



КОММЕНТАРИЙ К СРЕДНЕСРОЧНОМУ ПРОГНОЗУ БАНКА РОССИИ

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

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 26 АПРЕЛЯ 2024 ГОДА	2
▶ ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗЕ	3
▶ КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ	4
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	5
Мировая экономика	5
Товарные рынки	6
▶ ВНУТРЕННИЕ УСЛОВИЯ	6
Денежно-кредитная политика	6
Денежно-кредитные показатели	7
ВВП	8
Платежный баланс	10
Инфляция	10
▶ ПРИЛОЖЕНИЕ	14

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

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

Табл. 1

	2023 (факт)	2024	2025	2026
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	7,4	4,3–4,8	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	5,9	6,2–6,4	4,0–4,2	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	9,9	15,0–16,0 ¹	10,0–12,0	6,0–7,0
Валовой внутренний продукт	3,6	2,5–3,5	1,0–2,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	4,9	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	6,6	2,5–3,5	0,0–1,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	6,5	2,5–3,5	0,0–1,0	1,5–2,5
Валовое накопление	15,8	3,0–5,0	0,0–2,0	1,0–3,0
– основного капитала	8,8	3,0–5,0	0,0–2,0	1,0–3,0
Экспорт	– ²	(-0,5)–1,5	1,5–3,5	1,0–3,0
Импорт	– ²	1,0–3,0	(-1,0)–1,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,4	10–15	5–10	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	22,7	8–13	7–12	8–13
– к организациям	22,6	8–13	7–12	8–13
– к населению, в том числе	23,0	7–12	7–12	8–13
ипотечные жилищные кредиты	30,1	7–12	10–15	10–15

¹ С учетом того что с 1 января по 26 апреля 2024 года средняя ключевая ставка равна 16,0%, с 27 апреля до конца 2024 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 14,5–16,0%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

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

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

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

Источник: Банк России.

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

Табл. 2

	2023 (факт)	2024	2025	2026
Счет текущих операций	50	50	44	33
Торговый баланс	121	121	117	108
Экспорт	424	425	426	427
Импорт	303	304	309	319
Баланс услуг	-34	-31	-32	-33
Экспорт	41	43	44	46
Импорт	75	75	76	79
Баланс первичных и вторичных доходов	-37	-39	-41	-43
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	49	50	44	33
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	53	62	45	29
Чистое принятие обязательств	-8	4	6	10
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	45	65	51	39
Чистые ошибки и пропуски	-6	-3	0	0
Изменение резервных активов	-10	-14	-1	4
Цена нефти марки Brent, в среднем за год, долл. США за баррель	82	85	80	70

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

Источник: Банк России.

ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗЕ

В прогнозе отражены следующие изменения по сравнению с прогнозом по итогам заседания по ключевой ставке 16 февраля 2024 года:

- **Ключевая ставка.** Прогноз средней ключевой ставки на 2024 год повышен до 15,0–16,0%, на 2025 год – на 2 п.п., до 10,0–12,0%. Пересмотр отражает реакцию денежно-кредитной политики на устойчивое инфляционное давление в экономике, связанное с сохранением в начале года значительного отклонения российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста. Закрепление процессов дезинфляции в экономике потребует более продолжительного периода поддержания жестких денежно-кредитных условий, чем предполагалось ранее.
- **ВВП.** Прогноз роста реального ВВП на 2024 год повышен на 1,5 п.п., до 2,5–3,5%. Это во многом отражает более высокие, чем предполагалось ранее, уровни ВВП и компонентов внутреннего спроса (на основе новых данных за 2021–2023 годы) и уточнения оценок на начало 2024 года с учетом оперативной статистики за I квартал.
 - **Расходы на конечное потребление домашних хозяйств.** Банк России повысил прогноз потребления домохозяйств в текущем году на 3,5 п.п., до 2,5–3,5%. В начале 2024 года наблюдалась более высокая потребительская активность, чем прогнозировал ранее Банк России. Расширение доходов населения оказалось достаточным как для увеличения сбережений, так и для наращивания потребления. При этом на 2025 год прогноз понижен на 0,5 п.п., до 0,0–1,0%. Банк России исходит из того, что жесткая денежно-кредитная политика будет обеспечивать высокую норму сбережений, снизив темпы роста потребления и вернув их на траекторию сбалансированного роста к концу прогнозного горизонта.
 - **Валовое накопление.** Прогноз роста валового накопления и валового накопления основного капитала увеличен с 0,0–2,0% до 3,0–5,0% в текущем году. Большинство оперативных индикаторов в начале года свидетельствует о большем расширении инвестиционной активности, чем прогнозировалось ранее. Основной вклад вносят государственные инвестиции, в то время как ужесточение денежно-кредитных условий сдерживает темп роста частных инвестиций.
 - **Экспорт.** Прогноз предполагает чуть более высокий, чем прогнозировалось ранее, диапазон изменения физических объемов в 2024 году: (-0,5)–1,5%, что связано с небольшим пересмотром вверх оценки внешнего спроса на товары российского экспорта.
 - **Импорт.** Прогноз роста импорта повышен на 5 п.п., до 1,0–3,0% в 2024 году, и на 0,5 п.п., до (-1,0)–1,0% в 2025 году. Повышение прогноза импорта в том числе отражает существенный пересмотр вверх внутреннего спроса.
- **Цены на нефть.** Прогноз мировых цен на нефть марки Brent на 2024–2025 годы повышен на 5 долл. США, до 85 и 80 долл. США соответственно. Более высокая траектория учитывает пересмотр вверх прогноза по мировой экономике на 2024 год и уже принятые решения ОПЕК+.
- **Платежный баланс.** Пересмотр вверх цены на нефть и учет оперативных данных по ненефтегазовому экспорту привели к повышению прогноза профицита счета текущих операций в 2024–2025 годах. Одновременно прогноз предполагает менее значительный объем продаж иностранной валюты в рамках операций со средствами ФНБ в 2024 году и ее покупки в 2025–2026 годах. С учетом инве-

стирования ФНБ и его использования сверх параметров бюджетного правила по-прежнему ожидается снижение резервов в 2024–2025 годах, но в меньшем объеме.

- **Денежно-кредитные показатели.** Прогноз роста требований к экономике и денежной массы повышен на 2024 год и снижен на 2025 год. Более высокая, чем Банк России прогнозировал в феврале, инвестиционная и потребительская активность поддерживает спрос заемщиков на кредиты в текущем году, а замедление потребительской активности окажет понижающее давление на динамику кредита в следующем году. Рост требований к экономике составит 8–13% в 2024 году и 7–12% в 2025 году.
- **Инфляция.** Прогноз на 2024 год повышен до 4,3–4,8%, на следующие два года сохранен без изменений – 4,0%. Пересмотр прогноза отражает более постепенное, чем предполагалось ранее, замедление устойчивой инфляции на фоне активного роста внутреннего спроса, опережающего возможности расширения предложения товаров и услуг.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

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

- **Мировая экономика.** В 2024–2026 годах мировая экономика будет расти темпами около 3% в год, что несколько ниже средних исторических значений¹. Продолжится дальнейшая фрагментация мировой экономики. Инфляционное давление в мире продолжит постепенно ослабевать в связи с тем, что центральные банки будут снижать ставки до нейтральных уровней в течение более длительного времени.
- **Цены экспорта.** Умеренные темпы роста мировой экономики будут сдерживать цены на мировых товарно-сырьевых рынках. Продление ограничений ОПЕК+ в сочетании с ростом геополитической напряженности поддержит цены на нефть в краткосрочной перспективе. Однако к концу прогнозного периода цена на нефть марки Brent снизится.

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

- **Геополитические условия.** В целях расчета базового сценария принимается предпосылка о неизменности геополитических условий для российской экономики до конца прогнозного горизонта. Все действующие внешние ограничения на российский экспорт, импорт, инвестиционное и технологическое сотрудничество на среднесрочном горизонте сохранятся. Возможное введение новых или ужесточение действующих санкций рассматривается как риск для базового прогноза.
- **Потенциальный выпуск.** Внешние торговые и финансовые ограничения, а также демографические тенденции – это серьезные сдерживающие факторы для расширения потенциала российской экономики. Вместе с тем в базовом сценарии предполагается, что на среднесрочном

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

горизонте российская экономика продолжит приспосабливаться к санкционному давлению. Это отражается в значительном увеличении инвестиций в российской экономике по сравнению с 2021 годом, во внедрении новых методов производства и логистических маршрутов, в установлении новых торговых связей и расширении рынков сбыта. Рост технологического уровня российской экономики предполагает повышение квалификации и увеличение мобильности рабочей силы.

- **Бюджетная политика.** Бюджетные предпосылки базового сценария опираются на Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов с учетом макроэкономических параметров прогноза Банка России. В 2024–2026 годах ожидается постепенная нормализация бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила² с 2025 года. Банк России исходит из полного покрытия дополнительных расходов, связанных с реализацией Послания Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации, за счет дополнительных нефтегазовых доходов.
- **Нейтральная ставка.** В базовом сценарии долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки для российской экономики оценивается в 2,0–3,0%³ годовых, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует номинальная нейтральная ставка 6,0–7,0% годовых. Данный уровень определяется несколькими основными факторами: оценками потенциального темпа роста российской экономики, изменением внешних условий и санкциями, в том числе ограниченным участием российской экономики в глобальных рынках капитала, страновой премией за риск, а также оценкой внешней нейтральной ставки.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Прогноз темпов роста мирового ВВП на 2024 год повышен с 2,8 до 3,0% – в основном за счет более позитивного взгляда на экономики США и Китая. В частности, экономика США в конце 2023 года демонстрировала высокую устойчивость к ужесточению денежно-кредитной политики, а ВВП Китая в I квартале вырос заметно выше ожиданий. На фоне высокой экономической активности не происходит устойчивого снижения инфляции в развитых экономиках. Более того, в I квартале 2024 года наблюдалось секвенциальное ускорение базовой инфляции в США, еврозоне и Китае. Высокий уровень инфляции и более медленный возврат к цели привели к пересмотру ожиданий по ставкам: прогноз ставок ФРС США и ЕЦБ пересмотрен вверх на всем прогнозном горизонте. В свою очередь, более высокий уровень ставок приводит к пересмотру вниз прогноза роста мировой экономики в 2026 году в основном за счет замедления роста в США и еврозоне.

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

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

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Табл. 3

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

¹ Базовая инфляция (Core PCE) в США.² Базовая инфляция (Core HICP) в еврозоне.³ Базовая инфляция (Core CPI) в Китае.⁴ Ставка ФРС США (Fed Funds Effective Rate), среднее за IV квартал соответствующего года.⁵ Ставка ЕЦБ (депозитная), среднее за IV квартал соответствующего года.

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

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

Продление дополнительных добровольных ограничений ОПЕК+ в сочетании с ростом геополитической напряженности на Ближнем Востоке привело к росту цен на нефть до 85–90 долл. США за баррель в начале II квартала. С учетом более благоприятной ситуации на рынке нефти, в том числе роста спроса, мировые цены на нефть марки Brent в 2024–2025 годах составят 85–80 долл. США соответственно. В то же время постепенное увеличение профицита на рынке нефти приведет к снижению цены марки Brent до 70 долл. США за баррель в 2026 году. Мировые цены на природный газ и уголь останутся в 2024 году под давлением из-за высокого уровня запасов. В дальнейшем ожидается продолжение их снижения по мере роста мощностей СПГ в мире.

Цены на прочие товары российского экспорта в 2024 году останутся вблизи уровней 2023 года. Такой прогноз предполагает, что коррекция цен после резкого роста в 2022 году будет завершена в 2024 году. В течение среднесрочного периода динамика несырьевых цен российского экспорта будет определяться динамикой мировой инфляции.

ВНУТРЕННИЕ УСЛОВИЯ

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

- **Ключевая ставка.** В базовом сценарии Банк России прогнозирует, что в 2024 году средняя за год ключевая ставка будет находиться в диапазоне 15,0–16,0% годовых. В 2025 году она в среднем составит 10,0–12,0% и в 2026 году вернется в нейтральный диапазон 6,0–7,0% годовых.

Прогнозные диапазоны ключевой ставки на 2024–2025 годы повышены на 0,5–2,0 процентного пункта. Такой пересмотр предполагает, что с учетом оперативных данных по экономической активности и рынку труда Банк России видит высокое инфляционное давление, связанное с сохраняющимся значительным отклонением российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста. Для возвращения инфляции к цели и ее дальнейшей стабилизации вблизи 4% требуется более продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий.

- **Ликвидность банковского сектора и ставки денежного рынка.** Ожидается, что в течение 2024 года банковский сектор перейдет от профицита к дефициту ликвидности. На конец 2024 года прогноз структурного баланса ликвидности снижен на 0,7 трлн руб. и оценивается в диапазоне от дефицита 0,7 трлн рублей до профицита 0,1 трлн рублей.

В I квартале текущего года продолжился возврат наличных в банки на фоне притока средств граждан во вклады. С учетом этого оценка роста объема наличных денег в обращении в 2024 году уменьшена на 0,7 трлн рублей, до 0,5–0,9 трлн рублей. Краткосрочные ставки денежного рынка в условиях дефицита ликвидности обычно формируются выше ключевой ставки Банка России. При сохранении спроса на кредиты Банка России эффективная стоимость коротких денег (то есть с учетом стоимости привлечения ликвидности в стандартных операциях Банка России) для банков может достигать 20–40 б.п. к ключевой ставке. Это при прочих равных будет вносить небольшой вклад в увеличение жесткости денежно-кредитных условий.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

- **Требования банковской системы к экономике.** В 2024 году ожидается сохранение значительного спроса компаний на кредиты благодаря высокому росту экономической и инвестиционной активности. При этом жесткие денежно-кредитные условия будут постепенно способствовать плавному замедлению темпов роста корпоративного кредитования. По итогам года рост корпоративного кредитного портфеля сложится в диапазоне 8–13%. Динамика потребительского кредитования также пока не в полной мере отреагировала на ужесточение денежно-кредитной политики. Однако поддержание жестких денежно-кредитных условий более продолжительное время в сочетании с отменой большинства регуляторных послаблений для банков, сокращением части льготных программ и дальнейшим ростом сберегательной активности населения приведут к снижению темпов роста портфеля потребительских кредитов. Темп роста требований к экономике в 2025 году сложится в диапазоне 7–12% и по мере смягчения ценовых условий кредитования, стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий прогнозируется на уровне 8–13% в 2026 году.
- **Денежная масса.** В 2024 году рост денежной массы в национальном определении (M2) будет меньше по сравнению с прошлым годом из-за прогнозируемого замедления кредитной активности при сохранении притока средств по бюджетному каналу. В результате темпы роста денежной массы в 2024 году сложатся в диапазоне 10–15%. В 2025 году по мере нормализации бюджетной политики и замедления кредитования темпы роста M2 снизятся до 5–10% и, по прогнозу, составят 6–11% в 2026 году.

ВВП

Согласно уточненным квартальным данным Росстата за 2021–2023 годы (см. врезку), темп прироста ВВП в 2023 году остался практически неизменным: +3,6%, но расширение экономической активности в первом полугодии 2023 года происходило активнее, чем предполагалось ранее. Также на конец 2023 года уровень ВВП с сезонной корректировкой оказался выше предыдущих оценок – в основном за счет внутреннего спроса (как частного, так и государственного). Такие ретроспективные пересмотры ВВП не полностью аллоцируются в изменение потенциала, то есть на конец 2023 года отклонение российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста было более значительным. С учетом оперативных данных за январь – февраль высокий разрыв внутреннего спроса сохранился и в I квартале 2024 года.

По прогнозу Банка России, с II квартала 2024 года текущие темпы роста ВВП⁴ замедлятся под влиянием нарастающих эффектов от жестких денежно-кредитных условий. По-прежнему основным драйвером роста будет высокий потребительский и инвестиционный спрос. По прогнозу Банка России, рост экономической активности в 2024 году сложится на уровне 2,5–3,5%. В 2025 году экономический рост, в том числе под влиянием ранее принятых решений по денежно-кредитной политике, составит 1,0–2,0%. При этом по-прежнему устойчиво будет расти инвестиционный спрос, что отражает сдвиг в структуре совокупного спроса в российской экономике в сторону увеличения доли инвестиций. В 2026 году по мере снижения процентных ставок и возвращения экономики к сбалансированному росту вклад потребительского спроса в рост ВВП увеличится. В базовом сценарии российская экономика вырастет на 1,5–2,5% в 2026 году.

- **Расходы на конечное потребление.** По уточненным данным, в 2023 году расходы на конечное потребление выросли на 6,6%. При этом темпы роста расходов домохозяйств оказались ниже (+6,5%) темпов расширения спроса госсектора (+7,0%). В целом такие высокие темпы конечного потребления существенно превышают траекторию сбалансированного роста.

По оценке Банка России, в I квартале 2024 года потребительская активность продолжила расширяться. По итогам января – февраля 2024 года основной вклад в рост потребления внес оборот розничной торговли, в том числе непродовольственными товарами. На активное расширение потребительских расходов влияет несколько факторов. Во-первых, существенный рост трудовых доходов населения в условиях сохраняющейся жесткости рынка труда. При этом роста доходов было достаточно как для накопления сбережений, так и для наращивания потребления. Во-вторых, на потребление влиял ряд временных факторов, сместивших расходы на начало года. К таким факторам относятся, например, изменение порядка расчета утилизационного сбора и снижение порога беспошлинного ввоза импортных товаров.

По оценке Банка России, в 2024 году при сохраняющихся жестких денежно-кредитных условиях темпы роста потребительской активности замедлятся. Доходы граждан продолжают расти, что отчасти поддержит потребительский спрос, но уже в большей степени будут приводить к росту нормы сбережений. По итогам года конечное потребление увеличится на 2,5–3,5% – за счет потребления как домохозяйств, так и госсектора. Последующая динамика конечного потребления предполагает замедление роста до 0,0–1,0% в 2025 году и возвращение на траекторию сбалансированного роста 1,5–2,5% в 2026 году.

- **Валовое накопление.** По уточненным данным Росстата, рост валового накопления в 2023 году составил 15,8%. Такие темпы роста оказались рекордными с 2011 года. Рост валового накопления происходил в условиях переориентации российской экономики на вну-

⁴ Квартал к кварталу с сезонной корректировкой.

тренний спрос и адаптации к внешним торговым и финансовым ограничениям. Рост финансового результата компаний до рекордного уровня отразился на расширении частных инвестиций. Повышение инвестиционной активности было связано и с вложением средств ФНБ в инфраструктуру и крупные инвестиционные проекты компаний с государственным участием. В 2024 году трансформация российской экономики продолжится, рост валового накопления составит 3,0–5,0% на фоне значимого положительного вклада государственных инвестиций. В 2025 году частные инвестиции на фоне жестких денежно-кредитных условий будут находиться на уровне 2024 года, но спрос со стороны государства, в частности в рамках государственных инвестиционных и инфраструктурных проектов, будет обеспечивать положительные темпы роста валового накопления в диапазоне 0,0–2,0%. В 2026 году рост инвестиций составит 1,0–3,0%, что означает возвращение к траектории сбалансированного роста.

о **Валовое накопление основного капитала.** Валовое накопление основного капитала в 2023 году выросло на 8,8%. По оценке Банка России, в начале 2024 года инвестиции продолжили активно расширяться. Это подтверждают и данные оперативных опросов: согласно мониторингу предприятий Банка России, оценки инвестиционной активности опрашиваемых компаний в I квартале 2024 года вновь обновили исторический максимум. Фирмы активно привлекали капитал, в том числе наращивая кредитный портфель. Ужесточение денежно-кредитных условий еще не в полной мере повлияло на темпы роста частных инвестиций из-за высокой инерционности, при этом инвестиционный спрос со стороны государства остается значительным. В 2024–2026 годах проекты с государственным участием обеспечат положительные темпы роста валового накопления основного капитала, вклад частных инвестиций будет умеренным.

о **Изменение запасов материальных оборотных средств.** Согласно уточненным данным Росстата, изменение запасов материальных оборотных средств обусловило 1,9 п.п. годового прироста ВВП в 2023 году. Такой высокий положительный вклад объясняется восстановлением использованных ранее запасов. При этом закупки, производство и хранение избыточного объема сырья и готовой продукции влекут издержки для компаний, поэтому фирмы будут оптимизировать поддерживаемый уровень запасов. В 2024–2026 годах вклад изменения запасов материальных оборотных средств в рост ВВП будет умеренным.

- **Экспорт.** По прогнозу Банка России, в 2024 году еще будут наблюдаться процессы адаптации и переориентации направлений поставок, после чего в 2025–2026 годах экспорт будет расти быстрее по мере расширения логистических цепочек и торговых связей. При этом в 2024 году экспорт нефти будет сдерживаться ограничениями ОПЕК+, в то время как экспорт газа в ближайшие годы будет постепенно расти за счет выхода газопровода «Сила Сибири» на проектную мощность. Поддержку ненефтегазовому экспорту окажет рост мировой экономики.
- **Импорт.** В текущем году ожидается увеличение физических объемов импорта. Рост импорта связан с расширением внутреннего спроса. В то же время темпы роста импорта будут отставать от динамики внутреннего спроса, что в том числе отражает процессы импортозамещения в российской экономике.

В 2025 году импорт существенно замедлится по мере охлаждения потребительской активности. Будет продолжаться переключение с импортных товаров на отечественные в условиях сохранения более высоких цен на импортную продукцию в рублевом выражении. К 2026 году темп прироста импорта стабилизируется на долгосрочно устойчивом уровне, соответствующем новой структуре экономики.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

- **Экспорт.** В 2024–2026 годах прогнозируется сдержанный рост экспорта. Снижение стоимостного объема нефтегазового экспорта будет компенсировано расширением экспорта прочих товаров и услуг. Стоимостный объем нефтяного экспорта в 2024 году сложится на более высоком уровне из-за роста цены на нефть, а в 2025–2026 годах сократится вслед за ее снижением. Стоимостный объем экспорта газа и СПГ в течение прогнозного периода уменьшится из-за снижения цен с повышенного уровня 2023 года. По ненефтегазовому экспорту ожидается восстановление стоимостного объема экспорта за счет постепенного роста цен на сырьевые товары.
- **Импорт.** Стоимостный объем импорта товаров и услуг стабилизируется в 2024 году в условиях высоких процентных ставок, сдерживающих расширение внутреннего спроса, а также на фоне накопленных в предыдущие периоды запасов и произошедшего с середины прошлого года ослабления рубля. В 2025–2026 годах ожидается умеренный рост стоимостного объема импорта товаров и услуг в условиях переориентации на альтернативных поставщиков и выстраивания новых логистических цепочек. Вместе с тем отношение импорта к ВВП на всем прогнозном горизонте останется ниже, чем в 2021 году.
- **Счет текущих операций.** Положительное сальдо текущего счета уменьшится с 50 млрд долл. США в 2024 году до 44 млрд долл. США в 2025 году и 33 млрд долл. США в 2026 году. Это ожидается за счет более быстрого расширения импорта по сравнению с экспортом, а также за счет восстановления дефицита баланса первичных и вторичных доходов в связи с улучшением финансового состояния российских компаний и увеличением объема начислений инвестиционных доходов инвесторам.
- **Финансовый счет.** Сальдо финансового счета, за исключением резервов, сократится с 62 млрд долл. США в 2024 году до 45 млрд долл. США в 2025 году и 29 млрд долл. США в 2026 году. На прогнозном горизонте чистое кредитование остального мира будет сформировано за счет накопления иностранных активов. Вместе с тем накопление иностранных активов в 2025–2026 годах замедлится в условиях сокращения поступлений от внешней торговли. Резервные активы в 2024 году уменьшатся на 14 млрд долл. США за счет продажи иностранной валюты в рамках операций со средствами ФНБ. В 2025 году снижение резервных активов замедлится до 1 млрд долл. США: покупка иностранной валюты в рамках бюджетного правила будет компенсирована за счет иных операций со средствами ФНБ. В 2026 году ожидается небольшой рост резервных активов за счет операций в рамках бюджетного правила.

ИНФЛЯЦИЯ

Инфляция во втором полугодии 2023 года находилась значительно выше целевого уровня в 4%. Несмотря на то что пиковые значения инфляции были пройдены осенью и рост цен в I квартале 2024 года замедлился до 5,7% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.), этот показатель все еще выше целевого уровня. Оценки устойчивого роста цен (с.к.г.) также остались

существенно выше целевого уровня в 4%. Так, показатель базовой инфляции в I квартале 2024 года составил 6,5% (с.к.г.). Сохраняющаяся на высоком уровне устойчивая инфляция связана с активным ростом внутреннего спроса, опережающим возможности расширения предложения товаров и услуг.

С учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция составит 4,3–4,8% в 2024 году, снизится до 4,0% в 2025 году и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

КРАТКОСРОЧНАЯ ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ВВП

Табл. 4

	Факт/оценка Банка России				Среднесрочный прогноз Банка России				
	III кв. 2023	IV кв. 2023	I кв. 2024	II кв. 2024	IV кв. 2022	IV кв. 2023	IV кв. 2024	IV кв. 2025	IV кв. 2026
Инфляция, % г/г ¹	6,0	7,4	7,7	7,7	11,9	7,4	4,3-4,8	4,0	4,0
Инфляция, % кв/кв, с.к.г.	12,3	8,6	5,7	4,6	2,6	8,6	–	–	–
ВВП, % г/г ^{1,2}	5,7	4,9	4,6	4,4	-1,8	4,9	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5

¹ Значения ВВП в I–II кварталах и инфляции в II квартале 2024 года представлены справочно и отражают траектории ВВП и инфляции вблизи середины соответствующего прогнозного диапазона на 2024 год. Значения для IV квартала 2024–2026 годов являются прогнозом Банка России.

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

Источник: Банк России.

ПЕРЕСМОТРЫ ДАННЫХ ПО ВВП И КОМПОНЕНТАМ ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ ЗА 2021–2023 ГОДЫ

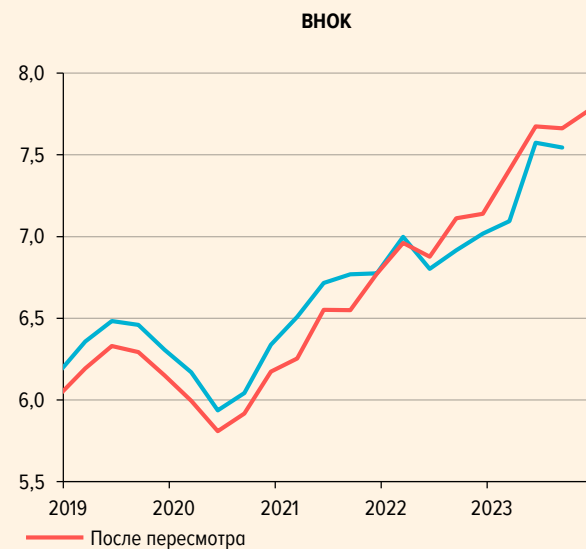
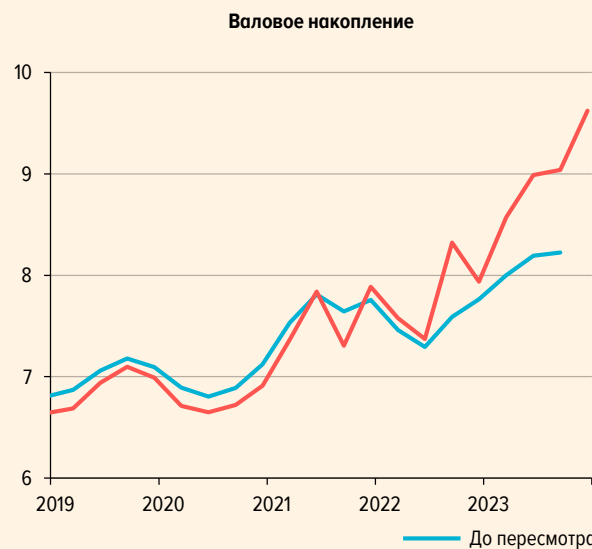
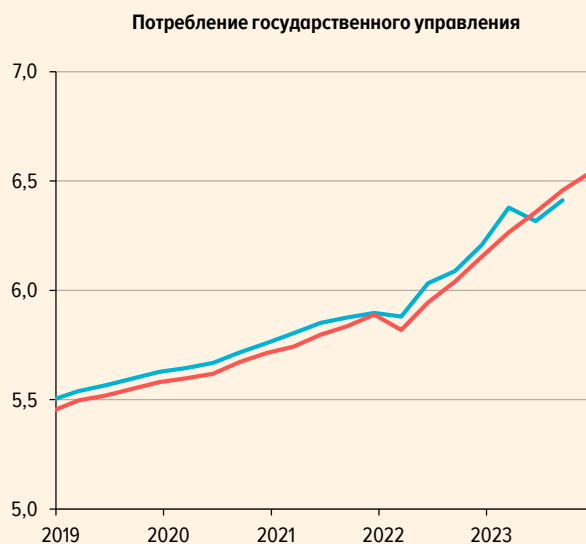
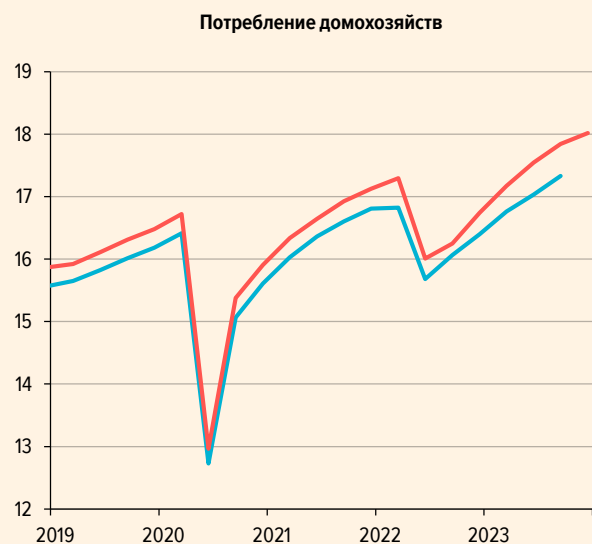
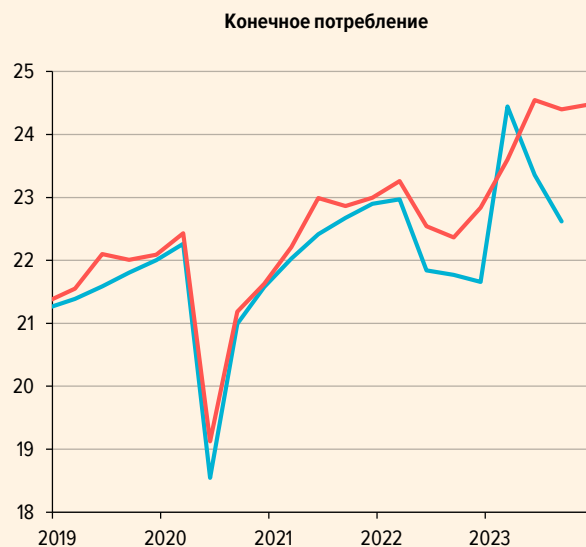
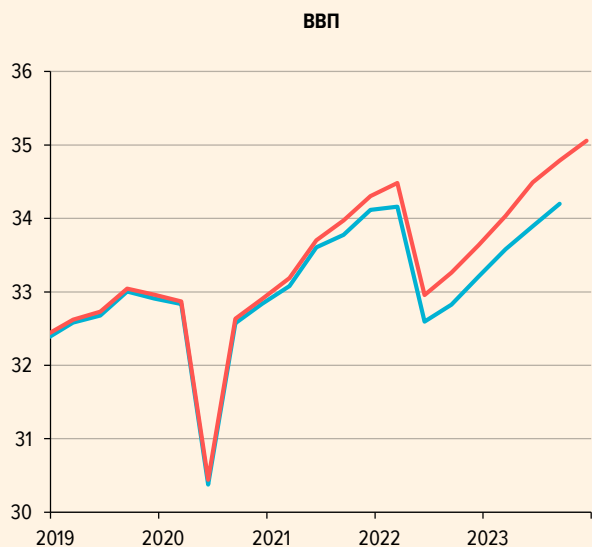
Росстат 5 апреля опубликовал вторую оценку ВВП за 2023 год и актуализировал квартальные данные за 2021–2023 годы. Оценки ВВП России формируются на основе принципа циклического рассмотрения: поэтапно уточняются в соответствии с порядком и сроками получения Росстатом важных массивов базовой информации. Основной оценкой ВВП является годовая, в которой достигается наибольшая согласованность показателей производства, использования и формирования доходов.

Наиболее значительные пересмотры временных рядов по ВВП происходят в конце декабря и в начале апреля каждого года. В конце декабря пересматриваются годовые итоги за год (Т-1) и (Т-2), а уточненные квартальные показатели за три последних года публикуются лишь в начале апреля. При этом для решений по денежно-кредитной политике основное значение имеют именно квартальные данные по ВВП и его компонентам. Годовые данные показывают картину по экономике в среднем в течение года. Для модельных расчетов и прогноза, который на них базируется, не менее (и даже более) важной информацией является то, как экономика развивалась в течение года, а также уровни ВВП и его компонентов на последний квартал. Особенно это важно в периоды, когда происходят значительные и быстрые изменения экономических условий, как это было в 2022–2023 годах. Изменение оценок поквартальной динамики ВВП и его компонентов является значимым фактором уточнения прогноза.

Согласно новым данным Росстата, внутригодовая динамика как ВВП, так и отдельных компонентов по использованию поменялась значительно по сравнению с оценками, опубликованными ранее. Секвенциальный рост ВВП в большей степени пришелся именно на первое полугодие 2023 года (см. рисунок). Соответственно, после пересмотра квартальных рядов, в III квартале 2023 года ВВП в постоянных ценах с сезонной корректировкой оказался выше декабрьской оценки на 0,6 трлн руб. (+1,7%). Конечное потребление пересмотрено на 1,8 трлн руб. (+7,9%), главным образом за счет потребления домашних хозяйств. Валовое накопление оказалось выше на 0,8 трлн руб. (+9,9%), в основном за счет гораздо более значительного прироста запасов материальных оборотных средств.

С одной стороны, в рамках логики прогнозных моделей такой более «ранний» профиль роста совокупного выпуска говорит о более заметном вкладе прироста потенциала в экономический рост в 2023 году, чем следовало из более ранних винтажных данных по ВВП. С другой стороны, столь значительный пересмотр вверх последней точки задает и гораздо более высокую оценку положительного разрыва выпуска в III–IV кварталах. Это дает дополнительное объяснение масштабу и скорости нарастания инфляции во второй половине 2023 года и предполагает большую инерцию инфляционного давления. Следствием этого является необходимость поддержания жестких денежно-кредитных условий более продолжительное время для возвращения инфляции к цели.

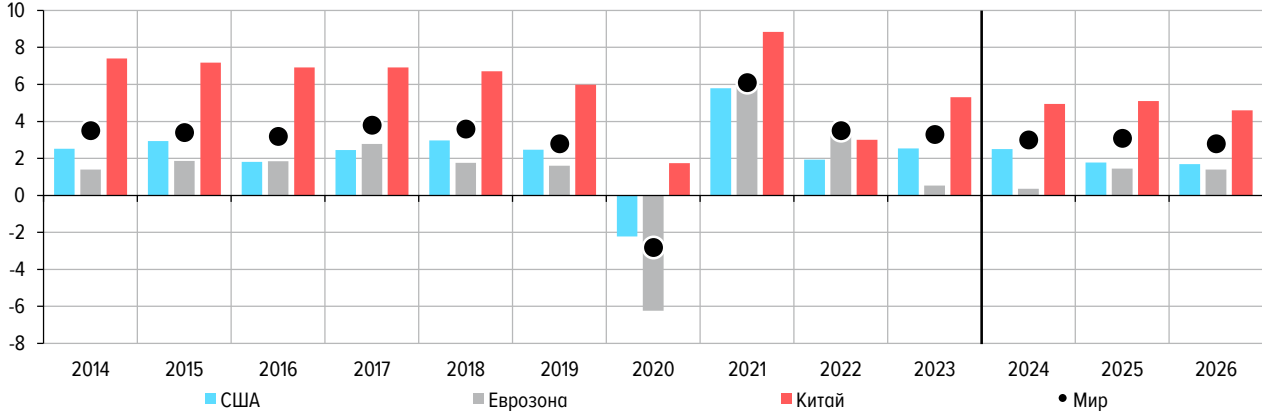
ПЕРЕСМОТР ВВП И КОМПОНЕНТОВ ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ (ТРЛН РУБ., С.К.,
ДО ПЕРЕСМОТРА – ДАННЫЕ НА 29.12.2023, **ПОСЛЕ ПЕРЕСМОТРА** – НА 05.04.2024)



ПРИЛОЖЕНИЕ

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

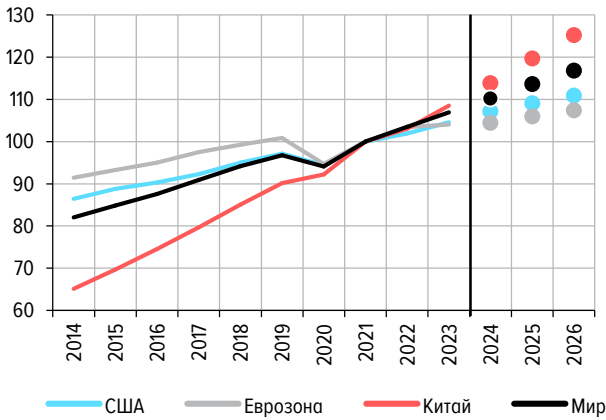
Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

ВВП (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(2021 = 100)

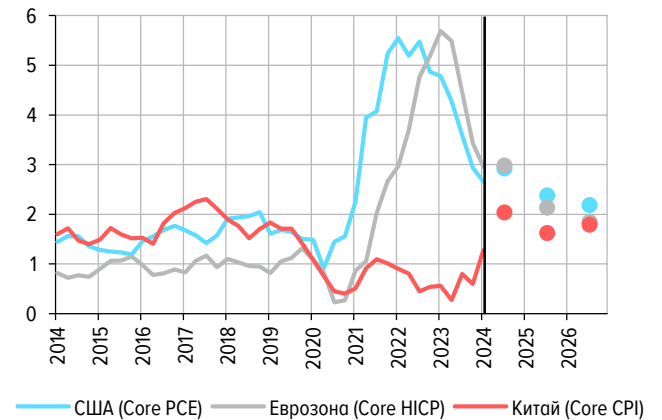
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ (КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ)
(% г/г)

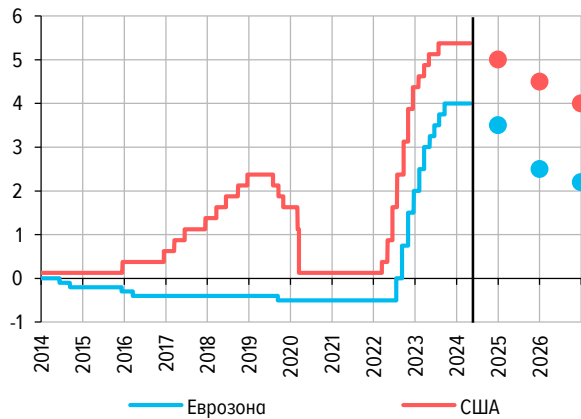
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ: ФРС США (СЕРЕДИНА ДИАПАЗОНА), ЕЦБ (DEPOSIT RATE)
(% годовых)

Рис. 4



Источники: Sponds, Всемирный банк, расчеты Банка России.

СРЕДНЯЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ МАРКИ BRENT
(долл. США)

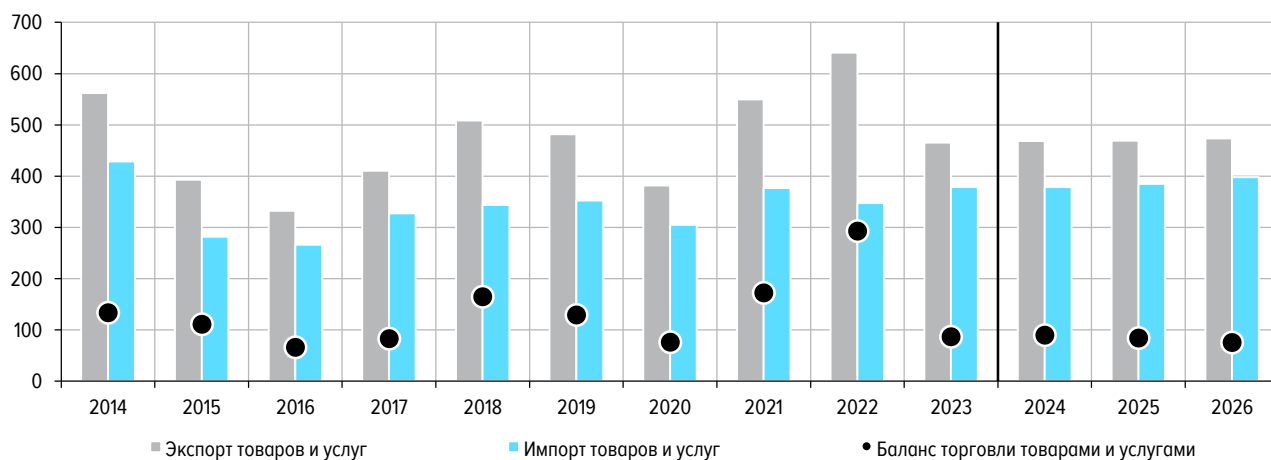
Рис. 5



Источники: ICE, расчеты Банка России.

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

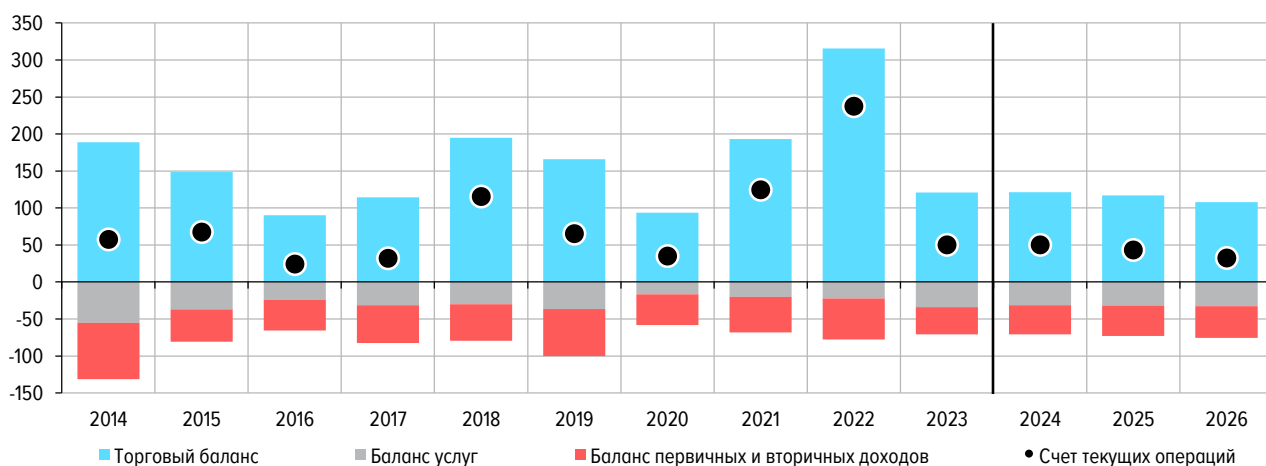
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

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

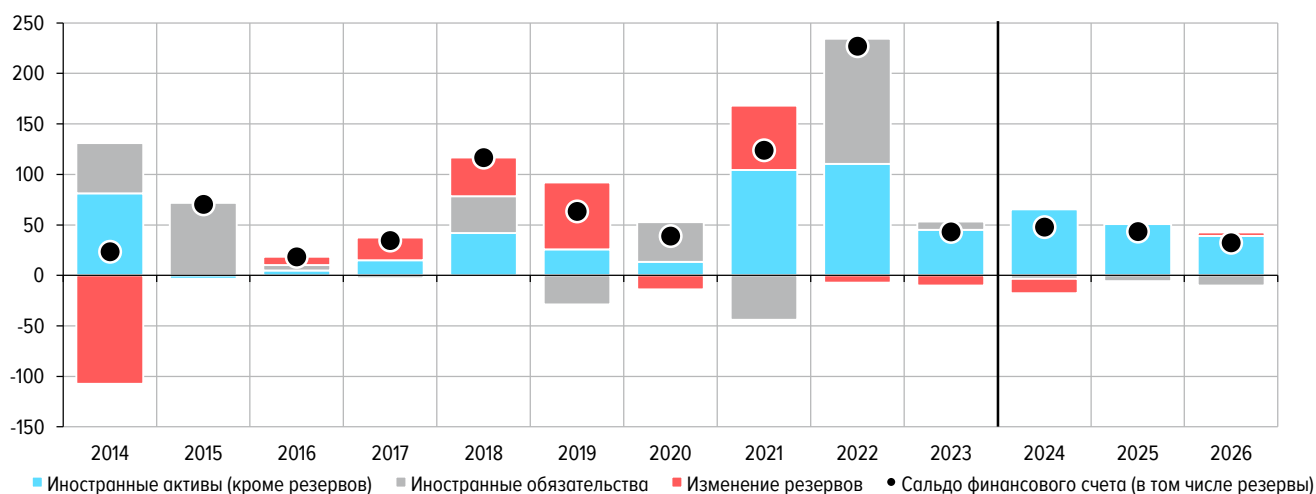
Рис. 7



Источник: расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ФИНАНСОВОГО СЧЕТА* (млрд долл. США)

Рис. 8

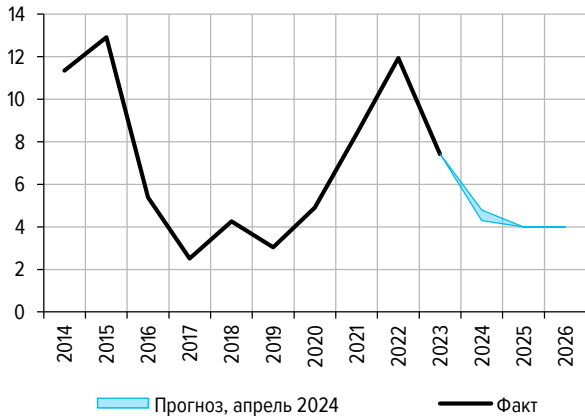


* Для сальдо «-» – чистое заимствование, «+» – чистое кредитование; для активов «-» – снижение, «+» – рост; для обязательств «-» – рост, «+» – снижение.

Источник: расчеты Банка России.

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

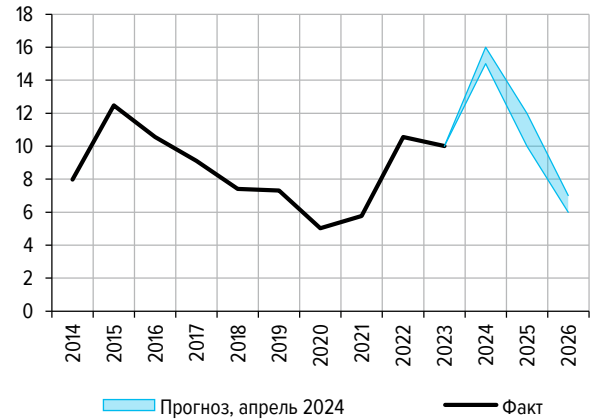
Рис. 9



Источник: Банк России.

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

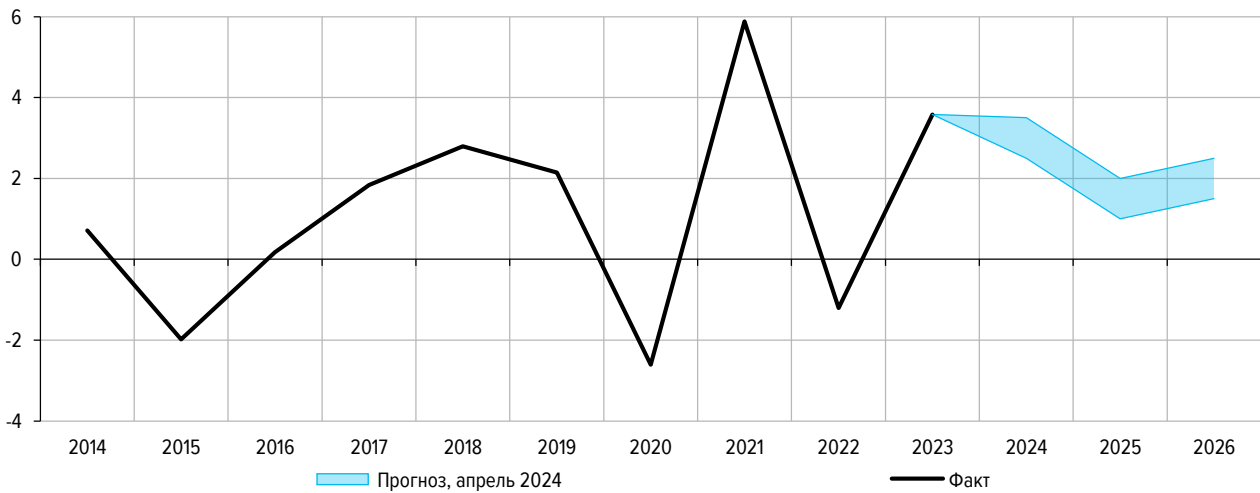
Рис. 10



Источник: Банк России.

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

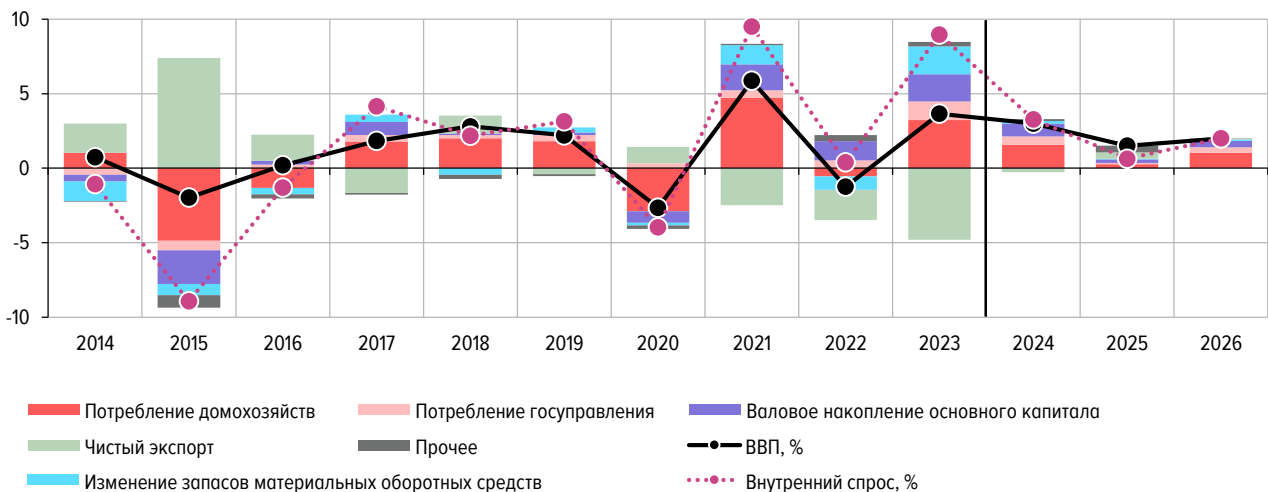
Рис. 11



Источник: Банк России.

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

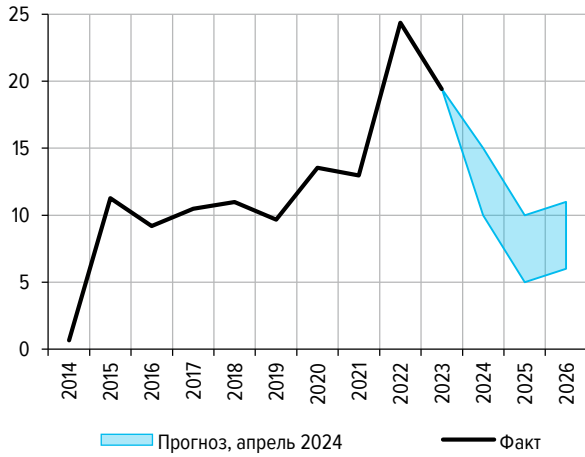
Рис. 12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

АГРЕГАТ М2
(% г/г)

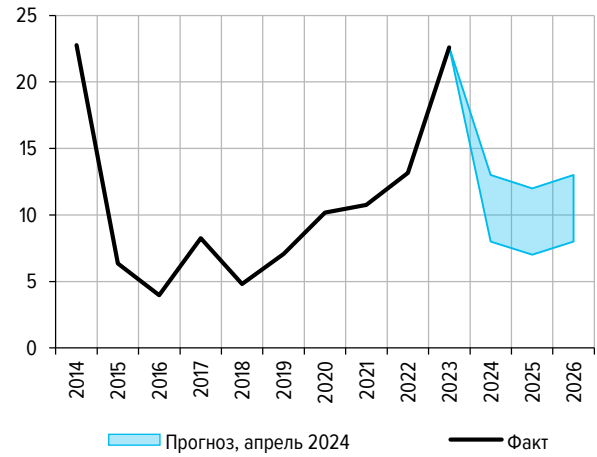
Рис. 13



Источник: расчеты Банка России.

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

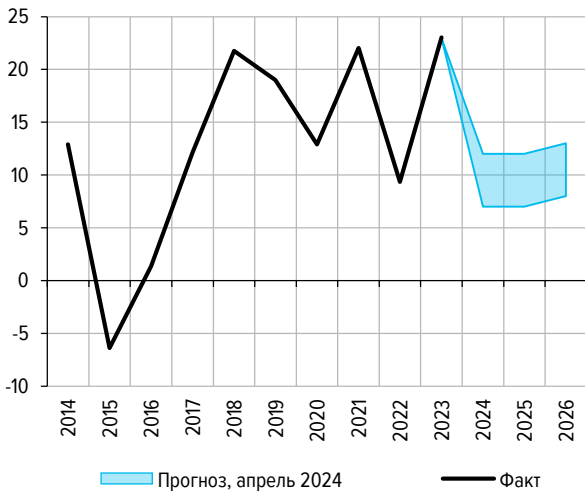
Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

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

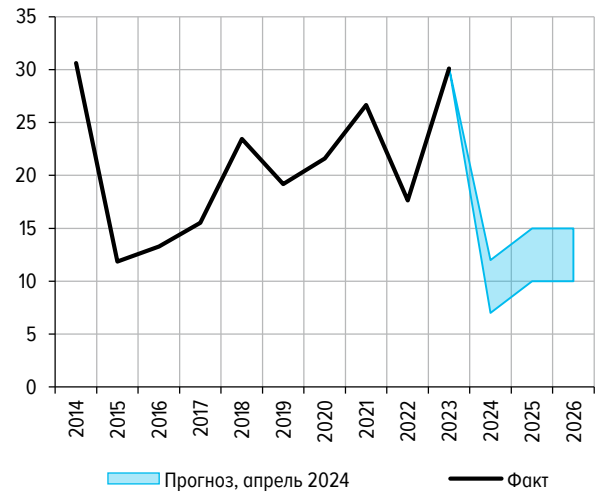
Рис. 15



Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 16



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