пандемии COVID-19 в 2020 году. Денежно-кредитная и бюджетная политика в ответ на пандемию COVID-19 была смягчена как в большинстве развивающихся экономик, так и в развитых странах. Однако в развитых странах масштаб стимулирующих мер носил беспрецедентный характер, отражая ожидания существенного и продолжительного отклонения экономик вниз от потенциала, а инфляции – вниз от целей.

На практике, по мере постепенного развития эпидемической ситуации в мире, оказалось, что масштаб ожидавшегося на начальном этапе дезинфляционного давления был переоценен. Пандемия COVID-19 привела к возникновению дисбаланса спроса и предложения на глобальном уровне. Нарушения производственных и логистических цепочек вызвали длительные перебои на стороне предложения. При этом меры бюджетной и монетарной поддержки обусловили быстрое восстановление спроса. В сочетании с изменениями в структуре потребления (от услуг в пользу товаров) это привело к ускоренному нарастанию инфляционного давления в мире с конца 2020 года[27].

Несмотря на некоторые общие тенденции, картина инфляции в мире после начала пандемии была неоднородной. Быстрее всего инфляция росла в странах Центральной и Восточной Европы, а также Латинской Америки. В то же время в странах Южной и Юго-Восточной Азии ценовое давление хотя и росло, но дольше оставалось умеренным на фоне сильного снижения экономической активности и более медленного восстановления спроса из-за противоэпидемических мер[28]. В крупнейших же развитых экономиках рост цен в 2022 году достиг рекордных за последние 40 лет значений.

Беспрецедентное ускорение инфляции в мире обусловило необходимость ужесточения денежно-кредитной политики во многих странах, но сроки начала этого ужесточения различались. В крупнейших СФР процесс нормализации денежно-кредитной политики начался уже в марте 2021 года (Бразилия и Россия). Ставки стали повышаться на фоне устойчивого восстановления спроса и более быстрого, чем в других странах, роста инфляции и инфляционных ожиданий. В странах Азии денежно-кредитная политика дольше оставалась стимулирующей. Восстановление экономик азиатского региона в том числе сдерживалось проводимой в Китае до конца 2022 года политикой нулевой терпимости к COVID-19.

Центральные банки развитых стран на начальных этапах повышения инфляции полагали, что избыточное инфляционное давление самостоятельно исчерпается на краткосрочном горизонте без реакции со стороны денежно-кредитной политики[29], а устойчивое инфляционное

[26] См. выступление главного экономиста Банка Англии Эндрю Холдейна в Национальном музее науки и медиа. Bradford. 2017.

[27] BIS Annual Economic Report 2022.

[28] Asian Development Outlook (ADO) 2021: Financing a Green and Inclusive Recovery.

[29] См. выступление Председателя Совета управляющих ФРС США Джерома Пауэлла на симпозиуме Reassessing the Effectiveness and Transmission of Monetary Policy. Jackson Hole. Wyoming. 2024.

давление останется низким. Однако инфляция росла и обновляла рекорды в условиях роста цен на энергоресурсы и сохранявшихся дисбалансов спроса и предложения[30]. По мере роста признаков устойчивого характера инфляционного давления центральные банки развитых стран начали корректировать сигналы о сроках нормализации денежно-кредитной политики, а затем сворачивать программы покупки активов, запущенные или расширенные во время пандемии, и переходить к циклу повышения ключевых ставок[31].

Из-за значительного и продолжительного роста цен (за счет как шоков спроса, так и шоков предложения) для центральных банков в мире усложнился поиск компромисса между стабилизацией инфляции и экономической активностью: слишком быстрое повышение ключевых ставок для борьбы с инфляцией могло грозить рецессией и ростом волатильности выпуска, а слишком долгое сохранение мягкой денежно-кредитной политики привело бы к неконтролируемому росту цен, снижению доверия к денежно-кредитной политике[32] и, как следствие, устойчивому росту и разъякориванию инфляционных ожиданий. Принятие решений осложнялось еще и крайне высокой неопределенностью в оценках как дальнейшего развития пандемии, так и ее влияния на потенциал экономики. В этой ситуации центральные банки старались сохранять гибкий подход к проведению денежно-кредитной политики, тщательно оценивая все поступающие данные. Поэтому во многих странах нормализация денежно-кредитной политики на первых этапах происходила медленными темпами в попытках найти сбалансированную траекторию возвращения инфляции к цели. В то же время недооценка устойчивости проинфляционных факторов (особенно в развитых странах) предопределила не только резкий сдвиг прогнозных траекторий инфляции вверх, но и удлинение сроков возвращения инфляции к целям[33].

В начале 2022 года инфляционное давление продолжало усиливаться, а резкое нарастание геополитической напряженности усугубило возникшие в ходе пандемии шоки предложения. Вместе с тем с середины 2022 года проинфляционное влияние части факторов, вызвавших всплеск инфляции в мире, стало ослабевать. В частности, снижались мировые цены на большинство сырьевых и продовольственных товаров. Нормализация структуры потребительского спроса и ее возвращение к допандемическому состоянию (уменьшение доли товаров в потреблении в пользу услуг) способствовали снижению ценового давления со стороны транспортных и логистических издержек[34]. Кроме того, правительства ряда стран принимали бюджетные меры для ограничения роста цен на товары и услуги для домохозяйств, включая субсидии на электроэнергию[35]. В совокупности с реализованным ужесточением денежно-кредитной политики это привело к началу постепенного снижения годовой инфляции в большинстве стран мира с достигнутых в 2022 году многолетних максимумов.

---

[30] International Monetary Fund, World Economic Outlook: Recovery during a Pandemic – Health Concerns, Supply Disruptions, Price Pressures. October 2021.

[31] В 2021 году центральные банки Исландии, Чехии, Южной Кореи и Норвегии стали первыми среди развитых экономик, кто начал повышение ставок (в мае, июне, августе и сентябре соответственно), поскольку они не проводили программы QE в период пандемии. Использование же нетрадиционных мер накладывало определенные ограничения на центральные банки прочих развитых экономик. Нормализация политики в условиях применения нетрадиционных мер начинается, как правило, со сворачивания таких мер перед повышением краткосрочных процентных ставок. В апреле 2021 года первым среди развитых экономик постепенно сворачивать QE начал Банк Канады. Первой же страной, завершившей программу QE, стала Новая Зеландия (в июле 2021 года). Страны G4 дольше других сохраняли свои стимулирующие программы покупок активов, но в 2022–2023 годах ускорили выход из них по мере усиления рисков для инфляции (за исключением Японии).

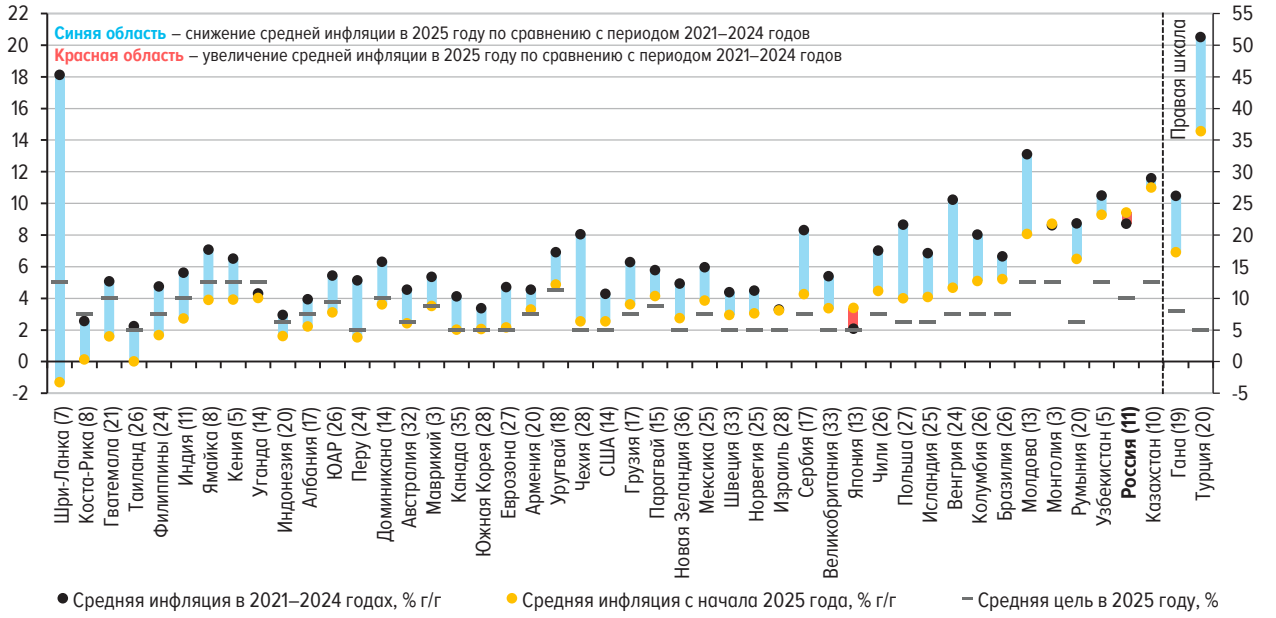
[32] См., например, выступление члена Комитета по денежно-кредитной политике Банка Англии Кэтрин Манн на конференции Market News International Connect event. 2022.

[33] См. рисунок П-6-11 «Сроки схождения инфляции к цели на прогнозном горизонте по группам стран» в ОНЕГДКП 2024–2026.

[34] World Bank. Global Economic Prospects. June 2023.

[35] Например, программа Energy Price Guarantee в Великобритании.

ЦЕЛИ И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ В 2021–2025 ГОДАХ *Рис. П-44*



Примечание. Средние значения инфляции рассчитаны по месячным данным с января 2021 года по сентябрь 2025 года включительно. Для каждой страны использовался таргетируемый национальным центральным банком показатель инфляции. В скобках после названия страны на горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Страна включается в расчеты с момента перехода к режиму таргетирования инфляции. Страны отсортированы по размеру и направлению фактического отклонения инфляции от цели в 2025 году. Средняя цель в 2025 году учитывает точечные значения уровня цели по инфляции или середину целевого диапазона, а также пересмотры уровней целей в 2025 году.
Источники: Cbonds, МВФ, сайты центральных банков и статистических служб, расчеты Банка России.

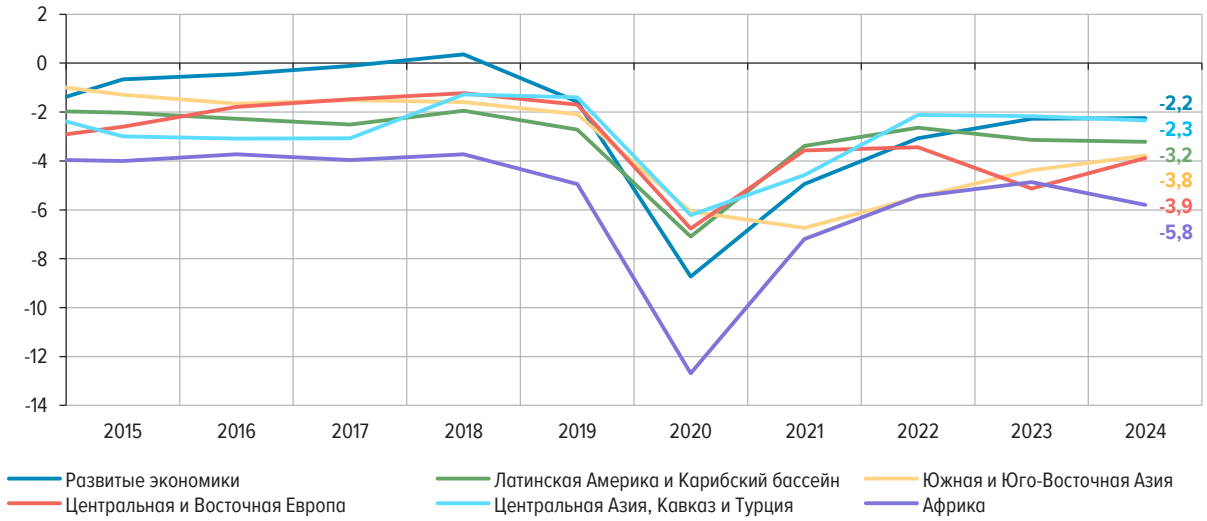
Дезинфляционные эффекты от ужесточения денежно-кредитных условий продолжали нарастать в течение 2023–2024 годов. К середине 2024 года инфляция в большинстве стран, таргетирующих инфляцию, либо приблизилась к целевым ориентирам, либо даже опустилась ниже них. Одновременно с этим рост мировой экономики в целом оставался устойчивым к высоким процентным ставкам, свидетельствуя о реализации сценария ее мягкой посадки. Это означало более стабильную динамику спроса и, как следствие, задавало некоторую инерционность процессу замедления инфляции. В частности, во многих странах умеренные темпы роста цен на товары сопровождались сохранением высоких темпов роста цен на услуги. Сфера услуг имеет более значительную, чем производство товаров, долю оплаты труда в составе издержек компаний. В последние годы повышенные темпы роста номинальных и реальных заработных плат, из-за перегрева во многих странах рынка труда, более интенсивно транслировались бизнесом в конечные цены на услуги[36].

Постепенное возвращение инфляции к целям, несмотря на неоднородность по компонентам, создавало условия для начала цикла смягчения денежно-кредитной политики в мире. Если центральные банки ряда развивающихся экономик (особенно в странах Латинской Америки) смогли начать процесс нормализации политики уже с середины 2023 года, то центральные банки крупнейших развитых стран приступили к плавному снижению ставок только летом – осенью 2024 года[37]. При этом, учитывая по-прежнему высокие проинфляционные риски, центральные банки в мире продолжали проявлять осторожность в процессе нормализации политики, чтобы не допустить новых скачков инфляции и стабилизировать инфляционные ожидания.

[36] Miguel Ampudia et al. The wage-price pass-through across sectors: evidence from the euro area. BIS Working Paper No. 1192. 2024.

[37] В июне – августе 2024 года ЕЦБ и Банк Англии стали первыми центральными банками среди развитых стран, которые начали постепенное снижение ключевых ставок. ФРС США начала цикл нормализации денежно-кредитной политики с сентября 2024 года.

САЛЬДО БЮДЖЕТА В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ В 2015–2024 ГОДАХ *Рис. П-45*
(% ВВП)



Примечание. Для расчетов используется медианное значение внутри каждой группы. Расчеты выполнены по актуальному списку стран, таргетирующих инфляцию, приведенному в таблице 2 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2025 года)». Расчеты также учитывают исторические изменения в составе стран, таргетирующих инфляцию.
Источники: International Monetary Fund Fiscal Monitor (October 2025), расчеты Банка России.

Денежно-кредитная политика и инфляция в мире в условиях фрагментации мировой экономики

В конце 2024 года инфляционные тенденции в мире стали более неоднородными: в одних странах инфляция вернулась к целевым значениям или даже отклонилась вниз от них (Канада, Швеция, Южная Корея, Индонезия, Таиланд, Перу), в других – приостановила снижение или вновь начала ускоряться (США, Япония, Великобритания, Чили, Бразилия, Казахстан). Основными причинами приостановки дезинфляции стали устойчиво высокий спрос (в том числе из-за повышенных темпов роста зарплат), инертность инфляционных ожиданий, рост мировых цен на ряд сырьевых товаров, а также бюджетные дефициты, которые несильно сократились относительно пандемических пиков или вновь начали расширяться. В ответ ряд центральных банков приостановили или замедлили нормализацию денежно-кредитной политики, а некоторые даже возобновили ужесточение, реагируя на риски для ценовой стабильности.

С начала 2025 года в мире значительно усилились торговые противоречия в результате повышения импортных пошлин со стороны США. Весной 2025 года индекс торговой неопределенности достигал исторического максимума, и лишь позднее он немного снизился на фоне активизации переговоров между США и их торговыми партнерами[38]. Эффективная ставка импортных пошлин со стороны США по состоянию на конец августа 2025 года достигла 19,5% – максимального значения с 1933 года[39]. Ожидается, что повышение пошлин в целом будет оказывать негативное влияние на экономическую активность и деловые настроения в мире, однако эффекты на инфляцию остаются неоднозначными[40].

Эффекты на инфляцию и выпуск для страны, вводящей пошлины, и стран, против которых их вводят, зависят от ответной реакции последних и могут сильно различаться. Для страны, повышающей пошлины, – США – это означает разовое удорожание импорта, которое со временем будет транслироваться в потребительские цены. Однако устойчивость и масштаб ускорения

[38] BIS Annual Report 2024/2025.

[39] OECD Economic Outlook. Interim Report. September 2025.

[40] International Monetary Fund, World Economic Outlook: Tenuous Resilience amid Persistent Uncertainty. July 2025.

инфляции в США также будут зависеть от наличия и доступности товаров-субститутов, не облагаемых пошлинами, степени замещения снизившегося спроса трансфертами за счет собранных пошлин[41], размера вторичных эффектов со стороны инфляционных ожиданий и возможной спирали «зарплаты – цены»[42]. В странах, против которых были повышены пошлины со стороны США, влияние на инфляцию зависит не только от эффективности адаптации к новым ограничениям, но и от масштаба ответных мер. Так, если в мире происходит значительная взаимная эскалация торговых противоречий между всеми странами, возможно значительное падение объема мировой торговли и выбытие потенциала мировой экономики в целом, что может иметь проинфляционные последствия для большого количества стран. С другой стороны, в случае отсутствия взаимной торговой эскалации, пошлины со стороны США могут снизить внешний спрос для большинства стран, а неопределенность может привести к сокращению потребления и инвестиций, что при прочих равных ослабит инфляционное давление[43].

По состоянию на октябрь 2025 года рост пошлин пока не привел к значительному усилению проинфляционного давления в США и мире[44]. Это связано с тем, что большинство стран не пошли на эскалацию торговой политики, а сами США предоставляли отсрочки по введению пошлин и сделали исключения для импорта некоторых категорий товаров. Кроме того, перенос роста пошлин на конечные цены мог сдерживаться накоплением запасов импортных товаров американскими компаниями и адаптацией цепочек поставок. Тем не менее развитие ситуации с торговыми противоречиями будет влиять на динамику инфляции и экономическую активность в ближайшие годы.

Рост фрагментации мировой экономики (при еще сохраняющихся отголосках всплеска инфляции после пандемии COVID-19) повышает неопределенность развития ситуации, из-за чего многие центральные банки на текущем этапе проявляют особую осторожность при проведении денежно-кредитной политики. Дополнительным важным аспектом, объясняющим такую осторожность, является переоценка уровней нейтральных ставок в мире. За последние годы среди центральных банков укрепилось мнение о том, что шоки, произошедшие в 2020–2024 годах, вероятно, привели к устойчивому росту уровня мировой нейтральной ставки. В развитых экономиках, в большей степени влияющих на мировую нейтральную ставку, вклад в ее рост вносят сразу несколько факторов[45]. С одной стороны, это значительный рост частных и государственных инвестиционных расходов в связи с энергопереходом, цифровой трансформацией, перестройкой производственных и логистических цепочек из-за геополитической напряженности в мире. С другой стороны, это более высокие бюджетные дефициты правительств развитых экономик, в том числе вызванные государственными инвестиционными расходами. С учетом этого процентные ставки в долгосрочной перспективе, вероятно, не вернутся к тем уровням, которые наблюдались после МФК.

---

41 Evaluating the potential impacts of US tariffs. Bank of Canada. 2025.

42 См. выступление Председателя Совета управляющих ФРС США Джерома Пауэлла на симпозиуме Labor Markets in Transition: Demographics, Productivity, and Macroeconomic Policy. Jackson Hole. Wyoming. 2025.

43 World Bank Global Economic Prospects. June 2025; Bank of Canada. What is a tariff? June 2025.

44 International Monetary Fund, World Economic Outlook: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim. October 2025.

45 См. выступление члена Исполнительного совета ЕЦБ Изабель Шнабель: R(ising) star? Франкфурт. ЕЦБ. 20.03.2024.

ВРЕЗКА 14. НЕТРАДИЦИОННЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Нетрадиционные меры денежно-кредитной политики могут помочь минимизировать риски отклонения инфляции вниз от цели, когда ключевая ставка уже близка к нулю. Однако длительное применение таких мер может негативно влиять на экономику

Основным инструментом, используемым центральными банками для достижения цели по инфляции, является ключевая ставка, задающая уровень, вблизи которого центральный банк поддерживает краткосрочные ставки денежного рынка. Ключевая ставка позволяет центральному банку влиять на денежно-кредитные условия в очень широких пределах. Однако возможности смягчения денежно-кредитных условий посредством снижения ставки ограничены наличием эффективной нижней границы (Effective Lower Bound, ELB). ELB – это нижний предел для ключевой ставки, при достижении которого ее дальнейшее снижение не дает требуемого результата из-за уменьшения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В условиях ELB, например, перестают снижаться ставки по депозитам вслед за ключевой ставкой, возрастают стимулы к накоплению наличных денег, ухудшается работа кредитного и валютного каналов трансмиссии. Уровень ELB варьируется в зависимости от экономических условий, а его частным случаем является нулевая граница (Zero Lower Bound, ZLB).

В случае когда ключевая ставка находится вблизи ZLB, а в экономике сохраняются выраженные дезинфляционные или даже дефляционные риски либо инфляция устойчиво отклоняется вниз от целевого уровня, центральные банки могут использовать нетрадиционные инструменты для дополнительного смягчения денежно-кредитных условий. К этим инструментам относят следующие:

- **Покупка активов** (в рамках программ количественного смягчения (Quantitative Easing, QE) или контроля кривой доходностей (Yield Curve Control, YCC) – покупка центральным банком финансовых активов (например, государственных облигаций) на открытом рынке в заранее установленных (в случае QE) или неограниченных (в случае YCC) объемах. Этот механизм позволяет снижать средне- и долгосрочные процентные ставки.
- **Forward Guidance (FG)** – сигнал центрального банка о намерениях придерживаться определенной направленности денежно-кредитной политики. Посредством этого инструмента центральный банк стремится влиять на ожидания и решения экономических агентов, в том числе для того, чтобы снизить неопределенность на рынке, которая может выражаться в повышенных уровне и волатильности процентных ставок. В условиях применения нетрадиционных мер денежно-кредитной политики FG имеет усиленную форму, когда центральный банк на достаточно длительном временном горизонте обозначает условия или сроки возможного начала повышения ключевой ставки или изменения параметров программ покупок активов.

Исторически нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики в подавляющем большинстве случаев использовались центральными банками развитых стран (США, Великобритания, еврозона и другие), которые массово столкнулись с проблемой ELB при рисках устойчивого отклонения инфляции вниз от целей после МФК, а также после начала пандемии COVID-19 весной 2020 года. Покупка активов в рамках количественного смягчения – наиболее часто используемое средство в условиях исчерпания пространства для традиционной денежно-кредитной политики, позволяющее поддержать совокупный спрос и снизить риски дефляции[1]. Однако использование подобных инструментов сопровождается определенными рисками для экономики и финансовой системы[2]. Так, применение нетрадиционных мер может значительно искажать рыночное ценообразование финансовых инструментов (особенно государственного долга) и избыточно повышать чувствительность финансовых рынков (включая валютный) к действиям центрального банка. Продолжительный период применения нетрадиционных мер может также негативно влиять на бюджетную дисциплину правительства. Кроме того, долгое поддержание чрезмерно мягких денежно-кредитных условий приводит к росту рисков для устойчивости балансов банков,

---

[1] Andrew Bailey et al. The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future. Bank of England Staff Working Paper. 2020.

[2] См., например, The Effects and Side Effects of Unconventional Monetary Policy (summary of the First Workshop on the Review of Monetary Policy from a Broad Perspective). Bank of Japan Reports & Research Papers. 2024.

которые приобретают финансовые активы и выдают кредиты (особенно долгосрочные) во время проведения мягкой денежно-кредитной политики. Привыкание частного сектора к таким условиям или формирование ожиданий сохранения в течение длительного времени нетрадиционных мер в первую очередь увеличивает процентные риски для банков. Это повышает непредсказуемость последствий сворачивания программ покупок активов для финансовых рынков и экономики в целом в случае необходимости нормализации денежно-кредитной политики. Особенно если такая нормализация должна происходить быстро.

За последние годы в мире было сразу несколько случаев реализации ряда упомянутых выше рисков. Например, резкий выход Резервного банка Австралии (РБА) из программы YCC в конце 2021 года привел к повышенной волатильности на финансовом рынке и, по признанию самого РБА, репутационному ущербу для него[3]. Опыт же ФРС США или Банка Англии в 2022–2023 годах продемонстрировал, что стремительное ухудшение балансов банков может значительно ограничить возможности ужесточения денежно-кредитной политики и, как следствие, обеспечения ценовой стабильности[4]. При этом текущий размер нереализованных потерь на балансах банков США от переоценки стоимости государственных и ипотечных облигаций в результате роста процентных ставок остается значительным по историческим меркам[5].

Весной 2024 года последним центральным банком в мире, начавшим сворачивание нетрадиционных мер, стал Банк Японии. С одной стороны, отложенное (в сравнении с другими развитыми экономиками) начало нормализации денежно-кредитной политики в Японии объясняется опытом хронически низкой инфляции в эпоху «потерянных десятилетий». Хотя инфляция в Японии в последние 3 года находится выше цели 2%, Банк Японии только к марту 2024 года пришел к выводу, что видит убедительные основания для устойчивой стабилизации инфляции на цели на среднесрочном горизонте, завершив программу YCC и начав повышение краткосрочной процентной ставки[6]. С другой стороны, накопленные за многие годы искажения[7] в финансовой системе Японии ограничивают Банк Японии в скорости сворачивания нетрадиционных мер. Отложенная нормализация политики, вероятно, стала одним из значимых факторов ослабления иены в 2022–2024 годах и вынудила Министерство финансов Японии впервые за несколько десятилетий осуществить валютные интервенции для сглаживания курсовой волатильности.

Практика также показывает, что применение нетрадиционных мер денежно-кредитной политики сказывается на **операционных процедурах центральных банков**. Большие и продолжительные покупки активов приводят к масштабному структурному профициту ликвидности в банковской системе, который сложно абсорбировать с помощью стандартных инструментов. Из-за этого после МФК многие центральные банки развитых стран переходили к так называемым операционным системам с ключевой нижней границей (от англ. *floor system*, или *abundant reserves system*), при которых ставка овернайт денежного рынка прижимается вплотную к нижней границе процентного коридора, определяемой размером ставки по инструментам абсорбирования ликвидности. Проблема, однако, состоит в том, что в такой конфигурации ставка денежного рынка перестает отражать результат взаимодействия его участников, в первую очередь банков. Значительный профицит ликвидности приводит к тому, что со временем рынок межбанковского кредитования атрофируется[8], банки теряют стимулы к перераспределению резервов на рыночных условиях. Рынок одновременно становится более чувствительным к внезапным колебаниям ликвидности[9], из-за чего процесс нормализации денежно-кредитной политики усложняется.

---

3 Review of the Yield Target. Reserve Bank of Australia.

4 См., например, Markus K. Brunnermeier. Rethinking Monetary Policy in a Changing World. Finance & Development. March 2023.

5 См. данные Федеральной корпорации по страхованию вкладов США (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), FDIC Quarterly, Volume 19, No. 2.

6 См. заявление Банка Японии от 19.03.2024 (Changes in the Monetary Policy Framework).

7 Банк Японии, например, является держателем около 46% всего суверенного долга страны (см. Ministry of Finance's JGB Newsletter, July 2025).

8 См., например, Claudio Borio. Getting Up From The Floor. BIS Working Paper No. 1100. May 2023; Mercatus Original Podcasts (Macro Musings), Bill Nelson on the Future of Central Bank Operating Systems, 07.04.2025.

9 См., например, Acharya & Rajan (2022).

В последние годы центральные банки развитых стран постепенно перенастраивали свои операционные процедуры, приспосабливая их к условиям сворачивания нетрадиционных мер и повышения краткосрочных ставок. Эта адаптация сопровождалась поиском баланса между сохранением устойчивости систем с избытком резервов и восстановлением стимулов для рыночного перераспределения ликвидности. Несмотря на предпринятые шаги, активность денежного рынка остается ограниченной, что отражает долгосрочные последствия функционирования в условиях широкого применения нетрадиционных мер денежно-кредитной политики.

ВРЕЗКА 15. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ С 2020 ГОДА В СТРАНАХ, НЕ ТАРГЕТИРУЮЩИХ ИНФЛЯЦИЮ

После 2020 года возвращение инфляции к низким уровням в странах, не таргетирующих инфляцию, в среднем заняло больше времени и было менее устойчивым, чем в странах – таргетерах инфляции

Роль стран, не таргетирующих инфляцию, в мировой экономике

На страны с режимами денежно-кредитной политики, отличными от таргетирования инфляции, в 2024 году пришлось примерно 28% мирового ВВП. Состав этой группы экономик весьма разнообразен и насчитывает около 110 стран.

Почти все **развитые экономики** перешли к режиму таргетирования инфляции. Исключение составляют Сингапур, Швейцария, Лихтенштейн и Дания – малые открытые экономики с большим притоком иностранной валюты, благодаря уникальному положению в международной торговле и развитому финансовому сектору, и при этом с сильной зависимостью от импорта товаров и услуг. Эта группа стран также отличается очень высоким уровнем развития институциональной среды, доверием к национальным валютам и финансовым рынкам, крайне низкими барьерами для международного движения капитала. Швейцария, кроме того, является эмитентом резервной валюты – швейцарского франка, который участники финансового рынка традиционно считают тихой гаванью и который, как правило, укрепляется в периоды волатильности в мировой экономике[1].

Основную часть стран, не таргетирующих инфляцию, **представляют развивающиеся экономики**, которые существенно различаются по уровню развития рыночных институтов, положению в мировой экономике и многим другим параметрам. Значительную долю по ВВП в этой группе занимает Китай – очень крупная и диверсифицированная экономика с важнейшим положением в мировой торговле. При этом в Китае пока сохраняются элементы плановой экономики. Основную же часть этой выборки составляют малые открытые экономики. Среди них есть как карликовые государства, сильно зависящие от экономики крупных соседей (например, многие страны Карибского бассейна и Океании), так и богатые ресурсами государства, объем экспорта которых существенно превышает их потребности в импорте (например, страны Персидского залива). В целом развивающиеся страны, не таргетирующие инфляцию, отличаются в среднем более низкими уровнями развития институтов, качеством макроэкономической политики, а также недостаточной емкостью и степенью развития внутреннего финансового рынка.

Как и в странах – таргетерах инфляции, целью денежно-кредитной политики в большинстве стран, не таргетирующих инфляцию, является поддержание ценовой стабильности. Однако в силу особенностей альтернативных режимов центральные банки, не таргетирующие инфляцию, устанавливают промежуточные цели по переменным, достижение которых в конечном счете должно обеспечить низкую инфляцию и сбалансированный рост экономики. Многие центральные банки с альтернативными режимами объявляют свои ориентиры и по инфляции. Но само по себе наличие цели по инфляции не равносильно таргетированию инфляции, если при этом не соблюдаются остальные элементы этого режима. Центральному банку необходимо настроить работу процентного канала трансмиссии денежно-кредитной политики (в том числе сформировать систему инструментов управления ликвидностью), обеспечить доверие финансовых рынков к проводимой политике, доверие внутри банковской системы, повысить информационную открытость, выстроить прогнозный аппарат и перейти к плавающему курсу национальной валюты.

Сегодня в мире распространены следующие режимы денежно-кредитной политики, альтернативные таргетированию инфляции:

- *Монетарное таргетирование* – режим, при котором центральный банк устанавливает цель по темпам роста денежного агрегата как промежуточный ориентир для обеспечения низкой инфляции.

---

[1] См. выступление председателя Совета управляющих Национального банка Швейцарии Томаса Йордана: Small country – big challenges: Switzerland's monetary policy response to the coronavirus pandemic. 2020.

Для регулирования объема денежной массы центральный банк проводит операции на открытом рынке с ценными бумагами, управляет процентными ставками и нормой обязательных резервов.

- *Таргетирование валютного курса* – режим, при котором центральный банк устанавливает целевые значения по курсу национальной валюты как промежуточный ориентир для обеспечения ценовой стабильности. Основным инструментом денежно-кредитной политики выступают валютные интервенции, которые проводит центральный банк при отклонении курса от целевого ориентира[2].
- *Комбинированные режимы* – режимы, которые совмещают особенности нескольких режимов денежно-кредитной политики. Центральный банк может одновременно использовать множество инструментов политики для достижения множественных целей (например, целевых ориентиров по инфляции, темпам роста кредитования, валютному курсу, обеспечению финансовой стабильности). При этом цели по переменным, отличным от инфляции, служат вспомогательными ориентирами для достижения стабильной низкой инфляции и сбалансированного роста экономики.

Все перечисленные режимы имеют серьезные недостатки. Эффективность монетарного таргетирования сдерживается непрочной связью между денежными агрегатами и инфляцией, когда последняя находится на устойчиво низких уровнях[3]. При таргетировании валютного курса центральный банк ограничен в гибкости реакции на внутренние и внешние шоки, поскольку фиксированный курс не выполняет функцию встроенного стабилизатора экономики, из-за чего темпы роста ВВП становятся более волатильными[4], а возможности поддержания управляемого курса ограничены объемом золотовалютных резервов. Комбинированные режимы в той или иной степени совмещают недостатки монетарного таргетирования и таргетирования валютного курса, но отличаются специфическим ограничением – множественные цели могут противоречить друг другу и создавать для экономических агентов неопределенность: какая из целей является приоритетной для денежно-кредитной политики. Многие центральные банки с альтернативными режимами отмечают преимущества таргетирования инфляции, ставят перед собой цель унифицировать подходы своей политики с подходами при таргетировании инфляции и в перспективе полноценно перейти к этому режиму[5].

Основные инфляционные тенденции в странах, не таргетирующих инфляцию, после начала пандемии COVID-19

Как и страны – таргетеры инфляции, в 2020 году страны с альтернативными режимами столкнулись с сильным снижением спроса, а с 2021 года – с быстрым его восстановлением и усилением инфляционного давления. В ответ центральные банки и правительства стали принимать меры по стабилизации ситуации в экономике. Общие тенденции в этой группе стран и странах – таргетерах инфляции были схожи, но среди стран, не таргетирующих инфляцию, наблюдалась значительно бóльшая неоднородность.

Развитым странам с альтернативными режимами (Сингапуру, Швейцарии, Лихтенштейну и Дании) удалось успешно справиться с постпандемическим ускорением инфляции. Этому во многом способствовали низкие инфляционные ожидания экономических агентов, их невысокая чувствительность к шокам благодаря большому доверию к макроэкономической политике, умеренные дефициты бюджета и относительная стабильность национальных валют[6]. Кроме того,

---

[2] Целевой ориентир по валютному курсу может принимать различные формы: фиксированная или ползучая привязка к иностранной валюте, фиксированный или ползучий коридор колебаний и другие.

[3] При высокой инфляции темпы роста цен значительно коррелируют с темпами роста денежных агрегатов (см. Claudio Boreo, Boris Hofmann, Egon Zakrajšek. Does money growth help explain the recent inflation surge? BIS Bulletin No. 67. 2023). По этой причине при полной утрате макроэкономической стабильности центральные банки в первую очередь стремятся вернуть контроль над ростом денежной массы. Однако по мере восстановления ценовой стабильности ослабевающая связь между денежными агрегатами и инфляцией ограничивает возможность центрального банка эффективно поддерживать инфляцию на цели через ориентиры по денежным агрегатам.

[4] См. врезку 2 «Преимущества плавающего курса».

[5] См. Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2023).

[6] Во всех четырех странах – Сингапуре, Швейцарии, Лихтенштейне и Дании – в том или ином виде поддерживается управляемый валютный курс (Лихтенштейн использует в качестве национальной валюты швейцарский франк). Это означает, что процентные ставки денежно-кредитной политики в этих странах во многом вынуждены следовать за ставками в США или еврозоне, а важным инструментом текущих решений являются валютные интервенции.

уровни цен в этой группе экономик высоки относительно других, даже развитых, стран. Благодаря совокупности этих факторов проинфляционные шоки в этих государствах могли в меньшей степени транслироваться в конечные цены, чем в странах с более низкими уровнями цен[7].

В группе развивающихся стран, не таргетирующих инфляцию, наблюдалась особенно большая неоднородность.

В **Латинской Америке** относительно низкие темпы роста цен в большинстве малых экономик сопровождались гиперинфляцией в Венесуэле и Аргентине, которая в том числе была спровоцирована монетизацией долга для покрытия значительных бюджетных дефицитов[8]. Структурной особенностью многих стран региона остается высокий коэффициент валютизации сбережений[9], что вкупе с недостаточным доверием к денежно-кредитной политике и малым пространством для смягчения бюджетной политики, вероятно, ограничивало возможность снижать процентные ставки в острую фазу пандемии и сдерживало инфляционное давление во время постпандемического восстановления.

Во многих странах **Африки**, особенно южнее Сахары, инфляция в 2021–2022 годах была высокой и нестабильной. Зачастую это было связано с низкой бюджетной дисциплиной. Кроме того, в связи с тем что продовольствие занимает высокую долю в потребительских корзинах этой группы стран, шоки на мировых продовольственных рынках и неурожай в самих странах Африки оказали значительное влияние на инфляцию. В 2023–2024 годах инфляция во многих странах начала замедляться по мере снижения мировых цен на продовольствие и постепенной нормализации бюджетной политики в ряде стран вкупе с ужесточением денежно-кредитной политики. В условиях низкого доверия к макроэкономической политике, небольшого объема золотовалютных резервов и недостаточно эффективной политики по поддержанию устойчивости банковского сектора некоторые страны вводили ограничения на трансграничное движение капитала в попытке снизить курсовую волатильность и нивелировать риски для финансовой стабильности[10].

Инфляция в странах **Ближнего Востока** также была крайне неоднородна. Богатые нефтью страны Персидского залива в основном привязывают свои национальные валюты к доллару США, и процентные ставки в их экономиках вплотную следуют за ставками ФРС[11]. Огромные объемы экспорта энергоносителей позволили им накопить за многие десятилетия большой объем золотовалютных резервов и средств в суверенных фондах. Этот запас прочности позволил им профинансировать дефициты бюджета[12] и поддержать курсовую стабильность в период пандемии, а во время выхода из нее – избежать существенного скачка цен. Одновременно с этим в ряде других стран региона инфляция оставалась повышенной в течение последних лет, в том числе на фоне военных конфликтов и политической нестабильности.

Страны **Юго-Восточной Азии и Океании** в основном смогли успешно стабилизировать рост цен. Данные страны хотя и не придерживаются таргетирования инфляции, но в целом придают большое значение поддержанию макроэкономической стабильности (в особенности с учетом опыта Азиатского финансового кризиса 1997 года). Дополнительным дезинфляционным фактором была сдержанная экономическая активность в Китае, в том числе из-за политики нулевой терпимости к COVID-19.

---

[7] Rasmus Mose Jensen. High price level contributes to lower inflation in Denmark than in the euro area. Danmarks Nationalbank. 2025.

[8] См., например, International Monetary Fund, Argentina: Ex-post Evaluation of Exceptional Access under the 2022 Extended Fund Facility Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina. Country Report No. 25/3. 2025.

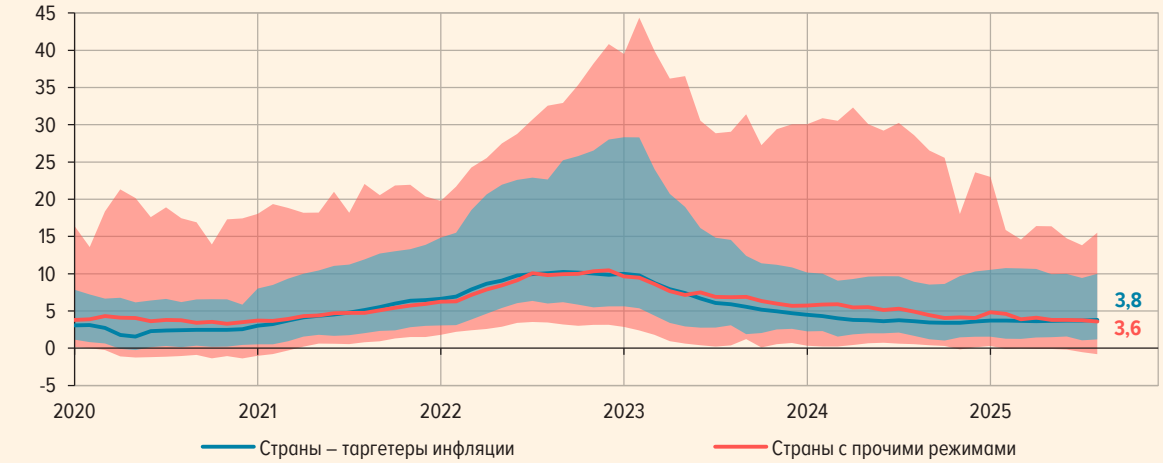
[9] См., например, Mercedes García-Escribano, Sebastián Sosa. What Is Driving Financial Dedollarization in Latin America? International Monetary Fund. 2014, а также Eduardo Levy-Yeyati. Financial dollarization and de-dollarization in the new millennium. FLAR Working Paper. 2021. Ряд стран Латинской Америки полностью отказались от своих национальных валют в пользу доллара США (Панама, Эквадор, Эль-Сальвадор). В некоторых государствах высокий коэффициент валютизации зафиксирован в статистике банковского сектора (например, в Никарагуа). В отдельных же странах наблюдается высокая «скрытая» валютизация, которая не в полной мере отражена в статистике (например, в Аргентине). Вне зависимости от формы высокая валютизация сбережений и займов может ограничивать возможности центрального банка влиять на денежно-кредитные условия в экономике.

[10] См., например, International Monetary Fund, Nigeria: 2025 Article IV Consultation-Press Release, Staff Report, and Statement by the Executive Director for Nigeria. 2025, а также Reserve Bank of Zimbabwe, Exchange Control Directive RV175/2020.

[11] International Monetary Fund, Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia. 2024.

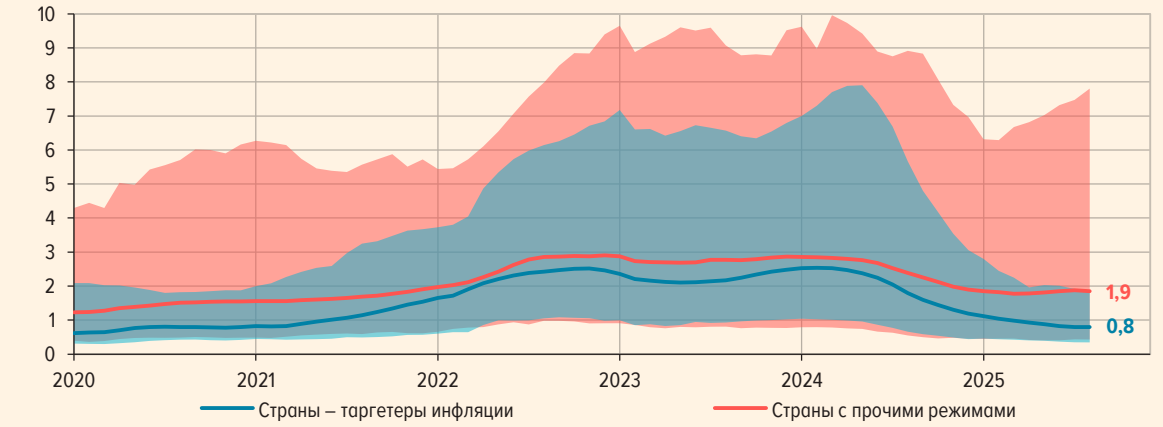
[12] World Bank, Gulf Economic Update: COVID-19 Pandemic and the Road to Diversification. 2021.

СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ И СТРАНАХ С ПРОЧИМИ РЕЖИМАМИ *Рис. 15.1*
(% Г/Г)



Примечание. Средняя инфляция по выборкам с исключением 10% самых высоких и 10% самых низких значений. Закрашенная область синего цвета – центральная тенденция (10–90%) инфляции в странах, таргетирующих инфляцию, красного цвета – в странах с прочими режимами денежно-кредитной политики. Актуальный список стран, таргетирующих инфляцию, приведен в таблице 2 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2025 года)»; список стран с прочими режимами – в примечании в конце врезки. Расчеты также учитывают исторические изменения в составе стран, таргетирующих инфляцию.
Источники: Cbonds, Trading Economics, расчеты Банка России.

СРЕДНЕЕ СТАНДАРТНОЕ ОТКЛОНЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ И СТРАНАХ С ПРОЧИМИ РЕЖИМАМИ *Рис. 15.2*
(П.П.)



Примечание. Среднее стандартное отклонение по выборкам с исключением 10% самых высоких и 10% самых низких значений. Горизонт стандартного отклонения – 1,5 года. Закрашенная область синего цвета – центральная тенденция (10–90%) инфляции в странах, таргетирующих инфляцию, красного цвета – в странах с прочими режимами денежно-кредитной политики. Актуальный список стран, таргетирующих инфляцию, приведен в таблице 2 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2025 года)»; список стран с прочими режимами – в примечании в конце врезки. Расчеты также учитывают исторические изменения в составе стран, таргетирующих инфляцию.
Источники: Cbonds, Trading Economics, расчеты Банка России.

Во многих странах с альтернативными режимами волатильность инфляции была повышенной и в 2022–2024 годах выросла сильнее, чем в странах – таргетерах инфляции (рис. 15.2). Это могло отражать более высокую чувствительность инфляционных ожиданий к шокам, чем при таргетировании инфляции, из-за отсутствия твердого номинального якоря в виде цели по инфляции. Страны с управляемым курсом были дополнительно ограничены в возможностях независимо реагировать на внутренние инфляционные процессы, поскольку из-за особенностей режима они вынуждены «импортировать» процентные ставки из стран – эмитентов валюты привязки[13].

[13] Mariam El Hamiani Khatat et al. Monetary Policy Under an Exchange Rate Anchor. Working Paper WP/20/180. International Monetary Fund. 2020.

Несмотря на успехи отдельных стран, не таргетирующих инфляцию, в среднем страны – таргетеры инфляции лучше справились с постпандемическим ростом цен. Им удалось быстрее и устойчивее вернуть инфляцию к низким уровням.

Примечание. Список стран с прочими режимами:

- Развитые экономики – Дания, Лихтенштейн, Сингапур, Швейцария.
- Развивающиеся экономики – Азербайджан, Алжир, Ангола, Аргентина, Аруба, Афганистан, Багамы, Бангладеш, Барбадос, Бахрейн, Беларусь, Белиз, Бенин, Болгария, Боливия, Босния и Герцеговина, Ботсвана, Бруней-Даруссалам, Буркина-Фасо, Бурунди, Бутан, Вануату, Венесуэла, Вьетнам, Габон, Гаити, Гайана, Гамбия, Гвинея, Гвинея-Бисау, Гондурас, Демократическая Республика Конго, Джибути, Египет, Замбия, Зимбабве, Иордания, Ирак, Иран, Кабо-Верде, Камбоджа, Камерун, Катар, Кения (до декабря 2020 года), Киргизия, Китай, Коморы, Конго, Кот-д'Ивуар, Куба, Кувейт, Лаос, Лесото, Либерия, Ливан, Ливия, Маврикий (до декабря 2022 года), Мавритания, Мадагаскар, Малави, Малайзия, Мали, Мальдивы, Марокко, Мозамбик, Монголия (до декабря 2022 года), Мьянма, Намибия, Нигер, Нигерия, Никарагуа, Непал, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Пакистан, Панама, Папуа – Новая Гвинея, Руанда, Сан-Томе и Принсипи, Саудовская Аравия, Северная Македония, Сейшелы (с января 2023 года), Сенегал, Сирия, Соломоновы Острова, Сомали, Судан, Суринам, Сьерра-Леоне, Таджикистан, Танзания, Тимор-Лесте, Того, Тринидад и Тобаго, Тунис, Украина (с февраля 2022 года), Фиджи, Центральноафриканская Республика, Чад, Черногория, Эквадор, Эль-Сальвадор, Эсватини, Эфиопия, Южный Судан.

ИНФОРМАЦИЯ ПО СТРАНАМ, ТАРГЕТИРУЮЩИМ ИНФЛЯЦИЮ (ПО СОСТОЯНИЮ НА СЕНТЯБРЬ 2025 ГОДА)

Табл. 2

№	Страна	Год перехода к таргетированию инфляции	Тип цели	Уровень цели[1]	Ширина целевого диапазона	Средняя инфляция с момента перехода к таргетированию инфляции, % г/г[2]	Стандартное отклонение инфляции от цели, п.п.[3]
Развитые экономики							
Европа							
1	Великобритания	1992	Точка	2%		2,45	1,95
2	Еврозона	–	Точка	2%		2,09	1,78
3	Исландия	2001	Точка	2,5%		4,94	4,08
4	Норвегия	2001	Точка	2%		2,43	1,61
5	Чехия	1997	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		3,44	3,58
6	Швеция	1993	Точка	2%		1,91	1,55
Южная, Восточная и Юго-Восточная Азия							
7	Южная Корея	1998	Точка	2%		2,55	1,39
8	Япония	2013	Точка	2%		1,29	1,60
Австралия и Океания							
9	Австралия	1993	Целевой диапазон	2–3%	1 п.п.	2,68	1,52
10	Новая Зеландия	1990	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		2,43	1,84
Северная Америка							
11	Канада	1991	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		2,14	1,38
12	США	–	Точка	2%		2,26	1,69
Ближний Восток							
13	Израиль	1997	Целевой диапазон	1–3%	2 п.п.	2,17	2,10
Развивающиеся экономики							
Центральная и Восточная Европа							
14	Албания	2009	Точка	3%		2,54	1,59
15	Венгрия	2001	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		4,93	4,71
16	Молдова	2013	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 1,5 п.п.		8,06	8,04
17	Польша	1998	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		3,74	3,61
18	Россия	2015	Точка	4%		7,34	5,42
19	Румыния	2005	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		4,91	4,12
20	Сербия	2009	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1,5 п.п.		5,38	4,47
Латинская Америка и Карибский бассейн							
21	Бразилия	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1,5 п.п.		6,26	3,40
22	Гватемала	2005	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 1 п.п.		4,86	2,50
23	Доминикана	2012	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 1 п.п.		3,95	2,41
24	Колумбия	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		5,43	2,89
25	Коста-Рика	2018	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		1,98	3,23
26	Мексика	2001	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		4,54	1,86
27	Парагвай	2011	Точка с диапазоном отклонений	3,5% ± 2 п.п.		4,31	2,24
28	Перу	2002	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		3,02	2,17
29	Уругвай	2007	Точка с диапазоном отклонений	4,5% ± 1,5 п.п.		7,70	3,13
30	Чили	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,76	2,74
31	Ямайка	2018	Целевой диапазон	4–6%	2 п.п.	5,68	2,38

№	Страна	Год перехода к таргетированию инфляции	Тип цели	Уровень цели[1]	Ширина целевого диапазона	Средняя инфляция с момента перехода к таргетированию инфляции, % г/г[2]	Стандартное отклонение инфляции от цели, п.п.[3]
Южная, Восточная и Юго-Восточная Азия							
32	Индия	2015	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 2 п.п.		4,83	1,71
33	Индонезия	2005	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		5,17	2,78
34	Таиланд	2000	Целевой диапазон	1–3%	2 п.п.	1,90	2,28
35	Филиппины	2002	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,79	1,99
36	Шри-Ланка	2019	Точка	5%		11,91	19,85
Центральная Азия, Кавказ и Турция							
37	Армения	2006	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,86	3,38
38	Грузия	2009	Точка	3%		4,30	4,78
39	Казахстан	2015	Точка	5%		9,68	5,95
40	Монголия	2023	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 2 п.п.		8,63	3,50
41	Турция	2006	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 2 п.п.		19,14	24,35
42	Узбекистан	2021	Точка	5%		10,29	5,44
Африка							
43	Гана	2007	Точка с диапазоном отклонений	8% ± 2 п.п.		15,69	14,27
44	Кения	2021	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 2,5 п.п.		6,09	2,15
45	Маврикий	2023	Точка с диапазоном отклонений	3,5% ± 1,5 п.п.		4,85	2,90
46	Уганда	2011	Точка	5%		5,23	4,27
47	ЮАР	2000	Целевой диапазон	3–6%	3 п.п.	5,42	2,40

[1] *Цель по инфляции, как правило, устанавливается для показателя общего ИПЦ в годовом выражении. В редких исключениях центральные банки используют альтернативные показатели, но также измеряемые в годовом выражении. В Уганде это базовый ИПЦ (Core CPI), в Швеции – ИПЦ с фиксированными процентными ставками (CPIF), в США – общий индекс расходов на личное потребление (Headline PCE).*

[2] *Средняя годовая инфляция рассчитана по месяцам. Для США и еврозоны расчеты проведены с даты публичного оглашения уровня цели по инфляции (с 2012 и 1998 годов соответственно).*

[3] *Показывает, на сколько процентных пунктов годовая инфляция в стране в среднем отклонялась от цели за период таргетирования инфляции. Для стран, менявших цель с момента перехода к таргетированию инфляции, учитываются цели, действовавшие в соответствующие периоды времени. За цель принимается объявленное центральным банком точечное значение или середина диапазона с точкой. Если цель по инфляции задана только в виде диапазона, в качестве цели используется рассчитанная середина установленного диапазона (с июля 2025 года в качестве цели в ЮАР используется нижняя граница целевого диапазона 3–6%). Для США и еврозоны расчеты проведены с даты публичного оглашения уровня цели по инфляции (с 2012 и 1998 годов соответственно).*

Источники: МВФ, Cbonds, сайты центральных банков и статистических служб, расчеты Банка России.

КАЛЕНДАРИ И ТАБЛИЦЫ

Календарь решений по ключевой ставке в 2026 году

13 февраля 2026 года	**Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке**
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Среднесрочный прогноз
	Пресс-конференция Председателя Банка России
26 февраля 2026 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
	Комментарий к среднесрочному прогнозу
20 марта 2026 года	**Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке**
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
1 апреля 2026 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
24 апреля 2026 года	**Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке**
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Среднесрочный прогноз
	Пресс-конференция Председателя Банка России
7 мая 2026 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
	Комментарий к среднесрочному прогнозу
19 июня 2026 года	**Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке**
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
1 июля 2026 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
24 июля 2026 года	**Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке**
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Среднесрочный прогноз
	Пресс-конференция Председателя Банка России
5 августа 2026 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
	Комментарий к среднесрочному прогнозу
11 сентября 2026 года	**Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке**
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
23 сентября 2026 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
23 октября 2026 года	**Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке**
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Среднесрочный прогноз
	Пресс-конференция Председателя Банка России
5 ноября 2026 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
	Комментарий к среднесрочному прогнозу
18 декабря 2026 года	**Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке**
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
30 декабря 2026 года	Резюме обсуждения ключевой ставки

График аукционов Банка России в 2026 году

Аукционы репо и депозитные аукционы на срок 1 неделя

В ситуации структурного дефицита ликвидности Банк России планирует проводить аукционы на срок 1 неделя в форме аукционов репо. В случае проведения депозитного аукциона на срок 1 неделя вместо аукциона репо соответствующая информация будет опубликована на сайте Банка России в рабочий день, предшествующий его проведению.

Аукционы репо на срок 1 неделя

Дата проведения аукциона	Дата предоставления средств Банком России	Дата возврата средств кредитными организациями
13.01.2026	14.01.2026	21.01.2026
20.01.2026	21.01.2026	28.01.2026
27.01.2026	28.01.2026	04.02.2026
03.02.2026	04.02.2026	11.02.2026
10.02.2026	11.02.2026	18.02.2026
17.02.2026	18.02.2026	25.02.2026
24.02.2026	25.02.2026	04.03.2026
03.03.2026	04.03.2026	11.03.2026
10.03.2026	11.03.2026	18.03.2026
17.03.2026	18.03.2026	25.03.2026
24.03.2026	25.03.2026	01.04.2026
31.03.2026	01.04.2026	08.04.2026
07.04.2026	08.04.2026	15.04.2026
14.04.2026	15.04.2026	22.04.2026
21.04.2026	22.04.2026	29.04.2026
28.04.2026	29.04.2026	06.05.2026
05.05.2026	06.05.2026	13.05.2026
12.05.2026	13.05.2026	20.05.2026
19.05.2026	20.05.2026	27.05.2026
26.05.2026	27.05.2026	03.06.2026
02.06.2026	03.06.2026	10.06.2026
09.06.2026	10.06.2026	17.06.2026
16.06.2026	17.06.2026	24.06.2026
23.06.2026	24.06.2026	01.07.2026
30.06.2026	01.07.2026	08.07.2026
07.07.2026	08.07.2026	15.07.2026
14.07.2026	15.07.2026	22.07.2026
21.07.2026	22.07.2026	29.07.2026
28.07.2026	29.07.2026	05.08.2026
04.08.2026	05.08.2026	12.08.2026
11.08.2026	12.08.2026	19.08.2026
18.08.2026	19.08.2026	26.08.2026
25.08.2026	26.08.2026	02.09.2026
01.09.2026	02.09.2026	09.09.2026
08.09.2026	09.09.2026	16.09.2026

Дата проведения аукциона	Дата предоставления средств Банком России	Дата возврата средств кредитными организациями
15.09.2026	16.09.2026	23.09.2026
22.09.2026	23.09.2026	30.09.2026
29.09.2026	30.09.2026	07.10.2026
06.10.2026	07.10.2026	14.10.2026
13.10.2026	14.10.2026	21.10.2026
20.10.2026	21.10.2026	28.10.2026
27.10.2026	28.10.2026	05.11.2026
03.11.2026	05.11.2026	11.11.2026
10.11.2026	11.11.2026	18.11.2026
17.11.2026	18.11.2026	25.11.2026
24.11.2026	25.11.2026	02.12.2026
01.12.2026	02.12.2026	09.12.2026
08.12.2026	09.12.2026	16.12.2026
15.12.2026	16.12.2026	23.12.2026
22.12.2026	23.12.2026	30.12.2026

График периодов усреднения обязательных резервов в 2026 году

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:	
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
14.01.2026 – 10.02.2026	28	Декабрь 2025 года	27.01.2026 – 29.01.2026
11.02.2026 – 10.03.2026	28	Январь 2026 года	17.02.2026 – 19.02.2026
11.03.2026 – 14.04.2026	35	Февраль 2026 года	18.03.2026 – 20.03.2026 (с перерасчетом)
15.04.2026 – 12.05.2026	28	Март 2026 года	16.04.2026 – 20.04.2026
13.05.2026 – 09.06.2026	28	Апрель 2026 года	20.05.2026 – 22.05.2026
10.06.2026 – 14.07.2026	35	Май 2026 года	17.06.2026 – 19.06.2026
15.07.2026 – 11.08.2026	28	Июнь 2026 года	16.07.2026 – 20.07.2026
12.08.2026 – 08.09.2026	28	Июль 2026 года	18.08.2026 – 20.08.2026
09.09.2026 – 13.10.2026	35	Август 2026 года	16.09.2026 – 18.09.2026
14.10.2026 – 10.11.2026	28	Сентябрь 2026 года	16.10.2026 – 20.10.2026
11.11.2026 – 08.12.2026	28	Октябрь 2026 года	18.11.2026 – 20.11.2026
09.12.2026 – 12.01.2027	35	Ноябрь 2026 года	16.12.2026 – 18.12.2026

Период регулирования размера обязательных резервов с перерасчетом в 2026 году

Период регулирования размера обязательных резервов, в течение которого в 2026 году производится ежегодный перерасчет по обязательным резервам, депонированным на счете для хранения обязательных резервов, – с 18 по 20 марта 2026 года.

Статистические таблицы

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2004–2024 ГОДАХ

Табл. 1

(ТЕМП ПРИРОСТА, % Г/Г, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Внутренние условия											
Инфляция, на конец года											
ИПЦ, все товары и услуги	11,4	7,3	5,4	2,5	4,3	3,0	4,9	8,4	11,9	7,4	9,5
из них: без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и ЖКУ	10,4	6,8	6,1	2,1	4,0	3,2	4,6	8,6	13,5	6,9	8,6
– продовольственные товары	12,5	7,5	4,6	1,1	4,7	2,6	6,7	10,6	10,3	8,2	11,1
из них: плодоовощная продукция	11,4	5,5	-6,8	1,2	4,9	-2,1	17,4	14,0	-2,0	24,2	22,1
продовольственные товары без плодоовощной продукции	12,6	7,6	6,0	1,0	4,6	3,1	5,4	10,2	12,0	6,1	9,5
– непродовольственные товары	6,9	6,2	6,5	2,8	4,1	3,0	4,8	8,6	12,7	6,0	6,1
из них: непродовольственные товары без нефтепродуктов	6,5	6,0	6,8	2,3	3,3	3,1	5,1	8,5	14,5	5,7	5,3
– услуги	16,3	8,7	4,9	4,4	3,9	3,8	2,7	5,0	13,2	8,3	11,5
из них: услуги без ЖКУ	13,7	6,8	4,7	4,2	4,1	3,4	2,2	5,6	14,7	10,4	11,9
Базовая инфляция	10,2	6,6	6,0	2,1	3,7	3,1	4,2	8,9	14,3	6,8	8,9
ВВП											
ВВП	7,1	1,2	0,2	1,8	2,8	2,2	-2,7	5,9	-1,4	4,1	4,3
Расходы на конечное потребление	9,6	2,9	-1,5	3,4	3,5	3,4	-3,9	7,8	0,1	6,5	5,2
– домашние хозяйства	12,4	3,9	-2,6	3,7	4,3	3,8	-5,9	9,8	-0,6	7,5	5,4
– государственное управление	2,4	0,3	1,4	2,5	1,3	2,4	1,9	2,9	2,0	3,8	4,8
Валовое накопление	14,3	-1,7	-0,6	6,4	-1,6	2,3	-4,3	15,1	1,4	19,8	2,1
– основной капитал	14,5	1,4	1,3	4,7	0,6	1,0	-4,0	9,3	7,4	7,8	6,0
Экспорт	6,4	1,6	3,2	5,0	5,6	0,7	-4,2	3,2	–	–	–
Импорт	20,4	3,6	-3,7	17,3	2,7	3,1	-11,9	19,1	–	–	–
Потребительская активность											
Оборот розничной торговли	14,0	3,6	-4,8	1,3	2,8	1,9	-3,2	7,8	-6,5	8,0	7,7
– продовольственные товары	11,4	2,5	-5,2	1,1	2,1	1,8	-1,6	2,7	-1,7	4,4	5,9
– непродовольственные товары	16,2	4,6	-4,5	1,5	3,5	2,0	-4,6	12,7	-10,6	11,5	9,3
Оборот общественного питания	13,1	1,2	-2,9	3,2	14,9	4,9	-22,4	26,8	7,6	13,9	11,9
Объем платных услуг	7,0	1,2	-0,3	0,2	3,2	1,7	-14,6	17,2	5,0	6,9	4,3
Рынок труда											
Уровень безработицы, %, в среднем за год	6,8	6,6	5,5	5,2	4,8	4,6	5,8	4,8	3,9	3,2	2,5
Реальная заработная плата, %, г/г, в среднем за год	13,0	3,5	0,7	2,9	8,5	4,8	3,8	4,5	0,3	8,2	9,7
Номинальная заработная плата, %, г/г, в среднем за год	25,8	11,5	7,9	6,7	11,6	9,5	7,3	11,5	14,1	14,6	19,0
Денежно-кредитные показатели, на конец года											
Денежная масса в национальном определении (М2)	33,5	19,5	9,2	10,5	11,0	9,7	13,5	13,0	24,4	19,4	19,2
Широкая денежная масса (М2Х)*	33,1	17,7	4,0	8,6	7,9	7,6	12,6	11,1	14,0	15,4	15,0
Требования к экономике*	43,3	15,6	3,4	9,2	8,5	9,8	11,0	14,1	12,6	22,3	16,4
в том числе к населению*	72,8	21,0	1,4	12,1	21,8	19,0	12,9	22,0	9,4	23,0	9,7
к организациям*	38,4	14,0	4,0	8,3	4,6	6,7	10,2	11,1	14,0	22,0	19,0
Бюджет, % г/г											
Расходы бюджетной системы	27,7	12,3	5,3	3,4	5,8	9,0	13,7	10,8	17,2	14,1	17,8
Расходы федерального бюджета	29,4	12,4	5,1	0,0	1,8	9,0	25,3	8,5	25,7	4,0	24,2
ННГД бюджетной системы	22,8	9,5	10,8	7,4	12,9	11,6	4,4	18,5	6,2	21,1	19,0
ННГД федерального бюджета	19,6	6,9	10,5	5,8	14,5	17,5	9,9	20,4	0,0	25,0	26,0
НГД	28,8	11,8	-17,6	23,5	49,7	-10,8	-34,7	72,4	26,6	-24,8	28,2
Доходы бюджетной системы	23,6	9,8	4,6	10,2	20,0	6,2	-3,5	25,8	10,0	11,2	20,4
Доходы федерального бюджета	21,9	8,9	-1,6	12,2	28,4	4,4	-7,7	34,9	9,5	4,5	26,7
Бюджет, % ВВП											
Расходы бюджетной системы	30	35	37	35	33	34	39	35	35	36	37
Расходы федерального бюджета	16	20	19	18	16	17	21	18	20	18	20
ННГД бюджетной системы	28	25	27	27	27	29	31	29	26	28	30
ННГД федерального бюджета	12	9	10	10	10	11	13	12	10	12	13
НГД	9	9	6	7	9	7	5	7	7	5	5
Доходы бюджетной системы	37	33	33	34	36	36	35	36	34	33	35
Доходы федерального бюджета	22	18	16	16	19	18	17	19	18	16	18

* *При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.*

Источники: Росстат, Банк России.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2023–2025 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ

Табл. 2

(ТЕМП ПРИРОСТА, % Г/Г)

Показатели	2023				2024				2025						
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	Июнь	Июль	Август	Сентябрь
Внутренние условия															
Инфляция															
ИПЦ, все товары и услуги	3,5	3,3	6,0	7,4	7,7	8,6	8,6	9,5	10,3	9,4	8,0	9,4	8,8	8,1	8,0
из них: без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и ЖКУ	3,7	2,6	4,5	6,9	7,8	8,6	8,1	8,6	9,6	8,7	7,6	8,7	8,3	7,9	7,6
– продовольственные товары	2,6	0,2	4,9	8,2	8,1	9,8	9,2	11,1	12,4	11,9	9,5	11,9	10,8	9,8	9,5
из них: плодоовощная продукция	-9,4	-1,9	25,9	24,2	13,0	19,1	14,0	22,1	18,8	15,3	1,2	15,3	7,3	0,5	1,2
продовольственные товары без плодоовощной продукции	4,4	0,4	2,7	6,1	7,4	8,5	8,5	9,5	11,5	11,4	10,5	11,4	11,3	11,0	10,5
– непродовольственные товары	0,1	1,0	4,6	6,0	6,7	7,0	5,6	6,1	5,9	4,5	3,9	4,5	4,1	3,9	3,9
из них: непродовольственные товары без нефтепродуктов	0,1	0,6	3,6	5,7	6,5	6,9	5,6	5,3	5,0	3,4	2,5	3,4	3,1	2,8	2,5
– услуги	9,7	11,0	9,7	8,3	8,3	8,8	11,6	11,5	12,9	12,0	11,1	12,0	11,9	11,1	11,1
из них: услуги без ЖКУ	9,2	10,9	10,0	10,4	10,7	11,2	11,7	11,9	13,4	12,2	10,6	12,2	11,3	10,5	10,6
Базовая инфляция	3,7	2,4	4,6	6,8	7,8	8,7	8,3	8,9	9,7	8,7	7,7	8,7	8,5	8,0	7,7
ВВП															
ВВП	-0,9	5,3	6,2	5,3	5,4	4,3	3,3	4,5	1,4	1,1	–	–	–	–	–
Расходы на конечное потребление	1,8	8,2	9,1	6,7	6,3	5,3	5,0	4,4	2,6	2,5	–	–	–	–	–
– домашние хозяйства	0,2	10,2	11,2	8,3	7,0	5,3	5,1	4,3	3,0	3,2	–	–	–	–	–
– государственное управление	6,5	3,0	3,2	2,4	4,6	5,3	4,8	4,5	1,4	0,6	–	–	–	–	–
Валовое накопление	21,5	29,8	9,8	21,9	-7,2	-1,5	8,7	3,4	1,9	0,1	–	–	–	–	–
– основной капитал	6,9	15,0	6,1	5,1	9,4	3,9	7,9	4,5	8,5	1,0	–	–	–	–	–
Экспорт	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Импорт	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Потребительская активность															
Оборот розничной торговли	-5,5	11,2	14,0	11,7	11,5	8,5	6,3	5,1	2,6	1,6	–	1,2	2,0	2,8	–
– продовольственные товары	-2,3	6,0	7,2	6,2	8,1	6,7	5,5	3,8	3,1	2,0	–	1,2	2,4	1,5	–
– непродовольственные товары	-8,1	16,5	20,7	17,2	14,9	10,2	7,2	6,4	2,0	1,3	–	1,3	1,6	4,2	–
Оборот общественного питания	13,9	19,9	12,4	10,5	10,7	11,2	13,4	12,0	7,1	9,1	–	7,4	7,2	9,0	–
Объем платных услуг	5,2	7,7	7,9	6,8	5,0	5,0	3,4	3,9	2,3	2,4	–	2,7	2,0	2,1	–
Рынок труда															
Уровень безработицы (с.к.)	3,4	3,2	3,0	2,9	2,7	2,6	2,5	2,3	2,3	2,2	–	2,2	2,2	2,1	–
Реальная заработная плата	1,9	11,4	8,7	8,5	11,0	7,8	8,1	9,0	3,4	4,6	–	5,1	6,6	–	–
Номинальная заработная плата	10,7	14,4	14,3	16,3	19,5	16,7	17,8	18,8	13,8	14,9	–	15,0	16,0	–	–
Денежно-кредитные показатели															
Денежная масса в национальном определении (М2)	24,4	25,4	20,6	19,4	17,4	18,7	18,8	19,2	17,0	15,0	12,7	15,0	15,0	14,4	12,7
Широкая денежная масса (М2Х)*	15,9	16,6	15,1	15,4	14,2	15,9	15,4	15,0	13,8	12,8	12,2	12,8	12,7	12,9	12,2
Требования к экономике*	11,3	17,1	21,6	22,3	23,2	23,0	20,0	16,4	13,4	10,5	9,5	10,5	9,9	10,1	9,5
– в том числе к населению*	10,0	17,2	22,3	23,0	23,0	23,3	16,9	9,7	5,7	0,0	-1,1	0,0	-0,9	-1,2	-1,1
– к организациям*	11,9	17,0	21,3	22,0	23,3	22,8	21,3	19,0	16,4	14,8	13,6	14,8	14,3	14,6	13,6
Бюджет															
Расходы бюджетной системы	27,6	11,2	8,6	12,4	16,5	18,0	14,8	20,3	-21,1	55,3	–	–	–	–	–
Расходы федерального бюджета	32,5	4,4	-7,8	-3,6	16,1	24,6	24,1	29,6	24,5	9,9	–	–	–	–	–
ННГД бюджетной системы	-0,3	24,0	38,2	23,4	32,5	17,5	14,9	14,8	11,5	9,8	–	–	–	–	–
ННГД федерального бюджета	-3,5	43,6	43,6	22,7	43,3	3,8	10,6	45,4	10,7	25,1	–	–	–	–	–
НГД	-45,6	-45,7	3,8	0,9	75,9	52,7	19,0	-9,1	-9,6	-27,2	–	–	–	–	–
Доходы бюджетной системы	-10,3	5,4	31,4	19,4	38,3	22,4	15,5	11,2	7,9	3,4	–	–	–	–	–
Доходы федерального бюджета	-20,5	-1,9	28,0	15,2	52,3	17,6	13,3	28,9	4,2	5,9	–	–	–	–	–
Бюджет, % ВВП															
Расходы бюджетной системы	36	35	30	40	35	36	32	43	26	53	–	–	–	–	–
Расходы федерального бюджета	21	17	14	21	20	18	16	25	24	19	–	–	–	–	–
ННГД бюджетной системы	27	30	28	28	30	30	29	29	31	32	–	–	–	–	–
ННГД федерального бюджета	11	12	11	12	13	11	11	15	13	13	–	–	–	–	–
НГД	4	5	5	5	6	6	6	4	5	4	–	–	–	–	–
Доходы бюджетной системы	31	35	33	34	36	37	35	33	36	36	–	–	–	–	–
Доходы федерального бюджета	15	17	16	17	19	17	17	19	19	17	–	–	–	–	–

* *При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.*

Источники: Росстат, Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 2004–2024 ГОДАХ

Табл. 3

(МЛРД ДОЛЛ. США, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Счет текущих операций (СТО)	**82,3**	**64,0**	**57,5**	**67,8**	**24,5**	**32,2**	**115,7**	**65,7**	**35,4**	**125,0**	**237,7**	**49,4**	**63,4**
Торговый баланс	127,0	165,9	188,9	148,4	90,2	114,6	195,1	165,8	93,4	193,1	315,6	121,7	132,1
Экспорт	305,6	450,9	496,8	341,4	281,7	352,9	443,9	419,7	333,5	494,2	592,1	424,7	433,6
Импорт	178,6	285,0	307,9	193,0	191,5	238,4	248,9	253,9	240,1	301,0	276,5	303,1	301,5
Баланс услуг	-14,1	-36,4	-55,3	-37,2	-24,0	-31,3	-30,1	-36,5	-16,8	-20,3	-22,1	-36,1	-38,4
Экспорт	37,7	57,1	65,7	51,6	50,6	57,5	64,6	62,0	48,0	55,6	48,8	40,5	43,1
Импорт	51,8	93,5	121,0	88,8	74,6	88,9	94,7	98,5	64,7	75,9	70,9	76,6	81,5
Баланс первичных и вторичных доходов	-30,6	-65,5	-76,1	-43,5	-41,8	-51,1	-49,3	-63,7	-41,3	-47,8	-55,8	-36,1	-30,3
Счет операций с капиталом	**-4,8**	**-3,6**	**-42,0**	**-0,3**	**-0,8**	**-0,2**	**-1,1**	**-0,3**	**-0,1**	**0,1**	**-4,6**	**-1,4**	**-0,3**
Сальдо СТО и счета операций с капиталом	**77,5**	**60,4**	**15,5**	**67,5**	**23,7**	**32,0**	**114,6**	**65,4**	**35,3**	**125,1**	**233,2**	**48,0**	**63,1**
Сальдо финансового счета, исключая резервы	**10,3**	**39,5**	**131,0**	**68,6**	**10,1**	**11,9**	**78,5**	**-3,1**	**52,8**	**60,5**	**234,3**	**48,7**	**56,8**
Чистое принятие обязательств	96,0	67,2	-49,7	-72,2	-5,4	2,9	-36,5	28,7	-39,5	43,9	-123,9	-7,3	9,0
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервы	106,3	106,7	81,3	-3,5	4,7	14,9	42,0	25,7	13,3	104,4	110,4	41,4	65,8
Чистые ошибки и пропуски	**-2,4**	**-8,7**	**7,9**	**2,9**	**-5,4**	**2,6**	**2,1**	**-2,0**	**3,8**	**-1,0**	**-6,1**	**-9,3**	**-10,1**
Изменение резервов	**64,8**	**12,1**	**-107,5**	**1,7**	**8,2**	**22,6**	**38,2**	**66,5**	**-13,8**	**63,5**	**-7,3**	**-10,0**	**-3,8**
Экспорт товаров и услуг, %, г/г	29,0	5,5	-5,0	-30,1	-15,4	23,5	23,9	-5,3	-20,8	44,1	16,6	-27,4	2,5
Импорт товаров и услуг, %, г/г	29,5	7,8	-8,7	-34,3	-5,6	23,0	5,0	2,6	-13,5	23,6	-7,8	9,3	0,9
Справочно:													
Цена на нефть марки Brent, долл. США за барр., в среднем за год	66	95	99	52	44	54	71	64	42	70	100	83	81
Номинальный курс, руб./долл., в среднем за год	26,9	30,8	38,0	60,7	66,9	58,3	62,5	64,7	71,9	73,6	67,5	84,7	92,4

Источники: Банк России, Всемирный банк.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ В 2004–2024 ГОДАХ

Табл. 4

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ВВП, % г/г, среднее за период													
США	2,5	1,2	2,5	2,9	1,8	2,5	3,0	2,6	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8
Еврозона	2,1	-0,4	1,5	2,0	1,8	2,7	1,7	1,6	-6,2	6,3	3,7	0,5	0,8
Китай	11,6	9,1	7,4	7,2	6,9	6,9	6,9	6,2	2,0	8,9	3,2	5,4	5,0
Инфляция, % г/г, на конец года													
США (Core PCE)	2,2	1,5	1,4	1,2	1,8	1,6	2,0	1,5	1,6	5,2	4,9	3,1	3,0
Еврозона (Core HICP)	1,7	1,3	0,8	1,1	0,9	0,9	0,9	1,3	0,2	2,7	5,2	3,4	2,7
Китай (Core CPI)	–	1,1	0,8	1,5	2,0	2,1	1,7	1,4	0,4	1,0	0,5	0,6	0,2
Дефицит бюджета, % ВВП, скользящее среднее на IV квартал соответствующего года													
США	-2,5	-7,5	-2,8	-2,6	-3,1	-3,5	-3,9	-4,7	-15,7	-10,9	-5,5	-6,4	-7,0
Еврозона	-2,0	-4,8	-2,5	-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	-0,5	-7,1	-5,2	-3,5	-3,6	-3,1
Китай	-0,8	-1,4	-3,7	-3,4	-2,3	-3,6	-4,0	-4,8	-6,1	-3,7	-4,6	-4,5	-4,8
Ключевая ставка, % годовых, среднее за период													
США (верхняя граница)	3,3	0,3	0,3	0,3	0,5	1,1	1,9	2,3	0,5	0,3	1,9	5,2	5,3
Еврозона (депозитная)	1,9	0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	3,3	3,7
Китай	–	–	5,7	4,9	4,3	4,3	4,3	4,3	3,9	3,8	3,7	3,6	3,4

Источники: национальные статистические ведомства, ФРС США, ЕЦБ, МВФ, Investing.com, расчеты Банка России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 2022–2025 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ

Табл. 5

(МЛРД ДОЛЛ. США, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Показатели	2022				2023				2024				2025		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Счет текущих операций (СТО)	**71,0**	**77,2**	**48,1**	**41,5**	**14,7**	**7,6**	**15,3**	**11,8**	**24,5**	**16,8**	**7,8**	**14,3**	**17,9**	**4,0**	
Торговый баланс	84,8	95,1	72,8	62,8	29,6	26,3	33,4	32,3	34,8	35,2	30,5	31,6	30,3	25,1	
Экспорт	154,6	151,8	141,7	144,0	104,3	103,4	109,1	108,0	101,9	106,4	109,1	116,3	96,7	99,6	
Импорт	69,8	56,7	68,8	81,2	74,6	77,2	75,7	75,6	67,0	71,2	78,6	84,7	66,4	74,6	
Баланс услуг	-3,5	-3,5	-6,8	-8,3	-7,7	-9,0	-10,6	-8,8	-6,8	-9,3	-12,4	-9,9	-7,7	-12,6	
Экспорт	13,9	11,1	11,4	12,4	9,7	10,3	9,4	11,0	10,7	10,0	10,9	11,4	10,2	11,9	
Импорт	17,4	14,6	18,2	20,7	17,5	19,3	20,0	19,8	17,5	19,3	23,3	21,4	17,9	24,6	
Баланс первичных и вторичных доходов	-10,3	-14,4	-18,0	-13,0	-7,2	-9,6	-7,5	-11,8	-3,6	-9,1	-10,3	-7,3	-4,7	-8,4	
Счет операций с капиталом	**0,0**	**-1,1**	**-1,9**	**-1,5**	**-0,1**	**0,0**	**0,0**	**-1,3**	**0,0**	**-0,1**	**-0,1**	**0,0**	**-0,1**	**-0,1**	
Сальдо СТО и счета операций с капиталом	**71,0**	**76,1**	**46,1**	**40,0**	**14,6**	**7,6**	**15,2**	**10,5**	**24,5**	**16,7**	**7,7**	**14,3**	**17,9**	**3,9**	
Сальдо финансового счета, исключая резервы	**79,0**	**73,8**	**42,7**	**38,9**	**17,3**	**6,2**	**14,3**	**10,9**	**29,1**	**10,6**	**9,2**	**8,0**	**15,7**	**4,4**	
Чистое принятие обязательств	-31,8	-51,4	-15,2	-25,5	-11,7	4,8	8,2	-8,6	-4,3	2,7	1,2	9,4	3,2	0,5	
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервы	47,1	22,4	27,4	13,4	5,6	11,0	22,6	2,2	24,8	13,3	10,3	17,4	19,0	4,9	
Чистые ошибки и пропуски	**-2,6**	**-1,1**	**-1,7**	**-0,7**	**-2,4**	**-2,8**	**-3,1**	**-0,9**	**-2,3**	**-7,4**	**-1,7**	**1,3**	**-8,0**	**-2,9**	
Изменение резервов	**-10,6**	**1,2**	**1,8**	**0,4**	**-5,1**	**-1,4**	**-2,3**	**-1,2**	**-6,9**	**-1,3**	**-3,2**	**7,6**	**-5,9**	**-3,4**	
Экспорт товаров и услуг, % г/г	60,8	27,7	4,7	-8,6	-32,3	-30,2	-22,6	-23,9	-1,2	2,4	1,3	7,3	-5,0	-4,2	
Импорт товаров и услуг, % г/г	12,6	-22,9	-11,8	-6,0	5,7	35,2	10,0	-6,3	-8,2	-6,2	6,5	11,1	-0,3	9,5	
Справочно:															
Цена на нефть марки Brent, долл. США за барр., в среднем за квартал	99	113	99	88	81	78	87	84	83	85	80	75	76	68	69
Номинальный курс, руб./долл., в среднем за квартал	84,7	66,0	59,4	62,3	72,7	81,0	94,1	92,7	90,8	90,6	89,2	99,6	93,1	80,8	80,6

Источники: Банк России, Всемирный банк.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ В 2022–2025 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ

Табл. 6

Показатели	2022				2023				2024				2025	
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.
ВВП, %, г/г среднее за период														
США	4,0	2,5	2,3	1,3	2,3	2,8	3,2	3,2	2,9	3,0	2,7	2,5	2,0	2,0
Еврозона	5,5	4,1	2,8	1,9	1,5	0,7	0,2	0,3	0,6	0,6	1,0	1,3	1,5	1,4
Китай	4,7	1,1	3,9	3,0	4,5	6,6	5,0	5,3	5,0	4,8	4,6	5,4	5,2	5,3
Инфляция, % г/г, на конец года														
США (Core PCE)	5,6	5,3	5,6	5,0	4,8	4,4	3,7	3,0	3,0	2,6	2,7	2,9	2,7	2,8
Еврозона (Core HICP)	3,0	3,7	4,8	5,2	5,7	5,5	4,5	3,4	2,9	2,8	2,6	2,7	2,4	2,4
Китай (Core CPI)	0,9	0,8	0,5	0,5	0,5	0,3	0,8	0,6	0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	0,6
Дефицит бюджета, % ВВП, среднее за период														
США	-7,1	-4,2	-5,4	-5,5	-6,8	-8,4	-6,2	-6,4	-5,9	-5,5	-6,3	-7,0	-7,0	-6,4
Еврозона	-4,1	-3,1	-3,1	-3,5	-3,6	-3,9	-3,8	-3,6	-3,6	-3,5	-3,3	-3,1	-3,0	
Китай	-3,7	-5,2	-5,4	-4,6	-4,9	-3,8	-4,0	-4,5	-4,7	-4,8	-4,9	-4,8	-5,0	-5,1
Ключевая ставка, % годовых, среднее за период														
США (верхняя граница)	0,29	0,95	2,37	3,84	4,69	5,16	5,43	5,50	5,5	5,5	4,9	4,5	4,5	4,5
Еврозона (депозитная)	-0,5	-0,5	0,0	1,3	2,3	3,2	3,7	4,0	4,0	3,9	3,7	3,3	2,8	2,2
Китай	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,2	3,1	3,0

Источники: национальные статистические ведомства, ФРС США, ЕЦБ, МВФ, Investing.com, расчеты Банка России.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В РАЗРЕЗЕ ГУ БАНКА РОССИИ

Табл. 7

(ТЕМП ПРИРОСТА, % Г/Г, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Показатели	Регионы	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
												Август*
Инфляция (сентябрь 2025)	ЦФО	11,4	7,6	3,2	4,7	3,0	4,7	8,3	12,5	7,4	9,9	7,1
	СЗГУ	11,9	7,2	3,1	4,1	3,0	4,8	8,5	11,9	7,1	9,3	8,8
	ВВГУ	11,7	7,2	2,0	4,3	2,8	5,5	8,6	12,4	7,1	9,6	9,0
	ЮГУ	12,1	7,7	2,2	4,2	2,9	5,5	9,2	11,7	7,8	9,6	8,1
	УГУ	11,5	7,4	2,1	3,6	3,1	4,4	7,7	11,0	6,7	9,0	8,2
	СГУ	10,8	7,1	2,0	4,3	3,7	4,9	9,3	12,7	8,2	9,5	8,4
	ДГУ	11,3	7,3	2,1	3,8	3,8	5,0	6,7	11,9	8,0	8,5	8,2
	РФ	11,4	7,3	2,5	4,3	3,0	4,9	8,4	11,9	7,4	9,5	8,0
Промышленность	ЦФО	6,6	2,3	3,9	5,6	7,4	10,2	19,8	9,2	16,1	14,7	-3,0
	СЗГУ	7,7	2,1	3,0	2,9	3,4	-2,6	5,2	0,5	5,3	8,4	-1,9
	ВВГУ	5,3	3,5	2,3	2,0	3,0	-2,0	8,7	3,0	8,9	8,3	1,3
	ЮГУ	8,8	4,0	9,8	5,1	3,1	-0,2	5,2	5,3	4,3	3,8	0,3
	УГУ	3,5	0,9	3,4	3,7	5,5	-2,2	4,2	0,0	2,8	1,9	-1,5
	СГУ	3,9	6,2	3,0	3,4	2,0	-3,7	3,0	1,2	0,9	2,2	-3,6
	ДГУ	9,8	6,0	3,1	5,5	6,5	-4,5	3,0	-4,2	6,3	3,4	-4,2
	РФ	5,4	1,1	3,7	3,5	3,4	-2,1	6,3	0,7	4,3	5,6	0,5
Инвестиции в основной капитал (первое полугодие 2025)	ЦФО	14,1	2,4	8,4	11,7	15,0	1,2	14,5	1,9	8,2	4,1	6,3
	СЗГУ	13,8	0,9	5,0	15,5	-15,9	-1,6	3,6	-2,2	8,7	15,6	17,0
	ВВГУ	16,0	4,8	0,6	-0,4	0,5	-1,5	5,5	4,7	17,9	6,2	7,6
	ЮГУ	13,5	9,1	13,9	-3,9	-5,8	0,9	-0,3	8,7	11,4	7,8	5,2
	УГУ	11,4	3,4	-1,1	4,3	-3,0	0,4	0,7	10,0	5,6	8,8	-8,6
	СГУ	19,1	4,4	2,3	4,5	7,4	1,0	11,4	8,1	6,9	4,7	9,6
	ДГУ	16,1	2,2	10,8	7,8	8,2	-7,5	13,8	14,5	20,6	9,1	3,8
	РФ	15,0	2,2	4,8	5,4	2,1	-0,1	8,6	6,7	9,8	7,4	4,3
Строительство**	ЦФО	7,2	-1,9	1,8	1,5	4,9	6,9	5,2	7,8	10,3	-2,1	2,3
	СЗГУ	11,3	-2,3	-14,1	4,9	-9,4	-6,0	3,7	-3,6	6,1	3,5	0,2
	ВВГУ	14,6	4,8	-0,6	-7,0	3,5	-0,9	13,8	12,0	11,6	-1,7	3,4
	ЮГУ	17,1	8,8	14,1	1,1	-2,5	-0,8	6,5	6,9	9,1	7,6	-19,6
	УГУ	15,3	-2,7	-0,9	42,6	-5,3	10,0	7,3	-0,5	5,6	2,8	-3,3
	СГУ	9,0	2,0	-5,2	-13,1	6,7	0,9	14,0	18,5	2,7	-3,8	-0,2
	ДГУ	2,1	-0,7	7,0	15,9	34,1	-7,6	-0,7	12,6	25,5	-3,8	-1,3
	РФ	15,6	-0,1	-1,1	6,3	2,1	2,1	7,0	7,5	9,0	2,1	0,1

Показатели	Регионы	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
												Август*
Розничная торговля	ЦФО	11,7	4,0	2,3	4,2	2,3	-2,1	8,5	-10,5	6,7	6,8	0,9
	СЗГУ	15,0	3,2	2,8	3,7	2,0	0,2	11,7	-6,3	13,1	6,5	3,8
	ВВГУ	15,6	4,4	2,0	4,0	1,1	-4,4	6,0	-3,6	9,8	8,1	2,7
	ЮГУ	17,4	5,6	1,2	1,7	1,9	-3,4	11,6	-2,6	10,5	6,5	4,8
	УГУ	19,7	2,7	0,6	3,4	1,5	-4,2	4,3	-5,1	9,0	10,7	3,7
	СГУ	14,7	2,6	1,5	2,8	2,7	-3,3	7,0	-2,8	8,7	9,6	3,9
	ДГУ	11,5	4,0	2,0	4,0	3,9	-2,7	5,5	-0,7	3,9	8,2	4,8
	РФ	14,0	3,6	1,3	2,8	1,9	-3,2	7,8	-6,5	8,0	7,7	2,8
Платные услуги	ЦФО	4,9	0,1	-1,1	3,0	4,4	-17,7	23,5	7,3	9,6	4,0	0,2
	СЗГУ	7,4	1,2	0,4	4,4	1,1	-15,4	19,2	4,8	10,2	2,4	1,7
	ВВГУ	8,8	2,0	0,4	0,9	0,5	-10,6	10,9	3,6	4,5	5,5	8,2
	ЮГУ	9,5	3,2	0,6	4,2	1,7	-9,3	15,1	5,3	3,2	5,4	4,9
	УГУ	8,8	1,8	0,9	4,9	0,3	-15,6	14,7	2,7	5,8	6,3	3,1
	СГУ	7,0	1,9	2,2	2,4	0,5	-10,5	11,8	5,5	6,0	3,5	2,2
	ДГУ	6,9	4,0	0,6	1,2	-2,3	-18,2	13,2	-0,9	1,7	1,3	-2,0
	РФ	7,0	1,2	0,2	3,2	1,7	-14,6	17,2	5,0	6,9	4,3	2,1
Номинальная заработная плата (июль 2025)	ЦФО	28,7	11,9	5,8	12,5	11,1	7,5	12,6	13,0	13,4	19,1	18,1
	СЗГУ	25,9	10,9	8,2	12,1	8,6	5,6	11,1	14,1	12,4	16,4	12,8
	ВВГУ	25,9	11,5	7,0	9,4	8,0	7,0	11,6	15,1	18,0	22,0	16,5
	ЮГУ	26,0	12,9	6,5	11,3	7,7	7,0	10,0	12,7	14,9	19,1	15,2
	УГУ	22,8	10,2	6,5	9,4	7,4	6,9	9,9	14,5	15,5	18,7	13,3
	СГУ	23,6	11,4	6,8	12,3	9,2	7,1	10,5	16,9	16,2	18,0	14,6
	ДГУ	22,5	12,6	6,9	11,7	9,3	6,9	9,9	12,4	13,9	17,3	13,3
	РФ	25,8	11,5	6,7	11,6	9,5	7,3	11,5	14,1	14,6	19,0	16,0
Реальные денежные доходы (II квартал 2025)	ЦФО	9,0	4,3	0,3	2,2	3,0	-1,3	5,4	3,1	7,9	10,5	8,1
	СЗГУ	9,3	4,1	0,9	3,0	0,8	0,2	5,8	3,2	5,4	8,7	5,3
	ВВГУ	12,1	4,6	-2,3	0,0	1,3	-2,2	2,1	4,0	6,0	8,4	5,9
	ЮГУ	13,2	5,6	0,0	1,2	1,0	-1,5	4,1	4,3	4,6	7,9	6,2
	УГУ	12,6	1,7	-1,0	0,8	1,4	-2,9	1,0	4,1	7,1	8,4	3,8
	СГУ	11,8	1,6	0,0	0,9	0,8	-1,0	2,0	5,9	6,3	7,2	4,1
	ДГУ	9,0	4,0	-0,6	3,3	2,0	-1,5	2,3	6,9	3,7	5,9	6,9
	РФ	10,8	3,9	-0,2	1,7	1,9	-1,4	3,9	4,0	6,5	8,4	5,6
Уровень безработицы (%, с.к.)	ЦФО	3,9	4,2	3,3	2,9	2,9	3,9	3,5	3,0	2,5	1,8	1,4
	СЗГУ	5,1	5,2	4,2	3,9	3,5	5,0	3,9	3,2	2,7	2,2	2,0
	ВВГУ	6,7	6,3	4,4	4,2	4,0	4,9	3,9	3,2	2,4	1,9	1,6
	ЮГУ	11,8	10,1	7,8	7,4	7,4	8,9	7,8	6,4	5,3	4,6	4,1
	УГУ	6,6	7,1	5,5	4,8	4,4	5,7	4,4	3,3	2,5	1,9	1,6
	СГУ	8,8	8,3	7,3	6,8	6,3	7,6	6,2	4,8	3,6	3,0	2,8
	ДГУ	7,7	7,7	5,6	5,2	5,0	5,4	4,6	3,9	3,0	2,4	1,9
	РФ	6,8	6,6	5,2	4,8	4,6	5,8	4,8	3,9	3,2	2,5	2,1

* *Если иное не указано в скобках под названием показателя.*
** *В столбце «В среднем 2004–2008» для строительства приведены средние значения за 2006–2008 годы из-за отсутствия региональных данных до 2006 года.*
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Табл. 8

(%)

Дата начала действия	Обязательства в рублях		Обязательства в иностранной валюте банков, НКО и ФИБ	
	банков с универсальной лицензией, НКО и ФИБ	банков с базовой лицензией	валюты дружественных стран	валюты недружественных стран
01.06.2023	4,50	1,00	6,00	8,50

Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами, обязательства перед физическими лицами и иные обязательства.
Дата начала действия для ФИБ – 01.08.2025.
Подробнее см. Нормативы обязательных резервов.
Источник: Банк России.

КОЭФФИЦИЕНТЫ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Табл. 9

Дата начала действия	Банки	НКО и ФИБ
03.03.2022	0,9	1,0

Дата начала действия для ФИБ – 01.08.2025.
Источник: Банк России.

СТАВКИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ[1] И RUONIA С 2023 ГОДА
(% ГОДОВЫХ)

Табл. 10

Период	Ключевая ставка	Изменение ключевой ставки, п.п.	RUONIA (средняя)[2]	Депозиты овернайт постоянного действия – нижняя граница процентного коридора	Основные аукционы и аукционы «тонкой настройки»[3]	Операции предоставления ликвидности постоянного действия[4]		Аукционы на длительные сроки[5]		
						Операции основного механизма (ОМ)[6] – верхняя граница процентного коридора	Операции дополнительного механизма (ДМ)[7]	Аукционы репо		Кредитные аукционы
				1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	От 1 до 30 дней[8]	От 1 до 180 дней[9]	1 месяц	1 год	3 месяца
Правило: спред к ключевой ставке, п.п.				-1,00	0,00	+1,00	+1,75	+0,10	+0,25	
С 27.10.2025	16,50	-0,50		15,50	16,50	17,50	18,25	16,60	16,75	16,75
15.09.2025 – 26.10.2025	17,00	-1,00	16,70[10]	16,00	17,00	18,00	18,75	17,10	17,25	17,25
28.07.2025 – 14.09.2025	18,00	-2,00	17,74	17,00	18,00	19,00	19,75	18,10	18,25	18,25
09.06.2025 – 27.07.2025	20,00	-1,00	19,60	19,00	20,00	21,00	21,75	20,10	20,25	20,25
28.10.2024 – 08.06.2025	21,00	2,00	20,92	20,00	21,00	22,00	22,75	21,10	21,25	21,25
16.09.2024 – 27.10.2024	19,00	1,00	18,54	18,00	19,00	20,00	20,75	19,10	19,25	19,25
29.07.2024 – 15.09.2024	18,00	2,00	17,90	17,00	18,00	19,00	19,75	18,10	18,25	18,25
18.12.2023 – 28.07.2024	16,00	1,00	15,73	15,00	16,00	17,00	17,75	16,10	16,25	16,25
30.10.2023 – 17.12.2023	15,00	2,00	14,83	14,00	15,00	16,00	16,75	15,10	15,25	15,25
18.09.2023 – 29.10.2023	13,00	1,00	12,73	12,00	13,00	14,00	14,75	13,10	13,25	13,25
15.08.2023 – 17.09.2023	12,00	3,50	11,95	11,00	12,00	13,00	13,75	12,10	12,25	12,25
24.07.2023 – 14.08.2023	8,50	1,00	8,33	7,50	8,50	9,50	10,25	8,60	8,75	8,75
01.01.2023 – 23.07.2023	7,50	-0,50	7,26	6,50	7,50	8,50	9,25	7,60	7,75	7,75

[1] *Также процентные ставки по ДМ, установленные Советом директоров Банка России.*
[2] *Средняя за период с включением всех календарных дней, исходя из предположения, что в выходные дни ставка была такой же, как в последний предшествующий им рабочий день.*
[3] *Указана максимальная возможная ставка в заявке для депозитных аукционов и минимальная возможная ставка в заявке для аукционов репо. Решение о типе аукциона (депозитный или репо) принимается в зависимости от ситуации с ликвидностью.*
[4] *Кредиты и репо на сроки более 1 дня – по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.*
[5] *Указана минимальная возможная ставка в заявке. По итогам аукционов операции репо совершаются и кредиты предоставляются по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки. Для сделок репо на срок 1 месяц плавающая ставка применяется с 09.01.2023 (ранее применялась фиксированная ставка). Аукционы репо на длительные сроки проводились еженедельно с 09.01.2023 по 11.12.2023, на срок 1 месяц – также с 25.11.2024 по 03.03.2025. Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года.*
[6] *До введения ОМ/ДМ – ставка по кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» на срок 1 день, а также ставка по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на сроки от 2 до 90 дней, и ставка по ломбардным кредитам на сроки от 2 до 90 дней.*
[7] *До введения ОМ/ДМ – ставка по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на сроки от 91 до 549 дней.*
[8] *Операции репо на срок 1 день и кредиты на сроки от 1 до 30 дней.*
[9] *Операции репо на сроки от 1 до 180 дней, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, на сроки от 1 до 180 дней.*
[10] *За период с 15.09.2025 по 23.10.2025.*

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ[1] С 2023 ГОДА

Табл. 11

(МЛРД РУБ.)

На начало дня	Депозиты овернайт постоянного действия	Аукционы				Операции предоставления ликвидности постоянного действия			
		Депозитные аукционы (основные и «тонкой настройки»)	Аукционы репо (основные и «тонкой настройки»)	Аукционы репо (на длительные сроки)		Кредиты овернайт	Репо[2]	Ломбардные кредиты[2]	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами[2]
	1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 месяц	1 год	1 день	От 1 до 180 дней	От 1 до 30 дней	От 1 до 180 дней
01.10.2025	3 255,5	0,0	1 306,3	0,0	0,0	0,0	4,5	66,0	1 302,5
01.07.2025	3 082,3	0,0	1 094,2	0,0	0,0	0,0	0,0	69,3	642,3
01.04.2025	2 857,9	320,0	0,0	0,0	0,0	0,1	48,6	109,4	2 120,0
01.01.2025	1 579,7	2 646,5	0,0	1 405,3	0,0	0,0	9,9	152,5	2 494,0
01.10.2024	1 511,9	3 368,3	0,0	0,0	0,0	0,0	392,3	11,2	5 118,2
01.07.2024	1 245,5	2 303,7	0,0	0,0	113,6	0,0	30,0	11,2	1 584,8
01.04.2024	1 081,3	2 123,4	0,0	0,0	451,3	0,0	56,8	29,3	2 198,0
01.01.2024	1 038,4	2 341,3	0,0	101,5	783,0	0,1	11,2	34,3	2 229,4
01.10.2023	914,1	1 975,6	0,0	101,0	1 101,7	0,0	0,3	24,1	880,4
01.07.2023	1 007,8	1 746,6	0,0	301,7	1 076,5	0,0	1,5	25,4	521,3
01.04.2023	1 094,3	2 450,0	0,0	1 005,8	759,8	0,1	7,6	32,2	266,4
01.01.2023	1 328,2	3 621,2	0,0	1 007,3	484,3	0,0	7,9	95,9	213,1

[1] *Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности.*

[2] *Включая операции как основного, так и дополнительного механизма предоставления ликвидности. До 16.10.2023 – репо на срок 1 день, ломбардные кредиты на сроки от 1 до 90 дней, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, на сроки от 1 до 549 дней.*

Источник: Банк России.

СТАВКИ ПО СПЕЦИАЛЬНЫМ МЕХАНИЗМАМ БАНКА РОССИИ[1] С 2023 ГОДА

Табл. 12

(% ГОДОВЫХ)

Период	Поддержка ВЭД (кредиты, обеспеченные договорами страхования АО «ЭКСАР») [2]	Поддержка развития крупных инвестпроектов	Поддержка развития инвестпроектов в отдельных субъектах РФ	Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» или под залог ОФЗ[3]	Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» в отдельных субъектах РФ[4]
	До 3 лет	До 3 лет	До 1 года	До 3 лет	До 1 года
Правило:	Ключевая ставка, уменьшенная на 1,50 п.п.[5]	Меньшая из: 9,00% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 1,00 п.п.	Ключевая ставка, увеличенная на 0,25 п.п.	Ключевая ставка, уменьшенная на 1,50 п.п.	Большая из: 8,00% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 4,00 п.п.
С 27.10.2025	15,00	9,00	16,75	15,00	12,50
15.09.2025 – 26.10.2025	15,50	9,00	17,25	15,50	13,00
28.07.2025 – 14.09.2025	16,50	9,00	18,25	16,50	14,00
09.06.2025 – 27.07.2025	18,50	9,00	20,25	18,50	16,00
28.10.2024 – 08.06.2025	19,50	9,00	21,25	19,50	17,00
16.09.2024 – 27.10.2024	17,50	9,00	19,25	17,50	15,00
29.07.2024 – 15.09.2024	16,50	9,00	18,25	16,50	14,00
13.05.2024 – 28.07.2024	14,50	9,00	16,25	14,50	–
18.12.2023 – 12.05.2024	–	9,00	16,25	14,50	–
30.10.2023 – 17.12.2023	–	9,00	15,25	13,50	–
18.09.2023 – 29.10.2023	–	9,00	13,25	11,50	–
17.08.2023 – 17.09.2023	–	9,00	12,25	10,50	–
15.08.2023 – 16.08.2023	6,50	9,00	12,25	10,50	–
24.07.2023 – 14.08.2023	6,50	7,50	8,75	7,00	–
01.01.2023 – 23.07.2023	6,50	6,50	7,75	6,00	–

[1] *Механизмы предоставления ликвидности, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям на более длительные сроки и относительно по более низким ставкам по сравнению с операциями ОМ и ДМ. Установленные Советом директоров Банка России ставки, по которым в указанный период предоставлялись новые кредиты.*

[2] *Новые кредиты не предоставлялись в период с 17.08.2023 по 12.05.2024.*

[3] *Выдача кредитов под залог ОФЗ с 20.06.2023.*

[4] *Кредиты предоставляются с 30.08.2024 по 31.08.2026.*

[5] *С 01.03.2024 правило определения процентной ставки изменено, ранее она приравнивалась к меньшей ставке из двух: 6,5% годовых или ключевой ставке.*

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СПЕЦИАЛЬНЫХ МЕХАНИЗМОВ БАНКА РОССИИ[1] С 2023 ГОДА
(МЛРД РУБ.)

Табл. 13

На начало дня	Требования Банка России к кредитным организациям, всего	Поддержка ВЭД (кредиты, обеспеченные договорами страхования АО «ЭКСАР»)[2]	Поддержка развития крупных инвестпроектов	Поддержка развития инвестпроектов в отдельных субъектах РФ	Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» или под залог ОФЗ[3]	Поддержка МСП через АО «МСП Банк»[4]	Поддержка МСП в отраслях, наиболее пострадавших от распространения коронавирусной инфекции[5]	Поддержка МСП в 2022 году[6]
		До 3 лет	До 3 лет	До 1 года	До 3 лет	До 3 года	До 1,5 года	До 1 года
Лимит на 01.10.2025		75,0	150,0	100,0	320,0			–
01.10.2025	246,2	66,7	13,9	21,7	143,9	0,0	0,0	0,0
01.07.2025	257,2	63,8	16,0	20,1	157,3	0,0	0,0	0,0
01.04.2025	293,9	72,4	17,2	30,8	173,5	0,0	0,0	0,0
01.01.2025	300,5	74,7	17,6	23,8	184,4	0,0	0,0	0,0
01.10.2024	282,4	52,9	18,2	14,6	196,7	0,0	0,0	0,0
01.07.2024	296,2	58,4	19,1	0,0	218,7	0,0	0,0	0,0
01.04.2024	294,3	34,5	21,0	2,0	236,8	0,0	0,0	0,0
01.01.2024	325,4	47,5	23,9	2,0	252,0	0,0	0,0	0,0
01.10.2023	344,2	66,7	26,2	12,0	236,7	0,2	2,4	0,0
01.07.2023	331,7	52,4	29,6	2,0	230,0	0,4	14,9	2,4
01.04.2023	354,5	47,1	32,7	0,0	202,4	0,7	32,0	39,6
01.01.2023	329,5	45,4	37,3	0,0	139,0	0,9	39,8	67,1

[1] *Механизмы предоставления ликвидности, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям на более длительные сроки и относительно по более низким ставкам по сравнению с операциями ОМ и ДМ.*

[2] *Новые кредиты не предоставлялись в период с 17.08.2023 по 12.05.2024.*

[3] *Выдача кредитов под залог ОФЗ с 20.06.2023; выдача кредитов в отдельных субъектах Российской Федерации в период с 30.08.2024 по 31.08.2026.*

[4] *Выдача кредитов прекращена с 23.08.2021, права требования по кредитам, предоставленным АО «МСП Банк» своим партнерам – банкам и микрофинансовым организациям по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП и своим партнерам – лизинговым компаниям на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.*

[5] *Выдача кредитов с 01.11.2021 по 30.12.2021 и с 24.01.2022 по 01.05.2022.*

[6] *Выдача кредитов с 11.03.2022 по 30.12.2022.*

Источник: Банк России.

ГЛОССАРИЙ

АВТОНОМНЫЕ ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ

Факторы, которые не связаны с операциями центрального банка по управлению ликвидностью и ставками сегмента овернайт денежного рынка. Включают изменение объема наличных денег в обращении, изменение средств расширенного правительства на счетах в Банке России, регулирование обязательных резервов, а также операции Банка России на внутреннем валютном рынке.

БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Индикатор инфляции, характеризующий наиболее устойчивую ее часть. Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (отдельные виды плодоовощной продукции, услуг пассажирского транспорта, связи, жилищно-коммунальных услуг, моторное топливо и так далее).

БАЗОВЫЕ НЕФТЕГАЗОВЫЕ ДОХОДЫ

Объем нефтегазовых доходов, сформированный при равновесном уровне цен на нефть марки Urals и используемый для расчета предельного объема расходов в рамках бюджетного правила.

ВАЛЮТИЗАЦИЯ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ (КРЕДИТОВ)

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

ВЫПУСК

Стоимость товаров и услуг, являющихся результатом производственной деятельности резидентов экономики в отчетный период. Валовой внутренний продукт (ВВП) является одним из индикаторов выпуска. ВВП характеризует стоимость товаров и услуг, произведенных в стране во всех отраслях экономики и предназначенных для конечного потребления, накопления и экспорта (за вычетом импорта).

ДЕЗИНФЛЯЦИЯ

Снижение темпа роста общего уровня цен на товары и услуги в экономике.

ДЕНЕЖНАЯ БАЗА

Сумма наличных денег вне Банка России и средств кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России в валюте Российской Федерации. Денежная база в узком определении включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и средства кредитных организаций на счетах по учету обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в валюте Российской Федерации. Широкая денежная база включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и все средства кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России.

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (М0, М1, М2, широкая денежная масса).

ДЕНЕЖНАЯ МАССА В НАЦИОНАЛЬНОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ (ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ М2)

Сумма наличных денег в обращении вне банковской системы и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), срочных депозитов и иных привлеченных на срок средств, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Состояние финансового сектора, влияющее на решения экономических субъектов о потреблении, инвестициях, сбережениях и заимствованиях. Для характеристики степени жесткости денежно-кредитных условий используются процентные ставки, кредитные спреды, инфляционные ожидания, индексы изменения условий банковского кредитования, темпы роста кредитных и депозитных агрегатов, темпы роста денежных агрегатов.

ДЕФЛЯЦИЯ

Устойчивое снижение общего уровня цен на товары и услуги в экономике на протяжении не менее 12 месяцев, отрицательные годовые темпы прироста потребительских цен.

ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (ИПЦ)

Отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики. ИПЦ показывает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения. Кроме того, ИПЦ обладает рядом характеристик, которые делают его удобным для широкого применения: простота и понятность методологии построения, месячная периодичность расчета, оперативность публикации.

ИНДИКАТОР ИЗМЕНЕНИЯ БИЗНЕС-КЛИМАТА БАНКА РОССИИ (ИБК)

Аналитический показатель, который рассчитывается ежемесячно на основе оценок предприятий – участников мониторинга, проводимого Банком России. Индикатор построен по схожей методологии Института IFO (Германия) и отражает фактические, а также ожидаемые изменения в сфере производства и спроса.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

Ожидания экономических агентов относительно роста цен в будущем. Выделяют инфляционные ожидания компаний, населения, финансовых рынков, профессиональных аналитиков. На основе ожиданий хозяйствующие субъекты принимают экономические решения и строят свои планы

на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам). Инфляционные ожидания оказывают влияние на инфляцию и по этой причине являются важным индикатором при принятии решений по денежно-кредитной политике.

ИНФЛЯЦИЯ

Устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду изменение во времени стоимости потребительской корзины: набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (см. также «Индекс потребительских цен (ИПЦ)»). Цель по инфляции Банка России установлена для годового темпа прироста потребительских цен в России, то есть для изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением (определяется на основе ИПЦ).

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ

Основной инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Процентная ставка, по которой Банк России проводит краткосрочные операции с коммерческими банками, предоставляя или привлекая у них денежные средства, чтобы сформировать в экономике денежно-кредитные условия, позволяющие поддерживать инфляцию на цели. Изменение ключевой ставки влияет на другие процентные ставки в экономике, через них – на сбережения, потребление и инвестиции и в конечном итоге на совокупный спрос в экономике и инфляцию. Ключевая ставка соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя. Устанавливается Советом директоров Банка России.

КОРИДОР ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК (ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР)

Инструмент управления ставками сегмента овернайт денежного рынка. Процентный коридор имеет следующую структуру: ключевая ставка Банка России задает центр коридора; процентные ставки по операциям постоянного действия на срок 1 день (операциям предоставления ликвидности и депозитным операциям) формируют верхнюю и нижнюю границы, симметричные относительно ключевой ставки.

КРЕДИТНЫЙ ДЕФОЛТНЫЙ СВОП (CREDIT DEFAULT SWAP, CDS)

Финансовый инструмент, который позволяет его покупателю в обмен на регулярную выплату премий (CDS-спред) его продавцу застраховаться от некоего кредитного события (например, дефолта) по финансовым обязательствам третьей стороны. Чем выше выплачиваемая премия, тем более рискованными считаются обязательства, в отношении которых был заключен кредитный дефолтный своп.

ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Средства кредитных организаций, размещенные на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях проведения платежей через платежную систему Банка России и поддержания обязательных резервов.

НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА

Уровень ставки процента (в частности, ключевой ставки центрального банка и ставок межбанковских кредитов овернайт, формирующихся вблизи ключевой ставки), при котором экономика устойчиво находится в состоянии полной занятости (выпуск равен потенциальному, а безработица находится на своем естественном уровне), а инфляция стабильно поддерживается на целевом уровне. При нейтральном уровне ключевой ставки денежно-кредитная политика не способствует ни ускорению, ни замедлению инфляции.

ОБЛИГАЦИИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАЙМА (ОФЗ)

Государственные внутренние ценные бумаги, эмитируемые Минфином России в рамках программы заимствований в целях финансирования дефицита федерального бюджета.

ОБЯЗАТЕЛЬНЫЕ РЕЗЕРВЫ

Средства, которые кредитные организации обязаны поддерживать на счетах по учету обязательных резервов и корреспондентских счетах, открытых в Банке России. Расчет осуществляется путем применения нормативов обязательных резервов (их значения могут находиться в интервале от 0 до 20%) к резервируемым обязательствам кредитной организации. За период усреднения кредитная организация обязана в среднем поддержать на корреспондентском счете средства в объеме, определяемом путем применения коэффициента усреднения к обязательным резервам. Нормативы, коэффициент усреднения и график периодов усреднения устанавливаются Советом директоров Банка России.

ОПЕРАЦИИ АБСОРБИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ

Операции Банка России на возвратной основе в форме привлечения средств в депозит или размещения облигаций Банка России.

ОПЕРАЦИИ ЗЕРКАЛИРОВАНИЯ

Операции Банка России по покупке или продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, связанные с накоплением или использованием Минфином России средств ФНБ, в том числе в рамках механизма бюджетного правила. Под зеркалированием операций понимается, что они совершаются в том же объеме, но в другом направлении по отношению к прямым конверсионным операциям Минфина России с Банком России. Проводятся с целью снизить влияние внешней конъюнктуры и бюджетных потоков на динамику курса рубля, совокупный спрос и инфляцию.

ОПЕРАЦИИ ПОСТОЯННОГО ДЕЙСТВИЯ

Операции предоставления и абсорбирования ликвидности, проводимые по обращению кредитных организаций в любое время в течение почти всего операционного дня платежной системы Банка России с полным удовлетворением поступающих заявок по заранее объявленным ставкам (при соблюдении кредитными организациями установленных требований).

ОПЕРАЦИИ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ЛИКВИДНОСТИ

Операции Банка России в форме кредита, репо или валютного свопа.

ПАРАЛЛЕЛЬНЫЙ ИМПОРТ

Ввоз в страну оригинальных товаров иностранного производства без согласия правообладателя.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Статистическая система, в которой отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами Российской Федерации, произошедшие в течение отчетного периода.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ВЫПУСК

Такой уровень выпуска, который экономика способна произвести при полной загрузке факторов производства – труда, капитала и технологий – при существующих ресурсных, технологических и институциональных ограничениях. Темп роста потенциального выпуска – это устойчивая траектория, по которой движется экономика в долгосрочном равновесии. В состоянии долгосрочного равновесия темпы роста экономики равны потенциальным, инфляция находится на цели, а безработица – на естественном уровне.

ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА RUONIA (RUBLE OVERNIGHT INDEX AVERAGE)

Взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт. Банк России отвечает за методологию расчета ставки RUONIA, формирование перечня банков-участников, сбор данных, расчет и публикацию процентной ставки.

ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК

Риск возникновения финансовых потерь, в том числе упущенной выгоды, из-за неблагоприятных изменений процентных ставок.

ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП (INTEREST RATE SWAP, IRS)

Финансовый контракт, по которому стороны сделки обязуются периодически выплачивать на условную сумму основного долга, являющегося основанием для свопа, проценты, выраженные в одной валюте, в определенные сроки. Одна сторона является плательщиком по фиксированной ставке, устанавливаемой при заключении сделки, а другая – плательщиком по плавающей ставке (какой-либо рыночной ставке – ставке рынка межбанковских кредитов или плавающей купонной ставке облигации).

РАЗРЫВ ВЫПУСКА

Отклонение фактического выпуска от потенциального, ненаблюдаемая величина. Когда фактический темп роста выпуска из-за действия циклических факторов превышает потенциальный темп роста, в экономике формируется положительный (проинфляционный) разрыв выпуска и темп роста цен опережает цель по инфляции. В обратном случае, когда фактический темп роста оказывается ниже потенциального, формируется отрицательный (дезинфляционный) разрыв выпуска, а темп роста цен складывается ниже цели по инфляции.

РЕЖИМ ПЛАВАЮЩЕГО ВАЛЮТНОГО КУРСА

Режим валютного курса, при котором центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право покупать иностранную валюту для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

СТРУКТУРНОЕ ПЕРВИЧНОЕ САЛЬДО БЮДЖЕТА

Разница между суммой базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов и первичными (непроцентными, то есть без учета расходов на обслуживание государственного долга) расходами бюджета. Индикатор исполнения федерального бюджета в терминах бюджетного правила. Также является показателем направленности бюджетной политики. «Структурное» означает очищенное от циклического компонента. В соответствии с логикой российского бюджетного правила циклическим компонентом являются дополнительные или выпадающие нефтегазовые доходы, то есть отклонение фактических нефтегазовых доходов от базовых, возникающее при отклонении цены нефти от базового уровня. Соответственно, сумма базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов часто называется структурным доходом. Структурное первичное сальдо бюджета может быть положительным, тогда оно называется структурный первичный профицит, или отрицательным – структурный первичный дефицит.

СТРУКТУРНОЕ САЛЬДО БЮДЖЕТА

Разница между суммой базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов и расходами бюджета. Индикатор исполнения федерального бюджета в терминах бюджетного правила. Структурное сальдо бюджета может быть положительным, тогда оно называется структурный профицит, или отрицательным – структурный дефицит.

СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Структурный дефицит – состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности в Банке России. Структурный профицит характеризуется формированием устойчивого избытка ликвидности у кредитных организаций и необходимостью для Банка России проводить операции по ее абсорбированию. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между требованиями Банка России к кредитным организациям по операциям предоставления ликвидности и обязательствами Банка России перед ними по операциям абсорбирования ликвидности с учетом сальдо между остатками на корсчетах банков и усредняемой величиной обязательных резервов (УОР). Учет в расчете сальдо между корсчетами банков и УОР позволяет исключить влияние на показатель операций, которые отражают стратегии банков по поддержанию обязательных резервов.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Стратегия денежно-кредитной политики со следующими принципами: основной целью денежно-кредитной политики является ценовая стабильность, цель по инфляции четко обозначена и объявлена, в условиях режима плавающего курса основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки, решения по денежно-кредитной политике принимаются на основе анализа широкого круга

макроэкономических показателей и их прогноза, при этом центральный банк стремится создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе путем повышения информационной открытости.

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ

Механизм влияния изменения ключевой ставки и сигнала о ее будущих изменениях на инфляцию через разные сегменты финансового рынка, сбережения, потребление, инвестиции и совокупный спрос. Изменение ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим). Ключевая ставка не влияет на экономику мгновенно. Для того чтобы трансмиссия сработала полностью, требуется год-полтора.

ТРЕБОВАНИЯ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ К ЭКОНОМИКЕ

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 долевые ценные бумаги и векселя, а также другие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

Состояние финансовой системы, при котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на процесс трансформации сбережений в инвестиции и реальный сектор экономики. В ситуации финансовой стабильности экономика более устойчива как к внутренним, так и к внешним шокам.

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

Увеличение объема выпуска товаров и услуг в экономической системе (стране, регионе, мире). Основные количественные индикаторы экономического роста – прирост реального ВВП в целом или ВВП на душу населения.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АО – акционерное общество

АО «ФК МСП» – акционерное общество «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства»

АПК – агропромышленный комплекс

б.п. – базисный пункт (0,01 процентного пункта)

ВВП – валовой внутренний продукт

ДМ – дополнительный механизм предоставления ликвидности

ДФО – Дальневосточный федеральный округ

ЕАЭС – Евразийский экономический союз

ЕБС – Единая биометрическая система

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ЖКУ – жилищно-коммунальные услуги

ЖКХ – жилищно-коммунальное хозяйство

ИБК – индикатор изменения бизнес-климата Банка России

ИПЦ – индекс потребительских цен

КОБР – купонные облигации Банка России (ОБР)

КПМ – Квартальная прогнозная модель

МБК – межбанковские кредиты

МВФ – Международный валютный фонд

МСП – малое и среднее предпринимательство

МФК – мировой финансовый кризис 2007–2008 годов

НГД – нефтегазовые доходы

НДС – налог на добавленную стоимость

НКЛ – норматив краткосрочной ликвидности

ННКЛ – национальный норматив краткосрочной ликвидности

ННГД – ненефтегазовые доходы

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОМ – основной механизм предоставления ликвидности

ОНЕГДКП – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики

ООО – общество с ограниченной ответственностью

ООО «инФОМ» – Институт фонда «Общественное мнение»

ОФЗ – облигации федерального займа

ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с индексируемым номиналом

п.п. – процентный пункт

ППС – паритет покупательной способности

ПФО – Приволжский федеральный округ

РПБ6 – шестое издание Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (Международный валютный фонд)

СЗФО – Северо-Западный федеральный округ

с.к. – оценка с поправкой на сезонность

с.к.г. – прирост с поправкой на сезонность в пересчете на год

СКФО – Северо-Кавказский федеральный округ

СФО – Сибирский федеральный округ

СФР – страны с формирующимися рынками

ТМ ДКП – трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

УФО – Уральский федеральный округ

ФИБ – филиалы иностранных банков

ФНБ – Фонд национального благосостояния

ФОР – Фонд обязательных резервов

ФРС США – Федеральная резервная система США

ЦФА – цифровые финансовые активы

ЦФО – Центральный федеральный округ

ЮФО – Южный федеральный округ

API – программный интерфейс, способ взаимодействия информационных систем

Core CPI – Core Consumer Price Index (базовый индекс потребительских цен)

ELB – Effective Lower Bound (эффективная нижняя граница)

IRS – Interest Rate Swap (процентный своп)

PCE – Personal Consumption Expenditures (индекс личных расходов потребителей)

RUONIA – Ruble Overnight Index Average (взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях)

ZLB – Zero Lower Bound (нулевая нижняя граница)