



Банк России



ОКТАБРЬ 2023

ДОКЛАД  
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ

7 ноября 2023

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 26.10.2023.

В случае выхода статистики или иной важной информации после даты отсечения, она может быть включена в текст доклада.

[Электронная версия](#) информационно-аналитического сборника размещена на сайте Банка России в разделе «Издания Банка России / Доклад о денежно-кредитной политике». Вы можете направить ваши предложения и замечания по адресу [monetarypolicyreport@mail.cbr.ru](mailto:monetarypolicyreport@mail.cbr.ru).

Материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Телефон: +7 (495) 771-46-74

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ</b> .....	<b>1</b>
<b>СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ</b> .....	<b>5</b>
Ключевые предпосылки .....	6
Основные факторы уточнения прогноза.....	8
<b>ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ</b> .....	<b>10</b>
Инфляция в мире снижается медленнее ожиданий .....	11
Рост мировой экономики продолжает замедляться.....	12
Развитые страны близки к завершению цикла ужесточения ДКП .....	13
Ожидания на мировых финансовых рынках остаются оптимистичными .....	14
Мировая экономика продолжит плавно замедляться .....	15
Цены на сырьевых рынках менялись разнонаправленно .....	16
Динамика экспорта улучшилась, рост импорта приостановился .....	18
Волатильность курса рубля снизилась к концу октября.....	19
Прогноз профицита счета текущих операций повышен на всем горизонте.....	20
Врезка 1. Валютный курс и платежный баланс .....	22
<b>РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА</b> .....	<b>28</b>
Доходности ОФЗ увеличились.....	29
Прирост рублевых средств населения в банках ускорился .....	30
Денежно-кредитные условия продолжили ужесточаться.....	31
Прогноз роста кредита экономике на 2023 год вновь повышен .....	32
Экономическая активность растет быстрее ожиданий .....	33
Врезка 2. Финансовый результат компаний.....	34
Потребительский спрос превысил докризисный уровень .....	36
Инвестиционная активность растет рекордными темпами .....	37
Уровень безработицы еще снизился .....	38
Бюджетная политика остается стимулирующей.....	39
Рост экономики идет по более высокой траектории .....	40
Инфляционное давление значительно усилилось .....	42
Ценовые ожидания предприятий – вблизи исторически максимальных уровней.....	44
ДКП вернет инфляцию к уровню вблизи цели 4% в 2024 году.....	45
Врезка 3. Консенсус-прогнозы аналитиков.....	46

ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДЛЯ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА.....	48
ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ .....	49
Врезка 4. Уточнение методологии оценки дефицита/профицита ликвидности.....	54
СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ .....	56
КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2023 ГОДУ .....	57
КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2024 ГОДУ .....	58
СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ.....	59
ГЛОССАРИЙ.....	65
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....	68

# ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

## ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ 27 ОКТЯБРЯ 2023 ГОДА



*Добрый день! Сегодня мы приняли [решение](#) повысить ключевую ставку до 15% годовых.*

*Ужесточение денежно-кредитной политики уже транслируется в экономику. Мы это видим по росту привлекательности сбережений и некоторому охлаждению кредитования. Вместе с тем устойчивое расширение спроса все больше превышает возможности наращивания предложения товаров и услуг. В итоге цены растут быстрее, чем мы ожидали. Дополнительным проинфляционным фактором на прогнозном горизонте выступает смягчение бюджетной политики. Поэтому требуется большая жесткость денежно-кредитной политики. Наша политика обеспечит более*

*сбалансированный рост кредита, соответствующий возвращению инфляции к цели влизи 4% в следующем году.*

*Перейду к аргументам сегодняшнего решения.*

### **Первое. Инфляция.**

*Цены растут высокими темпами. Сентябрьское ускорение инфляции заметно превысило наши оценки. Высокое ценовое давление сохраняется и в октябре. Даже если вынести за скобки разовые факторы, текущая ценовая динамика как минимум вдвое превышает целевую инфляцию. Все индикаторы устойчивого ценового давления находятся выше цели.*

*Тревожный сигнал – ценовые ожидания предприятий. Они близки к максимальным значениям за последние несколько лет. Инфляционные ожидания населения немного снизились в октябре, но они все еще высокие. Профессиональные аналитики прогнозируют инфляцию на следующий год выше цели, что следует из данных нашего макроопроса. Высокие инфляционные ожидания в экономике также говорят о недостаточной жесткости сложившихся к текущему моменту денежно-кредитных условий.*

*Хотя наши решения уже транслируются в экономику, текущая инфляция все еще в значительной степени формируется под влиянием более низких процентных ставок первой половины этого года. Напомню: мы в течение 10 месяцев, вплоть до июля, удерживали ключевую ставку на уровне 7,5%. Наряду со стимулирующей бюджетной политикой это позволило достаточно быстро вернуть экономику к докризисному уровню. Но дальнейшее сильное ускорение инфляции сигнализировало о том, что денежно-кредитные условия в экономике фактически были мягкими. И мы в середине года начали повышать ставку, однако из-за длинных временных лагов эффекты мягкой денежно-кредитной политики продолжают проявляться в ценах и сейчас. Точно так же эффекты от ужесточения в полной мере проявятся через несколько кварталов.*

*Мы обновили прогноз инфляции на этот и следующий годы. В обновленном прогнозе учтен фактический рост цен, а также эффект от увеличения госрасходов в новом*

бюджете. В этом году цены вырастут на 7,0–7,5%. В следующем году под действием денежно-кредитной политики инфляция вернется к цели и составит 4,0–4,5%, после чего закрепится на уровне вблизи 4%.

### **Второе. Экономика.**

По нашим оценкам и оперативным данным по экономической активности, рост ВВП в третьем квартале сложился выше ожиданий. Основным драйвером выступил инвестиционный спрос, который во многом подпитывался бюджетными расходами. При этом бюджетный импульс сосредоточен в отраслях обрабатывающей промышленности, которые растут максимальными темпами.

Высокий внутренний спрос позволял компаниям переносить растущие издержки в цены для потребителей. В результате прибыль компаний близка к рекордным значениям 2021 года.

Увеличение собственных средств компаний, наряду с бюджетными расходами и ростом кредита, позволяло бизнесу расширять инвестиционные планы. По данным мониторинга предприятий, компании в последние месяцы стали еще более оптимистично оценивать будущие вложения в расширение производства. Даже несмотря на рост ставок по кредитам. Однако существенным ограничителем для расширения производства является дефицит кадров. С ним столкнулись две трети компаний из нашего опроса. Особенно значительна эта проблема в обрабатывающей промышленности. Чтобы удержать или привлечь персонал, компании повышают зарплаты, после чего неизбежно вновь повышают цены, чтобы компенсировать расходы на повышение зарплат. Из-за того что растущий спрос невозможно сразу удовлетворить расширением производства, он не ведет к увеличению потребления, а лишь выливается в рост цен. Чтобы не допустить раскручивания инфляционной спирали, нам нужно поддерживать более высокие ставки в экономике.

С учетом факта по ВВП за второй квартал и оперативных данных по третьему кварталу мы повысили прогноз роста экономики на этот год до 2,2–2,7%. На следующие годы прогноз по ВВП не изменился.

### **Теперь о том, как происходит подстройка денежно-кредитных условий к ранее принятым решениям.**

Наиболее быстро подстраиваются депозиты. Рост ставок позволяет компенсировать издержки от инфляции, поэтому интерес граждан к депозитам вырос. Помимо перетока средств с текущих счетов на срочные вклады, мы отмечаем возвращение в банки ранее снятых наличных.

На кредитном рынке подстройка происходит с разной скоростью в различных сегментах. По оперативным данным, есть признаки замедления роста необеспеченного потребительского кредитования. Ипотека продолжает расти высокими темпами, но здесь сказывается влияние льготных программ, которые нечувствительны к ключевой ставке. Та часть ипотечного портфеля, которая формируется на рыночных условиях, на ужесточение политики уже реагирует.

Что касается кредитования предприятий, то на начало этого месяца годовой прирост портфеля составил 21,5%. Объемы корпоративного кредитования растут, несмотря на увеличение ставок. Это связано с очень высокими ценовыми ожиданиями компаний, из-за чего условия кредитования не ощущаются как жесткие. То есть многие компании могут брать кредиты в расчете на то, что дальнейший разгон инфляции обесценит их долг. Еще один фактор роста корпоративного кредита – это то, что некоторые компании готовы брать кредиты на короткие сроки по повышенным ставкам, ожидая выплат по госконтрактам в конце года. Более подробная информация о денежно-кредитных условиях представлена в октябрьском докладе «Региональная экономика».

Сегодняшнее решение по ключевой ставке повысит ставки на денежном рынке. В результате деньги на короткие сроки окажутся дороже, чем на длинные, и это усилит дезинфляционный эффект от нашей политики.

Несколько слов о бюджете. В следующие годы его параметры будут значительно мягче, чем было заложено в наш сентябрьский прогноз. Из-за более стимулирующего бюджета пространство для роста частного кредита становится меньше. Учитывая это, мы снизили прогноз по росту кредитования экономики на следующий год на 2 процентных пункта, до 5,0–10,0%. Поскольку в целом бюджетная политика ближайших лет будет более стимулирующей, чем ожидалось ранее, мы повысили нашу оценку уровня нейтральной ключевой ставки до 6,0–7,0%. То есть при прочих равных нам необходима более высокая ключевая ставка, чтобы обеспечить ценовую стабильность.

#### **Перейду к внешним условиям.**

Мировая экономика продолжает постепенно замедляться, при этом ситуация на Ближнем Востоке выступает существенным фактором неопределенности, в том числе с точки зрения динамики цен на энергоносители. В обновленном прогнозе мы немного повысили оценку по ценам на нефть. Кстати, отмечу, что мы перешли к публикации прогноза цены нефти марки Brent вместо марки Urals. Это позволит лучше отражать наше видение мирового баланса на рынке нефти, а также сопоставлять наш прогноз с ценой, которая применяется для налогообложения.

Разворот в динамике торгового баланса и повышение ключевой ставки с середины августа оказали стабилизирующее влияние на курс рубля. Вместе с тем наблюдавшиеся в это время колебания во многом были связаны с налоговыми периодами и отдельными крупными сделками компаний. О том, каков будет вклад мер по обязательной продаже валютной выручки, мы сможем сказать, только когда получим более полную информацию. Но в целом, по нашему мнению, ограничительные меры могут сработать только на коротком отрезке времени, несколько ускорив влияние фундаментальных факторов. В дальнейшем на курс будет влиять ужесточение денежно-кредитной политики, которое охлаждает совокупный спрос, в том числе спрос на импорт в рублевом выражении. На курс будут также влиять изменения цен и физических объемов экспорта, связанная с ними динамика торгового баланса.

В обновленном прогнозе платежного баланса мы увеличили оценку экспорта за счет повышения прогнозной цены на нефть. В снижении прогноза импорта мы учитываем стабилизацию его объемов и реакцию на повышение ключевой ставки. В целом профицит внешней торговли ожидается немного выше, чем в сентябрьском прогнозе.

#### **Теперь о рисках.**

Они по-прежнему значимо смещены в сторону проинфляционных. Среди них важнейшие – это сохранение инфляционных ожиданий бизнеса и населения на повышенных уровнях, более высокая динамика кредитования, усиление перегрева на рынке труда и дополнительное смягчение бюджета. В перечне рисков остается возможное замедление мировой экономики, которое способно оказать влияние на курс. Дезинфляционные риски выражены слабее. К ним можно отнести дополнительный рост цен на товары российского экспорта и более быстрое охлаждение кредитования.

#### **В заключение – о перспективах нашей политики.**

Банк России обладает эффективным инструментарием для снижения инфляции к цели. На последних заседаниях мы поднимали ключевую ставку ощутимыми шагами и будем готовы сделать это вновь, если не увидим признаков устойчивого замедления инфляции и охлаждения инфляционных ожиданий. Инфляция устойчиво отклоняется от 4% с 2021 года. Такое длительное отклонение может приводить к разъякориванию инфляционных ожиданий и потере ориентиров экономическими агентами. Опыт показывает, что в таких условиях период поддержания высоких ставок должен быть более долгим.

И это отличает текущую ситуацию от двух других эпизодов сильных повышений ставки – 2014 и 2022 годов. Тогда, помимо роста инфляции, мы наблюдали существенные риски для финансовой стабильности, во многом связанные с внешними причинами. На эти ри-

ски нам и приходилось реагировать ставкой. После того как нам удавалось справиться с этими рисками, мы управляли ключевой ставкой, концентрируясь на задаче снижения инфляции. Отмечу, что в 2016–2017 годах дезинфляционным процессам помогала сдерживающая бюджетная политика.

Сейчас ситуация принципиально иная. Мы наблюдаем инфляцию, вызванную внутренней разбалансировкой спроса и предложения: спрос растет, рост предложения упирается в ограничения, в результате рост цен ускоряется. При этом бюджетная политика на ближайшие три года остается стимулирующей. Это значит, что денежно-кредитная политика должна быть более жесткой, чтобы вернуть инфляцию к 4%.

В обновленном прогнозе мы подняли траекторию ключевой ставки. Средняя за ноябрь – декабрь этого года ключевая ставка составит 15,0–15,2%, в следующем году – 12,5–14,5% годовых. Такая траектория ставки позволит вернуть инфляцию к цели к концу следующего года и закрепить ее на уровне 4% в дальнейшем.

Спасибо за внимание!

**Председатель Банка России**

**Э.С. Набиуллина**



# СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

## ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 27 ОКТЯБРЯ 2023 ГОДА

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

Табл. 1

	2022 (факт)	2023	2024	2025	2026
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	11,9	7,0–7,5	4,0–4,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	13,8	5,8–5,9	5,8–6,5	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	10,6	9,9 <sup>1</sup>	12,5–14,5	7,0–9,0	6,0–7,0
Валовой внутренний продукт	-2,1	2,2–2,7	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-2,7	1,0–2,0	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	-0,3	5,5–6,5	(-0,5)–(+0,5)	0,5–1,5	1,5–2,5
– домашних хозяйств	-1,4	5,5–6,5	(-2,0)–(-1,0)	0,5–1,5	1,5–2,5
Валовое накопление	-4,9	11,2–12,7	(-5,0)–(-3,0)	0,0–2,0	1,0–3,0
– основного капитала	3,3	7,2–8,7	0,0–2,0	0,0–2,0	1,0–3,0
Экспорт	-13,9	(-10,7)–(-9,2)	1,5–3,5	1,5–3,5	1,0–3,0
Импорт	-15,0	10,2–11,7	(-6,5)–(-4,5)	(-1,5)–(+0,5)	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	24,4	18–21	8–13	6–11	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте <sup>2</sup>	12,0	17–20	5–10	8–13	8–13
– к организациям	13,2	16–19	5–10	8–13	8–13
– к населению, в том числе	9,4	20–23	5–10	8–13	8–13
ипотечные жилищные кредиты	17,7	24–27	7–12	10–15	10–15

<sup>1</sup> С учетом того что с 1 января по 29 октября 2023 г. средняя ключевая ставка равна 8,8%, с 30 октября до конца 2023 г. средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 15,0–15,2%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

<sup>2</sup> 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. По ипотечным жилищным кредитам – без учета приобретенных банками прав требования.

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ<sup>1</sup>  
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 2

	2022 (факт)	2023	2024	2025	2026
<b>Счет текущих операций</b>	<b>238</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>64</b>	<b>54</b>
Торговый баланс	316	122	149	146	140
Экспорт	592	429	441	444	450
Импорт	277	307	292	298	310
Баланс услуг	-22	-31	-31	-32	-33
Экспорт	49	42	44	45	47
Импорт	71	73	75	77	80
Баланс первичных и вторичных доходов	-55	-31	-43	-50	-53
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>233</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>64</b>	<b>54</b>
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервные активы</b>	<b>237</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>48</b>	<b>38</b>
Чистое принятие обязательств	-126	4	23	20	20
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	110	65	84	68	58
Чистые ошибки и пропуски	-4	-8	0	0	0
<b>Изменение резервных активов</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>16</b>
<b>Цена нефти Brent, в среднем за год, долл. США за баррель</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>70</b>

<sup>1</sup> 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.

## КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

В основе прогноза Банка России лежит ряд предпосылок, изменение которых может существенно повлиять на траекторию российской экономики.

- **Мировая экономика.** Темп роста мировой экономики продолжает замедляться, при этом ее устойчивость к повышению ставок крупнейшими центральными банками сохраняется. Инфляционное давление в большинстве стран продолжает снижаться, но скорость этого процесса замедлилась под влиянием динамики цен на энергоносители. В то же время в СФР инфляция снизилась уже достаточно существенно, для того чтобы центральные банки остановили ужесточение денежно-кредитной политики (ДКП). В странах с развитой экономикой сильный рынок труда ограничивает скорость дезинфляционных тенденций. Крупнейшие центральные банки близки к пику повышения ставок в текущем цикле, но ставки будут оставаться на высоких уровнях в течение длительного периода времени.
- **Геополитические условия.** Базовый сценарий не предполагает значимого изменения геополитических условий до конца прогнозного горизонта. Введенные внешние ограничения на российский экспорт, импорт, инвестиционное и технологическое сотрудничество на среднесрочном горизонте сохраняются.
- **Цены экспорта.** Предполагается, что цена на нефть будет постепенно снижаться на среднесрочном горизонте вместе с замедлением темпов роста мировой экономики. В конце прогнозного горизонта цена на нефть марки Brent окажется на уровне 70 долл. США за баррель. Экспортная цена российской нефти будет следовать за динамикой цены на нефть марки Brent, однако ее конкретные значения будут формироваться исходя из взвешенной цены продаваемых Россией марок нефти и размера дисконта. Другие товары российского экспорта на мировом рынке продолжают продаваться с дисконтом. Для большинства из них ожидается сохранение размера дисконта вблизи текущего уровня до конца прогнозного горизонта.
- **Потенциальный выпуск.** С 2022 г. российская экономика функционирует в изменившихся внешних условиях. Выстраивание новых схем организации производства и логистики, установление новых партнерских отношений, поиск альтернативных рынков сбыта – все это обуславливает более низкую траекторию ВВП по сравнению с наблюдавшимся ранее трендом. В дальнейшем темп потенциального роста может возрасти по мере оптимизации сформировавшихся производственных взаимосвязей, роста технологического уровня экономики, повышения квалификации рабочей силы и роста производительности труда, увеличения эффективности использования капитала и создания новых средств производства.
- **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 корректировки бюджетного правила в части определения базовых нефтегазовых доходов. Для оперативного уточнения бюджетных показателей Банк России также опирается на сведения о бюджетной росписи, публикуемые в ГИИС «Электронный бюджет».

- **Нейтральная ставка.** Долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки для российской экономики на текущий момент определяется несколькими основными факторами. Во-первых, более низкий по сравнению с периодом 2017–2019 гг. потенциальный темп роста российской экономики действует в сторону снижения оценки нейтральной ставки. Во-вторых, изменение внешних условий и санкционный режим, ограниченное участие российской экономики в глобальных рынках капитала, рост неопределенности относительно перспектив бизнес-проектов по сравнению с периодом до 2022 г. обуславливают более высокую премию за риск, оказывая повышающее давление на нейтральную ставку. В-третьих, устойчивость внешней инфляции при более высокой траектории ставок внешней ДКП предполагает более высокую по сравнению с допандемическим периодом внешнюю нейтральную ставку, что оказывает некоторое повышающее влияние на нейтральную ставку и для России. В-четвертых, более мягкая бюджетная политика по сравнению с прежними ожиданиями также оказывает повышающее давление на нейтральную ставку. С учетом этих факторов уточненная оценка долгосрочной реальной нейтральной ставки для российской экономики составляет 2,0–3,0% годовых, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует номинальная нейтральная ставка 6,0–7,0% годовых.

## ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ УТОЧНЕНИЯ ПРОГНОЗА

[Предыдущий базовый прогноз Банка России](#) был опубликован после заседания Совета директоров Банка России 15 сентября, а также во втором проекте Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики от 28 сентября. За прошедший период сделаны следующие уточнения прогноза.

**Прогноз прироста мирового ВВП в 2023 г. оставлен без изменений (3,1%), в 2024 г. понижен на 0,2 п.п. (до 2,8%), прогноз на 2025–2026 гг. – также без изменений (2,7 и 2,6% соответственно).**

- В **США** выходящие данные за III квартал оказались несколько лучше ожиданий, увеличилась вероятность, что американская экономика движется по траектории «мягкой посадки». В **еврозоне** выходящая статистика хуже ожиданий, а ситуация в основных экономиках блока – Германии и Франции – практически не улучшается. В **Китае** наблюдается умеренное улучшение ситуации относительно пессимистичных оценок в конце лета, однако в целом перспективы роста экономики несколько хуже в сравнении с историческими темпами.
- Ценовое давление в развитых экономиках все еще остается на повышенном уровне, особенно в базовой инфляции. Возвращение инфляции к целевым уровням требует более медленной последующей траектории нормализации.

**Профицит счета текущих операций повышен на всем прогнозном горизонте: в 2023 г. – до 60 млрд долл. США, в 2024 г. – до 75 млрд долл. США, в 2025 г. – до 64 млрд долл. США, в 2026 г. – до 54 млрд долл. США.**

- В 2023 г. учтен пересмотр данных по экспорту и импорту за апрель – август, а также факт по дефициту баланса инвестиционных доходов, который оказался меньше ожиданий.
- Стоимостный объем экспорта повышен вследствие несколько более высоких цен на нефть в ближайшие годы, а также более активного восстановления ненефтегазового экспорта на дальнем конце прогнозного горизонта (в основном вследствие ценовых параметров).
- Стоимостный объем импорта снижен на всем прогнозном горизонте – как вследствие произошедшего ослабления рубля, так и в силу большего увеличения сберегательной активности населения из-за более высоких процентных ставок в экономике.

**Прогноз роста российского ВВП в 2023 г. улучшен до 2,2–2,7%. Дальнейшая динамика предполагает возвращение на траекторию сбалансированного роста к концу прогнозного горизонта.**

- Потребление домохозяйств в первом полугодии 2023 г. росло быстрее потенциальных темпов. Уровень IV квартала 2021 г. был превышен в II квартале 2023 года. В III квартале с устранением сезонности темп роста потребления домохозяйств ускорился.
- Инвестиции в основной капитал в II квартале 2023 г. выросли на 12,6% в годовом выражении, достигнув рекордного значения. Загрузка мощностей остается вблизи исторически максимальных уровней.
- Сохраняется высокий оптимизм предприятий. В октябре улучшение бизнес-настроений наблюдалось в большинстве основных видов экономической деятельности.

**Темп прироста кредитования экономики в 2023 г. повышен до 17–20%, в 2024 г. снижен до 5–10%, на среднесрочном горизонте не изменился.**

- Фактические данные по динамике кредитования оказались лучше ожиданий. Объем выданных ипотечных кредитов в 2023 г. может обновить исторический максимум.
- Уровень номинального ВВП будет выше прежнего прогноза, учитывая наблюдаемую в первом полугодии экономическую и ценовую динамику.
- В 2024 г. учитывается действие ДКП, компенсирующей увеличение бюджетного импульса, а также более высокая сберегательная активность домохозяйств.

**Прогноз инфляции на 2023 г. повышен до 7,0–7,5%. Инфляция стабилизируется на цели вблизи 4% в 2024 году.**

- В III квартале годовая инфляция продолжила ускоряться. Годовой прирост цен в сентябре составил 6,0%.
- Текущий темп роста цен в III квартале достиг 0,96% (или 12,1% в пересчете на год), что является максимальным темпом с 2015 г. (за исключением I квартала 2022 г.).
- Рост внутреннего спроса превосходит ожидания. Частный спрос расширяется при сохранении государственного спроса на высоком уровне, что в совокупности все больше опережает возможности расширения производства.
- Дефицит на рынке труда остается одним из существенных факторов увеличения издержек предприятий.

**Траектория средней ключевой ставки повышена на всем прогнозном горизонте: в 2023 г. – до 9,9%, в 2024 г. – до 12,5–14,5%, в 2025 г. – до 7,0–9,0%, в 2026 г. – до 6,0–7,0%.**

- Прогнозный диапазон на 2023 г. допускает как неизменность ключевой ставки, так и возможность ее повышения.
- Для устойчивого снижения инфляции, инфляционных ожиданий и закрепления инфляции на целевом уровне необходимо поддержание ключевой ставки на повышенном уровне в течение достаточно продолжительного времени.
- Оценка долгосрочной нейтральной ставки с учетом действия на нее структурных факторов, изменившихся по сравнению с периодом до 2019–2020 гг., повышена до 2,0–3,0% в реальном выражении, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует номинальная нейтральная ставка 6,0–7,0%

## ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

Инфляция в мире продолжает снижаться, хотя в III квартале этот процесс несколько замедлился под влиянием роста цен на энергоносители. В СФР, где повышение ставок началось раньше и реальные ставки находятся на высоком уровне, инфляция снизилась уже достаточно существенно, для того чтобы центральные банки остановили ужесточение ДКП и в отдельных случаях даже перешли к снижению ставок. В развитых экономиках инфляция снижается медленнее. Одна из основных причин – более жесткий рынок труда, особенно в сфере услуг, способствующий росту реальных доходов и сохраняющий потребительский спрос на высоком уровне. Центральные банки развитых стран будут вынуждены сохранять жесткую ДКП в течение более длительного периода времени.

Темп роста мировой экономики продолжает замедляться, при этом ее устойчивость к повышению ставок крупнейшими центральными банками сохраняется. В США выходящая статистика и оперативные данные за III квартал оказались несколько лучше ожиданий. Все больше данных указывает на то, что американская экономика движется по сценарию «мягкой посадки». В то же время в еврозоне вышедшая статистика оказалась хуже ожиданий, а ситуация в основных экономиках блока практически не улучшается. В Китае ситуация умеренно улучшается относительно пессимистичных оценок в конце лета, однако в целом перспективы роста экономики несколько хуже прежних ожиданий.

Цены на товарных рынках менялись разнонаправленно. Цены на нефть, газ и уголь в последние месяцы росли из-за ограничений на стороне предложения (забастовки, закрытие месторождений и шахт, геополитический фактор). Цены на неэнергетические товары преимущественно снижались вследствие опасений относительно перспектив мирового роста.

Рост цен на энергетические товары вместе с увеличением объемов экспорта пшеницы и географической диверсификацией поставок поддержали экспорт. Рост импорта приостановился – начало сказываться произошедшее ослабление рубля. Профицит текущего счета расширился к предыдущему кварталу, оставаясь в то же время ниже, чем в III квартале 2021–2022 годов.

Прогноз профицита счета текущих операций по сравнению с сентябрьским прогнозом повышен на всем горизонте. В 2023 г. его корректировка в основном связана с меньшим дефицитом баланса инвестиционных доходов и пересмотром фактических данных за апрель – август. В 2024–2026 гг. увеличение профицита определяется одновременно более высоким экспортом и более низким импортом. Увеличение стоимостного объема экспорта связано с несколько более высокой ценой на нефть в 2024 г. и улучшением прогноза ненефтегазового экспорта в 2025–2026 годах. Более низкий стоимостный объем импорта обусловлен более сдержанным внутренним потреблением – вследствие как произошедшего ослабления рубля, так и воздействия мер ДКП.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Табл. 1

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

\* Базовая инфляция (Core PCE) в США. Базовая инфляция (Core HICP) в еврозоне.

\*\* Ставка ФРС США (Fed Funds Effective Rate), среднее за IV квартал соответствующего года. Ставка ЕЦБ (EONIA), среднее за IV квартал соответствующего года.

Источники: ФРС США, ЕЦБ, Международный валютный фонд, Investing, расчеты Банка России.

## ИНФЛЯЦИЯ В МИРЕ СНИЖАЕТСЯ МЕДЛЕННЕЕ ОЖИДАНИЙ

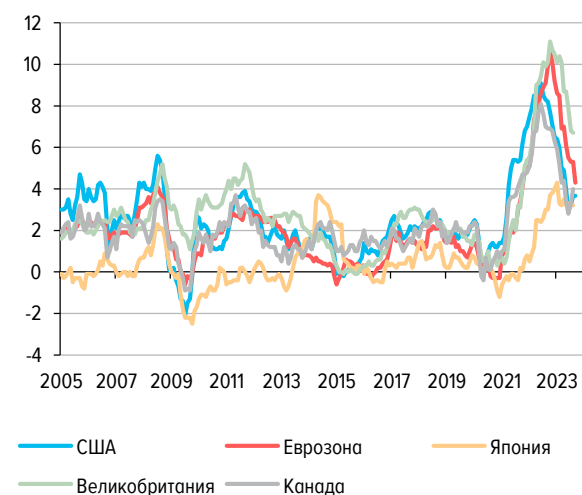
В III квартале в динамике мировой инфляции в целом сохранился тренд на снижение, однако его скорость замедлилась в сравнении с первой половиной года. Динамика цен на энергоносители также оказала сдерживающее влияние: в августе – сентябре снижение общей инфляции в некоторых экономиках приостановилось.

В ряде СФР, где повышение ставок началось раньше, чем в развитых экономиках, инфляция замедлилась уже достаточно существенно, для того чтобы центральные банки в основном остановили ужесточение ДКП и в некоторых странах перешли к снижению ставок.

В развитых экономиках инфляция снижается медленнее, чем в СФР, инфляционные ожидания замедляются также достаточно постепенно. По-прежнему одна из основных причин – сильный рынок труда, особенно в сфере услуг, способствующий росту реальных доходов и сохраняющий потребительский спрос на высоком уровне. При этом выпуск уже близок к потенциальному или даже превышает его (например, в США, еврозоне). Как следствие, базовая инфляция способна дольше оставаться на повышенном уровне.

ИНФЛЯЦИЯ В РАЗВИТЫХ ЭКОНОМИКАХ  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

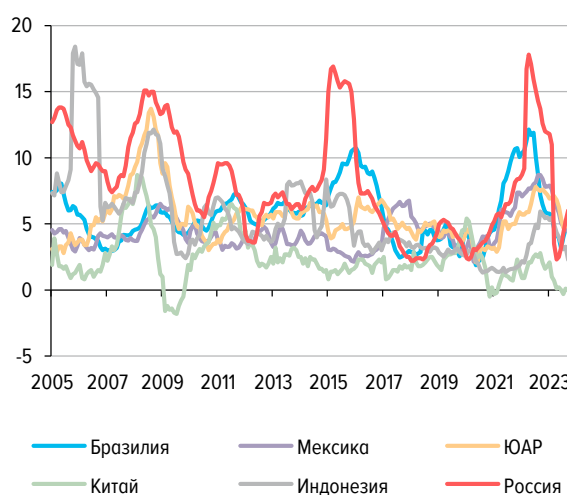
Рис. 1



Источник: Investing.

ИНФЛЯЦИЯ В СФР  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 2



Источник: Investing.

ДИНАМИКА НОМИНАЛЬНЫХ СЫРЬЕВЫХ  
ИНДЕКСОВ, ДОЛЛ. США  
(2019 = 100)

Рис. 3



Источник: Всемирный банк.

ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ  
ФРБ НЬЮ-ЙОРКА  
(п.)

Рис. 4



Источник: Investing.

## РОСТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ ПРОДОЛЖАЕТ ЗАМЕДЛЯТЬСЯ

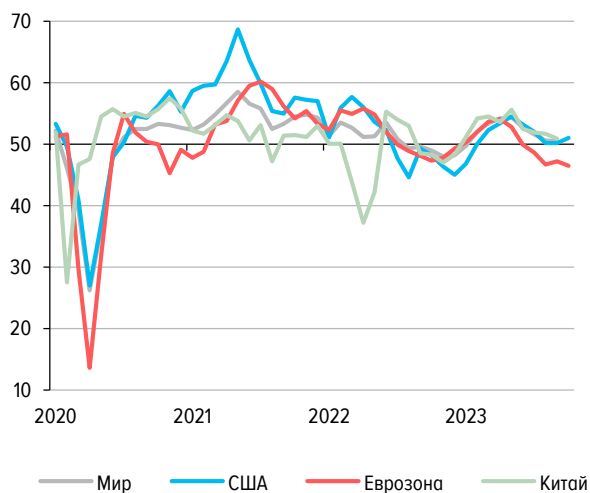
Экономический рост в мире продолжает замедляться, оставаясь при этом относительно устойчивым к повышению ставок крупнейшими странами. Ситуация в промышленности не улучшается. Активность в сфере услуг, которая в первой половине года компенсировала сокращение в промышленности, в июле – сентябре также начала замедляться. Эффект восстановления сервис-ориентированных секторов (с более высокой долей труда и соответствующим влиянием на занятость и доходы) после пандемии себя исчерпывает. В результате индикаторы PMI Composite в основных экономиках и в мире в целом балансируют около 50 п. (в еврозоне и Великобритании ниже 50 п.). Из экономик стран «Группы двадцати» PMI заметно выше 50 п. в Индии (около 60 п.), а также в Саудовской Аравии и России (около 55 п.).

**США.** Статистика в США продолжает выходить с положительными сюрпризами. Факт по ВВП США за II квартал 2023 г. оказался выше предположений в [ДоДКП 3/23](#). Статистика по III кварталу показывает, что американская экономика по-прежнему сохраняет устойчивость к ужесточению ДКП. ВВП в III квартале вырос максимальным темпом с IV квартала 2021 г. (4,9% SAAR). Основной вклад внесли сильный потребительский спрос, рост государственных расходов (в том числе оборонных) и запасов. Даже забастовка рабочих автомобильных заводов большой тройки в Детройте не оказала существенного влияния на экономические настроения и активность. Все больше данных указывает на то, что американская экономика движется по сценарию «мягкой посадки», когда инфляцию удастся вернуть к цели без существенного сокращения экономической активности, занятости и совокупного спроса.

Число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе (Nonfarm Payrolls) в июле опустилось до 157 тыс., но данные за август и сентябрь показали создание 227 и 336 тыс. рабочих мест соответственно – заметно выше среднего показателя с момента мирового финансового кризиса 2008 г. в 190 тыс. рабочих мест. Количество новых открытых вакансий (Job Labor Turnover Survey) держится на уровне около 9 млн, причем в течение 10 лет перед пандемией этот показатель колебался в диапазоне 6–8 млн вакансий. Уровень безработицы вырос с уровня 3,6% (среднего за II квартал) до 3,8%, но остается ниже долгосрочного равновесного уровня 4%, на который ориентируется ФРС США. Сильный рынок труда (во многом за счет сферы услуг) поддерживает потребительский спрос.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА PMI COMPOSITE  
(п.)

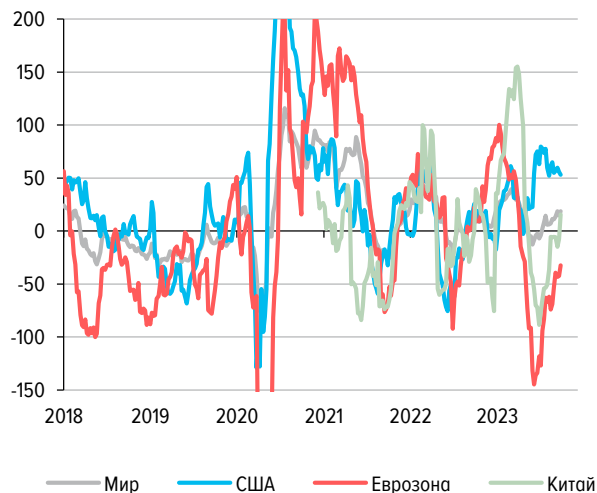
Рис. 5



Источник: S&P Global.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА СЮРПРИЗОВ В ДАННЫХ  
ОБ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ  
(п.)

Рис. 6



Источник: CitiFX.



В то же время индекс опережающих индикаторов Conference Board по-прежнему допускает возможность замедления и кратковременного спада в экономике США в 2024 г., учитывая накопленное влияние повышения процентных ставок и жестких условий кредитования. В августе индекс показал снижение год к году 14-й месяц подряд – в предыдущих эпизодах рецессии в США, начиная с 1960-х гг., экономика начинала замедляться в среднем через 10 месяцев после ухода индекса в отрицательную область.

**Еврозона.** Выходящая статистика по еврозоне по-прежнему слабее прогнозов, хотя и с улучшениями по сравнению с серединой года. Пересмотренные данные за II квартал 2023 г. сложились несколько ниже ожиданий в ДоДКП 3/23. Выходящая статистика за III квартал (промышленное производство, розничные продажи, деловые настроения) говорит о сохраняющейся слабости экономики. Ситуация в основных экономиках блока – Германии и Франции – практически не улучшается (композитный PMI в этих странах остается около 45). В Германии индекс ZEW текущих экономических условий близок к пандемическим минимумам.

**Китай.** В Китае индекс сюрпризов в данных, находившийся в II квартале в отрицательной области, в III квартале оказался на околонулевой отметке. Уточненный факт за II квартал оказался ниже, чем предполагалось в ДоДКП 3/23. Вместе с тем выходящие данные (в том числе по розничным продажам, промышленному производству, капиталовложениям, экспорту/импорту) говорят о некотором восстановлении экономической активности. В III квартале рост ВВП ускорился.

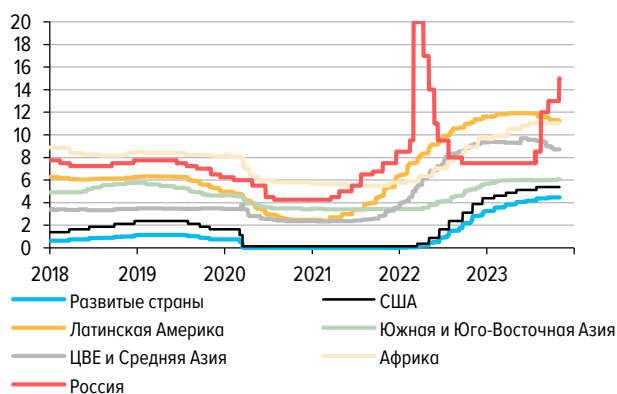
## РАЗВИТЫЕ СТРАНЫ БЛИЗКИ К ЗАВЕРШЕНИЮ ЦИКЛА УЖЕСТОЧЕНИЯ ДКП

В ответ на сохраняющийся тренд на снижение инфляции и текущий высокий уровень реальных процентных ставок большинство центральных банков СФР остановили повышение ключевых ставок, а некоторые (Бразилия, Польша, Чили) перешли к снижению (рис. 7, 8). Центральные банки стран с развитой экономикой пока с осторожностью оценивают устойчивость замедления инфляции и заявляют о необходимости поддержания жесткой ДКП в течение длительного периода.

Представители ФРС США полагают, что регулятор находится близко к пику цикла повышений ставки, и отмечают при этом, что еще одно повышение не исключено – состояние американской экономики пока остается сильным. Кроме того, по мнению ФРС, ставки необхо-

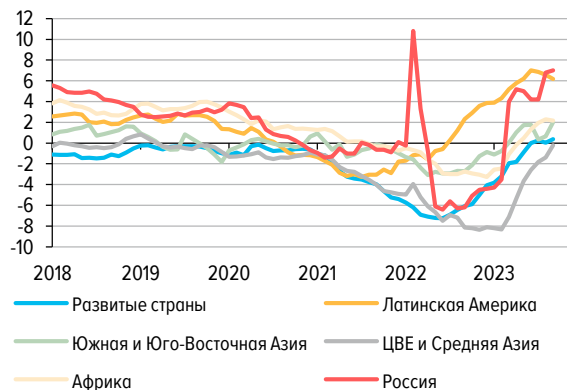
КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ  
(% годовых)

Рис. 7



РЕАЛЬНЫЕ СТАВКИ  
(% годовых)

Рис. 8



Примечание. Для расчетов используются средневзвешенные по ВВП (в текущих ценах в долларах США за соответствующий год) внутри каждой группы уровень инфляции и уровень ключевых ставок центральных банков. Список стран по регионам: развитые страны – США, страны еврозоны, Япония, Великобритания, Канада, Норвегия, Швеция, Австралия, Новая Зеландия, Израиль, Исландия, Южная Корея, Чехия; Латинская Америка – Мексика, Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Доминиканская Республика, Ямайка, Коста-Рика, Гватемала, Парагвай, Уругвай; Южная и Юго-Восточная Азия – Таиланд, Индонезия, Индия, Филиппины, Шри-Ланка; ЦВЕ и Средняя Азия – Польша, Венгрия, Румыния, Сербия, Албания, Молдова, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан; Африка – ЮАР, Сейшельские острова, Гана, Уганда, Кения.

Источники: S&P, Всемирный банк, расчеты Банка России.

димо удерживать на ограничительном уровне в течение длительного периода, но какова будет его продолжительность пока неизвестно. Представители ЕЦБ допускают, что текущий повышательный цикл уже завершен, но ставки будут долго оставаться высокими. В то же время представители регулятора считают, что не исключена рецессия в экономике еврозоны. Участники рынка в настоящее время не ожидают повышения ставки для ФРС и ЕЦБ.

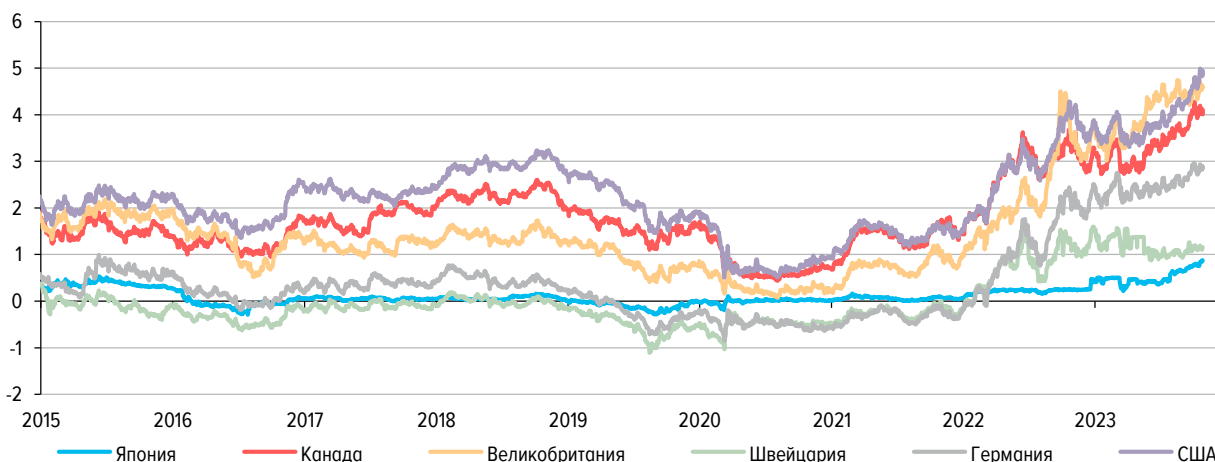
## ОЖИДАНИЯ НА МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ ОСТАЮТСЯ ОПТИМИСТИЧНЫМИ

Финансовые условия в США немного смягчились: индекс, рассчитываемый ФРБ Чикаго, показывает, что жесткость финансовых условий уменьшилась до среднего уровня, наблюдаемого с 2000 г. (рис. 12). В то же время VIX остается ниже 20 п.п., а спреды облигаций американских высоконадежных заемщиков не растут (рис. 11, 13). Макроэкономическая статистика укрепляет ожидания рынка о «мягкой посадке», на финансовых рынках сохраняется уверенность в благоприятном развитии событий: индекс финансового стресса (ФРБ Сент-Луиса) остается в отрицательной зоне.

Тем не менее, хотя ожидания рынков остаются оптимистичными, в отдельных сегментах наблюдается повышенная турбулентность. Доходности государственных облигаций основных развитых экономик приближаются к максимальным уровням с момента окончания глобального финансового кризиса 2008 г. (рис. 9). Резкий рост доходностей 10-летних государственных облигаций США в основном связан с ожиданием более длительного периода высоких ставок – инфляция снижается медленно, экономическая активность превосходит ожидания. Дополнительное давление оказывают продажи бумаг рядом центральных банков. В сочетании со снижением привлекательности рискованных активов для инвесторов рост доходностей развитых стран привел к снижению индексов фондовых рынков, увеличению CDS на развивающихся рынках и риск-премий для ряда стран еврозоны. Спред доходностей американских облигаций в сегменте наиболее рискованных активов (High Yield) также несколько вырос. На текущий момент эти явления носят умеренный характер, однако не исключено ухудшение ситуации и формирование рисков для финансовой стабильности.

ДИНАМИКА 10-ЛЕТНИХ ДОХОДНОСТЕЙ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ РАЗВИТЫХ СТРАН (%)

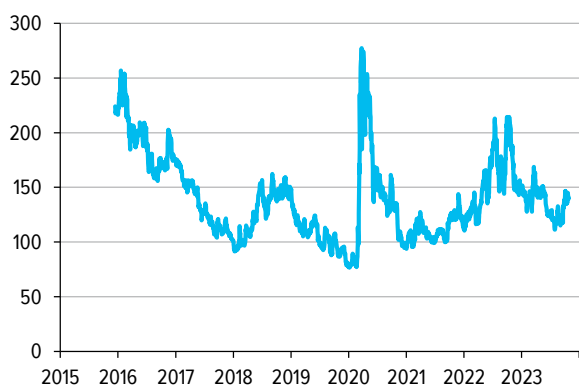
Рис. 9



Источник: расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА CDS СТРАН  
С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ  
(б.п.)

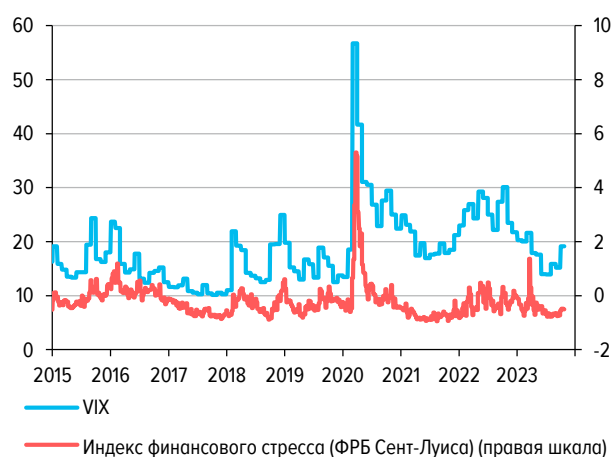
Рис. 10



Источники: Sbondс, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ВОЛАТИЛЬНОСТИ ФОНДОВОГО  
РЫНКА США (VIX) И ИНДЕКСА ФИНАНСОВОГО СТРЕССА  
(п.)

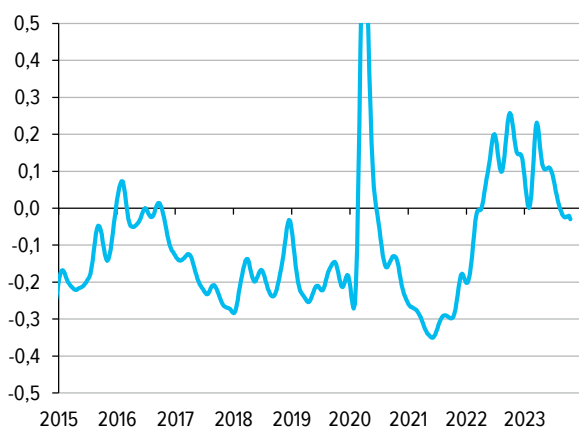
Рис. 11



Источники: Sbondс, ФРБ Сент-Луиса, расчеты Банка России.

ИНДЕКС ФИНАНСОВЫХ УСЛОВИЙ (ФРБ ЧИКАГО)

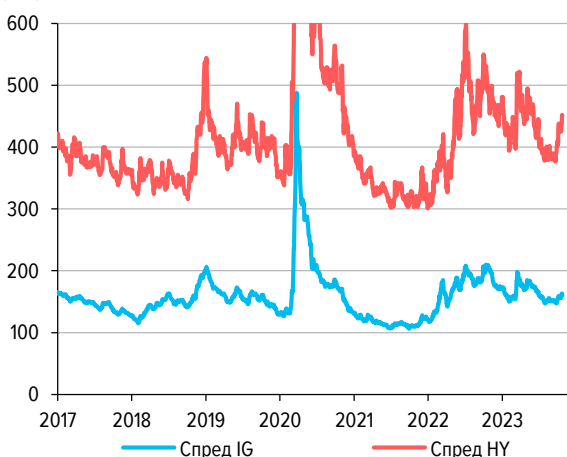
Рис. 12



Источник: ФРБ Чикаго, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА СПРЕДОВ ДОХОДНОСТЕЙ  
СЕКМЕНТОВ ЭМИТЕНТОВ NY-IG В США  
(б.п.)

Рис. 13



Источники: FRED Economic Data, расчеты Банка России.

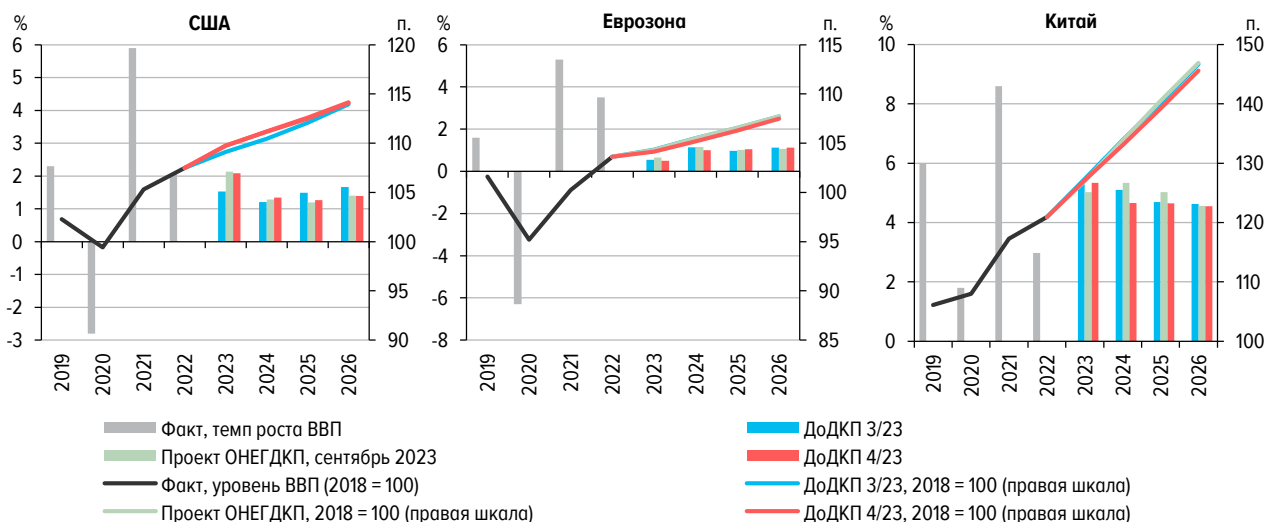
## МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА ПРОДОЛЖИТ ПЛАВНО ЗАМЕДЛЯТЬСЯ

С учетом данных за II квартал и оперативных данных за III квартал 2023 г., которые в целом оказались лучше ожиданий, прогноз роста мировой экономики на 2023 г. в сентябре был повышен до 3,1% и в октябре не изменился. Среднесрочная траектория осталась вблизи прежней, за исключением более сдержанного взгляда на 2024 г., учитывая фактические тенденции в экономиках Китая и еврозоны.

**США.** По сравнению с ДоДКП 3/23, прогноз по темпам прироста ВВП на 2023 г. повышен на 0,6 п.п., до 2,1%, отражая факт за II квартал и сохраняющуюся в III квартале сильную экономическую активность. По сравнению с сентябрем прогноз на 2023 г. не изменился. Устойчивость экономики и потребительского спроса к уже произошедшему повышению ставки ДКП оказалась выше, чем ожидалось ранее. Прогноз на последующие годы остался прежним. При этом на текущий момент нельзя исключать риск некоторого охлаждения экономической активности в среднесрочной перспективе вследствие жестких денежно-кредитных условий.

## ПРОГНОЗ ДИНАМИКИ ВВП ЗАРУБЕЖНЫХ ЭКОНОМИК В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ

Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

**Еврозона.** Прогноз по европейской экономике в 2023 г. – в рамках прежних ожиданий Банка России, в 2024 г. – несколько ниже с учетом выходящих данных о крупнейших экономиках блока. На среднесрочном горизонте прогноз не поменялся.

**Китай.** С учетом пересмотра вниз факта за II квартал и вышедших выше ожиданий оценок за III квартал прогноз на текущий год оставлен на уровне 5,3%, что соответствует ДоДКП 3/23 и несколько лучше сентябрьского прогноза. В 2024–2025 гг. рост экономики Китая будет немного ниже, чем ожидалось ранее. Прогноз на 2026 г. оставлен без изменений. Риски для прогноза скорее смещены вниз. Наиболее важным из них остается сектор недвижимости. Инвестиции в него продолжают снижаться, о дефолте объявил застройщик Country Garden. В 2021 г. проблемы застройщика Evergrande оказали сдерживающее влияние на китайскую экономику. Помимо сектора недвижимости, ограничением для дальнейшего роста экономики Китая является слабость внутреннего и внешнего спроса.

## ЦЕНЫ НА СЫРЬЕВЫХ РЫНКАХ МЕНЯЛИСЬ РАЗНОНАПРАВЛЕННО

За период, прошедший с публикации ДоДКП 3/23, динамика цен на товарных рынках была смешанной.

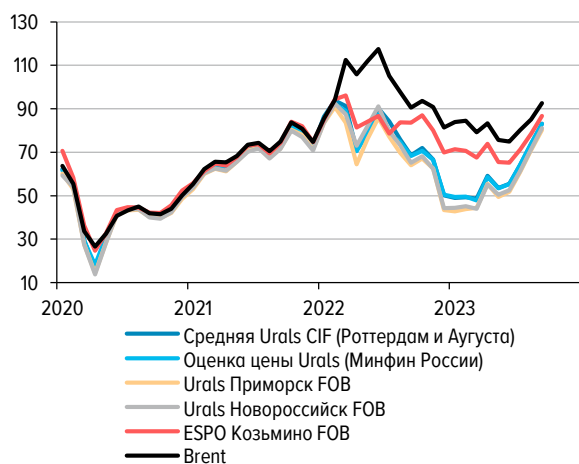
**Нефть.** Мировые цены на нефть марки Brent с июля перешли к росту на фоне снижения добычи Саудовской Аравией на 1 мбс и сокращения экспорта нефти Россией на 0,5 мбс. В конце сентября цена на нефть марки Brent превысила 96 долл. США за баррель, однако в начале октября скорректировалась до 90 долл. США за баррель из-за опасений относительно роста мирового спроса.

Цена на нефть марки Urals с июля росла вслед за мировыми ценами. При этом спред между Urals и Brent сократился до 10 долл. США в сентябре по причине общего дефицита на рынке нефти, а также дополнительного сокращения экспорта российской нефти. Поскольку Россия экспортирует несколько сортов нефти на разных направлениях (Urals, Siberian Light, ESPO, Sokol, ARCO и другие) с различными спредами к Brent, фактическая экспортная цена российской нефти по-прежнему складывается из взвешенных по объемам поставок котировок отдельных сортов (рис. 15).

**Природный газ.** Цены на газ в Европе в июле продолжали падать на фоне мягкой погоды и высокого уровня запасов. Однако в августе – сентябре они перешли к росту из-за ожидае-

ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЬ  
(долл. США)

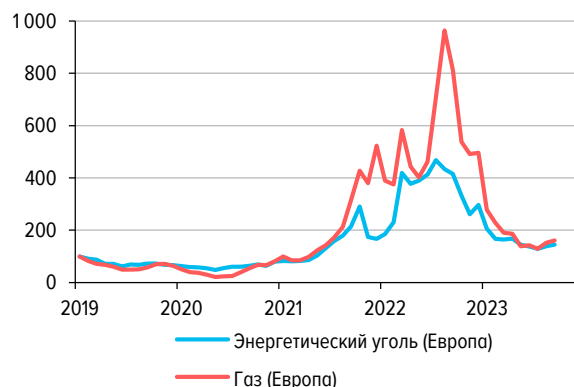
Рис. 15



Источники: Bloomberg, Минфин России, Argus.

ДИНАМИКА ЦЕН НА УГОЛЬ И ГАЗ  
(01.01.2019 = 100)

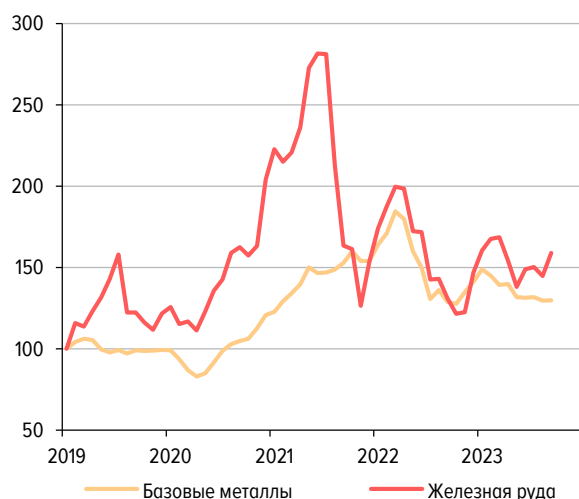
Рис. 16



Источники: Bloomberg, Всемирный банк.

ДИНАМИКА ЦЕН НА МЕТАЛЛЫ  
(01.01.2019 = 100)

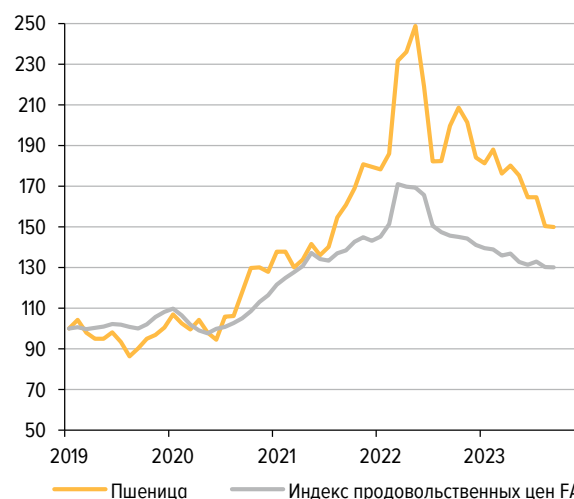
Рис. 17



Источник: Всемирный банк.

ДИНАМИКА ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ  
(01.01.2019 = 100)

Рис. 18



Источники: Всемирный банк, Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (FAO).

ных перебоев с поставками в связи с забастовкой в Австралии. В целом в III квартале 2023 г. стоимость 1 тыс. куб. м газа в хабе TTF в Нидерландах снизилась на 5% по сравнению с II кварталом и составила около 400 долл. США, что на 30% ниже среднего значения за 2021 год.

**Энергетический уголь.** Цены на энергетический уголь в Европе следовали за ценами на газ. Несмотря на рост в августе – сентябре, в целом в III квартале 2023 г. стоимость тонны энергетического угля уменьшилась на 9% по сравнению с II кварталом и составила около 118 долл. США, что на 3% ниже среднего значения за 2021 год.

**Цветные металлы.** Цены на цветные металлы в III квартале 2023 г. снизились на 3% по сравнению с II кварталом из-за опасений относительно перспектив мирового роста и спроса со стороны Китая.

**Черные металлы и коксующийся уголь.** Цены на железную руду в III квартале 2023 г. выросли на 3% по сравнению с II кварталом благодаря ожиданиям эффекта мер по поддержке строительного сектора в Китае, однако цены на горячекатаную сталь в Черном море за тот же период снизились на 9%. Стоимость коксующегося угля в III квартале осталась на уровне II квартала: около 215 долл. США за тонну.

**Сельскохозяйственные товары.** Мировые цены на сельскохозяйственную продукцию в III квартале 2023 г. продолжали снижаться, индекс продовольственных цен FAO сократился на 2% относительно уровня II квартала. В лидерах снижения по-прежнему зерновые и молочная продукция, падение цен на которые составило 4 и 6% соответственно.

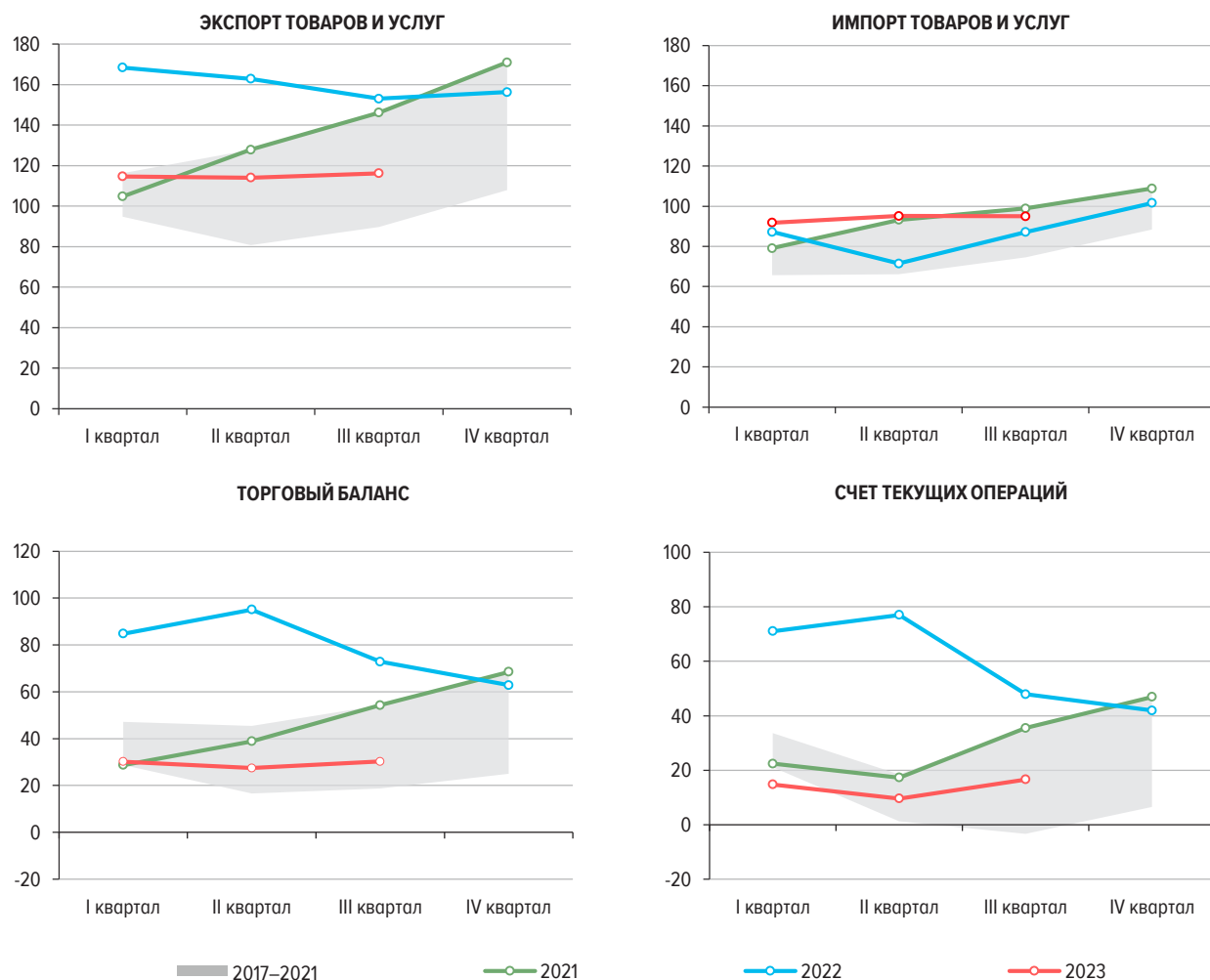
## ДИНАМИКА ЭКСПОРТА УЛУЧШИЛАСЬ, РОСТ ИМПОРТА ПРИОСТАНОВИЛСЯ

**Счет текущих операций.** По предварительной оценке, в III квартале 2023 г. профицит текущего счета сформировался в размере 17 млрд долл. США, то есть оставался ниже, чем в аналогичном квартале 2021 г. (35 млрд долл. США) и 2022 г. (48 млрд долл. США), за счет сжатия положительного сальдо торгового баланса. В то же время профицит текущего счета увеличился к предыдущему кварталу. Это произошло за счет роста стоимостного объема экспорта при неизменном стоимостном объеме импорта. Также сократился объем дивидендов, начисленных российскими компаниями нерезидентам.

**Экспорт.** В III квартале 2023 г. стоимостный объем экспорта увеличился к предыдущему кварталу из-за роста цены нефти и уменьшения дисконта. Дисконт российской Urals к Brent снизился до 15% в III квартале с почти 30% в II квартале 2023 года. Снижение экспорта товаров и услуг к аналогичному периоду прошлого года уменьшилось до 24% в годовом выражении

СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В 2017–2023 ГОДАХ  
(млрд долл. США)

Рис. 19



(II квартал 2023 г.: -30% г/г). Восстановлению экспорта способствовали хороший урожай зерновых и перенаправление поставок. Вместе с тем экспорт сложился более чем на 20% ниже, чем в III квартале 2021 г., вследствие более низких мировых цен на ряд товаров и объемов продаж. Физический объем экспорта сдерживали санкционные ограничения и решения о добровольном снижении экспортных поставок. Среди последних – временный запрет на вывоз ряда нефтепродуктов с 21 сентября и добровольное сокращение экспорта нефти Россией на 0,5 мбс в августе и на 0,3 мбс в сентябре.

**Импорт.** Стоимостный объем импорта товаров и услуг в III квартале 2023 г. сложился на 4% ниже уровня соответствующего квартала 2021 г., а его рост замедлился до 9% г/г (II квартал 2023 г.: +33% г/г) вследствие начавшейся подстройки под произошедшее ослабление рубля и принятых решений по ДКП. В то же время импорт товаров продолжали поддерживать переориентация на альтернативных поставщиков и меры Правительства Российской Федерации по упрощенному порядку ввоза товаров, а импорт услуг – восстановление российского туристического потока за рубеж.

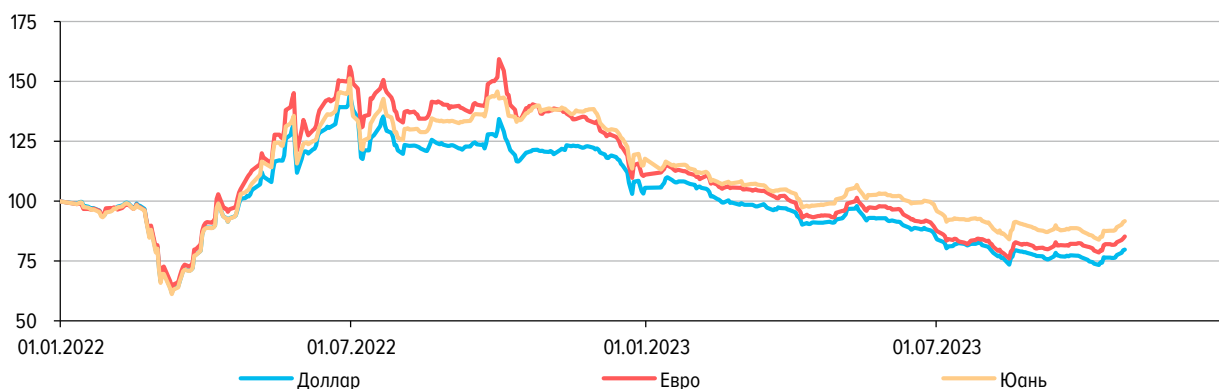
**Финансовый счет.** Положительное сальдо финансового счета в III квартале 2023 г. сформировалось за счет опережающего увеличения иностранных активов по сравнению с внешними обязательствами. Рост иностранных активов ускорился относительно предыдущего квартала в условиях увеличения профицита счета текущих операций. Увеличение внешних обязательств два квартала подряд компенсировало их сокращение в I квартале<sup>1</sup>.

## ВОЛАТИЛЬНОСТЬ КУРСА РУБЛЯ СНИЗИЛАСЬ К КОНЦУ ОКТЯБРЯ

Разворот в динамике торгового баланса и повышение ключевой ставки с середины августа оказали стабилизирующее влияние на курс рубля. С начала августа курс рубля по отношению к доллару США преимущественно находился в диапазоне 94–100 рублей. Уровень курса продолжает определяться ситуацией с внешней торговлей – по сравнению с периодом начала года поступают более низкие объемы экспортной выручки при более высоком спросе на импорт. Определенное влияние на рынок оказывает ситуация на мировых финансовых рынках, которая приводит к росту спроса на долларовые активы со стороны международных инвесторов. Повышение Банком России ключевой ставки в августе и сентябре поддержало курс, увеличив привлекательность сбережений в рублях. Дополнительно повлияли на курс рубля снижение сезонного спроса на иностранную валюту, связанное с окончанием пери-

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ НОМИНАЛЬНОГО КУРСА РУБЛЯ К ОСНОВНЫМ ИНОСТРАННЫМ ВАЛЮТАМ  
(01.01.2022 = 100)

Рис. 20



Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> См. информационно-аналитический комментарий «Платежный баланс Российской Федерации», № 3 (16), III квартал 2023 года.

ИНДЕКС РЕАЛЬНОГО ЭФФЕКТИВНОГО КУРСА РУБЛЯ  
(2013 = 100)

Рис. 21



Источник: расчеты Банка России.

ода отпусков, налоговые выплаты, отдельные крупные сделки компаний. Кроме того, меры, касающиеся обязательной продажи валютной выручки экспортерами, несколько снизили волатильность курса рубля.

Номинальный эффективный курс рубля за август, сентябрь и октябрь в среднем менялся незначительно, а в реальном выражении рубль остается на 10–15% ниже медианного уровня за период с 2015 года.

## ПРОГНОЗ ПРОФИЦИТА СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ ПОВЫШЕН НА ВСЕМ ГОРИЗОНТЕ

**Мировая конъюнктура.** По прогнозу Банка России, с учетом фактической динамики цена на нефть марки Brent по итогам 2023 г. сложится на уровне 83 долл. США за баррель. В последующие годы она будет постепенно снижаться вместе с замедлением темпов роста мировой экономики и в конце прогнозного горизонта окажется на уровне 70 долл. США за баррель. Экспортная цена российской нефти будет следовать за динамикой цены марки Brent, однако ее конкретные значения станут формироваться исходя из взвешенной цены продаваемых Россией марок нефти и размера дисконта. Цены на газ в 2024 г. останутся на уровне выше среднего за период 2015–2021 гг. из-за роста спроса при стабильной добыче, однако в 2025–2026 гг. снижение цен возобновится благодаря вводу в эксплуатацию дополнительных мощностей большого объема. Цены на остальные товары российского экспорта в 2023 г. будут ниже повышенных уровней 2022 года. В следующие годы ожидается нормализация динамики, что подразумевает небольшой рост цен.

**Экспорт.** После сокращения в 2023 г., стоимостный объем экспорта товаров и услуг вырастет в 2024–2025 гг. и сформируется в 2026 г. на уровне выше, чем в среднем в 2017–2021 гг., хотя и ниже, чем в рекордном прошлом году. В 2024–2026 гг. он будет расширяться за счет восстановления ненефтегазового экспорта. При этом стоимостный объем нефтегазового экспорта в 2025–2026 гг. сократится из-за снижения цен на энергоносители.

Основной фактор повышения прогноза стоимостных объемов экспорта по сравнению с прогнозом, опубликованным в сентябре, – несколько более высокие цены как на нефть, так и на ряд товаров ненефтегазового экспорта.

**Импорт.** После увеличения в 2023 г., импорт в 2024 г. снизится. С середины III квартала 2023 г. ограничивающее влияние на рост импорта начали оказывать произошедшее ослабление рубля и более высокие процентные ставки в экономике. С учетом лагов подстройки импорта сдерживающее влияние этих факторов будет транслироваться и на 2024 год.



ЭКСПОРТ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(млрд долл. США)

Рис. 22

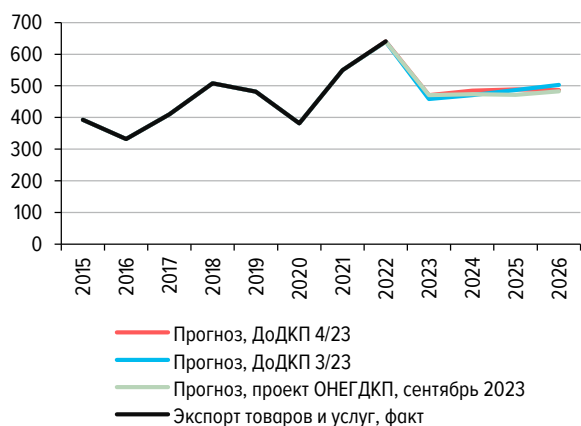
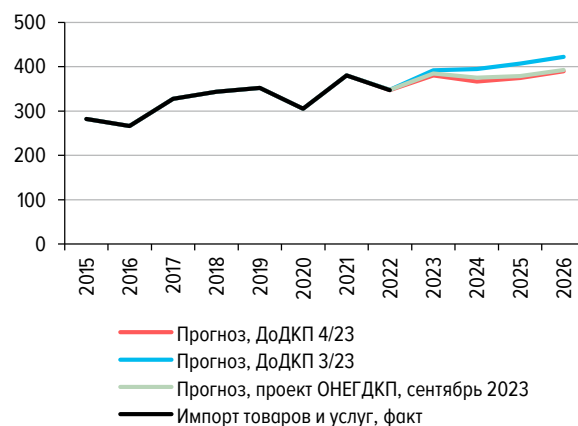
ИМПОРТ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(млрд долл. США)

Рис. 23

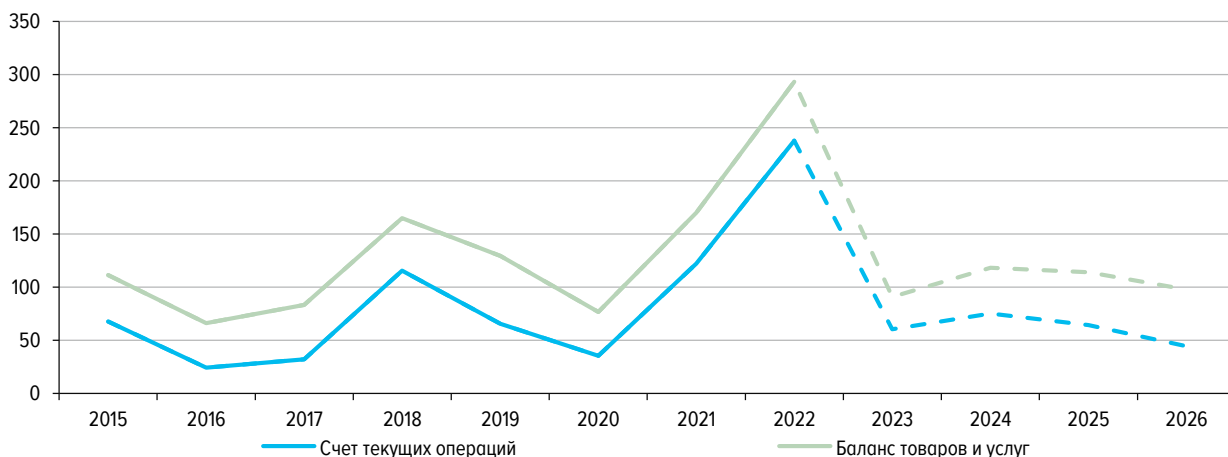


Источник: расчеты Банка России.

Источник: расчеты Банка России.

САЛЬДО СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ  
(млрд долл. США)

Рис. 24



Источник: расчеты Банка России.

В 2025–2026 гг. стоимостный объем импорта вновь начнет увеличиваться, отражая постепенное возвращение экономики на траекторию сбалансированного роста и соответствующее увеличение внутреннего спроса. В то же время из-за санкционных ограничений отношение импорта к ВВП останется ниже, чем в среднем до 2022 года.

По сравнению с прогнозом, опубликованным в сентябре, прогноз импорта на всем горизонте снижен – в основном это является следствием большего увеличения сберегательной активности населения из-за более высоких процентных ставок в экономике.

**Счет текущих операций.** Прогноз профицита счета текущих операций повышен на всем прогнозном горизонте. В 2023 г. увеличение связано с пересмотром данных по экспорту и импорту за апрель – август 2023 г., а также с меньшим дефицитом баланса инвестиционных доходов. В 2024–2026 гг. пересмотр связан с повышением прогноза экспорта и пересмотром вниз прогноза импорта.

**Финансовый счет.** Сальдо финансового счета по частному сектору повышено в 2023–2025 гг. за счет более существенного накопления иностранных активов при больших поступлениях от внешней торговли. По резервам прогнозируется большой рост в 2025–2026 гг. за счет операций в рамках бюджетного правила.

## ВРЕЗКА 1. ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

Обменный (валютный) курс – одна из ключевых макроэкономических переменных. Он показывает соотношение цен товаров, услуг и активов разных стран. В большинстве современных крупных экономик обменный курс является плавающим. Банк России перешел к плавающему курсу в ноябре 2014 года. Режим плавающего курса означает, что центральный банк не устанавливает целевых ориентиров по курсу национальной валюты и не совершает каких-либо действий для того, чтобы удержать курс вблизи конкретного значения или внутри заранее установленного коридора. Стоимость единицы национальной валюты в единицах валюты другого государства определяется в результате баланса рыночных сил, предоставляющих валюту и предъявляющих спрос на нее.

На обменный курс влияет достаточно много факторов. В качестве основных можно назвать соотношение в двух странах темпов роста выпуска и доходов, динамики инфляции и уровня процентных ставок. Кроме того, влияют ожидания относительно будущих изменений этих переменных, а также решения в различных сферах государственной политики и ожидания относительно них.

Несмотря на то что модели, которая точно предсказывала бы будущее значение курса для любой валюты на любых временных горизонтах, не существует, общая закономерность все же есть: **долгосрочный тренд по обменному курсу преимущественно определяется внешнеторговыми потоками – то есть тем, сколько валюты страна получает от экспорта товаров и услуг и сколько тратит на покупки импорта.** При этом внешнеторговые потоки и валютный курс взаимно влияют друг на друга. Например, увеличение профицита торгового баланса – в результате роста экспорта или снижения импорта – при прочих равных будет приводить к укреплению курса национальной валюты. Это будет снижать спрос на экспортные товары (они станут более дорогими) и повышать спрос на импортные товары (они станут более дешевыми). Как следствие, сальдо счета текущих операций будет сокращаться, а курс национальной валюты ослабевать, что, в свою очередь, будет приводить к обратному влиянию на экспорт и импорт (спрос на экспорт будет расти, а на импорт – снижаться).

**В реальной жизни связь торгового баланса и курса не линейна.** Причин этого множество. Например, эластичность по цене экспорта и импорта отдельных товаров может сильно отличаться, цены могут выставаться в одной валюте для всех стран (так называемое доминирующее ценообразование), товары могут поставляться с существенными лагами из-за длинного логистического плеча. Кроме того, в каждой стране есть определенный набор внешнеторговых налогов и пошлин, изменение которого также может влиять на динамику экспорта и импорта.

В свою очередь, сальдо финансового счета по определению зависит от размера сальдо счета текущих операций (за вычетом изменения ЗВР). В связи с этим основное влияние на курс оказывает структура финансового счета, и это влияние проявляется на относительно коротких временных горизонтах.

Первый канал влияния – это процентные ставки. Их уровень напрямую определяет привлекательность национальной валюты как средства сбережения. Если он не соответствует текущей динамике инфляции, не компенсирует инфляционные и курсовые ожидания, то экономические агенты будут предпочитать хранить средства в иностранной, а не в национальной валюте. Это приводит к увеличению покупок валютных и прочих иностранных активов, что, в свою очередь, может усиливать ослабление национальной валюты. Однако, когда процентные ставки увеличиваются до уровня, который позволяет обеспечивать ценовую стабильность, то вместе с ростом доходности доля национальной валюты в сбережениях вновь возрастает.

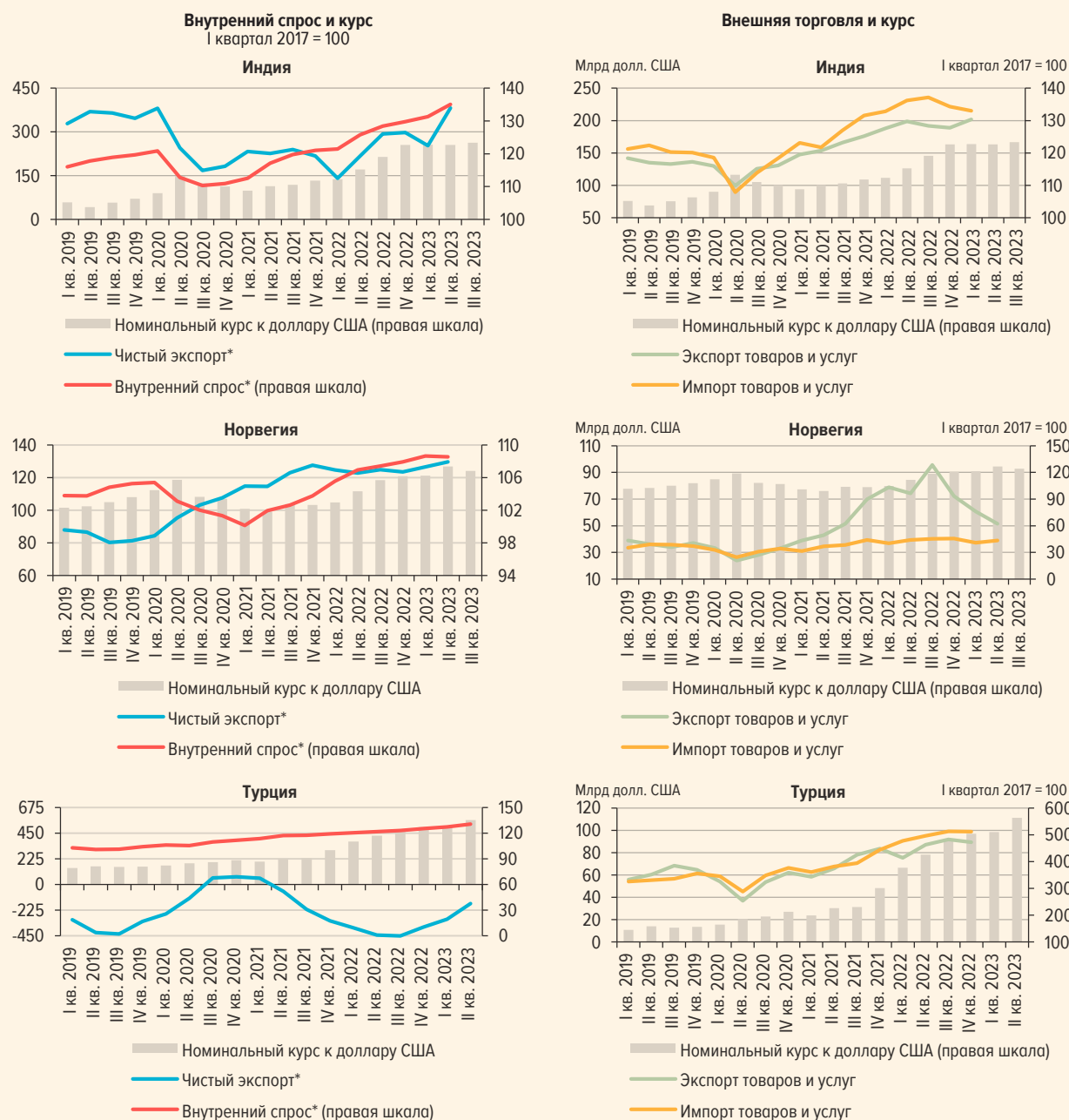
Второй существенный канал влияния – это портфельные инвестиции, которые сильно зависят от настроений на глобальных финансовых рынках. В случае масштабного снижения спроса на рискованные активы страна с формирующимися рынками может столкнуться с резким сокращением портфельных инвестиций, что приведет к кратковременному ослаблению курса национальной валюты.

Тем не менее, несмотря на то что финансовый счет может приводить к кратковременным изменениям курса национальной валюты, после нормализации ситуации он возвращается на тренд, в значительной степени определяемый ситуацией с внешней торговлей.

Подтверждение этому можно найти в данных многих стран. Например, если взять выборку заметных отличающихся друг от друга стран (Индия, Норвегия и Турция), то, несмотря на их индивидуальные особенности, можно увидеть вполне схожую картину. Расширение внутреннего спроса при снижении чистого экспорта и экспортных поступлений (сальдо торгового баланса) является одним из наиболее существенных факторов снижения курса национальной валюты (рис. В-1).

МЕЖДУНАРОДНЫЕ СОПОСТАВЛЕНИЯ: КУРС, ВНУТРЕННИЙ СПРОС И СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ

Рис. В-1



\* Скользящий год.  
Источники: МВФ, расчеты Банка России.

С этой логикой согласуется и динамика обменного курса российского рубля. Так, в 2017–2021 гг. сальдо счета текущих операций оставалось относительно стабильным, курс рубля колебался в относительно узком диапазоне. Например, за период с I квартала 2017 г. по IV квартал 2021 г. курс рубля к доллару США в среднем за квартал менялся в диапазоне 56,9–76,2 руб. за доллар США – причем большая часть движения выше 66 руб. за доллар США произошла после начала пандемии в 2020 г. на фоне удорожания доллара США как защитного актива. Номинальный эффективный курс, отражающий стоимость рубля по отношению к корзине валют торговых партнеров, в этот период, напротив, снизился.

Внешние шоки 2022 г. вызвали усиленное движение курса: со среднего за январь – март уровня около 77 руб. за доллар США к середине марта курс снизился до 120 руб. за доллар США. В последующие кварталы в ответ на снижение рисков для финансовой стабильности рубль укрепился и в то же время началась его подстройка к новым внешним условиям. Диапазон изменений курса за период II квартала 2022 – III квартала 2023 г. был достаточно широким – от 59,4 до 94,1 руб. за доллар США в среднем за квартал. Анализ динамики курса в этот период можно разделить на несколько этапов.

**На первом этапе**, в первом полугодии 2022 г., выросли цены экспортных товаров на мировых товарных рынках на фоне неопределенности и шоков предложения энергоресурсов. Одновременно сократился импорт. С одной стороны, на него начали действовать санкции на финансовый сектор, осложняющие расчеты за импортные товары и их страхование, а также ограничения поставок отдельных импортных товаров и самоограничения компаний по деятельности в России. С другой стороны, после ажиотажных закупок в марте 2022 г., для потребителей и отчасти бизнеса начался период ожидания и адаптации. Потребители остались без привычного ассортимента, осторожно тестировали новые бренды, изучали их свойства и характеристики, сопоставляли их с прежними товарами, которые в новых условиях предполагали более дорогую логистику и ограниченные возможности по доставке. С учетом всех этих факторов профицит торгового баланса в II квартале 2022 г. вырос до исторически рекордных уровней – свыше 90 млрд долл. США. Вслед за этим курс рубля к доллару США в III квартале в среднем укрепился до 59,4 руб. за доллар США.

**На втором этапе**, начиная с середины 2022 г., по мере вступления в действие санкций экспорт стал снижаться, в то время как динамика импорта оставалась сдержанной. В реальных величинах чистый экспорт начал заметно снижаться с III квартала 2022 г., в то время как внутреннее потребление, включающее импортные товары, большую часть года находилось приблизительно на одном уровне. Другими словами, снижение экспортных доходов в целом соответствовало сниженному объему импорта, который экономика потребляла на тот момент. Поэтому, хотя торговый баланс уже в III квартале снизился на 20% относительно величины II квартала, а в IV квартале относительно предыдущего квартала – еще на 14%, это очень умеренно отражалось на курсе рубля – даже в IV квартале, несмотря на небольшое ослабление, он все еще был крепче уровней II квартала.

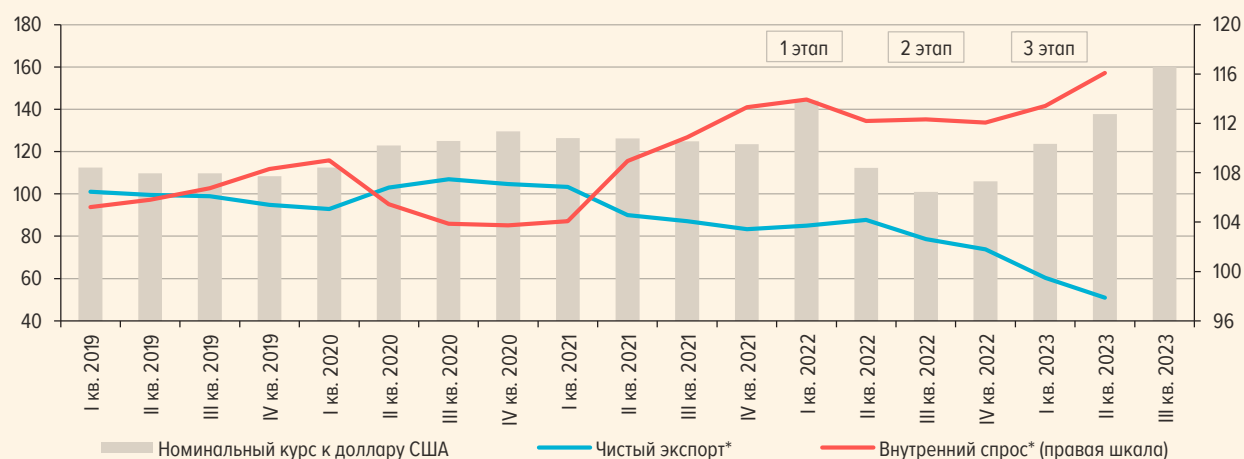
**На третьем этапе**, с начала 2023 г., продолжающееся снижение экспорта, в том числе под влиянием замедления в мировой экономике, происходило в условиях активного восстановления импорта. В реальном выражении также наблюдался рост внутреннего спроса при снижающемся чистом экспорте. Основные факторы, определившие рост импорта, можно суммировать следующим образом:

- **Снижение неопределенности, связанной с изменениями внешних условий.** Это способствовало постепенному снижению нормы сбережений и росту предельной склонности к потреблению.
- **Рост доходов и связанное с ним расширение возможностей по получению кредитных ресурсов.** Рост внутреннего производства увеличил конкуренцию за кадры и способствовал заметному росту реальных заработных плат. Начал действовать так называемый эффект дохода, который говорит о том, что при росте доходов увеличивается спрос на все товары и услуги, в том числе импортные.

- **Рост предельной склонности к потреблению импортных товаров и услуг.** Расширение механизма параллельного импорта, сглаживание ряда логистических и финансовых сложностей, постепенное апробирование новых товаров и марок – все это способствовало восстановлению привлекательности импорта и росту его объемов. Помимо этого, по мере снятия в странах противоэпидемических ограничений и налаживания авиасообщения рос импорт услуг.
- **Переход к активной фазе процесса структурной трансформации.** Переключение на новые образцы оборудования обуславливало постепенный рост инвестиционного и промежуточного импорта. К тому же предприятия, критически зависимые от импортных комплектующих и оборудования, производили закупки впрок, опасаясь дальнейшего усложнения процедур во внешней торговле.

**ДИНАМИКА КУРСА И ВНУТРЕННИЙ СПРОС В РОССИИ**  
(I квартал 2017 = 100)

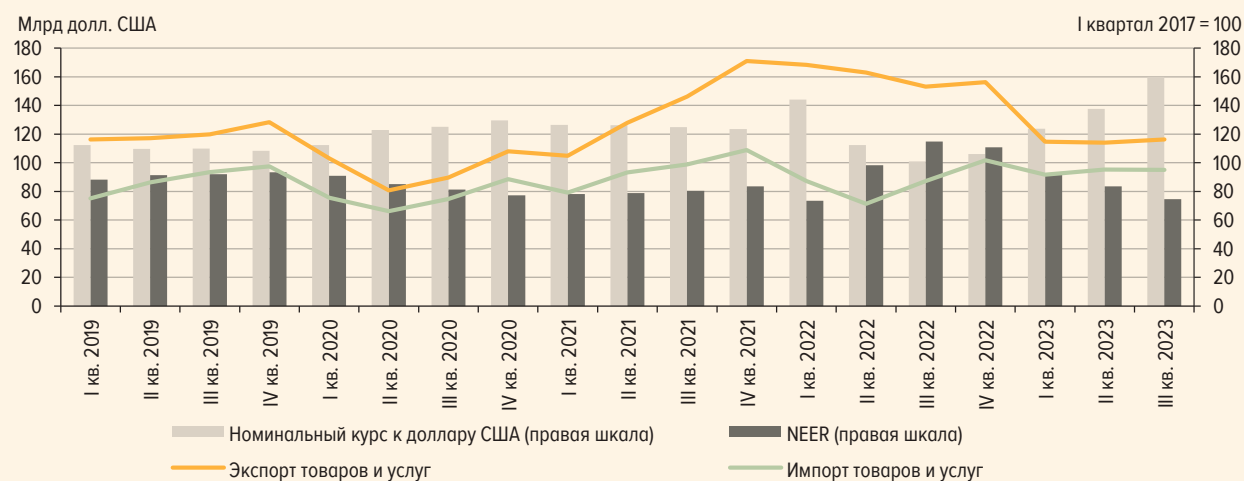
Рис. В-2



\* Скользящий год.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ДИНАМИКА КУРСА И СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В РОССИИ**

Рис. В-3



Источник: расчеты Банка России.

Снижение экспорта при растущем спросе на импорт определило сокращение сальдо баланса торговли товарами и услугами. В I квартале 2023 г. этот показатель был на 72% ниже, чем в I квартале 2022 года. За январь – сентябрь 2023 г. по сравнению с аналогичным периодом 2022 г. баланс товаров и услуг сократился на 74%, при этом экспорт сократился почти на 30%, а импорт вырос на 15%. Это транслировалось в обменный курс – рубль последовательно ослабевал к доллару США начиная с IV квартала 2022 года.

**На четвертом этапе**, который начался в III квартале 2023 г., уже произошедшее ослабление рубля будет приводить ко все большему проявлению эффекта замещения. Из-за ослабления курса относительные цены импортных товаров становятся более высокими, поэтому при наличии отечественных аналогов потребители будут предпочитать их, сокращая импорт. Это особенно касается потребительских товаров, в инвестиционном и промежуточном импорте эффект замещения может проявляться слабее. На динамике импорта также будет сказываться общее замедление спроса вследствие постепенного охлаждения экономики под действием ДКП. Процесс сокращения импорта будет продолжительным во времени: сначала начнут снижаться заказы, а на горизонте от нескольких месяцев до полугода – уже фактические поставки. При прочих равных это приведет к стабилизации торгового баланса на новом уровне, соответствующем текущим внешним условиям, что, в свою очередь, повлияет на курс рубля.

При этом **важный фактор дальнейшей динамики курса – это объем рублевого спроса в экономике**. В случае если он продолжит расти высокими темпами – например, в силу слабой реакции кредитования на ужесточение ДКП или высокого бюджетного стимула, – снижение импорта замедлится. Увеличение объема доступных рублей будет на какое-то время компенсировать рост стоимости импортных товаров из-за более слабого курса. В свою очередь, рост спроса на импорт в рублевом выражении при неизменном экспорте будет приводить к дальнейшему ослаблению курса, формируя циклическую цепочку. В результате в экономике может наблюдаться самоподдерживающееся ослабление курса. ДКП, направленная на возвращение динамики внутреннего спроса в соответствие с производственными возможностями экономики, не только обеспечивает стабилизацию инфляции на целевом уровне, но и способствует ограничению девальвационных тенденций, связанных с опережающим ростом импорта.

Что касается финансового счета, то в условиях действующих ограничений его изменение оказывает на курс меньшее влияние, чем внешнеторговые потоки.

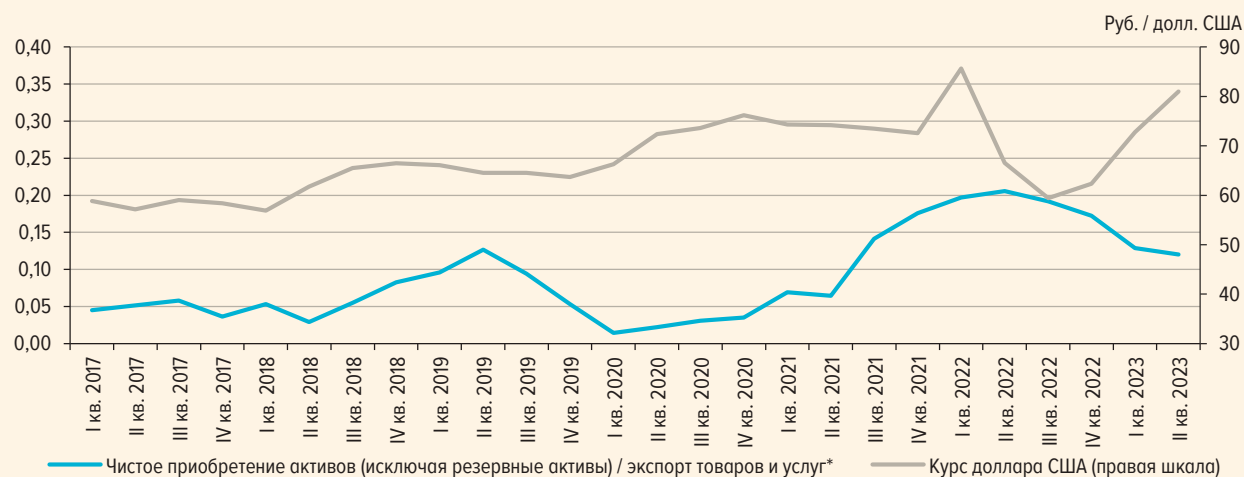
Действие канала процентных ставок может проявляться в основном через действие корпоративного сектора. В случае, если процентные ставки в экономике не компенсируют ожидания компаний относительно динамики инфляции и курса, экспортеры будут предпочитать оплачивать рублевые расходы из кредитных средств, сохраняя при этом некоторый дополнительный объем валюты на счетах для дальнейших внешних расчетов. Другими словами, в этом случае компании ожидают, что издержки на конвертацию рублей в валюту и затем на ее приобретение в случае необходимости будут больше, чем уплата процентных платежей по кредиту. ДКП, охлаждающая повышенные инфляционные тенденции, способствует тому, чтобы продажа валюты была предпочтительнее новых кредитов.

Портфельные инвестиции в условиях санкций и ограничений на движение капитала являются относительно незначимым фактором изменения финансового счета. В текущих условиях большую роль получают прочие инвестиции, которые во многом выросли из-за изменения структуры внешней торговли, – для проведения импортных закупок пока требуются более значительные, чем раньше, торговые кредиты и авансы.

Одним из способов оценить влияние финансового счета на валютный курс может быть анализ отношения чистого приобретения финансовых активов (за исключением ЗВР) к экспортной выручке. Несмотря на некоторый рост чистого приобретения финансовых активов в 2023 г., в относительном выражении эта величина последовательно снижается начиная с III квартала 2022 г. (**рис. В-4**).

ЧИСТОЕ ПРИОБРЕТЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ КАК ДОЛЯ ОТ ЭКСПОРТНОЙ ВЫРУЧКИ

Рис. В-4



\* Скользящий год.  
Источник: расчеты Банка России.

Сам по себе рост приобретения финансовых активов может в отдельных случаях кратковременно усиливать волатильность курса рубля. Однако меры, связанные с дополнительными ограничениями на движение капитала, хотя и могут сгладить краткосрочные колебания курса, на более длинных горизонтах лишь осложняют внешнеэкономическую деятельность. Например, они могут создать дополнительные сложности при расчетах и поставках, установлении новых партнерств и связей, выхода на новые рынки. В итоге на более длительном горизонте влияние на курс может оказаться обратным, сделав его более слабым и еще более волатильным – из-за эффектов через внешнюю торговлю.

## РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

Денежно-кредитные условия продолжили ужесточаться вслед за повышением ключевой ставки в июле – сентябре. Доходности ОФЗ увеличились в том числе в результате пересмотра участниками рынка проинфляционных рисков. В ответ на увеличение ключевой ставки банки повысили ставки по депозитным продуктам. В результате прирост сбережений населения в банках ускорился за счет увеличения остатков на краткосрочных депозитах. При этом темпы роста кредита экономике сохранялись повышенными. Быстрее всего рост ставок отразился на необеспеченном потребительском кредитовании, в динамике которого появились признаки замедления. Ипотечное кредитование продолжало расти высокими темпами, в том числе из-за большого объема выдач в рамках государственных программ льготного кредитования.

Внутренний спрос российской экономики рос в течение всего первого полугодия 2023 г., превысив темпы роста производственных возможностей. Оперативные данные за III квартал свидетельствуют о том, что рост экономической активности происходит быстрее, чем Банк России ожидал в сентябре. Рост потребительской активности продолжается во всех крупных категориях, инвестиционная активность – вблизи исторических максимумов. Ожидания предприятий улучшались в части как будущего выпуска, так и будущего спроса. В то же время возможности расширения выпуска ограничены в силу недостатка факторов производства: загрузка мощностей – вблизи исторических максимумов, уровень безработицы достиг нового исторического минимума. По прогнозу Банка России, с учетом фактических данных за первое полугодие и оперативных индикаторов за III квартал темп прироста ВВП в 2023 г. составит 2,2–2,7%. В 2024–2025 гг. темпы роста будут более умеренными. В 2026 г. российская экономика вернется на траекторию сбалансированного роста 1,5–2,5%.

В III квартале 2023 г. годовая инфляция продолжила ускоряться и достигла 6%. Текущие темпы роста цен в среднем в III квартале составили 0,96% за месяц (SA), что является максимальным значением с 2015 г. (исключая I квартал 2022 г.). Оценки устойчивой составляющей инфляции в годовом выражении значительно превышают 4%. Инфляционные ожидания населения остаются повышенными, ценовые ожидания предприятий – вблизи максимальных значений за последние несколько лет. При этом влияние бюджетной политики на прогнозном горизонте оказывается более проинфляционным, чем ожидалось ранее.

По прогнозу Банка России, годовая инфляция продолжит ускоряться в IV квартале 2023 г. и по итогам года сложится в диапазоне 7,0–7,5%. Весной 2024 г. годовая инфляция постепенно начнет снижаться по мере увеличения сберегательной активности населения вследствие более высоких ставок. С учетом проводимой ДКП годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2024 г. и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

### КРАТКОСРОЧНАЯ ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ВВП

Табл. 2

	Справочно: центральная точка прогнозного диапазона				Среднесрочный прогноз Банка России				
	I кв. 2023	II кв. 2023	III кв. 2023	IV кв. 2023	IV кв. 2022	IV кв. 2023	IV кв. 2024	IV кв. 2025	IV кв. 2026
Инфляция, % г/г	3,5	3,2	6,0	7,25	11,9	7,0–7,5	4,0–4,5	4,0	4,0
ВВП, % г/г**	-1,8	4,9	5,1*	1,5*	-2,7	1,0–2,0	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5

\* Оценка Банка России.

\*\* Значения темпов прироста ВВП и инфляции в III–IV кварталах 2023 г. соответствуют центрам затемненных областей на рисунках «Траектория темпов прироста ВВП в базовом прогнозе Банка России» (рис. 44), «Траектория инфляции в базовом прогнозе Банка России» (рис. 52) и представлены справочно. Диапазоны для IV квартала 2023–2026 гг. являются прогнозом Банка России.

Источник: Банк России.

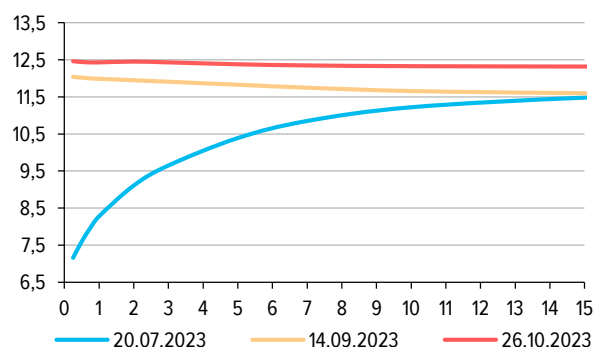


## ДОХОДНОСТИ ОФЗ УВЕЛИЧИЛИСЬ

За период, прошедший с 20 июля, кривая ОФЗ значительно выросла. Наиболее сильный рост наблюдался на коротком и среднем сегментах кривой (до 5 лет) и был связан с изменением фактической и ожидаемой участниками рынка траектории по ключевой ставке. В период с 15 сентября доходности по всем срокам продолжили увеличиваться, однако спред между изменением доходностей на длинные и короткие сроки был относительно узким, кривая приобрела слабоинвертированную форму. Инверсия кривой к концу месяца несколько снизилась, что отражает как ожидания сохранения умеренно жесткой ДКП продолжительное время, так и высокий уровень проинфляционных рисков. Такие риски отразились и в уровне вмененной инфляции (из ОФЗ-ИН 52002): она выросла до 8–8,5%. Ожидаемая реальная доходность также увеличилась – до 4%.

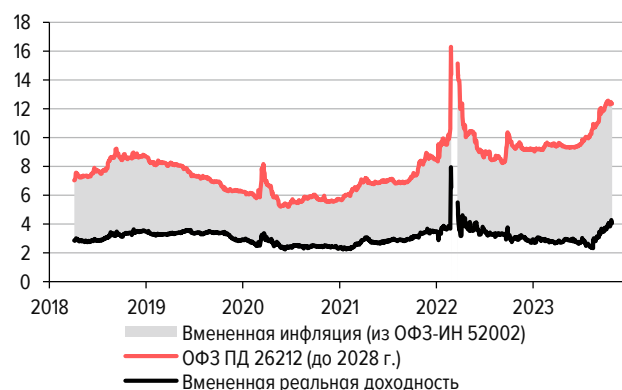
Кредитный спред доходности корпоративных облигаций к ОФЗ и цены акций с июльского заседания Совета директоров Банка России демонстрировали позитивную динамику. В конце августа – начале сентября спред снизился до уровня ниже 100 б.п., что связано с инерционностью и более медленной подстройкой доходностей корпоративных облигаций к изменению рыночных ожиданий по ставке. В октябре спред расширился и остается в диапазоне 100–200 базисных пунктов.

КРИВЫЕ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ НА ДАТУ ПРОВЕДЕНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ (%) Рис. 25



Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

ВМЕНЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ (ИЗ ОФЗ-ИН) (%) Рис. 26



Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

СПРЕД ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ (б.п.) Рис. 27



Источники: Sbond, расчеты Банка России.

ИНДЕКС МОСБИРЖИ (п.) Рис. 28



Источник: ПАО Московская Биржа.

Восстановительный рост рынка акций продолжался, и в сентябре – октябре индекс Мос-Биржи достиг значений выше 3000 п., отражая в том числе увеличение ожидаемой прибыли экспортеров по мере ослабления курса рубля.

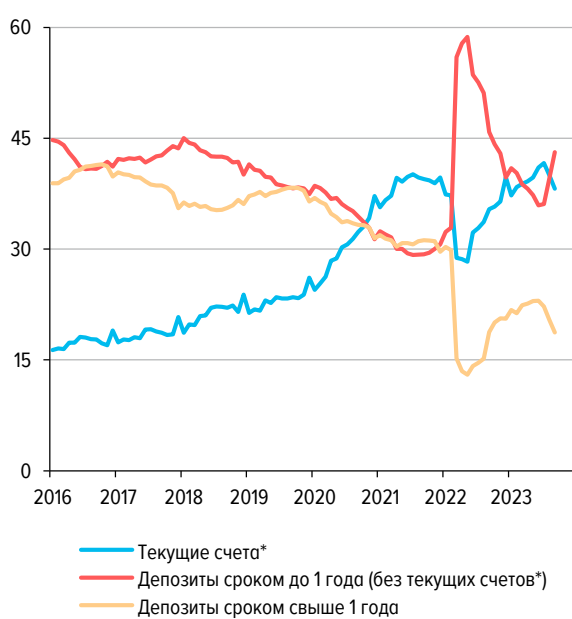
## ПРИРОСТ РУБЛЕВЫХ СРЕДСТВ НАСЕЛЕНИЯ В БАНКАХ УСКОРИЛСЯ

Ставки по депозитам мало изменялись в июле, однако в августе – сентябре банки повышали их вслед за ростом ключевой ставки и ужесточением риторики ДКП. Несмотря на рост ставок кривой доходности на финансовых рынках, в том числе со сроками погашения 1–5 лет, наиболее активно росли ставки в сегменте до шести месяцев. Банки таким образом ограничивали ожидаемое влияние периода повышенных процентных ставок на процентную маржу, привлекая средства по возможности на короткий срок, чтобы сохранить пространство для оперативного управления структурой пассивов. В результате ставки по краткосрочным депозитам, включая накопительные счета, были повышены к концу сентября до 12–13%, то есть в размере, сопоставимом с изменением ключевой ставки. По итогам III квартала кривая доходности по банковским депозитам приобрела выражено более инвертированную форму, чем кривая доходности на финансовых рынках.

Прирост средств физических лиц на депозитах в банках в III квартале увеличился за счет рублевых операций. С повышением депозитных ставок в банковском секторе прирост остатков существенно ускорился. При этом изменилась структура прироста средств населения на депозитах в банках. К концу сентября объем средств на краткосрочных депозитах увеличился более чем на 3 трлн рублей<sup>1</sup>. Этот прирост в том числе сформировался за счет текущих счетов: переток средств с текущих счетов и депозитов до востребования был зафиксирован впервые с февраля. В результате доля текущих рублевых счетов в общем объеме депозитов в III квартале снизилась (**рис. 29**). Сопоставимый рост остатков на краткосрочных депозитах

ДИНАМИКА ДОЛЕЙ ДЕПОЗИТОВ РАЗЛИЧНОЙ СРОЧНОСТИ В РУБЛЕВОМ РОЗНИЧНОМ ДЕПОЗИТНОМ ПОРТФЕЛЕ РОССИЙСКИХ БАНКОВ (%)

Рис. 29

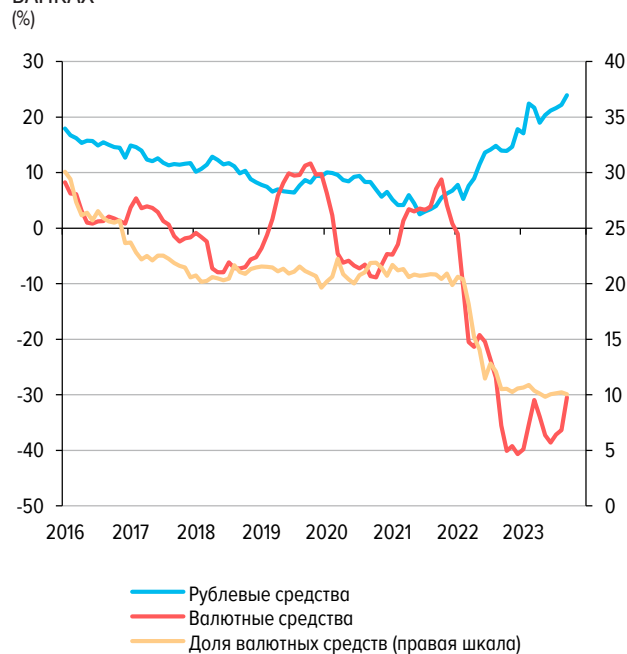


\* Включая депозиты до востребования.

Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ГОДОВОГО ПРИРОСТА СРЕДСТВ НА СЧЕТАХ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В РОССИЙСКИХ БАНКАХ (%)

Рис. 30



Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Без счетов эскроу.

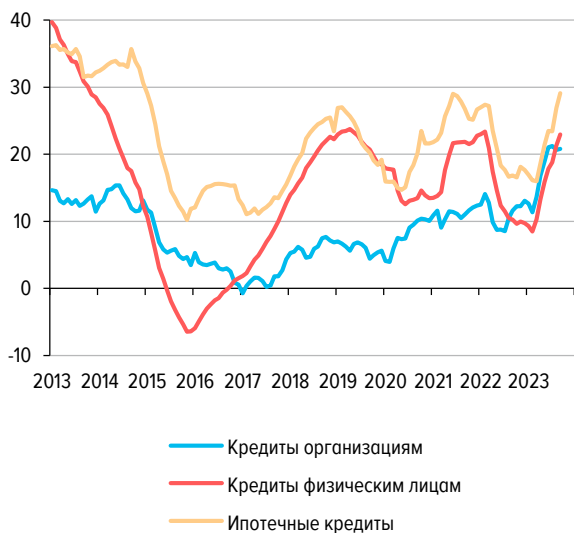
в недавнем времени наблюдался только в первой половине 2022 г., в период резкого повышения банковских ставок. Рублевые депозиты также частично пополнялись за счет средств с валютных депозитов, и в III квартале их объемы продолжили снижаться (рис. 30). Кроме того, некоторый прирост остатков на рублевых депозитах населения был обеспечен внесением наличных денег. В итоге годовой прирост средств населения в банковском секторе в III квартале составил 24% к III кварталу 2022 г., что свидетельствует о действенности трансмиссии ДКП и влиянии на рост склонности населения к сбережениям. Прирост рублевых депозитов населения в банках в октябре был в целом таким же, как и в начале активного повышения ставок.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ ПРОДОЛЖИЛИ УЖЕСТОЧАТЬСЯ

Денежно-кредитные условия продолжили ужесточаться после повышения ключевой ставки в июле – сентябре. Банки оперативно повысили в III квартале ставки по кредитам вслед за принятыми решениями по ДКП и ростом стоимости фондирования. К концу сентября ставки предложения существенно возросли во всех сегментах по вновь выдаваемым кредитам. Ужесточение денежно-кредитных условий также усиливалось под действием плавающих ставок по ранее предоставленным средствам, главным образом по операциям с корпоративными клиентами. Произошедший рост ставок по льготной ипотеке не был связан с изменением ключевой ставки. Так, после снижения государственной субсидии для банков по программе льготной ипотеки на 0,5 п.п., ставки по этим операциям были повышены банками на соответствующую величину – для поддержания параметров ипотечных кредитов вблизи приемлемой рентабельности.

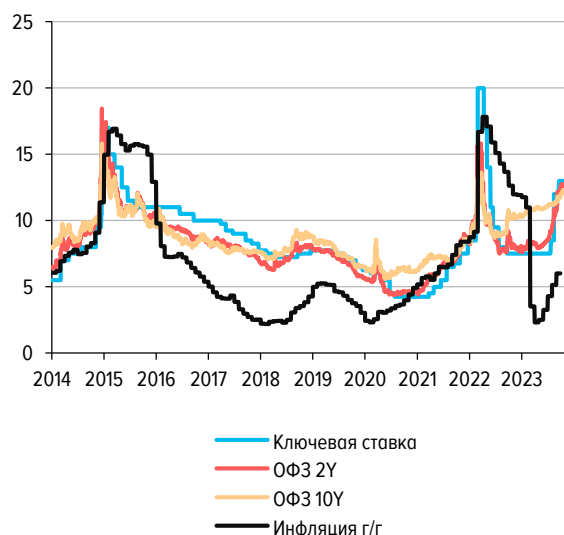
Спрос на кредиты к концу III квартала тем не менее локально возрос из-за стремления заемщиков успеть привлечь средства на прежних условиях. Часть финансирования, например, поступала по предварительно одобренным предложениям или за счет использования лимитов открытых кредитных линий. В итоге кредитование организаций к концу сентября выросло на 20,8% по сравнению с аналогичным периодом 2022 г., а портфель розничных кредитов – на 23% (рис. 31). По итогам III квартала месячные выдачи в ипотечном кредитовании дважды обновили исторический максимум. Такой значительный рост был также во многом связан

ДИНАМИКА ГОДОВОГО ПРИРОСТА ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ РОССИЙСКИХ БАНКОВ  
(%)  
Рис. 31



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТАВОК И ИНФЛЯЦИЯ  
(%)  
Рис. 32



Источники: Банк России, Росстат.

с ожиданиями повышения ставок по рыночным операциям и введения менее привлекательных условий предоставления льготных кредитов.

Быстрее всего рост ставок отразился на необеспеченном потребительском кредитовании, в динамике которого появились признаки замедления. Дополнительным фактором ограничения предложения розничных кредитов выступила макроprudенциальная политика. По опросам банков, она повлияла на ужесточение неценовых условий кредитования<sup>2</sup>.

## ПРОГНОЗ РОСТА КРЕДИТА ЭКОНОМИКЕ НА 2023 ГОД ВНОВЬ ПОВЫШЕН

Базовый прогноз Совета директоров Банка России, опубликованный 27 октября, предполагает, что траектория ключевой ставки в среднем за год на всем прогнозном горизонте сложится выше, чем ожидалось в сентябре. Для устойчивого снижения инфляции, инфляционных ожиданий и закрепления инфляции на целевом уровне необходимо поддержание ключевой ставки на повышенном уровне в течение достаточно продолжительного времени. Средняя ключевая ставка в 2023 г. составит 9,9%, в 2024 г. сложится в диапазоне 12,5–14,5%. Такой уровень ключевой ставки позволит компенсировать проинфляционный эффект от более высокого бюджетного стимула на внутренний спрос и ускорит формирование денежно-кредитных условий, необходимых для сбалансированного роста кредитования и обеспечения устойчивых дезинфляционных тенденций в экономике. К концу прогнозного горизонта ключевая ставка вернется в нейтральную область. С учетом увеличения бюджетного импульса на период 2024–2026 гг. Банк России повысил оценку нейтральной ставки до 6,0–7,0% в номинальном выражении.

Прогноз темпов роста требований к экономике в 2023 г. по сравнению с сентябрем повышен, что отражает высокую фактическую кредитную активность как розничного, так и корпоративного сегмента рынка. Наибольший вклад в динамику кредитования населения вносят ипотечные кредиты, объем выдач которых в 2023 г. может обновить исторический максимум. Прогноз на 2024 г. ниже, чем в сентябре, – темпы роста кредитования экономики замедлятся до 5–10%. В обновленном прогнозе учитывается действие ДКП, компенсирующей увеличение бюджетного импульса, а также более высокая сберегательная активность домохозяйств. Кроме того, на розничный сегмент окажет влияние ужесточение условий предоставления льготных ипотечных кредитов, включая запланированную на данный момент отмену льготной ипотечной программы в середине 2024 года. В 2025–2026 гг. темп роста требований к экономике стабилизируется на уровне, соответствующем траектории сбалансированного роста.

Рост денежной массы в национальном определении (M2) в 2023 г. поддерживается как более высокими темпами кредитования, так и сохранением стимулирующей бюджетной политики и продолжающимся перетоком средств с валютных депозитов в рублевые. В то же время влияние этих факторов будет частично ограничиваться слабой динамикой чистых иностранных активов вследствие относительно низкого профицита счета текущих операций. В результате рост M2 в 2023 г. сложится в диапазоне 18–21%. В 2024 г. темп прироста денежной массы снизится, в основном вследствие замедления частного кредита экономике, необходимого для сглаживания инфляционных последствий от расширения притока средств в экономику по бюджетному каналу. В 2024 г. рост денежной массы в национальном определении M2 будет опережать рост требований к экономике. В 2025–2026 гг., по мере нормализации бюджетной политики, вклад бюджетных операций в динамику денежного предложения будет постепенно снижаться, основной вклад в рост денежной массы будут вносить требования к экономике. По мере исчерпания потенциала перетока средств с валютных депозитов в рублевые темпы роста M2 и широкой денежной массы (M2X) сближаются.

<sup>2</sup> См. раздел [«Условия банковского кредитования»](#) сайта Банка России.

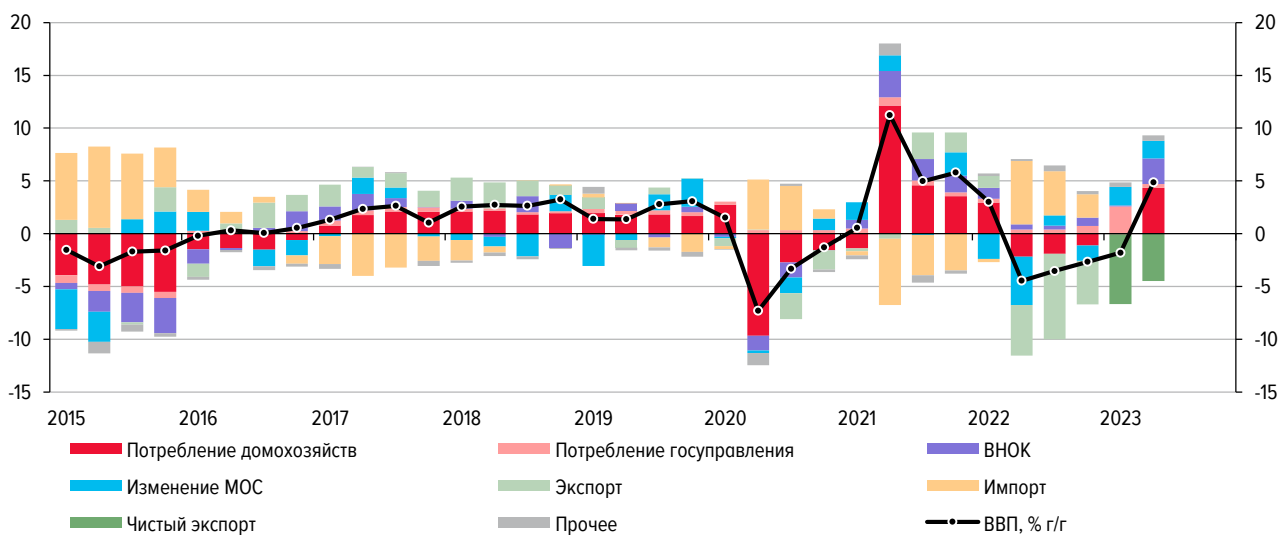
## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ РАСТЕТ БЫСТРЕЕ ОЖИДАНИЙ

Опубликованная статистика по ВВП в II квартале 2023 г. близка к оценке Банка России в ДоДКП 3/23 (4,9% против 4,8% г/г). В целом внутренний спрос российской экономики рос в течение всего первого полугодия 2023 г., превысив темпы роста производственных возможностей. Потребление домохозяйств и сектора государственного управления складываются выше траектории, соответствующей устойчивому экономическому росту. ВНОК растет заметно быстрее ожиданий Банка России. Динамика чистого экспорта в II квартале 2023 г. оказалась несколько лучше ожиданий, хотя по итогам первого полугодия 2023 г. уровень чистого экспорта сложился значительно ниже уровня за аналогичный период прошлых лет.

Оперативные данные со стороны производства показывают продолжающийся рост экономики. В июле – августе 2023 г. деловая активность в российской экономике выросла как в базовых отраслях, так и в секторе услуг (SA). Наибольший вклад в рост базовых отраслей внесла обработка. Рост в обрабатывающих производствах наблюдался по инвестиционным и потребительским товарам. Как и в II квартале, наиболее существенно увеличился выпуск инвестиционных товаров (автотранспортные средства (без легковых), готовые металлические изделия, компьютеры, электроника, оптика и прочее). Значимым фактором роста остается повышенный спрос со стороны строительной отрасли. Объем строительных работ, по оценкам Банка России, продолжает обновлять рекордные уровни: в августе он уже превысил на 13,4% уровень IV квартала 2021 г. (SA).

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ГОДОВОГО ПРИРОСТА ВВП ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ (п.п.)

Рис. 33



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## ВРЕЗКА 2. ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ КОМПАНИЙ

Рост деловой активности в российской экономике и продолжение адаптации компаний к новым условиям способствуют увеличению их финансовых результатов. После временного снижения под действием повышенной макроэкономической неопределенности и санкционного давления сальдированный финансовый результат (далее – финансовый результат) крупных и средних организаций начал восстанавливаться уже с конца 2022 года. В 2023 г. рост продолжился. В результате в августе 2023 г., по оперативным данным Росстата, финансовый результат превысил на 15% среднее значение за 2021 г. и составил 2,8 трлн рублей. Наибольший вклад в увеличение этого показателя внесла обрабатывающая промышленность, причем рост происходил в производстве всех крупных товарных групп (промежуточные, инвестиционные, потребительские товары). Также увеличился финансовый результат в транспортировке и хранении.

**Суммарный финансовый результат за скользящий год с сентября 2022 г. по август 2023 г. составил 26,5 трлн руб.** (здесь и далее – скользящая сумма финансового результата в августе). В последние месяцы он также перешел к секвенциальному росту. Оценка за скользящий год менее волатильна, чем помесечные показатели, что является ее преимуществом, однако весьма инертна, поскольку включает в том числе низкие значения отдельных месяцев 2022 года. По мере их выхода из расчета финансовый результат продолжит расти. Скользящая сумма финансового результата в августе приблизительно на 11% ниже суммарного финансового результата за 2021 г., но в 1,7 раза выше его значения за 2019 год.

Наиболее существенное отставание среди крупных отраслей – в торговле (преимущественно оптовой) и добыче полезных ископаемых (за счет угля и металлических руд). Отставание от уровня 2021 г. в сельском хозяйстве в основном обусловлено снижением цен на внутреннем рынке из-за высокого предложения. В обрабатывающих отраслях в целом финансовый результат также не восстановился к уровню 2021 г., в основном из-за промежуточных товаров.

В некоторых обрабатывающих отраслях сохраняется убыток. В деревообработке переориентация на новые рынки сбыта привела к росту стоимости транспортировки, также сказалось снижение мировых цен на древесину и продукцию из нее. Убыток в производстве автотранспортных средств (включая легковые автомобили) связан с остановкой производства на расположенных в России зарубежных заводах. Из-за недостатка электронных компонентов и комплектующих, а также нарушения логистических цепочек снизился выпуск на отечественных предприятиях.

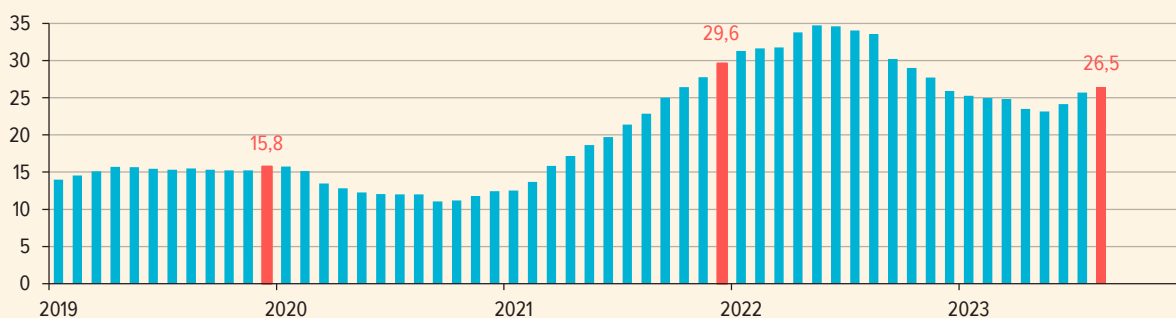
В ряде отраслей обработки скользящая сумма финансового результата в августе оставалась положительной, но ниже, чем в 2021 году. Наиболее сильное отставание – в металлургии. Помимо санкционного давления, это в значительной мере связано с высокой базой – рекордным уровнем мировых цен и, как следствие, финансовых результатов компаний в 2021 году. Ниже уровня 2021 г. финансовый результат сложился в производстве лекарств. Значимый фактор – рост издержек фармацевтических компаний, в том числе на логистику. В химической промышленности произошло отставание от уровня 2021 г. из-за санкций со стороны ЕС и США на импорт ряда товаров химической продукции, а также проблем с закупкой импортных материалов.

**В ряде отраслей финансовые результаты значимо возросли даже в терминах скользящей суммы за год.** Скользящая сумма финансового результата нефтегазового сектора с апреля перешла к росту и в августе уже превысила значение 2021 г. приблизительно на 12%. Среди крупных отраслей наибольший рост к 2021 г. – в транспортировке и хранении (примерно на 43%). Он связан преимущественно с увеличением стоимости перевозки грузов, а также интенсивности внутрироссийских железнодорожных, авто- и грузоперевозок. Также отмечается рост грузооборота морского транспорта и ставок фрахта. В электроэнергетике и водоснабжении финансовый результат превысил уровень 2021 г. приблизительно на 26% благодаря увеличению выработки электроэнергии и росту тарифов. В строительстве – рост в 2,3 раза из-за увеличения объемов строительных работ.

Лидер роста среди отраслей обработки – производство электрооборудования (в 3,8 раза). Более чем двукратный рост – в отраслях машиностроения, за исключением автотранспорта, в производстве компьютеров, электронных и оптических изделий, готовых металлических изделий, а также ряда потребительских товаров (одежда, пищевые продукты). Высокие показатели финансового результата в этих отраслях связаны в том числе с развитием импортозамещения и расширением ниши отечественных производителей на рынке<sup>1</sup>.

**ВСЕГО, СКОЛЬЗЯЩАЯ СУММА ЗА 12 МЕСЯЦЕВ**  
(трлн руб.)

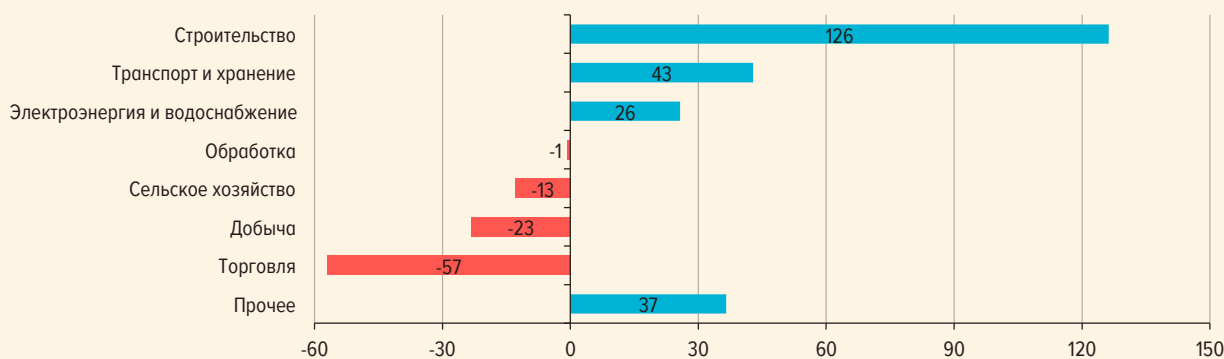
Рис. В-1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ ПО ОТРАСЛЯМ В АВГУСТЕ, СКОЛЬЗЯЩАЯ СУММА ЗА 12 МЕСЯЦЕВ**  
(прирост в % к 2021 г.)

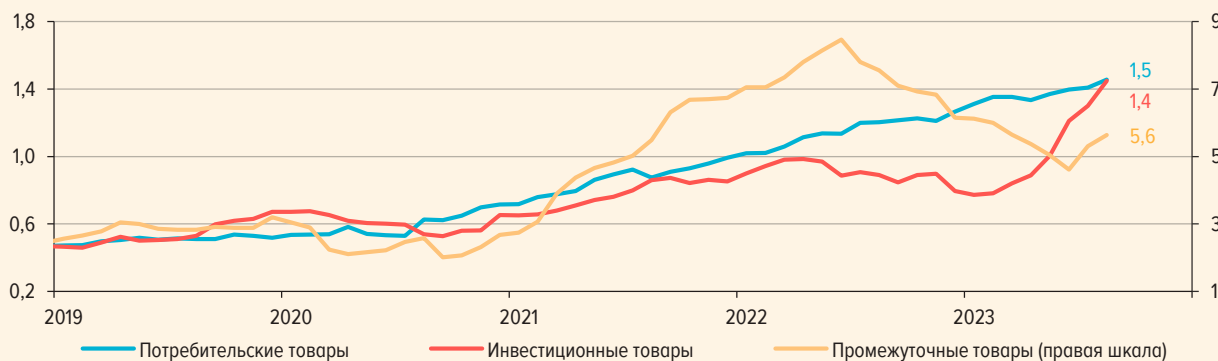
Рис. В-2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ОБРАБОТКА, СКОЛЬЗЯЩАЯ СУММА ЗА 12 МЕСЯЦЕВ**  
(трлн руб.)

Рис. В-3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Об одном из ярких примеров структурной трансформации – в мебельной отрасли – см. в [докладе «Региональная экономика: комментарии ГУ», № 22, сентябрь 2023 года.](#)

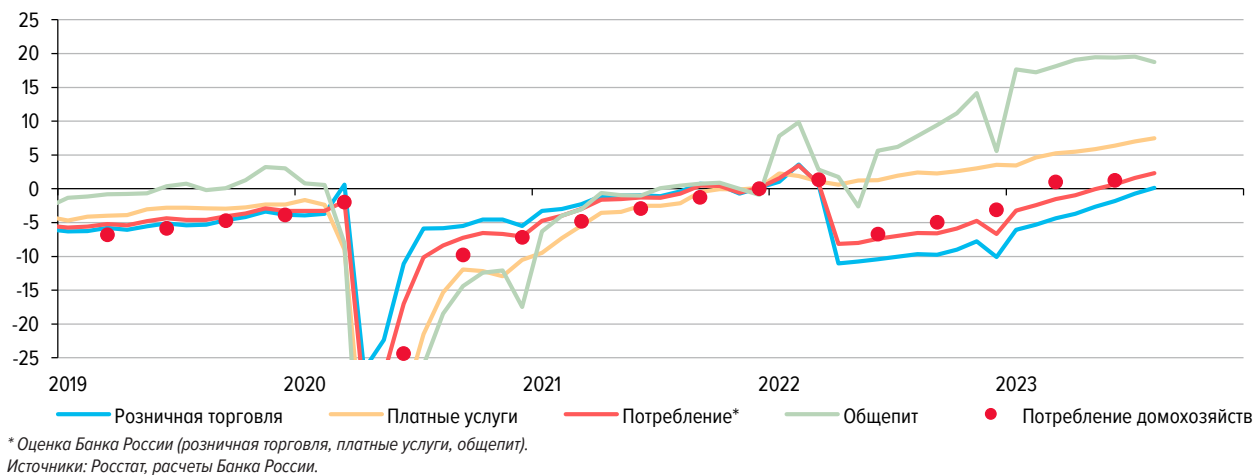
## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СПРОС ПРЕВЫСИЛ ДОКРИЗИСНЫЙ УРОВЕНЬ

Потребление домохозяйств в первом полугодии 2023 г. росло быстрее потенциальных темпов и по итогам II квартала 2023 г. превысило уровень IV квартала 2021 года. По оценкам Банка России, в III квартале 2023 г. превышение спроса над уровнем, соответствующим устойчивому экономическому росту, сохранилось. При этом в целом в III квартале 2023 г. с устранением сезонности темп роста потребления домохозяйств ускорился.

Согласно данным Росстата, в июле – августе 2023 г. рост наблюдался во всех крупных категориях потребления, наибольший вклад внесла розничная торговля непродовольственными товарами. Произшедшее ослабление рубля и повышение утилизационного сбора на легковые автомобили привели к ажиотажному спросу и увеличению цен в дилерских центрах. Объем платных услуг также увеличивался темпами, превышающими трендовый рост, что не было

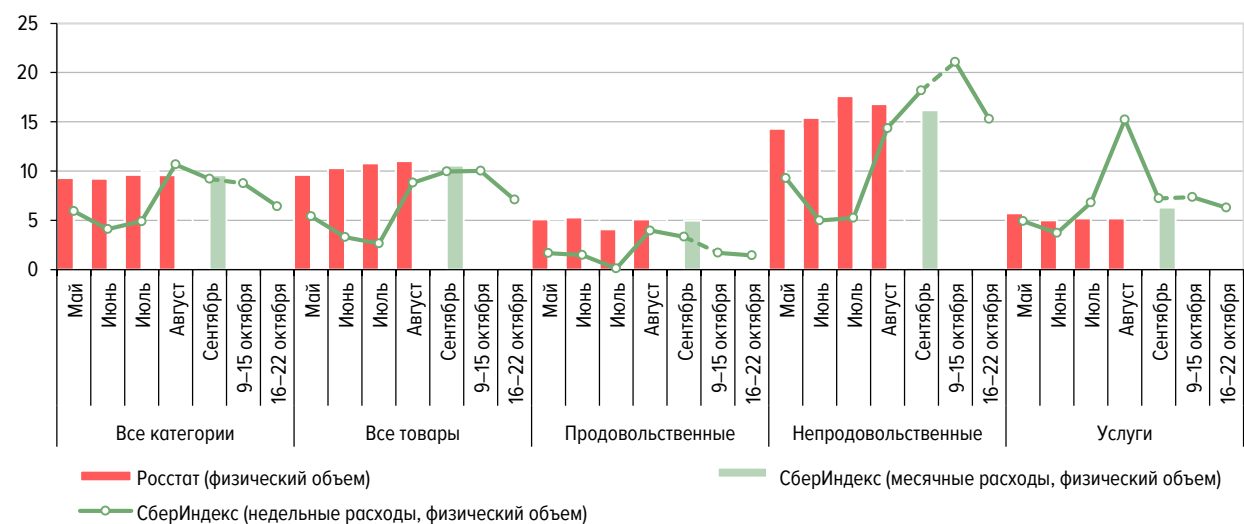
ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ АКТИВНОСТЬ  
(в % к IV кварталу 2021 г., SA)

Рис. 34



ОПЕРАТИВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ АКТИВНОСТИ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 35



Примечание. Данные Лаборатории «СберИндекс» по потребительским расходам публикуются в номинальном выражении. Для вычисления индексов физического объема используются дефляторы розничной торговли (продовольственными и непродовольственными товарами) и дефлятор объема платных услуг населению. Дефляторы на недельной основе рассчитываются на основе дефлятора предыдущего месяца, скорректированного на изменение недельной инфляции. В случае отсутствия опубликованного месячного дефлятора розничной торговли и объема платных услуг он рассчитывается на основе известного дефлятора предыдущего месяца, скорректированного на изменение месячной инфляции.  
Источники: Росстат, Лаборатория «СберИндекс», расчеты Банка России.



обусловлено разовыми факторами. Темпы роста объема торговли непродовольственными товарами отражают восстановительный рост после спада в прошлом году. Оборот розничной торговли продовольствием также расширился, но в меньшей степени, что связано с более низкой эластичностью спроса на продовольствие по доходам. Оборот общественного питания немного снизился с повышенного уровня. По оценкам Банка России, в августе 2023 г. все крупные категории, кроме оборота розничной торговли непродовольственными товарами, превысили уровень IV квартала 2021 г. с устранением сезонности.

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ РАСТЕТ РЕКОРДНЫМИ ТЕМПАМИ

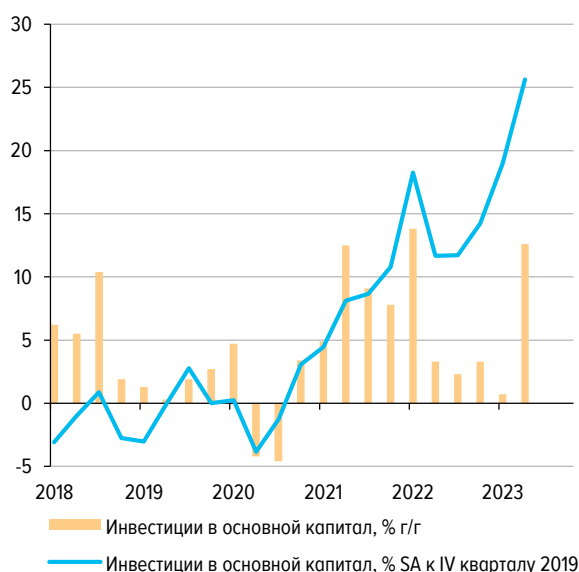
По данным Росстата, инвестиции в основной капитал в II квартале 2023 г. выросли на 12,6% в годовом выражении, достигнув рекордного значения (**рис. 36**). ВНОК в II квартале 2023 г. значительно увеличилось (+12,8% г/г) вслед за инвестициями в основной капитал. По оценкам Банка России, секвенциальный рост ВНОК с устранением сезонности в II квартале 2023 г. стал рекордным за всю историю наблюдений.

Согласно мониторингу предприятий Банка России, инвестиционная активность компаний в III квартале 2023 г. продолжала расширяться, хотя и несколько меньшим темпом, чем в предыдущем квартале (SA). При этом в ряде отраслей – в обрабатывающих производствах и электроэнергетике – инвестиционная активность находится на максимумах с 2017 года. Загрузка мощностей остается вблизи исторически максимальных уровней. По оценкам предприятий, рост инвестиций в IV квартале 2023 г. продолжится.

Инвестиционная активность поддерживается оптимистичными настроениями предприятий. Ожидания предприятий, участвующих в мониторинге, в октябре повысились третий месяц подряд. Наиболее позитивные ожидания по выпуску сложились в обрабатывающих производствах, особенно среди производителей инвестиционных товаров. Заметно укрепился оптимизм компаний торговли автотранспортными средствами, что связано с ожидаемой высокой активностью покупателей. Ожидания предприятий по спросу улучшились в большинстве отраслей. Самые позитивные ожидания были характерны для сельского хозяйства.

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

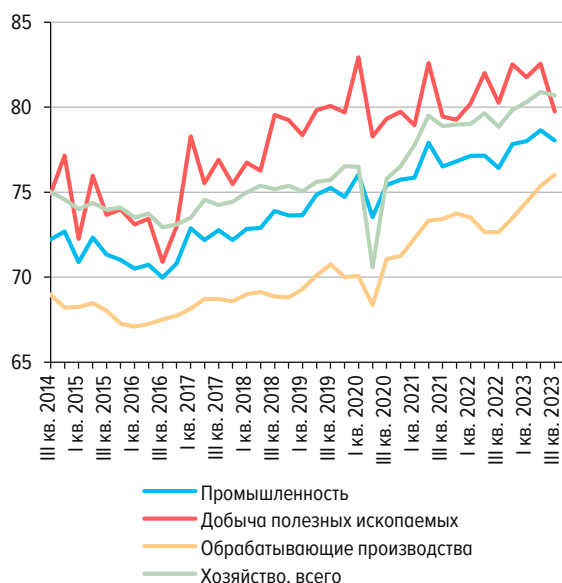
Рис. 36



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЗАГРУЗКА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ МОЩНОСТЕЙ (% SA)

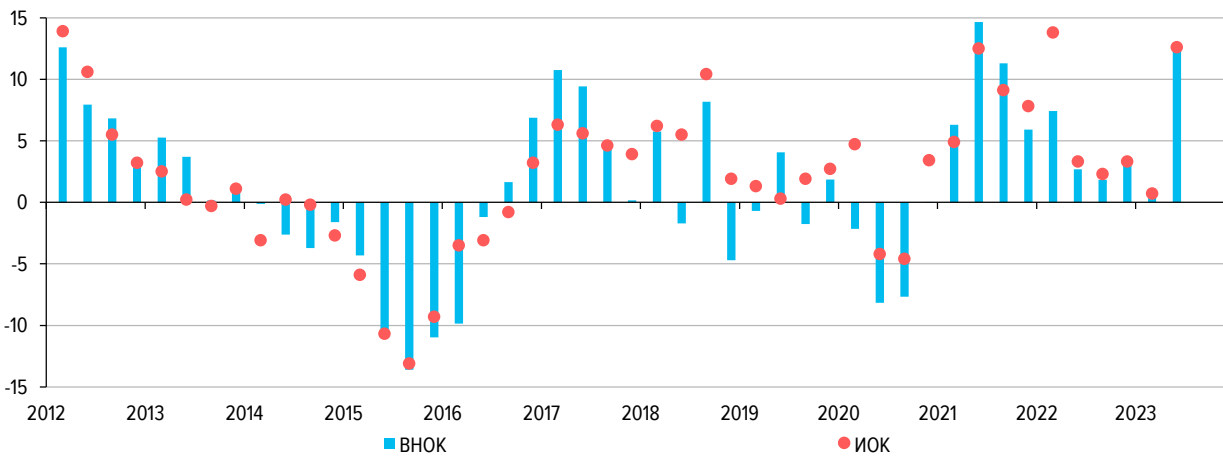
Рис. 37



Источники: мониторинг предприятий, Банк России.

ДИНАМИКА ВАЛОВОГО НАКОПЛЕНИЯ ОСНОВНОГО КАПИТАЛА И ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ  
(% г/г)

Рис. 38



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

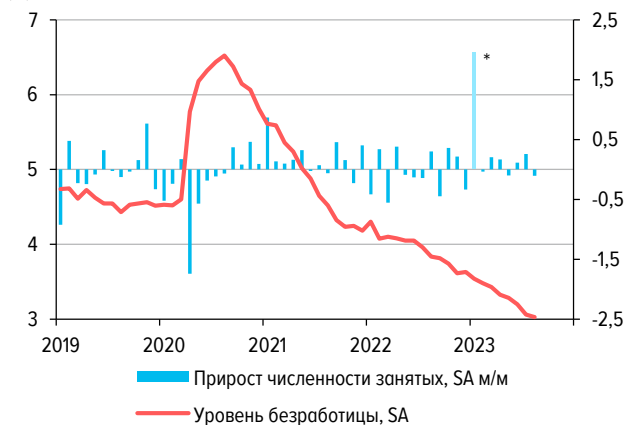
## УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ ЕЩЕ СНИЗИЛСЯ

В августе 2023 г. уровень безработицы достиг нового исторического минимума, снизившись до 3,0% (SA) (рис. 39) в основном за счет снижения численности безработных. Численность занятых (SA) выросла на 0,1 млн человек (SA) за июль – август. Спрос на труд в российской экономике в июле – августе 2023 г. оставался практически неизменным по данным как HeadHunter, так и Роструда (потребность работодателей в работниках) (рис. 40). До этого с начала года численность вакансий быстро росла согласно всем источникам.

Жесткость рынка труда, определяемая отношением вакансий к резюме, по данным HeadHunter, снижалась в июле – августе (рис. 41). В июне и июле темп роста реальных заработных плат несколько замедлился, но остался высоким (рис. 42). При этом основной повышающий вклад в темпы роста заработных плат в июне – июле 2023 г. внесла обрабатывающая промышленность, в то время как вклад отраслей транспортировки, хранения и государственного управления был отрицательным.

УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ И ЧИСЛЕННОСТЬ  
ЗАНЯТЫХ, SA

Рис. 39

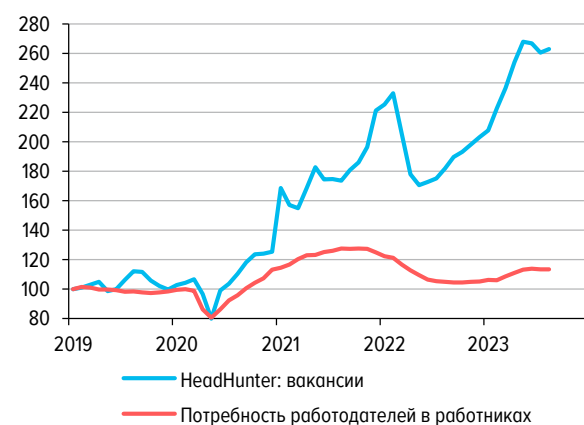


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

\* С января 2023 г. Росстат формирует выборку для обследования рабочей силы на основе Всероссийской переписи населения 2020 г. (ВПН-2020). Согласно ВПН-2020, численность постоянного населения Российской Федерации на территории страны по состоянию на конец 2021 г. на 1,6 млн человек выше, чем на 01.01.2022 на основе ВПН-2010, с учетом текущих естественного и миграционного приростов. Данное превышение было отнесено Росстатом преимущественно в категорию занятых, в результате чего в январе 2023 г. произошло резкое увеличение численности занятых согласно официальной статистике. Таким образом, данные по занятости в 2023 г. являются несопоставимыми с прошлыми значениями, но сопоставимыми между собой.

СПРОС НА ТРУД, SA  
(январь 2019 = 100)

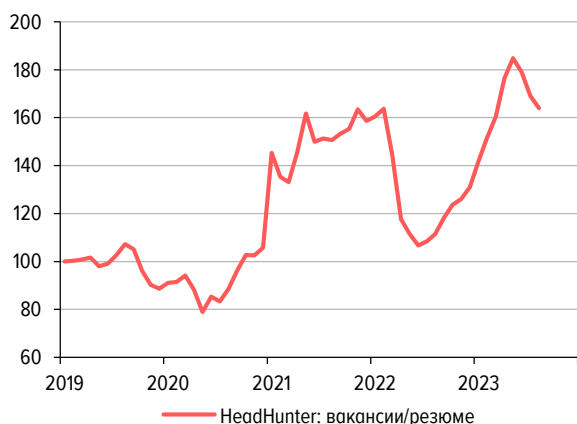
Рис. 40



Источники: HeadHunter, Роструд, расчеты Банка России.

ЖЕСТКОСТЬ РЫНКА ТРУДА, SA  
(ЯНВАРЬ 2017 = 100)

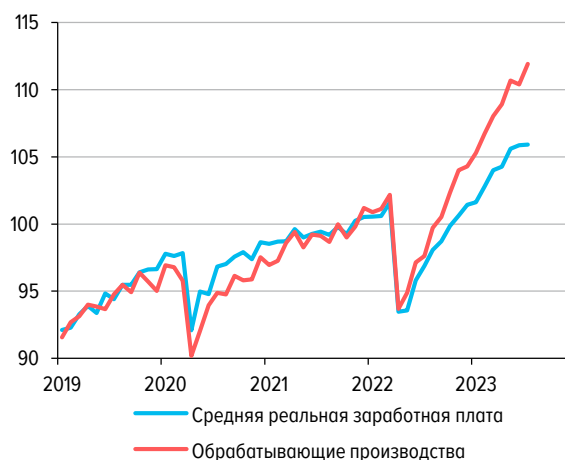
Рис. 41



Источники: HeadHunter, Росстат, расчеты Банка России.

РЕАЛЬНЫЕ ЗАРАБОТНЫЕ ПЛАТЫ, SA  
(IV квартал 2021 = 100)

Рис. 42



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА ОСТАЕТСЯ СТИМУЛИРУЮЩЕЙ

Представленные в сентябре 2023 г. проект Основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025–2026 годов и проект федерального закона «О федеральном бюджете» на 2024–2026 годы предполагают более высокий бюджетный стимул на среднесрочном горизонте по сравнению с прежними проектировками. Правило для определения базовых нефтегазовых доходов (НГД) изменено: вместо фиксированного уровня базовых НГД на уровне 8 трлн руб., их объем с 2024 г. вновь предполагается определять с учетом базовой равновесной цены нефтегазовой продукции и фактического курса рубля. При этом базовая цена нефти в бюджетном правиле повышена до уровня 60 долл. США за баррель.

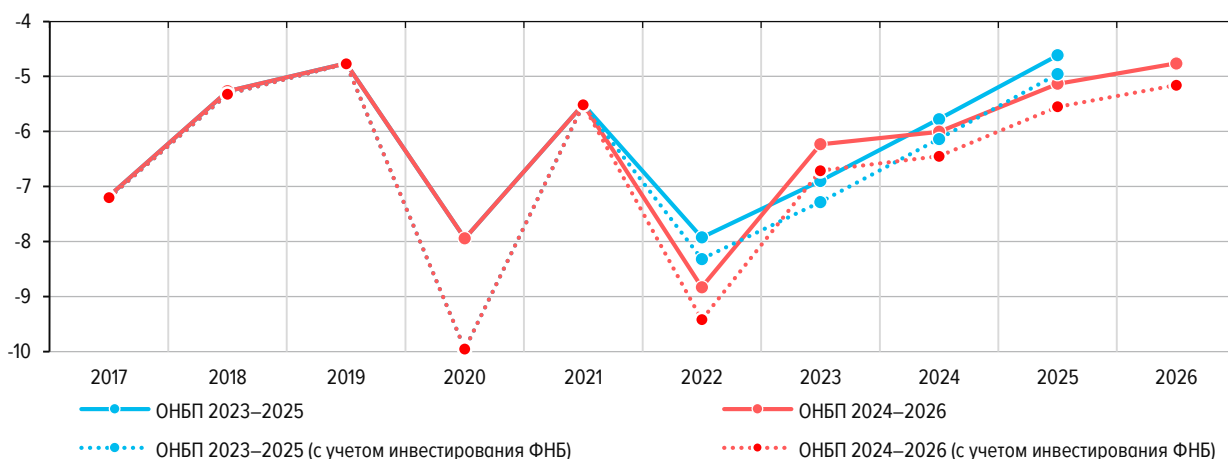
По оценкам Банка России, переход от фиксации номинального уровня базовых НГД к их определению на основе базовых равновесных цен углеводородов и текущего курса рубля заметно увеличивает их уровень (0,6–0,8 п.п. ВВП ежегодно) относительно предлагавшегося ранее. При этом формула предельного объема расходов федерального бюджета не претерпела изменений, траектория структурного первичного дефицита бюджета сохранена прежней – 2,9 и 1,6 трлн руб. в 2023 и 2024 гг. соответственно и нулевой уровень с 2025 года. В проектировках сохранена приверженность стратегии нормализации бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с бюджетным правилом с 2025 года.

Помимо изменения бюджетного правила, предполагающего больший объем бюджетного стимула, дополнительный бюджетный импульс в 2024 г. поступит от осуществления дополнительных расходов за счет разовых ненефтегазовых доходов, а также отсроченных с 2022 г. поступлений социальных страховых взносов (0,4–0,5 п.п. ВВП)<sup>3</sup> и гибких экспортных пошлин, привязанных к курсу рубля (до 0,3–0,4 п.п. ВВП). Таким образом, несмотря на сохранение общих принципов бюджетного правила, планов по нормализации бюджетной политики до 2025 г. и устойчивых уровней структурного первичного дефицита, влияние бюджетной политики на прогнозном горизонте оказывается более проинфляционным, чем учитывалось в прогнозе в сентябре.

<sup>3</sup> В 2022 г. Правительство Российской Федерации приняло антикризисную меру по отсрочке для отдельных компаний уплаты социальных страховых взносов. Выпадающие доходы внебюджетных фондов были компенсированы за счет трансфертов федерального бюджета, профинансированных из ФНБ. Ранее предполагалось, что с уплатой бизнесом в 2023–2024 гг. отсроченных поступлений будет осуществлен и возврат бюджетных средств в ФНБ.

НЕНЕФТЕГАЗОВЫЙ ПЕРВИЧНЫЙ ДЕФИЦИТ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА  
(% ВВП)

Рис. 43



Источники: Минфин России, Минэкономразвития России, расчеты Банка России.

## РОСТ ЭКОНОМИКИ ИДЕТ ПО БОЛЕЕ ВЫСОКОЙ ТРАЕКТОРИИ

К середине 2023 г. выпуск, ориентированный на внутренний спрос, в целом превысил докризисный уровень конца 2021 года. Оперативные данные за III квартал 2023 г. указывают на более интенсивное расширение экономической активности, чем закладывалось ранее. По прогнозу Банка России, с учетом фактических данных за первое полугодие и оперативных индикаторов за III квартал темп прироста ВВП в 2023 г. составит 2,2–2,7%. В 2024–2025 гг. темпы роста будут более умеренными. В 2026 г. российская экономика вернется на траекторию сбалансированного роста 1,5–2,5%.

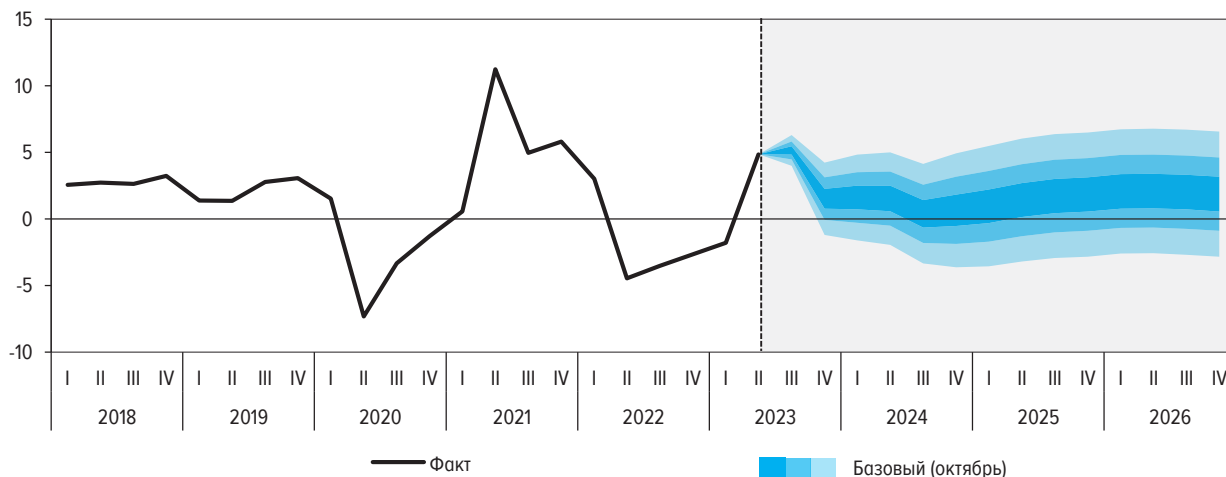
Расширение экономической активности в 2023 г. в значительной степени обеспечено внутренним спросом. В последующие годы вклад экспорта немного повысится, однако в целом его относительная значимость будет оставаться меньше, чем это было в исторической ретроспективе.

**Расходы на конечное потребление.** С учетом фактической динамики в II квартале и оперативных данных за III квартал, прогноз Банка России предполагает, что по итогам 2023 г. темп прироста потребления домохозяйств сложится в диапазоне 5,5–6,5%. Вклад прироста частного потребления в прирост выпуска в 2023 г. находится вблизи исторического максимума с 2015 г. (значения выше были достигнуты только в 2021 г.). В 2024 г. с учетом более высоких ставок в экономике будут преобладать сберегательные настроения – потребление домашних хозяйств снизится на 1–2%. В последующие годы спрос домохозяйств будет постепенно увеличиваться, к концу прогнозного горизонта вернется на темпы, соответствующие траектории сбалансированного роста экономики. Вклад в прирост выпуска со стороны потребления сектора государственного управления, высокий в 2023 г., сохранится на сопоставимом уровне в 2024 году. В последующие годы по мере нормализации бюджетной политики вклад сектора государственного управления будет снижаться, предоставляя больше пространства для роста частного потребления. В 2026 г. вклад совокупного потребления и его компонентов вернется на уровень, соответствующий сбалансированному росту экономики.

**Валовое накопление.** С учетом вышедшей статистики и оперативной информации, ВНОК в 2023 г. сложится выше, чем предполагалось ранее. По прогнозу Банка России, по итогам 2023 г. вклад валового накопления основного капитала в прирост выпуска будет сопоставим с высокими значениями 2021 г.: помимо роста частных инвестиций, этому способствует и размещение средств ФНБ в инфраструктурные проекты внутри экономики России. Кроме того, заметный положительный вклад в выпуск продолжают вносить крупные инвестиционные про-

**ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ**  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

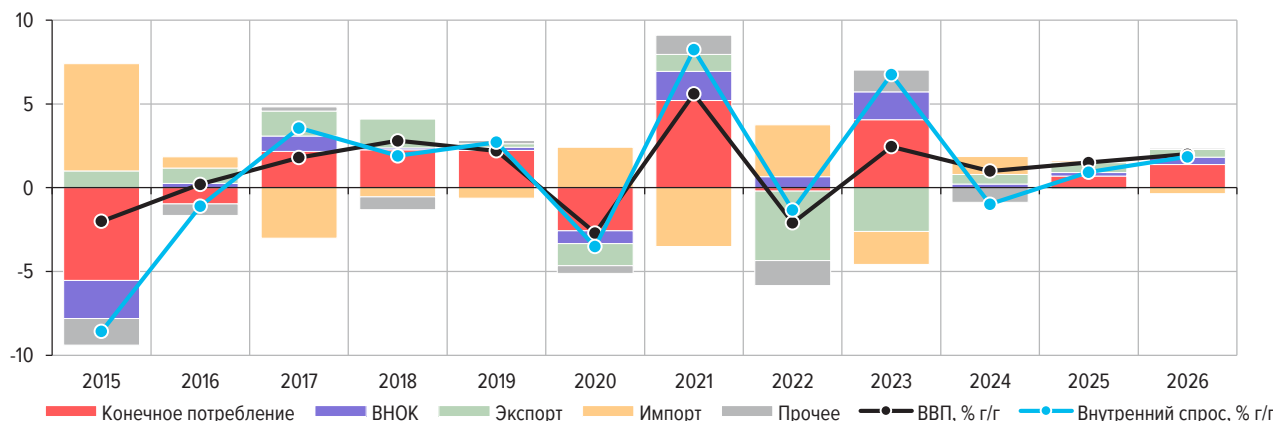
Рис. 44



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпа прироста ВВП. При выполнении предпосылок сценария лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого темп прироста ВВП примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. И в оставшихся 25 случаях темп прироста ВВП может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом.  
Источник: расчеты Банка России.

**ДЕКОМПОЗИЦИЯ ТЕМПА ПРИРОСТА ВВП НА ПРОГНОЗНОМ ГОРИЗОНТЕ**  
(п.п.)

Рис. 45



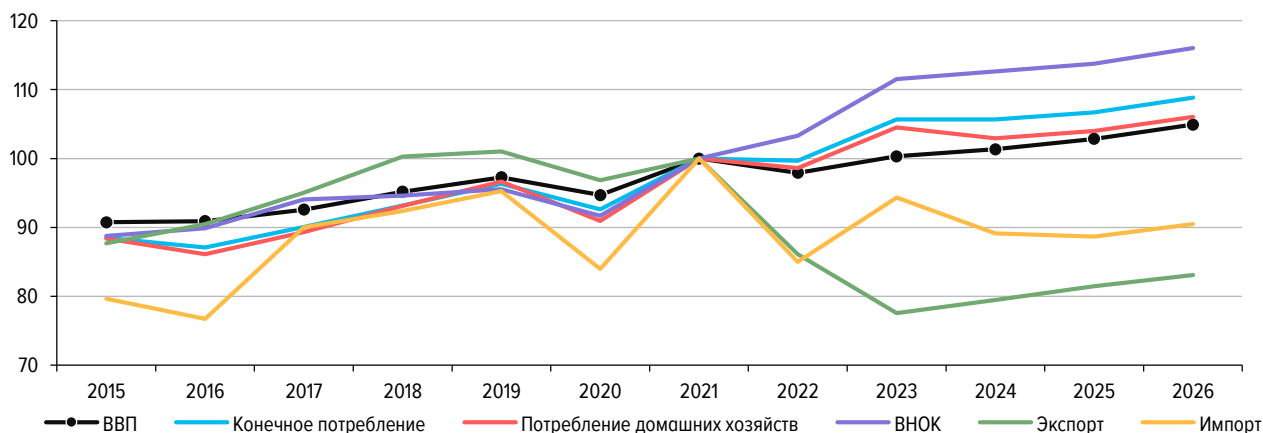
Примечание. Представленная декомпозиция рассчитана с учетом темпов прироста, соответствующих центральным точкам прогнозных диапазонов, а также долей компонентов в ВВП исходя из прогнозной величины компонента ВВП и величины ВВП. Декомпозиция приведена в иллюстративных целях, и ее не следует считать количественным прогнозом Банка России.  
Источник: расчеты Банка России.

екты, главным образом компаний с государственным участием. В 2024 г. вклад инвестиций в рост выпуска будет несколько меньше – государственные инвестиции останутся высокими, в то время как частные инвестиции отреагируют на снижение спроса. В последующие годы по мере нормализации бюджетной политики доля государственных инвестиций будет уменьшаться, в то время как частные инвестиции будут расти вместе с расширением потребительской активности. К концу прогнозного горизонта вклад инвестиций стабилизируется и будет обеспечиваться преимущественно частным сектором.

**Экспорт.** По итогам 2023 г. сокращение экспорта может составить 9,2–10,7%. В то же время отрицательный вклад экспорта в динамику выпуска будет примерно в 1,5 раза меньше, чем в 2022 году. В последующие годы темп прироста экспорта будет постепенно увеличиваться и к концу прогнозного горизонта достигнет значений, соответствующих траектории сбалансированного роста экономики с учетом ее более внутренне ориентированной структуры.

ДИНАМИКА УРОВНЕЙ КОМПОНЕНТОВ ВВП ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ  
(2021 = 100)

Рис. 46



Примечание. Представленная динамика уровней рассчитана с учетом темпов прироста, соответствующих центральным точкам прогнозных диапазонов. Динамика уровней приведена в иллюстративных целях, и ее не следует считать количественным прогнозом Банка России.  
Источник: расчеты Банка России.

**Импорт.** Темп прироста импорта определяется динамикой внутреннего спроса и относительными ценами импортных товаров и услуг по сравнению с отечественными. После прироста на 10,2–11,7% в 2023 г. вместе с расширившимся потреблением домохозяйств, в 2024 г. импорт снизится в диапазоне 4,5–6,5% – скажется не только замедление спроса, но и переключение на отечественные товары из-за роста цен на импортную продукцию по мере проявления эффектов переноса произошедшего в 2023 г. ослабления рубля. К 2026 г. импорт стабилизируется на долгосрочно устойчивом уровне, соответствующем новой структуре экономики. Большая ориентация экономики на внутреннее производство будет обуславливать меньшую по сравнению с историческими уровнями долю импорта в потреблении.

## ИНФЛЯЦИОННОЕ ДАВЛЕНИЕ ЗНАЧИТЕЛЬНО УСИЛИЛОСЬ

В III квартале 2023 г.<sup>4</sup> годовая инфляция продолжила ускоряться. В сентябре годовой прирост цен составил 6,0% (рис. 47). Ускорение годовой инфляции было обусловлено высокими текущими темпами роста цен (в среднем в III квартале – 0,96% за месяц, SA, или 12,1% в пересчете на год), которые значительно превысили наблюдаемые в II квартале (0,42% SA). Текущий темп роста цен был максимальным с 2015 г. (за исключением I квартала 2022 г.). Рост базового индекса потребительских цен (0,77% SA) был сопоставим со значениями в конце 2021 – начале 2022 года.

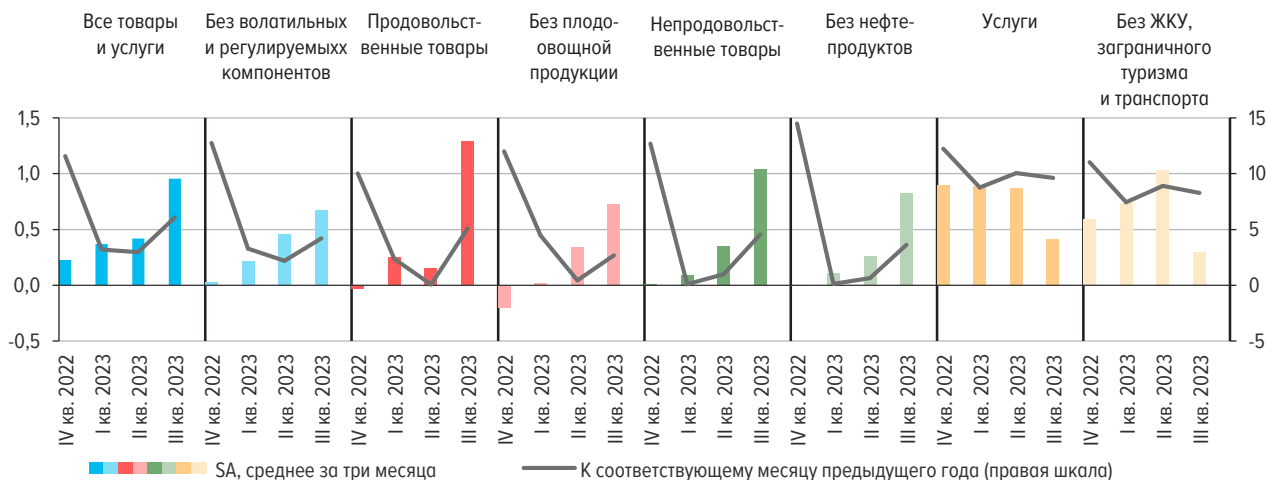
В III квартале ускорился рост цен на большинство основных товарных групп, за исключением отдельных, которым свойственна повышенная ценовая волатильность. Как следствие, за квартал возросли все меры устойчивого роста цен, однако их увеличение было менее значительным по сравнению с ИПЦ. Оценки устойчивой составляющей инфляции в годовом выражении значительно превышают 4%.

Основным фактором повышенного ценового давления был рост спроса, опережавший возможности расширения предложения. Он в том числе позволяет компаниям быстрее и в большей мере переносить на потребителя их растущие издержки. Существенными факторами увеличения издержек производителей широкого круга товаров и услуг в последние месяцы были рост заработных плат, ослабление рубля, а также рост стоимости грузоперевозок вслед за повышением цен на моторное топливо. Рост издержек на труд обуславливается сохраняющимся дефицитом трудовых ресурсов. По данным мониторинга предприятий Банка России, в III квар-

<sup>4</sup> См. [информационно-аналитический комментарий «Динамика потребительских цен», № 9 \(93\), сентябрь 2023 года.](#)

ПРИРОСТ ЦЕН С IV КВАРТАЛА 2022 ГОДА (%)

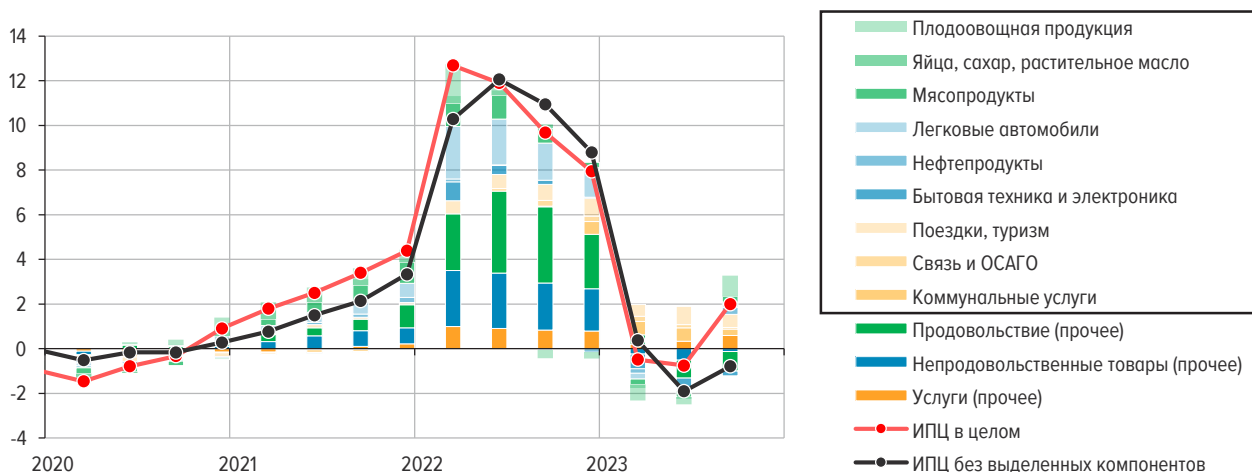
Рис. 47



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРИРОСТ ЦЕН, ВСЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ БЕЗ ОСНОВНЫХ ВОЛАТИЛЬНЫХ И РЕГУЛИРУЕМЫХ КОМПОНЕНТОВ (вклад в отклонение годового прироста ИПЦ от 4%, п.п.)

Рис. 48



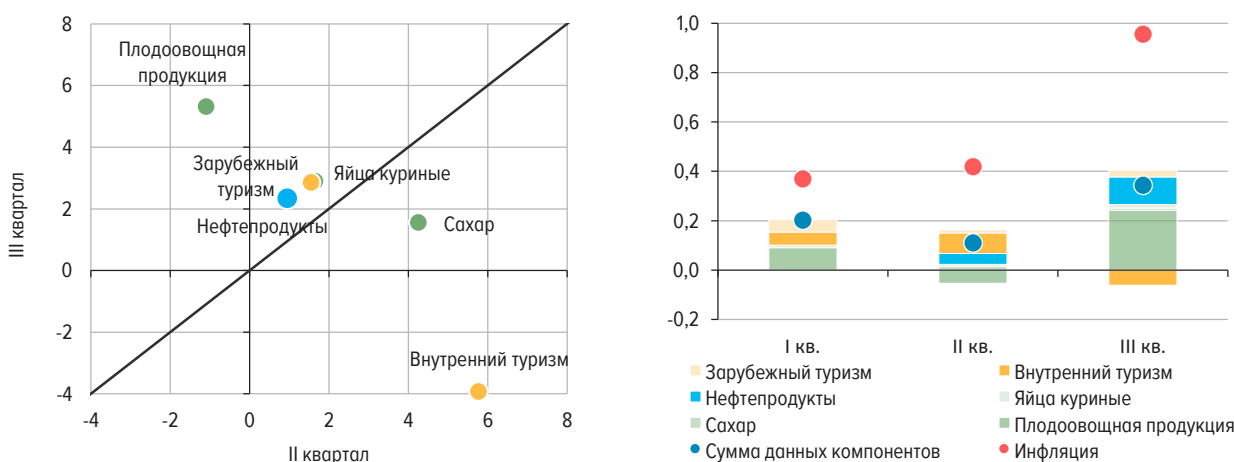
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

тале 2023 г. проблема нехватки персонала усилилась по сравнению с предыдущим кварталом как в целом по экономике, так и во всех основных отраслях. Обеспеченность работниками в III квартале 2023 г. обновила локальный минимум с I квартала 2020 года. Наиболее остро дефицит кадров продолжали испытывать предприятия обрабатывающих производств.

Отдельные группы товаров и услуг, цены на которые изменились сильнее всего, в среднем дорожали быстрее ИПЦ. Рост цен большинства из них в III квартале ускорился. Например, из-за ослабления рубля быстрее начали дорожать фрукты, бытовая техника и электроника, легковые автомобили, бензин и услуги зарубежного туризма. В то же время снизилась после значительного роста кварталом ранее стоимость услуг, связанных с внутренним туризмом: авиаперелетов и экскурсионных поездок.

ТОВАРЫ И УСЛУГИ С НАИБОЛЕЕ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМ ИЗМЕНЕНИЕМ ЦЕН

Рис. 49



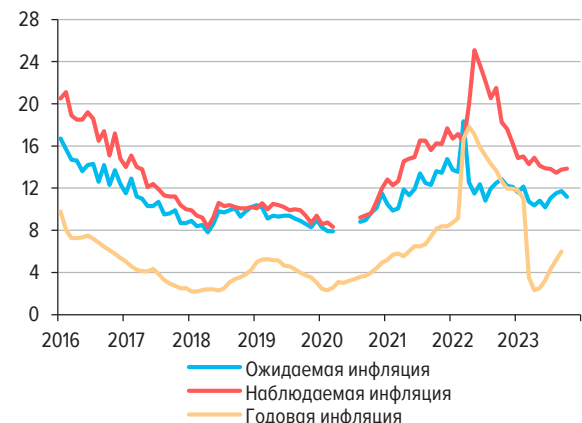
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ – ВБЛИЗИ ИСТОРИЧЕСКИ МАКСИМАЛЬНЫХ УРОВНЕЙ

Инфляционные ожидания населения в августе – сентябре повышались на фоне ослабления рубля и ускорения фактической инфляции (рис. 50). В октябре инфляционные ожидания, несмотря на некоторое снижение, остались повышенными. При этом в целом за три месяца (август – октябрь) динамика ожиданий была разнонаправленной у разных групп респондентов: увеличение у респондентов без сбережений и снижение у опрошенных со сбережениями. Наблюдаемая населением инфляция в августе – октябре изменялась незначительно. В октябре 2023 г. ее значение составило 13,9%. Оценки наблюдаемой инфляции за август – октябрь снизились у респондентов со сбережениями и возросли у опрошенных без сбережений.

Ценовые ожидания предприятий, по данным мониторинга предприятий Банка России, в августе – октябре повышались (рис. 51). Ценовые ожидания предприятий находятся вблизи максимальных значений за последние несколько лет. Главными причинами предприятия называли рост издержек и ослабление рубля.

НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ ИНФЛЯЦИЯ (рис. 50)



Источники: ООО «инФОМ», Росстат.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ НА СЛЕДУЮЩИЕ ТРИ МЕСЯЦА В РАЗРЕЗЕ ВИДОВ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (баланс ответов, % SA) (рис. 51)



Источник: Банк России.



## ДКП ВЕРНЕТ ИНФЛЯЦИЮ К УРОВНЮ ВБЛИЗИ ЦЕЛИ 4% В 2024 ГОДУ

Рост инфляционного давления проявляется по все более широкому кругу товаров и услуг. Годовая инфляция в III квартале значительно превысила ожидания Банка России (6% по сравнению с 5% в ДоДКП 3/23). По оперативным недельным данным, в октябре 2023 г. цены продолжили расти по широкому кругу товаров и услуг. Согласно прогнозу Банка России, годовая инфляция продолжит ускоряться в IV квартале 2023 года. Инфляция с поправкой на сезонность в IV квартале 2023 г. заметно превысит 4% в пересчете на год.

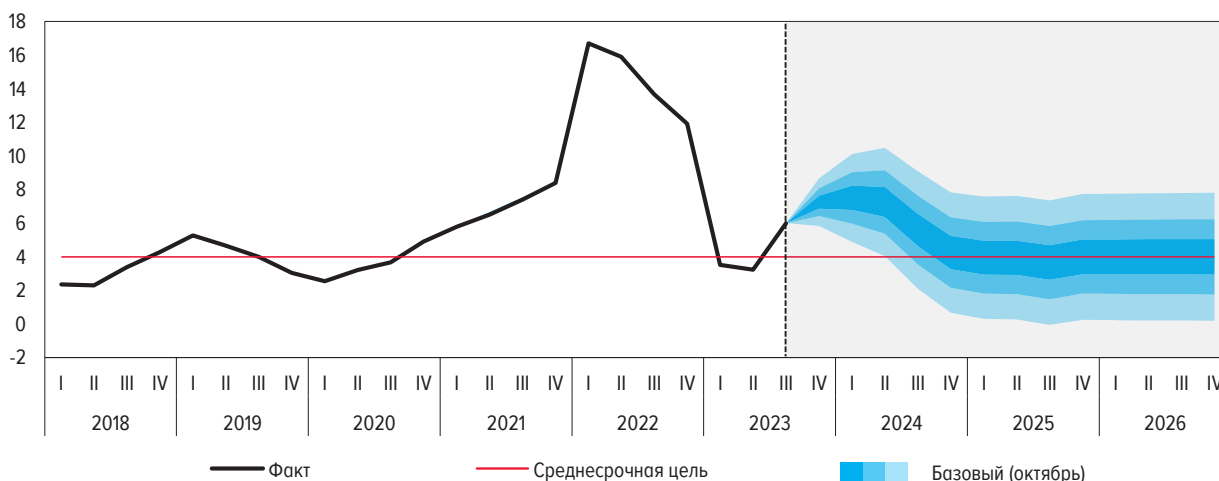
Устойчивое увеличение внутреннего спроса все больше превышает возможности расширения производства товаров и услуг. Предприятия переносят сформировавшийся повышенный внутренний спрос в повышенный спрос на производственные факторы, что вызывает устойчивый проинфляционный рост реальных предельных издержек. Прежде всего это связано с дефицитом кадров.

Еще одно следствие превышения совокупного внутреннего спроса над внутренним предложением – повышенный спрос на импорт. При снижении экспорта это привело к ослаблению рубля и, как следствие, усилению проинфляционного давления.

В обновленном прогнозе Банк России повысил до 7,0–7,5% прогнозный диапазон по инфляции на 2023 год. Весной 2024 г. годовая инфляция постепенно начнет снижаться – по мере увеличения сберегательной активности населения вследствие более высоких ставок. В дальнейшем расширение спроса будет соответствовать темпам прироста внутренне ориентированного выпуска и поэтому не будет вызывать повышенного роста цен. С учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2024 г. и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 52



Примечание. Затененные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. При выполнении предпосылок сценария лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого инфляция примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. И в оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затенена серым цветом.  
Источник: расчеты Банка России.

### ВРЕЗКА 3. КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗЫ АНАЛИТИКОВ

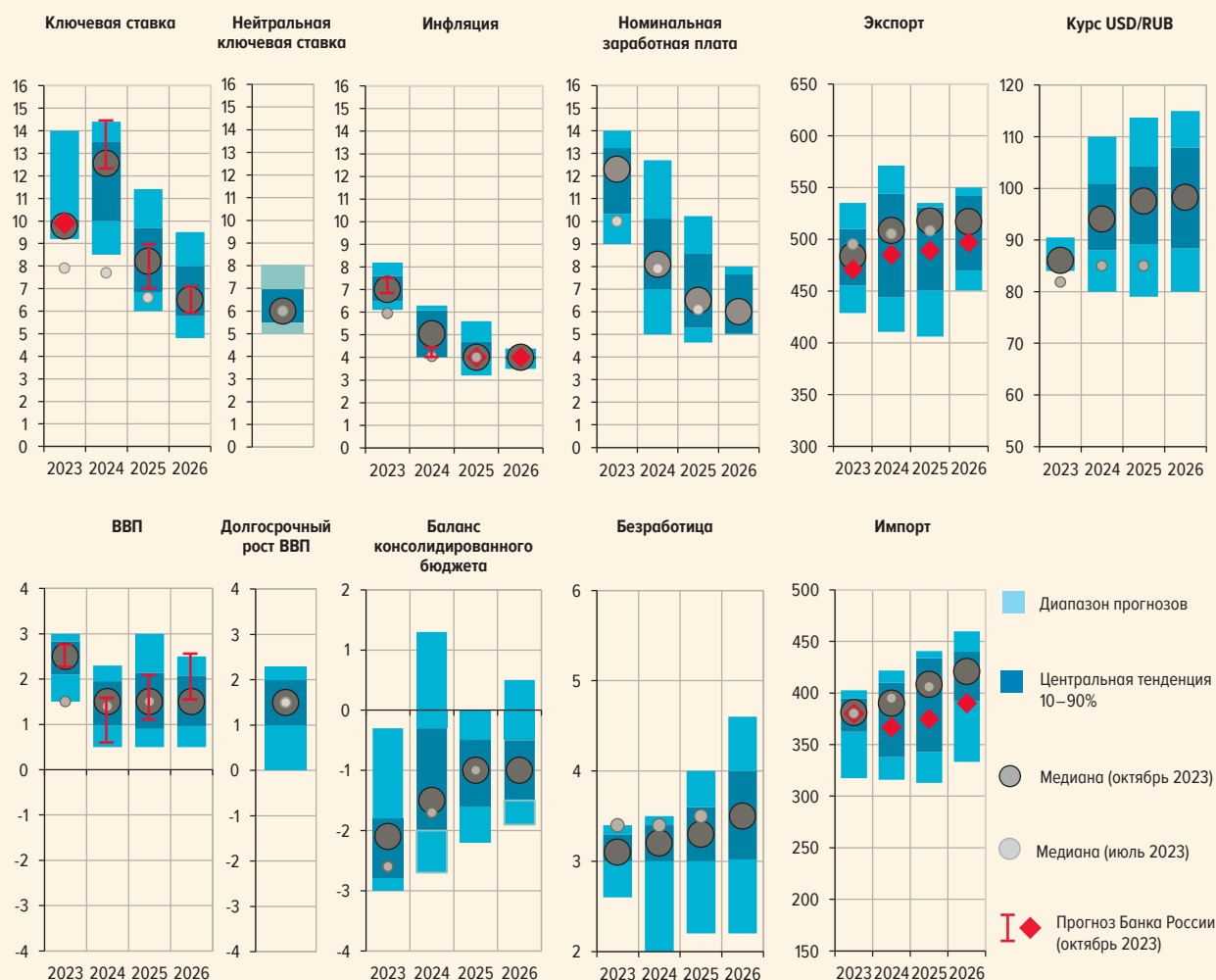
Макроэкономический опрос Банка России проведен 13–17 октября 2023 г. в преддверии решения по ставке Совета директоров Банка России 27 октября.

Аналитики ожидают, что в 2023 г. **инфляция** составит 7,0%. Это соответствует нижней границе октябрьского прогнозного диапазона Банка России. В следующем году, по мнению аналитиков, инфляция замедлится до 5,1%, а в 2025 г. вернется к 4%. По прогнозу Банка России, инфляция в 2024 г. замедлится сильнее (до 4,0–4,5%) и в следующие годы стабилизируется на цели.

Медиана ожиданий аналитиков по **ключевой ставке** на 2023 г. почти совпадает с прогнозом Банка России. В 2024 г. аналитики ожидают более мягкую денежно-кредитную политику – медиана соответствует нижней границе прогнозной траектории Банка России. Ожидания на 2025–2026 гг. сближаются. При этом разброс ожиданий аналитиков значительно шире прогнозных диапазонов Банка России на всем горизонте. В октябре аналитики сохранили оценку **нейтральной ключевой ставки** в 6,0% годовых. При этом центральная тенденция<sup>1</sup> оценок аналитиков повысилась с опроса в июле до 5,5–7,0% годовых. Банк России в октябре пересмотрел оценку номинальной нейтральной ключевой ставки вверх – до 6,0–7,0% годовых.

#### КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗЫ АНАЛИТИКОВ

Рис. В-1



Источник: макроэкономический опрос Банка России.

<sup>1</sup> Под центральной тенденцией здесь понимается прогнозный диапазон без учета 10% самых низких и самых высоких значений.

Аналитики прогнозируют рост **ВВП** на 2,5% в 2023 г., что близко к середине прогнозного диапазона Банка России. Как ожидают аналитики, в 2024–2026 гг. российская экономика будет расти на 1,5% в год, что соответствует их медианной оценке **долгосрочного роста ВВП**. Ожидания аналитиков на 2024 г. оптимистичнее прогнозов Банка России. Взгляды на 2025 г. схожи. Банк России прогнозирует более высокие темпы роста ВВП на конец горизонта – медиана ожиданий аналитиков на нижней границе диапазона Банка России.

По прогнозам аналитиков, **безработица** в 2023–2025 гг. будет находиться в диапазоне 3,1–3,3%, а к концу прогнозного горизонта вырастет до 3,5%.

Аналитики повысили прогнозы роста номинальной заработной платы, особенно на 2023 год. В совокупности к концу прогнозного горизонта номинальная заработная плата превысит уровень 2021 г. более чем на 56%.

Медианный прогноз аналитиков предполагает дефицит консолидированного **бюджета** в 2023–2025 годах. При этом разброс мнений допускает профицит бюджета в 1,3% ВВП в 2024 г. и 0,5% ВВП в 2026 г., а также сбалансированный бюджет в 2025 году.

Аналитики ожидают ослабления **рубля** на всем горизонте. Прогноз на 2023 г. – 86,0 руб. за доллар США, на 2024 г. – 94,0 руб. за доллар США, на 2025 г. – 97,5 руб. за доллар США, на 2026 г. – 98,2 руб. за доллар США. Диапазон прогнозов расширяется к концу горизонта в обе стороны от медианы.

Прогнозы аналитиков по **экспорту и импорту** оптимистичнее прогнозов Банка России. Диапазоны прогнозов аналитиков продолжили сужаться.

# ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДЛЯ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА

На среднесрочном горизонте проинфляционные риски остаются существенными.

## *Проинфляционные риски:*

- ▲ **Сохранение инфляционных ожиданий бизнеса и населения на повышенных уровнях и их дальнейший рост.** В этом случае кредитование будет продолжать расширяться ускоренными темпами, а склонность населения к сбережению – снижаться. Как следствие, рост внутреннего спроса будет продолжать опережать возможности расширения предложения и усиливать устойчивое инфляционное давление в экономике.
- ▲ **Усиление перегрева на рынке труда.** В условиях ограниченности свободных трудовых ресурсов рост производительности труда может сильнее отставать от роста реальных заработных плат.
- ▲ **Дополнительное смягчение бюджетной политики.** В случае дополнительного расширения бюджетного дефицита проинфляционные риски вновь возрастут, и может потребоваться более жесткая ДКП для возвращения инфляции к цели в 2024 г. и ее поддержания вблизи 4% в дальнейшем.
- ▲ **Влияние геополитической напряженности на условия внешней торговли.** Усиление внешних торговых и финансовых ограничений может дополнительно ослабить спрос на товары российского экспорта и иметь проинфляционное влияние через динамику валютного курса. Кроме того, усложнение производственных и логистических цепочек или финансовых расчетов в результате внешних ограничений может привести к удорожанию импорта.
- ▲ **Ухудшение перспектив роста мировой экономики и усиление волатильности на мировых финансовых рынках.** Эти факторы могут привести к ослаблению курса рубля, что сформирует краткосрочные проинфляционные эффекты для российской экономики.

## *Дезинфляционные риски:*

- ▼ **Более быстрое замедление роста внутреннего спроса, чем ожидается в базовом сценарии.** Это может привести к более быстрому замедлению кредитования и, соответственно, более выраженным дезинфляционным процессам в экономике.
- ▼ **Рост цен на основные товары российского экспорта или увеличение физических объемов экспортных поставок.** Это может привести к некоторому дезинфляционному влиянию через укрепление курса рубля.

# ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

**Ликвидность банковского сектора.** Во второй половине июля – первой половине октября в среднем по периодам усреднения (ПУ) обязательных резервов (ОР) баланс ликвидности снизился с профицита 1,0 трлн руб. в июньском ПУ до дефицита 0,4 трлн руб. в сентябрьском ПУ<sup>1</sup>. Такая траектория связана с плановым повышением нормативов ОР с июльского ПУ. Бюджетные операции и спрос на наличные деньги также привели к оттоку банковской ликвидности.

За июль – сентябрь 2023 г. баланс ликвидности снизился с профицита 1 трлн руб. до дефицита 0,8 трлн руб. к концу сентября. С ноября 2023 г. Банк России уточнил методологию расчета дефицита/профицита ликвидности банковского сектора (см. врезку 4 «Уточнение методологии оценки дефицита/профицита ликвидности»).

**Операции по счетам бюджета.** По данным платежной системы Банка России, в июле – сентябре 2023 г. и доходы, и расходы бюджета в номинальном выражении возросли год к году. Расходы финансировались преимущественно за счет поступивших налогов, а временно свободные бюджетные средства Федеральное казначейство размещало на банковские депозиты. В июле – сентябре Минфин России погасил задолженность по внутреннему долгу в объеме 0,5 трлн руб. и разместил ОФЗ на 0,7 трлн рублей. Таким образом, на чистой основе задолженность Минфина России возросла на 0,2 трлн рублей.

Как и в предыдущем квартале, в банковский сектор поступили средства ФНБ, направленные на покупку акций и облигаций ряда компаний в объеме 0,3 трлн рублей. Однако с 1 августа 2023 г. Банк России зеркалирует эти операции на внутреннем валютном рынке, то есть осуществляет операции по продаже иностранной валюты в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России<sup>2</sup>. Кроме того, Банк России с 14 по 22 сентября с учетом погашения валютного выпуска еврооблигаций увеличил объемы продажи иностранной валюты в рамках зеркалирования операций<sup>3</sup>. В результате за август – сентябрь эти операции привели к оттоку ликвидности из банковского сектора в объеме 0,2 трлн рублей.

В то же время Минфин России осуществлял в июле продажу иностранной валюты из ФНБ в рамках реализации бюджетного правила, а в августе – сентябре – ее покупку. Эти операции позволяют снизить влияние цен на нефть на экономику и на ликвидность банков<sup>4</sup>. Однако с 10 августа Банк России не осуществляет зеркалирование этих операций на внутреннем валютном рынке<sup>5</sup>. В результате этого фактора отток средств из банков составил 0,2 трлн рублей<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Рассматриваются июльский (12 июля – 8 августа 2023 г.), августовский (9 августа – 12 сентября 2023 г.) и сентябрьский (13 сентября – 10 октября 2023 г.) ПУ.

<sup>2</sup> См. [комментарий](#) Банка России от 21 июля 2023 года.

<sup>3</sup> См. [комментарий](#) Банка России от 6 сентября 2023 года.

<sup>4</sup> Операции на валютном рынке в рамках бюджетного правила компенсируют влияние изменения бюджетных доходов на ликвидность банковского сектора при изменении цен на нефть. При низких ценах на нефть клиенты банков перечисляют в бюджет меньший объем налогов, что при прочих равных ведет к сокращению оттока ликвидности. Наоборот, при высоких ценах на нефть клиенты больше платят налогов, то есть больше отток ликвидности банков. В результате при отсутствии продаж или покупок валюты Минфином России на рынке в рамках бюджетного правила изменение цен на нефть сказывается на состоянии ликвидности банковского сектора.

<sup>5</sup> См. [пресс-релиз](#) Банка России от 9 августа 2023 года.

<sup>6</sup> Операции Минфина России по покупке иностранной валюты в рамках бюджетного правила приводят к оттоку средств с Единого казначейского счета. Эти средства Федеральное казначейство уже не может разместить, например, на депозиты в банки или использовать для финансирования расходов. Ранее этот отток был компенсирован притоком ликвидности от зеркалирующих операций Банка России.

Из-за того что Банк России зеркалирует не все операции Минфина России со средствами ФНБ, они не нейтральны для ликвидности банковского сектора. В июле – сентябре бюджетные и прочие операции привели к оттоку средств из банков в объеме 0,4 трлн рублей.

**Наличные деньги в обращении.** Рост объема наличных денег в обращении в июле – сентябре составил 0,6 трлн рублей. В июле, как и в первой половине года, сохранялся повышенный спрос на наличные средства. Это было связано с обслуживанием экономической деятельности в новых регионах России на фоне низкого проникновения там расчетно-банковских услуг, а также с увеличением объема социальных выплат и денежного довольствия в 2023 г., которые часто снимаются в наличной форме. Тем не менее во второй половине августа рост спроса на наличные деньги замедлился, а в сентябре – был ниже сезонных значений. Повышение ключевой ставки транслировалось в ставки по депозитам, и население начало пополнять срочные банковские счета за счет наличных денег и средств на текущих счетах.

**Применение системы инструментов и достижение операционной цели денежно-кредитной политики.** Спред ставки RUONIA<sup>7</sup> к ключевой ставке в июльском – сентябрьском ПУ 2023 г. составил -15 б.п. в среднем за ПУ (в апрельском – июньском ПУ 2023 г.: -25 б.п.) при колебаниях в интервале от -62 до +59 б.п. (в апрельском – июньском ПУ 2023 г.: от -72 до +8 б.п.).

В июльском – сентябрьском ПУ динамику ставок денежного рынка во многом определяли ожидания участников рынка относительно повышения ключевой ставки. Спрос на ликвидность увеличивался из-за стремления кредитных организаций выполнить усреднение ОР с опережением в период с начала ПУ до заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке и приводил к росту рыночных ставок. Под влиянием этого фактора в июльском ПУ спред продолжительное время формировался в положительной области. После повышения ключевой ставки потребность банков в средствах снизилась, и отрицательное значение спреда расширилось. Из-за неравномерной траектории усреднения ОР большинства кредитных организаций и подобной динамики ставки RUONIA волатильность спреда по итогам ПУ увеличивалась.

Помимо этого, с августовского ПУ динамику спреда определяло изменение структуры заимствований крупнейших участников на денежном рынке. Они увеличили объем срочных операций МБК длительностью до 7 дней и операций репо на Московской Бирже. Рост объема привлечений при помощи этих инструментов мог способствовать снижению спроса на средства овернайт МБК. Вместе с эффектом от накопленного усреднения ОР это привело к расширению отрицательного спреда после заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке в августовском и особенно в сентябрьском ПУ.

Рост спроса банков на ликвидность в период с июльского по сентябрьский ПУ был связан в том числе с плановым повышением нормативов ОР (НОР). С июльского ПУ Банк России с учетом ожидаемой динамики профицита ликвидности и в целях дальнейшей девальютизации банковских балансов увеличил НОР по обязательствам в рублях и в валютах дружественных стран на 0,5 п.п., по обязательствам в прочих валютах – на 1 процентный пункт<sup>8</sup>. При прочих равных это привело к ожидаемому росту спроса банков на ликвидность, который Банк России учитывал при определении лимитов на недельных депозитных аукционах. С учетом повышения НОР с 1 июня 2023 г. обязательные резервы, которые кредитные организации должны поддерживать на корсчетах в Банке России, с июньского по октябрьский ПУ возросли на 0,9 трлн руб. и составили 4,6 трлн рублей. В то же время рост ОР был вызван и увеличением объема резервируемых обязательств на 10 трлн руб., их объем составил 113,9 трлн руб. по итогам регулирования размера ОР за сентябрь 2023 года.

<sup>7</sup> Ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average) – взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая стоимость необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

<sup>8</sup> См. [пресс-релиз](#) Банка России от 23 мая 2023 года.

Тем не менее внутри банковского сектора ликвидность распределена неравномерно. Кредитные организации с избытком ликвидности размещали средства на депозиты постоянного действия в Банке России. В среднем по ПУ в июле – сентябре банки ежедневно размещали на депозиты около 1 трлн руб., что на 0,1 трлн руб. выше среднедневных значений апрельского – июньского ПУ. При этом среднедневная потребность банков в привлечении средств, которую они не смогли урегулировать на денежном рынке и покрыли кредитами и репо постоянного действия, возросла за аналогичный период на 0,7 трлн руб., до 0,9 трлн рублей.

Банк России в июле – сентябре продолжал проводить аукционы долгосрочного репо. Объем задолженности банков по этим операциям в июле – сентябре снизился на 0,2 трлн руб., до 1,2 трлн рублей. Частично банки компенсировали снижение привлечений на аукционах репо Банка России заимствованиями на денежном рынке. Это также способствовало сужению спреда RUONIA к ключевой ставке. Лимит на аукционах репо на срок 1 месяц сохранялся на уровне 0,1 трлн рублей. Спрос банков при этом снизился с 0,4 трлн руб. в июле – августе до 0,2 трлн руб. в сентябре. С августа 2023 г. Банк России обнулil лимиты по аукционам репо на срок 1 год. На 2024 г. график аукционов длинного репо не предусмотрен. При этом данные операции останутся в перечне инструментов ДКП Банка России и в случае необходимости могут быть использованы для предоставления кредитным организациям средств на длительный период.

**Прогноз профицита ликвидности на конец 2023 г. повышен до диапазона от нуля до 0,9 трлн рублей.** Средний за декабрьский ПУ баланс ликвидности оценивается в диапазоне от профицита 0,4 трлн руб. до дефицита 0,5 трлн рублей. В зависимости от проводимой бюджетной политики эта величина может существенно меняться. Банк России в своих оценках руководствуется бюджетными проектировками Минфина России, опубликованными в проекте федерального бюджета на 2023–2026 гг.<sup>9</sup>, а также учитывает сложившуюся практику прошлых лет. Прогноз Банка России предполагает постепенный возврат к формированию расходов в соответствии с бюджетным правилом в 2025–2026 годах. В рамках переходного периода 2023–2024 гг. ожидается сохранение структурного первичного дефицита. Это предполагает финансирование части бюджетных расходов за счет средств ФНБ сверх бюджетного правила. В 2023 г. эти операции не зеркалируются на валютном рынке, поэтому они приведут к притоку ликвидности в банки. При этом операции по продаже (покупке) иностранной валюты в рамках реализации бюджетного правила (до 10 августа 2023 г.) и продажи иностранной валюты в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России (с 1 августа 2023 г.), напротив, зеркалируются на внутреннем валютном рынке. Это снижает влияние бюджетных операций на ликвидность банковского сектора.

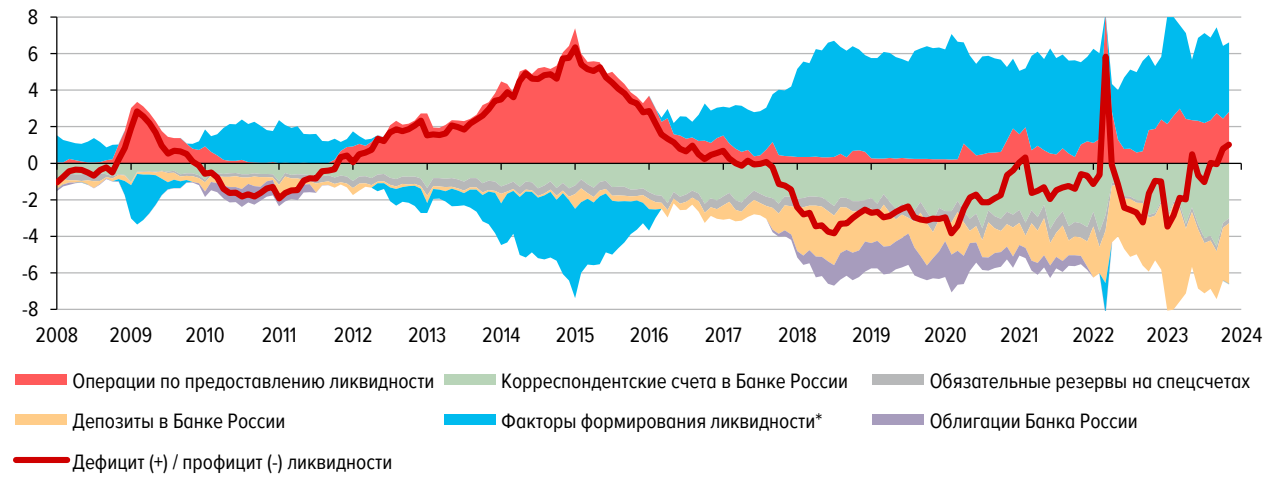
Увеличение объема наличных денег в обращении по итогам года прогнозируется в диапазоне 2,5–3,0 трлн рублей. Доля наличных денег в общем объеме денежной массы при такой динамике показателя к концу 2023 г. снизится по сравнению с уровнем на начало года. Однако прогнозируемый темп роста данного показателя превышает значения прошлых лет.

Прогноз ОР учитывает рост показателя в рассматриваемом периоде за счет общего увеличения широкой денежной массы. Реализованные Банком России в 2023 г. этапы повышения НОР также отражены в представленной оценке. В результате к концу 2023 г. при равномерном усреднении ОР банками объем их средств на корсчетах в Банке России составит 4,5–4,7 трлн рублей.

<sup>9</sup> Проект федерального бюджета на 2023–2026 годы, внесенный в Государственную Думу Российской Федерации 29 сентября 2023 г. (законопроект № 448554-8). Кроме того, Банк России учитывает собственные макроэкономические предпосылки и принятое Правительством Российской Федерации решение о возврате действовавших до сентября 2023 г. параметров топливного демпфера.

**БАЛАНС БАНКА РОССИИ**  
(по состоянию на начало дня, трлн руб.)

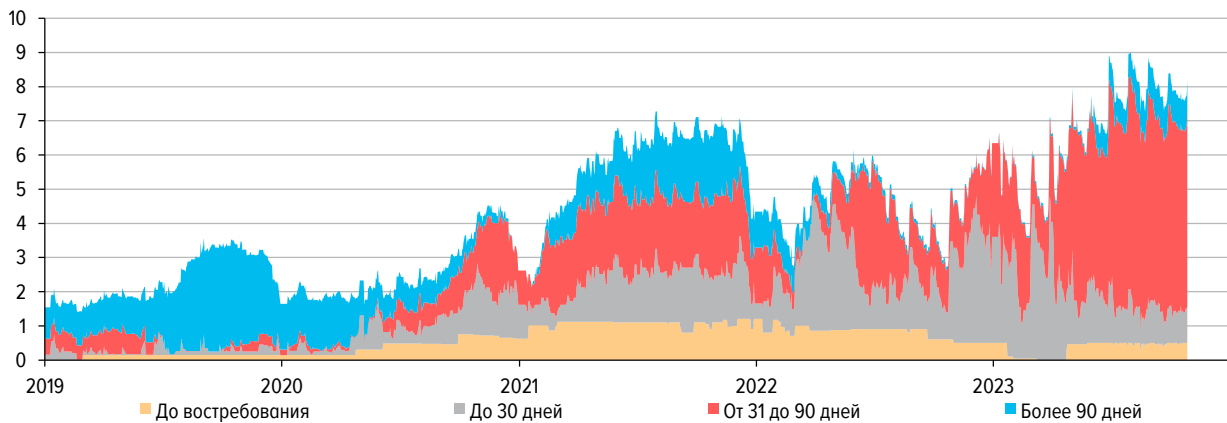
Рис. П-1



\* Данная статья является сальдирующей и включает изменение всех прочих, не выделенных отдельно статей баланса Банка России.  
Источник: расчеты Банка России.

**ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ОПЕРАЦИЯМ ФЕДЕРАЛЬНОГО КАЗНАЧЕЙСТВА**  
(трлн руб.)

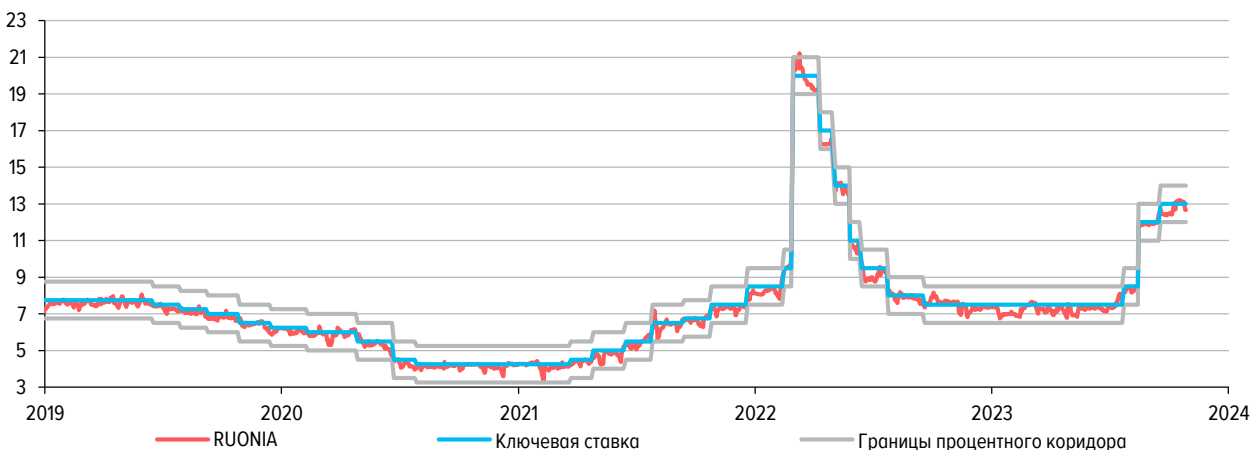
Рис. П-2



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

**СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ**  
(% годовых)

Рис. П-3

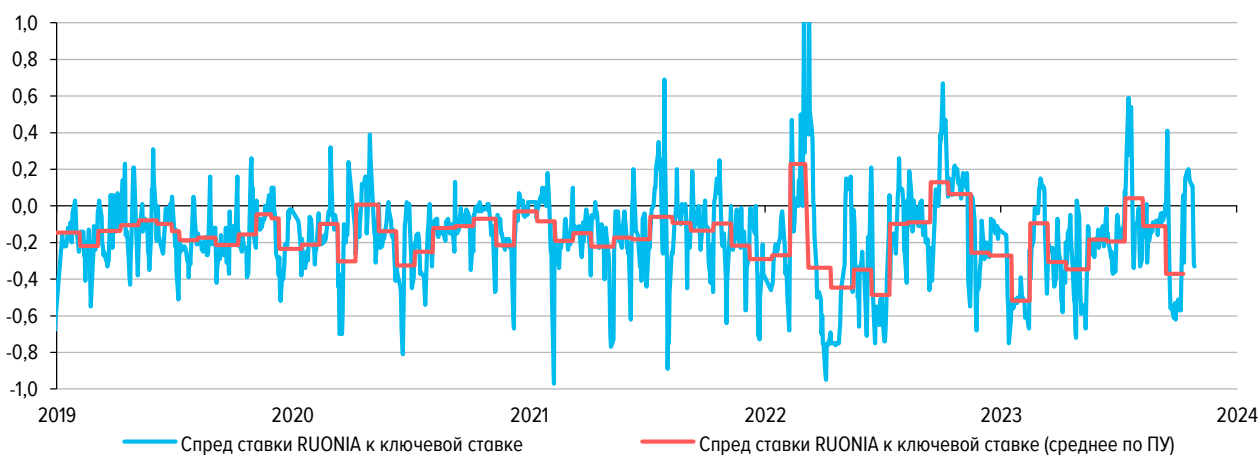


Источник: Банк России.



СПРЕД RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ  
(п.п.)

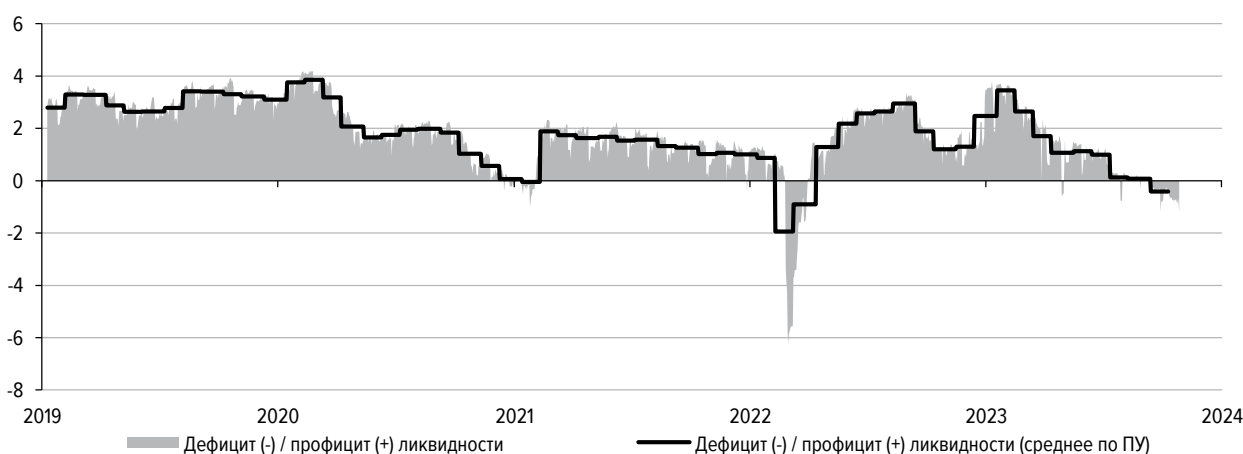
Рис. П-4



Источник: расчеты Банка России.

ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ  
(трлн руб.)

Рис. П-5



Источник: расчеты Банка России.

ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ И ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ  
(трлн руб.)

Табл. П-1

	Июль 2023 г.	Август 2023 г.	Сентябрь 2023 г.	Октябрь 2023 г.	2023 г. (прогноз)
<b>1. Факторы формирования ликвидности</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>[-1,1; -0,4]</b>
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	0,0	0,4	-0,7	-0,3	[2,1; 2,3]
– изменение наличных денег в обращении	-0,4	-0,2	0,0	0,1	[-3,0; -2,5]
– регулирование ОР кредитных организаций в Банке России	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
<b>2. Изменение усредняемой величины ОР</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>[2,2; 2,4]</b>
<b>3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>[-3,8; -2,9]</b>
<b>4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России и «навеса» над корсчетами (4 = 2 + 3 – 1)</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>
<b>Дефицит (+)/профицит (-) ликвидности (на конец периода)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>[-0,9; 0,0]</b>

\* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.  
Источник: расчеты Банка России.

#### **ВРЕЗКА 4. УТОЧНЕНИЕ МЕТОДОЛОГИИ ОЦЕНКИ ДЕФИЦИТА/ПРОФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ**

С ноября 2023 г. Банк России уточнил методологию расчета дефицита/профицита ликвидности банковского сектора<sup>1</sup>. Теперь при оценке показателя учитывается сальдо между остатками на корсчетах банков и усредняемой величиной обязательных резервов (УОР):

**Дефицит (+)/профицит (-) = требования БР к КО – обязательства БР перед КО – остатки на корсчетах КО + УОР**, где:

- *требования БР к КО* – требования Банка России к банкам по операциям предоставления ликвидности (репо, кредиты в рамках основного и дополнительного механизмов предоставления ликвидности, операции «валютный своп» по покупке Банком России иностранной валюты за рубли с последующей ее продажей, специализированные механизмы, кредиты в рамках безотзывных кредитных линий);
- *обязательства БР перед КО* – обязательства Банка России перед банками по депозитам, купонным облигациям и обязательства по возврату рублей по операциям «валютный своп» по продаже Банком России иностранной валюты за рубли с последующей ее покупкой.

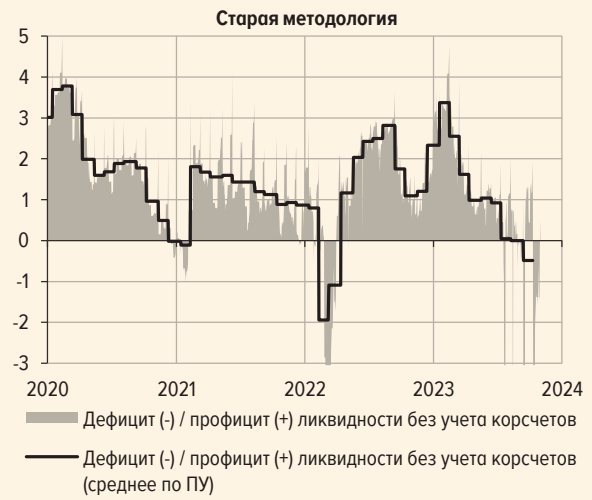
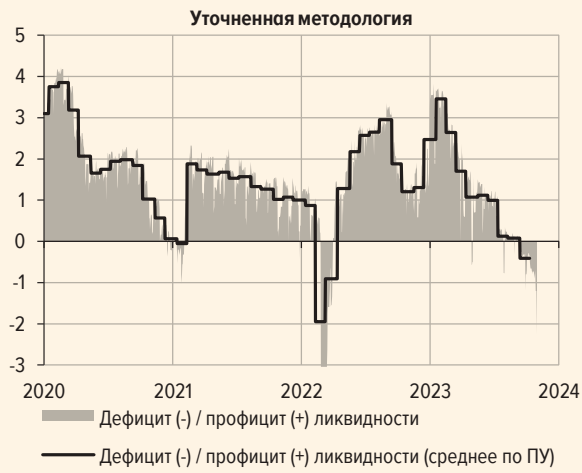
Учет в расчете сальдо между корсчетами банков и УОР позволяет исключить влияние на показатель операций, которые отражают стратегии банков по поддержанию ОР. В течение ПУ банки должны поддерживать на корсчетах столько средств, чтобы в среднем за ПУ этот уровень был не ниже величины, необходимой для выполнения обязательных резервных требований. При этом в течение ПУ корсчета могут сильно отклоняться от требуемого уровня. Например, в случае притока ликвидности банк может в течение нескольких дней поддержать корсчет выше УОР, впоследствии разместив избыточную ликвидность на депозитном аукционе Банка России. Отток ликвидности не означает, что банк должен в тот же день компенсировать его за счет операций на денежном рынке или с Банком России. Если ставки денежного рынка заметно отклоняются от ключевой ставки Банка России, банки могут увеличивать или сокращать свои операции на рынке так, чтобы выполнить резервные требования с минимальными издержками. Это способствует стабилизации рыночных ставок и достижению операционной цели Банка России. Но банки демонстрируют такое поведение и в преддверии изменения ключевой ставки. Если в течение ПУ ожидается повышение ключевой ставки, банки стремятся поддержать на корсчетах больше средств в период до повышения и уменьшить остатки в оставшиеся дни ПУ. Для этого они могут привлечь дополнительную ликвидность, в том числе через операции рефинансирования Банка России. Так было в июле, августе и сентябре 2023 года.

До ноября 2023 г. дефицит/профицит ликвидности определялся как разница между требованиями Банка России к банкам по операциям предоставления ликвидности и его обязательствами перед ними по депозитам и облигациям. Этот показатель также сохранен в статистике на сайте Банка России с названием «Дефицит (+)/профицит (-) ликвидности без учета корсчетов». Однако в информационно-аналитических материалах Банка России он больше не используется. В среднем за ПУ значения, рассчитываемые по старой и новой методологиям, близки между собой. Они отличаются на разницу между среднедневными остатками на корсчетах и УОР – «навес» корсчетов над УОР. Банки стремятся выполнить обязательные резервные требования с минимальным «навесом» за ПУ, потому что средства на корсчетах не приносят дохода и любое превышение корсчетов над нормативом – это упущенный доход для банка.

<sup>1</sup> См. [обновленный раздел](#) на сайте Банка России.

СРАВНЕНИЕ МЕТОДОЛОГИЙ РАСЧЕТА ДЕФИЦИТА/ПРОФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ  
(трлн руб.)

Рис. В-1



Источник: расчеты Банка России.

# СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ

Информационно-аналитические комментарии Банка России, вышедшие после публикации ДоДКП 3/23 31 июля 2023 г.<sup>1</sup>:

- |   |   |
|---|---|
|  1. <a href="#">Динамика потребительских цен. № 7 (91). Июль 2023 г. (14 августа 2023 г.)</a>  |  9. <a href="#">Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. № 9 (15). Сентябрь 2023 г. (10 октября 2023 г.)</a> |
|  2. <a href="#">Динамика потребительских цен. № 8 (92). Август 2023 г. (18 сентября 2023 г.)</a>   |  10. <a href="#">Платежный баланс Российской Федерации. № 3 (16). III квартал 2023 г. (19 октября 2023 г.)</a>                                       |
|  3. <a href="#">Динамика потребительских цен. № 9 (93). Сентябрь 2023 г. (13 октября 2023 г.)</a>  |  11. <a href="#">Региональная экономика: комментарии ГУ. № 22. Сентябрь 2023 г. (6 сентября 2023 г.)</a>   |
|  4. <a href="#">Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 8 (80). Август 2023 г. (23 августа 2023 г.)</a>                              |  12. <a href="#">Региональная экономика: комментарии ГУ. № 23. Октябрь 2023 г. (18 октября 2023 г.)</a>  |
|  5. <a href="#">Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 9 (81). Сентябрь 2023 г. (26 сентября 2023 г.)</a>                           |  13. <a href="#">Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии. Август 2023 г. (18 августа 2023 г.)</a>                                    |
|  6. <a href="#">Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 10 (82). Октябрь 2023 г. (30 октября 2023 г.)</a>                            |  14. <a href="#">Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии. Сентябрь 2023 г. (18 сентября 2023 г.)</a>                                 |
|  7. <a href="#">Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. № 7 (13). Июль 2023 г. (9 августа 2023 г.)</a>    |  15. <a href="#">Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии. Октябрь 2023 г. (19 октября 2023 г.)</a>                                   |
|  8. <a href="#">Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. № 8 (14). Август 2023 г. (8 сентября 2023 г.)</a> |   |

<sup>1</sup> В скобках указана дата публикации на сайте Банка России.

# КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2023 ГОДУ

Дата	Событие
<b>10 февраля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
20 февраля 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
17 марта 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>28 апреля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
11 мая 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
9 июня 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>21 июля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
31 июля 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
15 сентября 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>27 октября 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
7 ноября 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
15 декабря 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России

*Примечание. Жирным шрифтом выделены даты опорных заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке, которые проводятся четыре раза в год (один раз в квартал). Опорные заседания сопровождаются публикацией среднесрочного прогноза в рамках базового сценария. После каждого опорного заседания Банк России также публикует Доклад о денежно-кредитной политике.*

# КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2024 ГОДУ

Дата	Событие
<b>16 февраля 2024 года</b>	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Среднесрочный прогноз
	Пресс-конференция Председателя Банка России
27 февраля 2024 года	Доклад о денежно-кредитной политике
22 марта 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>26 апреля 2024 года</b>	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Среднесрочный прогноз
	Пресс-конференция Председателя Банка России
8 мая 2024 года	Доклад о денежно-кредитной политике
7 июня 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>26 июля 2024 года</b>	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Среднесрочный прогноз
	Пресс-конференция Председателя Банка России
5 августа 2024 года	Доклад о денежно-кредитной политике
13 сентября 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>25 октября 2024 года</b>	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Среднесрочный прогноз
	Пресс-конференция Председателя Банка России
2 ноября 2024 года	Доклад о денежно-кредитной политике
20 декабря 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России

Примечание. Жирным шрифтом выделены даты опорных заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке, которые проводятся четыре раза в год (один раз в квартал). Опорные заседания сопровождаются публикацией среднесрочного прогноза в рамках базового сценария. После каждого опорного заседания Банк России также публикует Доклад о денежно-кредитной политике.

# СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

СТАВКИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ<sup>1</sup> И RUONIA В 2022 – 2023 ГОДАХ  
(% годовых)

Табл. 1

Период	Ключевая ставка	Изменение ключевой ставки, п.п.	RUONIA (средняя за период)	Спред RUONIA к ключевой ставке, п.п. (средний за период)	Депозиты overnight действия – нижняя граница процентного коридора	Операции на открытом рынке: основные аукционы и аукционы «тонкой настройки» <sup>2</sup>	Операции предоставления ликвидности постоянного действия <sup>3</sup>		Операции на открытом рынке: аукционы на длительные сроки <sup>4</sup>		
							Операции основного механизма (ОМ) <sup>5</sup> – верхняя граница процентного коридора	Операции дополнительного механизма (ДМ) <sup>6</sup>	Аукционы репо	Кредитные аукционы	
					1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	От 1 до 30 дней <sup>7</sup>	От 1 до 180 дней <sup>8</sup>	1 месяц	1 год	3 месяца
Правило: спред к ключевой ставке, п.п.											
С 30.10.2023	15,00	↑ 2,00			-1,00	0,00	+1,00	+1,75	+0,10		+0,25
18.09.2023–29.10.2023	13,00	↑ 1,00	12,74	-0,26	14,00	15,00	16,00	16,75	15,10	15,25	15,25
15.08.2023–17.09.2023	12,00	↑ 3,50	11,93	-0,07	12,00	13,00	14,00	14,75	13,10	13,25	13,25
24.07.2023–14.08.2023	8,50	↑ 1,00	8,34	-0,16	11,00	12,00	13,00	13,75	12,10	12,25	12,25
19.09.2022–23.07.2023	7,50	↓ -0,50	7,33	-0,17	7,50	8,50	9,50	10,25	8,60	8,75	8,75
25.07.2022–18.09.2022	8,00	↓ -1,50	7,92	-0,08	7,00	8,00	9,00	9,75	7,60	7,75	7,75
14.06.2022–24.07.2022	9,50	↓ -1,50	9,11	-0,39	8,50	9,50	10,50	11,25	8,10	8,25	8,25
27.05.2022–13.06.2022	11,00	↓ -3,00	10,60	-0,40	10,00	11,00	12,00	12,75	9,60	9,75	9,75
04.05.2022–26.05.2022	14,00	↓ -3,00	13,82	-0,18	13,00	14,00	15,00	15,75	11,10	11,25	11,25
11.04.2022–03.05.2022	17,00	↓ -3,00	16,30	-0,70	16,00	17,00	18,00	18,75	14,10	14,25	14,25
28.02.2022–10.04.2022	20,00	↑ 10,50	19,86	-0,14	19,00	20,00	21,00	21,75	20,10	20,25	20,25
14.02.2022–27.02.2022	9,50	↑ 1,00	9,57	0,07	8,50	9,50	10,50	11,25	9,60	9,75	9,75
01.01.2022–13.02.2022	8,50	–	8,22	-0,28	7,50	8,50	9,50	10,25	8,60	8,75	8,75

<sup>1</sup> Также процентные ставки по дополнительному механизму предоставления ликвидности, установленные Советом директоров Банка России.  
<sup>2</sup> 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.  
<sup>3</sup> Кредиты и репо на сроки более одного дня по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.  
<sup>4</sup> 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). Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года.  
<sup>5</sup> До введения ОМ/ДМ – ставка по кредитам, сделкам «валютный своп» на срок 1 день, с 01.03.2022 – по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на сроки от 2 до 90 дней, с 25.03.2022 – по ломбардным кредитам на сроки от 2 до 90 дней.  
<sup>6</sup> До введения ОМ/ДМ – ставка по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на сроки от 91 до 549 дней, до 28.02.2022 – также на сроки от 2 до 90 дней.  
<sup>7</sup> Операции репо и сделки «валютный своп» на срок 1 день, кредиты на сроки от 1 до 30 дней; заключение сделок «валютный своп» приостановлено с апреля 2022 г. в связи с изменением внешних экономических условий.  
<sup>8</sup> Операции репо на сроки от 1 до 180 дней, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, на сроки от 1 до 180 дней.  
 Справочно: значение ставки рефинансирования с 01.01.2016 приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.  
 Источник: Банк России.

Табл. 2

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ<sup>1</sup>  
(млрд руб.)

	Депозиты overnight постоянного действия		Депозитные аукционы (основные и «тонкой настройкой»)		Аукционы репо (основные и «тонкой настройкой»)		Аукционы по размещению ОБР		Аукционы репо (на длительные сроки)		Кредиты overnight	Операции предоставления ликвидности постоянного действия				
	1 день		1 неделя и от 1 до 6 дней		1 неделя и от 1 до 6 дней		До 3 месяцев		1 месяц			1 день		Операции «валютный своп»	Ломбардные кредиты	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами
	1 день	От 1 до 90 дней	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 день	1 день	1 день	1 день		1 день	От 1 до 549 дней			
01.10.2023	914,1	1975,6	0,0	0,0	101,0	1101,7	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	24,1	880,4			
01.07.2023	1007,8	1746,6	0,0	0,0	301,7	1076,5	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	25,4	521,3			
01.04.2023	1094,3	2 450,0	0,0	0,0	1 005,8	759,8	0,0	0,0	7,6	0,0	0,0	32,2	266,4			
01.01.2023	1328,2	3 621,2	0,0	0,0	1 007,3	484,3	0,0	0,0	7,9	0,0	0,0	95,9	213,1			
01.10.2022	1 291,0	1 663,9	0,0	0,0	0,0	166,0	0,0	0,0	9,5	0,0	0,0	91,4	1 211,5			
01.07.2022	1 341,1	1 838,4	0,0	0,0	100,7	70,0	0,0	0,0	9,9	0,0	0,0	47,3	52,1			
01.04.2022	3 107,8	0,0	2 212,2	0,0	11,1	75,1	0,0	0,0	91,6	0,0	0,0	38,7	55,5			
01.01.2022	1 177,9	1 625,9	0,0	0,0	100,8	15,6	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	790,1			
01.10.2021	243,1	780,0	0,0	0,0	603,4	47,9	0,0	0,0	10,6	0,0	0,0	0,0	35,2			
01.07.2021	123,5	1 190,7	0,0	0,0	626,4	47,9	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	5,4			
01.04.2021	122,1	1 650,0	0,0	0,0	645,1	52,6	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	246,1			
01.01.2021	376,7	843,9	0,0	0,0	574,9	36,7	0,0	0,0	0,1	118,4	5,4	0,0	5,1			

<sup>1</sup> Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности.

Источник: Банк России.

Табл. 3

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ<sup>1</sup>

(%)

	Обязательства в рублях <sup>2</sup> банков с универсальной лицензией и НКО	Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях банков с базовой лицензией		Обязательства перед физическими лицами и иные в рублях банков с базовой лицензией	Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> (за исключением недружественных стран) банков и НКО	Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> (в валютах недружественных стран) банков и НКО	Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> банков	Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> НКО
		Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами с базовой лицензией	Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами с базовой лицензией					
С 01.06.2023	4,50	1,00	1,00	6,00	8,50	-	-	-
01.04.2023–31.05.2023	4,00	1,00	1,00	5,50	7,50	-	-	-
01.03.2023–31.03.2023	4,00	1,00	1,00	-	-	-	7,00	-
01.08.2022–28.02.2023	3,00	1,00	1,00	-	-	-	5,00	-
01.05.2022–31.07.2022	2,00	1,00	1,00	-	-	-	4,00	2,00
01.04.2022–30.04.2022	2,00	1,00	1,00	-	-	-	2,00	2,00
03.03.2022–31.03.2022		2,00		-	-	-	2,00	2,00
01.07.2019–02.03.2022		4,75		-	-	-	8,00	8,00

<sup>1</sup> Подробнее см. *нормативы обязательных резервов*.<sup>2</sup> Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами, обязательства перед физическими лицами и иные обязательства.  
Источник: Банк России.



Табл. 4

КОЭФФИЦИЕНТЫ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

	Банки	НКО
С 03.03.2022	0,9	1,0
С 01.07.2019	0,8	1,0

Примечание. С 01.01.2022 по 31.03.2022 кредитные организации, отвечающие определенным критериям, имели право рассчитывать усредняемую величину обязательных резервов с применением коэффициента усреднения не выше коэффициентов усреднения, установленных Банком России. С 01.04.2022 в обязательном порядке применяются единые коэффициенты усреднения.  
Источник: Банк России.

ИНФОРМАЦИЯ О ПОДДЕРЖАНИИ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ ПО ГРАФИКУ ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ

Табл. 5

Период усреднения по размеру обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Фактические средне-дневные остатки средств на корсчетах (млрд руб.)	Обязательные резервы, подлежащие усреднению на корсчетах (млрд руб.)	Обязательные резервы на счетах для их учета (млрд руб.)	Справочно:	
					Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
10.08.2022–13.09.2022	35	1 694	1 562	146	Июль 2022	16.08.2022–18.08.2022
14.09.2022–11.10.2022	28	2 452	2 321	146	Август 2022	16.09.2022–20.09.2022
12.10.2022–15.11.2022	35	2 430	2 323	146	Сентябрь 2022	18.10.2022–20.10.2022
16.11.2022–13.12.2022	28	2 407	2 305	146	Октябрь 2022	17.11.2022–20.12.2022
14.12.2022–17.01.2023	35	2 461	2 322	146	Ноябрь 2022	16.12.2022–20.12.2022
18.01.2023–14.02.2023	28	2 513	2 432	146	Декабрь 2022	24.01.2023–26.01.2023
15.02.2023–14.03.2023	28	2 496	2 402	265	Январь 2023	16.02.2023–20.02.2023 (с перерасчетом)
15.03.2023–11.04.2023	28	2 540	2 453	265	Февраль 2023	17.03.2023–21.03.2023
12.04.2023–16.05.2023	35	3 634	3 548	265	Март 2023	18.04.2023–20.04.2023
17.05.2023–13.06.2023	28	3 693	3 612	271	Апрель 2023	19.05.2023–23.05.2023
14.06.2023–11.07.2023	28	3 690	3 621	271	Май 2023	19.06.2023–21.06.2023
12.07.2023–08.08.2023	28	4 328	4 256	271	Июнь 2023	18.07.2023–20.07.2023
09.08.2023–12.09.2023	35	4 467	4 385	272	Июль 2023	16.08.2023–18.08.2023
13.09.2023–10.10.2023	28	4 578	4 504	272	Август 2023	18.09.2023–20.09.2023
11.10.2023–14.11.2023	35	-	4 562	272	Сентябрь 2023	17.10.2023–19.10.2023

Источник: Банк России.

ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2023 ГОДУ

Табл. 6

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:	
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
18.01.2023–14.02.2023	28	Декабрь 2022 года	24.01.2023–26.01.2023
15.02.2023–14.03.2023	28	Январь 2023 года	16.02.2023–20.02.2023 (с перерасчетом)
15.03.2023–11.04.2023	28	Февраль 2023 года	17.03.2023–21.03.2023
12.04.2023–16.05.2023	35	Март 2023 года	18.04.2023–20.04.2023
17.05.2023–13.06.2023	28	Апрель 2023 года	19.05.2023–23.05.2023
14.06.2023–11.07.2023	28	Май 2023 года	19.06.2023–21.06.2023
12.07.2023–08.08.2023	28	Июнь 2023 года	18.07.2023–20.07.2023
09.08.2023–12.09.2023	35	Июль 2023 года	16.08.2023–18.08.2023
13.09.2023–10.10.2023	28	Август 2023 года	18.09.2023–20.09.2023
11.10.2023–14.11.2023	35	Сентябрь 2023 года	17.10.2023–19.10.2023
15.11.2023–12.12.2023	28	Октябрь 2023 года	17.11.2023–21.11.2023
13.12.2023–16.01.2024	35	Ноябрь 2023 года	18.12.2023–20.12.2023

Примечание. Период регулирования размера обязательных резервов, в течение которого в 2023 г. производится ежегодный перерасчет по обязательным резервам, депонированным на счете по учету обязательных резервов, – с 16 по 20 февраля 2023 года.  
Источник: Банк России.

ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2024 ГОДУ

Табл. 7

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:	
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
17.01.2024–13.02.2024	28	Декабрь 2023 года	24.01.2024–26.01.2024
14.02.2024–12.03.2024	28	Январь 2024 года	16.02.2024–20.02.2024
13.03.2024–09.04.2024	28	Февраль 2024 года	19.03.2024–21.03.2024 (с перерасчетом)
10.04.2024–07.05.2024	28	Март 2024 года	16.04.2024–18.04.2024
08.05.2024–04.06.2024	28	Апрель 2024 года	21.05.2024–23.05.2024
05.06.2024–09.07.2024	35	Май 2024 года	19.06.2024–21.06.2024
10.07.2024–13.08.2024	35	Июнь 2024 года	16.07.2024–18.07.2024
14.08.2024–10.09.2024	28	Июль 2024 года	16.08.2024–20.08.2024
11.09.2024–08.10.2024	28	Август 2024 года	17.09.2024–19.09.2024
09.10.2024–12.11.2024	35	Сентябрь 2024 года	16.10.2024–18.10.2024
13.11.2024–10.12.2024	28	Октябрь 2024 года	18.11.2024–20.11.2024
11.12.2024–14.01.2025	35	Ноябрь 2024 года	17.12.2024–19.12.2024

Примечание. Период регулирования размера обязательных резервов, в течение которого в 2024 г. производится ежегодный перерасчет по обязательным резервам, депонированным на счете по учету обязательных резервов, – с 19 по 21 марта 2024 года.  
Источник: Банк России.

Табл. 8

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	Сентябрь 2022	Октябрь 2022	Ноябрь 2022	Декабрь 2022	Январь 2023	Февраль 2023	Март 2023	Апрель 2023	Май 2023	Июнь 2023	Июль 2023	Август 2023	Сентябрь 2023
<b>Реальный сектор</b>													
Инфляция	% г/г	13,68	12,63	11,98	11,94	10,99	3,51	2,31	2,51	3,25	4,30	5,15	6,00
ВВП <sup>1</sup>	% г/г	-3,5		-2,7			-1,8			4,9			
ВВП в текущих ценах <sup>1</sup>	трлн руб.	38,2		42,3			36,0			39,4			
Выпуск по базовым ВЭД	% г/г	-2,6	-2,4	-1,7	-3,0	-2,3	0,7	5,4	8,4	8,5	7,2	7,3	
Промышленное производство	% г/г	-3,1	-2,6	-1,8	-4,3	-1,7	1,2	5,2	7,1				
Производство сельхозпродукции	% г/г	13,6	10,9	8,2	6,1	2,6	3,3	3,2	2,9	2,6	-3,2	-6,8	
Строительство	% г/г	2,8	8,7	5,1	6,9	11,9	6,0	5,7	13,5	10,0	6,5	8,9	
Инвестиции в основной капитал <sup>1</sup>	% г/г	2,3		3,3			0,7			12,6			
Грузооборот транспорта	% г/г	-6,7	-6,4	-5,3	-4,3	-0,2	-3,5	-2,3	-3,9	-1,0	-0,4	0,4	
RMI Composite Index	% SA	51,5	45,8	50,0	48,0	53,1	56,8	55,1	54,4	55,8	53,3	55,9	54,7
Оборот розничной торговли	% г/г	-10,9	-10,2	-7,9	-10,4	-8,7	-4,8	8,2	9,6	10,3	10,8	11,0	
Реальные располагаемые доходы <sup>1</sup>	% г/г	-5,3		-0,2			4,4			5,3			
Реальная заработная плата	% г/г	-1,4	0,4	0,3	0,6	2,0	2,7	10,4	13,3	10,5	9,2		
Номинальная заработная плата	% г/г	12,1	13,1	12,3	12,6	13,2	6,3	13,0	16,1	14,1	13,9		
Уровень безработицы	% SA	3,8	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	
<b>Банковский сектор</b>													
Широкая денежная масса <sup>2</sup>	% г/г, ИВП	14,3	13,6	12,9	14,0	15,2	15,9	14,8	15,6	16,6	15,9	15,5	14,8
Денежная масса (агрегат M2) <sup>2</sup>	% г/г	23,9	24,4	23,4	24,4	25,9	24,4	23,6	24,9	25,4	24,7	22,9	20,8
Депозиты населения	% г/г, ИВП	4,4	3,4	4,2	6,4	5,8	12,4	10,6	11,6	12,8	12,9	13,8	17,1
в рублях	% г/г	14,0	13,9	14,7	17,8	17,1	21,7	19,0	20,4	21,2	21,6	22,2	24,0
в иностранной валюте	% г/г	-35,6	-40,1	-39,2	-40,7	-39,8	-30,9	-33,9	-37,3	-38,6	-37,2	-36,4	-30,5
долларизация	%	10,5	10,5	10,2	10,6	10,7	10,4	10,1	9,8	10,0	10,1	10,2	10,1
Кредиты нефинансовым организациям	% г/г, ИВП	13,7	14,5	14,7	15,9	15,8	16,2	19,2	21,1	23,1	23,7	22,0	21,5
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	25,5	25,2	23,3	20,0	15,3	19,7	18,6	18,0	20,2	19,8	19,5	20,2
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	12,9	13,9	14,5	16,4	17,2	17,2	21,1	23,7	25,3	26,3	24,1	23,4
Кредиты населению	% г/г, ИВП	10,2	9,6	9,9	9,7	9,3	10,3	13,3	15,9	17,8	18,8	21,3	23,0
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	16,8	16,6	18,1	17,7	17,0	16,0	18,6	21,4	23,5	23,4	26,9	29,1
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	5,0	3,9	3,2	2,7	2,5	5,1	8,0	10,3	11,8	13,3	14,4	15,0

Обозначения:

г/г – к соответствующему периоду предыдущего года;

SA – сезонно скорректированный;

ВЭД – виды экономической деятельности;

ИВП – с исключением валютной переоценки;

<sup>1</sup> Данные за квартал.

<sup>2</sup> За сентябрь 2023 г. предварительная оценка на основе данных отчетности кредитных организаций по формам 0409101 и 0409301.

Источники: Росстат, IHS Markit, расчеты Банка России.

Табл. 9

## ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ: ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

		Платежный баланс <sup>2</sup>											
		I квартал 2021	II квартал 2021	III квартал 2021	IV квартал 2021	I квартал 2022	II квартал 2022	III квартал 2022	IV квартал 2022	I квартал 2023	II квартал 2023	III квартал 2023 <sup>1</sup>	
Цена нефти марки Urals	% г/г	23,1	126,5	64,7	76,2	48,6	17,8	3,6	-19,9	-45,0	-29,3	0,0	
Курс к доллару («+» – укрепление, «-» – ослабление рубля)	% г/г	-11,1	-2,5	0,1	5,0	-12,3	12,4	23,7	16,5	16,5	-18,5	-36,9	
Экспорт товаров и услуг	% г/г	1,6	58,5	63,0	58,5	60,7	27,4	4,7	-8,6	-31,9	-30,0	-24,1	
Импорт товаров и услуг	% г/г	4,6	40,9	32,5	23,0	10,2	-23,3	-11,8	-6,6	5,3	33,2	9,0	
<b>Счет текущих операций</b>													
Торговый баланс	млрд долл. США	22,4	17,3	35,5	46,9	71,0	77,0	47,9	41,9	14,7	9,6	16,6	
Экспорт	млрд долл. США	93,3	114,9	132,1	154,0	154,6	151,8	141,7	144,0	104,9	103,7	106,1	
Импорт	млрд долл. США	64,6	76,1	77,9	85,5	69,8	56,7	68,8	81,2	74,7	76,2	75,9	
Баланс услуг	млрд долл. США	-3,0	-4,1	-6,9	-6,4	-3,5	-3,6	-7,0	-8,1	-7,3	-8,5	-9,0	
Экспорт	млрд долл. США	11,5	13,0	14,1	17,0	13,9	11,1	11,4	12,3	9,8	10,4	10,1	
Импорт	млрд долл. США	14,5	17,1	21,0	23,3	17,4	14,7	18,3	20,4	17,1	18,9	19,1	
Баланс первичных и вторичных доходов	млрд долл. США	-3,3	-17,5	-11,9	-15,2	-10,2	-14,4	-18,0	-12,8	-8,2	-9,3	-4,5	
<b>Счет операций с капиталом</b>	млрд долл. США	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	-1,9	-1,5	-0,1	0,0	0,0	
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	млрд долл. США	22,6	17,2	35,5	46,9	71,0	75,9	46,0	40,4	14,7	9,5	16,6	
<b>Сальдо финансового счета, включая резервные активы</b>	млрд долл. США	22,7	18,3	33,7	47,8	67,3	76,3	44,4	41,6	12,0	6,5	12,5	
Чистое принятие обязательств	млрд долл. США	-0,3	2,9	32,2	2,9	-35,1	-50,1	-13,9	-27,4	-9,2	6,2	4,3	
Чистое приобретение финансовых активов, включая резервные активы	млрд долл. США	22,4	21,2	65,9	50,7	32,2	26,2	30,5	14,2	2,8	12,7	16,8	
Чистые ошибки и пропуски	млрд долл. США	0,1	1,1	-1,8	0,9	-3,7	0,4	-1,6	1,1	-2,7	-3,1	-4,1	

<sup>1</sup> Оценка.<sup>2</sup> В знаках РПББ.

# ГЛОССАРИЙ

## **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).

## **ДЕНЕЖНАЯ БАЗА**

Сумма отдельных компонентов наличных денег 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 (M0, M1, M2, широкая денежная масса).

## **ДЕНЕЖНАЯ МАССА В НАЦИОНАЛЬНОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ (ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ M2)**

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.

## **ДЕФЛЯЦИЯ**

Устойчивое снижение общего уровня цен на товары и услуги в экономике на протяжении не менее 12 месяцев, отрицательные годовые темпы прироста потребительских цен.

## **ДОЛЛАРИЗАЦИЯ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ (КРЕДИТОВ)**

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

## **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.

## **ИНДЕКСЫ MSCI**

Группа индексов, рассчитываемых Morgan Stanley Capital International. Рассчитываются индексы по отдельным странам (в том числе России), глобальные индексы (по различным регионам, по развитым странам и странам с формирующимися рынками) и «мировой» индекс.

## **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 статью «Индекс потребительских цен»).

## **КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ**

Основной инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Ставка устанавливается Советом директоров Банка России восемь раз в год. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном итоге позволяет достигать основной цели денежно-кредитной политики. 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.

## **ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА**

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях осуществления платежей через платежную систему Банка России и выполнения обязательных резервных требований.

## **НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА**

Такой уровень ключевой ставки, при котором денежно-кредитная политика не способствует ни снижению, ни ускорению инфляции.

## **НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ**

Коэффициенты, значения которых могут находиться в интервале от 0 до 20%, применяемые к резервируемым обязательствам кредитной организации для расчета нормативной величины обязательных резервов. Устанавливаются Советом директоров Банка России.

## **ОБЛИГАЦИИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАЙМА**

Государственные внутренние ценные бумаги, эмитируемые Минфином России в рамках программы заимствований в целях финансирования дефицита федерального бюджета.

## **ОПЕРАЦИИ АБСОРБИРОВАНИЯ**

Операции Банка России по привлечению ликвидности у кредитных организаций на возвратной основе. Могут быть в форме привлечения средств в депозит или размещения облигаций Банка России.

## **ОПЕРАЦИИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

Операции Банка России по предоставлению ликвидности кредитным организациям на возвратной основе. Могут быть в форме кредита, репо или валютного свопа.

## **ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Статистическая система, в которой отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами Российской Федерации, произошедшие в течение отчетного периода.

## **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 осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

## **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 задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования избыточной ликвидности Банка России.

## **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 Банк России стремится создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе путем повышения информационной открытости.

## **ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ**

Механизм влияния решений в области денежно-кредитной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим).

## **ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ**

Состояние финансовой системы, в 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 к внешним шокам.

## **ЭТАЛОННАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА RUONIA (RUBLE OVERNIGHT INDEX AVERAGE)**

Взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

**БИПЦ** – базовый индекс потребительских цен

**б.п.** – базисный пункт (0,01 процентного пункта)

**ВВП** – валовой внутренний продукт

**ВНОК** – валовое накопление основного капитала

**ДодКП** – Доклад о денежно-кредитной политике (3/23 – № 3, 2023 г.; 4/23 – № 4, 2023 г.)

**ЕС** – Европейский союз

**ЕЦБ** – Европейский центральный банк

**ЗВР** – золотовалютные резервы

**ИВП** – исключая валютную переоценку

**ИОК** – инвестиции в основной капитал

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**КОБР** – купонные облигации Банка России

**МБК** – межбанковские кредиты

**мбс** – млн баррелей в сутки

**МОС** – материальные оборотные средства

**ОБР** – облигации Банка России

**ОНБП** – Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики

**ОНЕГДКП** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики

**ООО «инФОМ»** – Институт фонда «Общественное мнение»

**ОПЕК** – Организация стран – экспортеров нефти (Organization of the Petroleum Exporting Countries)

**ОР** – обязательные резервы

**ОФЗ** – облигации федерального займа

**п.п.** – процентный пункт



**РПББ** – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом

**Спред IG** – спред облигаций корпоративных эмитентов, имеющих инвестиционный рейтинг («BBB»), к кривой государственных облигаций в США

**Спред HY** – спред облигаций корпоративных эмитентов, имеющих рейтинг ниже инвестиционного («BB» и ниже), к кривой государственных облигаций в США

**СФР** – страны с формирующимися рынками

**ФК** – Федеральное казначейство

**ФНБ** – Фонд национального благосостояния

**ФРС США** – Федеральная резервная система США

**ЦВЕ** – Центральная и Восточная Европа

**PMI** – Purchasing Managers' Index (индекс менеджеров по закупкам)

**RUONIA (Ruble Overnight Index Average)** – взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт

**SA** – с исключением сезонности

