



Банк России

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

на 2027 год
и период 2028 и 2029 годов



Одобрено Советом директоров Банка России 28.10.2026.

Документ подготовлен по статистическим данным на 20.10.2026.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 22.10.2026.

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

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

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

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	2
Раздел 1. Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики	7
Врезка 1. Уровень цели по инфляции в России	23
Врезка 2. Преимущества плавающего курса	27
Врезка 3. Модельный аппарат и его развитие	29
Врезка 4. Взаимодействие денежно-кредитной и бюджетной политики	31
Врезка 5. Денежно-кредитная политика и поддержание устойчивости финансового сектора.....	36
Врезка 6. Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных.....	42
Раздел 2. Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики в конце 2025 года и в 2026 году.....	48
Врезка 7. Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки.....	58
Врезка 8. Факторы формирования курса рубля после 2022 года	62
Раздел 3. Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2026 году и 2027–2029 годах	65
Врезка 9. Бюджетная политика в 2026–2029 годах и ее влияние на экономику	84
Раздел 4. Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2026 году и 2027–2029 годах	86
Врезка 10. Денежный рынок	95
Раздел 5. Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики	98
Приложения	105
Приложение 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России	105
Врезка 11. Инфляционные ожидания экономических агентов.....	125
Врезка 12. Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям	130
Врезка 13. Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики	133
Врезка 14. Процентные расходы компаний и канал издержек.....	138
Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России.....	143
Приложение 3. Разовые факторы инфляции на стороне предложения.....	151
Врезка 15. Оценка вклада повышения НДС в рост цен	157
Приложение 4. Структурные изменения в российской экономике	161
Приложение 5. Отраслевой и региональный анализ для целей денежно-кредитной политики	171
Приложение 6. Нейтральная процентная ставка и потенциальные темпы роста экономики.....	185
Приложение 7. Развитие финансового рынка	196
Приложение 8. Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления	204
Врезка 16. Нетрадиционные меры денежно-кредитной политики	219
Календари и таблицы	224
Календарь решений по ключевой ставке в 2027 году	224
Денежная программа и прогноз ликвидности.....	225
Статистические таблицы	228
Глоссарий.....	239
Список сокращений.....	247

ВВЕДЕНИЕ

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

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

После быстрого роста темпами выше 4% в 2023 – 2024 годах, российская экономика перешла к более сдержанной динамике. В 2025 году ВВП увеличился на 1,0%. В первой половине 2026 года экономика продолжила умеренно расти. При этом динамика по отраслям оставалась неоднородной, отражая продолжающиеся структурные изменения в экономике и перераспределение спроса и ресурсов между секторами.

Во второй половине 2025 – первой половине 2026 года дисбаланс между спросом и предложением в российской экономике постепенно сокращался. Под влиянием жестких денежно-кредитных условий кредитная активность в целом была более сдержанной, чем в предыдущие годы, а склонность населения к сбережению – высокой. Это ограничивало расширение внутреннего спроса. При этом динамика его компонентов различалась. Потребительская активность оставалась устойчивой благодаря росту доходов населения. Хотя напряженность на рынке труда постепенно снижалась, а темпы роста заработных плат стали более умеренными, чем в 2023 – 2024 годах, рост заработных плат по-прежнему опережал рост производительности труда. Инвестиционная активность снизилась. В условиях ограниченности физических ресурсов, прежде всего трудовых, увеличение государственного спроса сопровождалось более сдержанной динамикой других компонентов внутреннего спроса, в том числе частного инвестиционного.

Устойчивое инфляционное давление снижалось по мере сокращения дисбаланса между спросом и предложением. Денежно-кредитная политика сдерживала рост цен как через охлаждение внутреннего спроса, так и через валютный канал. Рубль оставался крепким, чему способствовали высокий дифференциал процентных ставок, а также структурные факторы, в частности импортозамещение и санкционные ограничения. К концу 2025 года большинство показателей устойчивого роста цен снизились до 4–5% в пересчете на год и, по оценке Банка России, оставались в этом диапазоне в первой половине 2026 года. При этом текущие темпы роста цен заметно колебались под влиянием разовых факторов и волатильных компонентов: налоговых и тарифных изменений, нетипичной сезонной динамики цен на плодоовощную продукцию, а также изменений цен на нефтепродукты.

Снижение устойчивого инфляционного давления позволило Банку России продолжать последовательно смягчать денежно-кредитную политику. При этом денежно-кредитные условия сохраняли жесткость, необходимую для возвращения инфляции к цели в 2027 году. В декабре 2025 – июле 2026 года ключевая ставка была в совокупности снижена на 250 б.п., до 14,00% годовых. В декабре 2025 – апреле 2026 года Банк России снижал ставку на 50 б.п. на каждом

заседании, а в июне и июле уменьшил шаг снижения до 25 базисных пунктов. Более плавное смягчение денежно-кредитной политики было связано с усилением проинфляционных рисков, в том числе со стороны бюджетной политики, ситуации на топливном рынке и инфляционных ожиданий.

В III квартале часть этих проинфляционных рисков реализовалась. Основным фактором усиления инфляционного давления стал рост цен на топливо, связанный с временным выбытием производственных мощностей. Его влияние не ограничилось прямым вкладом в инфляцию. Через увеличение издержек компаний и вторичные эффекты, связанные с повышением инфляционных ожиданий, оно распространилось на более широкий круг товаров и услуг. В результате оценки устойчивой инфляции повысились до 5–6% в пересчете на год. Кроме того, внутренний спрос оставался высоким, чему в том числе способствовал более значительный бюджетный импульс, чем ранее предполагалось в бюджетных проектировках на 2026 год. При этом временное выбытие производственных мощностей в отдельных секторах ограничивало возможности расширения предложения. В результате вновь образовался дисбаланс между спросом и предложением. **В этих условиях в сентябре и октябре Банк России сохранял ключевую ставку на уровне 14,00% годовых.**

В базовом сценарии Банк России исходит из следующих внешних и внутренних предпосылок. Повышение мировых цен на энергоносители будет временным. Постепенная нормализация ситуации на Ближнем Востоке в 2027 году и увеличение добычи странами ОПЕК+ и другими производителями приведут к снижению цен на нефть. По прогнозу Банка России, цена на российскую нефть, рассчитываемая для целей налогообложения, сложится вблизи 72 долларов США за баррель в 2026 году и впоследствии снизится до 50 долларов США за баррель. В базовом сценарии также предполагается, что внешние санкции на среднесрочном горизонте сохранятся. Они будут и дальше сдерживать рост экспорта и импорта и поддерживать повышенные транзакционные издержки.

Банк России ожидает, что в базовом сценарии рост ВВП в 2026 году составит 0,5–1,0%. Замедление экономического роста в значительной мере будет связано с временным сокращением производственных возможностей в отдельных отраслях. В 2026 году рост внутреннего спроса останется умеренным: потребительские расходы продолжат увеличиваться, а инвестиционная активность будет постепенно восстанавливаться. Поддержку инвестициям окажут в том числе вложения в восстановление и защиту производственных мощностей в отдельных отраслях, а также реализация государственных инвестиционных и инфраструктурных проектов. В последующие годы по мере снижения процентных ставок вклад потребительского и инвестиционного спроса в экономический рост будет возрастать. В 2027 году рост ВВП ускорится до 1,0–2,0%. В 2028–2029 годах экономика вырастет на 1,5–2,5%, что соответствует долгосрочным темпам роста потенциального выпуска.

Годовая инфляция по итогам 2026 года составит 7,1–7,6%. Ее отклонение от цели в значительной мере будет связано с влиянием уже реализовавшихся в течение года разовых факторов – налоговых и тарифных изменений и роста цен на нефтепродукты. По мере исчерпания влияния разовых факторов и под воздействием проводимой денежно-кредитной политики рост цен будет замедляться. В 2027 году годовая инфляция снизится до 4% и в дальнейшем будет находиться вблизи цели. Такое развитие ситуации предполагает, что средняя ключевая ставка в 2026 году составит 14,6% годовых, в 2027 году – 12,5–13,5% годовых. В 2029 году ключевая ставка вернется в диапазон 7,5–8,5% годовых, соответствующий оценке долгосрочной номинальной нейтральной ставки.

Основные риски для развития российской экономики связаны как с внутренними, так и с внешними факторами. С учетом этого Банк России рассматривает два альтернативных неблагоприятных сценария. **Сценарий «Проинфляционный»** предполагает сочетание внешних и внутренних факторов, под влиянием которых спрос сложится выше, а предложение – ниже, чем в базовом сценарии. Охлаждение внутреннего спроса окажется менее устойчивым, в том числе из-за более значительного вклада бюджетной политики. Траектория роста предложения будет ниже из-за усиления санкционного давления и более длительного восстановления производственных мощностей. Дополнительное проинфляционное влияние окажут расширение протекционистских мер и повышенная чувствительность инфляционных ожиданий к прошлой динамике цен и разовым проинфляционным факторам. В **сценарии «Рисковый»** в качестве модельной предпосылки заложено развитие мирового финансового кризиса, сопоставимого по масштабам с кризисом 2007–2008 годов, в условиях накопленных дисбалансов на финансовых рынках развитых стран. Одним из факторов, способных спровоцировать развитие кризисных явлений в данном сценарии, может стать резкая переоценка активов технологических компаний на фоне завышенных ожиданий относительно экономических эффектов от развития искусственного интеллекта. Мировой спрос в сценарии «Рисковый» резко сократится, цены на нефть снизятся. Помимо ухудшения внешних условий, в данном сценарии заложено предположение об усилении санкционного давления и более значительном и продолжительном сокращении производственных возможностей. Реализация рисков в обоих сценариях, по оценкам Банка России, приведет к более высокой инфляции в ближайшие годы и потребует проведения более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием. Инфляция вернется к цели позже, чем в базовом сценарии.

Ситуация в российской экономике может развиваться и более благоприятно, чем в базовом сценарии, в случае реализации ряда условий. В **сценарии «Дезинфляционный»** более эффективное распределение ресурсов и внедрение новых технологий, в том числе искусственного интеллекта, приведут к более быстрому росту производительности. Это повысит отдачу от инвестиций. В результате экономика сможет расти быстрее без усиления инфляционного давления. В этих условиях Банк России сможет быстрее смягчать денежно-кредитную политику.

Базовый сценарий оценивается Банком России как наиболее вероятный. Среди других сценариев «Проинфляционный» более вероятен, чем «Дезинфляционный». Вероятность реализации сценария «Рисковый» остается низкой.

Важным фактором, который будет влиять на экономику в любом из сценариев в будущем, является **бюджетная политика**. При подготовке макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке Банк России учитывает параметры бюджетной политики и планируемые меры. Так, в базовом сценарии Банк России исходит из новых бюджетных проектировок, предполагающих постепенное сокращение структурного первичного дефицита с 1,8% ВВП в 2026 году до 0,6% ВВП в 2027 году и 0,2% ВВП в 2028 году с выходом на нулевой уровень в 2029 году. Также планируется снижение базовой цены на нефть в бюджетном правиле до 50 долларов США за баррель с 2027 года. При реализации данных параметров бюджетной политики она будет вносить дезинфляционный вклад на прогнозном горизонте.

При любых сценариях развития событий как в российской, так и в мировой экономике **денежно-кредитная политика будет направлена на достижение ее основной цели – поддержание ценовой стабильности**. Обеспечивая устойчиво низкую инфляцию, Банк России вносит вклад в макроэкономическую стабильность и тем самым создает необходимые условия для развития

экономики, в том числе для сбалансированного и устойчивого экономического роста. Ценовая стабильность:

- дает возможность компаниям и населению увереннее планировать расходы, сбережения и инвестиции;
- способствует повышению доступности заемного финансирования внутри страны;
- защищает доходы и сбережения граждан от значительного непредсказуемого обесценения;
- укрепляет доверие к национальной валюте и повышает ее привлекательность как средства сбережения;
- увеличивает привлекательность рубля как валюты для расчетов и контрактов, в том числе на международном уровне.

С 2015 года Банк России при реализации денежно-кредитной политики следует режиму таргетирования инфляции, руководствуясь лучшими мировыми практиками. **Основными принципами денежно-кредитной политики Банка России** являются постоянная публичная количественная цель по инфляции, плавающий валютный курс, использование ключевой ставки и коммуникации как основных инструментов денежно-кредитной политики, принятие решений на основе макроэкономического прогноза и информационная открытость.

Цель денежно-кредитной политики Банка России – годовая инфляция вблизи 4%. Она действует на постоянной основе. Цель установлена в виде точечного значения, которое дает обществу четкий ориентир для формирования ожиданий и принятия экономических решений. Формулировка «вблизи 4%» учитывает возможность небольших естественных колебаний вокруг цели. В 2026 году Банк России приступил к проведению очередного Обзора денежно-кредитной политики, который планирует завершить в 2028 году. В рамках него Банк России в том числе проанализирует, когда могут сформироваться предпосылки для снижения уровня цели по инфляции и каким может быть ее новый уровень. Если решение о снижении цели будет принято, об этом будет объявлено за несколько лет до изменения, что позволит экономике и инфляционным ожиданиям заблаговременно к нему подготовиться.

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

При таргетировании инфляции **Банк России придерживается режима плавающего валютного курса.** Банк России не устанавливает целевых ориентиров или ограничений по уровню курса. Плавающий курс сглаживает воздействие внешних факторов на экономику, обеспечивает ее

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

Чтобы денежно-кредитная политика была эффективной, необходимо понимание и доверие общества. Для этого Банк России не только принимает решения для поддержания инфляции на цели, но и стремится максимально оперативно и полно раскрывать информацию о проводимой денежно-кредитной политике. Ведется постоянная работа над расширением охвата аудитории и повышением адресности коммуникации. **Информационная открытость** Банка России в области денежно-кредитной политики помогает формировать более предсказуемую среду для принятия решений, усиливает влияние денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию. Коммуникация Банка России носит двусторонний характер: регулятор не только разъясняет проводимую денежно-кредитную политику, но и получает обратную связь, необходимую для повышения качества коммуникации и эффективности проведения денежно-кредитной политики.

Публикуемый документ имеет следующую структуру.

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

Раздел 2 содержит ретроспективный взгляд на денежно-кредитную политику Банка России с конца 2025 года по настоящее время. В раздел включены две врезки: о количественном анализе причин отклонения инфляции от цели и о факторах формирования курса рубля.

В разделе 3 рассматриваются базовый и альтернативные прогнозные сценарии Банка России. Раздел дополнен врезкой о влиянии бюджетной политики на экономику.

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

В разделе 5 раскрываются концептуальные подходы к коммуникации по денежно-кредитной политике, ее развитие в конце 2025 года и в 2026 году, а также планы по дальнейшему совершенствованию коммуникации.

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

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

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

Защита и обеспечение устойчивости рубля – основная функция Банка России в соответствии с Конституцией Российской Федерации¹. Согласно Федеральному закону «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», основной целью денежно-кредитной политики Банка России является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста². Ценовая стабильность означает стабильно низкую инфляцию.

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

Стабильно низкая инфляция обеспечивает устойчивость покупательной способности национальной валюты – рубля. При низкой инфляции заработные платы, пенсии и другие доходы, а также сбережения населения и предприятий в национальной валюте защищены от значительного непредсказуемого обесценения. Это позволяет более уверенно планировать расходы, включая долгосрочные, поддерживать уровень жизни и препятствовать росту социального неравенства³.

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

При стабильно низкой инфляции растет доверие к национальной валюте и снижается доля активов и обязательств в иностранной валюте. Это повышает устойчивость экономики к изменению внешних условий. Привлекательность рубля как валюты для международных расчетов и контрактов выше при устойчиво низкой инфляции в стране. Чем дольше период ценовой стабильности, тем больше у контрагентов уверенности в сохранении покупательной способности рубля и выше готовность использовать его в международной деятельности.

¹ Часть 2 статьи 75 Конституции Российской Федерации.

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

³ Подробнее о влиянии инфляции на социальное неравенство см. в приложении 3 [к ОНЕГДКП 2018–2020](#).

Денежно-кредитная политика создает условия, необходимые для развития экономики, способствует ее структурной трансформации. Однако сама по себе денежно-кредитная политика не может обеспечить устойчивое повышение экономического потенциала. Потенциал экономики определяется такими факторами, как накопление основного капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и капитала⁴. Это происходит в том числе в результате применения более эффективных форм труда и внедрения новых технологий. Денежно-кредитная политика может воздействовать на интенсивность использования указанных факторов, тем самым уменьшая масштабы циклического спада или перегрева в экономике и обеспечивая ценовую стабильность. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики.

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

Основные принципы денежно-кредитной политики

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

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

Таргетируя инфляцию, Банк России руководствуется лучшими практиками проведения денежно-кредитной политики в мире (см. [приложение 8 «Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления»](#)). Преимуществом таргетирования инфляции является его гибкость. Оно не предполагает достижения цели по инфляции любой ценой. Напротив, стремясь обеспечить низкую и стабильную инфляцию, денежно-кредитная политика минимизирует масштаб циклических колебаний выпуска, повышает предсказуемость экономической среды и тем самым создает условия для сбалансированного роста экономики. На преимущество таргетирования инфляции при различных вызовах указывают исследования, проведенные в рамках Обзора денежно-кредитной политики Банка России в 2021–2023 годах⁵.

⁴ Эффективность совместного использования труда и капитала характеризуется совокупной факторной производительностью (СФП). Она показывает, насколько эффективно имеющиеся факторы производства (объем труда и капитала) преобразуются в выпуск. СФП отражает, в частности, эффективность организации производственных и бизнес-процессов, качество управления и институциональной среды, а также эффективность распределения ресурсов в экономике.

⁵ Подробнее об исследованиях в рамках Обзора денежно-кредитной политики см. в подразделе [«Обзор денежно-кредитной политики Банка России»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

Постоянная публичная количественная цель по инфляции

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

Цель денежно-кредитной политики Банка России – годовая инфляция вблизи 4%. Цель по инфляции действует на постоянной основе. Инфляция не выше 4% соответствует восприятию ценовой стабильности населением и компаниями, согласно опросам⁶. Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен в России, то есть для изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. **Банк России использует индекс потребительских цен (ИПЦ) в качестве показателя, на основе которого определяет темп прироста потребительских цен (инфляцию).** ИПЦ рассчитывается и публикуется Росстатом.

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

Формулировка «вблизи 4%» означает, что допустимы небольшие колебания инфляции вокруг 4%. Эти колебания носят естественный характер и происходят из-за постоянной подстройки относительных цен. Под влиянием множества факторов цены на товары и услуги постоянно меняются. В результате на рынках отдельных товаров и услуг, а также в различных регионах может наблюдаться некоторый разброс в динамике цен (см. [приложение 5 «Отраслевой и региональный анализ для целей денежно-кредитной политики»](#)).

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

В 2023 году Банк России завершил Обзор денежно-кредитной политики. Результаты Обзора показали, что к концу 2021 года в российской экономике сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем (см. [врезку 1 «Уровень цели по инфляции в России»](#)). Однако в 2022 году из-за существенного изменения внешних условий началась структурная перестройка российской экономики, сопровождавшаяся масштабной корректировкой относительных цен⁷ по широкому кругу товаров и услуг. С 2023 года дополнительным проинфляционным фактором

⁶ [Опросы населения, проводимые ООО «инФОМ»](#) (март и октябрь 2022 года, февраль 2023 года); [мониторинг предприятий, проводимый Банком России](#) (февраль и октябрь 2022 года).

⁷ Под относительными ценами понимаются цены на отдельные товары и услуги потребительской корзины по отношению к среднему (общему) уровню цен в экономике. В условиях значительных шоков процесс подстройки относительных цен может охватывать широкий круг товаров и услуг.

стал перегрев экономики, вызванный быстрым расширением внутреннего спроса, в том числе под влиянием масштабного бюджетного импульса, при ограниченных возможностях наращивания предложения. В результате инфляция длительное время оставалась повышенной. Для ее снижения Банк России проводил жесткую денежно-кредитную политику. К июлю 2026 года годовая инфляция снизилась и составила 6,0%. Банк России планирует вернуть инфляцию к цели в 2027 году.

В 2026 году Банк России приступил к проведению очередного [Обзора денежно-кредитной политики](#), который планирует завершить в 2028 году. В рамках Обзора Банк России вновь оценит условия проведения и результаты денежно-кредитной политики с момента перехода к таргетированию инфляции в 2015 году. В частности, будет проанализировано, когда могут сформироваться предпосылки для снижения уровня цели по инфляции и каким может быть ее новый уровень. При этом в случае принятия такого решения о нем будет объявлено за несколько лет до изменения. Это позволит экономическим агентам заблаговременно скорректировать деловые и финансовые планы, а инфляционным ожиданиям – постепенно подстроиться к более низкой цели. Банк России продолжит обсуждение этих вопросов с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством Российской Федерации и Федеральным Собранием Российской Федерации.

Плавающий валютный курс

Банк России придерживается режима плавающего валютного курса. Это означает, что курс иностранной валюты к рублю определяется рыночными силами – соотношением спроса и предложения иностранной валюты на валютном рынке. Банк России не устанавливает целевых ориентиров и ограничений по уровню курса или темпам его изменения и не проводит операций с иностранной валютой, чтобы определять динамику курса. При этом Банк России может проводить операции на валютном рынке для поддержания финансовой стабильности. Цель таких операций – обеспечить устойчивое функционирование внутреннего валютного рынка при реализации рисков для финансовой стабильности, в том числе в случае резкого снижения его ликвидности. Такие операции не направлены на поддержание курса на определенном уровне или обеспечение траектории его изменения.

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

В условиях введения санкций и блокировки валютных счетов Банка России для предотвращения реализации рисков для финансовой стабильности с 2022 года в России ужесточены ограничения на движение капитала. Часть ограничений смягчалась по мере стабилизации ситуации. Действующие ограничения носят преимущественно неэкономический и двусторонний характер. Они компенсируют эффект внешних санкций, направленных на стимулирование вывода капитала зарубежных инвесторов из России и запрет на потенциальный приток капитала в будущем.

Несмотря на ограничения на движение капитала, курс рубля остается плавающим: его уровень не устанавливается административно и продолжает формироваться под влиянием спроса и предложения на валютном рынке. Ограничения на движение капитала изменяют

состав и масштаб отдельных валютных потоков, но не задают уровень курса и не подменяют рыночное ценообразование. В новых условиях динамика курса в большей степени, чем ранее, определяется соотношением спроса импортеров на иностранную валюту и ее предложения со стороны экспортеров. Влияние потоков капитала на динамику курса сохраняется, но оно менее значительно, чем раньше. При этом разница в процентных ставках между Россией и другими странами продолжает влиять на привлекательность вложений в рублевые активы со стороны резидентов и нерезидентов и, как следствие, на курс рубля. Кроме того, на курс воздействует ряд структурных факторов (см. [врезку 8 «Факторы формирования курса рубля после 2022 года»](#)).

Ограничения на движение капитала являются исключительно инструментом политики по поддержанию финансовой стабильности. Теория и практика денежно-кредитной политики в целом подтверждают, что временное использование ограничений на свободу движения капитала, чтобы снизить риски для финансовой стабильности, совместимо с таргетированием инфляции и плавающим валютным курсом. Однако сохранение в течение продолжительного времени масштабных прямых ограничений на свободу движения капитала может иметь негативные долгосрочные последствия для экономики и потенциала ее роста⁸.

Ключевая ставка и коммуникация – основные инструменты денежно-кредитной политики

Основным инструментом денежно-кредитной политики Банка России является ключевая ставка. Ключевая ставка – это процентная ставка, с помощью которой Банк России формирует в экономике денежно-кредитные условия, позволяющие поддерживать инфляцию на цели. Для этого Банк России регулярно проводит с банками операции, предоставляя им или привлекая у них денежные средства, – операции по управлению ликвидностью. Процентные ставки по основным операциям по управлению ликвидностью Банк России устанавливает на уровне ключевой ставки⁹. Процентные ставки по остальным операциям привязаны к ключевой ставке.

Проводя операции по управлению ликвидностью, Банк России стремится сблизить однодневные ставки денежного рынка с ключевой ставкой. Это операционная цель денежно-кредитной политики (см. [раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2026 году и 2027–2029 годах»](#)). Изменение краткосрочных ставок денежного рынка влияет на изменение ставок по операциям на более длительный срок. Они в свою очередь – на ставки по кредитам и депозитам, котировки ценных бумаг. В условиях действия санкций и ответных ограничений на движение капитала ключевая ставка воздействует на курс рубля опосредованно, прежде всего через спрос на импортные товары. Изменение ценовых параметров в разных сегментах финансового рынка влияет на склонность экономических агентов к потреблению, сбережению, инвестированию. В зависимости от этого формируется внутренний спрос в экономике, от соотношения с предложением которого зависит динамика цен. Комплекс взаимосвязей между экономическими процессами, позволяющий влиять на инфляцию через изменение ключевой ставки, называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики (см. [приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики \(ТМ ДКП\) в России»](#)).

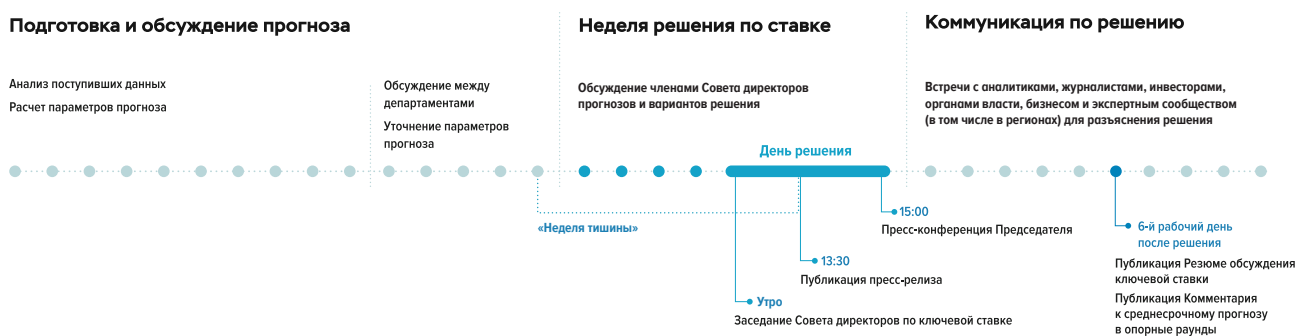
⁸ Подробнее см. врезку 3 «Ограничения на движение капитала и таргетирование инфляции» [ОНЕГДКП 2023–2025](#).

⁹ Минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя (процентные ставки по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора) установлены на уровне ключевой ставки. При этом фактическая процентная ставка по итогам аукционов может несколько отклоняться от ключевой ставки в рамках процентного коридора.

Изменение ключевой ставки в полной мере влияет на спрос и цены не сразу, а со временем.

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

Совет директоров Банка России принимает решения по ключевой ставке регулярно – 8 раз в год в соответствии с утвержденным и опубликованным календарем. Принятие решений в соответствии с календарем важно для повышения предсказуемости траектории ключевой ставки. Подготовка к решению начинается заранее: Банк России анализирует текущую экономическую ситуацию, обновляет макроэкономический прогноз, оценивает риски его отклонения и возможные варианты решения по ключевой ставке. На заседании Совет директоров обсуждает текущую ситуацию, прогнозные сценарии, пространство возможных решений и будущую траекторию ключевой ставки, после чего принимает решение и утверждает текст пресс-релиза¹⁰. Решения по ключевой ставке, принятые по календарю, вступают в силу на следующий рабочий день. Резкое существенное изменение экономической ситуации может требовать принятия оперативных решений по ключевой ставке. В этом случае проводятся внеочередные заседания Совета директоров Банка России. Если решение по ключевой ставке принимается на внеочередном заседании, Банк России может уточнить в пресс-релизе момент его вступления в силу.

Подготовка решения по ключевой ставке и коммуникация по нему**Банк России принимает решения по ключевой ставке на основе устойчивых тенденций**

в экономике и факторов длительного действия, учитывая растянутый во времени характер влияния мер денежно-кредитной политики на экономику. Банк России изменяет ключевую ставку, если текущие тенденции указывают на продолжительное отклонение инфляции от цели на прогнозном горизонте или имеются факторы длительного действия, которые, вероятнее всего, приведут к такому продолжительному отклонению. Для оценки влияния факторов на инфляцию Банк России составляет макроэкономический прогноз (см. [пункт «Решения на основе макроэкономического прогноза»](#)).

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

¹⁰ Подробнее о процессе подготовки и принятия решений по ключевой ставке см. в подразделе [«Как принимаются решения по ключевой ставке»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

При этом Банк России анализирует воздействие временных факторов на инфляционные ожидания (см. [приложение 3 «Разовые факторы инфляции на стороне предложения»](#)). Если факторы, которые изначально рассматривались как временные, приводят к существенному росту инфляционных ожиданий и изменению поведения экономических агентов и создают существенные риски для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе, Банк России учитывает эти факторы при принятии решения об уровне ключевой ставки.

Изменяя ключевую ставку, чтобы приблизить инфляцию к цели, центральный банк сглаживает экономический цикл и возвращает экономику к сбалансированному и устойчивому экономическому росту. Так проявляется контрциклическая роль денежно-кредитной политики.

Для достижения цели по инфляции Банк России влияет на спрос. В состоянии долгосрочного равновесия в экономике, то есть когда инфляция и инфляционные ожидания находятся вблизи цели, а выпуск – на уровне, близком к потенциалу, денежно-кредитная политика не должна оказывать ни сдерживающего, ни стимулирующего влияния на спрос и экономику (см. [врезку 6 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»](#)). Такая денежно-кредитная политика называется нейтральной.

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

Нейтральный уровень процентной ставки можно оценить лишь приблизительно – на основе наблюдаемых экономических показателей. В период значимых изменений в экономике неопределенность оценок нейтральной процентной ставки возрастает (см. [приложение 6 «Нейтральная процентная ставка и потенциальные темпы роста экономики»](#)).

Коммуникация о решениях по денежно-кредитной политике влияет на ожидания и поведение экономических агентов и является важным инструментом денежно-кредитной политики. Ожидания участников экономики существенно влияют на экономику в целом и инфляцию в частности. Чтобы меры центрального банка были более действенными, важно привязать инфляционные ожидания населения и бизнеса к цели по инфляции, то есть заякорить. Для этого необходимо, чтобы участники экономических отношений доверяли Банку России и его денежно-кредитной политике. Доверие формируется при успешном достижении цели по инфляции и понимании обществом политики центрального банка. Банк России стремится быть максимально открытым. Это является одним из принципов денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции (см. [пункт «Информационная открытость»](#)).

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

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

Решения на основе макроэкономического прогноза

Банк России принимает решения по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза, поскольку они влияют на динамику цен с временным лагом. Прогноз Банка России – это согласованное мнение членов Совета директоров Банка России о будущих экономических тенденциях и показателях. В его основе лежат результаты модельных расчетов по широкому комплексу современных количественных моделей, описывающих экономическую динамику¹¹. Модельный аппарат постоянно совершенствуется (см. [врезку 3 «Модельный аппарат и его развитие»](#)). При этом прогноз Банка России не формируется из модельных оценок автоматически, а учитывает экспертные суждения членов Совета директоров относительно гипотез и факторов, которые не всегда можно заложить в модели. Отдельные гипотезы проверяются на региональном уровне. Совету директоров о результатах докладывают руководители главных управлений Банка России.

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

При подготовке макропрогноза Банк России проводит детальный анализ широкого круга информации. В том числе Банк России анализирует текущее состояние российской экономики, ситуацию на мировых товарных и финансовых рынках, экономическую политику в крупных зарубежных странах, возможные изменения в бюджетном, налоговом, социальном и иных направлениях экономической политики в России. На основе этого Банк России формирует предпосылки прогнозных сценариев (набор внешних и внутренних экономических факторов, которые могут серьезно влиять на российскую экономику и инфляцию), а также оценивает инфляционные риски.

При подготовке макроэкономического прогноза Банк России учитывает тот факт, что решения по денежно-кредитной политике всегда принимаются в условиях неполной определенности. Ее факторами выступают не только перспективы развития экономической ситуации и предпосылки прогноза, но и новая информация о прошлом и текущем состоянии экономики. Неопределенность также может быть связана с особенностями модельного инструментария. Поэтому Банк России большое внимание уделяет взвешенности принимаемых в области денежно-кредитной политики решений. Это проявляется, в частности, в использовании широкого набора моделей, а также

¹¹ Подробнее о подготовке макроэкономического прогноза и модельном аппарате Банка России см. в подразделе [«Прогнозирование и модельный аппарат»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

в расчете нескольких различных сценариев развития ситуации в мировой и российской экономике с их вариациями. Такой подход позволяет Банку России оценивать надежность (робастность) макроэкономического прогноза и принимаемого на его основе решения по денежно-кредитной политике.

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

Информационная открытость

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

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

Коммуникация является инструментом денежно-кредитной политики, наряду с ключевой ставкой. Доверие к денежно-кредитной политике формируется, когда центральный банк принимает решения, необходимые для возвращения инфляции к цели, и понятно объясняет их логику. Поэтому Банк России стремится своевременно и полно раскрывать информацию о целях и принципах денежно-кредитной политики, принятых решениях и их обосновании, оценке экономической ситуации, перспективах ее развития и результатах проводимой политики.

Банк России выполняет свои функции по защите и обеспечению устойчивости рубля независимо от других органов государственной власти, но при этом не действует изолированно. Банк России постоянно взаимодействует с органами исполнительной власти и подотчетен Государственной Думе Федерального Собрания Российской Федерации и Национальному финансовому совету.

Банк России стремится расширять охват коммуникации по денежно-кредитной политике и делать ее более адресной, в том числе на региональном уровне. При выборе содержания, инструментов и каналов коммуникации он учитывает уровень специальных знаний и информационные

потребности разных целевых аудиторий. При этом коммуникация Банка России носит двусторонний характер: он разъясняет обществу свою политику и решения и получает обратную связь для учета общественных настроений и повышения качества коммуникации.

Для разъяснения денежно-кредитной политики Банк России использует официальный сайт, традиционные медиа, социальные сети и другие цифровые площадки, а также прямое взаимодействие с населением, бизнесом, аналитическим, научным и профессиональным сообществами. Банк России стремится предоставлять информацию оперативно, ясно и в доступной форме. Встречи и другие мероприятия позволяют не только объяснять проводимую политику и отвечать на вопросы, но и получать обратную связь, необходимую для повышения качества коммуникации.

Цели и принципы денежно-кредитной политики ежегодно раскрываются в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. В день принятия Советом директоров решения по ключевой ставке Банк России публикует пресс-релиз с объяснением логики принятого решения и проводит пресс-конференцию Председателя Банка России, которая транслируется в прямом эфире¹². Четыре раза в год, после опорных заседаний Совета директоров (в феврале, апреле, июле и октябре), вместе с пресс-релизом о ключевой ставке Банк России публикует среднесрочный макроэкономический прогноз. Примерно через 1,5 недели после каждого заседания Банк России публикует Резюме обсуждения ключевой ставки. В нем раскрываются детали дискуссии о ставке на неделю перед заседанием Совета директоров и непосредственно на заседании. В опорные раунды одновременно с Резюме Банк России публикует Комментарий к среднесрочному прогнозу, в котором подробно освещаются предпосылки и параметры макропрогноза и причины их пересмотра¹³. Банк России также выпускает различные комментарии о динамике макроэкономических показателей¹⁴.

Подробнее о целях, принципах, аудиториях, каналах и развитии коммуникации Банка России см. [в разделе 5 «Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики»](#).

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

Банк России непосредственно отвечает за несколько направлений экономической политики.

Целями его деятельности являются:

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

¹² В случае принятия внеочередных решений по ключевой ставке (вне публикуемого графика) пресс-конференция Председателя Банка России может не проводиться.

¹³ До конца 2023 года эта информация содержалась в Докладе о денежно-кредитной политике.

¹⁴ Комментарии публикуются на сайте Банка России в подразделе «Аналитика» раздела «Денежно-кредитная политика», а также в подразделе «Макроэкономические бюллетени» раздела «Исследования».

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

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

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

Денежно-кредитная политика и поддержание устойчивости финансового сектора

Банк России придерживается принципа разделения целей и инструментов денежно-кредитной политики и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора. **Для достижения цели по инфляции Банк России использует инструменты денежно-кредитной политики – ключевую ставку и коммуникацию. Устойчивость финансового сектора обеспечивают другие механизмы.** Прежде всего это **микропруденциальное регулирование** (регулирование кредитных и иных финансовых организаций), надзорная деятельность, мероприятия по финансовому оздоровлению. Эти меры дополняются **мерами макропруденциальной политики**, которая поддерживает стабильность финансовой системы в целом: стремится предотвратить накопление избыточных рисков в отдельных сегментах финансовой системы, минимизировать вероятность кризисов и их последствия. При этом Банк России учитывает взаимное влияние мер и той и другой политики и их воздействие на условия реализации денежно-кредитной политики (см. [врезку 5 «Денежно-кредитная политика и поддержание устойчивости финансового сектора»](#)).

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

Изменения микропруденциального регулирования в большинстве случаев воздействуют на долгосрочные и структурные аспекты деятельности финансовых организаций, поэтому

решения о них принимаются независимо от решений в области денежно-кредитной политики, ориентированных на среднесрочную перспективу. Более того, изменения микропруденциального регулирования, в отличие от макропруденциального, обычно вводятся на постоянной основе и не зависят от фазы финансово-экономического цикла. С учетом этого они, как правило, не влияют на условия проведения денежно-кредитной политики. Исключение составляют редкие случаи существенного изменения микропруденциального регулирования, требующие подстройки к ним финансового сектора (как правило, в кризисные и посткризисные периоды). Также это могут быть случаи, когда банкам технически не хватает капитала для удовлетворения возросшего спроса на кредит по текущим ставкам. В таких случаях Банк России учитывает влияние микропруденциальных мер на денежно-кредитные условия при принятии решений об уровне ключевой ставки и отдельных параметрах операций денежно-кредитной политики¹⁵.

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

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

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

Денежно-кредитная политика и развитие финансового рынка

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

¹⁵ Например, такие условия сложились в конце 2024 – начале 2025 года. Подробнее см. врезку 8 «Изменения банковского регулирования в 2023–2025 годах и их влияние на денежно-кредитную политику» [ОНЕГДКП 2026–2028](#).

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

Развитию российского финансового рынка способствуют совместные меры Правительства Российской Федерации и Банка России (см. [Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации](#), а также [приложение 7 «Развитие финансового рынка»](#)).

Денежно-кредитная политика и бюджетная политика

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

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

Существенное временное смягчение бюджетной политики (увеличение структурного дефицита или снижение структурного профицита) может приводить к более быстрому росту совокупного спроса и ускорять инфляцию, а бюджетная консолидация (снижение структурного дефицита бюджета или формирование структурного профицита) – напротив, к охлаждению совокупного спроса и замедлять рост цен. При этом на динамику инфляции влияет не только непосредственное изменение структурного дефицита/профицита бюджета, но и возникновение вторичных эффектов от изменения структуры бюджетных доходов и расходов. В частности, к существенному росту совокупного спроса может приводить расширение кредита экономике по субсидируемым ставкам (см. [врезку 13 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики»](#)).

Если вклад бюджетной политики в совокупный спрос увеличивается или снижается, то денежно-кредитная политика выполняет основную роль стабилизатора: она приводит рост совокупного спроса в соответствие с производственными возможностями экономики и тем

самым обеспечивает ценовую стабильность. Так, если в результате смягчения бюджетной политики или изменения структуры бюджетных расходов и доходов экономики есть риски ее отклонения вверх от траектории сбалансированного роста и усиления инфляционного давления, центральный банк ужесточает денежно-кредитную политику, уменьшая импульс со стороны частного спроса на сопоставимую величину. При этом сохранение мягкой бюджетной политики в течение длительного периода является фактором увеличения нейтральной ставки. Это означает, что в таких же условиях при продолжительной мягкой бюджетной политике уровень процентных ставок в экономике должен быть выше.

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

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

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

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

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

В рамках бюджетного правила, а также в связи с иными операциями Минфина России со средствами Фонда национального благосостояния Банк России проводит операции по покупке (продаже) иностранной валюты и золота на внутреннем рынке. Операции на валютном рынке проводятся с юанем с учетом увеличения его доли в торговых расчетах, роста объемов операций с ним на валютном рынке, а также блокировки валютных счетов Банка России в долларах США и евро. Чтобы минимизировать влияние операций с иностранной валютой на динамику валютного курса, Банк России покупает (продает) иностранную валюту на рынке равномерно в течение каждого торгового дня месяца. При проведении этих операций Банк России учитывает ликвидность валютного рынка. В случае временной приостановки операций с иностранной валютой отложенные объемы учитываются при определении параметров последующих операций.

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

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

Денежно-кредитная политика и другие виды государственной политики

Органы государственной власти вносят свой вклад в поддержание ценовой стабильности.

Прежде всего это меры по снижению влияния факторов инфляции на стороне предложения.

К таким факторам относятся события, автономные от денежно-кредитной политики, которые приводят к несистематическим изменениям предложения. Например, это неурожаи, перебои в поставках или производстве товаров, ограничения на ввоз продуктов питания по ветеринарным и фитосанитарным причинам. Под воздействием этих факторов инфляция может заметно колебаться. При этом их влияние бывает и кратким, и продолжительным. Они могут вызывать вторичные эффекты, такие как рост инфляционных ожиданий, и приводить к длительному периоду высокой инфляции.

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

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

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

При ухудшении внешних экономических условий могут применяться инструменты второй группы – ситуативного действия, например, временные меры для поддержки перестройки экономики. В их числе меры по облегчению ведения бизнеса, включая снижение административной нагрузки на бизнес, упрощение таможенных, сертификационных, транспортных процедур, ускорение цифровизации, механизм параллельного импорта и программы льготного кредитования приоритетных отраслей.

Банк России внимательно следит за реализуемыми и планируемыми мерами органов государственной власти, обсуждает их влияние с представителями бизнеса, финансового сообщества и органов власти. Банк России также делится своими наработками по анализу рынков товаров и услуг и предлагает меры по решению проблем. На региональном уровне территориальные учреждения Банка России регулярно взаимодействуют с местными органами власти и бизнес-сообществом по этим вопросам. Банк России продолжит оценивать влияние принимаемых мер на экономику, учитывать их при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по денежно-кредитной политике (см. [приложение 3 «Разовые факторы инфляции на стороне предложения»](#)).

ВРЕЗКА 1. УРОВЕНЬ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ

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

Выбор формата цели по инфляции, включая ее уровень, тип¹, горизонт действия и ценовой индекс², – фундаментальный вопрос в рамках таргетирования инфляции. В то же время определение оптимального³ для национальной экономики целевого ориентира по инфляции представляет собой весьма сложную задачу. С одной стороны, цель по инфляции должна отражать представления общества о ценовой стабильности и создавать условия для укрепления доверия к денежно-кредитной политике. С другой стороны, она должна быть объективно достижимой для центрального банка и учитывать особенности условий проведения денежно-кредитной политики в экономике.

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

Выбор уровня цели и итоги Обзора денежно-кредитной политики – 2023

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

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

Исследования⁴, проведенные в 2021–2023 годах в рамках Обзора денежно-кредитной политики, показали, что выбор Банком России 4% в качестве уровня цели по инфляции на начальном этапе таргетирования инфляции был в целом оправдан. В то же время к концу 2021 года в российской экономике сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем. В пользу этого свидетельствуют следующие аргументы.

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

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

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

⁴ Мещеряков А., Сухомлинов А., Глазова А. [Формат цели по инфляции](#). Банк России. Аналитическая записка. 2023 год.

За прошедшие годы таргетирования инфляции Банк России сделал значительный шаг вперед в укреплении доверия к проводимой денежно-кредитной политике. Инфляционные ожидания профессиональных участников рынка на среднесрочную перспективу закорены на цели по инфляции с 2017 года. В свою очередь незаякоренность инфляционных ожиданий населения и бизнеса не является препятствием для таргетирования более низких уровней инфляции в экономике, поскольку даже в странах с успешным и продолжительным опытом поддержания ценовой стабильности инфляционные ожидания реального сектора экономики склонны в значительной мере быть адаптивными и следовать за фактической динамикой инфляции.

О наличии пространства для снижения уровня цели по инфляции свидетельствуют модельные оценки для российской экономики на данных за период 2015–2021 годов. Это касается как оценок на основе откалиброванной для экономики России новокейнсианской DSGE-модели⁵, так и эконометрических оценок на основе международных сопоставлений⁶.

Согласно данным опросов⁷, инфляция на уровне 4% и ниже по ощущениям соответствует «комфортному»⁸ уровню инфляции для подавляющего большинства российских граждан и предприятий.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Почему Банк России не рассматривает повышение цели по инфляции

В последние несколько лет инфляция в России была выше 4%. Это было связано как с необходимостью значительной подстройки относительных цен после введения масштабных санкций, так и с перегревом спроса в 2023–2025 годах, а также с дополнительными шоками предложения в 2025–2026 годах. Однако отклонение инфляции от цели не означает, что действующий уровень цели стал недостижимым. Режим таргетирования инфляции допускает ее временное отклонение от цели при условии обязательного возвращения к этой цели по мере исчерпания эффектов шоков и под влиянием денежно-кредитной политики. Банк России не рассматривает возможность повышения уровня цели по инфляции. Такое решение не создало бы устойчивых преимуществ для российской экономики.

Повышение цели по инфляции не приведет к снижению процентных ставок в экономике – напротив, ставки будут выше. Предложения повысить цель нередко основываются на предположении, что это позволит проводить более мягкую денежно-кредитную политику и тем самым снизить процентные ставки. Однако такая логика не учитывает, что уровень номинальных процентных ставок зависит в том числе от инфляционных ожиданий. При переходе к более высокой цели инфляционные ожидания населения, бизнеса и участников финансового рынка вырастут. Экономические агенты будут ориентироваться на новый, более высокий уровень инфляции при принятии решений о ценах, заработных платах, сбережениях, кредитовании и условиях контрактов. Поскольку кредиторы хотят получить доход от вложений, они будут закладывать более высокую ожидаемую инфляцию в номинальные процентные ставки, и их уровень также будет выше. Кроме того, увеличение цели после продолжительного периода повышенной инфляции может быть воспринято как подстройка цели под фактическую инфляцию. В будущем экономические агенты могут в большей степени ориентироваться на текущую динамику цен и допускать дальнейший пересмотр цели при новых проинфляционных шоках. Это увеличит неопределенность относительно будущей инфляции и премии за риск, что повысит и реальные ставки по долгосрочным финансовым инструментам. Кроме того, более высокие и менее заякоренные инфляционные ожидания будут усиливать инерционность инфляции, поэтому для ее стабилизации при проинфляционных шоках может потребоваться более жесткая денежно-кредитная политика.

Более высокая цель по инфляции не позволит устойчиво повысить темпы роста экономики, а, напротив, способна негативно влиять на ее потенциал. Повышение цели не увеличивает возможности расширения предложения, поскольку не создает дополнительных трудовых ресурсов и производственных мощностей и не повышает их производительность. Поэтому в долгосрочной перспективе невозможно устойчиво увеличивать выпуск за счет более высокой инфляции. Кроме того, устойчиво более высокая инфляция, особенно при менее заякоренных инфляционных ожиданиях, как правило, сопровождается большей ее волатильностью и более значительным разбросом изменений цен. Ценовые сигналы становятся менее четкими: предприятиям и гражданам сложнее отличить изменение относительных цен на отдельных рынках от изменения общего уровня цен. Это повышает неопределенность, осложняет финансовое и инвестиционное планирование и сокращает

его горизонт. Компаниям приходится чаще пересматривать цены, бюджеты и условия контрактов и учитывать более широкий диапазон возможной инфляции при принятии инвестиционных решений. В результате труд и капитал могут распределяться между направлениями использования менее эффективно, что способно сдерживать рост производительности и потенциала экономики.

Более высокая инфляция означает более быстрое обесценение доходов и сбережений граждан. Эти издержки распределяются неравномерно: сильнее они затрагивают граждан с низкими доходами и тех, у кого меньше возможностей защитить свои доходы и сбережения от роста цен. Более низкая и предсказуемая инфляция, напротив, позволяет гражданам лучше сохранять покупательную способность доходов и сбережений и принимать финансовые решения на более длительном горизонте.

Повышение цели по инфляции может снизить привлекательность рубля как средства сбережения и валюты расчетов. При более высокой инфляции покупательная способность рублевых доходов и сбережений будет снижаться быстрее. Устойчиво более высокая инфляция по сравнению со странами – торговыми партнерами создает предпосылки для более быстрого номинального ослабления рубля и может усиливать неопределенность относительно его будущей динамики. Кроме того, более высокая инфляция может усиливать стимулы компаний и граждан к хранению сбережений в иностранной валюте и иностранных активах и снижать привлекательность рубля в качестве валюты международных расчетов по сравнению с валютами стран с более стабильными ценами. Цели выше 4% в мировой практике встречаются редко: совокупная доля стран – таргетеров инфляции с целью по инфляции выше 4% составляет около 5% от ВВП по ППС стран, придерживающихся таргетирования инфляции⁹.

Обзор денежно-кредитной политики – 2028

В 2026 году Банк России приступил к проведению очередного Обзора денежно-кредитной политики, который планирует завершить в 2028 году. В рамках Обзора Банк России в том числе проанализирует, когда могут сформироваться условия для снижения цели по инфляции и каким может быть ее новый уровень. Банк России продолжит обсуждение этого вопроса с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством Российской Федерации и Федеральным Собранием Российской Федерации.

⁹ На страны, придерживающиеся таргетирования инфляции, приходится около 63% мирового ВВП по ППС.

ВРЕЗКА 2. ПРЕИМУЩЕСТВА ПЛАВАЮЩЕГО КУРСА

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

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

Во-первых, плавающий курс играет роль встроенного стабилизатора экономики. В отличие от управляемого курса, он позволяет экономике лучше абсорбировать внешние шоки, то есть при изменении внешних условий масштаб перегрева или спада экономической активности будет меньше именно при плавающем курсе. Изменение номинального курса способствует более быстрой подстройке реального обменного курса и соотношения цен между отечественными и импортными товарами, перераспределяя спрос между ними. Благодаря этому уменьшаются колебания выпуска и занятости в ответ на шоки.

Опыт России это подтверждает. Снижение ВВП в 2015 году (в условиях падения мировых цен на нефть и введения санкций), в 2020 году (в кризис, вызванный пандемией COVID-19 в мире), а также в 2022 году (из-за введения новых масштабных санкций) было меньше, чем в период глобального финансового кризиса 2008–2009 годов, при сопоставимом или даже большем масштабе внешних воздействий, но при ином режиме обменного курса. Хотя характер шоков, состояние экономики, меры денежно-кредитной и бюджетной политики также влияли на глубину спада в российской экономике в эти годы, плавающий курс был одним из механизмов ее адаптации к резкому изменению внешних условий.

Как работает встроенный стабилизатор? Когда национальная валюта слабеет, цены на экспорт с точки зрения зарубежных покупателей¹ снижаются. Это делает отечественные товары и услуги более конкурентоспособными на международном рынке, что компенсирует негативное изменение со стороны внешних условий. При этом с точки зрения внутреннего спроса, как потребительского, так и инвестиционного, при ослаблении национальной валюты импорт становится дороже, что поддерживает конкурентоспособность отечественной продукции на внутреннем рынке и стимулирует импортозамещение. В свою очередь укрепление национальной валюты также контрциклически влияет на экономику, ограничивая риски ее перегрева. Это происходит в том числе через повышение доступности импортных товаров и услуг для отечественных покупателей. Таким образом, свободное курсообразование обеспечивает достаточную гибкость относительных цен, позволяя участникам экономики быстрее и с меньшими издержками приспосабливаться к изменению внешних условий.

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

Так, при фиксированном или управляемом курсе и высокой мобильности капитала возможности центрального банка самостоятельно устанавливать процентные ставки ограничены: вследствие арбитража внутренние ставки вынуждены следовать за глобальными процентными ставками. Плавающий курс не исключает влияния внешних условий на российскую экономику: мировые процентные ставки, премии за риск и глобальные финансовые потоки продолжают воздействовать на внутренние денежно-кредитные условия. Однако центральный банк не обязан изменять процентные ставки для поддержания заданного уровня валютного курса. Он может корректировать

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

денежно-кредитные условия в экономике, устанавливая процентные ставки независимо – на том уровне, который необходим для обеспечения низкой и стабильной инфляции. В свою очередь инфляционное давление, возникающее в случае курсовых изменений через эффект их переноса в потребительские цены, центральный банк учитывает при проведении денежно-кредитной политики.

В-третьих, гибкое курсообразование позволяет уравновесить интересы различных участников экономической деятельности, способствуя диверсификации экономики и росту ее устойчивости.

Это особенно важно в периоды структурных экономических преобразований или повышенной неопределенности.

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

Кроме того, стремление удерживать номинальный курс на определенном уровне может не соответствовать динамике реального курса валюты, как правило, отражающей изменения в структуре экономики². Поддержание номинального курса неизменным может создавать благоприятные условия для отдельных отраслей экономики, но лишь временно и за счет других ее секторов.

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

Вместе с тем в странах – экспортерах природных ресурсов некоторые меры по снижению курсовой волатильности, связанной с колебаниями цен на мировых сырьевых рынках, могут быть позитивны для экономики. Эти страны, в том числе Россия, для повышения макроэкономической устойчивости стремятся ограничить влияние внешнего сырьевого цикла на внутренний деловой цикл и используют для этого различные инструменты – например, бюджетное правило. Оно сглаживает влияние колебаний сырьевых цен на государственные расходы, совокупный спрос и реальный валютный курс. В России бюджетное правило было впервые представлено в 2004 году и в последующие годы постепенно модифицировалось.

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

ВРЕЗКА 3. МОДЕЛЬНЫЙ АППАРАТ И ЕГО РАЗВИТИЕ

История развития прогнозных моделей Банка России и последние обновления

Модельный аппарат Банка России состоит из широкого круга моделей разных классов и разной направленности. Он включает модели как для краткосрочного прогнозирования, позволяющие анализировать текущие тенденции и формировать представление о наиболее вероятном изменении макроэкономических переменных в перспективе 1–2 кварталов, так и для среднесрочного прогнозирования, способные рассчитывать изменение макроэкономических показателей на горизонте 3–4 лет при различных сценарных условиях и вариациях отдельных параметров. Выбор модели зависит от решаемой задачи, предметной области, характера используемых данных¹.

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

Чтобы повысить робастность прогнозных оценок, Департамент исследований и прогнозирования представляет альтернативные (независимые) прогнозные расчеты, сделанные на основе разработанных им моделей. Основная прогнозная модель Департамента исследований и прогнозирования также является одной из версий классической модели КПМ³. В ней, помимо стандартных уравнений, используются два дополнительных блока – бюджетный и кредитный. Бюджетный блок позволяет оценивать и учитывать влияние изменения основных показателей государственных финансов, в том числе посредством моделирования бюджетного правила. Кредитный блок описывает кредитный импульс с учетом влияния программ льготного кредитования на динамику кредита.

Чтобы расширить понимание ситуации в экономике, в совещаниях с руководством Банка России перед решением по ключевой ставке участвуют и руководители главных управлений Банка России. Они также представляют прогнозные расчеты для своих регионов на основе собственных региональных структурных и (или) полуструктурных моделей. Модели главных управлений построены на тех же принципах, что и модели для российской экономики в целом, но в них уделяется больше внимания региональной специфике и интерпретации федеральных тенденций. Как правило, в региональных моделях экономика страны представляется как состоящая из конкретного региона и остальной России. Исследования о региональных моделях опубликованы на сайте Банка России⁴ и в научном журнале Банка России «Деньги и кредит»⁵.

Модельный инструментарий Банка России совершенствуется в соответствии с последними академическими и практическими разработками российских и зарубежных экспертов в области макроэкономики и количественных методов⁶.

¹ См. подраздел [«Прогнозирование и модельный аппарат»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

² Орлов А., Шарафутдинов А. [Квартальная прогнозная модель России с рынком труда](#). Банк России. Доклад. Август 2024 года.

³ [Квартальная прогнозная модель Департамента исследований и прогнозирования](#). Банк России. Доклад. Октябрь 2024 года.

⁴ Модель для Волго-Вятского региона описана в работе «MARS: DSGE-модель с агентской, региональной и отраслевой неоднородностью», для Урала – «DEMUR: региональная полуструктурная модель макрорегиона «Урал», для Центрального федерального округа – «Прогнозирование региональных показателей на основе квартальной прогнозной модели», для Дальнего Востока – «Полуструктурная модель экономики Дальневосточного макрорегиона».

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

⁶ Подробнее об основных изменениях в КПМ за прошедшие годы см. во врезке 3 [ОНЕГДКП 2026–2028](#).

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

В последние годы существенно выросла роль рынка труда и бюджетной политики в макроэкономическом анализе и прогнозировании. Поэтому в 2026 году в КПМ Департамента денежно-кредитной политики был пересмотрен подход к моделированию динамики рабочей силы. Она теперь определяется с учетом демографического прогноза и эндогенного влияния заработной платы. Также был изменен подход к моделированию показателей бюджетной системы. Уравнения бюджетного блока в КПМ, как и спецификация агрегированных расходов и доходов федерального и регионального бюджетов, а также фискального импульса, остались прежними. Однако изменился подход к сезонному сглаживанию. До этого момента бюджетные показатели включались в модель в виде скользящих сумм за год. Такой подход был удобен для анализа бюджетных переменных в годовом выражении, однако в рамках КПМ приводил к искажению влияния бюджета на экономику в отдельном квартале: разовое воздействие в текущем квартале сохранялось еще в течение 3 последующих кварталов, при этом масштаб влияния в текущем квартале оказывался менее значимым, чем это проявлялось на самом деле. Для устранения этих проблем был проведен переход к использованию сезонно сглаженных бюджетных показателей. Сезонная корректировка бюджетных показателей осуществляется путем применения метода X-13ARIMA-SEATS, используемого в Банке России и для других индикаторов. Также был расширен круг торговых партнеров во внешней блоке модели. Более подробно можно будет ознакомиться в записке об обновлении модельного аппарата, публикация которой запланирована до конца этого года.

ВРЕЗКА 4. ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ И БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ

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

Роль макроэкономической политики в экономике

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

Поддержание ценовой стабильности является целью денежно-кредитной политики, которую проводит центральный банк. В условиях таргетирования инфляции центральный банк обеспечивает ценовую стабильность посредством изменения ключевой ставки, воздействуя на совокупный спрос для минимизации его отклонений от долгосрочной траектории сбалансированного (потенциального) роста¹. Низкая и стабильная инфляция уменьшает инфляционные премии в процентных ставках (особенно в долгосрочных), ограничивает рост стоимости факторов производства в экономике, в целом улучшает качество и предсказуемость деловой среды. Хотя денежно-кредитная политика воздействует на экономику в основном через совокупный спрос, она опосредованно улучшает эффективность использования факторов производства в экономике через снижение колебаний делового цикла и повышение предсказуемости макроэкономических условий. Это оказывает положительное влияние на долгосрочный рост экономики.

Бюджетная политика, проводимая правительством, ориентирована на выполнение широкого круга стратегических задач государства в области социально-экономического развития. Через налоги и расходы правительство перераспределяет ресурсы в соответствии с общественными приоритетами: реализует национальные инвестиционные и инфраструктурные проекты, финансирует социальные программы и иные меры поддержки граждан и бизнеса, обеспечивает работу государственных институтов. В кратко- и среднесрочном периодах бюджетная политика, как и денежно-кредитная, воздействует на экономику через совокупный спрос. Основное воздействие, как правило, формируется плановыми доходами и расходами бюджета, утвержденными в рамках стандартного бюджетного процесса. Дополнительное влияние может осуществляться двумя способами. Во-первых, через дискреционные меры, например внеплановые изменения расходов или налогов. Во-вторых, через автоматические стабилизаторы, то есть встроенные элементы бюджета, чувствительные к фазе делового цикла². При этом в долгосрочном периоде бюджетная политика воздействует и на совокупное предложение, реализуя инвестиции в человеческий капитал, инфраструктуру и технологическое развитие. Это означает, что бюджетная политика может со временем влиять на потенциальный выпуск не только через стабилизирующее воздействие, но и через прямое наращивание факторов производства и их производительность.

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

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

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

бюджетная политика, действуя в условиях контролируемых дефицитов и стабильного уровня долга, приоритизации расходов, приверженности бюджетным правилам³, облегчает для денежно-кредитной политики задачу по стабилизации инфляции на низком уровне. При этом при формировании бюджета правительство обычно исходит из целевого ориентира по инфляции, что дополнительно повышает согласованность и предсказуемость макроэкономической политики.

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

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

Реакция бюджетной и денежно-кредитной политики на шоки

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

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

³ Для экономик, богатых природными ресурсами, бюджетные правила особенно важны, поскольку в таких странах колебания мировых цен на сырье могут существенно влиять на экспортные доходы, в том числе на доходы государственного бюджета. При проциклическом изменении расходов вслед за сырьевой конъюнктурой бюджетная политика усиливает колебания экономической активности, инфляции, реального эффективного курса, снижая устойчивость экономики к внешним шокам. Кроме того, проциклическое поведение бюджетной политики усиливает проявления «голландской болезни»: рост доходов от сырьевого экспорта будет перетягивать внутренние ресурсы в пользу сырьевых и неторгуемых секторов экономики, ухудшая условия для развития несырьевых торгуемых отраслей. Напротив, бюджетное правило, основанное на консервативной оценке сырьевой конъюнктуры, позволяет ограничивать риски избыточных дефицитов при снижении сырьевых доходов и формировать бюджетные буферы, которые могут использоваться для поддержки экономики при ухудшении внешних условий. Тем самым бюджетное правило сдерживает проявления «голландской болезни» и расширяет пространство для маневра денежно-кредитной политики при реакции на шоки.

со временем повышать доверие к центральному банку и заякоренность инфляционных ожиданий, позволяя денежно-кредитной политике более эффективно выполнять свою контрциклическую роль в экономике.

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

Наличие достаточного бюджетного пространства также создает для правительства условия для наращивания заимствований по более умеренным процентным ставкам, поскольку бюджетные буферы и приверженность бюджетным правилам снижают риск-премии в восприятии держателей суверенного долга. Кроме того, низкий уровень государственного долга и умеренные дефициты уменьшают чувствительность бюджета к циклическим колебаниям краткосрочных процентных ставок. Напротив, длительное поддержание высоких дефицитов при ограниченных бюджетных буферах может приводить к росту нейтральной (равновесной) ставки, поскольку повышенные государственные заимствования перераспределяют в пользу государства часть доступных в экономике сбережений. При этом ухудшение оценки устойчивости государственных финансов побуждает инвесторов требовать дополнительную компенсацию за риск при финансировании государственного долга.

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

Особого подхода может требовать реакция на неблагоприятные шоки предложения, которые одновременно усиливают инфляционное давление и ограничивают производственные возможности экономики. В таких ситуациях важно оценивать природу шока, его масштаб и устойчивость: является ли он временным или приводит к устойчивому снижению уровня потенциального выпуска. Денежно-кредитная политика может учитывать разовый характер первичного влияния таких шоков на уровень цен, но должна предотвращать их перерастание в устойчиво высокую инфляцию через канал инфляционных ожиданий. Бюджетная политика в свою очередь может снижать издержки адаптации экономики за счет адресных и временных мер, направленных на смягчение ограничений на стороне предложения, поддержку наиболее уязвимых групп населения и секторов экономики, а также сохранение стимулов к расширению производства. При этом такие меры не должны приводить к избыточному расширению совокупного спроса, чтобы не усиливать дисбалансы в экономике.

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

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

В 2000-е годы российская экономика развивалась на фоне благоприятной внешней конъюнктуры и внутреннего восстановительного роста (в том числе восстановления потенциала после трансформационного спада 1990-х годов). Бюджетная политика постепенно переходила

от проциклического поведения к накоплению бюджетных буферов. Денежно-кредитная политика реализовывалась в рамках режима управляемого курса рубля, а ключевым инструментом политики выступали валютные интервенции.

Кризис 2009–2010 годов⁴ стал первым масштабным внешним шоком. Бюджетная политика сыграла ведущую роль в стабилизации экономики за счет масштабного бюджетного стимула благодаря накопленным в предыдущие годы бюджетным резервам. Денежно-кредитная политика внесла вклад в бесперебойное функционирование финансовой системы через недопущение дефицита ликвидности. Однако она не могла полноценно выполнять контрциклическую роль вследствие негибкого валютного курса и недостаточно высокого доверия. Опыт этого кризиса показал уязвимости в конструкции макроэкономической политики в части способности абсорбировать внешние шоки, что обусловило дальнейшее совершенствование подходов, включая запуск постепенной подготовки Банка России к переходу к режиму таргетирования инфляции.

Кризис 2014–2015 годов также имел внешнюю природу и был связан со значительным падением цен на нефть и ростом геополитической напряженности. Кризис наложился на завершение перехода Банка России к плавающему валютному курсу и режиму таргетирования инфляции. В ответ на ухудшение внешних условий в конце 2014 года Банк России резко повысил ключевую ставку, реагируя на риски не только для ценовой, но и для финансовой стабильности. Стабилизация ситуации позволила уже в начале февраля 2015 года перейти к снижению ключевой ставки, однако значительные проинфляционные шоки требовали проведения жесткой денежно-кредитной политики для снижения инфляции к 4% к концу 2017 года. Бюджетная политика при этом располагала не таким широким пространством для поддержки экономики, поскольку значительное падение цен на нефть имело структурные причины. Бюджет был вынужден адаптироваться к новому равновесию через сокращение расходов (в реальном выражении) и внедрение нового механизма бюджетного правила с консервативным взглядом на долгосрочные равновесные цены на нефть. Переход к режиму плавающего курса позволил значительно смягчить последствия ухудшения внешних условий для российской экономики, из-за чего масштабы падения ВВП в 2015 году были значительно меньше, чем в 2009 году. А приверженность макроэкономической стабильности со стороны бюджетной и денежно-кредитной политики позволила к середине 2017 года снизить инфляцию до 4%.

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

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

⁴ Кризис, начавшийся вслед за мировым финансовым кризисом 2007–2008 годов.

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

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

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

Денежно-кредитная политика через ключевую ставку и коммуникацию влияет на жесткость денежно-кредитных условий¹. Одним из важнейших звеньев трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) являются ставки по банковским кредитам и депозитам. Благодаря работе механизма трансмиссии, изменяя ключевую ставку, Банк России может воздействовать на ставки по банковским операциям, что в свою очередь влияет на спрос на кредитном рынке и склонность к сбережениям и инвестициям в экономике. В результате Банк России, корректируя жесткость денежно-кредитных условий, на среднесрочном горизонте стабилизирует уровень выпуска вблизи потенциального и поддерживает инфляцию вблизи цели².

Вместе с тем на работу денежно-кредитной трансмиссии может влиять и регулирование финансовых организаций, прежде всего банков, через воздействие на отдельные параметры функционирования банковского сектора. К ним относятся ставки и неценовые условия банковских операций, а также потенциал расширения активов при имеющейся достаточности собственного капитала банков.

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

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

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

С точки зрения наибольшего косвенного эффекта на денежно-кредитную политику одно из важнейших направлений регулирования – пруденциальное управление кредитным риском и риском ликвидности в банковском секторе, которое осуществляется в первую очередь с помощью нормативов достаточности капитала и нормативов ликвидности

Регулирование кредитного риска охватывает как покрытие ожидаемых потерь банков резервами, формируемыми из прибыли, так и подход, предполагающий, что капитал банка – это средство абсорбирования непредвиденных потерь. Такие потери могут быть связаны как с кредитованием, так и с переоценкой активов или обязательств банка. В российской практике регулирование кредитного риска базируется на группе нормативов достаточности капитала и антициклической надбавке³,

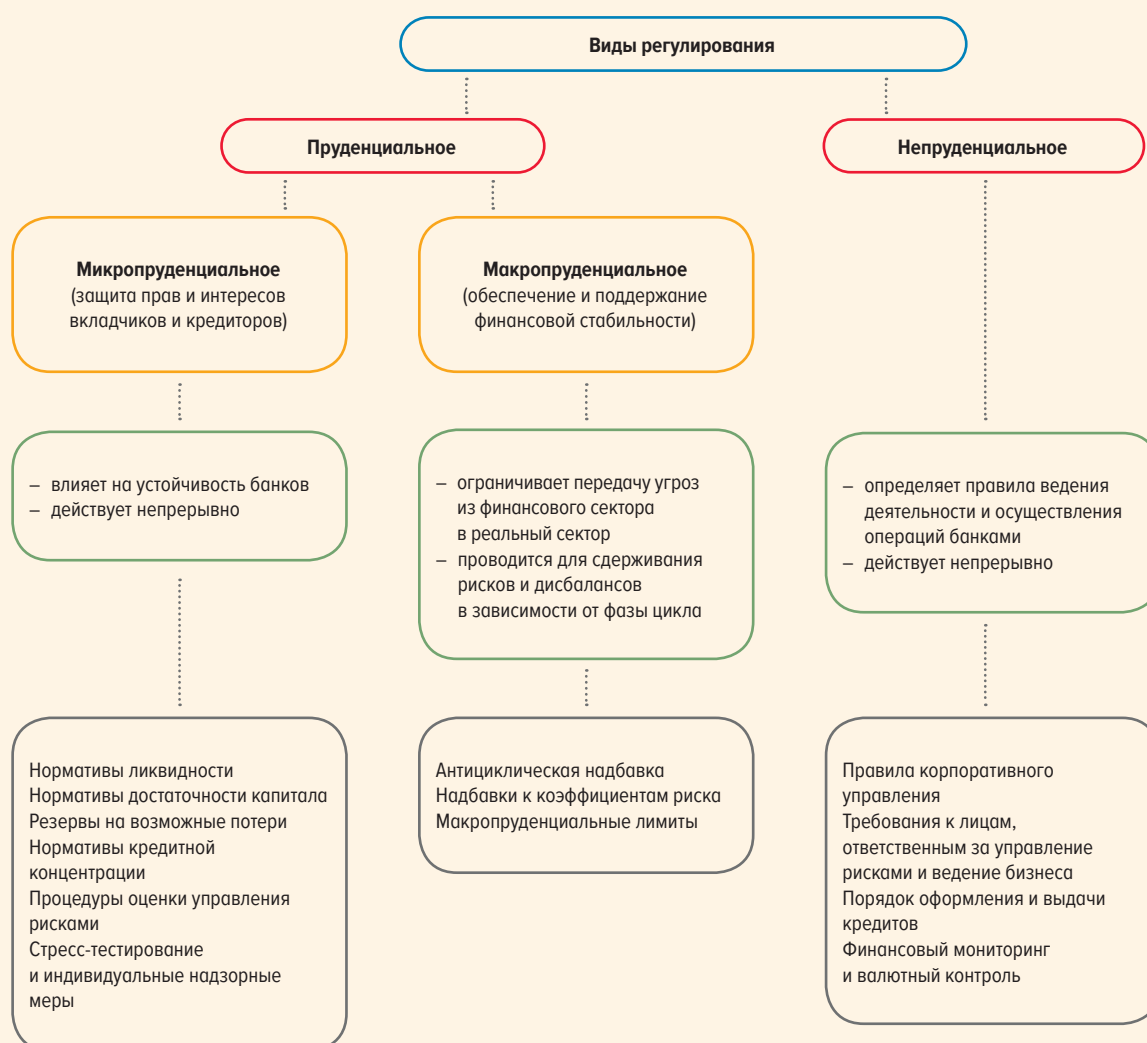
¹ См. приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России».

² См. врезку 6 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных».

³ В соответствии с инструкциями Банка России от 26.05.2025 № 220-И, от 26.05.2025 № 221-И.

РЕГУЛИРОВАНИЕ БАНКОВ

Рис. 5.1



Источник: Банк России.

надбавках к коэффициентам риска⁴, а также на ряде других, более точечных инструментов (норматив концентрации, норматив крупных кредитных рисков).

Нормативы ликвидности ограничивают банковские риски неплатежей и стимулируют банки управлять балансом так, чтобы формировать буферы высоколиквидных активов и поддерживать устойчивую структуру фондирования. Для ограничения риска ликвидности банки в целом самостоятельно следят за осуществлением платежей и заинтересованы в недопущении проблем с клиентскими транзакциями. Но нормативы ликвидности устанавливают более консервативные требования к банковской ликвидности, чтобы банки могли проводить платежи в том числе в стрессовых ситуациях, когда волатильность банковских обязательств может быть повышенной. В российском банковском регулировании главными инструментами выступают национальный норматив краткосрочной ликвидности и норматив структурной ликвидности⁵, а также нормативы мгновенной, текущей и долгосрочной ликвидности, более актуальные для не системно значимых банков.

⁴ В соответствии с Указанием Банка России от 16.12.2024 № 6960-У.

⁵ В соответствии с Положением Банка России от 26.07.2017 № 596-П.

Банковское регулирование в контексте риск-менеджмента и надзора отличается от внешне схожих мер в денежно-кредитной политике. Так, например, регулирование обязательных резервов и объема средств на корреспондентских счетах банков ставит целью управление ставками денежного рынка и не предполагает, что операции центрального банка направлены на ограничение рисков в кредитных организациях.

Подстраиваясь под соблюдение нормативов, банки формируют буферы капитала и ликвидности, а также корректируют ставки и уточняют неценовые условия операций, управляя таким образом объемами выдач и привлечения средств для достижения необходимой структуры баланса

Нормативное регулирование кредитного риска и риска ликвидности⁶ побуждает банки накапливать капитал и формировать буферы ликвидных активов. Кроме того, параметры банковского регулирования учитываются банками при ценообразовании своих операций. Банки включают корректировки – положительные и отрицательные – в трансфертные⁷ и продуктовые ставки. Также банки оптимизируют структуру активов и заемного фондирования с учетом необходимости подстройки под регуляторные нормативы. Обычно процессы управления структурой баланса и ставками происходят в банках синхронно, однако для детализации анализа рассмотрим их по отдельности.

Банковские ставки при прочих равных оказываются затронутыми воздействием пруденциального регулирования. Например, при ужесточении требований к капиталу и резервам выдача кредита становится дороже для банка. Это приводит к тому, что денежно-кредитные условия складываются более жесткими, чем в гипотетической ситуации отсутствия регуляторного воздействия.

Нормативы достаточности капитала могут приводить к росту кредитных ставок через ограничение предложения кредитов в тех случаях, когда наращивание капитала, необходимое для расширения баланса, невозможно или слишком дорого. Влияние регулирования достаточности капитала в целом зависит от объема собственных средств, которыми располагают банки, и от заданных коэффициентов риска и минимального значения норматива. На объем капитала банков, в частности, влияют резервы на потери по ссудам или связанные с переоценкой финансовых инструментов. Рост резервов отражается на стоимости риска⁸, которая является основной риск-метрикой, учитываемой банками при определении доходностей активов – в частности, по кредитным продуктам. При этом эпизоды дорезервирования, когда после недооценки рисков банки наращивают отчисления в резервы, могут влиять на будущие оценки стоимости риска и повышать вклад этого компонента в ставки по новым операциям, в том числе кредитным. Еще один компонент, включаемый в ставки, – затраты на капитал. Доходность актива подстраивается таким образом, чтобы обеспечивать целевую рентабельность собственных средств исходя из необходимой аллокации капитала, которая зависит от минимального значения норматива достаточности капитала и коэффициента риска. Такая подстройка происходит за счет отдельного компонента затрат на капитал⁹, включаемого в ставку по операции (например, по кредиту).

⁶ Рыночный и процентный риски банковской книги могут влиять на ставки по продуктам банков и формирование банковских активов, но не анализируются в рамках врезки. [Данные о динамике активов кредитных организаций, взвешенных по уровню риска в целях расчета показателя достаточности собственных средств](#), свидетельствуют о том, что доля рыночного риска в банковском секторе России составляла в начале 2026 года менее 3% от учитываемых в нормативах достаточности капитала рисков, а процентный риск банковской книги в актуальной версии российского банковского регулирования технически не включается в метрики и компоненты, связанные с расчетом капитала и нормативов банков.

⁷ См. [врезку 12 «Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям»](#).

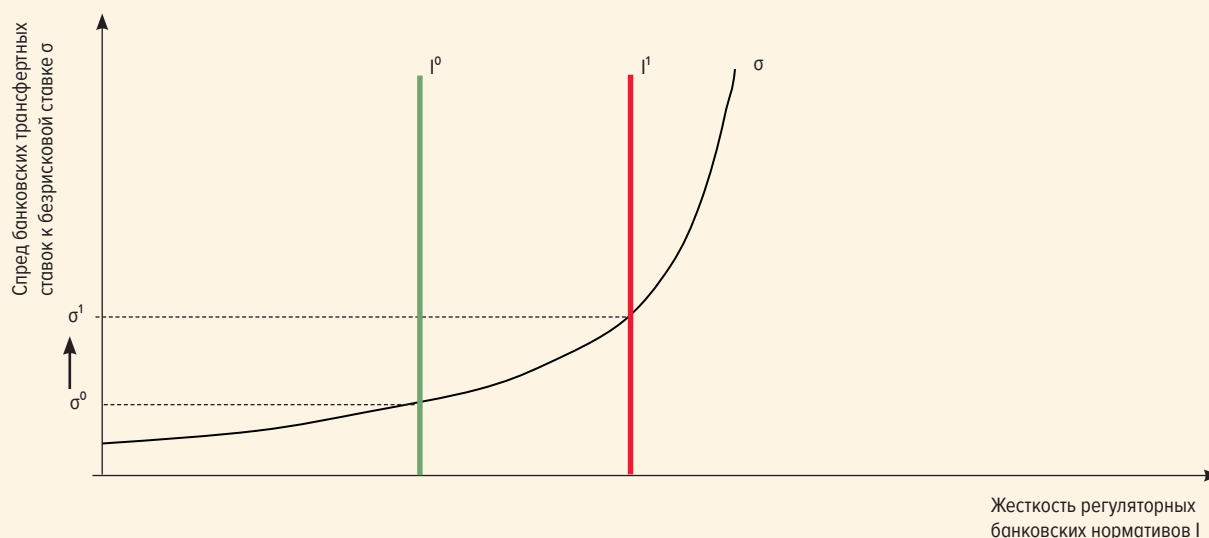
⁸ Стоимость риска оценивается банками как отношение прироста резервов в течение 1–12 месяцев к средней величине актива. Стоимость риска может быть, соответственно, фактической и ожидаемой. Основанные на истории или модельные оценки ожидаемой стоимости риска учитываются банками как компонент ставки по кредиту. Пример расчета стоимости риска для кредитов см. [в аналитическом обзоре «Банковский сектор»](#), примечание 16.

⁹ Надбавка за чистые затраты на капитал рассчитывается, в частности, по формуле $CAR \times RW \times (ROE - RF)$, где CAR – целевой уровень норматива достаточности капитала, RW – коэффициент риска в нормативе достаточности капитала, ROE – целевая рентабельность капитала, RF – безрисковая доходность вложений капитала. Поэтому при изменении регулирования норматива достаточности капитала для поддержания целевой рентабельности капитала надбавка будет увеличиваться/уменьшаться, что будет приводить к изменению кредитных ставок.

Нормативы ликвидности стимулируют банки приобретать больше финансовых активов, относящихся к высоколиквидным (например, высококачественных корпоративных облигаций), что может побуждать банки повышать ставки по другим активным операциям (например, кредитам) для компенсации недостающих доходов и поддержания рентабельности капитала, если банки не готовы на ее понижение ради доли на рынке в складывающейся конкурентной среде. Банки также могут интенсивнее привлекать устойчивые пассивы. Так, увеличение в структуре обязательств доли средств физических лиц и безотзывных депозитов юридических лиц позволяет улучшить нормативы ликвидности. Поэтому регулирование рисков ликвидности может способствовать повышению ставок по депозитам клиентов. Для улучшения нормативов ликвидности банки также могут привлекать средства у центрального банка под активы, не относящиеся к высоколиквидным. Ставки по таким операциям преимущественно выше, чем ставки межбанковского кредитования или по клиентским депозитам, и это также оказывает в итоге повышательное давление на стоимость фондирования.

СХЕМАТИЧНАЯ ИЛЛЮСТРАЦИЯ ВЗАИМОСВЯЗИ СТАВОК ПО ОПЕРАЦИЯМ БАНКОВ
И ЖЕСТКОСТИ БАНКОВСКОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Рис. 5.2



Источник: Банк России.

Объемы банковских операций также могут зависеть от подстройки балансов банков к банковскому регулированию не только через ставки, но и через неценовые условия по депозитам и кредитам. Влияние банковского регулирования затрагивает и структуру, и потенциальный объем операций банков.

Нормативы достаточности капитала могут побуждать банки ограничивать наращивание кредитных портфелей без повышения ставок за счет ужесточения неценовых условий кредитования. В частности, необходимость соблюдения регуляторных требований к достаточности капитала может стимулировать банки снизить аппетит к риску через ужесточение требований к заемщикам, повышение величины залога, сокращение срочности кредитования и прочие критерии.

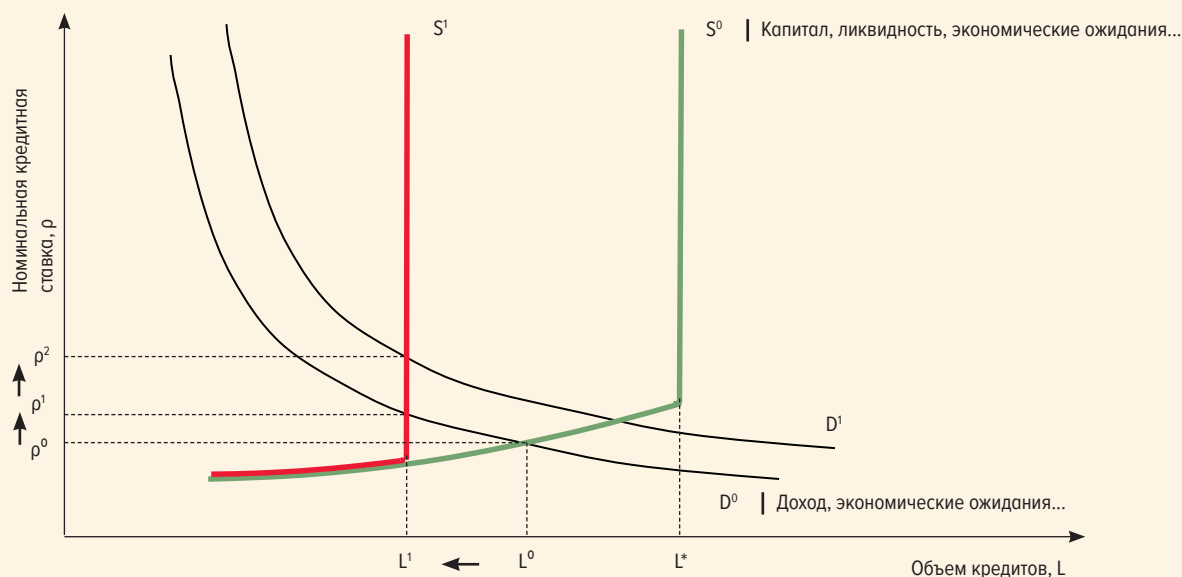
Нормативы ликвидности требуют поддержания сбалансированной срочной структуры активов и обязательств банка, в том числе с помощью увеличения доли высоколиквидных активов. Так как в равновесии структура банковских обязательств в целом определяется предпочтениями домохозяйств и компаний, банковский сектор в меньшей степени может приспосабливаться к выполнению нормативов ликвидности за счет корректировки структуры обязательств. Кроме того, банки могут замедлить рост потребности в фондировании, которое может, например, увеличивать ожидаемые оттоки в терминах норматива краткосрочной ликвидности или не являться стабильным в терминах норматива структурной ликвидности. В условиях ограниченности более устойчивых и долгосрочных ресурсов это может быть сделано, как и в примере с достаточностью капитала, посредством сдерживания выдач кредитов.

Ситуация с ценообразованием банковских продуктов и предложением кредитов может различаться в зависимости от степени жесткости регуляторных ограничений

Влияние банковского регулирования на банковские ставки и балансы варьируется в зависимости от возможностей банков оперативно пополнять объемы капитала и ликвидных активов. Этот тезис можно проиллюстрировать на примере равновесия на кредитном рынке.

СХЕМАТИЧНЫЙ ПРИМЕР РАВНОВЕСИЯ НА КРЕДИТНОМ РЫНКЕ ПРИ УЖЕСТОЧЕНИИ БАНКОВСКОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Рис. 5.3



Источник: Банк России.

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

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

До ужесточения регулирования равновесие на кредитном рынке достигается в точке (L^0, ρ^0) .

Ужесточение норматива достаточности капитала сдвигает кривую предложения влево (S^1).

При сохранении спроса на кредит на том же уровне объемы кредитования не смогут превысить (L^1), пока банки не нарастят капитал. Если в экономике произойдет снижение склонности к сбережениям

и рост спроса на кредит (сдвиг кривой спроса вправо с D^0 до D^1), то это приведет не к наращиванию кредитного портфеля, а лишь к увеличению кредитной ставки. Новое равновесие сформируется в точке (L^1, r^2) . Дальнейшее наращивание кредитования при тех же регуляторных требованиях будет возможно путем пополнения капитала и восстановления уровня нормативной ликвидности. Увеличение капитала происходит за счет распределения прибыли в условиях, когда возросшая кредитная ставка обеспечит целевую рентабельность капитала с учетом банковских издержек и рисков. Улучшение показателей нормативной ликвидности осуществляется за счет покупки высоколиквидных активов и привлечения более дорогого, более устойчивого фондирования.

Банковское регулирование как автономный фактор жесткости денежно-кредитных условий учитывается при принятии решений по ключевой ставке и не используется в целях таргетирования инфляции

Влияние регулирования банков учитывается как автономный фактор в процессе принятия решений по денежно-кредитной политике. С его учетом строятся прогнозные траектории денежно-кредитных показателей¹⁰ и показателей реального сектора.

Меры пруденциального регулирования при этом не используются для изменения жесткости денежно-кредитных условий в целях таргетирования инфляции, несмотря на то что они могут влиять на параметры операций и динамику объемных показателей в банковском секторе¹¹. Так, меры пруденциальной политики, ограничивающие общий рост кредитования, при неизменном уровне спроса на кредит могут вызывать ужесточение денежно-кредитных условий для конечных заемщиков даже более резкое и значительное, а также менее контролируемое, чем повышение ключевой ставки.

Кроме того, ужесточение банковского регулирования, реализуемое в отдельных сегментах кредитования, может не вызывать замедления общего роста кредитования и, соответственно, не проявляться в устойчивом дезинфляционном эффекте, так как у банков есть возможность использовать капитал и запасы нормативной ликвидности для выдачи кредитов в других сегментах или другим категориям клиентов. Если же ужесточение происходит одновременно во всех сегментах кредитования (как, например, при повышении антициклической надбавки), это может приводить к труднопрогнозируемому росту ставок как по розничным, так и по корпоративным кредитам. Смягчение регуляторных требований в свою очередь не стимулирует кредитную активность автоматически, поскольку равновесие на кредитном рынке по-прежнему зависит от спроса на заемные средства и от аппетита банков к риску. Инструменты банковского регулирования при этом не должны использоваться для обеспечения ценовой стабильности, так как будут действовать вразрез с целью по финансовой стабильности, приводя к избыточно жесткой оценке рисков или, наоборот, к их недооценке.

Денежно-кредитная политика, исключая редкие кризисные эпизоды, также не применяется для воздействия на устойчивость финансовых организаций или финансовую стабильность¹².

Таким образом, денежно-кредитная политика и банковское регулирование направлены на решение разных задач. Изменение денежно-кредитных условий происходит при реализации обеих политик, в том числе через спрос и предложение на кредитном рынке.

¹⁰ Во многих странах для монетарной политики меры, принимаемые в части банковского регулирования и надзора, носят характер полностью внешних условий, когда центральный банк как денежный регулятор и агентства по финансовому регулированию законодательно и административно разделены.

¹¹ Позиция регулятора по вопросу изложена в докладе [«Основные подходы к проведению макропруденциальной политики»](#). Банк России. 2025 год.

¹² Различие между устойчивостью финансовых организаций и стабильностью финансовой системы, а также роль денежно-кредитной политики при осуществлении этих функций обсуждается в аналитическом докладе в рамках Обзора денежно-кредитной политики [«Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность»](#). 2023 год.

ВРЕЗКА 6. КОНЦЕПЦИЯ ДОЛГОСРОЧНОГО РАВНОВЕСИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ОТКЛОНЕНИЯ ОТ НЕГО ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПЕРЕМЕННЫХ

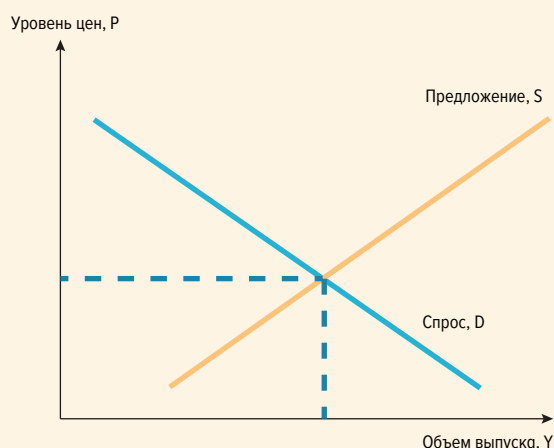
Банк России оценивает масштаб отклонения экономики от траектории сбалансированного и устойчивого роста. Денежно-кредитная политика направлена на достижение стабильно низкой инфляции и способствует возвращению экономики на эту траекторию

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

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

КРИВЫЕ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА ОТДЕЛЬНОМ РЫНКЕ

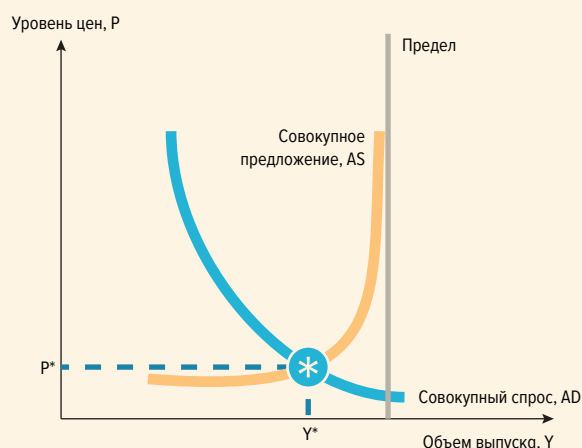
Рис. 6.1



Источник: Банк России.

КРИВЫЕ СОВОКУПНОГО СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ В ЭКОНОМИКЕ В ЦЕЛОМ

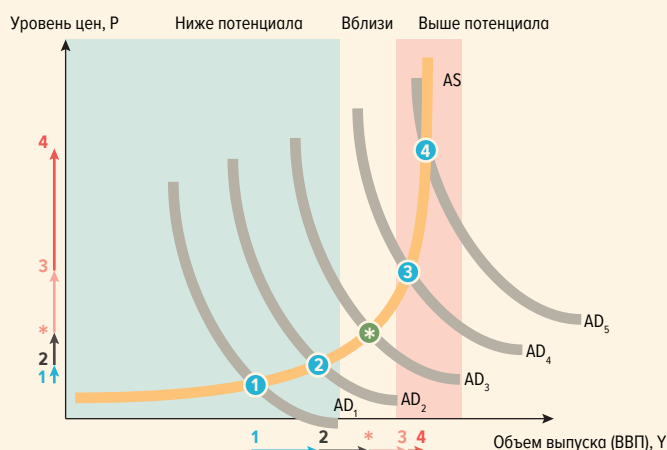
Рис. 6.2



Источник: Банк России.

СДВИГ КРИВОЙ AD ПРИ ШОКЕ СПРОСА

Рис. 6.3

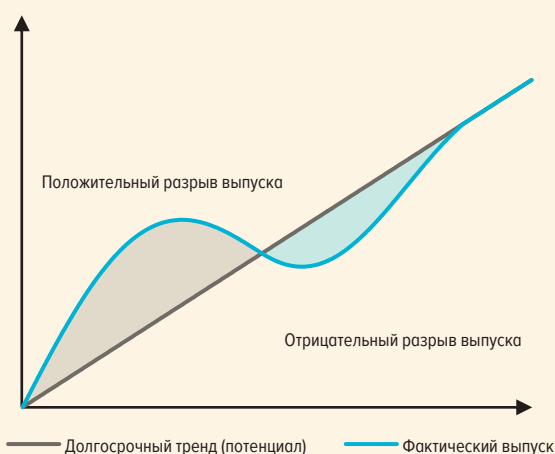


Источник: Банк России.

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

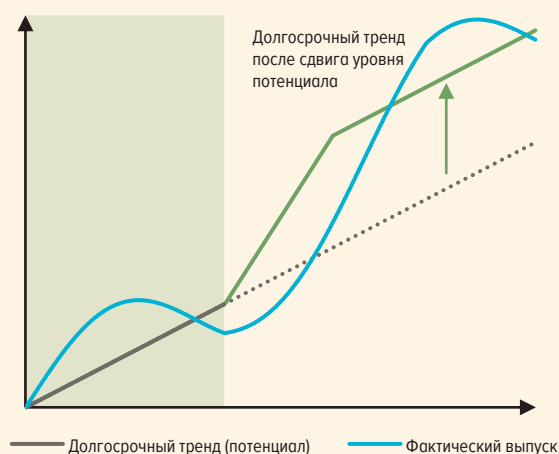
Пусть AS – кривая совокупного предложения в стране (производство плюс импорт), а AD – кривая совокупного спроса (расходы на потребление, инвестиции, государственные расходы и экспорт). В каждый момент времени наблюдается **текущее равновесие** – точка пересечения двух кривых. Что происходит, если в экономике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

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ТРЕНД И РАЗРЫВ ВЫПУСКА Рис. 6.4



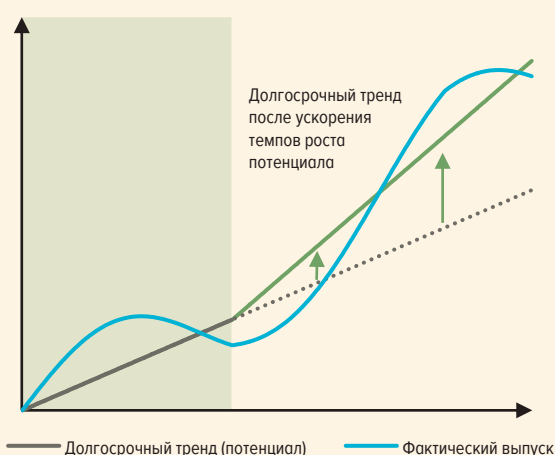
Источник: Банк России.

СДВИГ УРОВНЯ ТРЕНДА Рис. 6.5



Источник: Банк России.

ИЗМЕНЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ТРЕНДА Рис. 6.6



Источник: Банк России.

СДВИГ УРОВНЯ И ИЗМЕНЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ТРЕНДА Рис. 6.7



Источник: Банк России.

ВЫПУСК, РАЗРЫВ ВЫПУСКА И ИНФЛЯЦИЯ В РОССИИ В 2003–2026 ГОДАХ

Рис. 6.8



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

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

Наиболее часто в экономической литературе говорят о **разрыве выпуска**. Эта ненаблюдаемая величина показывает, насколько фактический выпуск отклонился от потенциального. В свою очередь потенциальный выпуск – это такой уровень выпуска, который экономика способна произвести при стандартном уровне загрузки факторов производства при существующих ресурсных, технологических и институциональных ограничениях. В практике центральных банков релевантной концепцией потенциального выпуска является уровень выпуска, не создающий проинфляционного или дезинфляционного давления, – другими словами, уровень, при котором в отсутствие новых шоков инфляция находится на целевом уровне.

Потенциальный выпуск не статичен, а изменяется в зависимости от динамики факторов производства (например, роста рабочей силы, освоения новых технологий или ввода в действие нового оборудования) и скорости технологического развития, поэтому еще одна важная характеристика экономики – темп роста потенциального выпуска, или скорость, с которой со временем меняется уровень потенциального выпуска. Когда фактический темп роста выпуска из-за действия циклических шоков превышает потенциальный, то в экономике формируется положительный (проинфляционный) разрыв выпуска. Поскольку при положительном разрыве выпуска предложение не успевает расширяться вслед за спросом, то в экономике формируется повышенное инфляционное давление. Темп роста цен начинает опережать цель по инфляции, и центральный банк должен повышать ставку, чтобы спрос вернулся к равновесию с предложением. В обратном случае, когда фактический темп роста оказывается ниже потенциального, формируется отрицательный (дезинфляционный) разрыв выпуска, а темп роста цен складывается ниже цели по инфляции. В этом случае центральному банку нужно снижать ставку, чтобы спрос повысился до уровня предложения.

В случае если экономика сталкивается с масштабными структурными изменениями, уровень и темп потенциального выпуска могут меняться. Действие структурных факторов приводит к изменению долгосрочного равновесия, и оценка разрыва выпуска в новых условиях может оказаться как больше, так и меньше прежней. Разрыв выпуска, как и сам выпуск, – агрегированная переменная, поэтому при оценке положения экономики относительно потенциального выпуска требуется рассматривать всю экономику в целом. Структурная перестройка экономики может происходить, в частности, в результате изменения внутреннего или внешнего спроса. В ответ на изменение спроса меняется структура производства: ресурсы постепенно перераспределяются между отраслями, что требует времени. Поэтому в процессе такой перестройки в отдельных отраслях, где спрос сократился, может сохраняться недозагрузка мощностей, даже если совокупный выпуск в экономике в целом находится вблизи своего потенциального уровня или выше него. Следовательно, недозагрузка отдельных отраслей сама по себе еще не свидетельствует о переохлаждении всей экономики. Реакция центрального банка ограничена только той частью разрыва выпуска, которая показывает отклонение фактического темпа роста от нового равновесного тренда. Мерами денежно-кредитной политики (и другим инструментарием центрального банка) невозможно вернуть экономику к прежнему долгосрочному тренду.

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

Долгосрочное ускорение (или замедление) темпов роста обусловливается изменением технологического прогресса, демографическими и институциональными факторами. Другими словами, разовые шоки не способны увеличить угол роста траектории потенциала без воздействия на фундаментальные причины экономического роста. Добиться этого можно увеличением совокупной факторной производительности – созданием благоприятной среды для ведения бизнеса, совершенствованием судебной системы и качества управления, улучшением регуляторной среды, развитием технологий и так далее.

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

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

Начало периода структурной трансформации, напротив, характеризовалось не только снижением фактического выпуска, но и изменениями как в уровне потенциального выпуска, так и в темпах его роста. Ограничения на потоки капитала и введение торговых барьеров привели к снижению уровня потенциала. Кроме того, ограничения на технологический импорт и отток квалифицированных кадров снизили темпы роста потенциального выпуска в долгосрочной перспективе. Рост доли инвестиций в ВВП в 2023–2024 годах позволил частично восстановить потери в уровне потенциального выпуска. Одновременно с этим в 2023 году фактический выпуск достиг уровней до начала 2022 года, опираясь на рост госрасходов, высокую загрузку мощностей и расширение занятости при трансформации экономики. Однако, согласно оценкам с использованием факторного анализа¹, этот рост в большей степени был обеспечен экстенсивными факторами, а не устойчивым повышением совокупной факторной производительности. В результате уже в 2025–2026 годах экономика столкнулась с ресурсными ограничениями (рекордно низкой безработицей, технологическими пределами загрузки мощностей), из-за чего рост ВВП замедлился. По медианной оценке, разрыв выпуска в I квартале 2026 года приблизился к нулю, что свидетельствует об окончании фазы перегрева.

Оценки разрыва выпуска входят в число факторов, учитываемых Банком России при реализации денежно-кредитной политики. Реакция со стороны макроэкономической, в том числе денежно-кредитной, политики на шоки позволяет минимизировать их последствия для экономики и способствовать ее скорейшему возвращению к своему долгосрочному равновесию. В августе 2025 года на сайте Банка России был опубликован доклад², в котором подробно разбираются концепции потенциального выпуска и нейтральной ставки. Также в докладе приведены соответствующие оценки для России по панели моделей. Более актуальные расчеты на 2026 год доступны в соответствующих аналитических записках³.

Концепция равновесия и разрывов в основном применяется к реальным показателям – колебания выпуска относительно его потенциального уровня также называют **бизнес-циклом**. Центральный банк проводит **контрциклическую** политику, направленную на сглаживание бизнес-цикла – колебаний инфляции и выпуска. При этом целью денежно-кредитной политики не является воздействие на рост потенциального выпуска ввиду ее **нейтральности** на долгосрочном горизонте. Это означает, что центральный банк способен воздействовать с помощью своих инструментов только на краткосрочную динамику экономики – текущее принятие решений домохозяйствами и фирмами, а не на фундаментальные причины экономического роста.

¹ Вихарев П. и другие. [Потенциальный выпуск в российской экономике: оценки 2026 года](#). Банк России. Аналитическая записка. Август 2026 года.

² Ермаков С. и другие. [Оценки ненаблюдаемых переменных в России: расставляем черты и звезды над г и у](#). Банк России. Доклад по экономическим исследованиям. 2025 год.

³ Вихарев П. и другие. [Нейтральная ставка: оценки 2026 года](#); [Потенциальный выпуск в российской экономике: оценки 2026 года](#). Банк России. Аналитические записки. 2026 год.

Если экономика находится в отрицательной фазе цикла (ниже потенциала) или вблизи равновесия, совокупное предложение может относительно легко подстроиться под увеличившийся спрос, поскольку предел, связанный с ограничениями труда и капитала, еще далеко. Однако чем дальше вправо будет смещаться кривая спроса, тем более вертикальным станет отрезок кривой предложения. Соответственно, экономика будет реагировать все меньшим наращиванием выпуска и все большим ростом цен – предложение перестанет справляться. Впрочем, в реальной экономике ограничение обычно возникает не по всем ресурсам одновременно: дефицит одного из факторов производства, например рабочей силы, может сдерживать расширение выпуска, даже если другие ресурсы еще доступны. Факторы производства могут частично заменять друг друга, однако возможности такой замены сдержаны технологией производства и сокращаются по мере усиления дефицита ограниченного ресурса. Поэтому увеличение объема других ресурсов, например капитала, не всегда позволяет существенно нарастить выпуск: при недостатке рабочей силы часть новых станков и оборудования могут остаться незадействованными, и каждая дополнительная единица инвестиций будет давать все меньший прирост выпуска. Следовательно, дополнительное стимулирование спроса приведет к тем же проблемам: существенному росту инфляции без значимого роста выпуска. Кроме того, при длительном нахождении экономики выше траектории долгосрочного равновесия экономические агенты (компании и потребители) заметят устойчивость отклонения инфляции от целевого уровня, из-за чего их инфляционные ожидания вырастут, открепляясь от цели по инфляции. Так как ожидания по инфляции влияют на ценообразование и рост заработных плат уже сегодня, то рост ожиданий еще больше затруднит стабилизацию инфляции. Поэтому центральному банку важно не допустить, чтобы экономика слишком долго находилась в состоянии перегрева (выше потенциала), и он должен реагировать на такую ситуацию ужесточением денежно-кредитной политики.

РАЗДЕЛ 2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2025 ГОДА И В 2026 ГОДУ

Жесткие денежно-кредитные условия способствовали замедлению инфляции. Экономика постепенно возвращалась к сбалансированному росту, что позволило Банку России последовательно смягчать денежно-кредитную политику. Ситуация, связанная с обострением выбытия отдельных производственных мощностей, вызвала необходимость сделать паузу в снижении ключевой ставки осенью 2026 года

Динамика внутреннего спроса приближалась к возможностям расширения предложения. Рост кредитования замедлился по сравнению с 2023–2024 годами. Склонность граждан к сбережению, планомерно сокращаясь, оставалась высокой. На рынке труда постепенно снижался дефицит кадров. Рост экономики перешел к более умеренным темпам, при этом сильно различался по отраслям. Различия были связаны с продолжающимися структурными изменениями в экономике, определяемыми в том числе бюджетной поддержкой приоритетных отраслей, и с колебаниями внешнего спроса. В дополнение к этому в середине 2026 года обострилась проблема временного выбытия производственных и логистических мощностей в отдельных отраслях.

Инфляция по итогам 2025 года составила 5,6% – это минимальное значение на конец года за последние 5 лет. В январе 2026 года она повысилась до 6,0% из-за временных факторов (в основном налоговых и тарифных изменений), после чего медленно снижалась до 5,3% в мае. В июне – октябре инфляция вновь увеличилась под влиянием разовых факторов, основным из которых было сокращение производства топлива из-за временного выбытия мощностей. Устойчивую инфляцию Банк России с середины 2025 года оценивал в 4–6% в пересчете на год. При этом с ноября 2025 по июнь 2026 года она находилась в нижней половине этого диапазона, а с июля 2026 года – в верхней. Отмечая, что экономика выходит из состояния перегрева спроса, но сохраняются проинфляционные риски, Банк России продолжал аккуратно смягчать денежно-кредитную политику. С июня 2025 по июль 2026 года ключевая ставка была снижена суммарно на 7 п.п., до 14,00% годовых. С сентября Банк России сохранял ставку неизменной.

Банк России продолжал последовательно снижать ключевую ставку в конце 2025 года и с января по июль 2026 года, сделав паузу осенью 2026 года¹

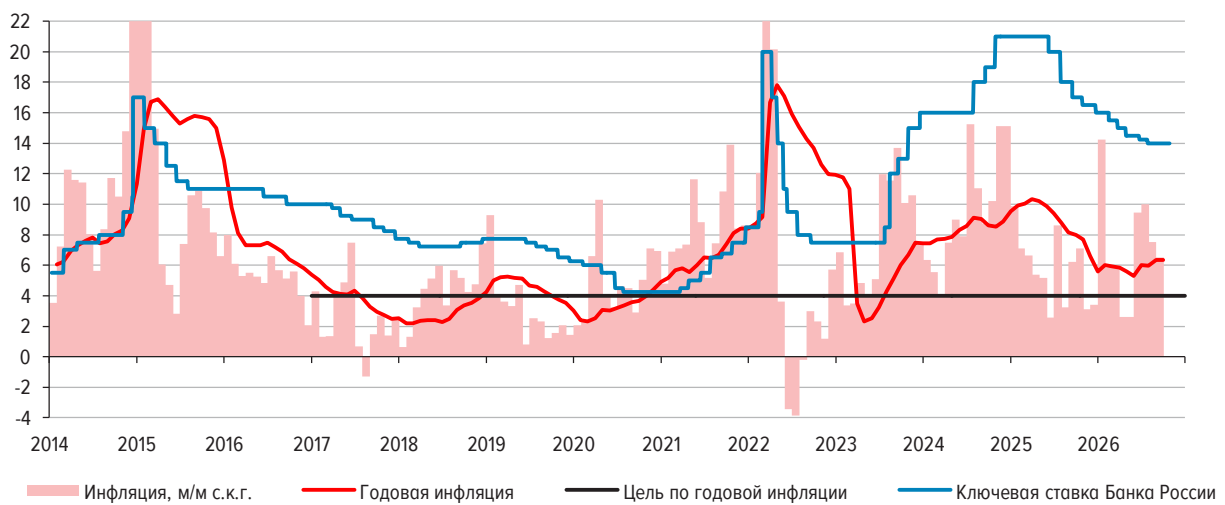
Годовая инфляция существенно снизилась по сравнению со средним уровнем 2024–2025 годов. Она прошла путь от локального пика (10,3% в марте 2025 года) к наименьшему значению конца года за последние 5 лет (5,6% в декабре 2025 года). Разовый всплеск инфляции в начале

¹ Банк России принял решения: 19.12.2025 – установить с 22.12.2025 ключевую ставку на уровне 16,00% годовых, 13.02.2026 – установить с 16.02.2026 ключевую ставку на уровне 15,50% годовых, 20.03.2026 – установить с 23.03.2026 ключевую ставку на уровне 15,00% годовых, 24.04.2026 – установить с 27.04.2026 ключевую ставку на уровне 14,50% годовых, 19.06.2026 – установить с 22.06.2026 ключевую ставку на уровне 14,25% годовых, 24.07.2026 – установить с 27.07.2026 ключевую ставку на уровне 14,00% годовых, 11.09.2026 – установить с 14.09.2026 ключевую ставку на уровне 14,00% годовых, 23.10.2026 – установить с 26.10.2026 ключевую ставку на уровне 14,00% годовых.

2026 года из-за влияния повышения налогов, сборов и регулируемых тарифов сменился ее медленным снижением до 5,3% в мае, однако в июне она ускорилась до 6,0%, прежде всего из-за временного сокращения предложения на рынке топлива. Этот фактор продолжал влиять на инфляцию и в июле – октябре через рост издержек производителей и повышение инфляционных ожиданий. Дополнительный вклад в ускорение инфляции в октябре внесла индексация тарифов на коммунальные услуги, несколько превысившая прогноз Банка России. По оценке Банка России, на 19.10.2026 годовая инфляция составила 6,8%. Действие разовых факторов, главным образом со стороны предложения, стало основной причиной того, что инфляция продолжала превышать целевой уровень².

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ И ИНФЛЯЦИЯ
(%)

Рис. 2.1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ОТДЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТЕКУЩЕЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

Табл. 2.1

	I кв. 2024	II кв. 2024	III кв. 2024	IV кв. 2024	I кв. 2025	II кв. 2025	III кв. 2025	IV кв. 2025	I кв. 2026	II кв. 2026	III кв. 2026 (факт / предварительный прогноз)
ИПЦ, % кв/кв с.к.г.	5,3	8,1	11,6	13,5	7,9	4,4	6,0	4,5	8,6	4,8	8,0
Базовый ИПЦ, % кв/кв с.к.г.	5,8	8,2	8,4	13,6	8,4	4,4	4,3	4,8	6,1	4,5	6,2
ВВП, % г/г	5,9	4,9	3,8	5,2	1,3	1,0	0,8	1,0	-0,2	1,3	-1,0
Ключевая ставка, % годовых, на конец квартала	16,0	16,0	19,0	21,0	21,0	20,0	17,0	16,0	15,0	14,25	14,00
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ¹ , % г/г	23,7	23,5	20,0	17,0	13,7	10,4	9,3	9,9	9,4	10,7	9,9
– к организациям	24,1	23,6	21,3	19,9	16,9	14,6	13,4	12,5	11,3	12,5	11,4
– к населению	23,0	23,3	16,9	9,7	5,7	0,0	-1,1	2,8	4,4	5,7	5,5

¹ Требования банковской системы к экономике включают все требования (в том числе по кредитам, облигациям и так далее) банковской системы к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям). Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной и рыночной переоценки. Более подробно см. [методологические комментарии к показателям денежно-кредитной и финансовой статистики](#).

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

² Подробнее о причинах отклонения инфляции от цели см. [во врезке 7 «Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки»](#).

СОПОСТАВЛЕНИЕ ФАКТА/ПРОГНОЗА В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ БАНКА РОССИИ В ОНЕГДКП 2025–2027, ОНЕГДКП 2026–2028 И ОНЕГДКП 2027–2029

Табл. 2.2

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

	2025			2026			2027		
	Прогноз (октябрь 2024)	Прогноз (октябрь 2025)	Факт	Прогноз (октябрь 2024)	Прогноз (октябрь 2025)	Прогноз (октябрь 2026)	Прогноз (октябрь 2024)	Прогноз (октябрь 2025)	Прогноз (октябрь 2026)
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	4,5–5,0	6,5–7,0	5,6	4,0	4,0–5,0	7,1–7,6	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	6,1–6,8	8,8–8,9	8,7	4,0–4,2	5,3–6,3	6,2–6,3	4,0	4,0	5,2–5,7
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,0–20,0	19,2	19,2	12,0–13,0	13,0–15,0	14,6 ¹	7,5–8,5	7,5–8,5	12,5–13,5
Валовой внутренний продукт	0,5–1,5	0,5–1,0	1,0	1,0–2,0	0,5–1,5	0,5–1,0	1,5–2,5	1,5–2,5	1,0–2,0
– %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	0,5–1,5	(-0,5)–0,5	1,0	1,0–2,0	1,0–2,0	0,0–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5	1,0–2,0
Расходы на конечное потребление	0,0–1,0	1,0–2,0	2,9	1,0–2,0	0,5–1,5	3,0–3,5	1,5–2,5	1,5–2,5	0,5–1,5
– домашних хозяйств	0,0–1,0	1,0–2,0	3,6	1,0–2,0	0,5–1,5	3,0–3,5	1,5–2,5	1,5–2,5	0,5–1,5
Валовое накопление	0,5–2,5	(-1,0)–1,0	-4,9	0,0–2,0	0,5–2,5	(-4,0)–(-3,0)	1,0–3,0	1,0–3,0	1,5–3,5
– основного капитала	0,5–2,5	1,0–3,0	-0,4	0,5–2,5	0,5–2,5	(-1,0)–0,0	1,0–3,0	1,0–3,0	1,0–3,0
Экспорт	0,5–2,5	(-3,0)–(-1,0)	- ²	1,0–3,0	0,5–2,5	(-1,0)–1,0	1,0–3,0	1,0–3,0	0,5–2,5
Импорт	0,5–2,5	(-2,0)–0,0	- ²	0,0–2,0	0,5–2,5	2,0–4,0	1,0–3,0	1,0–3,0	0,0–2,0
Денежная масса в национальном определении	6–11	7–10	10,6	6–11	5–10	10–13	6–11	7–12	5–10
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	8–13	8–11	9,9	7–12	6–11	8–11	8–13	8–13	5–10
– к организациям	8–13	10–13	12,5	7–12	7–12	9–12	8–13	8–13	6–11
– к населению, в том числе	6–11	1–4	2,8	7–12	5–10	5–8	8–13	8–13	5–10
– ипотечные жилищные кредиты ⁴	8–13	3–6	7,8	10–15	6–11	6–9	10–15	10–15	5–10

¹ С учетом того что с 01.01.2026 по 25.10.2026 средняя ключевая ставка равна 14,7%, с 26 октября до конца 2026 года средняя ключевая ставка составит 14,0% (с учетом округления), что допускает как сохранение, так и изменение ключевой ставки на заседании в декабре 2026 года.

² Данные по использованию ВВП за 2025 год в части экспорта и импорта Росстатом пока не опубликованы.

³ Требования банковской системы к экономике включают все требования (в том числе по кредитам, облигациям и так далее) банковской системы к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям). Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной и рыночной переоценки. Более подробно см. [методологические комментарии к показателям денежно-кредитной и финансовой статистики](#).

⁴ Ипотечные жилищные кредиты (ИЖК) включают только требования по ИЖК, входящие в требования банковской системы к экономике. Темпы прироста ипотечных жилищных кредитов приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост ипотечных жилищных кредитов в иностранной валюте пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ⁵ (МЛРД ДОЛЛ. США, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

	2025			2026			2027		
	Прогноз (октябрь 2024)	Прогноз (октябрь 2025)	Факт	Прогноз (октябрь 2024)	Прогноз (октябрь 2025)	Прогноз (октябрь 2026)	Прогноз (октябрь 2024)	Прогноз (октябрь 2025)	Прогноз (октябрь 2026)
Счет текущих операций	51	38	39	43	27	71	31	32	31
Торговый баланс	120	116	113	113	104	150	103	112	110
Экспорт	423	414	420	427	416	499	431	440	468
Импорт	303	298	306	313	312	349	327	327	358
Баланс услуг	-38	-45	-49	-39	-45	-51	-40	-46	-51
Экспорт	44	47	46	45	47	47	46	48	49
Импорт	82	92	95	83	92	98	85	93	100
Баланс первичных и вторичных доходов	-31	-32	-26	-32	-33	-28	-33	-34	-27
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	51	38	38	43	27	71	31	32	31
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	52	51	43	28	41	52	27	30	23
Чистое принятие обязательств	-1	1	-5	4	5	26	6	6	10
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	51	52	39	32	46	78	33	36	33
Чистые ошибки и пропуски	0	-11	-13	0	0	-3	0	0	0
Изменение резервных активов	-1	-24	-19	15	-14	16	3	2	8
Цена нефти для налогообложения⁶, в среднем за год, долл. США за баррель	-⁷	58	56	-⁷	55	72	-⁷	60	55

⁵ 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.

⁶ Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России.

⁷ В прогнозе (октябрь 2024 года) указывалась цена нефти марки Brent.

Источник: Банк России.

Достижению цели также препятствовала инерция ценовой динамики после 2023–2025 годов, когда рост спроса заметно опережал возможности расширения предложения. Эту инерцию поддерживало в том числе сохранение высоких инфляционных ожиданий участников экономики. Кроме того, более значимый вклад в совокупный спрос, чем ожидалось ранее, вносила бюджетная политика. Тем не менее охлаждение совокупного спроса и накопленные эффекты жестких денежно-кредитных условий с учетом временных лагов создают условия для снижения инфляции к цели в 2027 году.

Текущее инфляционное давление на протяжении всего рассматриваемого периода находилось под влиянием разнонаправленных временных факторов. Рост потребительских цен в IV квартале 2025 года составил 4,5% с.к.г. В январе 2026 года текущий рост цен временно, но значительно ускорился под влиянием налоговых изменений и коррекции вверх цен на плодоовощную продукцию. Также с января 2026 года были проиндексированы акцизы и регулируемые тарифы, повышен утилизационный сбор на легковые автомобили. В последующие месяцы I квартала эффект этих разовых проинфляционных факторов был в основном исчерпан³. Рост цен в целом за I квартал составил 8,6% с.к.г. Начало II квартала характеризовалось снижением общего текущего ценового давления. Во многом это было связано с разовыми факторами, но с противоположным знаком: во-первых, произошло нетипичное для этого времени года снижение цен на овощи и фрукты; во-вторых, сказалось укрепление рубля в условиях роста мировых цен на основные товары российского экспорта. Однако в июне – октябре сложная ситуация на рынке топлива, вызванная сокращением его производства, и ее влияние на цены других товаров и услуг вновь усилили инфляционное давление в экономике. В целом за II квартал 2026 года текущий рост цен составил 4,8% с.к.г., за III квартал – 8,0% с.к.г.

При анализе инфляционных трендов Банк России учитывал неравномерность ценового давления как по сегментам потребительской корзины, так и по регионам. Сильный разброс между ценовой динамикой в компонентах может сохраняться еще некоторое время в условиях продолжающейся подстройки относительных цен.

Устойчивая инфляция, по оценке Банка России, во второй половине 2026 года сместилась в диапазон 5–6% с.к.г. из диапазона 4–5% с.к.г., где она находилась с конца 2025 года. Принимая решения по ключевой ставке, Банк России анализировал широкий спектр показателей роста цен, которые очищены от влияния разовых факторов и (или) наиболее волатильных компонентов⁴. Влияние таких факторов, как правило, исчерпывается раньше, чем денежно-кредитная политика могла бы воздействовать на инфляцию. Поэтому было важно правильно оценить именно устойчивую часть ценовой динамики. С июля 2025 года ее оценки находились в диапазоне 4–6% в пересчете на год, а в конце года сместились в диапазон 4–5%. Бóльшая часть показателей устойчивой динамики в начале 2026 года отреагировала кратковременным ростом на налоговые и тарифные изменения, а в марте – снижением на временное укрепление рубля в условиях сильного роста мировых сырьевых цен. Эффект объяснялся тем, что эти факторы, несмотря на разовый характер, оказывали масштабное влияние сразу на широкий спектр товаров и услуг. За вычетом этого эффекта оценки устойчивой инфляции в первой половине 2026 года оставались в пределах 4–5% с.к.г.

³ Подробнее о вкладе повышения НДС в динамику цен см. [во врезке 15 «Оценка вклада повышения НДС в рост цен»](#).

⁴ Подробнее об анализируемых показателях, в том числе показателях устойчивого ценового давления, см. [в приложении 2 «Показатели инфляции, используемые Банком России»](#).

Из-за последствий временного повреждения отдельных производственных и логистических мощностей Банк России повысил оценку устойчивой инфляции в июле – октябре до 5–6% с.к.г. В базовом сценарии Банк России предполагает, что по мере нормализации ситуации и под влиянием умеренно жесткой денежно-кредитной политики инфляция возобновит снижение, в том числе в ее устойчивой части.

Инфляционные ожидания экономических агентов оставались в более высоком диапазоне, чем в период низкой инфляции 2017–2019 годов. Этот фактор затруднял замедление устойчивой инфляции к 4%. Инфляционные ожидания населения и бизнеса повысились в конце 2025 года, реагируя на анонсированные налоговые изменения. Ценовые ожидания компаний (баланс ответов) начали расти в октябре 2025 года, сразу после объявления налоговых новаций, и достигли пика в январе 2026 года. Но уже в феврале – марте они пошли на спад, вернувшись к среднему уровню 2025 года. Инфляционные ожидания населения к июню снизились до 12,4 с 13,7% в декабре 2025 – январе 2026 года. Таким образом, всплеск инфляционных ожиданий из-за налоговых и тарифных новаций начала года оказался кратковременным.

Однако в июле ожидания населения и бизнеса сильно выросли из-за сложной ситуации с предложением топлива в стране. Во-первых, бензин и дизель – это товары-маркеры для значительной части населения и по ним люди часто судят о ценах на все товары и услуги в стране в совокупности. Во-вторых, топливо – это важный элемент издержек практически любого производства и значительный рост цен на него подталкивает компании к более частому пересмотру отпускных цен. Опросы компаний в июле также показали существенный рост краткосрочных ценовых ожиданий, максимальный – в торговле и транспортировке. Несмотря на то что в октябре инфляционные ожидания компаний и граждан несколько снизились с пиковых уровней, в среднем за последние месяцы они находились вблизи максимальных значений 2024–2025 годов. Это объясняется тем, что люди и бизнес перестроили свои ожидания по будущей инфляции вверх, увидев перенос роста топливных цен в цены более широкого набора товаров и услуг.

Рыночные ожидания по инфляции, рассчитанные из финансовых инструментов, с середины 2026 года также выросли. Профессиональные аналитики, по опросам Банка России, повысили прогнозы по инфляции на 2026 год (с 5,3% в июне до 7,1% в октябре) и на 2027 год (с 4,4% в июне до 5,0% в октябре). При этом на 2028 год и далее ожидания профессиональных аналитиков находились на цели⁵.

Дальнейшая динамика всей совокупности инфляционных ожиданий будет находиться под пристальным вниманием Банка России в контексте оценки проинфляционных рисков. Если инфляционные ожидания остаются высокими, это означает, что решения экономических агентов о сбережениях, кредитовании и расходах принимаются с учетом более высокого предполагаемого роста цен и при прочих равных требуют поддержания более высокого уровня ставок в экономике.

Денежно-кредитные условия постепенно смягчались, однако сохраняли жесткость, необходимую для снижения инфляции к 4%. Они способствовали сохранению привлекательности сбережений и сдерживали избыточный рост кредитной активности. Номинальные ставки уменьшались, подстраиваясь к смягчению политики. В III квартале 2026 года их снижение приостановилось в условиях роста инфляционных рисков и пересмотра ожиданий по скорости снижения

⁵ Подробнее о показателях инфляционных ожиданий см. [во врезке 11 «Инфляционные ожидания экономических агентов»](#).

ключевой ставки. Ценовые условия в реальном выражении, то есть оцениваемые с учетом ожиданий будущей инфляции, снижались медленнее. Неценовые условия кредитования в конце 2025 – сентябре 2026 года также оставались жесткими.

Краткосрочные доходности ОФЗ снижались вслед за ключевой ставкой, однако долгосрочные реагировали слабо. Начиная с лета 2026 года доходности вновь росли, особенно в долгосрочном сегменте. Прежде всего это было связано с возросшей неопределенностью, в том числе в отношении параметров будущей бюджетной политики, а также с повышением инфляционных ожиданий. Участники рынка закладывали свои опасения в доходность в виде премии за риск.

Депозитные ставки банков уменьшались в конце 2025 года и первой половине 2026 года в ответ на произошедшее и ожидаемое снижение ключевой ставки. По мере снижения ставок замедлялся приток средств во вклады. При этом в целом норма сбережения, хотя и закономерно сокращалась, оставалась на высоком уровне. Одновременно население активно вкладывало средства в альтернативные инструменты сбережений – ценные бумаги, наличные и недвижимость. Их доля в сбережениях несколько выросла, хотя вклады по-прежнему были основным направлением сбережений граждан. В июле – октябре 2026 года депозитные ставки немного увеличились.

Рыночные фиксированные кредитные ставки опускались медленнее депозитных. Банки в условиях охлаждения деловой активности осторожнее оценивали кредитные риски. При этом значительная доля кредитов компаниям в настоящее время выдается по плавающим ставкам⁶, которые сразу реагируют на изменение ключевой ставки. Таким образом, ее снижение немедленно и непосредственно транслировалось в смягчение денежно-кредитных условий для значительной части бизнеса.

Корпоративное кредитование в начале 2026 года существенно замедлилось после ускорения в конце 2025 года. Замедление в основном было связано с тем, что отдельные компании погашали кредитную задолженность, получив оплату из бюджета по государственным контрактам. После роста на 5,2% за IV квартал 2025 года корпоративный кредит в I квартале 2026 года вырос лишь на 0,8%.

Рост ипотеки также несколько замедлился – до 1,9% за I квартал 2026 года после роста на 5,6% в IV квартале 2025 года. На это повлияло ужесточение условий льготной ипотеки с 1 февраля. В то же время портфель необеспеченных потребительских ссуд в I квартале 2026 года показал незначительный рост (на 0,3%) после снижения на 1,4% в IV квартале 2025 года. В этот период оживилось и автокредитование.

В II–III кварталах 2026 года рост кредита ускорился. Наиболее существенно увеличились темпы кредитования корпоративного сектора (3,4% в II квартале и 3,5% в III квартале). Активизировалось также ипотечное (в том числе по рыночным ставкам) кредитование, но его рост оставался более умеренным (2,3% в II квартале и 2,9% в III квартале). Набирало темпы и необеспеченное потребительское кредитование. С одной стороны, ускорение кредитования было закономерным явлением на фоне произошедшего с середины 2025 года смягчения денежно-кредитной политики и ожиданий заемщиков по дальнейшему снижению ставок. Частично это также могло быть компенсацией просадки спроса компаний на кредиты в начале года. А в сегменте ипотеки – временным усилением спроса перед ужесточением условий льготной программы, ожидавшимся в октябре 2026 года. С другой стороны, в случае если повышенные темпы роста требований к экономике сохранятся, это может стать источником нового расширения спроса

⁶ На 01.09.2026 на кредиты по плавающим ставкам приходилось 68% корпоративного кредитного портфеля.

темпами, опережающими производственные возможности экономики. Поэтому динамика кредита является предметом пристального внимания со стороны Банка России как возможный источник проинфляционных рисков. Ускорение кредитования и произошедшее с начала года повышение бюджетных расходов нашли отражение в динамике денежной массы (M2). Ее накопленный за 9 месяцев 2026 года рост складывался выше прошлогоднего значения и диапазона 2016–2019 годов. Дальнейшая подстройка денежно-кредитных условий и тенденции в динамике кредитования станут значимыми факторами при определении траектории ключевой ставки в будущем.

Экономика перешла к умеренным темпам роста. ВВП в 2025 году увеличился на 1,0%.

В IV квартале 2025 года наблюдалось некоторое ускорение экономической активности, связанное как с расширением внутреннего спроса, поддержанного кредитованием, так и с ростом доходов населения. Но в начале 2026 года экономическая активность снизилась. Это объяснялось преимущественно адаптацией компаний к налоговым изменениям, меньшим количеством рабочих дней в январе – феврале по сравнению с тем же периодом 2025 года, а также более суровыми, чем обычно в это время года, погодными условиями. В II квартале погодный и календарный факторы внесли противоположный вклад в динамику выпуска по сравнению с началом года. В целом за первое полугодие 2026 года экономика выросла на 0,6% г/г. В III квартале, по оперативным оценкам, умеренный рост продолжился.

Потребление росло темпами, превышающими ожидания Банка России, хотя и несколько замедлялось по сравнению с темпами 2024–2025 годов. В IV квартале 2025 года разовый всплеск спроса на товары длительного пользования в преддверии повышения утилизационного сбора и НДС усилил рост потребительской активности. В начале 2026 года рост потребления замедлился, но в II квартале произошла коррекция его динамики вверх. Отчасти это было связано с активизацией продаж автомобилей, обусловленной в том числе временными факторами, включая рост спроса на импорт в условиях укрепления рубля в марте – мае. В июне – июле потребление могло ускориться из-за повышенного спроса на моторное топливо, продукты с длительным сроком хранения и отдельные товары длительного пользования из мотива предосторожности. В целом же в III квартале потребительская активность несколько замедлилась. По мере ослабления временных факторов можно будет более уверенно судить об устойчивой динамике потребления.

Инвестиционная активность в начале 2026 года замедлилась более выражено. Компании пересматривали в меньшую сторону планы по расширению инвестиций на год. В II–III кварталах наблюдалось постепенное восстановление инвестиционного спроса. Об этом можно судить по увеличению производства и импорта инвестиционных товаров, а также по положительной динамике в строительстве. Реализовывались инвестиционные проекты, в том числе в производстве транспортных средств, химии, электроэнергетике. По опросам компаний, они ожидали сохранения умеренной инвестиционной активности и в IV квартале.

Следует отметить значительную неоднородность тенденций в различных отраслях экономики в рассматриваемый период. Так, деловая активность росла в сельском хозяйстве, обрабатывающей промышленности и торговле. Однако в отраслях, ориентированных на экспорт, в частности в добыче полезных ископаемых, деловая активность снижалась. Во многом отраслевые различия предопределяли также и региональную неоднородность экономической динамики⁷.

⁷ Подробнее о мерах анализа отраслевой и региональной неоднородности в российской экономике см. в [приложении 5 «Отраслевой и региональный анализ для целей денежно-кредитной политики»](#).

Дефицит кадров немного смягчился, но оставался ключевым фактором, который ограничивал развитие производства и продолжал создавать риск ускорения инфляции. По оперативным опросам, доля предприятий, которые отмечали острый дефицит кадров, продолжала сокращаться с пиковых уровней середины 2024 года. Безработица находилась на исторически низких уровнях (в августе 2026 года – 2,2% с.к.). Планы бизнеса по индексации заработных плат становились более умеренными, чем в предыдущие несколько лет. Темпы роста заработных плат замедлились в июле до 9,5% г/г в номинальном выражении и до 3,3% г/г в реальном. Однако темпы роста реальных зарплат по-прежнему опережали рост производительности труда, сохраняя риск ускорения инфляции. При этом динамика оплаты труда была очень неоднородной по отраслям.

Бюджетная политика была важным фактором решений по ключевой ставке. Принимая решения в конце 2025 – начале 2026 года, Банк России опирался на официально утвержденные параметры бюджетной политики на 2026–2028 годы и учитывал, что ее нормализация будет иметь значительный дезинфляционный эффект. Однако, приняв во внимание информацию Правительства Российской Федерации в июне 2026 года о том, что переход к нулевому первичному структурному дефициту федерального бюджета будет отложен до 2029 года, Банк России стал закладывать в свои прогнозы предпосылку о том, что бюджетный импульс в предстоящие годы будет сильнее, чем предполагалось ранее. Опубликованные в сентябре 2026 года параметры бюджетной политики предполагают немного меньший бюджетный импульс, чем Банк России оценивал в своем июльском прогнозе. Тем не менее, чтобы компенсировать влияние расширенного спроса со стороны государства при ограниченных физических ресурсах в экономике и обеспечить снижение инфляции к цели, требуется более сдержанная динамика других компонентов внутреннего спроса. Это означает меньшее пространство для смягчения денежно-кредитной политики. В случае дальнейших изменений в бюджетных планах Банк России будет соответствующим образом корректировать денежно-кредитную политику.

Внешнеэкономическая ситуация оставалась сложной. Рост мировой экономики продолжал замедляться из-за усиления ее фрагментации и повышения общей неопределенности. Цены на российскую нефть в конце 2025 – начале 2026 года снижались из-за новых санкционных ограничений и ухудшения конъюнктуры мирового нефтяного рынка. Эти факторы негативно влияли на стоимостные объемы российского экспорта. Одновременно происходило и значительное охлаждение спроса на импорт, более сильное, чем замедление экспорта. Соотношение динамики спроса и предложения иностранной валюты обусловило тенденцию к некоторому укреплению рубля в этот период.

В 2026 году мировая экономика столкнулась с неожиданным сильным шоком предложения из-за конфликта на Ближнем Востоке и блокады Ормузского пролива. Это вызвало существенное увеличение мировых цен, в первую очередь на топливно-сырьевые товары, что привело к росту стоимостных объемов российского экспорта и повышению экспортной выручки и краткосрочно оказало дезинфляционное влияние на цены в России через динамику курса рубля. Вместе с тем дальнейшее развитие ситуации на Ближнем Востоке характеризуется большой неопределенностью. С экономической точки зрения конфликт, с одной стороны, уже вызвал повышение инфляции в ряде стран, с другой – негативно влияет на перспективы роста мировой экономики из-за нарушений производственных и логистических цепочек. Если повышение темпов роста цен в мире будет масштабным, это может привести к переносу этого роста во внутренние российские цены через стоимость импорта. При этом спрос на российский экспорт может стать слабее в условиях замедления мирового роста. Поэтому проинфляционное влияние внешних условий со временем может стать преобладающим.

Курс рубля с весны 2025 по октябрь 2026 года находился в относительно стабильном широком диапазоне – 75–85 рублей за доллар США. Он поддерживался как жесткой денежно-кредитной политикой, так и рядом структурных факторов⁸. Во-первых, за последние годы внутренний спрос стал меньше ориентирован на импорт из-за санкций, локализации производств внутри страны и ориентации на технологический суверенитет. Это выразилось в снижении доли импорта в ВВП (с 20,5% в 2021 году до 16% в 2025 году). Во-вторых, санкционное давление уменьшило спрос со стороны населения и компаний на валютные активы в качестве сбережений.

Вместе с тем в отдельные периоды 2026 года наблюдались временные изменения направленности в динамике курса. Так, в марте 2026 года рубль ослаб в связи с уменьшением притока валютной выручки экспортеров (из-за сильной просадки нефтяных цен в первые месяцы года) в совокупности с приостановкой Минфином России продаж валюты из ФНБ. По мере роста продаж валюты в условиях возросших экспортных цен рубль в апреле – мае перешел к заметному укреплению. В июле – сентябре 2026 года ослабляющее влияние на курс оказывало сокращение продаж валюты в условиях ограниченных возможностей по вывозу зерна, нефтепродуктов и ряда других товаров, а также повышенный спрос на покупку валюты со стороны отдельных участников рынка. Эти колебания краткосрочно влияли на цены товаров и услуг, сильно зависящих от курса. Однако общий эффект курсовой динамики на инфляцию в целом за рассматриваемый период можно считать незначительным.

Соотношение рисков для инфляции в базовом прогнозе Банка России было по-прежнему смещено в сторону проинфляционных, осенью 2026 года они выросли. Среди основных проинфляционных рисков на протяжении всего рассматриваемого периода Банк России отмечал риски формирования большего бюджетного импульса, жесткой ситуации на рынке труда, закрепления высоких инфляционных ожиданий, а также ухудшения ситуации в мировой торговле и роста геополитической напряженности.

Напряженность на рынке труда в условиях ограниченного предложения трудовых ресурсов может долго не снижаться или даже нарастать. Из-за дефицита кадров может раскручиваться проинфляционная спираль, в основе которой лежит отставание роста производительности труда от повышения заработных плат.

Сохранение высоких инфляционных ожиданий или их рост может замедлить снижение устойчивой инфляции и при прочих равных означает необходимость поддержания более высокой ключевой ставки для приведения инфляции к цели.

Проинфляционным риском является увеличение дисбаланса между ростом совокупного спроса и возможностями расширения предложения. Среди причин такого дисбаланса могут быть как ускорение роста внутреннего спроса, так и усиление ограничений на стороне предложения. Быстрый рост внутреннего спроса может быть вызван избыточными темпами роста кредита одновременно с увеличением бюджетного импульса. При значительном бюджетном импульсе для возвращения инфляции к цели большее значение будет приобретать компенсирующая роль денежно-кредитной политики. С середины 2026 года Банк России отмечает значительный риск продолжительного выбытия производственных мощностей. Вследствие любой из этих причин или их сочетания может увеличиться дисбаланс между совокупным спросом и возможностями предложения, что приведет к усилению инфляционного давления.

⁸ Подробнее о факторах, влиявших на курс, см. [во врезке 8 «Факторы формирования курса рубля после 2022 года»](#).

Реализация рисков, связанных с нарастанием процессов деглобализации, разрушением логистических и производственных связей в мировой экономике, может приводить к более слабому росту мировой экономики, а следовательно, и к меньшему спросу на товары российского экспорта. При этом инфляционные процессы в основных экономиках мира могут усиливать инфляционное давление внутри нашей страны через рост цен на импорт.

В числе дезинфляционных рисков Банк России выделял более выраженное воздействие жестких денежно-кредитных условий на спрос в сочетании с возросшей налоговой нагрузкой, а также увеличившейся (с лета 2026 года) неопределенностью в экономической активности. Реализация такого риска может повлечь за собой ухудшение настроений бизнеса, снижение производственных планов и планов по найму сотрудников, чрезмерное охлаждение внутреннего спроса и отклонение инфляции вниз от цели.

Банк России продолжал последовательное снижение ключевой ставки, начатое в июне 2025 года. Экономическая ситуация позволяла снижать степень жесткости денежно-кредитных условий, но постепенно. К концу июля 2026 года ключевая ставка уменьшилась до 14,00% годовых с 21,00% годовых в первой половине 2025 года (суммарно на 7,0 п.п.). В сентябре – октябре 2026 года Банк России сделал паузу в снижении ключевой ставки, отметив произошедшее увеличение оценок устойчивой инфляции, выросшие инфляционные ожидания и длительность эффектов временного сокращения отдельных производственных мощностей. Принимая решения, Банк России подчеркивал, что дальнейшие шаги будут зависеть от устойчивости замедления инфляции, динамики инфляционных ожиданий, а также оценки внешних и внутренних рисков.

За 10 месяцев 2026 года Банк России трижды повышал прогнозную траекторию средней ключевой ставки. В апреле это было связано с ростом неопределенности и проинфляционных рисков со стороны внешних условий и параметров бюджетной политики. В июле Банк России дополнительно учел прямые и вторичные эффекты от временного сокращения производственных возможностей в отдельных отраслях и более стимулирующую, чем ожидалось ранее, бюджетную политику. При октябрьском пересмотре был учтен более длительный, чем предполагалось в июле, период действия вторичных эффектов на устойчивую инфляцию и инфляционные ожидания экономических агентов. Банк России отметил, что в связи с этим потребуются более продолжительный период умеренно жестких денежно-кредитных условий для возвращения инфляции к 4% в 2027 году. Диапазон среднегодовой ключевой ставки в прогнозе на 2027 год составил 12,5–13,5% годовых, на 2028 год – 9,0–10,0% годовых. Среднегодовая ключевая ставка в 2026 году ожидается на уровне 14,6% годовых. Это соответствует базовому прогнозу на 2026 год, представленному [в ОНЕГДКП 2026–2028](#).

ВРЕЗКА 7. КОЛИЧЕСТВЕННЫЙ АНАЛИЗ ПРИЧИН ОТКЛОНЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ ОТ ЦЕЛИ И ДЕКОМПОЗИЦИЯ ВВП НА ШОКИ

В 2025 году и первой половине 2026 года инфляция оставалась выше цели, в значительной мере из-за накопленного превышения спроса над производственными возможностями российской экономики, однако это отклонение существенно сократилось в условиях проведения жесткой денежно-кредитной политики. При этом в первой половине 2026 года усилилось проинфляционное влияние шоков предложения, вызванных повышением НДС, регулируемых тарифов, утильсбора и временным выбытием мощностей в отдельных отраслях

Традиционный количественный анализ причин отклонения инфляции от целевого уровня 4% позволяет более детально и структурно взглянуть на динамику инфляции в российской экономике. Динамика совокупного спроса и предложения продолжает вносить существенный вклад в объяснение природы инфляции в России, поэтому, как и в предыдущих ОНЕГДКП, анализ дополнен оценкой декомпозиции ВВП на шоки. При этом стоит различать декомпозицию показателей на шоки и на факторы. Основное отличие интерпретации в следующем: декомпозиция на шоки показывает, как внешние (экзогенные), необъясняемые моделью шоки влияли на динамику макропоказателя, а декомпозиция на факторы – из каких внутренних (эндогенных) по отношению к модели факторов складывается динамика определенного макропоказателя. Кроме того, любая декомпозиция отражает среднюю динамику показателя в целом за год, на которую влияет изменение факторов из предыдущих периодов (с учетом лаговой структуры модели), что может сильно отражаться на интерпретации шоков в течение года. Сравнительный анализ декомпозиций с предыдущими версиями ОНЕГДКП осложняется наличием истории пересмотров макроэкономической статистики. Для построения декомпозиций используется текущий винтаж данных, который отражает ретроспективную оценку экономической ситуации и может быть значительно пересмотрен в будущем. Также вследствие обновления модели (см. [врезку 3 «Модельный аппарат и его развитие»](#)) оценки вкладов за предшествующие годы могут отличаться от опубликованных в предыдущем выпуске ОНЕГДКП.

Для всех декомпозиций использовалась [«Квартальная прогнозная модель России с рынком труда»](#).

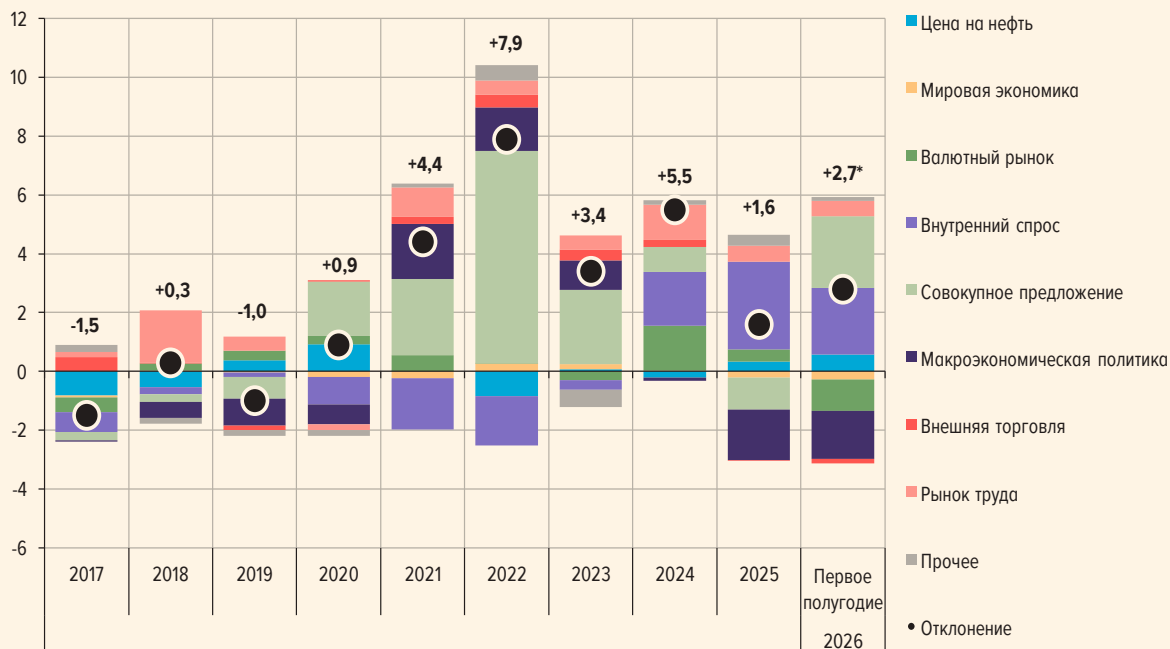
Декомпозиция отклонения инфляции от целевого уровня на шоки

В **2025 году** годовая инфляция снизилась до 5,6% – наименьшего значения за последние 5 лет, а ее отклонение от целевого уровня составило 1,6 п.п. против 5,5 п.п. годом ранее. Основной вклад в превышение цели по-прежнему вносили накопленные шоки со стороны внутреннего спроса, тогда как шоки макроэкономической политики и совокупного предложения действовали в противоположном направлении. В **первом полугодии 2026 года** отклонение инфляции (с.к.г.) от цели расширилось до 2,7 процентного пункта. В то время как рост внутреннего спроса замедлялся и его вклад в отклонение инфляции вверх от цели сокращался, значительно расширились шоки предложения, вызванные повышением НДС, индексацией регулируемых тарифов, очередным ростом утилизационного сбора и временным выбытием мощностей в отдельных отраслях. При этом жесткая денежно-кредитная политика продолжала сдерживать рост цен.

Внутренний спрос. Шоки внутреннего спроса остались основным источником превышения инфляции над целью (+3,0 п.п.) в 2025 году. Несмотря на замедление роста экономики, потребительский спрос продолжал расширяться. Его поддерживал рост реальных доходов населения. Величина вклада отражает прежде всего накопленное за предшествующие годы отклонение спроса вверх от производственных возможностей экономики: возвращение к траектории сбалансированного роста происходило постепенно, и в течение всего 2025 года фактический спрос оставался выше уровня, который следовал из модельных расчетов. Кроме того, в конце года вырос спрос на отдельные товары, прежде всего на автомобили, в преддверии повышения утилизационного сбора и НДС с 2026 года. В первом полугодии 2026 года вклад спроса ожидаемо сократился, но пока сохранился на высоком уровне (+2,3 п.п.).

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ОТКЛОНЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ ОТ ЦЕЛЕВОГО УРОВНЯ 4% НА ШОКИ
(п.п. в среднем за период)

Рис. 7.1



* Отклонение от цели аннуализированной инфляции на конец полугодия к концу предыдущего полугодия.
Источник: расчеты Банка России.

Совокупное предложение. В отличие от предыдущих лет, **шоки совокупного предложения** оказали дезинфляционное воздействие (-1,1 п.п.) в 2025 году. Во-первых, по мере охлаждения спроса издержки росли медленнее, чем предполагалось модельными оценками, а инвестиции предшествующих лет расширяли производственные возможности экономики. Во-вторых, дезинфляционный вклад внесла динамика волатильных компонентов потребительской корзины: плодоовощная продукция за год подешевела на 8,8% после резкого удорожания в 2024 году, чему способствовал в том числе высокий урожай отдельных культур. Дезинфляционный эффект был частично компенсирован разовыми проинфляционными факторами на стороне предложения – индексацией регулируемых тарифов и повышением утилизационного сбора.

В первом полугодии 2026 года, наоборот, наблюдался проинфляционный вклад шоков предложения (+2,4 п.п.) на фоне повышения НДС, индексации регулируемых тарифов, очередного роста утилизационного сбора с 2026 года и временного выбытия мощностей, значительно повлиявшего на цены моторного топлива в середине года.

Рынок труда. Предложение труда внесло проинфляционный вклад (+0,6 п.п.) в отклонение инфляции от цели в 2025 году. Напряженность на рынке труда снижалась постепенно: доля предприятий, сообщавших о дефиците кадров, сокращалась, однако безработица оставалась на исторических минимумах. Модельные оценки предполагали более существенное вовлечение рабочей силы, чем наблюдалось фактически: резервы вовлечения ранее неактивных граждан оказались в значительной мере исчерпаны. В результате рост заработных плат, хотя и стал более умеренным, продолжал опережать рост производительности труда, транслируясь в издержки предприятий и потребительские цены. По сравнению с предыдущими выпусками ОНЕГДКП вклад шоков рынка труда несколько переоценился: кроме пересмотра винтажных данных по некоторым макроэкономическим показателям, это связано и с обновлением модели (см. [врезку 3 «Модельный аппарат и его развитие»](#)). В первом полугодии 2026 года вклад шоков рынка труда остался проинфляционным и практически не изменился (+0,5 п.п.): безработица оставалась на историческом минимуме, а темп роста заработных плат по-прежнему был быстрее темпов роста производительности труда.

Валютный рынок. Суммарный вклад **шоков валютного рынка** в целом за 2025 год был проинфляционным (+0,4 п.п.), однако их характер менялся в течение года. В первой половине года вклад был положительным и определялся преимущественно лаговым эффектом переноса ослабления рубля, произошедшего в 2024 году. Во втором полугодии, по мере того как наблюдавшееся в 2025 году укрепление рубля транслировалось в цены, вклад валютного рынка стал дезинфляционным. Укреплению курса способствовали жесткая денежно-кредитная политика, повышавшая привлекательность рублевых активов в сравнении с иностранными для российских граждан и компаний, и более умеренный спрос на импорт, в том числе за счет импортозамещения. В первом полугодии 2026 года вклад стал отчетливо дезинфляционным (-1,1 п.п.): в цены продолжало транслироваться укрепление рубля, произошедшее в 2025 году, несмотря на то что внутри полугодия курс менялся разнонаправленно.

Цена на нефть. Шоки цен на нефть внесли проинфляционный вклад в 2025 году (+0,3 п.п.). Цена на российскую нефть за год заметно снизилась, в том числе на фоне расширения дисконта после введения санкций в отношении крупнейших российских нефтяных компаний в конце года. Снижение оказалось более существенным, чем предполагали предпосылки модельных расчетов. На инфляцию этот фактор влияет прежде всего через курс и цены импорта, а также через цены на моторное топливо. Действие бюджетного правила сглаживает перенос колебаний цен на нефть в курс рубля, однако даже с учетом его действия вклад этих шоков в 2025 году и в первом полугодии 2026 года остался проинфляционным.

Макроэкономическая политика. В 2025 году **шоки макроэкономической политики** внесли выраженный дезинфляционный вклад (-1,7 п.п.). В условиях проинфляционного вклада бюджетной политики, в том числе на фоне сложившихся бюджетных расходов, определяющую роль сыграла жесткая денежно-кредитная политика: ключевая ставка сохранялась на уровне 21% годовых до июня, а средняя ставка за год составила 19,2% годовых против 17,5% в 2024 году. Жесткие денежно-кредитные условия обеспечили почти двукратное замедление текущих темпов роста цен относительно пиковых значений 2024 года и снижение устойчивой составляющей инфляции. В первом полугодии 2026 года вклад макроэкономической политики остался дезинфляционным: жесткие денежно-кредитные условия продолжили сдерживать рост цен.

Декомпозиция среднегодовых темпов прироста ВВП на шоки

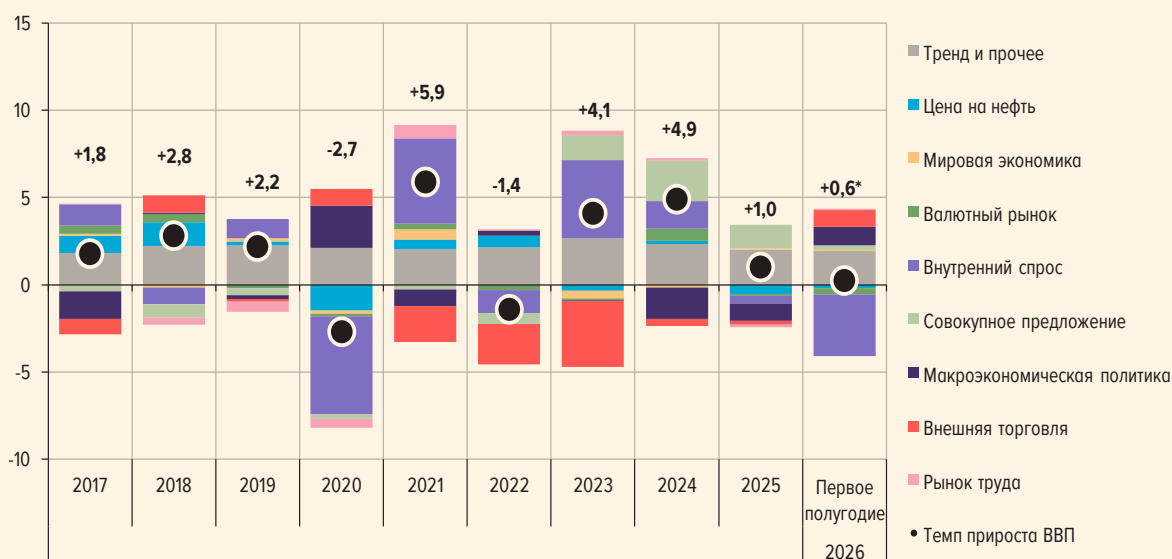
В 2025 году российская экономика продолжила расти, хотя и более умеренными темпами, чем в предшествующие 2 года. Прирост ВВП России составил 1,0% после 4,9% в 2024 году. Динамика выпуска при этом оставалась неоднородной по отраслям.

Совокупное предложение. Наибольший положительный вклад внесли **шоки совокупного предложения** (+1,4 п.п.). Производственные возможности экономики расширялись быстрее, чем предполагали модельные оценки. Этому способствовал высокий уровень инвестиций в предшествующие годы, отдача от которых отразилась в расширении производственных возможностей экономики в 2025 году. Вклад совокупного предложения был максимальным в первой половине года и уменьшился во второй. В первом полугодии 2026 года положительный вклад шоков совокупного предложения уменьшился до +0,3 п.п.: на фоне временного выбытия производственных мощностей.

Внутренний спрос. Вклад **шоков внутреннего спроса** стал отрицательным (-0,5 п.п.) после положительного вклада в 2024 году. Определяющую роль сыграло охлаждение инвестиционной активности: после нескольких лет быстрого роста инвестиции в основной капитал в 2025 году в реальном выражении немного снизились, а роль собственных средств в их финансировании возросла. Потребительский спрос при этом продолжал расти, поддерживаясь увеличением реальных доходов населения, что и отразилось в положительном шоке спроса в декомпозиции отклонения инфляции. В первом полугодии 2026 года отрицательный вклад заметно усилился (-3,5 п.п.). В начале года спрос снизился, в том числе из-за перераспределения части покупок начала года на конец 2025 года (в ожидании повышения НДС, акцизов и сборов).

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП НА ШОКИ
(п.п. в среднем за год)

Рис. 7.2



* Темпы прироста ВВП за первое полугодие к соответствующему периоду предыдущего года.
Источник: расчеты Банка России.

Цена на нефть. Снижение цен на нефть внесло отрицательный вклад в темп прироста ВВП (-0,5 п.п.): ухудшение условий торговли и расширение дисконтов сдерживали доходы от экспорта и активность в добывающих отраслях. В первом полугодии 2026 года отрицательный вклад уменьшился до -0,2 п.п.: подорожание сырьевых товаров на мировых рынках поддержало экспортные доходы.

Макроэкономическая политика. Шоки макроэкономической политики внесли отрицательный вклад (-1,0 п.п.), отражая сохранение жестких денежно-кредитных условий, необходимых для возвращения инфляции к цели. При этом отрицательный вклад заметно сократился по сравнению с 2024 годом: с июня Банк России перешел к снижению ключевой ставки – в совокупности на 5 п.п. с начала года, до 16% годовых в декабре. При этом внутренний спрос поддерживался бюджетными расходами, что ограничивало отрицательный вклад макроэкономической политики в динамику выпуска. В первом полугодии 2026 года вклад стал положительным (+1,1 п.п.): расходы федерального бюджета в I–II кварталах были на повышенном уровне, денежно-кредитные условия продолжали смягчаться.

* * *

В целом декомпозиция за 2025 год показывает заметное изменение конфигурации факторов: впервые за несколько лет проинфляционное давление со стороны спроса было в значительной мере уравновешено дезинфляционным вкладом денежно-кредитной политики и совокупного предложения, а в динамике выпуска положительный вклад расширяющегося предложения сохранился при сдерживающем влиянии жестких денежно-кредитных условий и внешней конъюнктуры. Это согласуется с оценкой Банка России о постепенном восстановлении баланса между спросом и предложением.

Оценки за первое полугодие 2026 года показывают дальнейшее изменение конфигурации факторов: наряду с внутренним спросом, основным проинфляционным фактором стали шоки совокупного предложения, тогда как дезинфляционный вклад обеспечивали денежно-кредитная политика и валютный рынок.

Возможность детально анализировать не только декомпозицию инфляции на шоки и факторы, но и декомпозицию ВВП способствует более разностороннему и гранулярному анализу и прогнозированию макроэкономических процессов при подготовке решений по денежно-кредитной политике.

ВРЕЗКА 8. ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ КУРСА РУБЛЯ ПОСЛЕ 2022 ГОДА

Банк России проводит денежно-кредитную политику в условиях плавающего валютного курса. Это означает, что курс рубля не является целью политики и не имеет целевого уровня или диапазона. Его динамика определяется рыночным соотношением спроса на иностранную валюту и ее предложения, а гибкость курса выступает одним из механизмов адаптации экономики к изменению внешних и внутренних условий

Начиная с 2022 года механизм формирования курса рубля существенно изменился. После введения ограничений на движение капитала роль трансграничных финансовых потоков в краткосрочном ценообразовании на валютном рынке снизилась. В результате курс рубля стал в большей степени отражать баланс валютных потоков от текущей внешнеэкономической деятельности. Факторы, определяющие курс рубля в последние 5 лет, можно условно разделить на три группы: структурные, разовые и циклические. Такой подход позволяет анализировать динамику курса рубля с учетом различий в происхождении факторов, продолжительности их действия и каналах влияния на валютный рынок.

Структурные факторы отражают изменения, которые влияют на устойчивые параметры спроса и предложения иностранной валюты и реализуются по двум главным направлениям: через торговые и через финансовые потоки. За последние несколько лет ключевым направлением стали торговые потоки, а именно перестройка внешней торговли. Так, в течение 2022–2024 годов в условиях усиления санкционных ограничений значительно сократилась доля экспорта в ВВП, что привело к устойчиво более низкому предложению валюты со стороны экспортеров и дополнительному давлению на курс в течение 2023–2024 годов. Другие компоненты платежного баланса тоже менялись, но, в отличие от экспорта, эти процессы были более растянуты во времени или сконцентрированы в 2024–2025 годах. Так, до 2022 года отношение импорта к ВВП было крайне стабильным, даже в турбулентные периоды, и находилось на уровне чуть более 20%. К началу 2026 года это соотношение сократилось примерно до 15%. С одной стороны, на динамику импорта существенно повлияли внешние санкционные ограничения, которые сделали менее доступными и более дорогими отдельные категории иностранных товаров. С другой стороны, значимую роль сыграли и государственные меры, направленные на импортозамещение и поддержку отечественных производителей. Такое сокращение потребности экономики в импортных товарах и услугах снижало устойчивый спрос на иностранную валюту, следовательно, означало более крепкий курс рубля, что в том числе и проявилось с 2025 года.

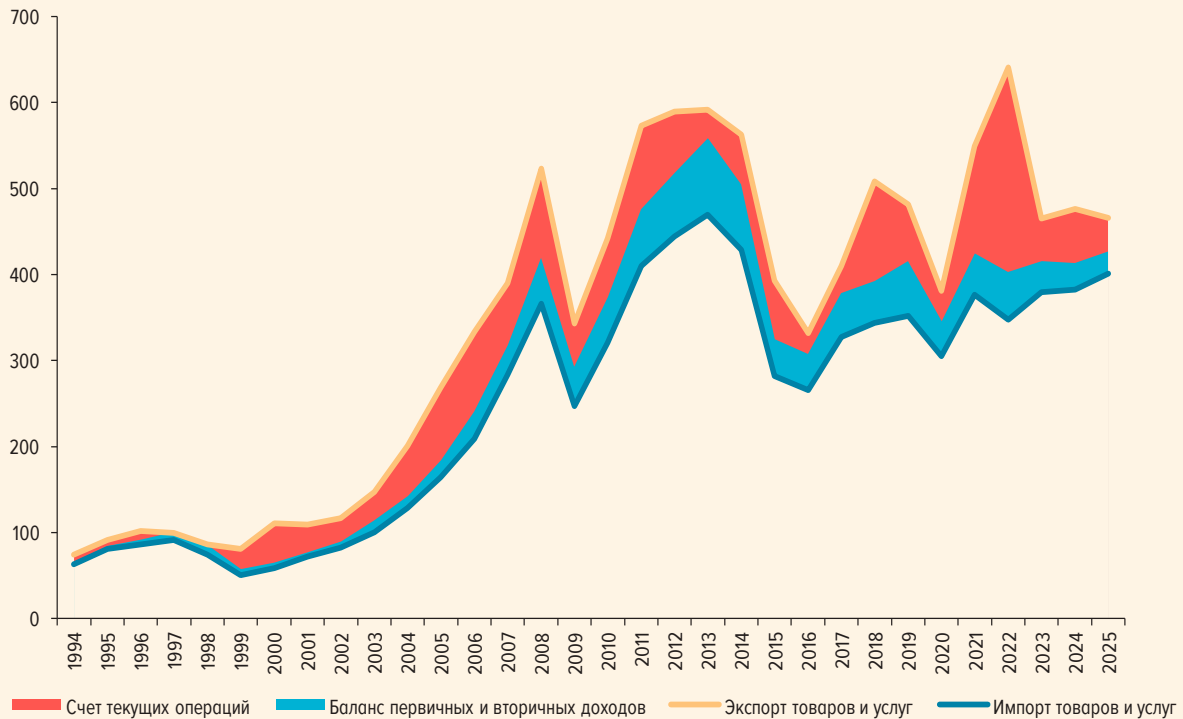
Второе ключевое направление – финансовые потоки. Здесь также происходили сдвиги, которые закономерно приводили к снижению устойчивого спроса на иностранную валюту. Внешние санкции, а также некоторые ответные внутренние ограничения способствовали тому, что спрос российских компаний и граждан на иностранные активы (то есть их желание и возможность накапливать средства за рубежом) устойчиво сокращался.

Погашение внешнего долга и выход нерезидентов из российских активов снижают спрос на иностранную валюту, связанную с выплатами процентов и дивидендов. Это нашло отражение в устойчивом сокращении дефицита баланса первичных и вторичных доходов за последние 4 года (на 1,5 п.п. ВВП).

Существенный вклад в формирование курса рубля вносит **действие бюджетного правила**. При высоких нефтегазовых доходах оно ограничивает проциклическое расширение расходов и внутреннего спроса, а при ухудшении внешних условий позволяет смягчить подстройку экономики и бюджета к сырьевой конъюнктуре. Бюджетное правило не задает целевой уровень курса и не является инструментом управления им. Основной эффект правила связан со снижением чувствительности экономики и валютного рынка к колебаниям сырьевых цен. В этой логике бюджетное правило является значимым структурным, то есть фундаментальным, фактором. Однако сглаживающий эффект бюджетного правила в значительной мере зависит от последовательности и предсказуемости его применения. В 2022 году, после приостановки операций в рамках бюджетного правила, механизм бюджетного правила временно перестал выполнять свою важную стабилизирующую роль.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ
(млрд долл. США)

Рис. 8.1



Источник: расчеты Банка России.

КОМПОНЕНТЫ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА
(млрд долл. США)

Рис. 8.2



Источник: расчеты Банка России.

Эпизод приостановки действия бюджетного правила в марте – апреле 2026 года также показал, что временные изменения параметров или порядка проведения операций, скорее наоборот, усиливают краткосрочную волатильность курса, влияя на текущий баланс валютных потоков.

Временное изменение отдельных параметров бюджетного правила можно отнести к **разовым факторам**. При этом обычно такие факторы связаны с отдельными крупными операциями, которые могут существенно изменять текущий баланс спроса и предложения иностранной валюты, но их эффект, как правило, временный и не изменяет долгосрочные параметры валютного рынка. Разовые факторы стали играть более заметную роль в 2022–2024 годах. Крупные операции по погашению внешних обязательств, а также сделки, связанные с выходом нерезидентов из российских активов, временно формировали дополнительный спрос на иностранную валюту, оказывая давление на курс рубля. Резкие скачки цен на товары российского экспорта – сначала вверх в 2022 году, затем вниз в последующие годы – также являлись значимыми разовыми факторами курсообразования. К 2025 году действие разовых факторов снизилось. Однако уже в 2026 году в связи с эскалацией на Ближнем Востоке вновь отмечалось разовое влияние резкого изменения сырьевых цен на динамику курса рубля, усиливавшееся временной приостановкой валютных операций в рамках бюджетного правила.

Циклические факторы отражают влияние фазы экономического цикла и денежно-кредитных условий на поведение участников валютного рынка. В отличие от структурных факторов, они, как правило, не приводят к изменению устойчивых параметров валютного рынка, но определяют интенсивность спроса на импорт и иностранные активы, а также сберегательные предпочтения экономических агентов. В 2025 году циклические факторы стали одними из ключевых в формировании курса рубля. Рубль заметно укрепился, несмотря на неблагоприятную внешнюю конъюнктуру. Динамика курса была обусловлена жесткими денежно-кредитными условиями: высокие рублевые ставки повышали привлекательность сбережений в рублях по сравнению с валютными инструментами, сдерживали кредитную активность и внутренний спрос, ограничивая через эти каналы спрос на импорт и иностранную валюту для его оплаты.

Таким образом, в 2022–2025 годах динамика рубля формировалась под влиянием одновременно действующих структурных, разовых и циклических факторов, что повышало волатильность курса и усложняло оценку его краткосрочных изменений. При этом сохранение режима плавающего валютного курса играло важную стабилизирующую роль. Гибкость курса позволяла экономике быстрее адаптироваться к изменению внешних и внутренних условий, поддерживала подстройку валютного спроса и предложения и тем самым способствовала снижению негативных эффектов внешних шоков.

РАЗДЕЛ 3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2026 ГОДУ И 2027–2029 ГОДАХ

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

Принятие решений на основании среднесрочного макроэкономического прогноза – один из ключевых принципов денежно-кредитной политики Банка России. При этом Банк России разрабатывает несколько прогнозных сценариев. Это позволяет Банку России принимать наиболее взвешенные решения в области денежно-кредитной политики, оперативно реагировать в случае реализации тех или иных рисков, а также повышать определенность для всех участников экономики, раскрывая свое видение прогнозной траектории инфляции, ключевой ставки и основных макроэкономических и финансовых индикаторов при различных вариантах развития событий.

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

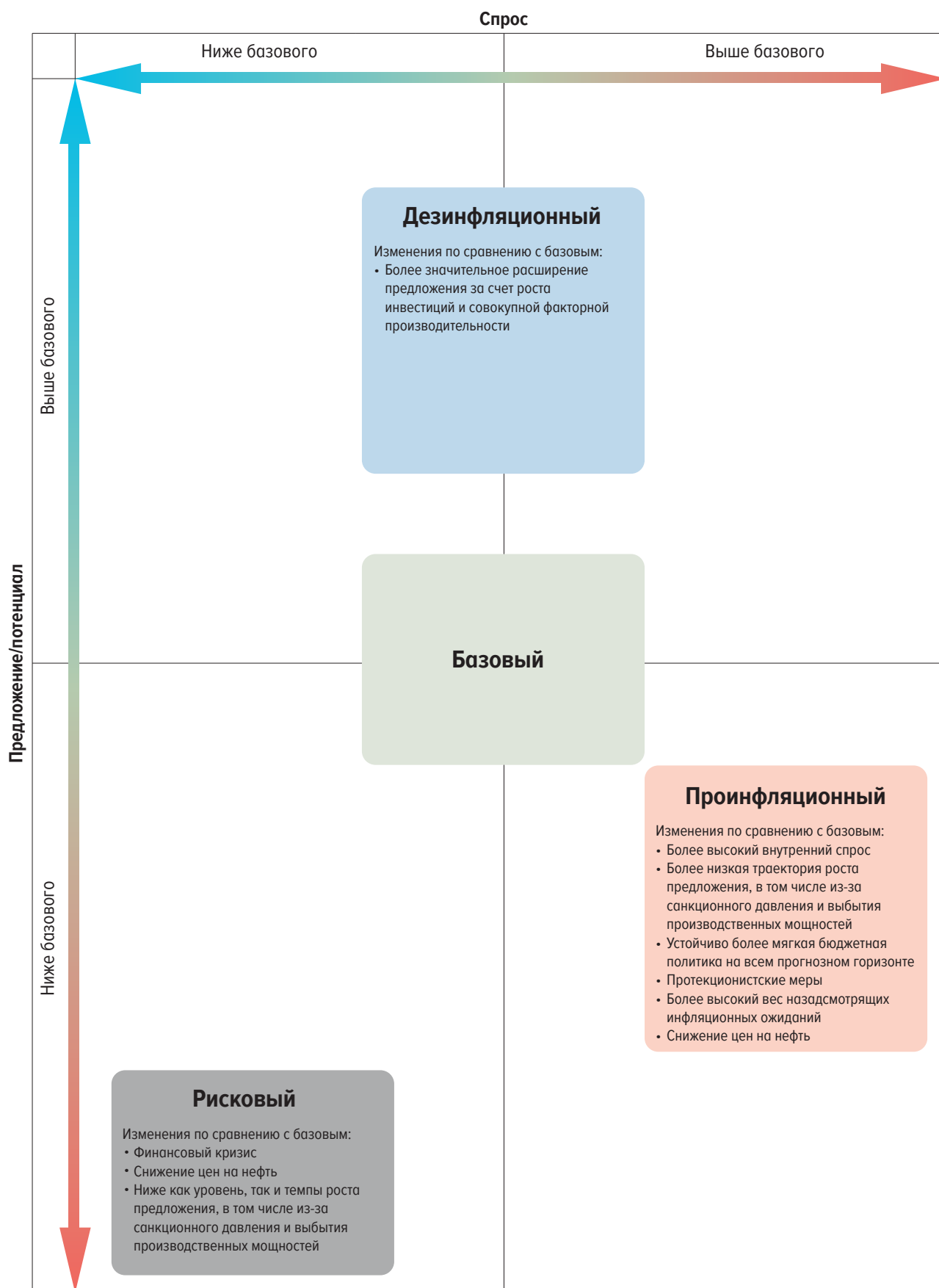
Базовый сценарий Банка России утвержден Советом директоров 23.10.2026. Он предполагает, что российская и мировая экономики продолжат развиваться в рамках текущих трендов. Рост мировых цен на нефть в связи с эскалацией конфликта на Ближнем Востоке будет носить временный характер, в 2027 году они скорректируются вниз, в том числе из-за ускоренного наращивания добычи как в ОПЕК+, так и в прочих странах. Сохранение санкционных ограничений в отношении российской экономики продолжит несколько сдерживать рост экспорта и импорта и приводить к сохранению повышенных транзакционных издержек.

Предпосылки базового сценария в части бюджетной политики опираются на внесенные в Государственную Думу проект федерального закона о федеральном бюджете и Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики Российской Федерации на 2027 год и на плановый период 2028 и 2029 годов. Они предполагают снижение базовой цены на нефть в бюджетном правиле до 50 долларов США за баррель в 2027–2029 годах, а также постепенное сокращение структурного первичного дефицита федерального бюджета до нулевого уровня в 2029 году.

Долгосрочный потенциальный темп роста российского ВВП в 2026–2029 годах будет находиться в диапазоне 1,5–2,5%. С учетом складывающихся демографических трендов, сдерживающих рост численности трудовых ресурсов, расширение потенциала будет происходить преимущественно за счет увеличения совокупной факторной производительности и наращивания основного капитала. При этом в базовом сценарии предполагается, что возникшие в 2026 году шоки предложения, связанные с выбытием мощностей в отдельных отраслях, носят временный характер. Они оказывают сдерживающее влияние на производственные возможности в текущем и следующем году, однако не изменяют оценку долгосрочных темпов роста российской экономики.

СЦЕНАРНЫЕ ВАРИАНТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Рис. 3.1



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

В целом различия сценариев заключаются в разном соотношении факторов спроса и предложения, а также в комбинации внешних условий.

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

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

Базовый сценарий оценивается как наиболее вероятный. Среди сценариев «Дезинфляционный» и «Проинфляционный» более вероятным представляется последний. Вероятность сценария «Рисковый» остается низкой.

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

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

Базовый сценарий

Предпосылки прогноза

В 2026–2029 годах мировая экономика будет расти темпами около 3% – ниже, чем в среднем в 2000–2019 годах. Существенным фактором, влияющим на развитие внешних условий, является ситуация на Ближнем Востоке (которая, как предполагается в рамках базового прогноза, нормализуется в 2027 году). Мировая экономика пока демонстрирует устойчивость, несмотря на существенный шок поставок энергоносителей. Масштаб этого шока был отчасти компенсирован за счет использования резервов – так, США достаточно существенно сократили свои стратегические резервы, Китай также уменьшал объем импорта нефти и использовал запасы. Конфликт на Ближнем Востоке окажет умеренно понижающее давление на выпуск и умеренно повышающее влияние на инфляцию. В базовом сценарии ожидается подстройка траекторий ключевых ставок ФРС и ЕЦБ к текущим условиям.

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

Цены на российскую нефть в 2026 году сложатся выше уровня 2025 года с учетом временного шока предложения, вызванного событиями на Ближнем Востоке и перекрытием Ормузского пролива. По мере нормализации ситуации в 2027 году они установятся вблизи уровней 2025 года и 2019–2021 годов, а в 2028–2029 годах снизятся до 50 долларов США за баррель из-за возвращения баланса рынка нефти к профициту в условиях роста добычи стран ОПЕК+.

Цены на прочие сырьевые товары, затронутые конфликтом на Ближнем Востоке, в том числе на газ, удобрения, алюминий, также сложатся выше в 2026 году, однако скорректируются в последующие годы.

Цены на несырьевые товары российского экспорта на среднесрочном горизонте будут расти темпами, соответствующими мировой инфляции.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ СЦЕНАРИЕВ БАНКА РОССИИ

Табл. 3.1

		2024	2025	2026 (П)	2027 (П)	2028 (П)	2029 (П)
ВВП, % г/г							
Мир	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,3	3,4	3,0	2,9	3,0	2,9
	Рисковый				1,6	1,4	3,0
США	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,0	2,3	2,3	2,2	2,0	1,8
	Рисковый				-0,8	-0,4	2,4
Еврозона	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	1,2	1,2	0,8	1,3	1,4	1,5
	Рисковый				-0,8	-1,1	1,3
Китай	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	5,0	5,0	4,5	4,8	4,9	4,7
	Рисковый				3,5	3,5	4,4
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года							
США ¹	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	2,9	2,9	3,1	2,5	2,3	2,2
	Рисковый				2,3	1,7	1,6
Еврозона ²	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	2,7	2,3	2,6	2,3	2,1	2,0
	Рисковый				2,7	0,3	0,8
Китай ³	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	0,2	1,2	0,9	1,3	1,4	1,7
	Рисковый				1,3	0,7	0,9
Ставка, %, средняя за IV квартал соответствующего года							
ФРС США ⁴	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	4,7	3,9	3,9	4,7	4,7	4,5
	Рисковый				0,4	0,4	0,9
ЕЦБ ⁵	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,3	2,0	2,6	3,0	2,9	2,8
	Рисковый				0,0	-0,5	0,1
НБК ⁶	Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,2	3,0	3,0	3,1	3,3	3,5
	Рисковый				1,8	1,7	2,0

¹ Базовая инфляция (Core PCE) в США.

² Базовая инфляция (Core HICP) в еврозоне.

³ Базовая инфляция (Core CPI) в Китае.

⁴ Ставка ФРС США (Fed Funds Effective Rate).

⁵ Ставка ЕЦБ (ECB Deposit Facility Rate).

⁶ Ставка НБК (Loan Prime Rate, на 1 год).

Источники: данные национальных статистических агентств, расчеты Банка России.

В базовом сценарии предполагается, что нормализация бюджетной политики с сокращением первичного дефицита федерального бюджета и его выходом на нулевой уровень в 2029 году будет иметь дезинфляционное влияние на прогнозном горизонте. При этом в базовом сценарии

Банк России исходит из снижения базовой цены на нефть в бюджетном правиле до 50 долларов США за баррель в 2027–2029 годах.

В базовом сценарии предполагается, что на горизонте прогноза долгосрочный темп роста российского потенциального ВВП будет находиться в диапазоне 1,5–2,5%, при этом возникшие шоки предложения, связанные с выбытием мощностей, носят временный характер. Они оказывают сдерживающее влияние на производственные возможности в текущем и следующем году, однако не изменяют оценку долгосрочных темпов роста российской экономики в базовом сценарии.

По оценке Банка России, долгосрочная реальная нейтральная ставка для экономики России остается на уровне 3,5–4,5% годовых. При целевом значении инфляции вблизи 4% это соответствует номинальной нейтральной ставке 7,5–8,5% годовых.

Прогноз основных макроэкономических показателей

ВВП. В 2026 году рост ВВП составит 0,5–1,0%. Замедление роста в значительной мере связано с временным сокращением производственных возможностей в отдельных отраслях экономики. В дальнейшем рост ВВП постепенно вернется на траекторию, соответствующую долгосрочным темпам роста потенциального выпуска. В 2027 году он составит 1,0–2,0%, в 2028–2029 годах сложится на уровне 1,5–2,5%. По мере снижения процентных ставок и перехода денежно-кредитной политики в нейтральную область вклад потребительского и инвестиционного спроса в динамику ВВП будет возрастать.

Расходы на конечное потребление. В 2026 году темп роста расходов на конечное потребление составит 3,0–3,5%. В 2027 году он будет равен 0,5–1,5%, в 2028 году – 1,0–2,0%, в том числе под влиянием накопленных эффектов проводимой денежно-кредитной политики. В 2029 году предполагается возвращение к устойчивым темпам роста 1,5–2,5%, соответствующим долгосрочной траектории сбалансированного развития.

Валовое накопление. В 2026 году темп роста валового накопления составит (–4,0)–(–3,0)%. Изменение запасов вносит отрицательный вклад в рост ВВП в условиях расширения внутреннего спроса, в том числе ввиду эффектов от временного выбытия производственных мощностей. В 2027–2029 годах ожидается стабилизация вклада изменения запасов в темп роста ВВП на околонулевом уровне.

В базовом сценарии ожидается продолжение восстановления инвестиционной активности после низких значений начала года. Поддержку росту инвестиционного спроса окажет реализация государственных инвестиционных и инфраструктурных проектов, а также увеличение расходов на восстановление и защиту производственных мощностей в отдельных отраслях. Темп роста валового накопления основного капитала в 2026 году составит (–1,0)–0,0%. В условиях постепенного смягчения денежно-кредитных условий динамика инвестиций в 2027 году ускорится до 1,0–3,0%, а в 2028 году составит 1,5–3,5%. С 2029 года прогнозируется устойчивое расширение инвестиционного спроса темпами 1,0–3,0% в год, соответствующими долгосрочной структурной траектории.

Экспорт. В 2026 году темп роста физического объема экспорта составит (–1,0)–1,0%. Динамика экспорта складывается в том числе под влиянием временного сокращения производственных мощностей в отдельных отраслях, которое ограничивает экспортные возможности. В дальнейшем

закладывается коррекция темпов роста физического объема экспорта на фоне нормализации ситуации: они увеличатся до 0,5–2,5% в 2027 году и 1,5–3,5% в 2028 году. В 2029 году предполагается увеличение экспорта сбалансированными темпами 1,0–3,0%.

Импорт. В 2026 году темп роста физического объема импорта составит 2,0–4,0%.

В 2027–2028 годах в условиях более сдержанной потребительской активности темпы роста физического объема импорта будут несколько ниже, чем в 2026 году, и составят 0,0–2,0%.

В 2029 году предполагается увеличение импорта темпами 1,0–3,0%, сбалансированными с динамикой экспорта и соответствующими новой структуре российской экономики с большей ориентацией на внутреннее производство.

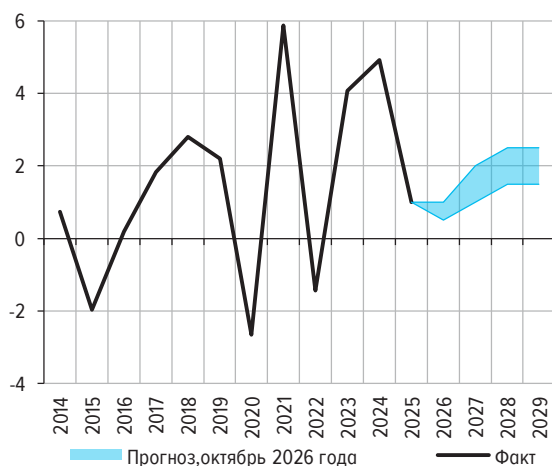
Инфляция. В базовом сценарии учтено проинфляционное влияние разовых факторов, в том числе эффектов от временного выбытия мощностей в отдельных отраслях. Банк России ожидает постепенной стабилизации ситуации на рынке топлива и замедления роста потребительских цен, в том числе под влиянием проводимой денежно-кредитной политики. Годовая инфляция по итогам 2026 года составит 7,1–7,6%, снизится до 4% в 2027 году и в дальнейшем будет находиться вблизи цели.

Прогноз платежного баланса

Мировая конъюнктура. Повышение цен на мировых товарных рынках из-за эскалации конфликта на Ближнем Востоке будет носить временный характер. По прогнозу Банка России, цена на российскую нефть, рассчитываемая для целей налогообложения, сложится на уровне 72 долларов США за баррель в среднем в 2026 году и снизится до 55 долларов США за баррель в 2027 году и до 50 долларов США за баррель впоследствии. Давление на цены будет оказывать увеличение мировой добычи нефти как в ОПЕК+, так и в прочих странах. Цены на газ в 2026–2027 годах останутся выше среднего за период 2015–2021 годов и несколько вырастут по сравнению с 2025 годом, однако перейдут к снижению в дальнейшем в условиях ввода в эксплуатацию дополнительных мощностей большого объема. Цены на остальные товары российского экспорта в среднесрочном периоде будут расти в соответствии с мировой инфляцией.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(% К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

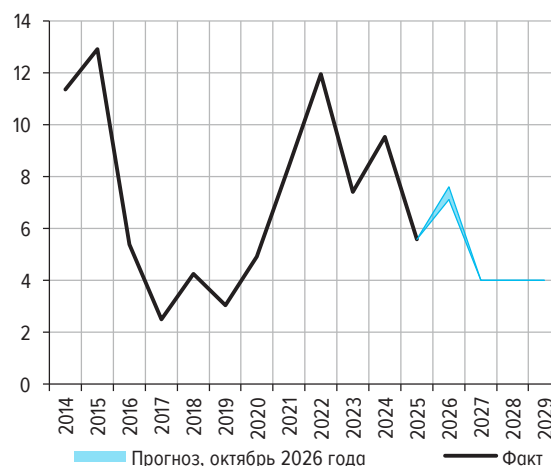
Рис. 3.2



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(%, ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. 3.3



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Табл. 3.2

	2024 (факт)	2025 (факт)	2026	2027	2028	2029
Основные макроэкономические показатели (прирост, % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, % декабрь к декабрю предыдущего года	9,5	5,6	7,1–7,6	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	8,4	8,7	6,2–6,3	5,2–5,7	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,5	19,2	14,6 ¹	12,5–13,5	9,0–10,0	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	4,9	1,0	0,5–1,0	1,0–2,0	1,5–2,5	1,5–2,5
– %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,2	1,0	0,0–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	5,5	2,9	3,0–3,5	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	6,8	3,6	3,0–3,5	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
Валовое накопление	3,5	-4,9	(-4,0)–(-3,0)	1,5–3,5	1,5–3,5	1,0–3,0
– основного капитала	8,6	-0,4	(-1,0)–0,0	1,0–3,0	1,5–3,5	1,0–3,0
Экспорт	– ²	– ²	(-1,0)–1,0	0,5–2,5	1,5–3,5	1,0–3,0
Импорт	– ²	– ²	2,0–4,0	0,0–2,0	0,0–2,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,2	10,6	10–13	5–10	7–12	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	17,0	9,9	8–11	5–10	8–13	8–13
– к организациям	19,9	12,5	9–12	6–11	8–13	8–13
– к населению, в том числе	9,7	2,8	5–8	5–10	8–13	8–13
ипотечные жилищные кредиты ⁴	10,4	7,8	6–9	5–10	10–15	10–15
Показатели платежного баланса⁵ (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	63	39	71	31	14	10
Торговый баланс	132	113	150	110	92	88
Экспорт	434	420	499	468	460	472
Импорт	302	306	349	358	368	384
Баланс услуг	-39	-49	-51	-51	-52	-52
Экспорт	42	46	47	49	50	51
Импорт	81	95	98	100	102	103
Баланс первичных и вторичных доходов	-31	-26	-28	-27	-27	-27
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	62	38	71	31	14	10
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	56	43	52	23	12	9
Чистое принятие обязательств	9	-5	26	10	8	9
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	66	39	78	33	20	17
Чистые ошибки и пропуски	-10	-13	-3	0	0	0
Изменение резервных активов	-4	-19	16	8	1	1
Цена нефти для налогообложения⁶, в среднем за год, долл. США за баррель	68	56	72	55	50	50

¹ С учетом того что с 1 января по 25 октября 2026 года средняя ключевая ставка равна 14,7%, с 26 октября до конца 2026 года средняя ключевая ставка составит 14,0% (с учетом округления), что допускает как сохранение, так и изменение ключевой ставки на заседании в декабре 2026 года. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

² Данные по использованию ВВП за 2024–2025 годы в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

³ Требования банковской системы к экономике включают все требования (в том числе по кредитам, облигациям и так далее) банковской системы к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям). Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной и рыночной переоценки. Более подробно см. в [методологических комментариях к показателям денежно-кредитной и финансовой статистики](#).

⁴ Ипотечные жилищные кредиты (ИЖК) включают только требования по ИЖК, входящие в требования банковской системы к экономике. Темпы прироста ипотечных жилищных кредитов приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост ипотечных жилищных кредитов в иностранной валюте пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

⁵ 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.

⁶ Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России. Источник: Банк России.

Экспорт. В условиях роста мировых цен на сырьевые товары в 2026 году стоимостный объем экспорта увеличится, после чего в 2027–2028 годах будет наблюдаться его коррекция из-за снижения цен на нефть. В 2029 году постепенное расширение совокупного экспорта возобновится. Этому будут способствовать усиление внешнего спроса и умеренный рост мировых цен на другие товары российского экспорта.

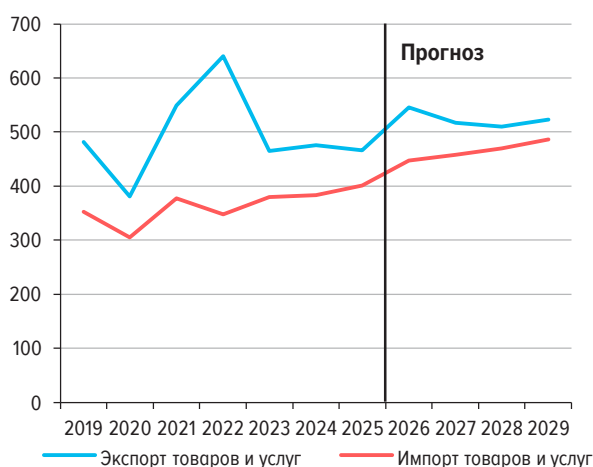
Импорт. Стоимостный объем импорта товаров и услуг будет умеренно расти на прогнозном горизонте в условиях увеличения внутреннего спроса. Поддержку импорту также окажут дальнейшее развитие логистических цепочек и платежей, переориентация на альтернативных поставщиков. Вместе с тем отношение импорта к ВВП в среднесрочном периоде сложится на более низком уровне, чем до 2022 года, в том числе в связи с процессами импортозамещения. Рост импортных цен будет соответствовать внешней инфляции.

Счет текущих операций. Положительное сальдо текущего счета, по прогнозу, в 2026 году увеличится до 71 млрд долларов США вследствие роста стоимостного объема экспорта в условиях более высоких мировых цен на сырьевые товары. В 2027 году оно уменьшится до 31 млрд долларов США, а в 2028 году – до 14 млрд долларов США за счет сокращения экспорта из-за снижения цен на нефть. В 2029 году ожидается понижение профицита текущего счета до 10 млрд долларов США. Увеличение импорта, по прогнозу, будет более значительным, чем рост стоимостного объема экспорта.

Финансовый счет. Сальдо финансового счета (за исключением резервов), как ожидается, уменьшится на прогнозном горизонте с 52 млрд долларов США в 2026 году до 23 млрд, 12 млрд и 9 млрд долларов США в 2027–2029 годах соответственно. Положительное сальдо будет обеспечиваться преимущественно за счет увеличения иностранных активов (за исключением резервов). В отношении резервов в 2026 году ожидается их увеличение на 16 млрд долларов США, а в 2027 году – на 8 млрд долларов США. В 2028–2029 годах при стабилизации экспортной цены на нефть вблизи базовой цены операции в рамках бюджетного правила и изменение резервов ожидаются на околонулевом уровне.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(млрд долл. США)

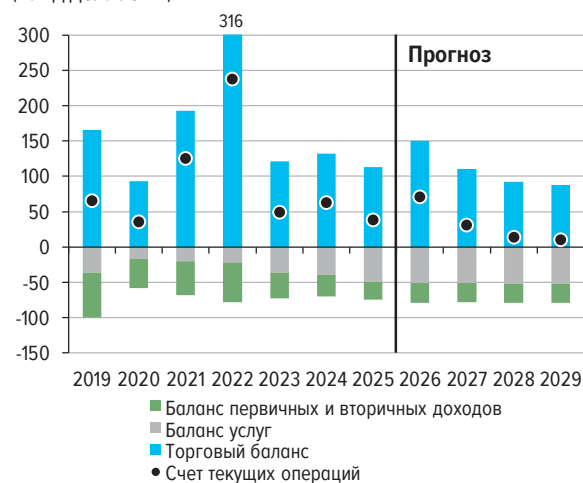
Рис. 3.4



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(млрд долл. США)

Рис. 3.5



Источник: расчеты Банка России.

Прогноз денежно-кредитных показателей

Ключевая ставка. Средний уровень ключевой ставки в 2026 году составит 14,6%. С учетом прямых и вторичных эффектов от временного сокращения производственных возможностей в отдельных отраслях и преобладания проинфляционных рисков снижение ключевой ставки должно осуществляться плавно. В 2027 году средняя ключевая ставка сложится в диапазоне 12,5–13,5% годовых. В 2029 году прогнозируется возвращение ключевой ставки в диапазон 7,5–8,5% годовых, соответствующий оценкам долгосрочного уровня номинальной нейтральной ставки.

Требования банковской системы к экономике. В 2026 году темп роста требований к экономике сложится в диапазоне 8–11%, прирост требований к организациям составит 9–12%, а прирост требований к населению будет в диапазоне 5–8%. В 2027 году темпы роста требований к экономике сложатся ниже темпов 2026 года в связи с сохранением умеренно жестких денежно-кредитных условий в экономике и составят 5–10%. В 2028–2029 годах требования к экономике будут расти устойчивым темпом, соответствующим траектории сбалансированного роста экономики, – в диапазоне 8–13%.

Денежная масса. Рост денежной массы в национальном определении (M2) на всем прогнозном горизонте обеспечивается в основном кредитованием экономики при сохраняющемся притоке средств по бюджетному каналу. При этом, учитывая совокупное влияние по кредитному и бюджетному каналам, темп роста показателя M2 в 2026 году сложится в диапазоне 10–13%. В 2027 году умеренно жесткие денежно-кредитные условия будут способствовать снижению темпов роста денежной массы до 5–10%. В 2028–2029 годах темп роста M2 сложится в диапазоне 7–12% за счет увеличения кредитной активности по мере смягчения условий кредитования.

Альтернативные сценарии

Сценарий «Дезинфляционный»

В сценарии «Дезинфляционный» предполагается более быстрый, чем в базовом сценарии, рост совокупной факторной производительности. Одним из его источников станет повышение эффективности распределения ресурсов в экономике. Сейчас производительность существенно различается между компаниями и отраслями, и часть трудовых и капитальных ресурсов используется там, где их отдача относительно невысока. Более свободное перераспределение ресурсов в пользу более производительных компаний и отраслей позволит увеличить выпуск без пропорционального наращивания труда и капитала. Вклад в рост производительности может также внести более активное внедрение новых технологий, в том числе искусственного интеллекта, позволяющих предприятиям эффективнее использовать труд и капитал. Кроме того, дополнительный эффект может дать освоение ранее сделанных инвестиций. В 2021–2024 годах инвестиции в основной капитал росли высокими темпами. Несмотря на замедление их динамики в 2025 году, уровень инвестиций был на 24% выше, чем в 2021 году.

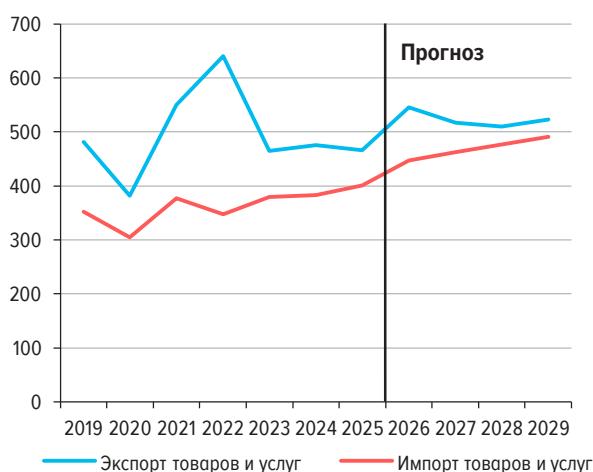
В результате более быстрого роста производительности потенциальный выпуск в 2027–2028 годах будет расти быстрее, чем в базовом сценарии. В дальнейшем предполагается постепенный возврат к устойчивым долгосрочным темпам роста потенциала 1,5–2,5%. Однако

благодаря расширению производственных возможностей экономики, произошедшему в рамках реализации данного сценария, уровень потенциала в сценарии «Дезинфляционный» останется выше, чем в базовом, на всем прогнозном горизонте и за его пределами.

В рамках сценария «Дезинфляционный» прогнозируемый высокий рост реальных заработных плат не окажет серьезного проинфляционного эффекта из-за увеличения производительности труда, а занятость быстрее возвратится к своему равновесному уровню. При этом предпосылки бюджетной политики неизменны по сравнению с базовым сценарием: оба сценария предполагают постепенную нормализацию бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила с 2029 года.

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

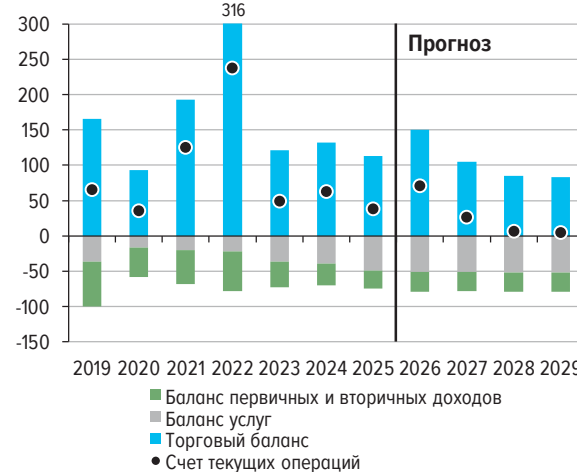
Рис. 3.6



Источник: расчеты Банка России.

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

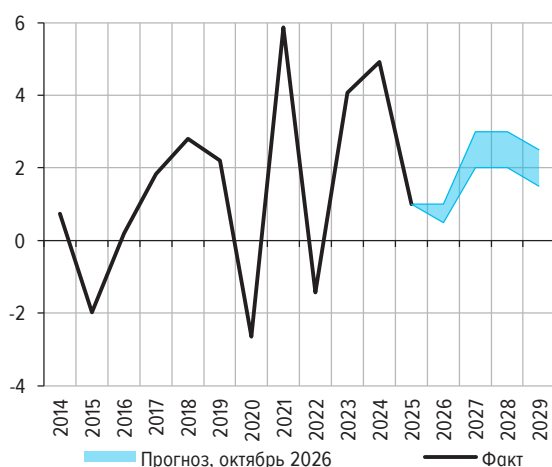
Рис. 3.7



Источник: расчеты Банка России.

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

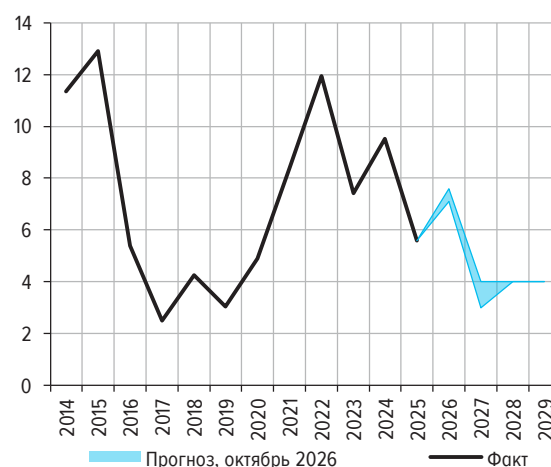
Рис. 3.8



Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.9



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ»

Табл. 3.3

	2024 (факт)	2025 (факт)	2026	2027	2028	2029
Основные макроэкономические показатели (прирост, % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	9,5	5,6	7,1–7,6	3,0–4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	8,4	8,7	6,2–6,3	4,5–5,5	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,5	19,2	14,6 ¹	10,0–12,0	7,5–8,5	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	4,9	1,0	0,5–1,0	2,0–3,0	2,0–3,0	1,5–2,5
– %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,2	1,0	0,0–1,5	2,0–3,0	2,0–3,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	5,5	2,9	3,0–3,5	2,0–3,0	2,0–3,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	6,8	3,6	3,0–3,5	2,0–3,0	2,0–3,0	1,5–2,5
Валовое накопление	3,5	-4,9	(-4,0)–(-3,0)	4,0–6,0	2,0–4,0	1,0–3,0
– основного капитала	8,6	-0,4	(-1,0)–0,0	3,0–5,0	2,5–4,5	1,0–3,0
Экспорт	– ²	– ²	(-1,0)–1,0	0,5–2,5	1,5–3,5	1,0–3,0
Импорт	– ²	– ²	2,0–4,0	2,0–4,0	1,0–3,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,2	10,6	10–13	7–12	8–13	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	17,0	9,9	8–11	7–12	9–14	8–13
– к организациям	19,9	12,5	9–12	7–12	9–14	8–13
– к населению, в том числе	9,7	2,8	5–8	8–13	9–14	8–13
ипотечные жилищные кредиты ⁴	10,4	7,8	6–9	8–13	11–16	10–15
Показатели платежного баланса⁵ (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	63	39	71	27	7	5
Торговый баланс	132	113	150	105	85	83
Экспорт	434	420	499	468	460	472
Импорт	302	306	349	362	375	388
Баланс услуг	-39	-49	-51	-51	-52	-52
Экспорт	42	46	47	49	50	51
Импорт	81	95	98	100	102	103
Баланс первичных и вторичных доходов	-31	-26	-28	-27	-27	-27
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	62	38	71	27	7	5
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	56	43	52	19	6	4
Чистое принятие обязательств	9	-5	26	11	9	11
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	66	39	78	30	15	15
Чистые ошибки и пропуски	-10	-13	-3	0	0	0
Изменение резервных активов	-4	-19	16	8	1	1
Цена нефти для налогообложения⁶, в среднем за год, долл. США за баррель	68	56	72	55	50	50

¹ С учетом того что с 1 января по 25 октября 2026 года средняя ключевая ставка равна 14,7%, с 26 октября до конца 2026 года средняя ключевая ставка составит 14,0% (с учетом округления), что допускает как сохранение, так и изменение ключевой ставки на заседании в декабре 2026 года. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

² Данные по использованию ВВП за 2024–2025 годы в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

³ Требования банковской системы к экономике включают все требования (в том числе по кредитам, облигациям и так далее) банковской системы к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям). Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной и рыночной переоценки. Более подробно см. в [методологических комментариях к показателям денежно-кредитной и финансовой статистики](#).

⁴ Ипотечные жилищные кредиты (ИЖК) включают только требования по ИЖК, входящие в требования банковской системы к экономике. Темпы прироста ипотечных жилищных кредитов приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост ипотечных жилищных кредитов в иностранной валюте пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

⁵ 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.

⁶ Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России.

Источник: Банк России.

В результате инфляционное давление сокращается быстрее и устойчивее, что позволяет Банку России проводить более мягкую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии. В сценарии «Дезинфляционный» средний уровень ключевой ставки составит 10–12% годовых в 2027 году. В 2028 году средняя ключевая ставка вернется к нейтральному диапазону 7,5–8,5% и сохранится на нем в дальнейшем. При этом рост ВВП в 2027 и 2028 годах составит 2,0–3,0% и в 2029 году вернется к 1,5–2,5%, двигаясь в соответствии с траекторией потенциального выпуска. Более быстрый рост внутреннего спроса по сравнению с базовым сценарием будет обеспечен за счет более высоких темпов роста как конечного потребления, так и валового накопления.

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

Увеличение отдачи от инвестиций и привлекательности инвестиционных проектов в рамках сценария «Дезинфляционный» будет способствовать росту спроса компаний на заемные средства. Возросшие доходы позволят населению более оптимистично оценивать свое благосостояние и повысят готовность принимать на себя кредитные обязательства. Одновременно сопутствующее улучшение оценок качества заемщиков и расширение круга платежеспособных клиентов позволят банкам увеличить кредитное предложение. В результате кредитование будет расти более высокими темпами по сравнению с базовым сценарием. Ускорение роста кредитования отразится в динамике денежной массы в 2027–2028 годах. При этом к концу прогнозного периода темпы роста кредитов и денежной массы возвратятся на траекторию базового сценария.

Сценарий «Проинфляционный»

Сценарий включает несколько ключевых предпосылок. Во-первых, предполагается, что охлаждение внутреннего спроса и снижение инфляционного давления окажутся менее устойчивыми, чем в базовом сценарии. Более высокий спрос в сценарии «Проинфляционный» при этом наблюдается при меньшем объеме предложения в сравнении с базовым сценарием. Предполагается, что негативное влияние на динамику производственных возможностей окажет усиление санкционного давления, снижающее производительность из-за потери доступа к части технологий, а также более длительное по сравнению с базовым сценарием восстановление производственных мощностей и повышение издержек на их поддержание. В результате траектория роста производственного потенциала в этом сценарии сложится ниже, чем в базовом сценарии.

Вследствие более высокого спроса и более низкого предложения сохранится высокая конкуренция за работников, из-за чего темпы роста заработных плат продолжат существенно превышать темпы роста производительности труда, оказывая дополнительное давление на цены. Инвестиционный спрос при этом будет более сдержанным, чем в базовом сценарии.

Во-вторых, в рамках данного сценария продолжение длительного периода высокого роста цен приводит к тому, что население и бизнес в своих ожиданиях относительно будущих темпов роста цен в большей степени, чем в базовом сценарии, ориентируются на прошлые

значения показателей и более выраженно реагируют на разовые факторы, что также оказывает проинфляционное влияние.

В-третьих, в сценарии предполагается устойчиво больший, чем в базовом сценарии, вклад бюджетной политики в совокупный спрос, что будет оказывать дополнительное проинфляционное воздействие. В этих условиях уровень долгосрочной нейтральной ставки в экономике будет выше, чем в базовом сценарии.

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

В-пятых, цены и объемы добычи и экспорта российской нефти сложатся на более низких уровнях из-за ухудшения геополитической обстановки и усиления санкционных ограничений. Ужесточение санкционного режима в отношении экспорта российской нефти приведет к умеренному росту дисконта российских марок по отношению к нефти марки Brent, в результате чего цена на нефть для налогообложения среднесрочно стабилизируется на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием. Цена отсечения нефти в бюджетном правиле на всем прогнозном горизонте совпадает с базовым сценарием (50 долларов США за баррель).

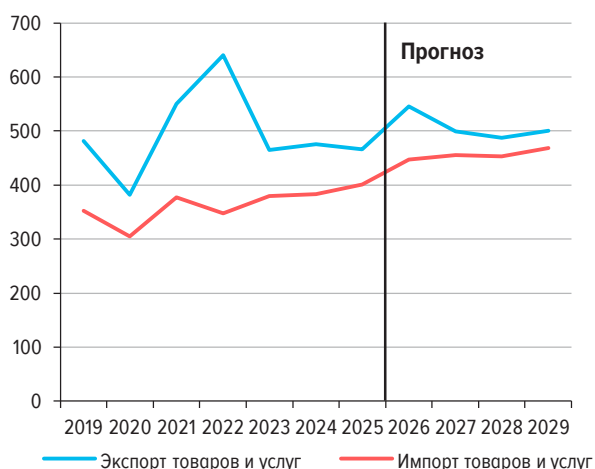
Перечисленные факторы приведут к более высокому инфляционному давлению, чем в базовом сценарии, начиная с 2027 года. Хотя ускорение инфляции в данном сценарии в том числе связано с факторами на стороне предложения, которые денежно-кредитная политика не может устранить, ее задача не допустить устойчивого ускорения инфляции из-за возникновения вторичных эффектов и роста инфляционных ожиданий. Поэтому в данном сценарии, чтобы вернуть инфляцию к цели, Банку России придется проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии: средняя ключевая ставка в 2027 году составит 14,0–16,0% годовых, в 2028 году она снизится до 11,5–12,5% годовых. Так как нейтральный уровень ключевой ставки в этом сценарии выше, средняя ставка в 2029 году составит 8,5–9,5%. С учетом проводимой денежно-кредитной политики инфляция в 2027 году составит 4,5–5,5% и вернется к целевому уровню в дальнейшем.

Под влиянием указанных выше факторов, в том числе динамики заработных плат и бюджетной политики, потребление в 2027 году будет расти быстрее, чем в базовом сценарии. Усиление санкционного давления, ограничивающее возможности компаний по наращиванию инвестиций, а также более длительное по сравнению с базовым сценарием восстановление производственных мощностей и повышение издержек на их поддержание будут тормозить рост экономики. В результате темп роста ВВП в 2027–2028 годах будет ниже, чем в базовом сценарии, и составит 0,5–1,5%. В 2029 году динамика выпуска вернется к траектории сбалансированного роста в 1,5–2,5%.

Из-за более низких цен на энергоносители в 2027–2029 годах профицит счета текущих операций платежного баланса окажется меньше, чем в базовом сценарии. Более низкие цены на нефть при той же цене отсечения в бюджетном правиле, что и в базовом сценарии, приведут к сокращению резервов в сценарии «Проинфляционный» в 2028–2029 годах.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА
В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(млрд долл. США)

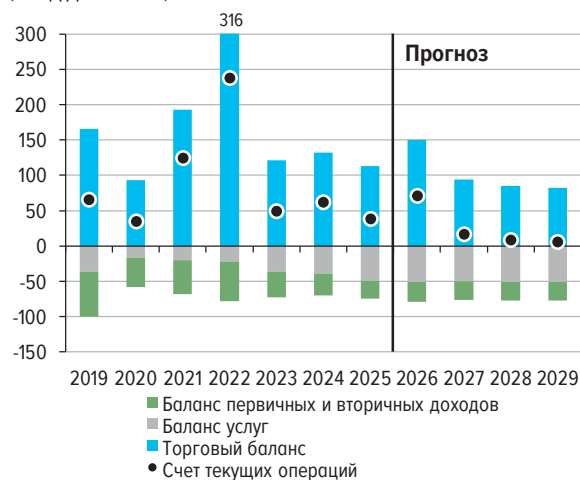
Рис. 3.10



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ
В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(млрд долл. США)

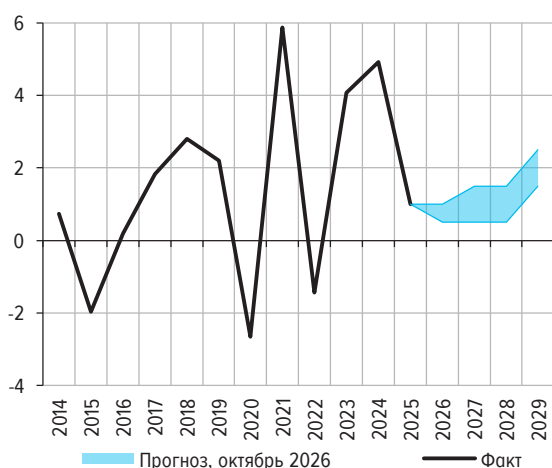
Рис. 3.11



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП
В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

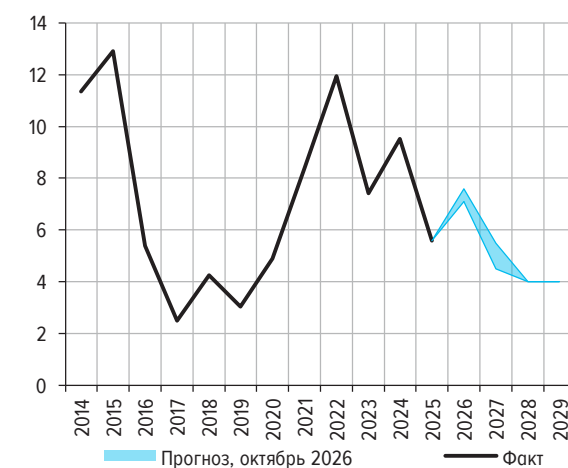
Рис. 3.12



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ
В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 3.13



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ»

Табл. 3.4

	2024 (факт)	2025 (факт)	2026	2027	2028	2029
Основные макроэкономические показатели (прирост, % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, % декабрь к декабрю предыдущего года	9,5	5,6	7,1–7,6	4,5–5,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	8,4	8,7	6,2–6,3	5,2–6,2	4,0–4,5	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,5	19,2	14,6 ¹	14,0–16,0	11,5–12,5	8,5–9,5
Валовой внутренний продукт	4,9	1,0	0,5–1,0	0,5–1,5	0,5–1,5	1,5–2,5
– %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,2	1,0	0,0–1,5	0,5–1,5	0,5–1,5	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	5,5	2,9	3,0–3,5	1,0–2,0	0,0–1,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	6,8	3,6	3,0–3,5	1,0–2,0	0,0–1,0	1,5–2,5
Валовое накопление	3,5	-4,9	(-4,0)–(-3,0)	(-1,0)–1,0	(-1,0)–1,0	1,0–3,0
– основного капитала	8,6	-0,4	(-1,0)–0,0	0,0–2,0	0,0–2,0	1,0–3,0
Экспорт	– ²	– ²	(-1,0)–1,0	(-0,5)–1,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	– ²	– ²	2,0–4,0	(-1,0)–1,0	(-3,0)–(-1,0)	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	19,2	10,6	10–13	7–12	7–12	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	17,0	9,9	8–11	3–8	6–11	6–11
– к организациям	19,9	12,5	9–12	3–8	6–11	6–11
– к населению, в том числе	9,7	2,8	5–8	4–9	6–11	6–11
ипотечные жилищные кредиты ⁴	10,4	7,8	6–9	4–9	8–13	8–13
Показатели платежного баланса⁵ (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	63	39	71	17	9	6
Торговый баланс	132	113	150	94	85	82
Экспорт	434	420	499	450	438	450
Импорт	302	306	349	356	353	368
Баланс услуг	-39	-49	-51	-50	-51	-51
Экспорт	42	46	47	49	50	51
Импорт	81	95	98	99	100	101
Баланс первичных и вторичных доходов	-31	-26	-28	-26	-26	-26
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	62	38	71	17	9	6
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	56	43	52	17	16	13
Чистое принятие обязательств	9	-5	26	9	5	7
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	66	39	78	26	21	19
Чистые ошибки и пропуски	-10	-13	-3	0	0	0
Изменение резервных активов	-4	-19	16	0	-7	-7
Цена нефти для налогообложения⁶, в среднем за год, долл. США за баррель	68	56	72	50	45	45

¹ С учетом того что с 1 января по 25 октября 2026 года средняя ключевая ставка равна 14,7%, с 26 октября до конца 2026 года средняя ключевая ставка составит 14,0% (с учетом округления), что допускает как сохранение, так и изменение ключевой ставки на заседании в декабре 2026 года. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

² Данные по использованию ВВП за 2024–2025 годы в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

³ Требования банковской системы к экономике включают все требования (в том числе по кредитам, облигациям и так далее) банковской системы к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям). Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной и рыночной переоценки. Более подробно см. в [методологических комментариях к показателям денежно-кредитной и финансовой статистики](#).

⁴ Ипотечные жилищные кредиты (ИЖК) включают только требования по ИЖК, входящие в требования банковской системы к экономике. Темпы прироста ипотечных жилищных кредитов приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост ипотечных жилищных кредитов в иностранной валюте пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

⁵ 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.

⁶ Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России.

Источник: Банк России.

Требования к экономике в 2027–2029 годах будут расти медленнее, чем в базовом сценарии. Активность на кредитном рынке будут ограничивать возросшая неопределенность относительно будущей динамики инфляции и, соответственно, премия за инфляционный риск, а также ужесточение денежно-кредитной политики. Кроме того, расширение бюджетных расходов на протяжении всего прогнозного горизонта в значительной мере будет удовлетворять потребность экономики в деньгах, компенсируя таким образом замедление кредитования. В результате в 2027 году темп роста денежной массы превысит базовый сценарий, а затем будет сопоставим с ним.

Сценарий «Рисковый»

Сценарий «Рисковый» призван проиллюстрировать, как денежно-кредитная политика будет реагировать в гипотетической ситуации резкого ухудшения внешних условий. В качестве модельной предпосылки в этом сценарии заложено, что кризисные явления, сопоставимые по масштабам с кризисом 2007–2008 годов, начнут проявляться в II квартале 2027 года и достигнут своего пика в III–IV кварталах 2027 года. Влияние кризисных явлений на прогнозные траектории основных показателей распределится во времени в соответствии с реализацией негативных шоков в мировой экономике.

Развитие полномасштабного мирового финансового кризиса в сценарии «Рисковый» связано с накопленными дисбалансами на финансовых рынках развитых стран, включая высокий уровень долга при росте долгосрочных процентных ставок в мире на фоне возросшего за последние годы инфляционного давления.

Возможным фактором, запускающим неблагоприятное развитие событий, может стать ситуация в сегменте искусственного интеллекта, куда в последние годы осуществлялись значительные инвестиции. Предпосылки сценария «Рисковый» исходят из того, что текущие оценки экономических эффектов от использования искусственного интеллекта, заложенные в рыночную стоимость технологических компаний, могут оказаться сильно завышенными. Их резкая переоценка может привести к коррекции стоимости активов высокотехнологичных компаний и реализации кредитных рисков, накопленных в секторе. С учетом отмеченных выше факторов это может постепенно перерасти в масштабную нестабильность на мировых финансовых рынках.

В таком случае мировой спрос резко упадет на фоне рецессии в двух крупнейших экономиках (США и еврозоне) и замедления экономического роста в Китае. Центральные банки отреагируют на кризис снижением ставок. Цены на нефть в 2027 году заметно снизятся и даже к концу прогнозного горизонта не восстановятся до уровней базового сценария.

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

В 2027–2028 годах предполагается дополнительная поддержка российской экономики со стороны бюджетной политики. При этом на фоне значительного падения сырьевых цен на нефть при актуальных параметрах бюджетного правила это приведет к интенсивному использованию ликвидной части ФНБ, что создает риски быстрого исчерпания средств фонда. С учетом этого потребуется значительная трансформация бюджетного правила с постепенным переходом к новым уровням базовой цены на нефть – 45 долларов США за баррель в 2027 году и 35 долларов США за баррель с 2028 года. Сокращение базовых нефтегазовых доходов

вследствие снижения цены отсечения в бюджетном правиле будет способствовать бюджетной консолидации – постепенному сокращению расходов в относительном выражении.

В 2027 году ВВП снизится на 3,0–4,0%, а в 2028 году – на 1,5–2,5%. Бюджетная поддержка экономики в кризисный период расширится относительно базового сценария, однако будет меньше, чем в 2020 и 2022–2023 годах (в условиях сократившихся возможностей из-за ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры). В 2029 году экономика будет расти восстановительными темпами 2,0–3,0%.

При этом из-за глобального финансового кризиса и усиления санкционных ограничений снижается как уровень потенциала российской экономики в краткосрочной перспективе, так и темпы его роста на среднесрочном горизонте. Дополнительное влияние оказывает снижение производственных мощностей в отдельных отраслях экономики, негативное влияние которого на предложение в сценарии «Рисковый» рассматривается более выраженным и длительным по сравнению с другими сценариями.

С учетом всех указанных предпосылок в сценарии «Рисковый» сокращение предложения будет более выраженным, чем сжатие спроса, что приведет к повышенному инфляционному давлению. Инфляция в первый кризисный год составит 11,0–13,0%. Это потребует от Банка России решительной реакции для предотвращения раскручивания инфляционной спирали и устойчивого роста инфляционных ожиданий – в среднем за 2027 год ключевая ставка сложится в диапазоне 19,0–21,0% годовых. Так как в сценарии «Рисковый» для целей модельных расчетов предполагается, что кризисные явления в мировой экономике достигнут своего пика в III–IV кварталах 2027 года, а их влияние будет транслироваться в экономику России с определенными временными лагами, Банку России в 2028 году придется сохранять жесткость денежно-кредитных условий, снижая ключевую ставку по мере уменьшения инфляционного давления. В результате в среднем за год ставка составит 14,0–16,0% годовых.

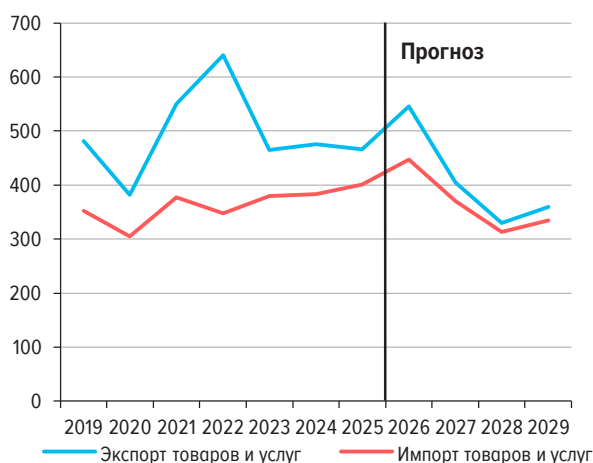
Высокий уровень ставок позволит снизить инфляцию до 5,0–7,0% в 2028 году, а в 2029 году вернуть на целевой уровень 4%. К 2029 году ключевая ставка не успеет снизиться до нейтрального уровня и сложится в диапазоне 9,5–10,5% годовых. За пределами приведенного прогнозного горизонта ключевая ставка возвратится в нейтральный диапазон.

В условиях низких цен на нефть и газ, выбытия производственных мощностей, ограничивающего экспортные возможности, а также сокращения внешнего спроса стоимостный объем экспорта существенно снизится. Одновременно будет происходить и сокращение стоимостного объема импорта, обусловленное сжатием внутреннего спроса, но более умеренное. В результате положительное сальдо счета текущих операций снизится в 2027 году, а в 2028 году сложится на гораздо более низком уровне, чем в базовом сценарии. Вместе с тем ожидается, что в 2029 году оно увеличится по мере восстановления товарного экспорта.

Высокая неопределенность относительно будущих доходов и, соответственно, способности обслуживать обязательства по кредитам будет ограничивать как спрос компаний и населения на кредиты, так и готовность банков наращивать кредитование. В сочетании со значительно более высоким уровнем ставок это приведет к существенному замедлению кредитования. Расширение бюджетной поддержки экономики в 2027–2028 годах компенсирует его не в полной мере, в результате чего денежная масса будет расти медленнее, чем в базовом сценарии. В 2029 году по мере адаптации экономики и смягчения денежно-кредитной политики будет происходить восстановительный рост кредитной активности и, как следствие, ускорение темпов роста денежной массы.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА
В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(млрд долл. США)

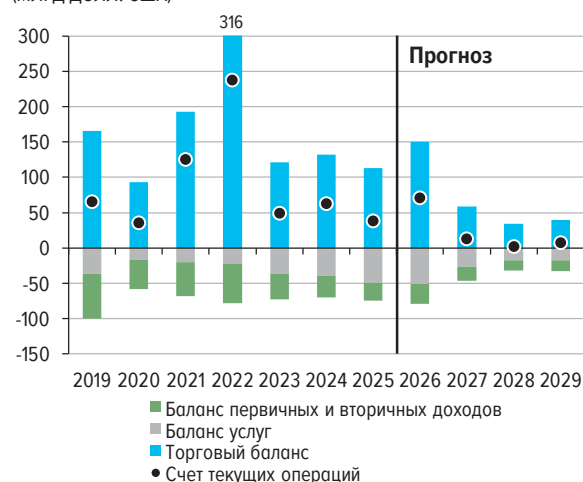
Рис. 3.14



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ
В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(млрд долл. США)

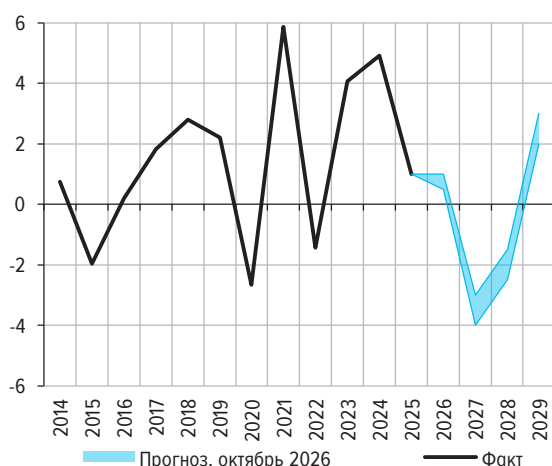
Рис. 3.15



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП
В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

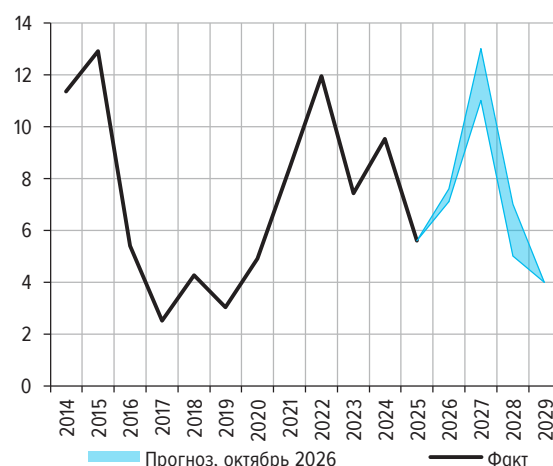
Рис. 3.16



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ
В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 3.17



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «РИСКОВЫЙ»

Табл. 3.5

	2024 (факт)	2025 (факт)	2026	2027	2028	2029
Основные макроэкономические показатели (прирост, % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, % декабрь к декабрю предыдущего года	9,5	5,6	7,1–7,6	11,0–13,0	5,0–7,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	8,4	8,7	6,2–6,3	8,1–9,7	9,3–11,4	3,6–4,4
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,5	19,2	14,6 ¹	19,0–21,0	14,0–16,0	9,5–10,5
Валовой внутренний продукт	4,9	1,0	0,5–1,0	(-4,0)–(-3,0)	(-2,5)–(-1,5)	2,0–3,0
– %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,2	1,0	0,0–1,5	(-9,0)–(-8,0)	2,5–3,5	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	5,5	2,9	3,0–3,5	(-2,0)–(-1,0)	(-6,0)–(-5,0)	2,0–3,0
– домашних хозяйств	6,8	3,6	3,0–3,5	(-2,0)–(-1,0)	(-6,5)–(-5,5)	2,5–3,5
Валовое накопление	3,5	-4,9	(-4,0)–(-3,0)	(-12,5)–(-10,5)	(-6,0)–(-4,0)	2,5–4,5
– основного капитала	8,6	-0,4	(-1,0)–0,0	(-6,0)–(-4,0)	(-2,0)–0,0	2,0–4,0
Экспорт	– ²	– ²	(-1,0)–1,0	(-6,0)–(-4,0)	(-3,0)–(-1,0)	2,0–4,0
Импорт	– ²	– ²	2,0–4,0	(-8,0)–(-6,0)	(-20,0)–(-18,0)	3,0–5,0
Денежная масса в национальном определении	19,2	10,6	10–13	4–9	6–11	8–13
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	17,0	9,9	8–11	0–5	2–7	9–14
– к организациям	19,9	12,5	9–12	2–7	3–8	9–14
– к населению, в том числе	9,7	2,8	5–8	(-5)–0	(-1)–4	10–15
ипотечные жилищные кредиты ⁴	10,4	7,8	6–9	0–5	2–7	12–17
Показатели платежного баланса⁵ (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	63	39	71	13	2	8
Торговый баланс	132	113	150	59	34	40
Экспорт	434	420	499	361	290	315
Импорт	302	306	349	302	256	275
Баланс услуг	-39	-49	-51	-26	-17	-17
Экспорт	42	46	47	42	40	43
Импорт	81	95	98	68	57	60
Баланс первичных и вторичных доходов	-31	-26	-28	-20	-15	-16
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	62	38	71	13	2	8
Сальдо финансового счета, исключая резервные активы	56	43	52	20	15	12
Чистое принятие обязательств	9	-5	26	-1	-1	2
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	66	39	78	18	14	15
Чистые ошибки и пропуски	-10	-13	-3	0	0	0
Изменение резервных активов	-4	-19	16	-6	-13	-4
Цена нефти для налогообложения⁶, в среднем за год, долл. США за баррель	68	56	72	40	25	30

¹ С учетом того что с 1 января по 25 октября 2026 года средняя ключевая ставка равна 14,7%, с 26 октября до конца 2026 года средняя ключевая ставка составит 14,0% (с учетом округления), что допускает как сохранение, так и изменение ключевой ставки на заседании в декабре 2026 года. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

² Данные по использованию ВВП за 2024–2025 годы в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

³ Требования банковской системы к экономике включают все требования (в том числе по кредитам, облигациям и так далее) банковской системы к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям). Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной и рыночной переоценки. Более подробно см. в [методологических комментариях к показателям денежно-кредитной и финансовой статистики](#).

⁴ Ипотечные жилищные кредиты (ИЖК) включают только требования по ИЖК, входящие в требования банковской системы к экономике. Темпы прироста ипотечных жилищных кредитов приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост ипотечных жилищных кредитов в иностранной валюте пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

⁵ 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.

⁶ Цена российской нефти, определяемая для целей налогообложения и ежемесячно публикуемая на официальном сайте Минэкономразвития России.

Источник: Банк России.

ВРЕЗКА 9. БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА В 2026–2029 ГОДАХ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИКУ

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

Бюджетная политика является важной предпосылкой среднесрочного макроэкономического прогноза Банка России. Новые бюджетные проектировки предусматривают изменение параметров бюджетного правила и постепенное снижение структурного первичного дефицита до нулевого уровня в 2029 году.

Среднесрочная траектория бюджетной политики

С учетом долгосрочных тенденций на мировом рынке энергоносителей и рисков достаточности ликвидной части ФНБ Правительство Российской Федерации предлагает скорректировать траекторию базовой цены на нефть в бюджетном правиле, снизив ее до 50 долларов США за баррель с 2027 года и сохранив на этом уровне до 2029 года. Более низкая базовая цена уменьшит объем нефтегазовых доходов, учитываемых при определении предельного объема расходов. По оценкам Минфина России, доля базовых нефтегазовых доходов в ВВП в результате пересмотра базовой цены может сократиться на 0,4–0,5 процентного пункта.

При этом в ближайшие 3 года расходы федерального бюджета в номинальном выражении продолжают расти. Их финансирование будет опираться в том числе на более высокий по сравнению с прошлогодними проектировками объем ненефтегазовых доходов. Минфин России повысил оценку этих поступлений более чем на 1 п.п. ВВП, до 14,4–14,6% ВВП, с учетом их фактической динамики в 2026 году, совершенствования администрирования налоговых и неналоговых доходов и изменений налоговой системы. В числе прочего ожидаются дополнительные поступления в связи с расширением налоговой базы по налогу на прибыль и прогрессивной шкале НДФЛ, введением налога на дополнительные доходы от благоприятной внешней конъюнктуры для добывающего сектора и увеличением сборов с импорта.

Несмотря на увеличение ненефтегазовых доходов, структурный первичный дефицит сохранится в 2026–2028 годах. Согласно новым бюджетным проектировкам, он будет постепенно сокращаться – с 1,8% ВВП в 2026 году до 0,6% ВВП в 2027 году и 0,2% ВВП в 2028 году. В 2029 году предполагается его снижение до нулевого уровня при сохранении более низкой базовой цены на нефть в бюджетном правиле.

Снижение базовой цены повысит устойчивость бюджетной политики к изменениям внешней конъюнктуры и будет способствовать поддержанию достаточного объема ликвидных средств ФНБ. По оценке Минфина России, ликвидная часть ФНБ будет пополняться на всем среднесрочном горизонте.

Дефицит региональных бюджетов в среднесрочной перспективе также будет постепенно сокращаться и к 2029 году приблизится к нулевому уровню.

Влияние снижения базовой цены на совокупный спрос и инфляцию зависит от того, как одновременно меняются бюджетные расходы и структурный первичный дефицит. Более низкая базовая цена сама по себе не означает уменьшения бюджетного стимула. Она повышает устойчивость государственных финансов и снижает зависимость бюджета от внешней ценовой конъюнктуры, если сопровождается соответствующей подстройкой расходов.

Новые параметры бюджетной политики Банк России учел при обновлении среднесрочного макроэкономического прогноза, опубликованного по итогам заседания Совета директоров 23.10.2026.

При их реализации бюджетная политика будет оказывать дезинфляционное влияние на прогнозном горизонте. Вместе с тем в 2026–2028 годах структурный первичный дефицит будет сохраняться, хотя и постепенно сокращаться. Это означает, что бюджетная политика продолжит стимулировать совокупный спрос. В условиях ограниченных возможностей расширения предложения для поддержания баланса в экономике потребуется более сдержанная динамика других компонентов внутреннего спроса.

РАЗДЕЛ 4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2026 ГОДУ И 2027 – 2029 ГОДАХ

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

Банк России в рамках режима таргетирования инфляции воздействует на экономику и инфляцию через процентные ставки. Для этого Банк России устанавливает ключевую ставку, а также влияет на ожидания участников рынка по ее будущей динамике. Эти ожидания отражаются на ставках по банковским операциям и доходностях финансовых активов на более длительные сроки. Исходя из уровня процентных ставок, экономические агенты принимают решения о потреблении, инвестициях и сбережениях. В этом заключается базовый принцип трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики¹.

С помощью **системы инструментов денежно-кредитной политики** Банк России управляет однодневными процентными ставками, по которым банки совершают сделки друг с другом на денежном рынке. Эта система инструментов включает в себя обязательные резервы, аукционы и операции постоянного действия по предоставлению и абсорбированию ликвидности². Удерживая ставки денежного рынка в границах процентного коридора³, Банк России стремится приблизить их к уровню ключевой ставки⁴. Это является **операционной целью денежно-кредитной политики**.

Для достижения операционной цели денежно-кредитной политики Банк России проводит операции с банками. Это необходимо для того, чтобы объем ликвидности⁵ в банковском секторе был равен объему средств, который нужен банкам для выполнения обязательных резервных требований. При этом после совершения клиентских платежей и расчетов с Банком России у одних банков может возникнуть недостаток ликвидности, а у других – ее избыток. Ключевым мотивом участников заключать сделки на денежном рынке является потребность каждого банка сформировать тот уровень средств на корсчете в Банке России, который необходим банку для проведения платежей и выполнения обязательных резервных требований. Поскольку Банк России с помощью своих операций сбалансировал общий объем ликвидности, денег в банковском секторе для этих целей будет достаточно. При равенстве спроса одних банков на ликвидность и ее предложения со стороны других участников ставки денежного рынка будут формироваться вблизи ключевой ставки.

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

² Подробная информация об операциях Банка России представлена в разделах [«Операции Банка России»](#) и [«Система инструментов денежно-кредитной политики»](#) на сайте Банка России.

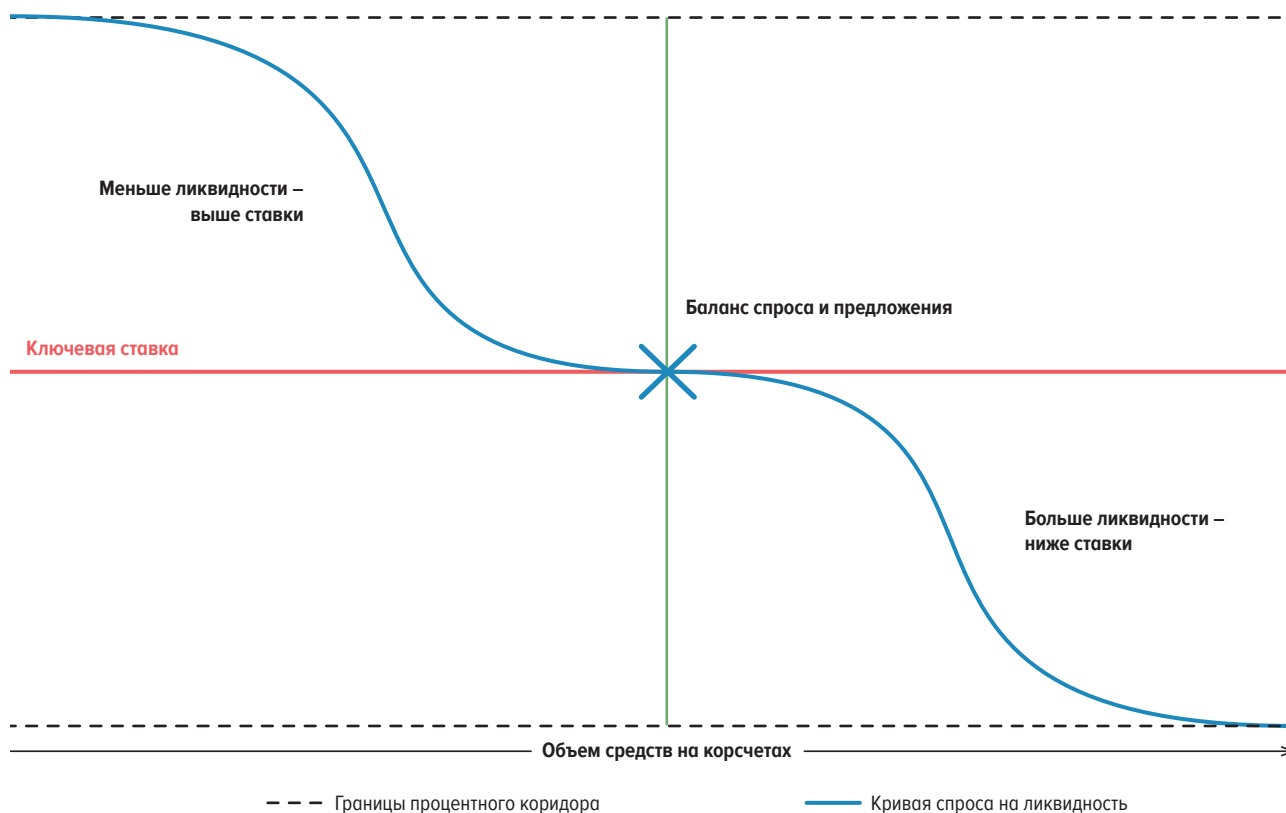
³ Процентный коридор формируется за счет операций репо и кредитов постоянного действия, которые выдаются по ключевой ставке, плюс 1 п.п.; депозитов постоянного действия, которые принимаются по ключевой ставке, минус 1 процентный пункт.

⁴ См. [врезку 10 «Денежный рынок»](#).

⁵ Здесь и далее под ликвидностью понимаются остатки средств банков на корреспондентских счетах (корсчетах) в Банке России.

УПРОЩЕННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕЙСТВИЯ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ (%)

Рис. 4.1



Источник: Банк России.

В качестве **операционного ориентира денежно-кредитной политики** Банк России использует ставку **RUONIA** (Ruble Overnight Index Average). Это средневзвешенная ставка по необеспеченным однодневным займам на рублевом рынке межбанковского кредитования (МБК). Это ставка на наиболее короткий срок, поэтому ее уровень не зависит от премии за срочность. К тому же на процентные ставки в этом сегменте не влияют стоимость и доступность ценных бумаг или иностранной валюты, которые необходимы для заключения сделок в обеспеченных сегментах денежного рынка. В результате значения RUONIA определяются потребностью кредитных организаций в привлечении или размещении средств.

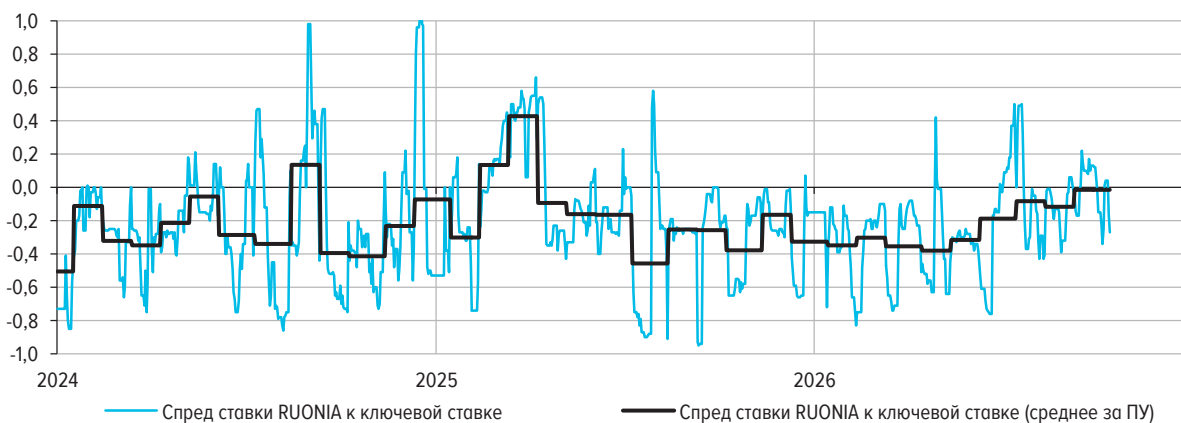
Ставки денежного рынка формируются в границах процентного коридора и могут отклоняться от ключевой ставки. Поэтому более информативным является среднее за период усреднения обязательных резервов (ПУ) отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки (спред). С помощью своих операций Банк России стремится сделать так, чтобы средний за ПУ спред не превышал в абсолютном выражении 25 б.п., то есть был меньше стандартного шага денежно-кредитной политики. Чем ближе ставки денежного рынка к ключевой, тем четче передается сигнал о ее изменении в экономику. Низкая волатильность однодневных ставок также уменьшает искажения в других сегментах денежного рынка за счет надбавок за риск и неопределенность. Однако Банк России не ставит перед собой задачу сузить спред любой ценой. Система инструментов денежно-кредитной политики выстроена так, чтобы сформировать условия для активного межбанковского рынка и обеспечить достижение операционной цели денежно-кредитной политики. Совет директоров Банка России учитывает величину спреда, принимая решение об уровне ключевой ставки, поэтому его наличие не затрудняет проведение денежно-кредитной политики.

В 2026 году Банк России достигал операционной цели денежно-кредитной политики

В 2026 году операционная процедура денежно-кредитной политики сохраняла свою эффективность. Банк России в целом успешно достигал своей операционной цели – поддерживал ставки в сегменте МБК овернайт вблизи ключевой ставки. Однодневная ставка RUONIA формировалась преимущественно с отрицательным спредом к ключевой ставке. Средний спред в январе – сентябре 2026 года составил -23 б.п. (2025 год: -15 б.п.)⁶. Это в абсолютном выражении больше значения прошлого года. При этом волатильность спреда в январе – сентябре 2026 года снизилась по сравнению с 2025 годом и составила 27 б.п. (2025 год: 37 б.п.).

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ
(п.п.)

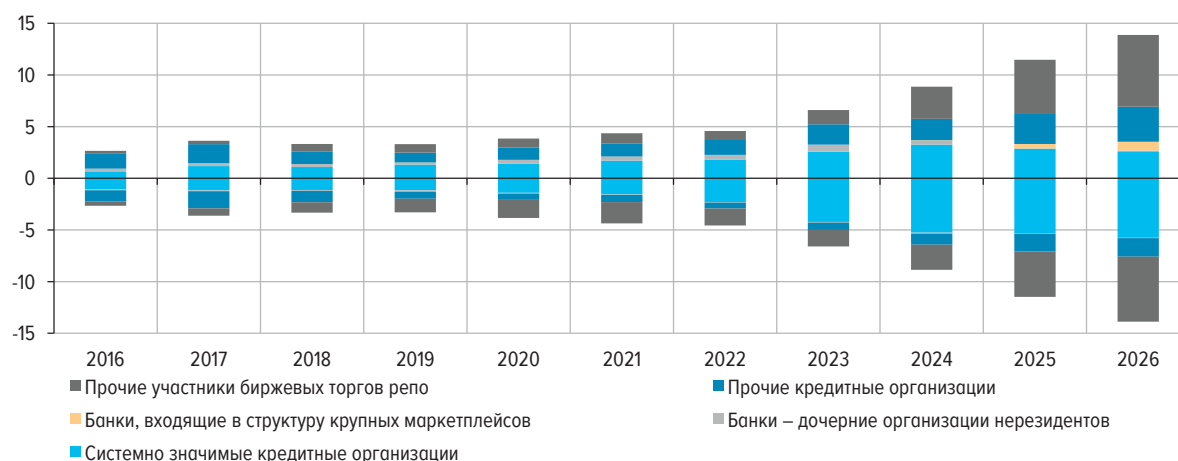
Рис. 4.2



Источник: расчеты Банка России.

СТРУКТУРА ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ В СЕГМЕНТАХ МБК И РЕПО В РАЗРЕЗЕ ГРУПП УЧАСТНИКОВ РЫНКА*
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 4.3



Примечание. Положительные значения (+) отражают объем размещений на рынке, отрицательные значения (–) – объем привлечений на рынке. В состав системно значимых кредитных организаций (СЗКО) включены банки, которые когда-либо были включены в перечень СЗКО, за исключением банков – «дочек» нерезидентов.

* Включены рублевые операции на рынке биржевого репо и рынке МБК со срочностью до 90 дней. Исключены сделки МБК между банками в рамках одной банковской группы. Данные за 2026 год по состоянию на 30.09.2026.

Источник: расчеты Банка России.

⁶ Среднее значение спреда RUONIA к ключевой ставке и его волатильность рассчитаны с учетом всех календарных дней месяца. Для дней, за которые расчет RUONIA не был произведен, значение приравнивается к предыдущему дню, за который опубликован индекс RUONIA.

Спред RUONIA к ключевой ставке оставался отрицательным, несмотря на увеличение потребности банков в привлечении ликвидности у Банка России. Заметный вклад в это вносила **текущая структура денежного рынка**. Так, банки – «дочки» нерезидентов заметно сократили размещение средств на денежном рынке в пользу депозитов в Банке России. Частично их предложение заместили новые рыночные участники. В основном это небанковские финансовые организации (НФО) и банки, входящие в структуру крупных маркетплейсов.

Российский денежный рынок остается концентрированным, как и банковский сектор в целом: на несколько крупных банков приходится основная часть всех банковских активов. Небольшое количество заемщиков привлекают значительный объем ликвидности. При этом на стороне кредиторов концентрация намного ниже, в том числе благодаря вышедшим на рынок новым участникам. В результате конкуренция на стороне заемщиков на денежном рынке ниже, чем среди кредиторов. Это дает им возможность привлекать ликвидность по более выгодным ставкам.

К временному расширению спреда и росту его волатильности также приводил неравномерный спрос банков на ликвидность в те ПУ, на которые приходилось ожидаемое рынком изменение ключевой ставки. Перед снижением ключевой ставки участники рынка выполняли усреднение обязательных резервов с запаздыванием, сокращали заимствования на рынке, снижали ставки, по которым готовы привлекать средства. После решения по ключевой ставке банки, напротив, наращивали заимствования, повышая ставки. В результате в среднем за ПУ спред оставался умеренным, но его волатильность существенно возрастала.

Спрос на ликвидность в 2026 году постепенно увеличивался. Это было вызвано несколькими факторами. Самым значимым в 2026 году был рост объема **наличных денег в обращении**. Коммерческие банки обменивают средства со своих корсчетов в Банке России на наличные деньги и предоставляют их населению и бизнесу. В результате такого обмена при прочих равных банкам нужно привлекать больше ликвидности у Банка России.

Рост наличных денег в обращении в январе – сентябре 2026 года сложился выше значений аналогичных периодов 2024–2025 годов. Такая динамика связана в том числе со снижением ставок по депозитам, желанием граждан иметь под рукой наличные на случай перебоев с безналичной оплатой, а также с другими причинами.

Рост объема наличных денег – это естественный процесс. Когда растет экономика, увеличиваются денежная масса и объем наличных в ее составе. При этом важнее смотреть не просто на объем наличных денег, а на их долю в денежной массе. Сейчас доля наличных денег в составе денежной массы – около 15%, тогда как еще 5 лет назад она была около 20%. Небольшой рост доли наличных в текущем году никак не противоречит долгосрочному тренду на ее снижение, а также не превышает исторических соотношений со скоростью обращения в розничной торговле и другими показателями потребления.

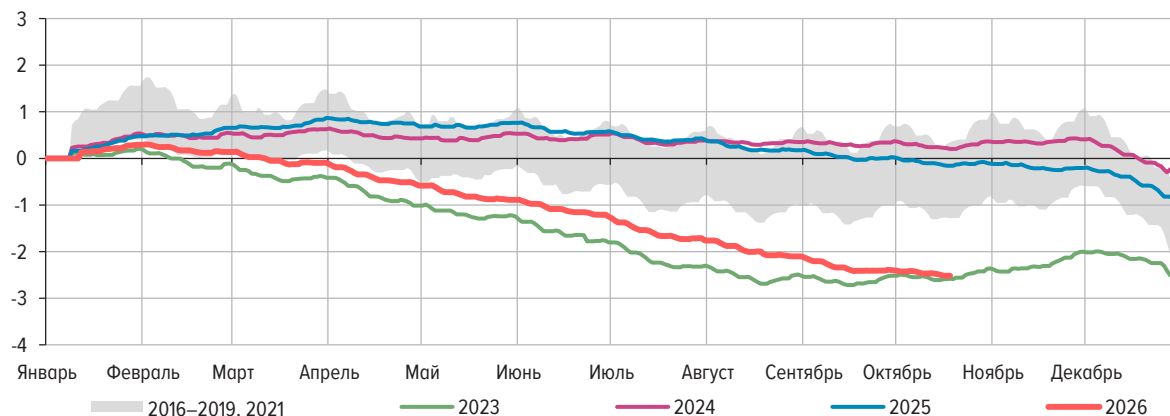
Другим значимым фактором для ликвидности банков, как и в предыдущие годы, были **бюджетные операции**. Их совокупное влияние на потребность банков в ликвидности было небольшим благодаря тому, что Федеральное казначейство эффективно управляет временно свободными бюджетными средствами⁷. Эти операции сглаживают воздействие бюджетных доходов и расходов

⁷ Подробнее о влиянии операций Федерального казначейства на ликвидность см. в разделе 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2025 году и 2026–2028 годах» [ОНЕГДКП 2026–2028](#).

на корсчета банков. Однако для равномерного распределения средств между кредитными организациями требуется время. Поэтому в отдельные периоды у банков растет потребность в привлечении ликвидности на денежном рынке и у Банка России.

ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМА НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ В ОБРАЩЕНИИ
(НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ С НАЧАЛА ГОДА, % К М2)

Рис. 4.4



Примечание. «+» – снижение, «-» – увеличение.
Источник: расчеты Банка России.

Эффект полугодового лага в **зеркалировании Банком России операций инвестирования средств ФНБ** в разрешенные финансовые активы также привел к повышению потребности банков в ликвидности. При этом, поскольку Банк России зеркалирует все операции Минфина России со средствами ФНБ, эффект от этого лага является временным. В долгосрочном периоде зеркалирование операций со средствами ФНБ нейтрализует влияние бюджетных операций на ликвидность банков⁸.

Обязательные резервы, которые кредитные организации поддерживают в Банке России, в январе – сентябре 2026 года возросли на 0,2 трлн рублей.

Помимо автономных факторов формирования ликвидности и обязательных резервов, на спрос на аукционы Банка России в 2026 году продолжала влиять устойчивая потребность банков в использовании отдельных инструментов денежно-кредитной политики. Так, часть свободных средств по-прежнему размещалась банками на **депозитах постоянного действия в Банке России**. Сохранился и спрос на **кредиты постоянного действия**. Отдельные крупные системно значимые банки эпизодически использовали кредиты для выполнения национального норматива краткосрочной ликвидности (ННКЛ)⁹ и в периоды, когда не могли привлечь весь необходимый объем ликвидности на денежном рынке. Но, в отличие от конца 2024 – большей части 2025 года¹⁰, спрос на кредиты Банка России был менее регулярным. В целом в 2026 году банки не испытывали заметных проблем с соблюдением ННКЛ.

⁸ Подробнее об операциях зеркалирования см. в разделе 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2025 году и 2026–2028 годах» [ОНЕГДКП 2026–2028](#).

⁹ Национальный норматив краткосрочной ликвидности – обязательный для СЗКО норматив Банка России, который характеризует способность банков выдерживать стрессовые оттоки денежных средств в ближайшие 30 дней. В отличие от норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ), который действовал до 30.10.2025, национальный норматив учитывает специфику российского финансового сектора. Это важно для более точного регулирования риска ликвидности банков.

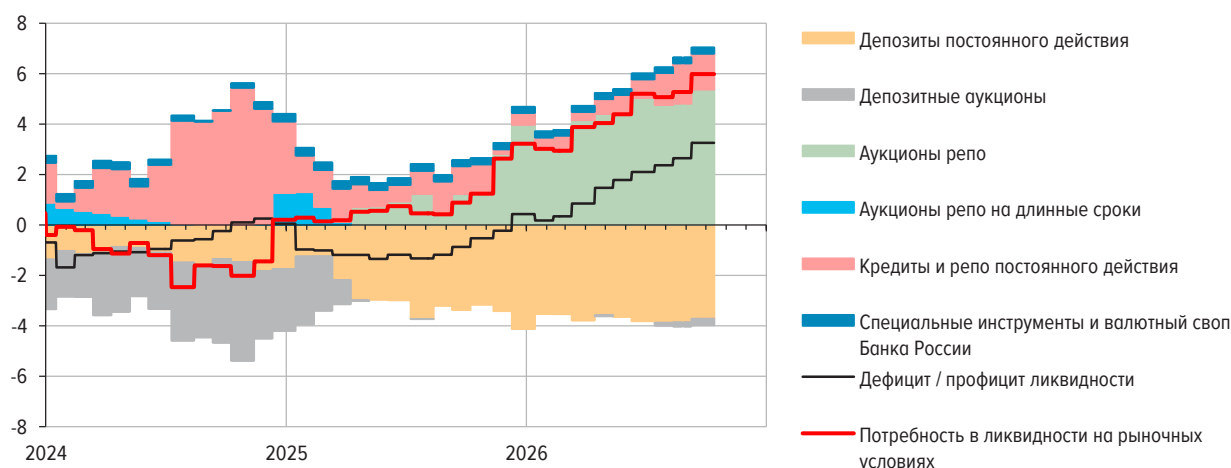
¹⁰ Подробнее о спросе на кредиты Банка России в рамках основного механизма см. в разделе 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2025 году и 2026–2028 годах» [ОНЕГДКП 2026–2028](#).

Также банки продолжали обращаться к специальным механизмам рефинансирования Банка России. Эти механизмы были созданы для выравнивания доступа к кредиту, в том числе для предприятий малого и среднего бизнеса, предприятий несырьевого экспорта или реализующих инвестиционные проекты. Кредитование этих отраслей и сегментов экономики может сдерживаться структурными факторами. В рамках этих операций банкам, кредитуемым такие предприятия, Банк России предоставлял средства на длительные сроки по льготным ставкам. Объем и сроки таких кредитов ограничены в целях недопущения избыточного смягчения денежно-кредитных условий (см. [врезку 13 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики»](#)). Задолженность банков по операциям в рамках специальных механизмов рефинансирования в 2026 году практически не изменилась.

Банк России учитывал спрос на все эти операции, наряду с автономными факторами формирования ликвидности при определении лимитов на своих аукционах. Основными аукционами по управлению ликвидностью в 2026 году оставались недельные аукционы репо, объем которых постепенно увеличивался.

ПОТРЕБНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА В ЛИКВИДНОСТИ НА РЫНОЧНЫХ УСЛОВИЯХ* И ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ (СРЕДНЕЕ ЗА ПУ, ТРЛН РУБ.)

Рис. 4.5



* Потребность в ликвидности на рыночных условиях рассчитывается как структурный баланс ликвидности, скорректированный на операции Банка России, спрос на которые вызван нерыночными факторами. К этим операциям относятся кредиты Банка России, востребованные в связи с выполнением регуляторных нормативов, депозиты постоянного действия в Банке России, размещаемые банками, которые по какой-либо причине не готовы совершать сделки на денежном рынке, а также специальные механизмы рефинансирования. Данный показатель точнее характеризует объем ликвидности, который Банк России должен предоставить банковскому сектору (положительное значение) или абсорбировать у него (отрицательное значение) на рыночных условиях – для достижения операционной цели денежно-кредитной политики. Примечание. Устойчивый спрос банков на депозиты и кредиты постоянного действия привел к тому, что такой показатель, как структурный баланс ликвидности, не в полной мере отражает потребность банковского сектора в ликвидности. Поэтому в качестве основного показателя, характеризующего состояние ликвидности банковского сектора, Банк России использует оценку потребности в ликвидности на рыночных условиях. Источник: расчеты Банка России.

Банк России с майского ПУ¹¹ **уточнил подход к проведению аукционов «тонкой настройки»¹²**.

Ранее при принятии решения о проведении аукциона «тонкой настройки» Банк России ориентировался на величину избытка или недостатка ликвидности у банков относительно уровня, необходимого им для выполнения обязательных резервных требований. При этом, поскольку в течение ПУ механизм усреднения обязательных резервов позволяет эффективно урегулировать возникающие дисбалансы, вмешательство Банка России требовалось лишь в последний день ПУ. В рамках уточненного подхода, помимо потребности банковского сектора в ликвидности, Банк России стал учитывать наблюдаемый спред ставки RUONIA к ключевой

¹¹ Майский ПУ – с 13.05.2026 по 09.06.2026.

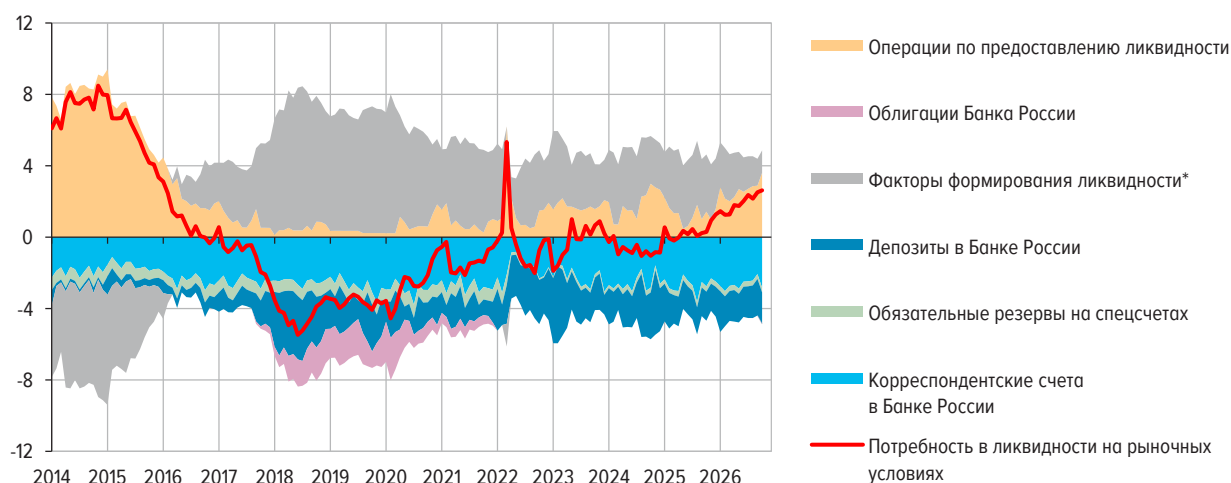
¹² См. [новость Банка России](#) от 27.04.2026.

ставке. Это позволило ему оперативнее реагировать на устойчивое отклонение ставок денежного рынка от целевого уровня. Чем ниже уровень ключевой ставки, тем важнее поддерживать узкий спред между ставками МБК и ключевой ставкой для эффективной работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Средний спред с майского по сентябрьский ПУ составил -14 базисных пунктов.

Банк России уделяет значительное внимание повышению прозрачности своих решений по применению инструментов денежно-кредитной политики. Поэтому в дополнение к публикации подробной статистики, прогнозов, регулярных аналитических материалов, а также новостей и пресс-релизов по важным темам на сайте Банк России продолжил проводить регулярные круглые столы по вопросам управления ликвидностью и ставками денежного рынка для представителей финансовых организаций¹³.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(% К АКТИВАМ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА)

Рис. 4.6



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

В 2026 году и на трехлетнем горизонте сохранится устойчивая потребность банков в привлечении ликвидности у Банка России

В 2026 году и на трехлетнем горизонте ожидается рост потребности банков в привлечении ликвидности на аукционах Банка России. В среднем за декабрьский ПУ 2026 года на своих аукционах Банк России предоставит банкам от 8,0 трлн до 9,2 трлн рублей.

В 2026–2029 годах ожидается постепенное увеличение объема наличных денег в обращении. При этом их доля в денежной массе будет снижаться.

Бюджетные операции будут в целом нейтральны для баланса ликвидности. Однако полугодовой лаг в зеркалировании Банком России операций Минфина России по инвестированию средств ФНБ приведет к небольшому росту потребности банков в ликвидности в 2026 году. Это связано с тем, что запланированный Минфином России объем инвестиций средств ФНБ в 2026 году меньше, чем в прошлом году. Поэтому он не будет полностью покрывать сумму операций

¹³ См. мероприятия [от 08.04.2026](#) и [от 08.10.2026](#).

зеркалирования таких же инвестиций за предыдущие полугодия (за второе полугодие 2025 года и первое полугодие 2026 года). При этом влияние этого фактора ограничено во времени, поскольку Банк России зеркалирует все операции Минфина России со средствами ФНБ. Кроме того, Федеральное казначейство оперативно размещает свободные остатки бюджетных средств обратно в банки. Поэтому эти операции в целом остаются нейтральными для долгосрочной траектории баланса ликвидности банковского сектора.

Прогноз обязательных резервов предполагает их увеличение пропорционально темпам роста денежной массы, что будет увеличивать потребность банков в ликвидности.

Подробнее о прогнозе ликвидности банковского сектора в 2026–2029 годах см. в [«Денежной программе и прогнозе ликвидности»](#).

Совершенствование операционной процедуры денежно-кредитной политики и другие изменения

Операционная процедура денежно-кредитной политики Банка России в целом выстроена. Однако регулятор продолжает работу по точечной настройке системы инструментов денежно-кредитной политики с учетом ситуации с ликвидностью банковского сектора, изменений в платежной инфраструктуре и развития финансового рынка. Основными задачами этой работы остаются обеспечение бесперебойности расчетов и улучшения в управлении ликвидностью банков. В конечном счете это приведет к более эффективной трансмиссии решений по денежно-кредитной политике.

Для снижения волатильности ставок денежного рынка Банк России планирует **сблизить график ПУ с графиком заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке**. Если синхронизировать даты начала ПУ и действия новой ключевой ставки, то стратегии банков по усреднению обязательных резервов перестанут значимо влиять на уровень и волатильность спреда. При этом новый график ПУ продолжит учитывать, что окончание ПУ не должно приходиться на основные налоговые периоды и отчетные даты, а также иные факторы. Для более гибкого установления графика ПУ Банк России подготовил изменения в положение об обязательных резервах¹⁴. Также изменится и порядок применения ставок по операциям Банка России: заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке будут по-прежнему проводиться по пятницам, при этом новая ключевая ставка в случае ее изменения будет начинать действовать не с понедельника, как сейчас, а с ближайшей среды, когда будут происходить расчеты по недельным аукционам Банка России и будет начинаться новый ПУ. Чтобы это реализовать, Банк России планирует перейти к установлению ставок по всем инструментам денежно-кредитной политики в спредах к ключевой ставке. Для возможности юридической и технической подготовки к запуску синхронизацию планируется реализовать в 2027 году.

Банк России продолжит работу по созданию **единого пула активов** – ценных бумаг и прав требования по кредитным договорам. Это нужно, чтобы банки для проведения платежей могли использовать весь доступный объем внутрисдневного кредита¹⁵ под любое принятое Банком

¹⁴ Положение Банка России от 18.02.2025 № 852-П «Об обязательных резервах».

¹⁵ Внутрисдневные кредиты – кредиты, предоставленные Банком России банку в течение дня для исполнения платежа в случае, когда на его корсчете для этого недостаточно средств. Банк должен погасить этот кредит до конца операционного дня.

России обеспечение. При этом подходы к управлению ликвидностью банков и механизмы предоставления средств останутся прежними. Переход на единый пул активов запланирован на вторую половину 2027 года.

Текущий уровень **обеспечения по операциям Банка России** остается достаточным для управления ликвидностью и сохранения жесткости верхней границы процентного коридора. Это означает, что банки могут привлечь у регулятора столько рублевой ликвидности, сколько им необходимо. При росте потребности банков в ликвидности состав обеспечения в рамках основного механизма предоставления ликвидности может быть расширен в первую очередь за счет перераспределения активов из дополнительного механизма, который выполняет роль механизма экстренной поддержки ликвидности¹⁶.

Банк России продолжает разработку отдельного **экстренного механизма предоставления ликвидности участникам финансового рынка, не являющимся кредитными организациями**. Такой механизм будет носить антикризисный характер и запускаться Банком России в случае необходимости на ограниченный период. Проведение таких операций будет организовано на базе биржевой инфраструктуры.

Банк России продолжает прорабатывать вопрос о **расширении графика работы платежной системы Банка России** (ПС БР). Это потребует соответствующего увеличения времени, в течение которого доступны операции Банка России по управлению ликвидностью. Банк России будет привлекать банковское сообщество к обсуждению возможных вариантов развития инструментов денежно-кредитной политики.

Совместно с Федеральным казначейством и небанковской кредитной организацией акционерным обществом «Национальный расчетный депозитарий» (НРД) Банк России реализовал комплекс мероприятий по внедрению **нового механизма завершения расчетов по депозитным операциям и операциям репо**. С июня 2026 года в ПС БР начал действовать единый расчет обязательств по итогам клиринга в НРД депозитных сделок и операций репо Федерального казначейства, а также операций репо Банка России с кредитными организациями. В дальнейшем возможно добавление в клиринг НРД и расчетного механизма иных сделок при условии завершения расчетов по ним в ПС БР. Это позволит существенно снизить потребности кредитных организаций в средствах для проведения платежей, будет способствовать повышению эффективности расчетов, а также уменьшит риски их несвоевременного завершения.

В сентябре 2026 года началось массовое внедрение **цифрового рубля**. Это цифровая форма российской национальной валюты, которую Банк России выпускает в дополнение к существующим формам денег. Процесс внедрения цифрового рубля будет растянутым во времени и не повлияет на денежно-кредитную политику. Банк России будет учитывать спрос участников экономики на цифровые рубли при установлении лимитов по своим операциям так, чтобы ставки денежного рынка оставались вблизи ключевой ставки.

¹⁶ Более подробная информация об операциях предоставления ликвидности в рамках основного и дополнительного механизмов (ОМ и ДМ) представлена в разделе [«Обеспеченные кредиты Банка России»](#) на сайте Банка России. Условия проведения операций (ставка, обеспечение, сроки) различаются в зависимости от цели привлечения средств банком.

ВРЕЗКА 10. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Развитый активный денежный рынок повышает эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и поддерживает финансовую стабильность. Поэтому Банк России выстроил свою операционную процедуру так, чтобы достичь баланса между контролем над ставками и сохранением условий для рыночной активности

Денежный рынок – это часть финансового рынка и место, где банки, компании и люди привлекают или размещают деньги на сроки от 1 дня (овернайт) и, как правило, до 1 года. Такие операции позволяют участникам оперативно управлять собственными денежными средствами.

Основной канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России (ТМ ДКП) – процентный. С помощью своих операций регулятор влияет на однодневные ставки межбанковского денежного рынка, через которые сигнал денежно-кредитной политики (ДКП), то есть изменение ключевой ставки, передается в ставки других сегментов финансового рынка¹. Для эффективной работы первого этапа ТМ ДКП нужен денежный рынок, где присутствуют группы участников с разнообразными стратегиями, в том числе арбитражными. Чем больше на рынке участников и сильнее конкуренция между ними, тем быстрее цены на этом рынке (то есть процентные ставки) отражают информацию, которая влияет на стоимость денег. К такой информации относится в том числе сигнал ДКП, который центральный банк стремится передать через свои операции.

Активный денежный рынок также создает условия для более эффективной трансмиссии сигнала ДКП в другие сегменты финансового рынка². Если банки и другие профессиональные участники денежного рынка уверены, что ставки на рынке межбанковского кредитования (МБК) будут находиться вблизи ключевой ставки, то они смогут закладывать эти ожидания в цены других финансовых продуктов на более длительные сроки. Конкуренция за деньги разной срочности приводит к сближению уровня ставок по кредитам и депозитам, которые банки предлагают своим клиентам. Это в свою очередь делает их более предсказуемыми, а изменение ключевой ставки быстрее транслируется в ставки в экономике.

Развитый денежный рынок также способствует повышению финансовой стабильности. Уровень рыночных ставок может говорить о потребности банков в денежных средствах, о взаимоотношениях между контрагентами, о концентрации в банковском секторе и так далее. Если банки доверяют друг другу, то даже в случае шоков ликвидности, то есть резкого оттока клиентских средств из банка, денежный рынок позволит сгладить их за счет распределения денег между участниками. Это повышает устойчивость банковского сектора к подобным шокам и помогает центральному банку своевременно отреагировать и, например, предоставить необходимую ликвидность банкам до того, как это отразилось на ставках по другим банковским продуктам, включая кредиты и депозиты.

Поэтому Банк России выстроил свою операционную процедуру ДКП так, чтобы достичь баланса между контролем над ставками и сохранением условий для рыночной активности. Недостаточная активность Банка России на рынке может привести к повышению волатильности ставок и рисков для банков. Напротив, чрезмерное участие Банка России может заместить собой рыночные операции. В таком случае ценообразование краткосрочных ставок не будет иметь рыночной природы и может потерять связь с другими ставками в экономике. В обоих случаях это снизит эффективность ТМ ДКП.

Рублевый денежный рынок включает в себя сегменты МБК и репо.

- **Рынок МБК.** В этом сегменте банки заключают сделки друг с другом. Ставки здесь выступают операционным ориентиром для Банка России, потому что эти сделки совершаются без обеспечения и исключительно между банками. В таких условиях на ценообразование на рынке не влияют операции небанковских финансовых организаций (НФО) и спрос на обеспечение.

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

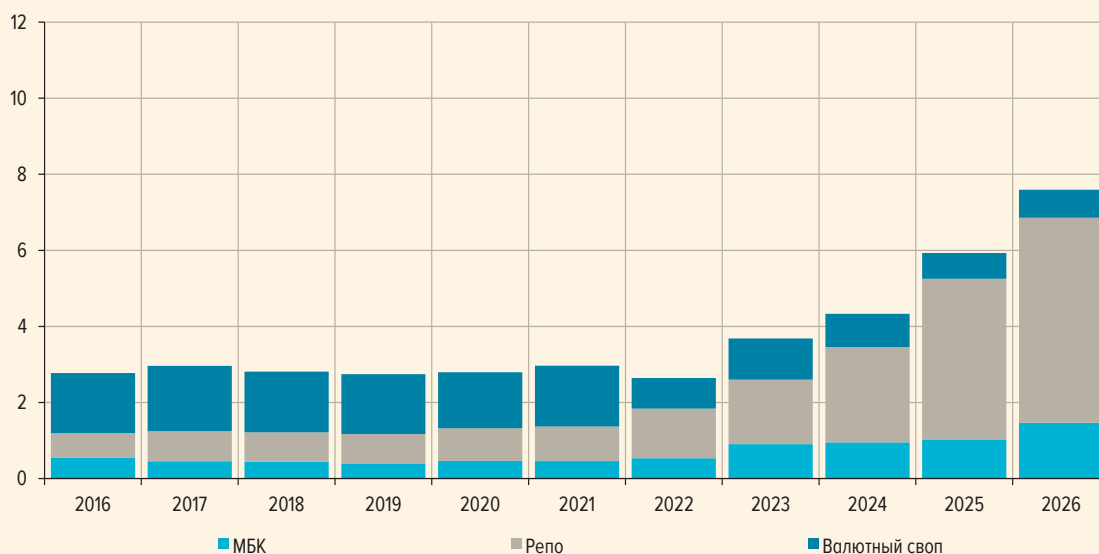
² См. врезку 12 «Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям».

- **Рынок репо.** В этом сегменте заключаются сделки, обеспеченные ценными бумагами. В настоящее время это наиболее ликвидный сегмент денежного рынка, на котором операции совершают не только банки, но и другие финансовые организации. Основная часть сделок проходит на Московской Бирже с участием центрального контрагента.

На срок овернайт заключается наибольшее количество сделок, а МБК и биржевое репо остаются основными сегментами денежного рынка. В 2026 году³ средненежный объем открытых позиций там составил 15,7 трлн рублей, из них 6,9 трлн рублей – сделки овернайт.

ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ НА РУБЛЕВОМ ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ И В СЕГМЕНТЕ «ВАЛЮТНЫЙ СВОП» НА СРОК ОВЕРНАЙТ
(ТРЛН РУБ.)

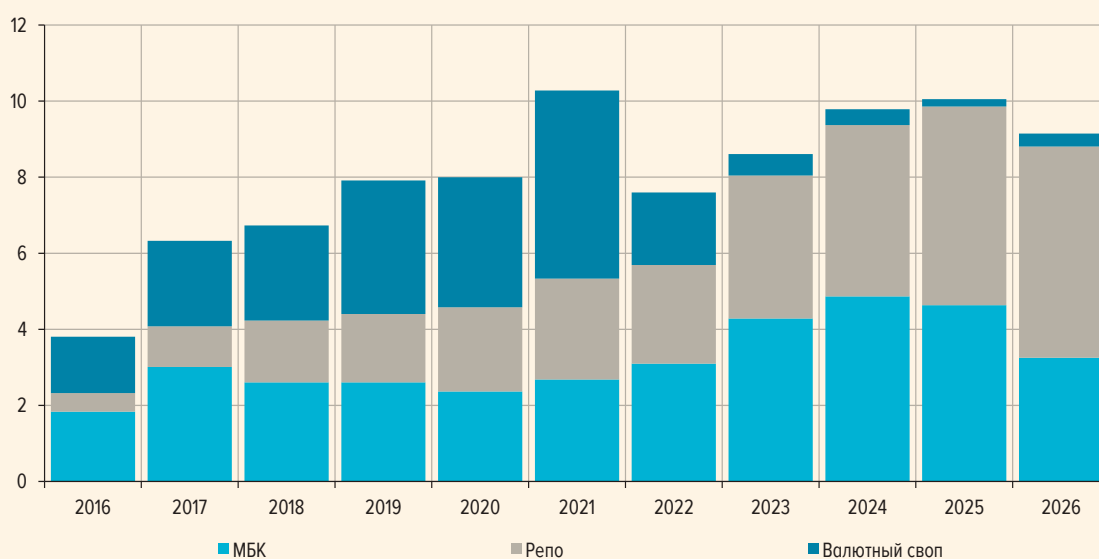
Рис. 10.1



Источник: расчеты Банка России.

ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ НА РУБЛЕВОМ ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ И В СЕГМЕНТЕ «ВАЛЮТНЫЙ СВОП» НА СРОКИ СВЫШЕ ОВЕРНАЙТ
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 10.2



Источник: расчеты Банка России.

³ Данные за 2026 год по 30.09.2026.

Операционная процедура ДКП Банка России устроена так, чтобы обеспечить формирование рыночных ставок вблизи ключевой ставки – центра процентного коридора. При этом, как правило, в условиях структурного профицита ликвидности ставки формируются немного ниже уровня ключевой, а в условиях дефицита, наоборот, – выше. Несмотря на то что центральный банк предоставляет через репо и кредиты или забирает на депозиты такой объем ликвидности, чтобы у банков на корсчетах осталось достаточно средств для выполнения нормативов обязательных резервов, в случае дефицита конкуренция за ликвидность, как правило, оказывается выше. Больше банков готовы выступать посредниками и перераспределять деньги на рынке. Однако в настоящее время, несмотря на увеличение структурного дефицита ликвидности, ставки на денежном рынке устойчиво держатся в нижней половине процентного коридора. Заметный вклад в это вносит отсутствие синхронизации графиков периодов усреднения (ПУ) и календаря решений Банка России по ключевой ставке.

Но есть и ряд факторов, которые связаны со структурой и текущим состоянием денежного рынка. В частности, российский денежный рынок остается концентрированным. Небольшое количество заемщиков привлекают значительный объем ликвидности. В результате сохраняется низкий уровень конкуренции, а изменение поведения одного из участников сильно влияет на весь денежный рынок. Однако такая ситуация не говорит о наличии каких-либо проблем в банковском секторе. Денежный рынок продолжает развиваться и выполнять свои основные функции по перераспределению ликвидности и передаче сигнала ДКП. При этом равновесие на нем формируется в условиях сложившейся структуры. Меры, принимаемые Банком России, направлены на сглаживание временных факторов, из-за которых ставки МБК отклоняются от ключевой (см. [раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2026 году и 2027–2029 годах»](#)).

Ранее в контексте рублевой ликвидности рассматривался рынок валютных свопов. На нем банки и другие финансовые организации заключают сделки по обмену валюты с обязательством совершить ее обратный выкуп по заранее фиксированному курсу. Основной объем сделок совершался с долларами США. После 2022 года участники перестали использовать этот рынок для управления рублевой ликвидностью. В настоящий момент такие сделки нужны банкам в основном для управления юаневой ликвидностью и хеджирования валютных рисков.

В валютном сегменте, в отличие от рублевого, у Банка России нет цели управлять ставками и обеспечивать участникам определенные условия привлечения юаней. Банк России проводит сделки «валютный своп» по продаже юаней за рубли в ограниченном объеме по ключевой ставке, то есть значительно дороже стоимости юаневой ликвидности за пределами России. Это мотивирует банки самостоятельно, с помощью рыночных механизмов регулировать возникающие дисбалансы и не брать на себя избыточные риски. Как и в случае с рублевой ликвидностью, важно сохранить эффективность рыночного ценообразования по валютным инструментам. Иные операции с иностранной валютой Банк России использует только в случаях реализации рисков для финансовой стабильности.

РАЗДЕЛ 5. КОММУНИКАЦИЯ БАНКА РОССИИ ПО ВОПРОСАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Общие подходы к коммуникации по денежно-кредитной политике

Коммуникация является инструментом денежно-кредитной политики, наряду с ключевой ставкой, и влияет на инфляцию через канал ожиданий трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики¹.

Коммуникация Банка России по денежно-кредитной политике представляет собой комплекс информационных мероприятий, направленных на разъяснение денежно-кредитной политики обществу, получение от него обратной связи и построение конструктивного диалога. Банк России стремится к тому, чтобы коммуникация была прозрачной, доступной и охватывала все целевые аудитории (в алфавитном порядке: академическое сообщество, аналитики, бизнес, население, органы государственной власти, участники финансового рынка).

Цели и задачи коммуникации по денежно-кредитной политике

Цель коммуникации – формирование доверия общества к проводимой денежно-кредитной политике через улучшение ее понимания, что вносит вклад в снижение и закоривание инфляционных ожиданий, а также повышает эффективность денежно-кредитной политики в целом.

Задачи коммуникации по денежно-кредитной политике:

- информирование общества о решениях в области денежно-кредитной политики, текущей ситуации в экономике и прогнозе ее развития;
- разъяснение логики действий Банка России, касающихся денежно-кредитной политики, а также механизма влияния монетарных мер на денежно-кредитные условия, инфляцию и экономику в целом, чтобы обеспечить понимание и предсказуемость денежно-кредитной политики;
- предоставление обществу ответов на вопросы по денежно-кредитной политике и получение от него обратной связи, что позволяет корректировать и уточнять коммуникацию;
- повышение финансовой грамотности в части базовых принципов функционирования экономики и факторов формирования инфляции, максимальное содействие повышению финансовой культуры.

Принципы коммуникации

Банк России в своей коммуникации по денежно-кредитной политике руководствуется следующими принципами и правилами:

- **Открытость.** Коммуникация Банка России направлена на системное раскрытие информации о денежно-кредитной политике, достаточное для того, чтобы целевые аудитории понимали логику принимаемых решений и доверяли действиям регулятора.

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

- **Компетентность.** Банк России предоставляет достоверную и обоснованную информацию о своей деятельности и ситуации в экономике, опираясь на статистические данные, результаты опросов и актуальные экономические исследования в области денежно-кредитной политики.
- **Оперативность.** Банк России стремится своевременно доводить информацию о текущей экономической ситуации, перспективах ее развития и своих решениях, влияющих на экономику.
- **Ясность.** Информация излагается в доступной и логичной форме. В коммуникации с населением Банк России стремится говорить понятным языком, минимизируя использование узкоспециальных терминов.
- **Адресность.** Банк России учитывает особенности целевых аудиторий (уровень специальных знаний об экономике, интересы и информационные потребности) и подбирает соответствующие форматы, инструменты и каналы коммуникации для каждой из них.
- **Диалог.** Коммуникация носит двусторонний характер: Банк России не только транслирует информацию, но и собирает мнения основных аудиторий для учета общественных настроений и повышения качества коммуникации.
- **Политика единого голоса.** Все представители Банка России придерживаются единой и согласованной позиции в коммуникации по вопросам денежно-кредитной политики и макроэкономического прогноза. Это способствует формированию устойчивых ожиданий, снижению рыночной волатильности и повышению предсказуемости решений по ключевой ставке.
- **Принцип «недели тишины».** В течение 7 дней до принятия решения по ключевой ставке Банк России воздерживается от публичных комментариев по денежно-кредитной политике. Это позволяет снизить риски повышения волатильности на финансовых рынках в ожидании решения по ключевой ставке.

Основные аудитории

Коммуникация Банка России строится с учетом особенностей и потребностей разных целевых аудиторий. **Целевая аудитория** – это группа экономических агентов, объединенных общими экономическими интересами, ролью и функциями в экономической системе, а также близкими информационными потребностями и поведенческими характеристиками, значимыми для целей коммуникации.

В рамках коммуникации по денежно-кредитной политике Банк России рассматривает, в частности, такие аудитории (в алфавитном порядке):

- академическое сообщество;
- аналитики;
- бизнес;
- население;
- органы государственной власти;
- участники финансового рынка.

Любая аудитория одинаково важна для Банка России, поскольку каждый член общества принимает экономические решения и оценивает эффективность усилий Банка России по обеспечению ценовой стабильности.

Каналы и инструменты коммуникации

Банк России доводит информацию по денежно-кредитной политике до целевых аудиторий по различным каналам и с помощью разных инструментов коммуникации. Канал коммуникации – это способ распространения информации. При его выборе Банк России учитывает, какие каналы пользуются популярностью у целевых аудиторий, стремясь повысить охват коммуникации и довести информацию до каждой группы экономических агентов.

Основные каналы коммуникации: экосистема сайтов Банка России (официальный и тематические сайты); каналы и страницы Банка России в мессенджерах и социальных сетях; специальные мероприятия Банка России (пресс-конференции, встречи с целевыми аудиториями, выставки, информационные кампании, лекции, деловые игры); мобильные приложения Банка России; медиа (печатные и онлайн-СМИ, радио и телевидение); площадки блогеров и лидеров мнений; сообщества в социальных сетях; образовательные платформы; публичные мероприятия (конференции, форумы, семинары, круглые столы).

Банк России реализует коммуникацию, используя разные инструменты коммуникации, то есть формы подачи информации. Выбирая их, Банк России придерживается принципа адресности.

Банк России использует широкий набор инструментов коммуникации по денежно-кредитной политике, который может дополняться при необходимости:

- Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики;
- пресс-релизы и пресс-конференции по итогам решений Совета директоров;
- Резюме обсуждения ключевой ставки;
- среднесрочный макроэкономический прогноз и Комментарий к нему;
- аналитические доклады и комментарии на официальном сайте Банка России;
- коммуникационные сессии с представителями бизнеса;
- интервью и комментарии в медиа;
- блоги и подкасты в социальных сетях;
- ответы на вопросы медиа и аудитории социальных сетей;
- лекции и образовательные мероприятия;
- иные инструменты коммуникации.

Подходы к оценке эффективности коммуникации

Банк России в настоящий момент использует несколько опорных индикаторов для оценки эффективности своих коммуникаций. Они обозначены в академической литературе как ключевые показатели, вклад в динамику которых вносят коммуникации. К их числу относятся:

1. Инфляционные ожидания

Коммуникация вносит важный вклад в динамику инфляционных ожиданий. Общество, которое верит в то, что центральный банк обеспечит инфляцию на целевом уровне при любых условиях, будет формировать близкие к цели по инфляции ожидания. Банк России анализирует ожидания всех ключевых групп экономических агентов – населения, бизнеса, финансовых рынков и аналитиков².

² См. [врезку 11 «Инфляционные ожидания экономических агентов»](#).

2. Уровень прозрачности центрального банка

Это один из самых известных и распространенных индикаторов качества коммуникации центральных банков. В научной литературе существуют специальные индексы прозрачности центральных банков, с помощью которых принято оценивать их открытость³.

3. Доверие к центральному банку

Доверие – ключевой индикатор качества коммуникации. В основе процесса закоривания инфляционных ожиданий лежит доверие к способности монетарных властей вернуть инфляцию к цели. Для центрального банка низкое доверие может напрямую влиять на его способность выполнять свой мандат. Высокое доверие общества позволяет эффективно закоривать инфляционные ожидания домохозяйств и повышает уверенность потребителей в ценовой стабильности. Банк России количественно оценивает доверие населения с помощью [ежеквартальных опросов ООО «инФОМ»](#).

В 2026 году Банк России активизировал коммуникацию с профессиональным сообществом и прямое общение с широкой аудиторией

В 2026 году **индекс прозрачности Банка России** для профессиональной аудитории, рассчитанный по методике Al-Mashat, увеличился с 11,9 до 12,4 балла (при максимуме в 20). Это произошло благодаря началу публикации данных к графикам и таблицам Комментария к среднесрочному прогнозу в формате для скачивания.

Банк России развивал **двусторонний диалог с профессиональной аудиторией** и регулярно собирал обратную связь о материалах по денежно-кредитной политике. В 2026 году аналитики высоко оценили их качество, содержание и полезность, отметив, что публикуемые комментарии и доклады позволяли лучше понимать решения по ключевой ставке и оценивать текущую ситуацию в экономике. Благодаря полученной обратной связи в 2026 году был доработан Комментарий к среднесрочному прогнозу Банка России. Кроме того, все аналитические комментарии были переведены в более удобочитаемый и наглядный формат.

Коммуникация с академическим сообществом, в том числе в регионах, оставалась одним из главных направлений для развития коммуникации. Среди популярных практик взаимодействия – круглые столы и академические советы, обзорные лекции по теории денежно-кредитной политики, открытые лекции для студентов и профессорско-преподавательского состава вузов с обсуждением последних решений по ключевой ставке. В ряде регионов состоялись организованные регулятором тематические межвузовские интеллектуальные игры. Также Банк России проводил обучающие семинары для преподавателей и предоставлял им учебно-методические материалы с актуальной информацией о денежно-кредитной политике, которые можно использовать в образовательном процессе.

³ Наиболее популярные в мире методики: [Dincer and Eichengreen \(2014\)](#) (Dincer, Nergiz, and Barry Eichengreen. 2014. *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*. *International Journal of Central Banking* 10, No. 1: 189–253) и ее дополненная версия [Al-Mashat et al. \(2018\)](#) (Al-Mashat R.A., Bulir A., Dincer N., Hlédik T., Holub T., Kostanyan A., Laxton D., Nurbekyan A., Portillo R.A., Wang H. 2018. *An index for transparency for inflation-targeting central banks: application to the Czech National Bank*. *International Monetary Fund*). Банк России дополнительно к ним использует также индекс прозрачности коммуникации для широкой аудитории (Евстигнеева А., Щадилова Ю. [Индекс прозрачности центральных банков для широкой аудитории](#). Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 136. Октябрь 2024 года).

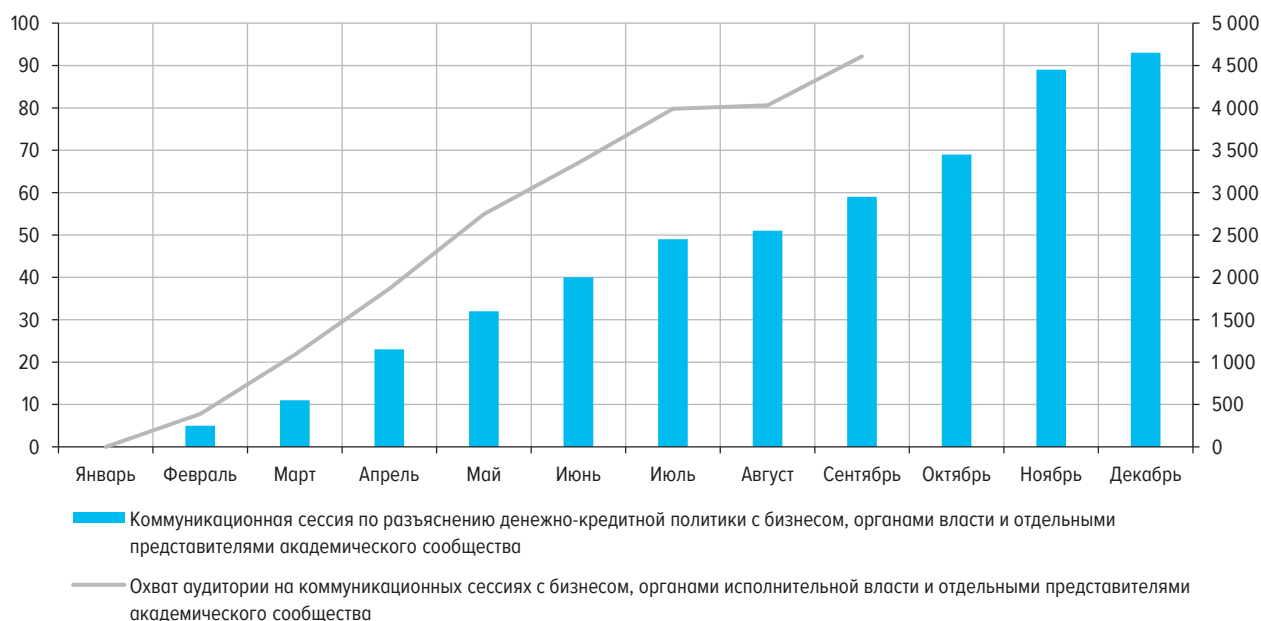
На 2026 год запланировано около 500 мероприятий в учебных заведениях. За январь – сентябрь 2026 года проведено уже более 450 мероприятий. Обмен опытом между экономистами Банка России и академическим сообществом способствует выстраиванию эффективной связи между экономической теорией и практикой.

Одно из ключевых направлений в коммуникации Банка России – **взаимодействие с бизнесом**. Коммуникационные сессии с разъяснением решений по ключевой ставке для этой аудитории ежегодно проводятся в каждом регионе. Большое внимание уделяется встречам с представителями предприятий. За январь – сентябрь 2026 года Банк России провел в регионах более 550 таких встреч как с крупными, так и со средними и малыми предприятиями.

Банк России продолжал расширять **взаимодействие с органами власти** по вопросам денежно-кредитной политики на региональном и федеральном уровнях. Форматы общения включали рабочие встречи с руководством министерств, в том числе тех, чья деятельность напрямую не связана с макроэкономикой; руководством регионов; участие в региональных мероприятиях по экономическим вопросам; контакты на уровне специалистов.

КОММУНИКАЦИЯ С БИЗНЕСОМ, ОРГАНАМИ ИСПОЛНИТЕЛЬНОЙ ВЛАСТИ И АКАДЕМИЧЕСКИМ СООБЩЕСТВОМ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ В РЕГИОНАХ В 2026 ГОДУ

Рис. 5.1



Примечание. Левая шкала – количество мероприятий, правая шкала – охват аудитории (количество участников: представителей бизнеса, региональных органов исполнительной власти, деловых объединений). До 01.10.2026 – факт, далее – план, накопленным итогом.
 Источник: расчеты Банка России.

В современной коммуникации большую роль играет и **прямое общение с аудиторией**, в том числе в социальных сетях. Оно позволяет оперативно, без посредников доносить до граждан позицию регулятора и формировать доверительные отношения.

Совокупная аудитория аккаунтов Банка России и просветительского проекта «Финансовая культура» в социальных сетях ВКонтакте, Одноклассники, Яндекс.Дзен, мессенджере «Телеграм» и в видеохостингах постоянно растет. Открыт официальный аккаунт Банка России в новом мессенджере «Макс». К началу октября 2026 года совокупное число подписчиков упомянутых выше аккаунтов превысило 780 тысяч. Темы инфляции, макроэкономической ситуации в стране, решений по ключевой ставке – стабильно одни из самых популярных среди пользователей.

Они вызывают оживленные обсуждения в комментариях. Рубрика #ОтветыЦБ была масштабирована из телеграм-канала на другие коммуникационные площадки Банка России. Здесь публикуются ответы регулятора на самые интересные вопросы, которые поступают от граждан. В аккаунтах Банка России запущено 2 новых блога – «Заметки об экономике» и «Штрихи к портрету экономики», в которых эксперты Банка России анализируют различные экономические явления и тенденции. Каждый проект рассчитан на свою целевую аудиторию, что позволяет расширить охват коммуникации. Открыта новая интерактивная рубрика «Викторина ДКП», которая показала высокий уровень вовлеченности пользователей и позволила увеличить аудиторию людей, интересующихся вопросами экономики.

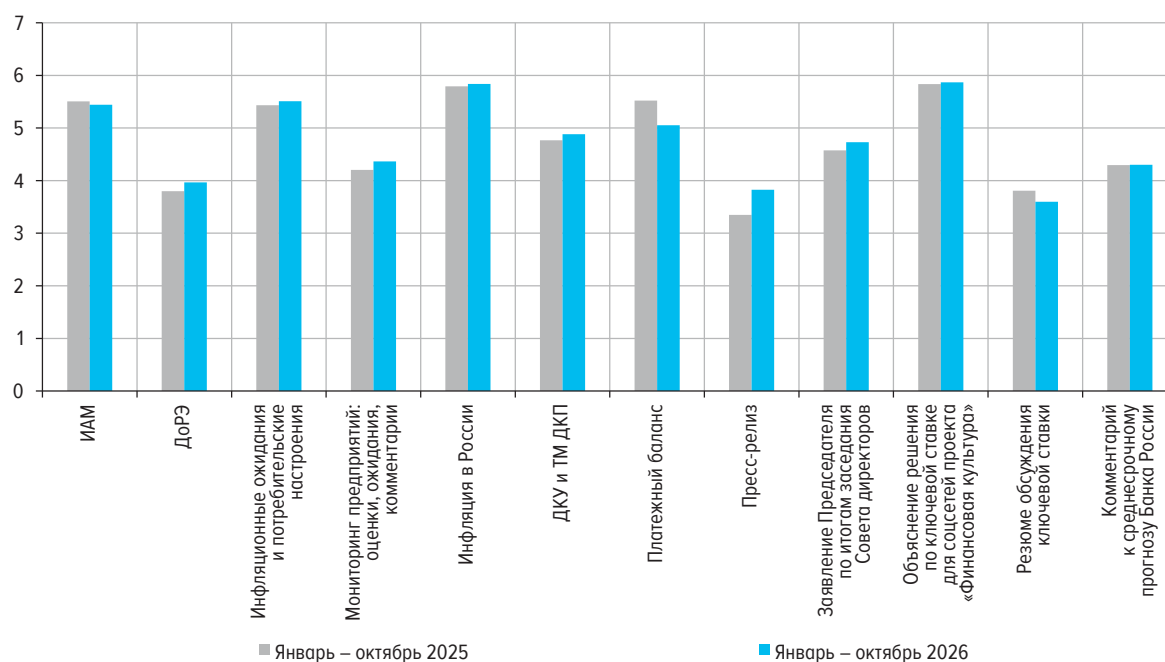
Банк России не ограничивался работой на своих площадках. Коллаборация с популярными блогерами и лидерами мнений помогала доносить важную информацию до большего числа людей, расширять аудиторию за счет граждан, интересующихся экономикой и денежно-кредитной политикой.

Один из ярких новых проектов с участием Банка России в соцсетях – видеоподкаст «Куда смотрит ЦБ», где темы, волнующие граждан, обсуждают популярный ведущий, руководители Банка России и гости-блогеры.

Банк России продолжал работать над **повышением ясности материалов**. Для этого использовались в том числе нейросетевые модели: одна – для оценки доступности текстов⁴, другая – для упрощения сложных экономических текстов. В целом в 2026 году ясность основных материалов по денежно-кредитной политике продолжала расти.

УРОВЕНЬ ЯСНОСТИ МАТЕРИАЛОВ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ*

Рис. 5.2



* ИАМ – информационно-аналитические материалы об инфляции в регионах, ДоРЭ – доклад «Региональная экономика: комментарии ГУ», ДКУ и ТМ ДКП – информационно-аналитический комментарий «Денежно-кредитные условия и трансмиссия ДКП». Источник: расчеты Банка России.

⁴ [Evstigneeva A., Sidorovskiy M., 2021. Assessment of Clarity of Bank of Russia Monetary Policy Communication by Neural Network Approach. Russian Journal of Money and Finance, 80 \(3\), pp. 3–33. doi: 10.31477/rjmf. 202103.03.](#)

Дальнейшее развитие коммуникации по денежно-кредитной политике

В рамках Обзора денежно-кредитной политики Банк России планирует усовершенствовать систему индикаторов оценки эффективности коммуникаций по ДКП. Они будут основаны на стандартных и углубленных социологических опросах, а также высокочастотных неструктурированных данных социальных сетей и медиа.

В настоящее время экономисты Банка России совместно с коллегами из ведущих вузов исследуют коммуникации с профессиональным сообществом и широкой аудиторией. Их цель – оценить эффективность коммуникаций в последние годы и выработать рекомендации по улучшению сложившихся практик.

Одним из ключевых источников новых знаний о коммуникации с широкой общественностью должно стать трехэтапное социологическое исследование. Оно включает качественный этап с использованием методов обоснованной теории, количественный этап (всероссийский опрос) и проведение фокус-групп. Банк России уже проделал большую работу по улучшению удобочитаемости своих текстов. Дальнейшее повышение эффективности коммуникаций связано уже не столько с упрощением текстов, сколько с более глубокой их адаптацией под отдельные аудитории, информационные запросы и экономические ценности россиян.

Другой важный исследовательский вопрос: как изменится коммуникация в результате распространения инструментов искусственного интеллекта (ИИ). Уже сейчас такие системы позволяют эффективно адаптировать сложные тексты под разные аудитории и извлекать информацию из неструктурированных данных медиа и социальных сетей. Ожидается, что в будущем проникновение ИИ в коммуникацию станет еще глубже. В частности, профессиональная аудитория и академические исследователи все чаще применяют большие языковые модели (LLM) для оценки коммуникаций центробанков, анализа и резюмирования текстов, а также для прогнозирования решений регуляторов. Кроме того, главным передовым новшеством в сфере ИИ сегодня стали мультиагентные системы, что открыло направление AI-социологии. Эти новые тренды и их влияние на коммуникации Банк России планирует изучить в предстоящем Обзоре денежно-кредитной политики.

В практической части коммуникаций большое внимание планируется уделить развитию спикеров в территориальных учреждениях Банка России. Их экономисты уже не первый год ведут коммуникации в своих регионах: читают лекции, дают интервью, проводят встречи с бизнесом. Стратегическая цель такой работы – расширение охвата массовой аудитории и формирование у граждан устойчивого восприятия регулятора как открытого института, готового к диалогу с обществом.

Банк России продолжит развивать коммуникации со всеми ключевыми аудиториями, учитывая актуальные тренды в медиа и следуя за информационными потребностями каждой аудитории.

ПРИЛОЖЕНИЯ

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

Денежно-кредитная политика влияет на инфляцию по нескольким каналам, важнейшим из которых является процентный. Это влияние последовательно затрагивает различные сегменты финансового рынка и реального сектора, и от изменения денежно-кредитной политики до реакции инфляции проходит длительное время

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

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

Во-вторых, как и экономика в целом, трансмиссионный механизм развивается. Особенно это стало заметно в последние годы, когда масштабные изменения, связанные с пандемией COVID-19 и геополитической нестабильностью, повлияли на все экономические процессы, в том числе на элементы трансмиссионного механизма. Но и не столь масштабные трансформации (к примеру, сдвиги в отраслевой структуре экономики) сказываются на функционировании трансмиссионного механизма. Поэтому могут меняться и подходы к реализации денежно-кредитной политики, отражая изменения в условиях ее проведения. Далее в этом приложении описываются либо общие закономерности работы трансмиссионного механизма, либо специфические условия его функционирования в последние годы¹.

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

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

В ряде случаев характер воздействия одних экономических переменных на другие зависит от состояния экономики. Важнейшей такой зависимостью является влияние денежно-кредитной политики на экономический рост. Это влияние эффективно в тех случаях, когда денежно-кредитная политика способствует возвращению экономики к долгосрочному равновесию (восстановлению экономической активности в период рецессии или охлаждению перегретой экономики), закрытию разрыва выпуска (см. [врезку 6 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»](#)). В противном случае воздействие денежно-кредитной политики на экономический рост неустойчиво и в определенной мере противоречиво. К примеру, при недозагруженности факторов производства мягкая денежно-кредитная политика в краткосрочной перспективе может снизить рыночные ставки до уровня ниже нейтрального (см. [приложение 6 «Нейтральная процентная ставка и потенциальные темпы роста экономики»](#)) и стимулировать экономический рост за счет дополнительной загрузки факторов производства. Однако, если проводить мягкую денежно-кредитную политику в течение длительного времени, спрос растет быстрее, чем возможности наращивания выпуска, что неизбежно ведет к ускорению инфляции. Повышение инфляционных ожиданий и оценок инфляционных рисков в свою очередь снижает готовность инвесторов размещать средства на длительный срок, сокращает доступность инвестиционных ресурсов для предприятий и в конечном счете может сдерживать экономическую активность.

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

Влияние ключевой ставки Банка России на рыночные ставки в экономике

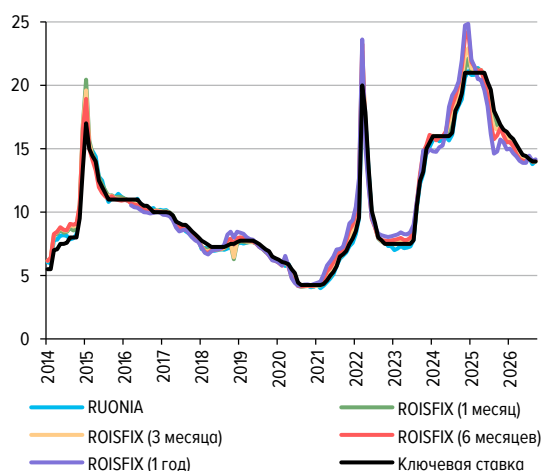
Базовый элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики – влияние ключевой ставки Банка России на ставки и доходность в основных сегментах российского финансового рынка. Оно реализуется в несколько этапов (см. схему).

На первом этапе изменение ключевой ставки немедленно приводит к изменению однодневных ставок денежного рынка, прежде всего ставок по межбанковским кредитам (МБК). Банк России управляет ликвидностью банковского сектора, абсорбируя избыточную ликвидность или предоставляя недостающую (см. [раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2026 году и 2027–2029 годах»](#)). За счет этого ставки денежного рынка постоянно находятся вблизи ключевой ставки Банка России.

На втором этапе изменения однодневных ставок денежного рынка транслируются в динамику ставок денежного рынка большей срочности. Банки и другие участники денежного рынка могут выбирать между последовательным совершением множества однодневных сделок и одной сделкой на более длительный срок. Соответственно, на средне- и долгосрочные ставки влияет не только текущий уровень однодневных ставок, зависящий от ключевой ставки, но и ожидания его будущего изменения, на которые влияет, в частности, и коммуникация Банка России – прежде

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

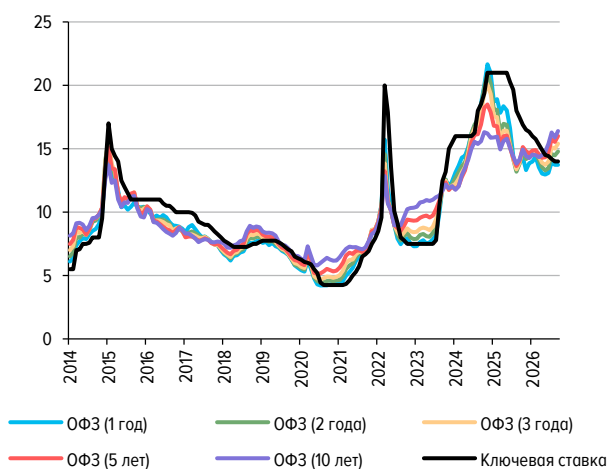
Рис. П-1



Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И ДОХОДНОСТЬ ГОСОБЛИГАЦИЙ

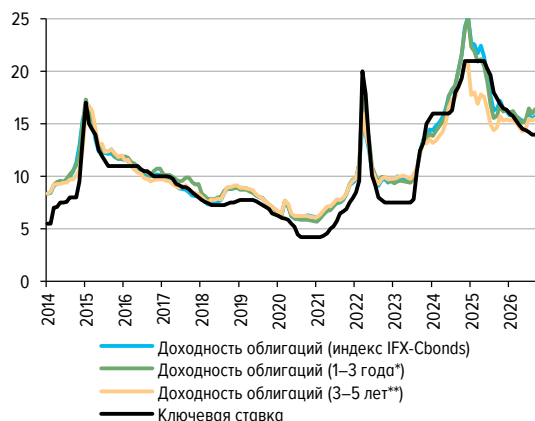
Рис. П-2



Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И ДОХОДНОСТЬ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рис. П-3



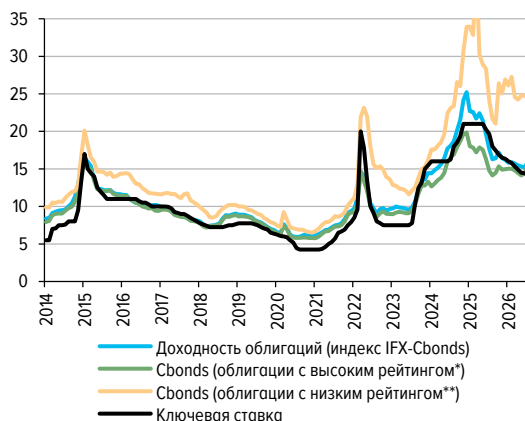
* Индекс Cbonds-CBI RU 1-3Y.

** Индекс Cbonds-CBI RU 3-5Y.

Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И ДОХОДНОСТЬ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рис. П-4



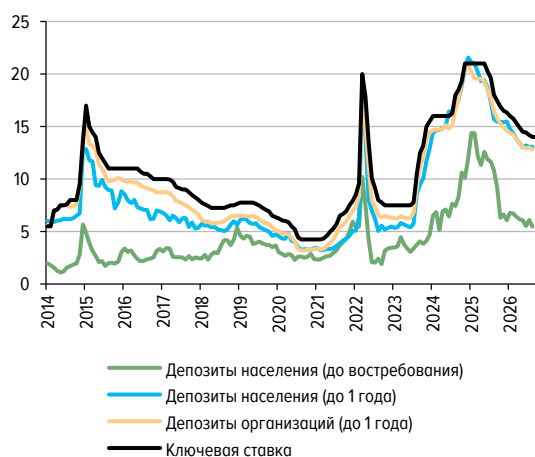
* До 2023 года – индекс Cbonds-CBI RU BBB, с 2024 года – индекс Cbonds CBI AAA notch YTM Index.

** До 2023 года – индекс Cbonds-CBI RU B, с 2024 года – индекс Cbonds CBI BBB Group YTM Index.

Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ КРАТКОСРОЧНЫХ ДЕПОЗИТОВ

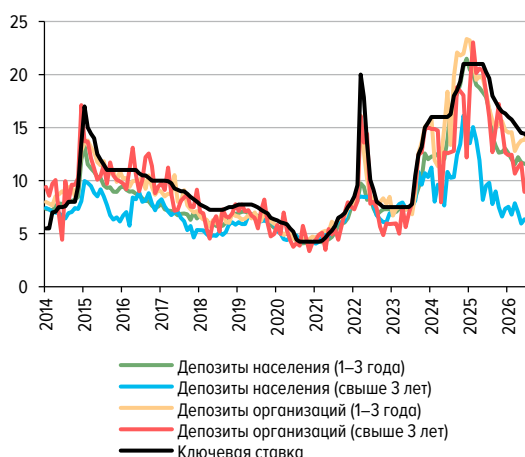
Рис. П-5



Источник: расчеты Банка России.

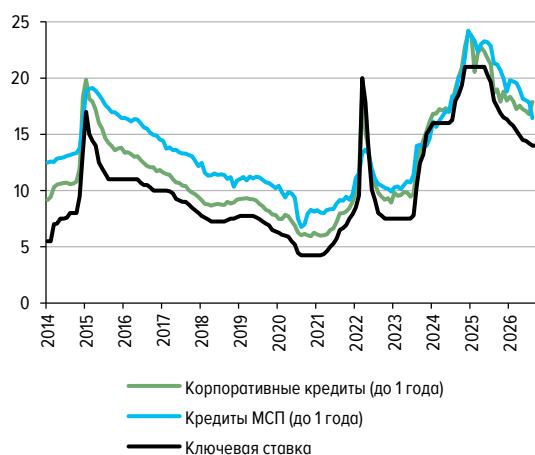
КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ ДОЛГОСРОЧНЫХ ДЕПОЗИТОВ

Рис. П-6



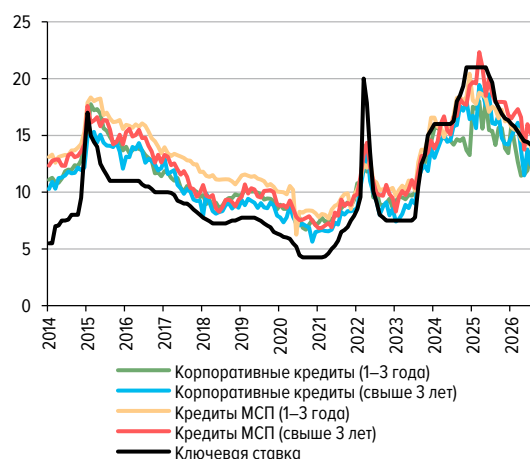
Источник: расчеты Банка России.

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



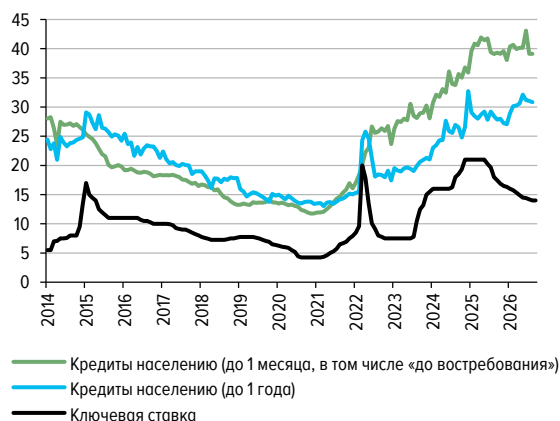
Источник: расчеты Банка России.

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



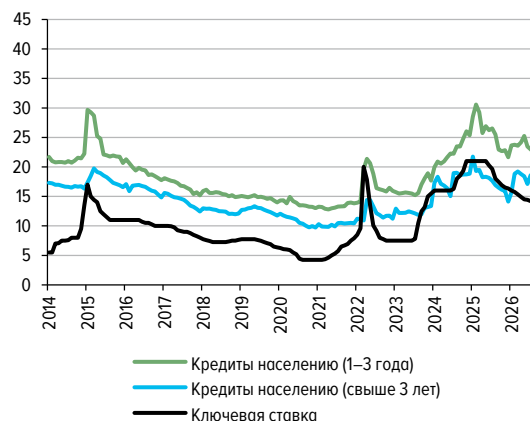
Источник: расчеты Банка России.

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



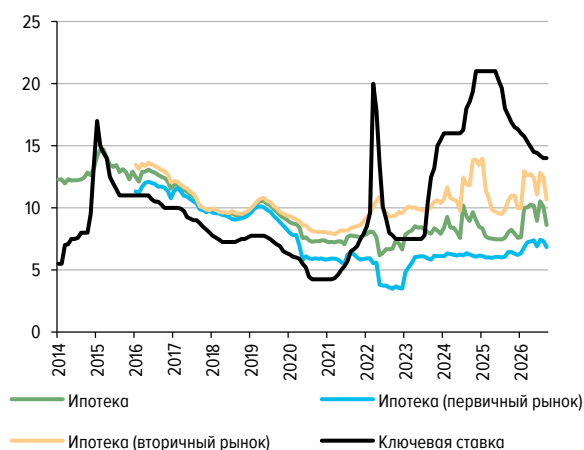
Источник: расчеты Банка России.

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



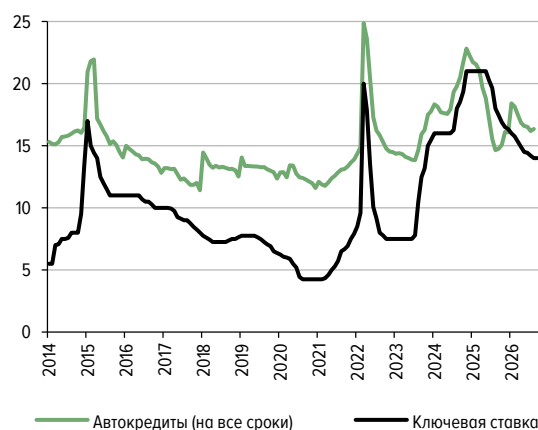
Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ ИПОТЕЧНЫХ
КРЕДИТОВ Рис. П-11



Источник: расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКИ АВТОКРЕДИТОВ Рис. П-12



Источник: расчеты Банка России.

всего сигналы о возможных решениях по денежно-кредитной политике в будущем. Ожидания повышения ключевой ставки способствуют росту ставок по средне- и долгосрочным МБК, а ожидания снижения – их уменьшению. Кроме того, размещая средства на более длительный срок, инвесторы лишают себя возможности гибкого управления своими активами. В условиях макроэкономической неопределенности (в частности, неопределенности инфляционных ожиданий) в долгосрочные ставки закладывается более высокая премия за срочность.

Крупные банки и финансовые компании, совершающие операции на денежном рынке, как правило, являются также участниками рынка облигаций, особенно сегмента безрисковых государственных облигаций федерального займа (ОФЗ). У таких участников рынка всегда есть выбор между размещением средств на денежном рынке и на рынке ценных бумаг. Отдавая предпочтение более доходному варианту, они способствуют сближению ставок МБК и доходности облигаций. Поэтому чаще всего корректировка доходности облигаций происходит почти синхронно с изменением ставок по МБК сопоставимой срочности. Значения ставки МБК и доходности ОФЗ чаще всего не совпадают в силу различий в ликвидности этих инструментов (облигации могут быть проданы или заложены банком, испытывающим затруднения с ликвидностью), в профиле рисков (в отличие от ОФЗ, по МБК существует кредитный риск) и в режиме налогообложения. Однако направление и скорость изменения ставок МБК и доходности ОФЗ чаще всего сопоставимы² (расхождения в динамике, связанные с отдельными крупными сделками или различиями в составе участников рынков, встречаются, но носят локальный характер).

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

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

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

² Здесь и далее (в том числе на схеме) характеризуется наиболее общая логика экономических процессов. Наряду с охарактеризованными в тексте причинно-следственными связями, имеются более специфические, действующие лишь при определенных условиях или в краткосрочной перспективе. К примеру, на доходность облигаций могут влиять изменения нормативов банковского регулирования или ожидания относительно бюджетной политики.

По оценкам Банка России, повышение однодневной ставки МБК на 1 п.п. в течение 2 недель приводит к росту ставок МБК сроком менее 1 года на 0,6–1 п.п.; ставок сроком от 1 года до 3 лет – на 0,2–0,5 п.п.; ставок сроком более 3 лет – на 0,1–0,2 процентного пункта³. Чем выше срочность операций, тем слабее реакция ставок на изменение однодневных МБК. Это может объясняться ожиданиями возвращения ключевой ставки к нейтральному уровню в среднесрочной перспективе.

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

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

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

³ Здесь и далее, если прямо не указано обратное, подразумевается, что влияние одних экономических показателей на другие является симметричным. К примеру, если указано, что прирост однодневной ставки способствует повышению ставок по кредитам сроком до 1 года на 0,6 п.п., то снижение однодневной ставки на 1 п.п. ведет к уменьшению ставки по кредитам сроком до 1 года на те же 0,6 процентного пункта. Кроме того, все оценки приводятся при прочих равных условиях, то есть при условии неизменности других факторов, которые влияют на итоговый показатель.

избежать реализации процентного риска (ситуации, когда банку придется платить высокие проценты по своим обязательствам, получая низкие процентные доходы по своим активам), банки асимметрично реагируют на повышение и уменьшение ставок. В последнем случае банки понижают кредитные ставки медленнее, чем депозитные, а в случае повышения опережающими темпами увеличивают кредитные ставки.

В последние годы возросла значимость еще одного фактора, влияющего на формирование кредитных ставок, – форм кредитования на специфических условиях, по которым стоимость заимствований слабо зависит от динамики ключевой ставки (госпрограммы льготного кредитования, проектное финансирование застройщиков). Чем больше доля таких кредитов в оборотах рынка, тем слабее влияние ключевой ставки на кредитные ставки (см. [врезку 13 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики»](#)).

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

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

В наибольшей степени это проявилось на более однородном депозитном рынке. По оценкам Банка России, в 2020–2026 годах свыше 80% изменения доходности ОФЗ переносилось в ставки по долгосрочным депозитам в течение 3 месяцев⁴, а по краткосрочным депозитам – в течение 1 месяца (в 2013–2019 годах для этого требовалось от 4 месяцев до года). В розничном сегменте кредитного рынка подстройка ставок также ускорила (с 6 месяцев в 2013–2019 годах до 3 месяцев в 2020–2026 годах). Исключением стал сегмент корпоративного кредитования, где распространение кредитов по ставкам, слабо зависящим от рыночных условий (см. [врезку 13 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики»](#)), привело к зашумлению и замедлению подстройки среднерыночных ставок к изменениям денежно-кредитной политики.

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

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

Процентный канал трансмиссионного механизма

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

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

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

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

В последние десятилетия снижение инфляционных рисков в России способствовало росту готовности населения наращивать сбережения, а банков – предоставлять своим клиентам долгосрочные кредиты, а также содействовало повышению доверия к национальной финансовой системе и девальютизации кредитных и депозитных операций. В результате плавно росла значимость финансового сектора в национальной экономике. Так, на начало 2026 года требования банков к организациям превысили 54% ВВП (в 1,5 раза больше, чем в начале 2014 года), требования к населению за тот же период увеличились с 15 до 19% ВВП. Росли и средства в банках: депозиты организаций, входящие в денежную массу, достигли 26% ВВП (против 19% на начало 2014 года), депозиты населения – 32% ВВП (против 23%).

Растущие объемы финансовых операций способствовали усилению значимости процентного канала трансмиссионного механизма, так как повышался потенциальный объем спроса, на который может повлиять изменение рыночных ставок. В отдельных сегментах рынка кредитование стало основным источником спроса. Так, в 2020–2025 годах были выданы ипотечные кредиты, обеспеченные договорами долевого участия, на общую сумму 11,3 трлн рублей, что составляет около 60% поступлений на счета эскроу за этот период. Тогда же были выданы автокредиты на общую сумму 7,8 трлн рублей, что превышает 40% от общего объема реализации легковых автомобилей на внутреннем рынке.

В корпоративном сегменте кредитного рынка на эффективность процентного канала дополнительно влияло растущее использование кредитов по плавающей процентной ставке. На такие кредиты к середине 2026 года приходилось две трети корпоративного кредитного портфеля (в начале 2020 года – около трети). Изменение ключевой ставки и зависящих от нее ставок немедленно сказывается на процентных расходах заемщиков по кредитам с плавающей процентной ставкой, влияя на готовность к наращиванию других расходов,

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

В последние годы значимым фактором, влияющим на функционирование процентного канала, стало также распространение форм кредитования, ставки по которым слабо зависят от денежно-кредитной политики – прежде всего программ льготного кредитования, направленных на сглаживание последствий пандемических и геополитических шоков (см. [врезку 13 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики»](#)), проектного финансирования жилищного строительства, а также заимствований отдельных крупных компаний, связанных с банками-кредиторами общими интересами. В условиях, когда ставки по заметной части кредитных операций не зависели от денежно-кредитной политики, могли потребоваться более существенные изменения ключевой ставки, чтобы повлиять на уровень спроса в экономике.

Кроме того, такие специфические формы кредитования, как правило, направлены на кредитование отдельных отраслей или отраслевых групп. Поэтому решения по денежно-кредитной политике могут приводить к изменению доли отраслей, имеющих доступ к кредитованию по ставкам, слабо зависящим от ключевой, в общем кредитном портфеле (повышению доли в периоды ужесточения денежно-кредитной политики и снижению в периоды ее смягчения). Соответственно, меняются и структура спроса, и динамика относительных цен. Это предопределяет нелинейность реакции спроса и цен на изменения ключевой ставки и требует углубления анализа экономики, развития инструментов мониторинга экономических процессов, а также совершенствования взаимодействия Банка России с Правительством Российской Федерации для оперативного учета изменений приоритетов отраслевой политики.

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

Однако влияние канала издержек на общую эффективность трансмиссионного механизма ограничено. Во-первых, процентные расходы российских нефинансовых компаний не превышают 6% себестоимости их продаж (см. [врезку 14 «Процентные расходы компаний и канал издержек»](#)), поэтому и воздействие на цены в рамках логики канала издержек сравнительно невелико. Во-вторых, хотя для отдельных компаний с высоким уровнем закредитованности изменения ставок могут серьезно влиять на издержки, общий потенциал переноса процентных издержек в цены ограничен. Степень переноса зависит от конкуренции между производителями и спроса на продукцию, который в свою очередь зависит от уровня ставок.

Так, при повышении ставок процентные издержки растут. Но одновременно сокращается спрос на продукцию. Стремясь избежать потери рыночной доли (в том числе из-за конкуренции с компаниями, менее активно использующими заемные средства и, соответственно, менее зависящими от динамики ставок), часть роста издержек производители компенсируют за счет своей маржи, а не за счет повышения цен. И наоборот: при снижении ставок усиливается

спрос на товарном рынке, что позволяет компаниям не снижать цены в борьбе за покупателя, а использовать сокращение процентных издержек для наращивания маржи.

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

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

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

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

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

Значимость обоих каналов в российской экономике пока ограничена. Кредиты, обеспеченные ценными бумагами, составляют менее 3% от корпоративного кредитного портфеля. При кредитовании населения залог ценных бумаг используется еще реже. Важность узкого кредитного канала ограничена как долей ценных бумаг в банковских активах (акции и доли в капитале – менее 3%, облигации – не более 15%), так и высоким уровнем капитала. В первые месяцы 2026 года норматив достаточности собственного капитала Н1.0 составлял более 13%, что в 1,5 раза превышает минимальное значение норматива. Кроме того, потенциальный эффект переноса убытков от переоценки ценных бумаг в капитал ограничивается возможностью введения регуляторных послаблений, применявшихся в 2014–2022 годах. Однако в течение последнего десятилетия российский рынок облигаций рос почти вдвое быстрее, чем кредитный рынок. При сохранении такой тенденции можно ожидать дальнейшего повышения значимости

ценных бумаг как для заемщиков, так и для инвесторов и, соответственно, усиления роли балансового и узкого кредитного каналов.

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

Пока на ценные бумаги приходится сравнительно небольшая часть сбережений населения. На начало 2026 года вложения населения в облигации, котируемые акции и ПИФ составляли около четверти от средств, размещенных в депозиты и наличную валюту. Однако этот показатель постепенно растет (в начале 2020 года он был почти вдвое меньше), и, соответственно, увеличивается потенциальная значимость канала благосостояния для российской экономики.

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

Процентный канал трансмиссионного механизма и каналы, связанные с ценами активов, обеспечивают влияние денежно-кредитной политики на совокупный спрос в экономике, способствуя временному росту или снижению экономической активности. Если уровень экономической активности отличается от потенциального (возникает разрыв выпуска, см. [врезку 6 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»](#)), это влияет на инфляцию.

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

Валютный канал трансмиссионного механизма

Процентные ставки по рублевым финансовым инструментам, складывающиеся под действием денежно-кредитной политики, влияют не только на склонность к сбережению, но и на выбор конкретных финансовых инструментов. В частности, чем выше ставки по рублевым финансовым инструментам, тем менее привлекательны вложения в инструменты, номинированные в иностранной валюте. Изменение спроса на валютные финансовые инструменты в свою очередь сказывается на курсе рубля. По оценкам Банка России, реальный эффективный курс

рубля⁵ при прочих равных условиях изменяется примерно на 0,5% в ответ на 1 п.п. изменения однодневной ставки МБК в среднем за один квартал. В 2022–2023 годах, после снижения трансграничной мобильности капитала, эта реакция временно ослабла (см. [врезку 8 «Факторы формирования курса рубля после 2022 года»](#)). Однако в ходе адаптации экономики к внешним торговым и финансовым ограничениям и частичного восстановления трансграничной мобильности капитала корректировка курса вследствие сдвига ставок стала усиливаться, хотя пока и не возвратилась к уровню начала 2020-х годов.

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

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

По оценкам Банка России, влияние курса на инфляцию и ранее было умеренным (при ослаблении номинального эффективного курса рубля⁶ на 1% инфляция повышалась не более чем на 0,1 п.п.), причем в последние годы перенос динамики курса в инфляцию замедлился. Эффект изменения обменного курса в полном объеме проявляется в потребительских ценах на горизонте вплоть до года (в недавнем прошлом для этого было достаточно 6 месяцев), хотя при резких скачках курса значительные изменения цен могут наблюдаться уже на горизонте 1–2 месяцев. Указанное воздействие курса на инфляцию справедливо для экономики в среднем: в отдельных сегментах рынка потребительских товаров цены подстраиваются к изменениям курса еще быстрее, тогда как для ряда отраслей характерна высокая жесткость цен.

Шоки, связанные с дезорганизацией глобального товарного рынка в период пандемии 2020–2021 годов и с изменениями логистики, расчетов и ценообразования по внешнеторговым сделкам в условиях санкционных ограничений и сдвигов в географической структуре внешнеторговых операций, связанных с ростом геополитических рисков в 2022–2025 годах, влияли на динамику спроса и предложения на валютном и товарном рынках (см. [приложение 3 «Разовые факторы инфляции на стороне предложения»](#)), существенно зашумляя влияние денежно-кредитной политики.

Кроме того, в условиях усилившихся рисков происходили масштабные структурные сдвиги, воздействующие на эффективность валютного канала трансмиссионного механизма. Санкции

⁵ Средневзвешенное изменение реальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

⁶ Средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

и ограничения на движение капитала ослабили связи между российским и иностранными финансовыми рынками и, соответственно, влияние рублевых ставок на валютный курс⁷. Частичное замещение валют недружественных стран во внешнеэкономических операциях рублями уменьшало и замедляло влияние курсовой динамики на внутренние цены (эффект переноса). Наконец, повышение роли внутреннего спроса и производства, проявляющееся в снижении доли импорта и экспорта в ВВП, уже само по себе снижает значимость валютного канала. При этом сокращение спроса на иностранную валюту со стороны импортеров и ее предложения экспортерами, уменьшая глубину валютного рынка, создает предпосылки для увеличения колебаний курса рубля, что частично компенсирует ослабление реакции цен на них.

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

Канал инфляционных ожиданий трансмиссионного механизма

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

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

Упомянутое выше ослабление реакции долгосрочных ставок на изменение ключевой ставки (см. [пункт «Влияние ключевой ставки Банка России на рыночные ставки в экономике»](#)) отражает растущую значимость канала инфляционных ожиданий. При оценке долгосрочных ставок участники рынка рассматривают динамику инфляции и сопровождающий ее рост ключевой

⁷ Развернутая характеристика этих ограничений и механизмов их влияния на функционирование трансмиссионного механизма представлена во врезке 10 «Влияние ограничений на движение капитала на трансмиссию решений по денежно-кредитной политике» [ОНЕГДКП 2024–2026](#).

ставки как временное явление, не ожидая длительного сохранения инфляции и ключевой ставки на повышенном уровне.

Шоки последних лет, связанные с пандемией COVID-19 и усилением геополитических рисков, затрудняют функционирование канала инфляционных ожиданий. Пандемия и антироссийские санкции по своим масштабам не имеют аналогов среди событий последних десятилетий, что затрудняет формирование долгосрочных ожиданий. Стремясь поддержать эффективность канала инфляционных ожиданий, Банк России уделяет особое внимание вопросам коммуникации, раскрытия информации о ситуации в российской экономике и принимаемых решениях в области денежно-кредитной политики (см. [раздел 5 «Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики»](#)).

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

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

В странах со стабильно низкой инфляцией и заякоренными инфляционными ожиданиями (см. [врезку 11 «Инфляционные ожидания экономических агентов»](#)) денежное предложение может наращиваться (за счет мягкой денежно-кредитной или бюджетной политики) довольно долго, поддерживая национальную экономику без существенных инфляционных последствий. Однако при подрыве доверия к ценовой стабильности и росте цен потенциал проведения такой политики исчерпывается и избыточно мягкая денежно-кредитная политика становится дополнительным источником инфляции⁸.

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

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

⁸ [Borio C., Hofmann B., Zakrajšek E. Does money growth help explain the recent inflation surge? BIS Bulletin, No. 67.](#)

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

При отсутствии устойчивого внутреннего фондирования и усиливающихся инфляционных рисках, не позволяющих увеличивать долгосрочное кредитование в национальной валюте, начинает расти валютное кредитование (как это было в России в конце 1990-х годов, когда больше половины долгосрочного кредитования осуществлялось в иностранной валюте). Наращивание валютного кредитования вынуждает банки активнее привлекать средства на рынке валютных депозитов, что ведет к дальнейшему росту валютизации экономики.

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

Трансформации трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

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

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

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

Наиболее очевидным проявлением этой тенденции является девальютизация национального финансового сектора (доля валютных депозитов в широкой денежной массе на начало 2026 года составила 9% против 16% на начало 2014 года, доля валютных инструментов в требованиях банков к экономике – 7% против 15% соответственно), способствующая росту эффективности процентного канала трансмиссионного механизма.

Развитие финансового рынка проявляется и в растущей роли внутренних источников для финансирования национальной экономики (за 2014–2025 годы внешний долг российских компаний в рублевом эквиваленте увеличился менее чем на 10%, а обязательства по внутренним кредитам и облигациям – почти в 5 раз). Денежно-кредитная политика Банка России влияет именно на внутренний финансовый сектор, поэтому чем больше доля внутренних финансовых инструментов в операциях резидентов, тем выше эффективность трансмиссионного механизма.

Рост российского финансового сектора был не только количественным, но и качественным. В частности, устойчиво расширялось использование цифровых технологий в финансовом секторе. Распространение онлайн-банкинга, интернет-трейдинга, финансовых агрегаторов существенно облегчило переток частных средств как между банками, так и между сегментами российского финансового рынка, увеличивая конкуренцию за клиента между участниками рынка. Развитие технической инфраструктуры рынка способствовало росту гибкости кредитных и депозитных ставок и общему ускорению реакции одних сегментов рынка на изменение конъюнктуры других. Это повышает эффективность всех каналов трансмиссионного механизма.

Кроме того, цифровизация финансового сектора снижала издержки финансовых организаций и позволяла им гибче управлять своими рисками, давая возможность оперативно адаптироваться к изменению экономической ситуации. Это ослабляло искажающее влияние эпизодов финансовой нестабильности на функционирование трансмиссионного механизма. Также цифровизация способствует росту доступности финансовых услуг, повышению охвата ими населения и, соответственно, усилению влияния изменений конъюнктуры финансового рынка на спрос в экономике и инфляцию.

Другим аспектом развития рынка являлось совершенствование финансового законодательства (в частности, установление нормы о бесплатном переводе средств между счетами вкладчика в разных банках, меры по предотвращению навязывания финансовых услуг). Это содействовало упрощению перетока средств между банками и росту конкуренции между ними, а также общему укреплению доверия к российской финансовой системе, что также повышало эффективность трансмиссионного механизма.

С ростом внутреннего финансового рынка, улучшением механизмов защиты розничных инвесторов и упрощением доступа к фондовому рынку связано неуклонное расширение круга частных инвесторов (к концу 2025 года у российских брокеров было открыто свыше 20 млн непустых счетов физических лиц⁹) и, соответственно, устойчивый рост вложений населения в ценные бумаги (общий объем вложений населения в облигации, котируемые акции и ПИФ приблизился к 25 трлн рублей). Это повышает эффективность как процентного канала (конкурируя за средства населения с рынком облигаций, банки оперативнее корректируют ставки по депозитам), так и канала благосостояния.

Развитие внутреннего финансового рынка проявлялось также в расширении спектра инструментов, доступных участникам рынка. В частности, получили широкое распространение корпоративные кредиты с плавающей ставкой, ряд крупных банков начал предлагать клиентам депозиты с плавающей ставкой, расширялся набор производных финансовых инструментов. Распространение более сложных, гибких, соответствующих специфическим запросам клиентов финансовых инструментов в целом способствовало более эффективной трансмиссии импульсов денежно-кредитной политики, но требовало учитывать изменения в функционировании рынка.

⁹ Включая повторные счета одного клиента, открытые у разных брокеров.

К примеру, массовое использование кредитов с плавающей ставкой усиливало и ускоряло влияние ставок на спрос в экономике, но при этом ограничивало возможности сдерживания кредитования посредством резкого краткосрочного повышения ставок (см. [пункт «Процентный канал трансмиссионного механизма»](#)).

К числу долгосрочных тенденций, влияющих на функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, относятся также демографические тенденции. К примеру, увеличение средней продолжительности жизни и старение населения создают условия для роста заинтересованности в формировании долгосрочных накоплений, что усиливает значимость канала сбережений. Однако влияние демографических процессов на финансовое поведение населения носит сложный и нелинейный характер¹⁰, поэтому в среднесрочной перспективе влияние демографических тенденций на трансмиссионный механизм ограничено.

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

Прежде всего к таким факторам относятся санкции недружественных государств против российской экономики. Их влияние на трансмиссионный механизм носит многосторонний характер. Сам по себе факт введения новых санкций определяет настроения участников рынка, приводя к колебаниям валютных курсов, котировок ценных бумаг и оценок финансовой устойчивости компаний (и, соответственно, риск-премии, включаемой в кредитные ставки). В результате зашумляется функционирование всех каналов трансмиссионного механизма, особенно канала ожиданий. Кроме того, ряд макроэкономических шоков, которые при отсутствии санкций являются нейтральными, из-за невозможности быстрой подстройки экономики становятся проинфляционными, что требует проводить более жесткую денежно-кредитную политику¹¹.

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

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

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

¹⁰ Бессонова Е., Денисова И., Иванова Н., Москалева А. [Демография и сбережения: исследование на основе данных опроса российских домохозяйств](#). Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. Октябрь 2024 года.

¹¹ Стырин К. [Трансмиссия денежно-кредитной политики в малой открытой экономике в условиях финансовых и внешнеторговых ограничений](#). Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. Декабрь 2024 года.

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

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

Тенденция к росту доли ценных бумаг в сбережениях населения была временно ослаблена в связи с негативным геополитическим фоном. В 2022 году неопределенность ожиданий по российским акциям и их отрицательная переоценка в сочетании с резким ростом депозитных ставок и повышением привлекательности депозитов привели к сокращению доли ценных бумаг в сбережениях. Однако этот эффект был недолгим: уже в 2023 году доля ценных бумаг в сбережениях населения вновь начала увеличиваться и в конце 2025 года достигла очередного исторического максимума.

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

Так, программы льготного кредитования, применявшиеся для поддержки экономики при ухудшении внешнеэкономической конъюнктуры, получили широкое распространение уже в период пандемии COVID-19, а в ряде сегментов рынка применялись и ранее. Распространение кредитов, ставки по которым слабо зависят от денежно-кредитной политики (за счет как субсидирования ставок, так и иных форм государственной поддержки), снижает эффективность трансмиссионного механизма (см. [врезку 13 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики»](#)). Однако в последние годы выявление макроэкономических рисков, связанных с избыточным наращиванием льготного кредитования, способствовало оптимизации действующих программ льготного кредитования – отказу от одних (прежде всего безадресной льготной ипотеки) и пересмотру параметров других (ряд программ льготного корпоративного кредитования, по которым предусмотрен частичный перенос изменений ключевой ставки Банка России в ставки для конечных заемщиков). В результате искажающий эффект льготного кредитования на трансмиссионный механизм постепенно снижается.

Для обеспечения плавной адаптации российской банковской системы к изменившейся ситуации в 2022 году были введены регуляторные послабления, снижающие нагрузку на банковский

капитал и, соответственно, эффективность узкого кредитного канала. В настоящее время Банк России постепенно отказывается от этих мер¹².

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

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

¹² См. врезку 8 «Изменения банковского регулирования в 2023–2025 годах и их влияние на денежно-кредитную политику» [ОНЕГДКП 2026–2028](#).

ВРЕЗКА 11. ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ АГЕНТОВ

Инфляционные ожидания пока остаются высокими и незаякоренными, что может препятствовать устойчивому замедлению инфляции и требовать поддержания более высокой ключевой ставки. Чтобы это изменить, необходимо долго удерживать инфляцию вблизи 4%

Инфляционные ожидания представляют собой оценки экономических агентов (например, населения, предприятий, банков) относительно будущего изменения уровня цен. Анализ инфляционных ожиданий экономических агентов имеет существенное значение при проведении денежно-кредитной политики Банка России, так как от них зависит, насколько эффективно меры регулятора будут контролировать инфляцию. Это связано с тем, что домохозяйства, предприятия и кредитные организации учитывают ожидаемую инфляцию при принятии решений о потреблении, сбережении и инвестициях, при установлении ставок по кредитам и депозитам.

Для денежно-кредитной политики важен не только уровень инфляционных ожиданий, но и степень их чувствительности к разовым всплескам цен на отдельные товары и услуги. Инфляционные ожидания экономических агентов, слабочувствительные к краткосрочным ценовым колебаниям и устойчиво находящиеся вблизи целевого уровня по инфляции, определяются как заякоренные¹. В условиях заякоренных инфляционных ожиданий экономические агенты понимают, что при отклонении инфляции от цели центральный банк сможет вернуть ее к целевому уровню, и не корректируют долгосрочных планов по сбережениям и потреблению. Это ослабляет влияние краткосрочных шоков на инфляцию и повышает эффективность денежно-кредитной политики.

Для заякоривания инфляционных ожиданий необходимо длительно поддерживать инфляцию на устойчиво низком уровне. В ситуации, когда Банк России последовательно обеспечивает выполнение этого условия, участники экономики начинают воспринимать временные колебания цен как краткосрочные отклонения, а не как начало длительного инфляционного процесса. В таких условиях потребительское поведение менее чувствительно к кратковременному ускорению роста цен, так как люди уверены в замедлении инфляции и возвращении ее к цели. Они не берут дополнительных кредитов и не спешат тратить сбережения, поскольку их ожидания относительно долгосрочной реальной процентной ставки остаются неизменными.

При незаякоренных инфляционных ожиданиях может наблюдаться иная ситуация. В ответ на ускорение инфляции под влиянием краткосрочных факторов население может начать предъявлять повышенный спрос на товары, ожидая, что скоро они будут стоить дороже. Этот процесс может затронуть как изначально подорожавшие товары, так и другие, в том числе товары первой необходимости. Население может тратить накопления, предполагая, что их покупательная способность снизится. Ожидание более высокой инфляции и, соответственно, более низких процентных ставок в реальном выражении в будущем может подталкивать их к привлечению новых кредитов на текущие покупки. В этих условиях производители могут решиться на существенное повышение цен на более широкий круг товаров и услуг. Инфляционное давление увеличится, а отклонение инфляции от цели станет более устойчивым. В результате может потребоваться применение мер денежно-кредитной политики. При этом для возвращения инфляции к цели будет необходима более существенная реакция денежно-кредитной политики, чем при невысоких и заякоренных инфляционных ожиданиях.

Приведенный выше пример показывает, что при реализации денежно-кредитной политики нужно учитывать уровень не столько номинальных, сколько реальных ставок, в том числе рассчитанных с использованием индикаторов ожидаемой инфляции. В существующей практике для расчета реальных ставок из их номинальных показателей принято вычитать или уже сложившуюся инфляцию, или ее ожидаемый уровень. В качестве ожидаемой инфляции, помимо опросных ожиданий экономических агентов, обычно используют модельный прогноз инфляции, комбинированный показатель из модельного прогноза и фактической инфляции, а также ожидания из индикаторов финансового рынка.

¹ Раздел «Ретроспективный анализ денежно-кредитной политики» [Обзора денежно-кредитной политики](#). Банк России. Май 2023 года; Грищенко В., Кадрева О., Поршаков А., Чернядьев Д. [Оценка заякоренности инфляционных ожиданий для России](#). Банк России. Аналитическая записка. Июль 2022 года.

При незаякоренных инфляционных ожиданиях их динамика в значительной степени определяется изменением фактической инфляции. Это дополнительный фактор, обуславливающий важность анализа текущего роста цен для денежно-кредитной политики.

При интерпретации опросных данных необходимо учитывать, что оценки инфляционных ожиданий граждан и наблюдаемой населением инфляции как в России, так и в других странах обычно превышают фактическую инфляцию. Такое расхождение связано с особенностями восприятия: людям свойственно замечать рост цен и активно реагировать на него, тогда как снижающиеся или стабильные цены обычно привлекают меньше внимания. В результате граждане судят об инфляции в большей мере по наиболее подорожавшим товарам. Кроме того, люди обычно обращают внимание на то, что они покупают часто – например, каждый день. Такими товарами могут быть продукты питания, бензин, непродовольственные товары первой необходимости.

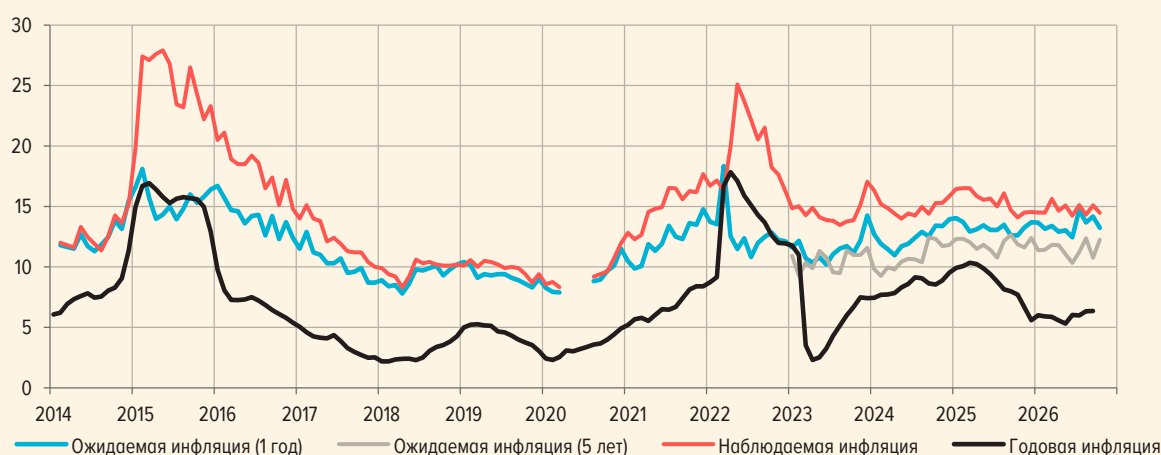
Несмотря на такое систематическое смещение абсолютных значений инфляционных ожиданий, их изменение и относительный уровень по сравнению с историческим диапазоном – очень важные индикаторы, позволяющие судить о возможных изменениях в экономическом поведении домохозяйств. В свою очередь эти изменения определяют будущую устойчивую инфляцию.

В своем анализе Банк России использует широкий набор показателей инфляционных ожиданий разных экономических агентов. Это данные опросов населения (проводятся ООО «инФОМ» по заказу Банка России), мониторинга предприятий (проводится Банком России)², прогнозы инфляции профессиональных аналитиков³ и оценки вмененной инфляции, заложенной в цены ОФЗ-ИН⁴.

Инфляционные ожидания населения, по данным опроса ООО «инФОМ», в июле 2025 – октябре 2026 года оставались повышенными и находились в диапазоне 12,4–14,7%. Большую часть этого периода они существенно не менялись, за исключением отдельных эпизодов заметного роста. Максимумы пришлись на декабрь 2025 – январь 2026 года, когда на ожидания населения повлияли произошедшие с начала 2026 года налоговые изменения, а также на июль – сентябрь 2026 года, когда сильно подорожало моторное топливо. В остальные месяцы этого периода инфляционные ожидания не демонстрировали выраженного тренда. Долгосрочные инфляционные ожидания на 5 лет вперед в июле 2025 – октябре 2026 года также значительно не менялись и находились в диапазоне 10,3–12,6%.

ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ (МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА)
(%)

Рис. 11.1



Источники: ООО «инФОМ», Росстат, расчеты Банка России.

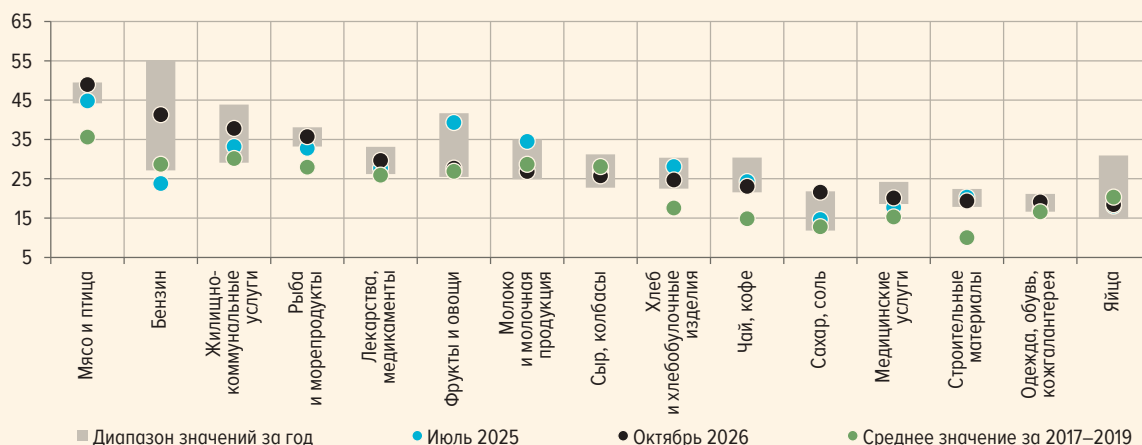
² Результаты мониторинга предприятий представлены в ежемесячном информационно-аналитическом комментарии Банка России «Мониторинг предприятий».

³ В том числе результаты «Макроэкономического опроса Банка России».

⁴ Анализ инфляционных ожиданий разных экономических агентов посвящен ежемесячный информационно-аналитический комментарий Банка России «Инфляционные ожидания и потребительские настроения».

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ РЕСПОНДЕНТОВ НА ВОПРОС «НА КАКИЕ ОСНОВНЫЕ ПРОДУКТЫ, ТОВАРЫ И УСЛУГИ ЦЕНЫ ЗА ПОСЛЕДНИЙ МЕСЯЦ ВЫРОСЛИ ОЧЕНЬ СИЛЬНО?»
(% ОТ ВСЕХ ОПРОШЕННЫХ)

Рис. 11.2



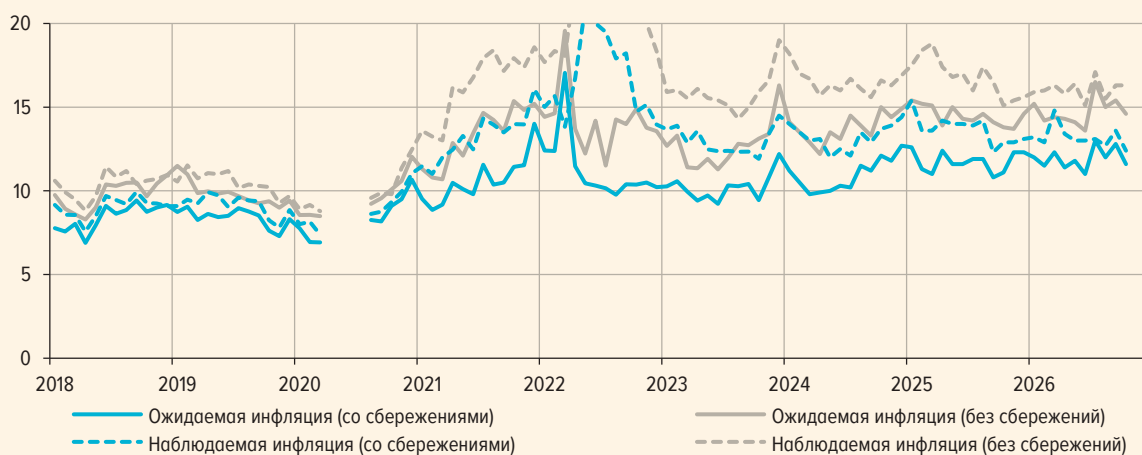
Источник: ООО «инФОМ».

Наблюдаемая населением инфляция в июле 2025 – октябре 2026 года существенно не менялась, колеблясь в диапазоне 14,1–16,1%. В октябре 2026 года респонденты чаще всего сообщали о росте цен на бензин, лекарства и медикаменты, жилищно-коммунальные услуги, а также продовольственные товары (мясо и птицу, фрукты и овощи, рыбу и морепродукты). По сравнению с июлем 2025 года заметно усилилась обеспокоенность опрошенных ростом цен на бензин, сахар и соль, жилищно-коммунальные услуги, мясо и птицу, рыбу и морепродукты. При этом намного реже они стали сообщать об удорожании некоторых видов продовольствия (фруктов и овощей, молока и молочной продукции, хлеба и хлебобулочных изделий).

В разрезе подгрупп респондентов со сбережениями и без них оценки наблюдаемой и ожидаемой инфляции в июле 2025 – октябре 2026 года менялись в целом однонаправленно. У респондентов со сбережениями инфляционные ожидания в рассматриваемый период находились в интервале от 10,8 до 13,0%. У опрошенных без сбережений ожидания были в диапазоне от 13,6 до 16,5%. Инфляционные ожидания респондентов со сбережениями можно считать более рациональными. Они, как правило, более низкие и менее волатильные, чем у опрошенных без сбережений. Граждане со сбережениями в среднем имеют более высокий уровень дохода и внимательнее следят за ситуацией в экономике из-за заинтересованности в сохранении своих накоплений.

ОЖИДАЕМАЯ И НАБЛЮДАЕМАЯ ИНФЛЯЦИЯ ПО ПОДГРУППАМ РЕСПОНДЕНТОВ (МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА)
(%)

Рис. 11.3



Источник: ООО «инФОМ».

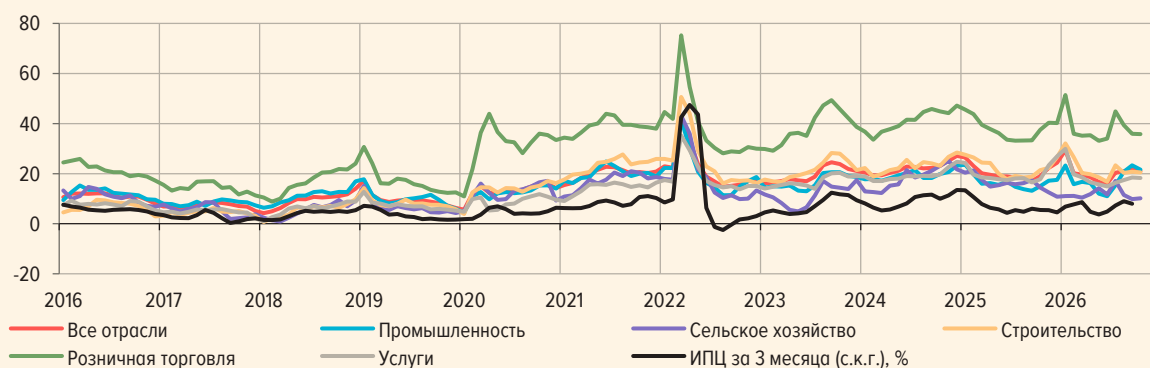
Согласно данным мониторинга предприятий, проводимого Банком России, в июле 2025 – октябре 2026 года **ценовые ожидания предприятий** (баланс ответов) на 3 месяца вперед сохранялись на повышенном уровне. На их динамику в этот период существенно повлияли налоговые изменения, ситуация на топливном рынке летом 2026 года, а также повышенная по сравнению с обычными уровнями индексация коммунальных тарифов, перенесенная на октябрь этого же года. Так, под влиянием повышения НДС ценовые ожидания существенно возросли в ноябре 2025 – январе 2026 года. После этого они последовательно снижались в феврале – июне 2026 года, однако значительно увеличились в июле – сентябре. В октябре они несколько снизились, но оставались высокими.

Количественный показатель ценовых ожиданий предприятий – средний ожидаемый темп прироста цен на следующие 3 месяца (с.к.г.) – колебался в интервале от 4,4 до 7,0%. Как и баланс ответов, с февраля 2026 года этот показатель постепенно снижался, но заметно вырос в июле – сентябре 2026 года, затем несколько уменьшился в октябре 2026 года.

Наиболее высокий уровень ценовых ожиданий среди крупных отраслей отмечался в розничной торговле. Средний ожидаемый темп прироста цен в этой отрасли на ближайшие 3 месяца (с.к.г.) в период с июля 2025 по октябрь 2026 года находился в диапазоне от 7,4 до 12,7%.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО ОСНОВНЫМ ОТРАСЛЯМ
(БАЛАНС ОТВЕТОВ, С.К., П.)

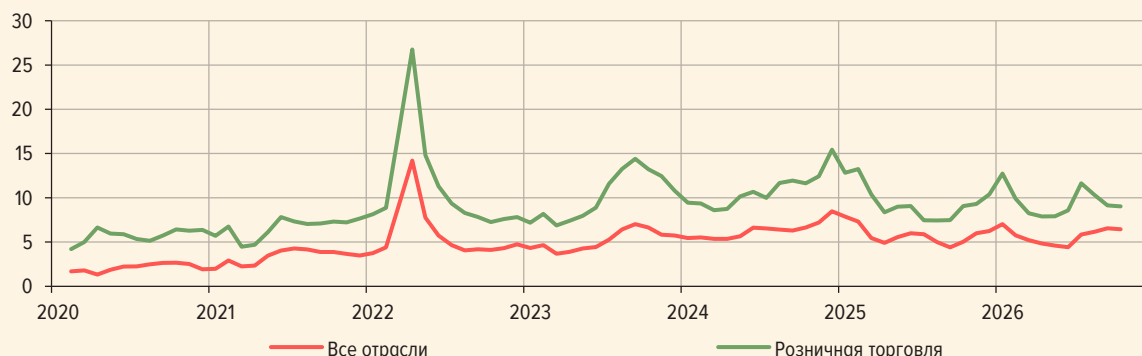
Рис. 11.4



Источники: Банк России, Росстат.

СРЕДНИЙ ОЖИДАЕМЫЙ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ТЕМП ПРИРОСТА ЦЕН НА БЛИЖАЙШИЕ 3 МЕСЯЦА
(% С.К.Г.)

Рис. 11.5



Источник: Банк России.

По оценкам Банка России⁵, средняя **вмененная инфляция для ОФЗ-ИН**, рассчитанная как среднее по выпускам с датами погашения в 2028, 2030 и 2032 годах, в июле 2025 – октябре 2026 года повысилась. Для выпуска до февраля 2028 года в среднем за октябрь 2026 года значение вмененной

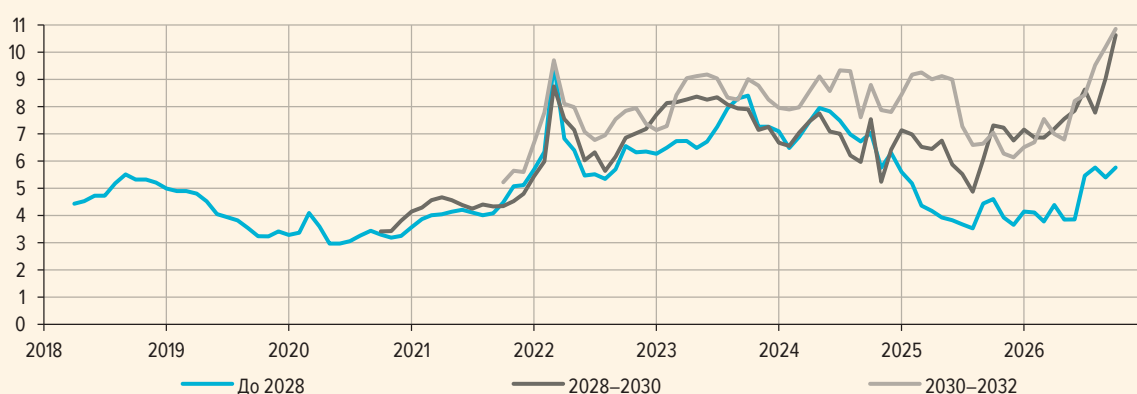
⁵ Оценки основаны на сопоставлении ожидаемой доходности ОФЗ, индексируемых на инфляцию (ОФЗ-ИН), и номинальных ОФЗ (ОФЗ-ПД) с учетом лага в индексации номинала и сезонности инфляции. [Методика расчета.](#)

инфляции составило 5,8% (в июле 2025 года – 3,7%). Вмененная инфляция на дальние сроки была более волатильной и находилась существенно выше 4%. На период 2028–2030 годов в октябре 2026 года она составила 10,6% (в июле 2025 года – 5,5%), а на период 2030–2032 годов – 10,9% (в июле 2025 года – 7,3%).

Прогнозы профессиональных аналитиков по инфляции в июле 2025 – октябре 2026 года повысились как на 2026 год, так и на более дальние сроки. Ожидаемая аналитиками инфляция в 2026 году, по данным опроса в октябре 2026 года, составила 7,1% (в июле 2025 года – 4,7%). Прогноз на 2027 год в сентябре 2026 года составил 5,0% (в июле 2025 года – 4,3%), прогноз на 2028 год – 4,2% (в июле 2025 года – 4,0%), на конец 2029 года – 4,0%.

ВМЕНЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ ДЛЯ ОФЗ-ИН
(%)

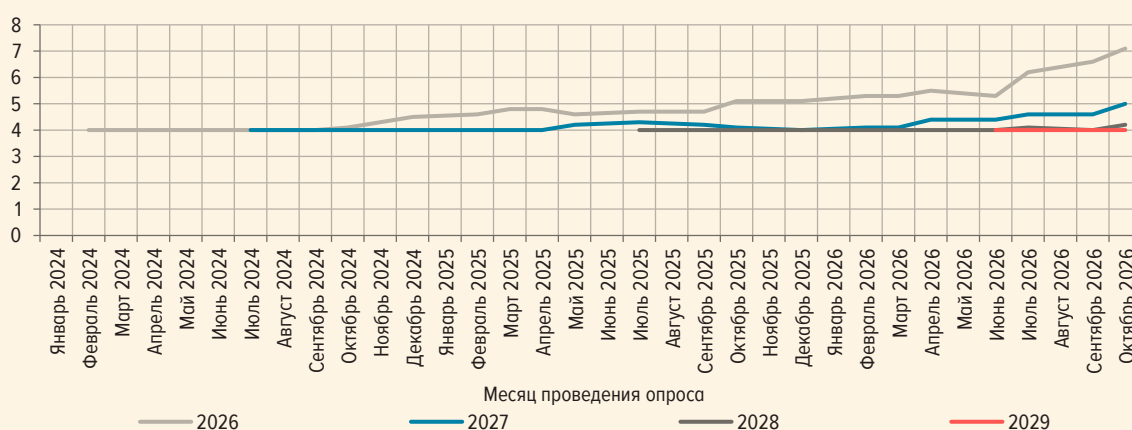
Рис. 11.6



Источники: ПАО Московская Биржа, Росстат, расчеты Банка России.

РЕЗУЛЬТАТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ОПРОСА БАНКА РОССИИ. ПРОГНОЗ ИНФЛЯЦИИ
(% ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. 11.7



Источник: Банк России.

Индикаторы инфляционных ожиданий в июле 2025 – октябре 2026 года находились преимущественно на повышенном уровне. Это остается важным фактором для решений по денежно-кредитной политике. Более высокий уровень инфляционных ожиданий при прочих равных означает необходимость поддержания на более высоком уровне и ключевой ставки. Кроме того, незаякоренность инфляционных ожиданий и сохранение их чувствительности к разовым ценовым всплескам или колебаниям курса рубля создают риски возникновения вторичных эффектов. Для их нейтрализации может потребоваться реакция со стороны денежно-кредитной политики. Снижению и заякориванию инфляционных ожиданий будет способствовать длительное удержание инфляции вблизи цели в 4%.

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

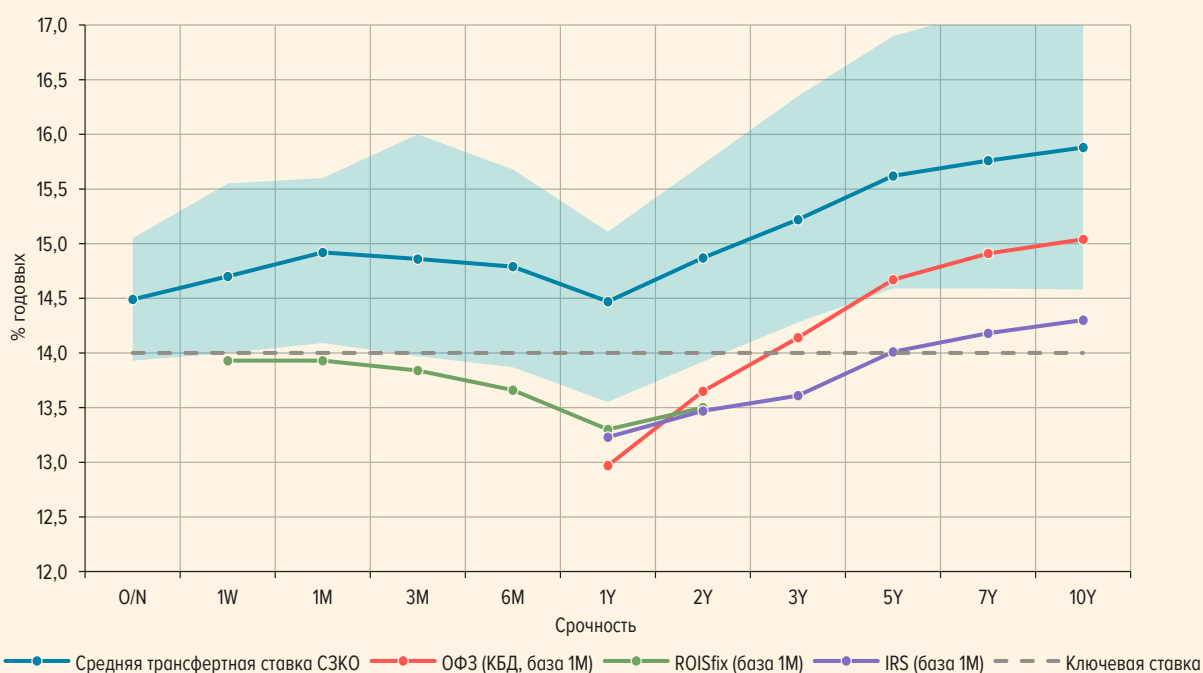
Трансфертная кривая является отправной точкой для установления банками ставок по кредитам и вкладам. В качестве базы для трансфертной кривой банки используют безрисковые кривые доходности и свои внутренние оценки

Трансфертная кривая – это набор внутренних процентных ставок разной срочности, устанавливаемых в банке (чаще всего в казначействе) для всех его бизнес-единиц (привлекающих подразделений, кредитных блоков и так далее) в качестве ориентира базовой стоимости банковских продуктов. Она является важной деталью управленческого механизма, позволяющей максимально объективно определить вклад того или иного подразделения в формирование общего финансового результата банка. Благодаря данным о трансфертных ставках у руководства кредитной организации появляется возможность выстраивать действенную систему мотивации сотрудников, что существенно повышает уровень управляемости банком.

Но одной, пусть и крайне важной, управленческой функцией роль трансфертной кривой не ограничивается. Трансфертные ставки являются центральной частью внутрибанковской системы ценообразования банковских продуктов, позволяющей кредитной организации выстраивать согласованную линейку цен и в случае необходимости корректировать структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и направлениями размещения средств. Для определения ценовых условий любой сделки (кредитной, депозитной, фондовой) на заданный срок банку требуется определить трансфертную ставку на этот срок и оценить издержки и риски, связанные с конкретной сделкой. Кроме того, использование трансфертной кривой как части механизма управления ликвидностью и процентным риском позволяет банку получать дополнительный доход от управления срочностью – привлечения более коротких денежных средств и размещения их в активы большей срочности. На макроуровне трансфертные кривые крупных банков являются составной частью процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

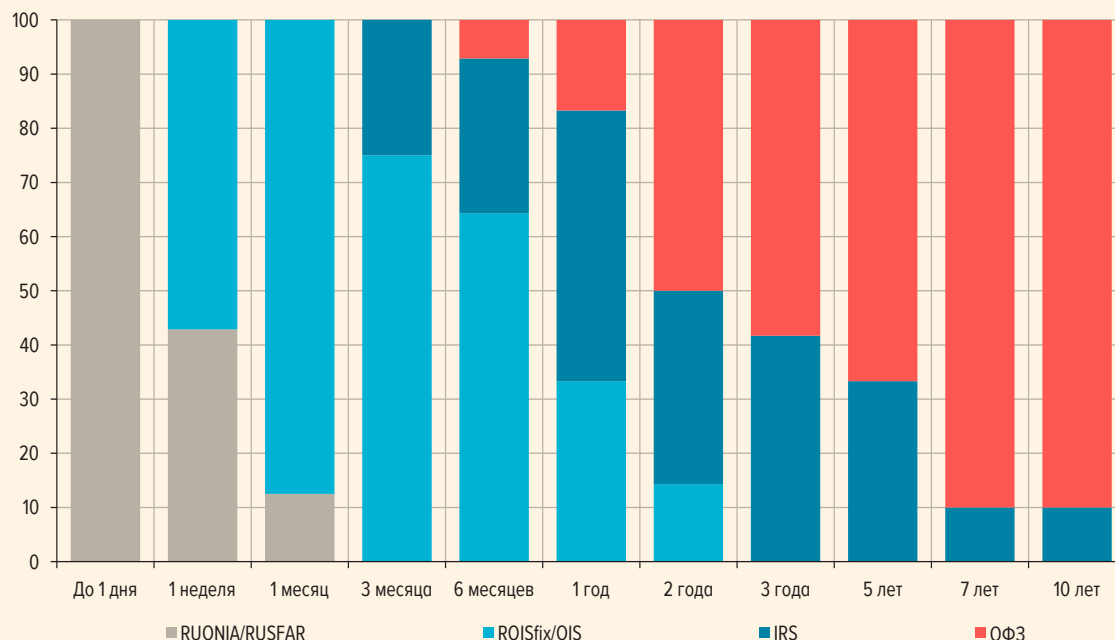
ФИКСИРОВАННЫЕ ТРАНСФЕРТНЫЕ СТАВКИ СИСТЕМНО ЗНАЧИМЫХ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ДОХОДНОСТИ НА 09.10.2026

Рис. 12.1



Примечание. Трансфертные ставки приведены как средние по системно значимым кредитным организациям; затененная область – диапазон значений по банкам; рыночные индикаторы – последние доступные котировки не позднее даты опроса, приведенные к номинальным ставкам с ежемесячной капитализацией процентов (база 1М).
Источники: Банк России, Cbonds, опрос кредитных организаций.

РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ СИСТЕМО ЗНАЧИМЫМИ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ ДЛЯ ФИКСИРОВАННОЙ ТРАНСФЕРТНОЙ СТАВКИ, ПО СРОЧНОСТИ (доля банков, %, по данным опроса на 09.10.2026) Рис. 12.2



Источники: опрос кредитных организаций, расчеты Банка России.

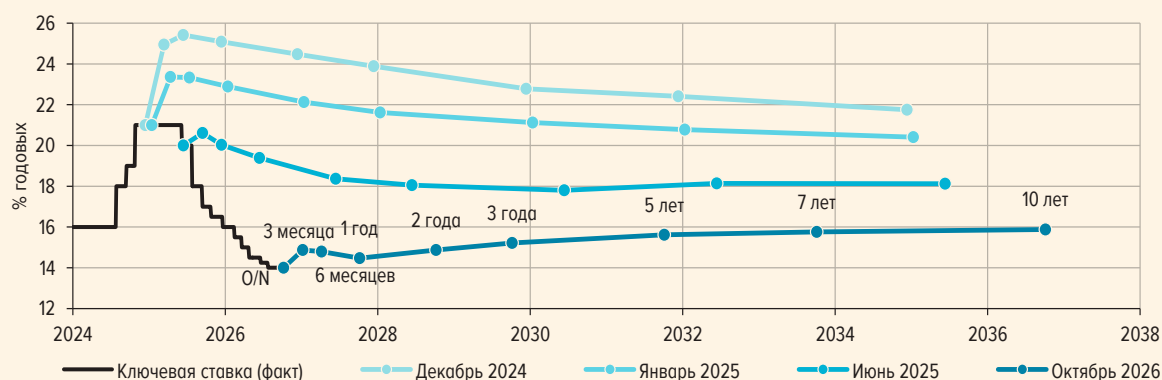
Каждый банк выстраивает собственную трансфертную кривую, используя в качестве базы кривые доходности рыночных инструментов с минимальным уровнем риска или при необходимости свои внутренние оценки. Базовая кривая рублевой доходности, во внутренних документах банков обычно называемая безрисковой, для фиксированных ставок строится исходя из доходности таких инструментов, как государственные облигации (ОФЗ) и процентные свопы (ROISfix, IRS), а для плавающих используются ставки рынка межбанковских кредитов и ключевая ставка. При этом существенные изменения в функционировании финансовых рынков могут приводить к модификации расчета трансфертной кривой. По данным опроса¹ системно значимых банков, выбор индикатора зависит от срока ставки: до 3 месяцев преобладает ROISfix, на средних сроках он сочетается с IRS и ОФЗ, а с 3 лет доминируют ОФЗ, доля которых на сроках от 7 до 10 лет достигает почти 90%. Небольшой рынок свопов ограничивает роль IRS вспомогательным индикатором для «склейки» отдельных участков кривой. За год эта структура почти не изменилась. При этом вне зависимости от выбора базовой кривой доходности трансфертная кривая должна иметь такую форму, чтобы наиболее полно включать в себя возникающий в деятельности банка процентный риск, источником которого в том числе является инфляция.

Трансфертная кривая следует за циклом денежно-кредитной политики. В конце 2024 – начале 2025 года при ключевой ставке 21,00% и ожиданиях ужесточения она была заметно выше ключевой ставки. Дополнительное влияние оказывали регуляторные нормативы: многие банки учитывали норматив краткосрочной ликвидности в трансфертных, а не в продуктовых ставках. К середине 2025 года средний и длинный участки опустились ниже ключевой ставки, отражая ожидания смягчения, а с II квартала ослабло влияние регулирования на параметры операций и кредитное предложение. К началу октября 2026 года при не меняющейся с июля ключевой ставке 14,00% кривая оставалась выше нее на всех сроках: умеренная инверсия сохранялась лишь на участке от 1 месяца до 1 года, а на сроках свыше года положительный наклон кривой усилился вслед за ростом доходностей ОФЗ и ставок IRS – средняя трансфертная ставка на 10 лет поднялась с 15,4% в конце августа до 15,9%.

¹ С середины 2025 года Банк России проводит опрос системно значимых кредитных организаций об индикаторах и значениях внутренних трансфертных ставок в рублях и валюте в целях повышения детализации анализа денежно-кредитной политики.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ И СРЕДНИЕ ФИКСИРОВАННЫЕ ТРАНСФЕРТНЫЕ КРИВЫЕ СИСТЕМНО ЗНАЧИМЫХ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ НА ДАТЫ СРЕЗОВ ОПРОСА

Рис. 12.3



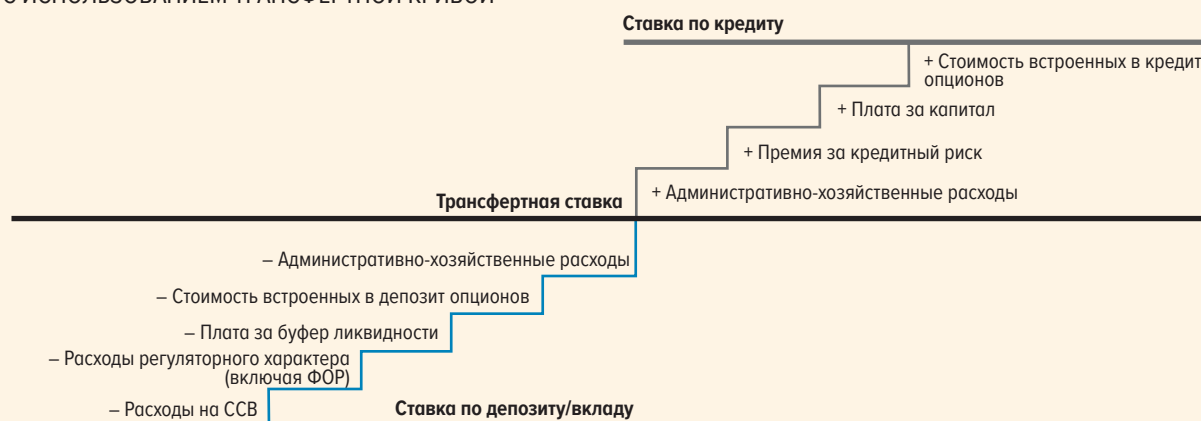
Примечание. Каждая кривая отложена вперед по календарю от даты среза (точка на линии ключевой ставки); показаны сроки до 10 лет; трансфертные ставки — средние по системно значимым кредитным организациям.
Источники: опрос кредитных организаций, расчеты Банка России.

При определении цен на банковские продукты трансфертные ставки являются только отправной точкой. Для каждого типа активных операций ставка должна быть не меньше трансфертной ставки на соответствующий срок, увеличенной на издержки, премии за риски, плату за использование капитала банка, а также на стоимость встроенных опционов, позволяющих изменять объем и (или) время денежных потоков. Для каждого типа операций по привлечению средств, напротив, ставка должна быть не больше трансфертной ставки, уменьшенной на стоимость встроенных опционов, издержки, плату за буфер ликвидности, издержки на выполнение регуляторных требований (включая отчисления в фонд обязательных резервов) и в надлежащем случае — взносы в Фонд обязательного страхования вкладов. В результате, какой бы ни была структура активов и пассивов, в обычных условиях ведения бизнеса спред между ставками по активным и пассивным операциям позволяет покрыть все необходимые издержки, риски и сформировать прибыль банка.

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

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

Рис. 12.4



* На рисунке представлена общая схема ценообразования, применимая к депозитным и кредитным продуктам банка, без выделения в качестве отдельного компонента потенциальной дополнительной выгоды банка от возможных кросс-продаж клиентам других продуктов.
Источник: Банк России.

ВРЕЗКА 13. ЛЬГОТНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ И ЕГО ВЛИЯНИЕ НА ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

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

По некоторым типам кредитных операций влияние денежно-кредитной политики на ставки для конечных заемщиков существенно отличается от описанной выше рыночной логики¹. Если объем таких операций велик, их необходимо учитывать при планировании и реализации денежно-кредитной политики. Один из наиболее известных типов таких операций – государственные программы льготного кредитования, в рамках которых банки кредитуют определенные категории заемщиков по пониженным ставкам, а государство своими субсидиями компенсирует банкам разницу между рыночной и льготной ставкой.

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

С точки зрения денежно-кредитной политики эффект программ льготного кредитования также неоднозначен. В периоды экономической нестабильности, характеризующиеся более высокими требованиями банков к заемщикам, а также пониженным желанием населения и компаний увеличивать расходы на потребление и инвестиции, реализация программ льготного кредитования способна поддержать и усилить влияние мер денежно-кредитной политики на экономику (так как для необходимой поддержки спроса может быть недостаточно снижения ключевой ставки, в том числе из-за замедленной реакции спроса на ее изменение). Этот эффект актуален прежде всего для стран с околонулевым уровнем ставки денежно-кредитной политики. Поэтому в мировой практике в период пандемии COVID-19 многие центральные банки реализовывали программы funding for lending (FFL), направленные на стимулирование отдельных сегментов кредитного рынка. Из 27 программ FFL, инициированных 14 крупными центральными банками, свыше трети были призваны решить задачи по восстановлению эффективности денежно-кредитной политики².

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

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

¹ Аналитическая записка Банка России «Неоднородность кредитного рынка и ее влияние на функционирование процентного канала трансмиссионного механизма», содержащая развернутую характеристику таких операций, готовится к публикации.

² [Funding for lending programmes](#). Bank for International Settlements.

Во-вторых, субсидии, обеспечивающие снижение кредитных ставок, выплачиваются за счет средств бюджета (то есть налогов, собираемых со всей экономики), представляя собой механизм перераспределения средств между различными группами экономических субъектов. Кроме того, чтобы ослабить проинфляционный эффект программ льготного кредитования, центральный банк вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику. Снижение ставки для одних групп заемщиков сопровождается ее повышением для всех остальных. В итоге льготный кредит оплачивают как налогоплательщики (через бюджетное субсидирование), так и «нелюбимые» заемщики (через кредитование по более высокой рыночной ставке).

Льготные ипотечные программы для населения. Самое крупное направление льготного кредитования в России – льготная ипотека. По итогам 8 месяцев 2026 года на нее приходилось почти 3/4 от общего объема льготных кредитов в экономике³, а также по-прежнему более половины предоставленных ипотечных жилищных кредитов (хотя с повышением адресности льготного ипотечного кредитования эта доля заметно снизилась).

Льготные ипотечные программы фактически поддерживали сферу жилищного строительства: за период их действия было выдано около 4 млн кредитов на общую сумму более 19 трлн рублей, что позволило заемщикам приобрести жилье общей площадью свыше 190 млн кв. м.

В то же время из-за невозможности наращивания строительства жилья в темпе, соразмерном росту рублевого ипотечного портфеля, реализация льготной ипотеки привела почти к двукратному повышению цен на недвижимость на первичном рынке, тем самым существенно опередив рост зарплат и темпы инфляции. Среди группы льготных ипотечных программ наиболее масштабной являлась завершенная государственная программа безадресной льготной ипотеки на новостройки, инициированная, чтобы поддержать строительную отрасль и повысить доступность жилья для населения в период пандемии COVID-19. Ее реализация привела к снижению ценовой доступности жилья для населения: рост цен полностью перекрыл преимущества, связанные с низкими ставками по льготной ипотеке, а также сделал недвижимость менее доступной для будущих покупателей. Это существенно затрудняет оценку эффективности данной меры поддержки и в целом долгосрочную выгоду от применения субсидируемых ипотечных программ.

Льготные программы корпоративного кредитования. Некоторые из льготных программ для бизнеса, безусловно, продемонстрировали свою эффективность при умеренной нагрузке на бюджет (к примеру, программы ФОТ 0 и ФОТ 2.0, позволившие сгладить негативные последствия пандемии COVID-19 и не допустить резкого провала в занятости). В целом в ситуации, когда льготное кредитование используется как временная антикризисная мера, направленная на поддержание доступности кредита для наиболее уязвимых или приоритетных сегментов экономики при избыточном ужесточении условий кредитования, оно может быть эффективно, а отмеченные выше недостатки этого инструмента – менее значимы. В условиях сокращения спроса и предложения кредитов сужается пространство для действия эффекта замещения. Влияние на бюджетную систему и денежно-кредитную политику, связанное с антикризисными мероприятиями по поддержке кредитования, ограничено во времени и не столь существенно на фоне резких изменений в экономической политике, происходящих в любой кризисный период.

Кроме того, негативные проинфляционные последствия расширения льготного корпоративного кредитования и, соответственно, потребность в компенсирующем их ужесточении денежно-кредитной политики ниже, чем при действовавших условиях безадресной льготной ипотеки. С одной стороны, спрос, финансируемый за счет программ льготного корпоративного кредитования, гораздо менее концентрирован и создает не такое сильное давление на цены (в частности, на рынке недвижимости⁴), позволяя избежать формирования дисбалансов в накоплении рисков между реальным и банковским сектором и тем самым препятствуя возникновению угроз для финансовой стабильности. С другой

³ В существующих источниках финансовой информации отсутствуют единые унифицированные сведения об объеме выданных льготных кредитов и задолженности по ним. Здесь и далее во врезке приведены оценки на основе комбинирования данных из нескольких источников. В них не входит информация по ряду направлений (сельскохозяйственная ипотека, региональные программы льготной ипотеки, льготное автокредитование и так далее). Поэтому фактические объемы льготного кредитования превышают приведенные во врезке оценки.

⁴ Селезнева М., Каваленя Л. [Оценка разрыва цен между первичным и вторичным рынками жилья Российской Федерации](#). Банк России. Аналитическая записка. 2025 год.

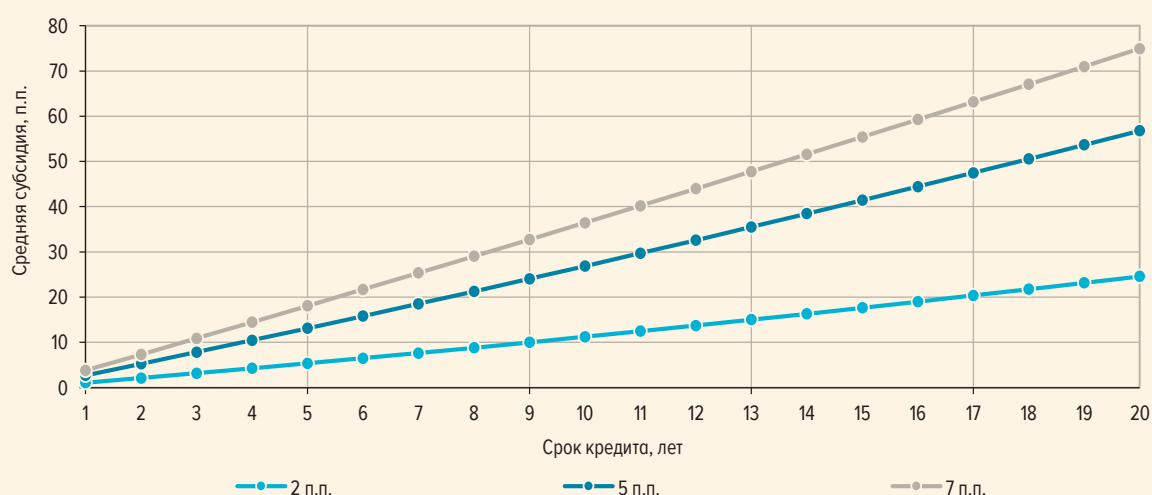
стороны, в среднесрочной перспективе успешная реализация инвестиционных проектов с использованием заемных средств способна увеличить экономический потенциал и в той или иной мере смягчить инфляционные последствия исходного стимулирования спроса.

Следует также отметить, что в сегменте корпоративного кредитования формы государственной поддержки не исчерпываются субсидированием ставок. Так, за 8 месяцев 2026 года более одной трети рублевых кредитов по фиксированным ставкам было предоставлено по стоимости не более 12% годовых⁵. Для сравнения: в рамках государственных программ субсидирования ставок в этот период было предоставлено менее 3%⁶ кредитов. Часть кредитов по низким ставкам носят вполне рыночный характер: они связаны с проектным финансированием застройщиков или кредитованием аффилированных с банком заемщиков, представляющим собой скорее межгрупповое перераспределение финансовых средств. Однако значительная доля таких кредитов связана с льготным финансированием или альтернативными механизмами кредитной поддержки (госгарантии, льготное фондирование банков-кредиторов, прямое предоставление заемных средств по низким ставкам при участии государственных институтов развития, ФНБ или других государственных структур). Эти механизмы также создают как дополнительную нагрузку на бюджет (в виде недополученной прибыли, условных обязательств перед кредитором и так далее), так и обозначенные инфляционные риски. Поэтому фактический уровень проинфляционного давления, связанного с льготным кредитованием в широком смысле, в российской экономике выше, чем можно было бы предполагать исходя из статистических данных.

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

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

Рис. 13.1



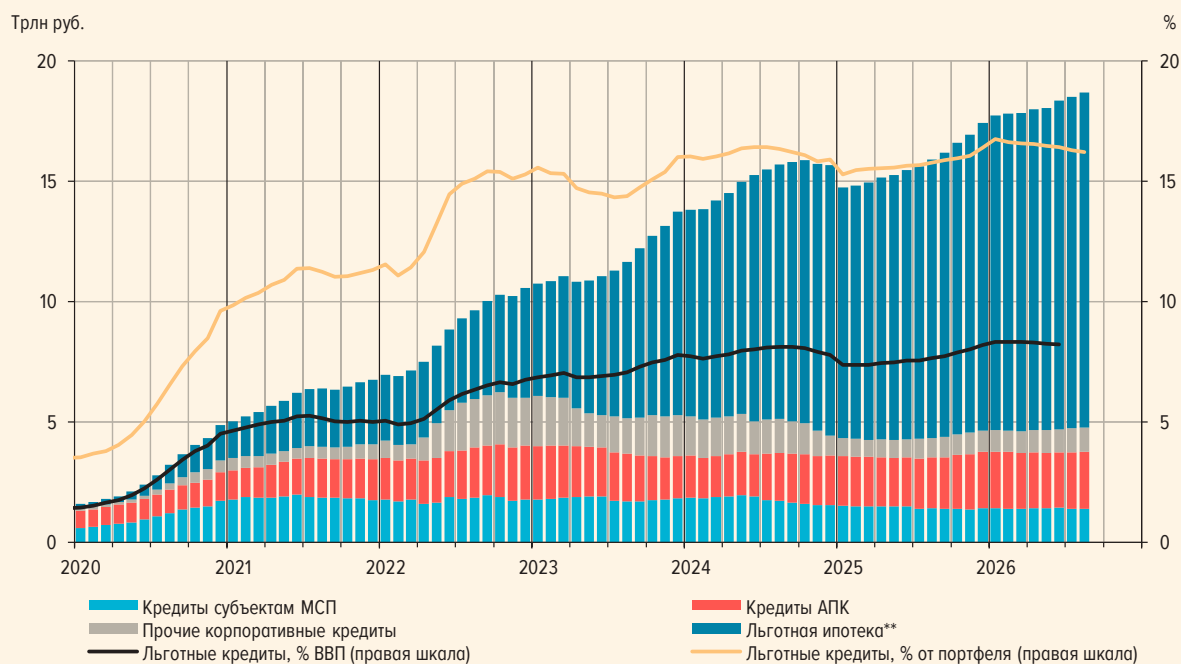
* Суммарные затраты бюджета за весь период погашения кредита при различных значениях субсидии (2, 5 или 7 п.п. в среднем за период погашения).
Источник: Банк России.

⁵ Информация представлена в разделе «Сведения о размещенных и привлеченных средствах» на сайте Банка России в части сведений о распределении объемов средств по кредитам по диапазонам процентной ставки.

⁶ Информация представлена в разделе «Сведения о размещенных и привлеченных средствах» на сайте Банка России в части сведений об объеме кредитов по льготной процентной ставке.

СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ ЛЬГОТНЫХ КРЕДИТОВ*

Рис. 13.2



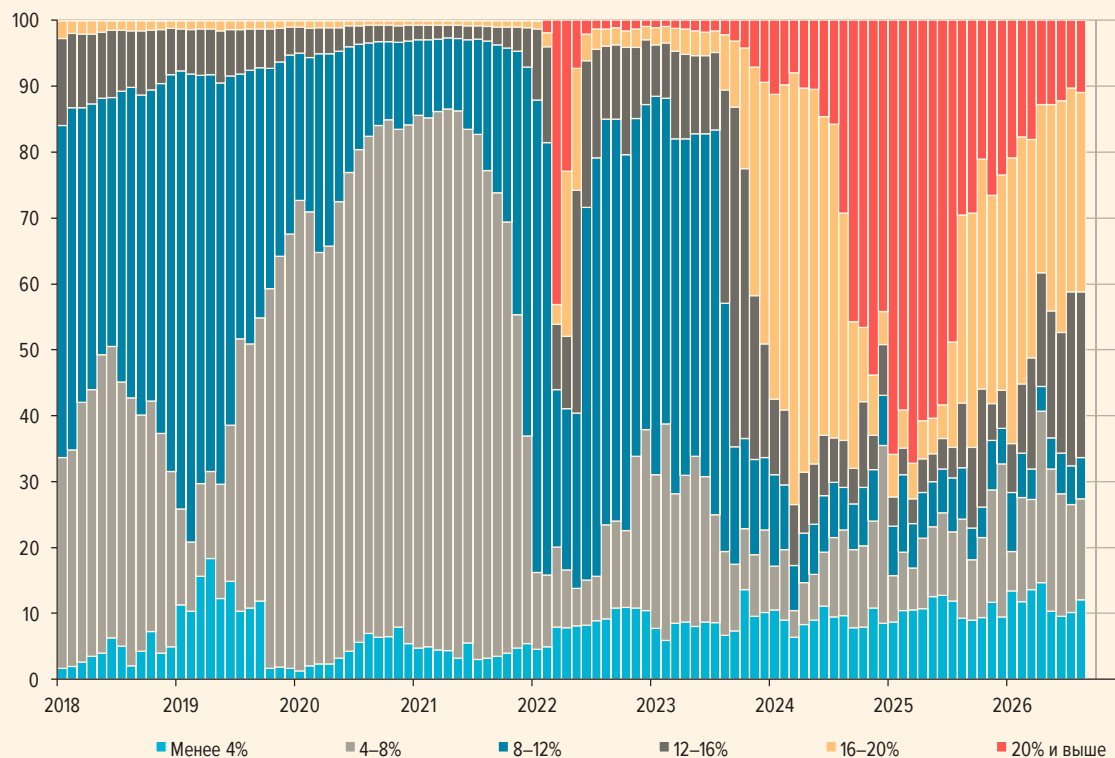
* Корпоративные кредиты – кредиты нефинансовым организациям – резидентам и индивидуальным предпринимателям. Льготные корпоративные кредиты – кредиты, предоставленные в рамках госпрограмм с субсидируемой ставкой.

** Льготная ипотека – без сельскохозяйственной ипотеки и региональных льготных программ.

Источник: Банк России.

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

Рис. 13.3



Источник: Банк России.

ДОЛЯ КРЕДИТОВ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ НЕФИНАНСОВЫМ ОРГАНИЗАЦИЯМ ПО ФИКСИРОВАННОЙ СТАВКЕ В ЗАДАННОМ ДИАПАЗОНЕ, В ОБЩЕЙ ВЕЛИЧИНЕ ВЫДАННЫХ КРЕДИТОВ, В СРЕДНЕМ ЗА ПЕРИОД *Табл. 13.1*

Период	Менее 4%	4–8%	8–12%	12–16%	16–20%	20% и выше	Ключевая ставка
I кв. 2019	12,4	13,0	66,5	6,7	1,3	0,1	7,8
II кв. 2019	15,1	18,1	58,0	7,3	1,4	0,1	7,7
III кв. 2019	11,0	41,5	39,9	6,3	1,3	0,1	7,3
IV кв. 2019	1,8	61,9	30,0	5,1	1,1	0,1	6,6
I кв. 2020	1,9	67,6	25,3	4,1	1,1	0,1	6,1
II кв. 2020	3,3	68,4	23,7	3,6	0,9	0,1	5,5
III кв. 2020	6,3	76,0	14,2	2,7	0,7	0,1	4,3
IV кв. 2020	6,6	77,5	12,6	2,4	0,7	0,0	4,3
I кв. 2021	4,7	80,9	11,5	2,2	0,7	0,0	4,3
II кв. 2021	4,4	81,1	11,8	2,0	0,7	0,1	5,0
III кв. 2021	3,3	74,6	18,8	2,4	0,8	0,1	6,3
IV кв. 2021	4,7	49,2	40,8	4,2	1,0	0,1	7,4
I кв. 2022	5,8	11,6	53,7	11,8	2,1	15,0	12,7
II кв. 2022	8,0	7,1	35,9	22,4	15,9	10,7	13,8
III кв. 2022	9,7	11,4	62,0	13,0	2,7	1,3	8,3
IV кв. 2022	10,7	20,7	52,5	12,3	2,5	1,3	7,5
I кв. 2023	7,4	25,3	53,6	9,8	2,8	1,1	7,5
II кв. 2023	8,5	23,4	50,7	12,2	3,7	1,6	7,5
III кв. 2023	7,5	13,1	38,0	31,9	7,2	2,3	10,2
IV кв. 2023	11,1	10,4	13,0	27,7	30,9	6,9	14,6
I кв. 2024	8,6	7,1	10,2	10,7	53,7	9,7	16,0
II кв. 2024	9,5	7,2	7,9	9,2	54,5	11,8	16,0
III кв. 2024	9,0	12,3	7,2	6,4	34,8	30,3	17,6
IV кв. 2024	9,1	17,5	8,1	8,6	8,5	48,2	20,4
I кв. 2025	9,9	7,4	8,7	4,1	5,9	64,1	21,0
II кв. 2025	12,0	11,3	6,8	4,6	5,4	59,9	20,8
III кв. 2025	10,1	11,5	6,9	8,9	26,7	35,9	18,4
IV кв. 2025	10,2	17,5	5,9	9,8	33,0	23,7	16,6
I кв. 2026	12,9	11,8	6,8	11,6	38,0	18,9	15,7
II кв. 2026	11,5	22,1	4,9	18,2	30,7	12,6	14,6

Источник: Банк России.

ВРЕЗКА 14. ПРОЦЕНТНЫЕ РАСХОДЫ КОМПАНИЙ И КАНАЛ ИЗДЕРЖЕК

Расходы на обслуживание долга компаний нефинансового сектора в 2025 году ожидаемо выросли, однако относительно других издержек остаются небольшими. В среднем по экономике они составляют 5,6% себестоимости продаж, а для половины всех компаний – не более 1,3%. По предварительным оценкам с учетом произошедшего снижения ключевой ставки, процентные расходы в 2026 году уменьшатся. Это значит, что потенциальный эффект канала издержек станет дезинфляционным

В научной литературе и среди представителей экспертного сообщества продолжается дискуссия о том, может ли ДКП воздействовать на экономику не только через совокупный спрос, но и через предложение по так называемому каналу издержек.

Прямое воздействие роста ставок на издержки компаний может происходить через увеличение стоимости заемного финансирования. Рост рыночных ставок может повышать стоимость новых кредитов, рефинансируемого долга, а также обязательств на балансах компаний по плавающим ставкам. В результате увеличивается стоимость обслуживания долга, что снижает маржу компаний и может подталкивать их к переносу возросшей процентной нагрузки в цены. Это явление получило название «загадка цен» и уже более 30 лет исследуется в разных странах. Эмпирические оценки существования и количественной значимости этого канала остаются неоднозначными¹. На российских данных² убедительных свидетельств его значимого влияния на динамику цен пока не получено.

Для оценки потенциальной значимости канала издержек в России важно понимать, насколько велики процентные расходы компаний относительно их основных производственных затрат и как эта нагрузка распределена в экономике.

Банк России внимательно следит за ситуацией в экономике на стороне не только спроса, но и предложения, в том числе за динамикой процентных расходов компаний. С 2024 года результаты исследований на эту тему регулярно размещаются на сайте Банка России. В ноябре 2024 года была опубликована [аналитическая записка](#)³, где подробно рассматривалось соотношение процентных расходов и себестоимости продаж с 2019 по 2023 год как в целом, так и по разным выборкам компаний нефинансового сектора (по отраслям, размерам компаний, уровню за кредитованности и другим). Актуализированные оценки процентной нагрузки за 2024 год опубликованы в 2025 году во врезке 13 [ОНЕГДКП 2026–2028](#).

Обновление за 2025 год, выполненное на основе уточненной выборки⁴, немного повлияло на численные оценки процентной нагрузки за прошлые периоды, однако качественно не отразилось на результатах исследования.

В 2025 году процентная нагрузка⁵ компаний российского нефинансового сектора ожидаемо увеличилась. Ее средневзвешенное значение по экономике составило 5,6% после 4,3% в 2024 году⁶. При этом для половины компаний выборки процентная нагрузка не превышала 1,3%. Около 50% выборки компаний по объему выручки имели нагрузку не выше 2% себестоимости продаж, около 70% – не выше 5%.

¹ См., например, Boivin J., Kiley M.T., Mishkin F.S. How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? Handbook of Monetary Economics. 2010; Ramey V.A. Macroeconomic Shocks and Their Propagation. Handbook of Monetary Economics. 2016; Miranda-Agrippino S., Ricco G. The Transmission of Monetary Policy Shocks. American Economic Journal: Macroeconomics 13 (3): 74–107. 2021; Albertazzi, U., Ferrando, A., Gori, S., & Rariga, J. The cost channel of monetary policy: evidence from euro area firm-level survey data. 2025.

² См., например, Шестаков Д. Канал издержек денежно-кредитной трансмиссии российской экономики. Деньги и кредит. № 9. С. 38–44. 2017 год.

³ Могилат А., Москалева А., Попова С., Турдыева Н., Цой В. Процентные расходы российских компаний. Банк России. Аналитическая записка. Ноябрь 2024 года.

⁴ Выборка дополнена отчетностью компаний, прекративших деятельность. Также на каждый год периода анализа актуализированы отраслевые идентификаторы компаний.

⁵ Отношение процентных платежей к себестоимости продаж. Оно показывает, насколько значимы процентные платежи по кредитам и займам относительно основных издержек на производство и реализацию продукции / оказание услуг.

⁶ Если не сказано обратное, здесь и далее расчеты выполнены по компаниям с ненулевыми процентными расходами после исключения выбросов.

В пяти крупнейших по объему себестоимости отраслях (к ним относятся торговля, обрабатывающая и добывающая промышленность, строительный сектор и логистика) среднее соотношение процентных расходов и себестоимости продаж в 2025 году составило 5,2% (в 2024 году – 4,0%). Разброс по отраслям значительный – от 1,3% (госуправление) до 14,5% (нефтепереработка). По сравнению с 2024 годом наиболее сильный рост наблюдался в нефтепереработке, добывающей и химической промышленности. В то же время в значительной части отраслей среднее соотношение процентных расходов и себестоимости увеличилось не более чем на 0,5 п.п., среди них – ремонт и монтаж машин и оборудования, производство металлоизделий, строительный сектор, а также госуправление и ряд отраслей сферы услуг населению (образование, здравоохранение, культура и спорт).

В разрезе размеров компаний сильнее всего выросла процентная нагрузка крупного бизнеса.

В 2025 году она составила 5,9% после 4,5% годом ранее. У микропредприятий процентная нагрузка была близка к среднему уровню по экономике, у средних и малых – ниже.

В 2025 году процентная нагрузка наиболее закредитованных компаний выросла сильнее, чем у остальных.

Аналогичное увеличение отмечают убыточные компании. Доля процентных платежей в себестоимости для 20% наиболее закредитованных в 2025 году была в 2 раза выше среднего показателя по выборке. Уровень процентной нагрузки в 5% на всей выборке с процентными расходами в среднем превышают убыточные и наиболее закредитованные компании (7–10-децильные группы⁷) и группа убыточных компаний.

С учетом произошедшего в 2025 году увеличения средней кредитной ставки максимальный прирост уровня цен вследствие повышения процентной нагрузки компаний при отсутствии влияния других факторов мог составить около 1,1 процентного пункта. Важно подчеркнуть, что это именно оценка сверху.

Во-первых, значительная часть нефинансовых компаний в России не имеет процентной нагрузки.

По данным СПАРК, их суммарная выручка и себестоимость в 2025 году составляла около 24 и 26% от всего нефинансового сектора соответственно. В среднем за 9 лет – около 29 и 31%.

Во-вторых, полный перенос роста издержек в цены на конечную продукцию возможен только при отсутствии реакции спроса. В масштабах экономики и ключевых рынков данный тезис не подтверждается результатами анализа других каналов трансмиссионного механизма ДКП⁸.

В-третьих, даже потенциальный перенос процентных расходов в цены – это краткосрочный эффект на уровень цен, а не на устойчивую инфляцию. При уменьшении жесткости ДКП процентные издержки снижаются, а эффект их переноса в уровень цен выходит из расчета инфляции. В этом случае влияние на цены канала издержек, как и всех остальных каналов трансмиссионного механизма ДКП, становится дезинфляционным.

В то же время перегретый спрос приводит к росту именно устойчивой инфляции, а значит, всех издержек в экономике, в том числе операционных. Это снижает эффективность основной деятельности компаний: масштаб операционных издержек и их вклад в экономику предприятий существенно больше процентных расходов. Поэтому продолжительное сохранение высокой инфляции гораздо опаснее с точки зрения торможения инвестиционной активности в долгосрочный период. В такой ситуации проведение нейтральной, а тем более мягкой ДКП может привести к существенно большему росту цен в экономике (причем на длительном горизонте), чем краткосрочное потенциальное влияние канала издержек.

Действие основных каналов трансмиссионного механизма ДКП – процентного, валютного, кредитного и других – при повышении ключевой ставки производит значительный сдерживающий эффект на цены через ограничение спроса, что в свою очередь тормозит и рост производственных издержек.

⁷ Определены на основе отношения долга к прибыли (Debt to Earnings Ratio), то есть отношения общей суммы займов и кредитов к прибыли до вычета процентов и налогов. Объем задолженности по кредитам рассчитывается как сумма строк бухгалтерского баланса «1410» (долгосрочные обязательства) и «1510» (краткосрочные обязательства). Последнее включает в том числе объем процентов, начисленных за период, поэтому общий показатель суммы займов является завышенным на эту величину.

⁸ См., например, [ОНЕГДКП 2025–2027](#). Банк России. 2024 год; Рабинович Б., Петренева Е., Вировец К. [Особенности работы трансмиссионного механизма в 2023–2024 годах](#). Банк России. Аналитическая записка. Март 2025 года.

Масштаб этого сдерживающего эффекта существенно выше, чем потенциально проинфляционного эффекта канала издержек. **В результате общий эффект от повышения процентных ставок в экономике всегда строго дезинфляционный.**

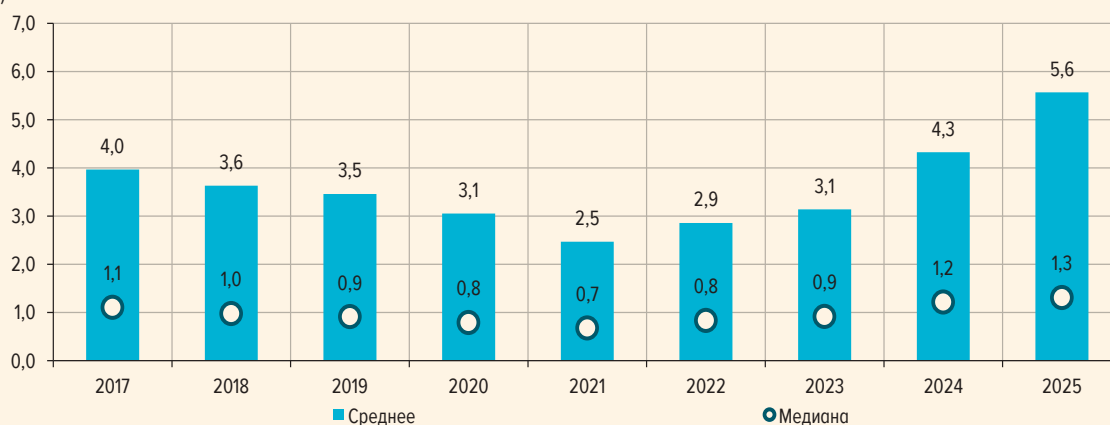
По предварительным оценкам с учетом произошедшего снижения ключевой ставки, процентные расходы в 2026 году уменьшатся. Это значит, что потенциальный эффект канала издержек станет дезинфляционным. **По мере дальнейшего возвращения экономики к траектории сбалансированного роста и, как следствие, снижения жесткости ДКП процентные издержки будут уменьшаться, а влияние канала издержек на цены, как и всех остальных каналов трансмиссионного механизма ДКП, будет дезинфляционным.**

ПРОЦЕНТАЯ НАГРУЗКА (ПРОЦЕНТНЫЕ РАСХОДЫ / СЕБЕСТОИМОСТЬ ПРОДАЖ)

Рис. 14.1

(ПО КОМПАНИЯМ С НЕНУЛЕВЫМИ ПРОЦЕНТНЫМИ РАСХОДАМИ)

(%)



Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЧИСЛА КОМПАНИЙ И ИХ ВЫРУЧКИ ПО УРОВНЮ ПРОЦЕНТНОЙ НАГРУЗКИ¹

Табл. 14.1

(ПО КОМПАНИЯМ С НЕНУЛЕВЫМИ ПРОЦЕНТНЫМИ РАСХОДАМИ)

(%)

Уровень процентной нагрузки	Число компаний							Выручка от продаж						
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
≤0,5	38	41	44	39	37	32	32	31	35	36	33	34	29	30
(0,5; 1]	14	14	14	15	15	14	13	13	14	15	16	11	10	9
(1; 2]	14	14	13	14	15	15	14	16	15	14	14	15	14	13
(2; 3]	7	7	6	7	8	9	8	8	9	10	8	8	9	7
(3; 5]	7	7	6	7	8	9	9	13	10	11	14	10	11	10
(5; 10]	7	7	6	7	7	9	10	12	11	10	10	15	15	12
(10; 20]	4	4	4	4	4	5	6	4	4	2	4	4	8	14
(20; 30]	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	2	2
(30; 50]	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	2
(50; 100]	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1
>100	2	2	1	1	1	2	2	1	0,2	0,2	0,2	0,2	1	1
Справочно:														
≤2	66	69	71	68	67	61	59	59	63	65	62	60	53	51
≤5	81	82	84	83	82	79	76	81	82	85	83	79	73	69

¹ Под процентной нагрузкой понимается отношение процентных расходов к себестоимости продаж.

Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ВЫБОРКИ ПО ГОДАМ

Табл. 14.2

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Изменение 2025/2024, %
Число компаний								
Всего ¹	1 452 176	1 426 836	1 427 822	1 409 840	1 417 707	1 362 286	1 367 855	+0,4
без процентной нагрузки	1 269 343	1 242 649	1 236 129	1 208 732	1 201 410	1 137 266	1 127 755	-0,8
с процентной нагрузкой	182 833	184 187	191 693	201 108	216 297	225 020	240 100	+6,7
без выбросов	177 347	178 661	185 941	195 074	209 807	218 268	232 896	+6,7
доля выборки, %	12	13	13	14	15	16	17	+1,0 п.п.
Выручка от продаж, млрд руб.								
Всего ¹	238 277	230 513	282 795	281 157	328 762	355 612	356 888	+0,4
без процентной нагрузки	86 165	79 341	91 195	75 081	86 591	87 747	87 078	-0,8
с процентной нагрузкой	152 112	151 171	191 600	206 077	242 171	267 864	269 810	+0,7
без выбросов	146 271	145 375	184 630	199 194	234 137	257 909	260 944	+1,2
доля выборки, %	61	63	65	71	71	73	73	+0,6 п.п.
Себестоимость продаж, млрд руб.								
Всего ¹	194 202	188 615	225 491	223 696	264 557	288 875	292 515	+1,3
без процентной нагрузки	74 267	67 678	77 349	63 790	73 436	74 320	75 103	+1,1
с процентной нагрузкой	119 936	120 937	148 141	159 906	191 121	214 555	217 411	+1,3
без выбросов	115 201	116 515	142 520	154 255	184 659	206 262	210 185	+1,9
доля выборки, %	59	62	63	69	70	71	72	+0,5 п.п.
Процентные расходы, млрд руб.								
Всего ¹	4 186	3 825	3 754	4 912	6 344	9 850	13 169	+33,7
без процентной нагрузки	0	0	0	0	0	0	0	–
с процентной нагрузкой	4 186	3 825	3 754	4 912	6 344	9 850	13 169	+33,7
без выбросов	3 983	3 558	3 516	4 407	5 796	8 923	11 698	+31,1
доля выборки, %	95	93	94	90	91	91	89	-1,8 п.п.

¹ После технической фильтрации выборки, подробнее о критериях см. [Могилат и др., 2024 год](#). Цифры в таблице округлены.
Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

ПРОЦЕНТНАЯ НАГРУЗКА (ПРОЦЕНТНЫЕ РАСХОДЫ / СЕБЕСТОИМОСТЬ ПРОДАЖ), ПО ОТРАСЛЯМ
И РАЗМЕРУ КОМПАНИЙ, ПО КОМПАНИЯМ С НЕНУЛЕВЫМИ ПРОЦЕНТНЫМИ РАСХОДАМИ
(%)

Табл. 14.3

	Доля в себестоимости		Среднее			Медиана		
Год	2024	2025	2024	2025	Изменение, п.п.	2024	2025	Изменение, п.п.
Всего	100	100	4,3	5,6	+1,2	1,2	1,3	+0,1
По отраслям								
Торговля	41,9	40,9	2,8	3,5	+0,7	1,0	1,1	+0,1
справочно: без газа и нефтепродуктов	38,0	37,8	2,2	2,8	+0,6	1,0	1,1	+0,1
Обработка	16,4	16,9	5,0	6,2	+1,3	1,2	1,4	+0,2
Пищевые продукты, напитки	3,9	4,3	2,9	3,7	+0,8	1,4	1,6	+0,2
Металлургия	2,5	2,4	7,2	9,1	+2,0	1,3	1,5	+0,2
Машиностроение	1,6	1,8	3,3	3,9	+0,6	1,1	1,3	+0,2
Транспортные средства	1,4	1,5	5,8	6,7	+1,0	1,3	1,7	+0,5
Металлоизделия ¹	1,3	1,3	2,5	2,6	+0,1	1,0	1,0	+0,04
Химия	1,2	1,2	9,0	12,1	+3,1	1,5	1,7	+0,2
Нефтепродукты и кокс	1,2	1,1	9,7	14,5	+4,8	2,7	3,3	+0,6
Потребительские товары и другие ²	0,9	0,9	3,6	4,4	+0,8	1,4	1,5	+0,1
Деревообработка, бумага	0,8	0,8	7,0	8,3	+1,3	1,4	1,4	-0,03
Стройматериалы ³	0,8	0,8	3,6	4,5	+0,8	1,2	1,3	+0,2
Резина, пластмасса	0,6	0,6	2,6	3,6	+1,0	1,3	1,4	+0,1
Ремонт, монтаж	0,3	0,3	2,2	2,3	+0,2	0,9	1,0	+0,02
Логистика	8,2	8,5	5,9	7,9	+2,0	1,1	1,2	+0,1
Добыча	9,1	7,8	5,8	9,3	+3,5	1,8	1,9	+0,1
справочно: с учетом ВИНК ⁴	14,1	11,8	6,1	9,3	+3,2	1,8	1,9	+0,1
Строительный сектор ⁵	7,5	7,5	4,5	5,0	+0,5	1,5	1,4	-0,1
справочно: крупнейшие застройщики	0,2	0,3	16,6	17,7	+1,1	10,0	9,5	-0,5
Электроэнергетика	4,0	4,3	4,9	5,6	+0,8	0,9	0,9	+0,01
Информация и связь	2,8	2,7	8,6	11,3	+2,8	1,3	1,3	+0,1
Сельское хозяйство ⁶	2,3	2,4	7,0	9,9	+2,9	2,3	3,0	+0,7
Гостиницы и общепит	0,7	0,8	4,6	5,3	+0,7	1,3	1,4	+0,1
Водоснабжение	0,8	0,8	2,6	3,2	+0,7	1,0	1,1	+0,1
Прочие услуги, в том числе:	6,3	7,4	5,5	6,3	+0,8	1,4	1,4	-0,001
Наука и техника	4,2	5,1	6,3	7,3	+1,0	1,5	1,6	+0,1
Администрирование	0,9	0,9	7,0	6,8	-0,2	1,1	1,0	-0,1
Культура и спорт	0,8	0,8	1,1	1,5	+0,5	1,7	1,6	-0,1
Здравоохранение	0,3	0,4	3,5	3,5	-0,02	1,4	1,3	-0,1
Прочие услуги	0,1	0,1	2,8	3,7	+0,9	1,4	1,6	+0,2
Образование	0,04	0,04	3,2	3,4	+0,2	1,3	1,3	+0,03
Государственное управление	0,01	0,02	0,9	1,3	+0,4	0,8	0,8	+0,03
По размеру компаний								
Крупные	81,6	81,1	4,5	5,9	+1,4	1,2	1,3	+0,2
Средние	8,2	8,2	3,2	3,9	+0,7	1,0	1,2	+0,2
Малые	8,2	8,5	3,4	3,8	+0,4	0,9	1,0	+0,1
Микро	2,0	2,2	4,9	5,4	+0,5	1,5	1,6	+0,0

¹ Прочие готовые изделия, кроме машин и оборудования.² Фармацевтика, одежда, текстиль, мебель, прочие готовые изделия, кожа и изделия из нее, табак, полиграфия.³ Прочая неметаллическая минеральная продукция.⁴ С учетом вертикально интегрированных компаний.⁵ Строительство и операции с недвижимостью.⁶ Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство.

Примечание. Отрасли ранжированы по доле в себестоимости продаж экономики в целом в 2025 году. Цифры в таблице округлены.

Источники: СПАРК, расчеты Банка России.

Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России

При принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России должен глубоко понимать текущие и будущие инфляционные процессы. Поэтому в дополнение к годовой инфляции в Банке России рассчитываются и анализируются разнообразные показатели текущего инфляционного давления и устойчивой инфляции

Банк России проводит денежно-кредитную политику для поддержания ценовой стабильности в экономике. Ключевой индикатор инфляции для Банка России – годовой индекс потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемый Росстатом ежемесячно на основе широкого круга товаров, что позволяет точно и оперативно отслеживать изменение цен в экономике. Росстат ежегодно определяет актуальную структуру расходов населения на покупку товаров и услуг и на основе этой структуры пересматривает состав и веса компонентов, входящих в расчет индекса. В 2026 году в расчет ИПЦ входят цены 558 товаров и услуг. Для этого показателя определена основная цель денежно-кредитной политики – поддержание годовой инфляции вблизи 4% на постоянной основе.

При проведении денежно-кредитной политики Банк России использует широкий набор показателей инфляции, которые условно можно разделить на показатели устойчивой инфляции, отражающие среднесрочные тенденции в динамике цен, а также показатели текущего инфляционного давления, которые учитывают краткосрочные разовые колебания цен.

Показатели текущего ценового давления

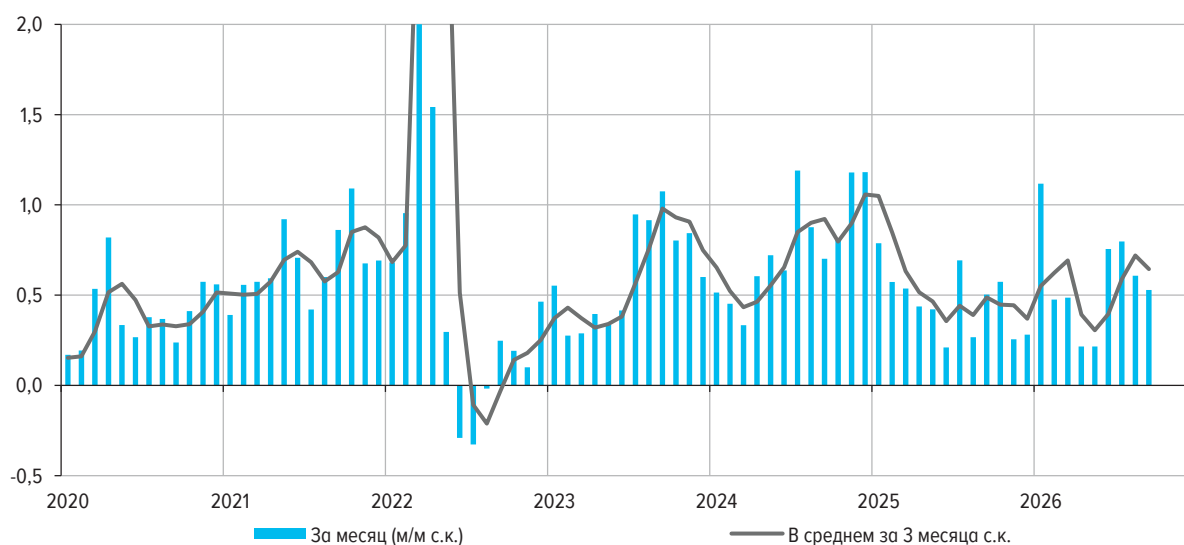
Текущая инфляция, учитывающая краткосрочные колебания цен, влияет на поведение домохозяйств и бизнеса здесь и сейчас: потребители видят рост цен на продукты и топливо, а не медианные значения инфляции. Это формирует инфляционные ожидания¹, которые могут оказаться самореализующимися. В связи с этим, а также для лучшего понимания того, насколько вероятно изменение направления ценового импульса, Банк России анализирует показатели текущего ценового давления.

Для оценки текущей динамики цен Банк России следит за месячными приростами цен. Такие показатели ИПЦ имеют ярко выраженную сезонность, из-за чего для корректного сопоставления соседних точек проводится очистка данных от сезонного фактора. Под сезонным фактором понимаются повторяющиеся из года в год эпизоды замедления и ускорения цен. Примером товаров, подверженных сезонным колебаниям цен, является плодоовощная продукция, цены на которую достигают пика в зимние и весенние месяцы, а в период уборки урожая цены из года в год снижаются. Процедура сезонной корректировки выравнивает динамику цен, очищая ее от сезонной составляющей, а на полученных данных Банк России может проводить анализ для выявления и оценки нерегулярных шоков. Чтобы нивелировать разовые, быстро затухающие выбросы, используется показатель среднего прироста цен за 3 месяца, также с исключенной сезонностью. Такая подготовка данных позволяет анализировать возрастание или снижение ценового давления, исключая незначительные шумы.

¹ Подробнее об инфляционных ожиданиях см. [во врезке 11 «Инфляционные ожидания экономических агентов»](#).

ПОКАЗАТЕЛИ ТЕКУЩЕГО ЦЕНОВОГО ДАВЛЕНИЯ (%)

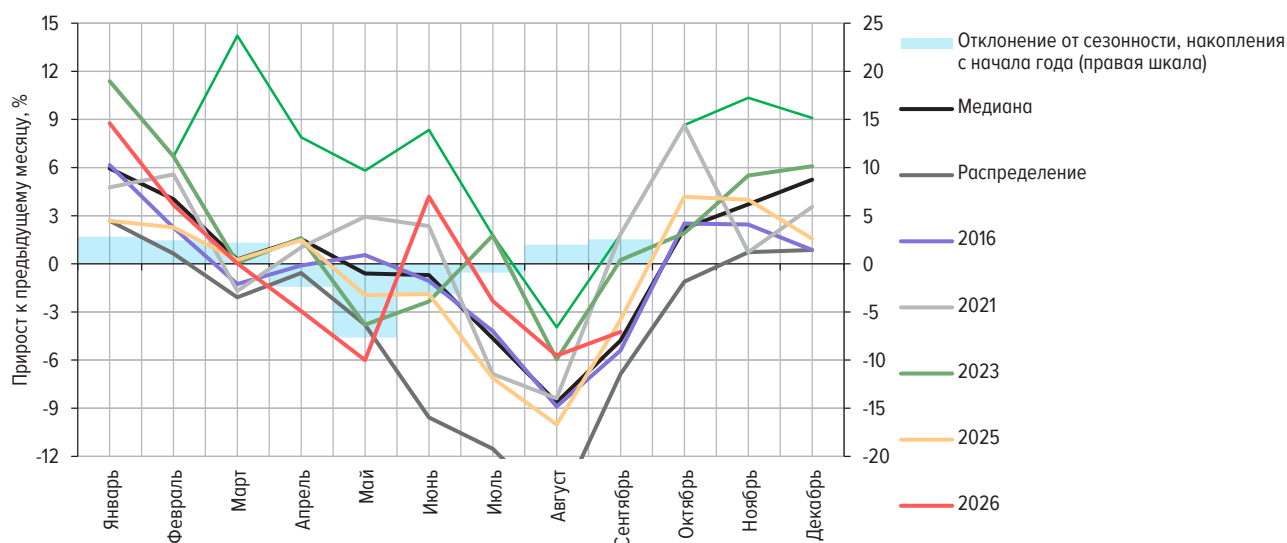
Рис. П-13



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИНДЕКС ЦЕН НА ПЛОДООВОЩНУЮ ПРОДУКЦИЮ (% М/М)

Рис. П-14



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В апреле – мае 2026 года наблюдалось значительное снижение темпов прироста цен по сравнению с предыдущими месяцами. Ключевую роль в этом процессе сыграли разовые факторы, прежде всего аномальная динамика цен на плодоовощную продукцию, которая существенно отклонилась от типичного сезонного паттерна. В таких условиях важно оценить вероятный отложенный эффект, если временное удешевление в дальнейшем будет компенсировано симметричным ускорением. Подобная ситуация может создать дополнительный ценовой импульс в будущих периодах. Оценка масштаба таких потенциальных шоков является важным элементом мониторинга инфляционных рисков. Например, в мае – июне 2026 года накапливалось отставание индекса цен на овощную продукцию от привычного сезонного тренда, достигнув к июлю 7,6%. В связи с этим был риск сопоставимого ускорения цен на плодоовощную продукцию, который реализовался в июне 2026 года.

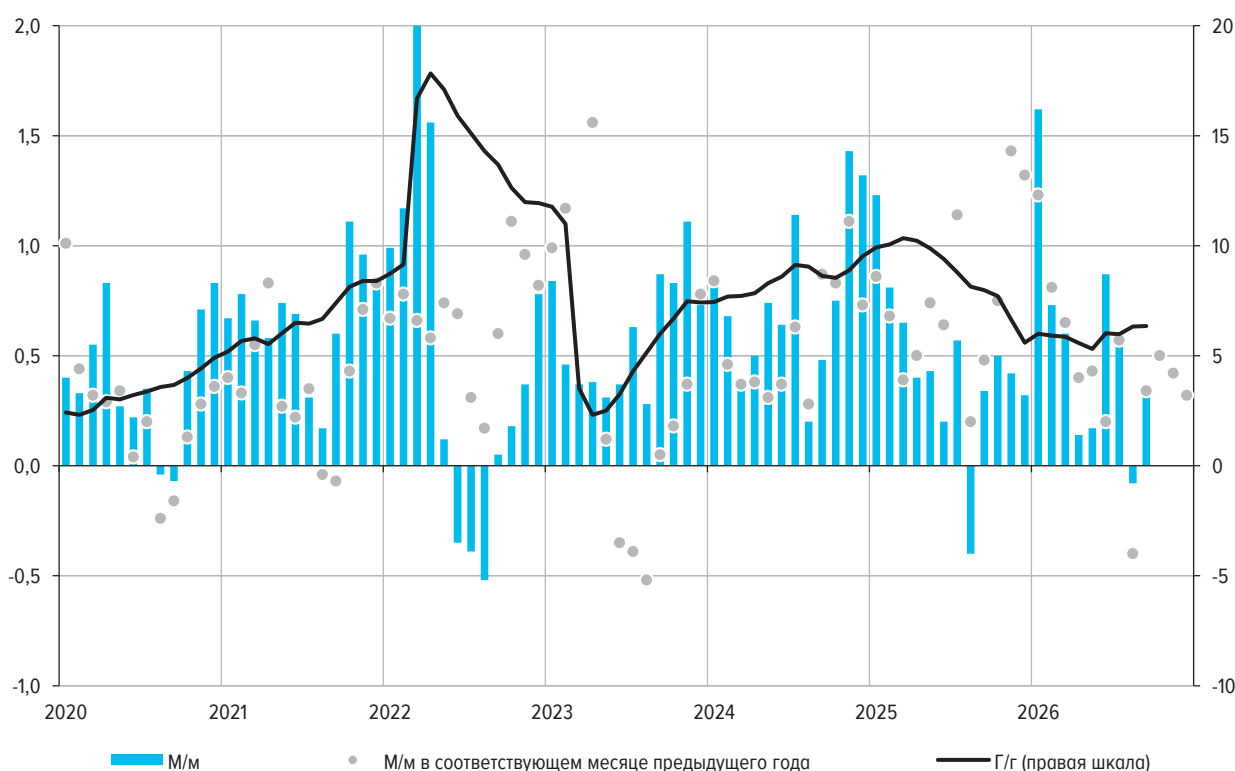
Так как зачастую на динамику совокупного ИПЦ влияет изменение цен небольшой группы товаров или услуг, Банк России использует различные инструменты выявления и анализа аномальной динамики цен, в том числе оценку степени разброса ценовых приростов вокруг среднего значения. Как правило, разброс формируется широким размахом колебаний цен сравнительно небольшого количества товаров и услуг. Динамика цен этих товаров и услуг существенно отличается от средних значений и может значительно усиливать волатильность инфляции. Для анализа того, как соотносится ценовая динамика отдельных товаров и услуг с общей ценовой тенденцией, используются индексы относительных цен, которые рассчитываются как соотношения между индексами цен отдельных групп товаров и услуг. Применяются также ежемесячные распределения приростов цен. Эти инструменты позволяют оценить, насколько экстремальна ценовая динамика тех или иных товарных групп.

О соотношении годовых и месячных приростов цен

Показатель годовой инфляции г/г складывается из месячных приростов цен м/м за последние 12 месяцев. Например, инфляция в апреле г/г складывается из 12 месячных приростов цен м/м с мая предыдущего года по апрель текущего. Показатель годовой инфляции между 2 соседними месяцами обычно меняется не очень сильно: для соседних месяцев 11 из 12 приростов цен м/м одинаковы. В отдельный месяц годовая инфляция изменяется лишь на разницу в месячных приростах цен в этом месяце и соответствующем месяце предыдущего года (влияние соответствующего месяца на годовую инфляцию часто называют эффектом базы). Например, в июне 2026 года годовая инфляция выросла на 0,7 п.п., до 6,0%, что соответствует разнице приростов цен м/м в июне этого (0,9%) и прошлого (0,2%) годов.

СООТНОШЕНИЕ МЕСЯЧНЫХ И ГОДОВЫХ ТЕМПОВ ИНФЛЯЦИИ (%)

Рис. П-15



Таким образом, динамика показателя годовой инфляции может не совпадать с динамикой приростов м/м. Показатель годовой инфляции будет замедляться, когда приросты цен м/м будут ниже уровня соответствующих месяцев прошлого года.

Показатели устойчивой инфляции

Под устойчивой инфляцией понимают фундаментальные ценовые процессы, которые с наибольшей вероятностью сохранятся в среднесрочной перспективе. Устойчивая инфляция – это важный ориентир для Банка России при проведении денежно-кредитной политики. В условиях, когда текущее инфляционное давление может резко колебаться под влиянием временных факторов, таких как внешние шоки предложения, устойчивые показатели позволяют удерживать фокус денежно-кредитной политики на долгосрочной ценовой стабильности.

Основная задача при построении показателей устойчивой инфляции – отфильтровать шум и выделить глубинные инфляционные процессы. Под шумом обычно понимаются временные случайные колебания цен, часто вызванные изменениями относительных цен на отдельные товары или услуги. Траектории цен некоторых товаров сильно отличаются от большинства других. Это приводит к выбросам в распределении изменений цен. Такие колебания обусловлены краткосрочными факторами, которые быстро угасают. Их учет в анализе среднесрочной динамики цен ухудшает точность прогноза. Наиболее простой способ отсекающего краткосрочных колебаний – исключить из расчета самые изменчивые компоненты, такие как цены на плодоовощную продукцию, алкоголь или регулируемые услуги. Набор таких компонентов может быть фиксированным (каждый месяц исключаются одни и те же товары и услуги) или меняющимся, плавающим (состав корзины меняется каждый месяц исходя из заданного критерия – например, исключаются 20% компонентов с наиболее волатильными ценами).

Статистические субиндексы с исключением наиболее изменчивых компонентов

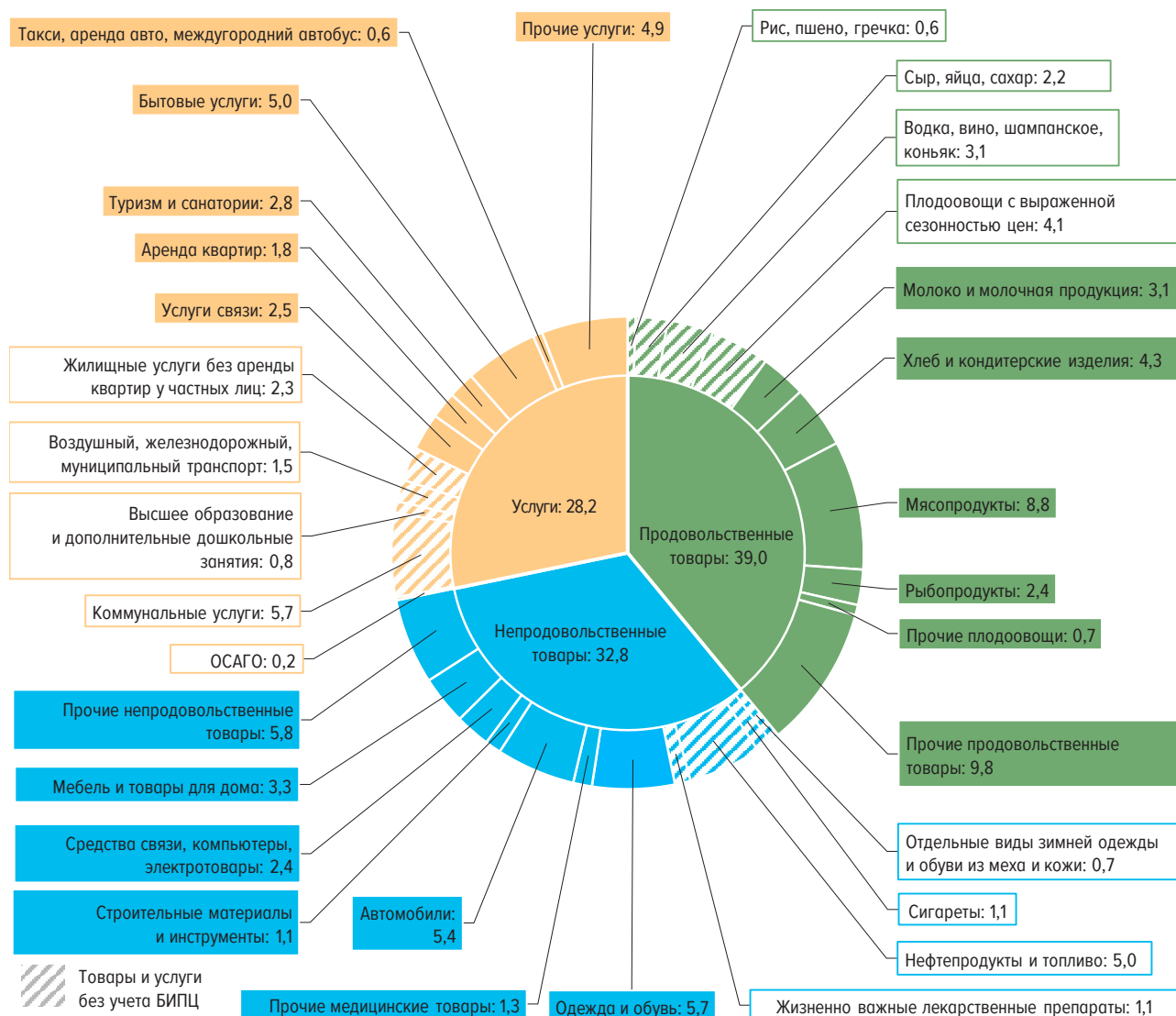
Один из самых известных показателей, при расчете которого исключаются наиболее волатильные компоненты, – базовая инфляция. Она рассчитывается как ИПЦ без учета цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также разовый и сезонный характер (отдельные виды плодоовощной продукции, пассажирский транспорт, связь, ЖКУ, моторное топливо и другие услуги).

Базовая инфляция – это простой и легко интерпретируемый показатель, который имеет свои ограничения. Исключение фиксированных категорий носит условный характер: в разное время волатильность могут демонстрировать и другие категории. В связи с этим используются и иные группировки исключаемых компонентов, что позволяет лучше адаптировать показатели к текущей структуре ценовой волатильности.

Причины ценовой волатильности отдельных товаров – это, в частности, сезонность, высокая чувствительность к внешней среде и погодным условиям, ситуация на внешних рынках, регулирование тарифов, не связанное с соотношением спроса и предложения в экономике.

ВЕС ОТДЕЛЬНЫХ ТОВАРОВ И УСЛУГ В СОВОКУПНОЙ КОРЗИНЕ ПРИ РАСЧЕТЕ ИПЦ В 2026 ГОДУ (%)

Рис. П-16



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

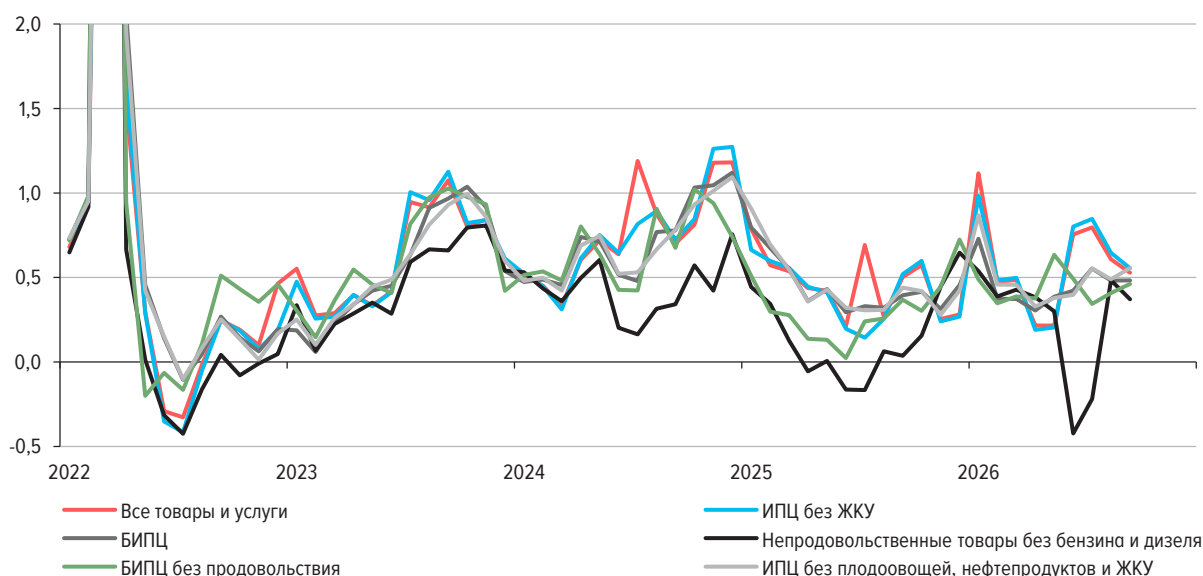
Примерами показателей с исключением фиксированного набора наиболее изменчивых компонентов, помимо базовой инфляции, являются ИПЦ с исключением фруктоовощной продукции, прирост цен на непродовольственные товары без бензина и дизеля, прирост стоимости услуг без ЖКУ.

Статистические показатели инфляции, рассчитанные с исключением наиболее изменчивых компонентов, с одной стороны, позволяют наглядно продемонстрировать влияние исключаемых компонентов на совокупный показатель инфляции, с другой – выделить важные ценовые тенденции, охватывающие широкий круг товарных позиций, но незаметные в совокупной динамике.

Помимо показателей, исключающих фиксированный набор товаров и услуг, для фильтрации текущей ценовой волатильности используются показатели с исключением плавающего набора компонентов. Например, оценка инфляции с исключением наиболее волатильных компонентов (в частности, 20% товаров и услуг с наибольшей изменчивостью цен), медианная инфляция – изменение цены «срединного» товара (такая инфляция практически не подвержена выбросам), медианная инфляция с учетом весов компонентов в потребительской корзине.

СТАТИСТИЧЕСКИЕ СУБИНДЕКСЫ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ НАИБОЛЕЕ ИЗМЕНЧИВЫХ КОМПОНЕНТОВ
(ПРИРОСТ, % М/М С.К.)

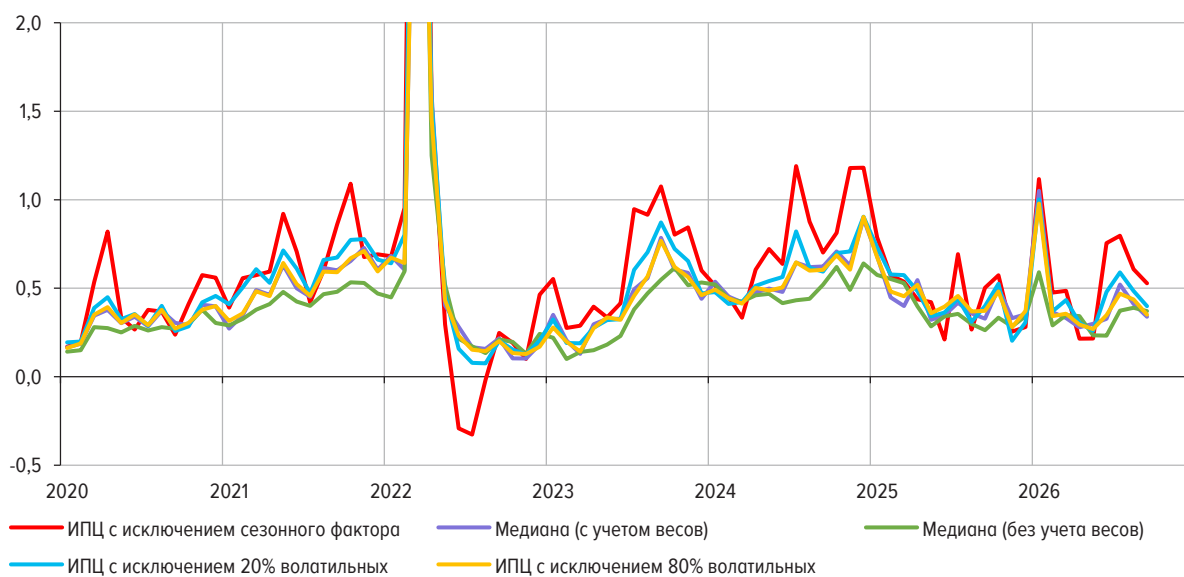
Рис. П-17



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

МЕСЯЧНЫЙ ПРИРОСТ СУБИНДЕКСОВ ИНФЛЯЦИИ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ПЛАВАЮЩЕГО НАБОРА КОМПОНЕНТОВ
(% С.К.)

Рис. П-18

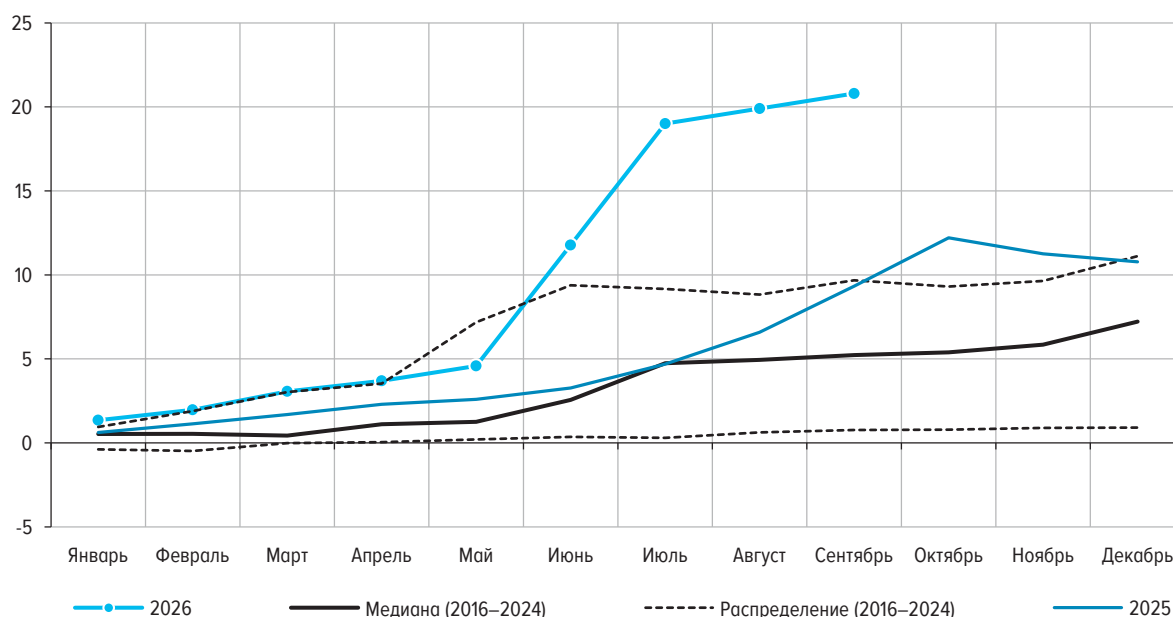


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Такие показатели, как медианная инфляция или инфляция с исключением 20% наиболее волатильных товаров и услуг, позволяют идентифицировать эпизоды, когда инфляция ускоряется или замедляется за счет сравнительно небольшого набора товаров и услуг и при этом ускорение не распространяется на «широкую корзину». Так, в сентябре – октябре 2025 года наблюдалось ускорение совокупного показателя инфляции, не находившее отражения в показателях устойчивой инфляции, рассчитанных с исключением плавающего набора волатильных компонентов. Это повышение было вызвано ростом цен на плодоовощную продукцию и имело временный характер. В ноябре 2025 – марте 2026 года динамика показателей с исключением плавающего набора волатильных компонентов была в среднем близка к инфляции.

БАЗОВЫЙ ИНДЕКС ЦЕН НА БЕНЗИН
(ПРИРОСТ, % К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. П-19



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Банк России анализирует большое количество показателей устойчивой инфляции, получаемых методом статистического исключения волатильных компонентов. При принятии решений проводятся анализ динамики отдельных показателей с учетом их индивидуальных свойств и агрегация показателей для оценки центральной тенденции. При обнаружении отдельных товаров или товарных групп с аномальной ценовой динамикой Банк России оценивает вклад **волатильных товаров** в текущее ценовое давление, а также потенциальные вторичные эффекты в смежных отраслях. Например, в июне – июле 2026 года существенно ускорились цены на бензин, входящий в структуру издержек многих товаров.

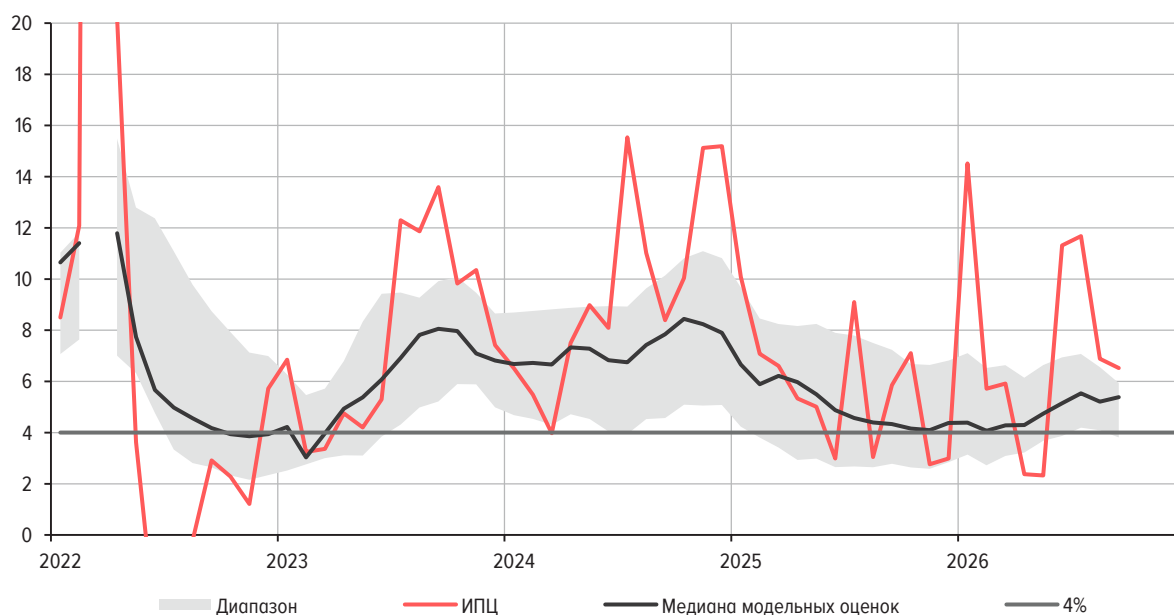
Модельные показатели устойчивой инфляции: экономическая интерпретируемость и структурный анализ

Модельные подходы к расчету устойчивой инфляции позволяют учитывать экономические взаимосвязи, а также исторические паттерны в динамике цен. Преимущество модельного подхода в глубокой экономической интерпретируемости: устойчивая инфляция оценивается в связке с фундаментальными экономическими факторами – разрывом выпуска, инфляционными ожиданиями, обменным курсом, издержками. Оценки с использованием структурных моделей ценны тем, что разъясняют, из каких структурных факторов формируется устойчивый уровень инфляции.

При построении эконометрических моделей под устойчивой инфляцией понимают рост цен в условиях равновесия в экономике – гипотетической ситуации отсутствия значимых шоков. Банк России оценивает равновесный уровень инфляции при помощи моделей, направленных на выделение трендовой инфляции (например, динамические факторные модели), моделей ненаблюдаемых компонентов с поправкой на шоки спроса и предложения (например, моделей пространства состояний на основе базовой инфляции) и других моделей.

МОДЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ
(АННУАЛИЗИРОВАННЫЙ ПРИРОСТ, % М/М С.К.)

Рис. П-20



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Использование разнообразных показателей устойчивой инфляции позволяет Банку России проводить всесторонний анализ текущей ценовой динамики. В апреле – мае 2026 года аннуализированные текущие темпы роста цен замедлились ниже 4%, в основном за счет волатильных компонентов ИПЦ. Однако статистические и модельные показатели устойчивой инфляции в целом указывали, что текущее ценовое давление в устойчивой части снизилось менее существенно, чем общий показатель роста цен.

Суждение Совета директоров Банка России о диапазоне устойчивого роста цен отражает коллегиальное мнение, основанное на различных показателях, рассчитанных статистическими и модельными методами.

Использование разнообразных показателей инфляции позволяет Банку России проводить всесторонний анализ инфляционных процессов в экономике. Перечень показателей, приведенных в данном приложении, не охватывает все показатели инфляции, которые Банк России использует при принятии решений.

Приложение 3. Разовые факторы инфляции на стороне предложения

Банк России учитывает разовые факторы инфляции при проведении денежно-кредитной политики, поскольку иначе они могут повлиять на инфляционные ожидания и создать существенные риски для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе

Что такое разовые факторы? Инфляция, или изменение общего уровня цен в экономике, – это комплексный процесс, отражающий совместную динамику совокупного спроса и совокупного предложения. Основным фактором устойчивого роста цен являются изменения совокупного спроса, в том числе отражающие влияние на него проводимой денежно-кредитной политики. Долгосрочные изменения совокупного предложения происходят более плавно и определяются структурными факторами, численностью рабочей силы, уровнем квалификации, технологическими изменениями.

Вместе с тем, наряду с этой долгосрочной динамикой, на стороне предложения могут происходить изменения, связанные с действием разовых факторов в отношении отдельных товаров и услуг¹. Эти факторы могут иметь различную природу (например, колебания урожайности от года к году, нарушения в цепочках поставок, введение внешнеторговых барьеров и ограничений, изменения налогового режима, влияющие на экономику той или иной отрасли) и продолжительность действия.

Центральные банки своей денежно-кредитной политикой не могут воздействовать непосредственно на сами причины, которые вызывают подобные изменения цен. Но это не означает, что центральному банку в своих решениях по денежно-кредитной политике следует игнорировать ту часть изменения цен, которая спровоцирована подобными разовыми факторами. Во-первых, в изменении цен тех товаров, на которые сильно повлияли разовые факторы, свою роль сыграла и устойчивая инфляция. Во-вторых, если действие разового фактора продолжается в течение существенного промежутка времени и (или) если разовые факторы одновременно и сонаправленно действуют на значительную часть потребительской корзины, то их влияние на общий уровень цен может отразиться на инфляционных ожиданиях, а через них иметь вторичные эффекты уже на устойчивую инфляцию.

На практике разделение ценовой динамики на устойчивую составляющую и обусловленную влиянием разовых факторов является нетривиальной задачей, так как и устойчивые, и разовые факторы воздействуют на цены одновременно. Тем не менее в своем анализе экономической ситуации, оценке устойчивой инфляции центральный банк стремится оценить роль разовых факторов в общей ценовой динамике, а также характер и длительность их действия.

В 2025–2026 годах разовые факторы на стороне предложения продолжили играть значимую роль в динамике инфляции в России. Структурные изменения в экономике сопровождаются сохраняющимся санкционным давлением. Масштабный геополитический шок на Ближнем Востоке способствовал усилению фрагментации глобальной торговли и логистических ограничений.

¹ Такие факторы изменения цен часто называют немонетарными факторами инфляции в силу того, что колебания цен, которые происходят вследствие их действия, связаны не с изменениями спроса, а с изменениями на стороне предложения.

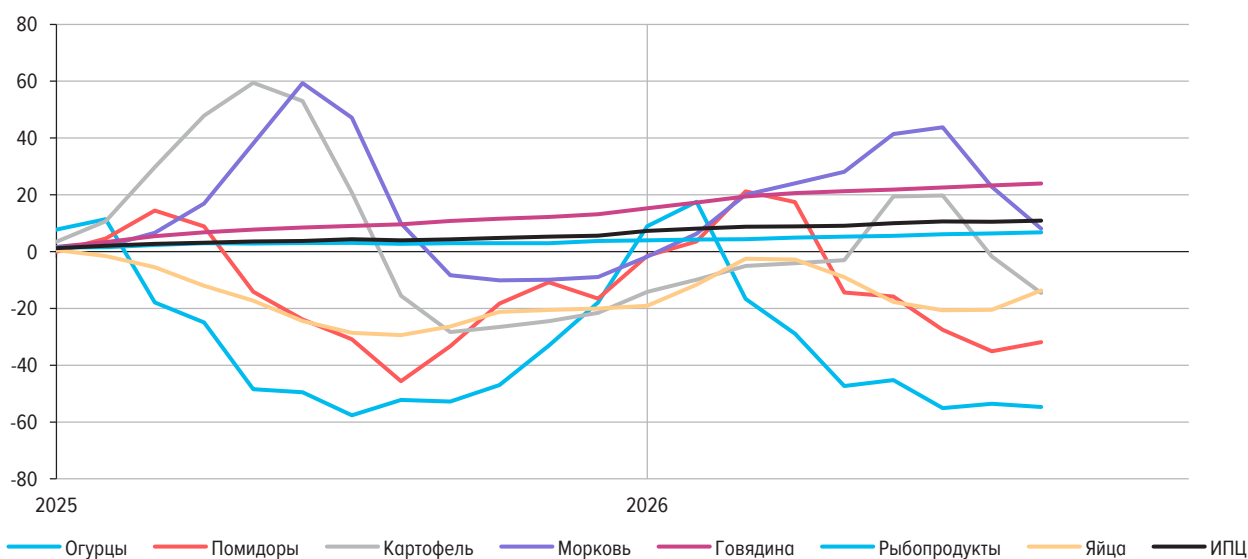
Разовые факторы в динамике цен на продовольственные товары. Цены на отдельных продовольственных рынках оставались подвержены специфическим разовым факторам на стороне предложения. Наиболее яркий пример – цены на плодоовощную продукцию, рынок которой сильно зависит от объемов и сроков уборки урожая, а также от погодно-климатических условий. В начале 2026 года аномально холодная зима в ряде регионов европейской части России привела к существенному увеличению затрат тепличных хозяйств на отопление и энергоснабжение. Это в свою очередь спровоцировало скачок цен на огурцы и помидоры. Однако по мере исчерпания шока уже в марте – апреле 2026 года цены перешли к снижению.

Помимо плодоовощной группы, временное повышательное ценовое давление в начале 2026 года затронуло и ряд продуктов животного происхождения. В частности, наблюдался сильный рост цен на говядину, куриные яйца и отдельные виды рыбы. В основе этой динамики лежал комплекс взаимосвязанных факторов. Во-первых, сохраняющиеся логистические ограничения и трудности с международными расчетами, которые вели к увеличению стоимости импортных кормовых добавок, ветеринарных препаратов и запасных частей для сельхозтехники. Во-вторых, рост издержек из-за повышения тарифов на электроэнергию и удорожания топлива, что особенно чувствительно для энергоемких животноводческих комплексов. В-третьих, изменение температуры воды северо-западной части Тихого океана, а также промысловые ограничения для отдельных видов рыб, которые стали дополнительными факторами для рыбного промысла.

Большинство из перечисленных факторов носили разовый и ограниченный во времени характер. Их влияние на общий уровень цен хотя и было заметным в первые месяцы года, однако не создало предпосылок для устойчивого закрепления инфляции на повышенном уровне. По мере исчерпания действия этих разовых факторов ожидается стабилизация ценовых приростов по указанным товарным группам. В среднесрочной перспективе дезинфляционная динамика в затронутых сегментах может способствовать снижению общего инфляционного давления, однако скорость этого процесса будет зависеть от скорости устранения структурных ограничений в сфере расчетов и транспорта, а также от погодных условий в предстоящий сельскохозяйственный сезон.

ЦЕНЫ НА ОТДЕЛЬНЫЕ ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ (НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ)
(% К ДЕКАБРЮ 2024, НЕ С.К.)

Рис. П-21



Регулируемые тарифы и налоговые новации. Изменение регулируемых тарифов естественных монополий наряду с повышением косвенных налогов на товары и услуги значимо влияет на динамику цен со стороны предложения. Отдельные изменения в налоговой политике относятся к разовым факторам. С января 2026 года в России вступили в силу поправки в Налоговый кодекс Российской Федерации, согласно которым НДС увеличивается с 20 до 22%, на 2 процентных пункта. Дополнительно с повышением базовой ставки налога был снижен порог освобождения от уплаты НДС для компаний на УСН, а также отменено действовавшее ранее освобождение от уплаты НДС для ряда банковских услуг, в том числе эквайринга. Проинфляционный эффект от изменения НДС, по оценке Банка России, составит порядка 0,8–1,0 п.п. в краткосрочный период (см. [врезку 15 «Оценка вклада повышения НДС в рост цен»](#)).

В случае с индексацией тарифов коммунальных услуг, если она производится в одно и то же время, а ее величина соответствует целевому значению общей инфляции, то такие изменения учитываются в оценках сезонно сглаженного роста цен и не рассматриваются в качестве самостоятельного разового фактора на стороне предложения. Однако в случаях, когда имеет место внеплановая индексация тарифов на протяжении календарного года, или наблюдается значительное повышение ее величины по сравнению с целевым уровнем общей инфляции, или происходит сдвиг сроков проведения индексации относительно устоявшейся сезонности, такие отклонения становятся разовым фактором на стороне предложения. Так, в 2026 году индексация тарифов на коммунальные услуги запланирована в два этапа: в январе – на 1,7%, в октябре – в среднем на 15,0%². Догоняющий рост тарифов с учетом необходимости реализации инвестиционных программ и проектов по модернизации коммунальной инфраструктуры привел к тому, что в текущем году индексация значительно превысила уровень инфляции и сформировала дополнительный вклад в рост цен относительно предыдущих лет.

Еще одним примером действия разовых факторов на стороне предложения являются изменения, касающиеся утилизационного сбора на легковые автомобили. В конце 2025 года были доработаны правила его расчета с учетом мощности автомобилей, а с января 2026 года была проведена индексация на 20,0%, значительно превышающая уровень общей инфляции. Эта мера стала одним из ключевых факторов роста цен на новые легковые автомобили.

Перебои с импортными поставками. В 2026 году сохранялись проблемы с международными расчетами и логистическими цепочками, в первую очередь в результате расширения вторичных санкций против банков третьих стран, роста требований к подтверждению происхождения товаров и удлинению цепочек платежей через посредников. Это привело к росту издержек компаний на осуществление международных платежей, удлинению сроков оплаты и получения товаров. Дополнительное воздействие оказали шоки предложения, связанные с ограничениями судоходства в Ормузском проливе. Тем не менее по мере продолжения подстройки импортных цепочек, включая развитие альтернативных транспортно-логистических коридоров (Транскаспийский международный транспортный маршрут, Северный морской путь), расчетов в национальных валютах и цифровых финансовых инструментах, в среднесрочной перспективе возможен постепенный дезинфляционный эффект в отраслях, наиболее пострадавших от санкционного давления. Однако скорость этого процесса будет существенно ниже, чем в период пандемии, из-за более глубокой структурной фрагментации мировой экономики.

Разовые факторы на рынке нефтепродуктов. В 2025–2026 годах механизм топливного демпфера сохранял свое действие, выполняя функцию автоматического стабилизатора внутреннего рынка

² По оценке Банка России с учетом опубликованных параметров индексации по регионам России.

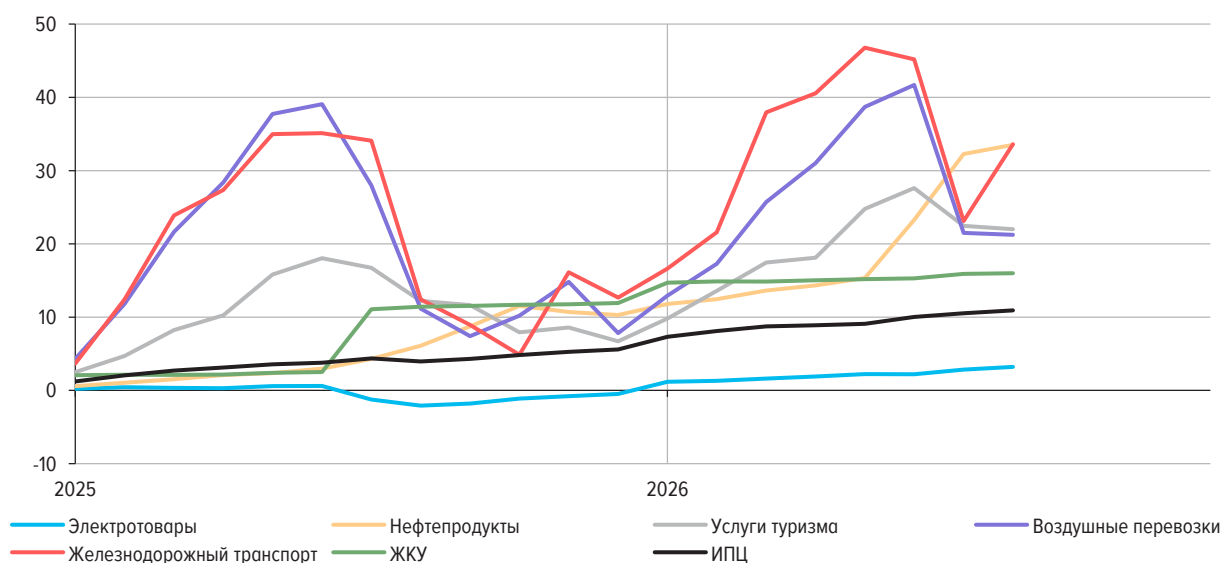
нефтепродуктов. Его работа позволяла сглаживать ценовые колебания, вызванные перепадами мировых котировок и изменением экспортной альтернативы, за счет компенсационных выплат нефтяным компаниям при превышении экспортного нетбэка над внутренними ценами. Дополнительно были задействованы меры по ограничению экспорта бензина (см. [пункт «Меры государственного регулирования»](#) приложения 3 «Разовые факторы инфляции на стороне предложения»). Тем не менее в осенне-весенний период 2025–2026 годов динамика цен на нефтепродукты устойчиво опережала темпы роста общего уровня потребительских цен.

Одним из основных разовых факторов на стороне предложения стали плановые и внеплановые ремонты на нефтеперерабатывающих заводах, которые сопровождались снижением производства при повышенном спросе. Одновременно с этим сохранялись логистические сбои – в частности, проблемы из-за высокой загруженности железнодорожного подвижного состава, увеличение времени доставки и рост транспортных расходов из-за ограничений на ключевых маршрутах. Совокупность этих факторов создала ситуацию временного дефицита предложения на внутреннем рынке в отдельных регионах, которая способствовала росту биржевых котировок даже при сохранении регулирующих мер.

Важно подчеркнуть, что влияние роста цен на нефтепродукты на инфляционную динамику не исчерпывается прямым эффектом, фиксируемым в ИПЦ в виде прямого удорожания бензина и дизельного топлива для конечных потребителей. Не менее значимым является косвенный канал – через увеличение производственных и логистических издержек компаний. Транспортные расходы, составляющие существенную долю в себестоимости товаров и услуг, особенно в сельском хозяйстве, строительстве, розничной торговле и обрабатывающих производствах, непосредственно реагируют на рост цен на моторное топливо. Повышение стоимости топлива сказывается на тарифах грузоперевозок, что транслируется в цены широкой номенклатуры товаров. Косвенный канал способен создавать вторичные эффекты в виде роста инфляционных ожиданий и формирования устойчивого ценового давления даже после исчерпания первоначального шока на топливном рынке. Подобные эффекты необходимо принимать во внимание при принятии решений по денежно-кредитной политике.

ЦЕНЫ НА ОТДЕЛЬНЫЕ НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ (НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ)
(% К ДЕКАБРЮ 2024, НЕ С.К.)

Рис. П-22



Разовые факторы в динамике цен на услуги туризма и пассажирского транспорта. Ограничения на международные перелеты и сложности с использованием российских платежных инструментов за рубежом остаются значимым фактором, влияющим на предложение туристических услуг. В 2026 году ухудшение геополитической обстановки на Ближнем Востоке и временное ограничение полетов в этот регион стало дополнительным шоком для рынка зарубежного туризма, поскольку аэропорты этого региона являются крупнейшими транспортными хабами для авиаперелетов из России. Переориентация на внутренний туризм продолжается умеренными темпами, однако сдерживается из-за дефицита номерного фонда, особенно в период пиковой загрузки. В результате цены на услуги внутреннего туризма и сопутствующие услуги в 2025 году и начале 2026 года росли быстрее общей инфляции.

В 2026 году наблюдался рост цен на воздушные и железнодорожные перевозки. Рост цен на авиабилеты происходил в условиях дефицита авиапарка, сложностей с обслуживанием имеющихся иностранных судов на фоне санкций, а также роста стоимости авиационного топлива и дополнительного повышения аэропортовых сборов (на реконструкцию зданий аэропортов). Стоимость железнодорожных билетов также увеличивалась, в том числе из-за ограниченной пропускной способности южного направления, недостатка подвижного состава и закрытия ряда аэропортов.

В целом приросты цен на услуги внутреннего туризма и пассажирского транспорта остаются повышенными из-за сохраняющегося дисбаланса между спросом и предложением, хотя постепенное улучшение инфраструктуры и появление новых маршрутов будут оказывать сдерживающее влияние.

Меры государственного регулирования. Правительство Российской Федерации совместно с другими органами исполнительной власти реализует комплекс мер административно-таможенного регулирования, а также регулирует ценообразование на социально значимые товары и услуги с целью ограничения влияния разовых факторов на стороне предложения и стабилизации цен на внутреннем рынке. В первую очередь эти меры касаются продовольственных рынков. Для пшеницы, ячменя и кукурузы продолжает действовать зерновой демпфер. В первой половине 2026 года действовали квоты на экспорт различных видов зерновых (пшеница, меслин, ячмень, кукуруза). В течение 2026 года действует квота на вывоз риса-сырца. Продолжалось действие экспортных пошлин на семена масличных культур (подсолнечник, рапс, соевые бобы), а также плавающих пошлин на подсолнечное масло и шрот.

Для стабилизации внутреннего рынка топлива с января 2026 по январь 2027 года действует запрет на экспорт всех видов бензина за пределы России. Частично запрет на экспорт дизеля был снят с 10.10.2026. Также с 30.05.2026 по 30.11.2026 действует запрет на экспорт авиационного керосина, в том числе на биржевых торгах. Норматив обязательных продаж бензина пятого класса на биржевых торгах в период с июля по сентябрь 2026 года был снижен с 15 до 10% от объема производства. Для поддержания устойчивого снабжения топливом в период сезонного роста спроса, в том числе во время сельскохозяйственных уборочных работ, на период с октября 2025 года по 30.06.2027 обнулены пошлины на импорт нефтепродуктов.

Осенью 2025 года Правительство Российской Федерации продлило до конца 2029 года действие постановления о допустимости заключения органами государственной власти субъектов Российской Федерации временных соглашений о стабилизации цен с производителями продовольственных и непродовольственных товаров, а также предприятиями розничной торговли. Этот механизм предусматривает заключение соглашений между региональными

властями, производителями и торговыми сетями об установлении предельных оптовых и розничных цен, а также об ограничении торговых наценок розничными сетями, что позволяет временно сдерживать рост стоимости социально значимых товаров.

Реализуемый комплекс мер государственного регулирования вносит вклад в сокращение краткосрочных ценовых колебаний и уменьшает чувствительность внутренних цен к разовым факторам на стороне предложения. Однако, несмотря на этот позитивный эффект, сохраняются и серьезные риски для ценовой динамики, способные не только нивелировать достигнутые результаты, но и сформировать дополнительный инфляционный импульс. Один из ключевых рисков заключается в том, что нерыночные, административные методы сдерживания цен снижают экономические стимулы для инвестиций, расширения мощностей и даже поддержания текущих объемов производства. В долгосрочной перспективе это негативно сказывается на развитии отраслевой конкуренции, поскольку новые игроки не стремятся войти на рынок с регулируемыми ценами, а существующие могут сокращать свою активность. Особенно остро проблема проявляется в ситуации, когда объема предложения товара недостаточно для удовлетворения сложившегося спроса. В этом случае административное регулирование цен не только не исправит дисбаланс спроса и предложения, но и, напротив, способно его усугубить. В частности, при фиксированных ценах производителям становится невыгодно реализовывать продукцию, особенно если издержки производства продолжают расти. Поэтому производители могут прибегать к защитным стратегиям: они задерживают отгрузку товаров на складах, сокращают производство, дожидаясь отмены ограничений. В результате на рынке сформируется дефицит товаров, и конечный потребитель либо столкнется с отсутствием нужного товара, либо будет вынужден приобретать его по завышенной цене. В связи с этим важно понимать, что административные методы регулирования цен, какими бы оперативными они ни казались в момент шока, не могут рассматриваться в качестве долгосрочного инструмента поддержания ценовой стабильности. Их использование ограничено краткосрочным периодом и требует чрезвычайной осторожности при применении на социально значимых рынках.

Ключевую роль в поддержании устойчиво низкой инфляции (вблизи цели) играет денежно-кредитная политика Банка России. При помощи ключевой ставки Банк России влияет на совокупный спрос и инфляционные ожидания. Это позволяет создавать условия для того, чтобы разовые факторы на стороне предложения не закреплялись в устойчивом росте цен. Таким образом, именно последовательная и предсказуемая денежно-кредитная политика Банка России является необходимым условием для долгосрочной стабилизации общей инфляции в российской экономике.

ВРЕЗКА 15. ОЦЕНКА ВКЛАДА ПОВЫШЕНИЯ НДС В РОСТ ЦЕН

По оценкам Банка России, общий вклад налоговой реформы НДС¹ в уровень потребительских цен с момента ее анонса составил 0,8–1,2 процентного пункта. Основная часть эффекта реализовалась в I квартале 2026 года по мере переноса возросшей налоговой нагрузки в цены товаров и услуг, при этом отдельные признаки упреждающего воздействия наблюдались в IV квартале 2025 года

Общий вклад в инфляцию от налоговых изменений, связанных с НДС, оказался больше, чем в ситуации 2019 года². Это связано с тем, что, помимо повышения базовой ставки с 20 до 22%, с 01.01.2026 произошло еще несколько важных изменений:

- снижение порога дохода, при превышении которого компании на УСН обязаны платить НДС, с 60 млн до 20 млн рублей – расширение круга налогоплательщиков;
- отмена действовавшего ранее освобождения от уплаты НДС для ряда банковских услуг, в том числе эквайринга, – увеличение налоговой базы.

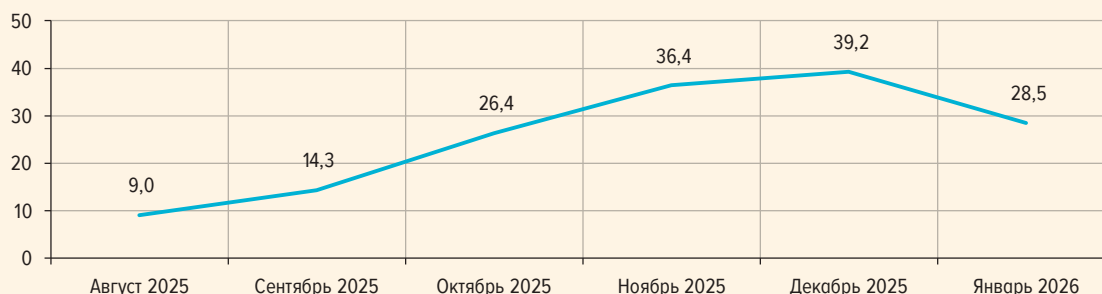
Последние две новации могут напрямую затрагивать все товары и услуги в составе индекса потребительских цен (ИПЦ), а не только облагаемые по базовой ставке (порядка 60% потребительской корзины). Например, в начале 2026 года наблюдалось ускорение роста цен на товары с низкой ценовой эластичностью, облагаемые по льготным ставкам, чего не происходило в начале 2019 года.

Влияние нововведений на стоимость банковских услуг и эквайринга оказалось ограниченным. Существенную роль сыграла политика Национальной системы платежных карт (НСПК)³. Компания снизила стоимость своих услуг в ответ на введение НДС на операции с платежными картами. В результате многие кредитные организации не стали повышать тарифы для своих клиентов или повысили их незначительно. Дополнительный эффект от снижения порога уплаты НДС для предприятий на УСН прежде всего отразился в ценах ряда услуг, тогда как приросты цен на товары были более сдержанными.

Эффект переноса повышения НДС в цены характеризуется неоднородностью по категориям товаров и услуг. Коммунальные услуги в январе 2026 года были проиндексированы на 1,7%, что соответствует полному переносу повышения ставки НДС с 20 до 22%. При этом стоимость жилищных услуг в начале года возросла заметно сильнее. Некоторые категории товаров, помимо воздействия повышения НДС, подверглись влиянию других административных мер. На бензин, алкогольную и табачную продукцию в январе 2026 года были повышены акцизы, а для легковых автомобилей проиндексирован утилизационный сбор.

ДОЛЯ ПРЕДПРИЯТИЙ, УКАЗАВШИХ ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В КАЧЕСТВЕ ПРИЧИНЫ ОЖИДАЕМОГО УВЕЛИЧЕНИЯ ЦЕН (п.п.)

Рис. 15.1



Источник: мониторинг предприятий Банка России.

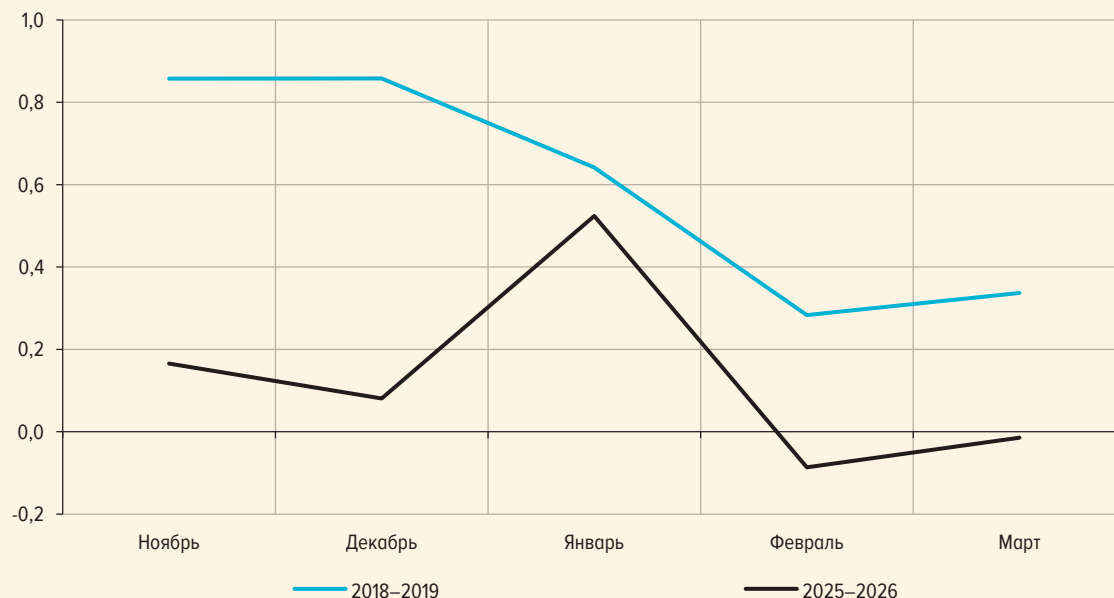
¹ Реформа НДС включает изменение ставки с 20 до 22%, снижение порога дохода, при превышении которого компании на УСН обязаны платить НДС, а также отмену освобождения от уплаты НДС для ряда банковских услуг.

² Куровский Г. Оценка вклада повышения НДС в годовую инфляцию. Банк России. Аналитическая записка. Декабрь 2019 года.

³ О проекте в части тарифов для участников платежной системы «Мир».

ПРИРОСТЫ ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ С НИЗКОЙ ЦЕНОВОЙ ЭЛАСТИЧНОСТЬЮ
(МОЛОЧНАЯ ПРОДУКЦИЯ, МЯСОПРОДУКТЫ, СЫР, ХЛЕБ И ХЛЕБОБУЛОЧНЫЕ ИЗДЕЛИЯ, МАКАРОНЫ И КРУПЫ)
(% М/М С.К.)

Рис. 15.2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Центральные банки обычно идентифицируют изменение ставки НДС как разовый фактор. Это связано с тем, что прямой эффект на годовую инфляцию является краткосрочным, исчерпывается на горизонте года и обычно не создает сильных вторичных эффектов.

Прямой эффект от переноса повышения НДС в цены делится на упреждающий, который возникает с момента анонса налоговых изменений и длится до их фактического вступления в силу, и основной, возникающий после вступления изменений в силу. **Упреждающий эффект от повышения ставки НДС наблюдался в IV квартале 2025 года и составил порядка 0,2 процентного пункта. Основной эффект проявился преимущественно в январе – феврале 2026 года, к апрелю он практически исчерпался и в сумме составил около 0,6–0,7 процентного пункта.**

Помимо прямого, существуют также вторичные и косвенные эффекты, возникающие из-за изменений инфляционных ожиданий и эффектов воздействия на производственные цепочки товаров, облагаемых по льготной ставке. Например, в конце года рост инфляционных ожиданий стимулировал людей делать покупки заранее, до повышения стоимости товаров (особенно длительного пользования), что оказывало давление на цены.

Существенного усиления инфляционного давления от вторичных и косвенных эффектов налоговых мер, в том числе реформы НДС, не наблюдалось. По данным мониторинга предприятий Банка России, в IV квартале 2025 года краткосрочные ожидания предприятий розничной торговли по темпам роста отпускных цен повысились до 9,6% (в пересчете на год, с.к.г.), но оставались ниже, чем в IV квартале 2024 года (13,2% с.к.г.). Кроме того, после пика в январе 2026 года (12,7%) они перешли к снижению и уже в апреле составили 7,9% (с.к.г.). Схожая ситуация наблюдалась с инфляционными ожиданиями населения и наблюдаемой инфляцией. Несмотря на значительный проинфляционный фон в конце 2025 года, оценки наблюдаемой населением инфляции в ноябре 2025 – феврале 2026 года не менялись (14,5%), оставаясь вблизи минимального уровня всего 2025 года. Инфляционные ожидания населения немного повысились в ноябре – декабре 2025 года (до 13,3 и 13,7% соответственно), не изменились в январе 2026 года, а уже в феврале уменьшились (до 13,1%).

Для оценки реализовавшегося вклада повышения НДС в инфляцию применялись различные подходы, в частности прямой расчет (разность групп и bottom-up), эконометрический подход на основе метода синтетического контроля.

Подход разности групп основан на разнице изменения темпов роста цен позиций, облагаемых базовой и льготной ставками НДС, по сравнению со средним уровнем в прошлом, в данном случае – за IV квартал 2025 года⁴. Исходя из полученных с помощью этого метода оценок, масштаб прямого переноса повышения ставки НДС в цены составил **0,7–0,8 п.п.:** 0,3–0,4 п.п. в январе и примерно по 0,2 п.п. в феврале и марте.

Прямой расчет (bottom-up) предполагает анализ эффектов на уровне отдельных услуг, товаров и товарных групп с использованием максимально детализированных данных. В рамках этого подхода изменение НДС транслируется в цены конечной продукции и услуг пропорционально налоговой базе и доле в потребительской корзине. Эффект от повышения НДС оценивается поэтапно. На первом этапе из базового индекса потребительских цен (БИПЦ, индекса, уже очищенного от наиболее волатильных компонентов) выделяются две группы товаров и услуг, облагаемых по льготным и основной ставкам НДС. На втором этапе из рассмотрения исключаются позиции, на приросты цен которых значительно влияют иные разовые и административные факторы (в частности, товары с выраженными изменениями акцизной и другой налоговой нагрузки). Приросты цен по усеченным группам сопоставляются с учетом корректировки на тренд с целью выделения отклонений, потенциально связанных с изменением налоговой нагрузки. Полученные разности используются в качестве ориентира при последующем покомпонентном анализе. При этом оценка для остальных товаров и услуг дополнительно корректируется с учетом информации о параллельных фискальных и административных изменениях, включая индексацию тарифов и изменения утилизационного сбора, а также иных разовых факторов, способных влиять на уровень цен. Такой подход позволяет выделить вклад НДС из совокупного инфляционного давления и избежать смешения различных типов фискальных шоков. **По результатам оценки методом bottom-up вклад прямого эффекта от повышения ставки НДС составил порядка 0,7–0,8 процентного пункта.**

Метод синтетического контроля⁵ (эконометрический подход) применяется для оценки прямого эффекта воздействия повышения базовой ставки НДС с 20 до 22% на компонент базовой инфляции, измеренный скорректированным БИПЦ. Используются гранулированные данные по индексам цен отдельных товаров и услуг, входящих в корзину для расчета базового индекса потребительских цен, исключая туризм, общественное питание и легковые автомобили. В рамках метода синтетического контроля формируется донорская группа, состоящая из объектов, не подвергшихся воздействию (товары и услуги, облагаемые по льготной ставке НДС). Метод подбирает веса для объектов донорской группы так, чтобы построенный из них ряд синтетического контроля был как можно больше похож на ряд группы воздействия, сформированный из товаров и услуг по базовой ставке НДС в период до анонса налоговой реформы. Затем с использованием найденных весов наблюдаемые значения динамики цен объектов донорской группы в период после анонса реформы агрегируются в индекс цен синтетического контроля, моделируя ценовую динамику группы воздействия в случае, если бы воздействия не было. Накопленный эффект воздействия измеряется отношением фактического агрегированного уровня цен группы воздействия к уровню цен ряда синтетического контроля (контрфактического).

Полученная с помощью метода синтетического контроля оценка накопленного к концу I квартала эффекта для товаров и услуг, облагаемых по базовой ставке НДС, из скорректированного БИПЦ близка к 1,3 п.п., из которых примерно 0,41 п.п. реализовалось в январе 2026 года. С учетом веса товаров и услуг по базовой ставке для рассматриваемой скорректированной корзины БИПЦ суммарный эффект составил 0,7 процентного пункта. Представленные оценки частично включают эффект от дополнительных налоговых мер по снижению порога освобождения от уплаты НДС для компаний на УСН с 60 млн до 20 млн рублей. Результаты экстраполяции на всю потребительскую корзину с учетом эффектов для отдельных категорий дают оценку **суммарного прямого вклада за период с октября 2025 по март 2026 года порядка 0,8 п.п. в ИПЦ.** Было выявлено наличие упреждающего эффекта с момента анонса налоговых изменений до момента их внедрения. Основной

⁴ [О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки.](#) Банк России. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. № 3 (86). Апрель 2026 года.

⁵ Матевосова А., Перевышин Ю. [Метод синтетического контроля как способ оценки прямого эффекта воздействия повышения ставки НДС на инфляцию.](#) Банк России. Аналитическая записка. Май 2026 года.

вклад в ИПЦ от повышения базовой ставки НДС пришелся на январь 2026 года и составил примерно 0,4 процентного пункта. Прямой эффект от переноса повышения НДС к концу I квартала 2026 года был практически исчерпан.

Таким образом, оценка прямого эффекта от повышения базовой ставки НДС с 20 до 22% составляет порядка 0,7–0,8 процентного пункта. Помимо этого, учитывается дополнительное влияние нововведений, связанных с УСН и налогообложением банковских операций, а также вторичные эффекты. Они затрагивают все товары и услуги потребительской корзины, а их суммарное влияние на инфляцию оценивается на уровне до 0,4 процентного пункта⁶. Таким образом, итоговый диапазон оценки общего вклада налоговой **реформы НДС** в ИПЦ составляет 0,8–1,2 процентного пункта.

⁶ Расчет проводился с учетом доли эквайринга в розничной цене товаров и услуг, а также исходя из оценок Минфина России по увеличению доходов бюджета от изменения порога по выручке для УСН и доли этих доходов в потреблении домашних хозяйств.

Приложение 4. Структурные изменения в российской экономике

Структурные изменения в российской экономике продолжаются уже пятый год. При этом возможности дальнейшего увеличения предложения товаров и услуг столкнулись с ограниченностью трудовых ресурсов. В этом случае на первый план выходит повышение производительности и наиболее эффективное перераспределение имеющихся ресурсов

Выпуск. В 2022–2025 годах функционирование и развитие российской экономики протекало в условиях внешнего санкционного давления и ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры. Введение ограничений на импорт технологий и оборудования, блокировка финансовых каналов и эмбарго на энергоресурсы привели к росту издержек производства и активизации процессов импортозамещения.

Параллельно с этим наблюдалась платформизация экономики, которая изменила способы организации бизнеса, а также обеспечила снижение транзакционных издержек. Под влиянием этих факторов российская экономика претерпела значительные структурные изменения, продемонстрировав высокую адаптивность к внешним и внутренним вызовам.

Локомотивом структурных изменений в экономике стал обрабатывающий сектор, который постепенно замещает традиционное доминирование добычи полезных ископаемых. Выпуск¹ обрабатывающих производств вырос на 19,0%. В результате их доля в общем объеме ВВП увеличилась на 1,2 п.п., до 14,4%.

Расширению деловой активности в большинстве обрабатывающих отраслей во многом способствовал рост спроса со стороны государства. Доля государственных расходов к ВВП достигла многолетних максимумов (расходы бюджетной системы к концу 2025 года превысили 39% ВВП, с учетом инвестиций внутри экономики России за счет средств ФНБ – более 40% ВВП). Их структура сместилась в сторону расходов на национальную оборону и безопасность, инфраструктурное строительство, противодействие санкциям, развитие космической и атомной отраслей, также существенно выросла доля закрытой части расходов. Особое внимание в государственной политике уделялось импортозамещению, что стало одним из факторов сокращения доли импорта в ВВП в 2025 году по сравнению с началом 2022 года на 5,1 п.п., до 16% (в текущих ценах).

В результате в структуре обрабатывающей промышленности наблюдался сдвиг в пользу инвестиционных товаров, выпуск которых увеличился за 2022–2025 годы на 52,2% за счет готовых металлических изделий, компьютеров и электроники, а также транспортных средств (за исключением автотранспорта).

Также увеличился выпуск потребительских товаров на 19,7%, в основном за счет пищевых продуктов и лекарственных препаратов. Рост производства потребительских товаров происходил на фоне активного потребления домохозяйств, физический объем которого вырос на 18%, а доля в ВВП увеличилась на 4,2 п.п., до 54%. Перестройка экономики сопровождалась повышением реальных располагаемых доходов населения, которые в 2022–2025 годах росли в среднем на 6,4% на фоне кадрового дефицита на рынке труда.

¹ Здесь и далее под выпуском понимается добавленная стоимость в постоянных ценах.

Вклад в рост ВВП также внесли финансы, государственное управление и ряд отраслей, ориентированных на внутренний рынок: отдельные сегменты сферы услуг (например, гостиницы и рестораны), строительство, информация и связь, сельское хозяйство. Доля внутреннего спроса в ВВП выросла на 7,1 п.п., до 98%.

Основной отрицательный вклад в рост ВВП внесли торговля (-4,2%) и добыча полезных ископаемых (-3,1%). Их совокупная доля в общем объеме ВВП снизилась на 2,7 п.п., до 21,2%.

Наиболее существенный вклад в снижение ВВП в торговле внес оптовый сегмент, в основном из-за внешних ограничений на добычу нефти и сокращения экспортных поставок природного газа. Торговля автотранспортными средствами также снизилась, в том числе из-за повышения утилизационного сбора. Розничная торговля сдерживала падение благодаря расширению потребительского спроса и росту реальных доходов населения.

Снижение в добыче полезных ископаемых вызвано в том числе санкционными ограничениями и сокращением добычи угля из-за падения мирового спроса и логистических проблем.

Таким образом, сдерживающее влияние на динамику ВВП в 2022–2025 годах оказали преимущественно экспортно ориентированные и смежные с ними отрасли. В целом произошло существенное сжатие внешнего спроса: доля чистого экспорта в ВВП в текущих ценах сократилась на 6,7 п.п., до 3%, а доля экспорта на конец 2025 года снизилась на 11,8 п.п., до 18%, в условиях внешних ограничений. Одновременно происходила переориентация экспортного потенциала на рынки Азии и Глобального Юга, что потребовало перестройки как логистики, так и самой товарной номенклатуры. По итогам 2025 года удельный вес Европы в экспорте товаров снизился до 14%, доля Африки составила 5%, Америки – 3%.

Снижение в экспортно ориентированных отраслях сопровождалось ростом в сфере государственного управления, секторах с высоким спросом со стороны государства, а также в отраслях, ориентированных на внутренний рынок, что отражает процесс диверсификации российской экономики. В результате физический объем ВВП за 2022–2025 годы увеличился на 8,7%.

Инвестиции в основной капитал. Растущее внешнее давление и структурные изменения в российской экономике способствовали усилению инвестиционной активности. Физический объем инвестиций в основной капитал за 2022–2025 годы увеличился на четверть, значительно опережая темпы роста ВВП, а доля валового накопления основного капитала выросла на 3,4 п.п., до 23%. Основной фокус инвестиционной активности пришелся на вложения в импортозамещение, технологический суверенитет и новую логистическую инфраструктуру.

Наибольший положительный вклад в рост инвестиционной активности внесла обрабатывающая промышленность. В результате ее доля в общем объеме инвестиций в основной капитал по полному кругу в постоянных ценах увеличилась на 2,9 п.п., до 17,7%. Рост произошел за счет промежуточных и инвестиционных товаров. В частности, более чем в 2 раза увеличились инвестиции в химическую промышленность, производство электрооборудования, компьютеров и электроники, а также транспортных средств (за исключением автотранспорта). Высокими темпами росли инвестиции в добыче полезных ископаемых, государственном управлении, финансах и страховании, строительстве. При этом начиная с 2024 года добыча перестала быть основным направлением инвестиций, хотя ее вклад остается весомым.

Загрузка производственных мощностей. Значительное увеличение инвестиций в основной капитал за 2022–2025 годы привело к расширению производственных мощностей. Как следствие, это привело к снижению их среднего уровня загрузки по экономике в целом.

По данным мониторинга предприятий Банка России, в 2025 году средний уровень загрузки мощностей по экономике снизился после роста в 2023–2024 годах и составил 79%. Наибольшее снижение пришлось на добычу полезных ископаемых. При этом рост наблюдался в отраслях, ориентированных на внутренний рынок (сельское хозяйство, строительство, обрабатывающие производства потребительского спроса).

Текущая динамика загрузки производственных мощностей не в полной мере отражает реальное состояние перегрева экономики. Высвобожденные мощности физически не могут быть перенаправлены в более востребованные отрасли, например в обрабатывающую промышленность, однако их недоиспользование стало ресурсом для перетока рабочей силы в другие сферы.

Занятость. Вслед за влиянием на технологическую структуру и отраслевые пропорции структурные изменения в российской экономике значительно повлияли и на занятость, а также ее распределение по секторам экономики. В течение 2022–2025 годов происходил устойчивый переток работников из одних секторов и отраслей в другие, что было связано с изменением структуры спроса на рабочую силу. Под воздействием множества факторов – геополитических, демографических, структурных, технологических, экономических и прочих – усиливался дефицит на рынке труда, сопровождавшийся устойчивым и значительным снижением безработицы. Ее уровень в России по итогам 2025 года находился ниже, чем в большинстве крупных развитых и развивающихся стран, на сопоставимом уровне безработица находилась в развитых азиатских странах (Японии, Южной Корее и прочих).

В результате устойчивого роста спроса на рабочую силу увеличилась численность занятых и среднесписочная численность работников организаций (ССЧ). По данным Росстата, за 2022–2025 годы ССЧ выросла более чем на 0,5 млн человек (+1,2%).

Основной вклад в рост внесло увеличение численности работников в обрабатывающих отраслях, сфере информации и связи, строительстве, административной, научной и профессиональной деятельности, где суммарный прирост ССЧ составил более 1,5 млн человек (+11,2%). Эти отрасли выступили основными реципиентами работников. Наиболее значимую роль в перетоке рабочей силы сыграло расширение занятости в обрабатывающей промышленности – прирост ССЧ за 2021–2025 годы составил +10,7%. Внутри обрабатывающих отраслей наиболее заметный приток наблюдался в производстве инвестиционных товаров (+11,7%) – его вклад в рост численности работников обрабатывающих производств составил 8,3 процентного пункта. Также положительный вклад внесли отрасли производства промежуточных и потребительских товаров.

В целом внутри обрабатывающих производств большинство отраслей более низкого уровня стали реципиентами работников из других сфер экономики. Лишь небольшое число отдельных отраслей более низкого уровня столкнулись с оттоком рабочей силы и стали донорами для других сфер экономики (обработка древесины, производство одежды, производство кокса и нефтепродуктов, автотранспортных средств). Среди отраслей низкого уровня наиболее значимый прирост численности занятых наблюдался в производстве готовых металлических изделий, компьютеров и электроники, электрического оборудования.

Увеличение спроса на рабочую силу сопровождалось не только расширением ССЧ, но и соответствующей динамикой номинальных заработных плат. Наибольший прирост отмечен в обрабатывающих отраслях (+87%) за счет увеличения бюджетного финансирования и повышения зарплатной конкурентоспособности, что дополнительно объясняет выраженное перераспределение работников в эту сферу. Наряду с этим, лидерами прироста по уровню номинальных зарплат также стали гостиницы и рестораны (+83%), торговля (+82%).

Наибольшее сокращение ССЧ произошло в государственном управлении, торговле, недвижимости, сельском хозяйстве и образовании, где количество работников уменьшилось суммарно на 0,9 млн человек (-5,5%). Эти пять отраслей стали основным источником рабочей силы для других секторов экономики.

Производительность и издержки труда. В условиях импортозамещения и увеличения спроса внутреннего производства на рабочую силу (в том числе за счет устойчиво высокого финансирования из бюджета в рамках госзаказа), структурных и технологических изменений, ограничений по численности рабочей силы ключевым вопросом становится рост производительности труда. За 2022–2025 годы производительность труда, рассчитанная как отношение реального ВВП к ССЧ, выросла на 7,4%.

Наиболее выраженный структурный сдвиг происходил в тех обрабатывающих отраслях инвестиционной направленности, в которых темпы роста выпуска значительно опережали темпы роста ССЧ, – производстве транспортных средств (за исключением автотранспорта), компьютеров и электроники, готовых металлических изделий. Также рост наблюдался в строительстве, гостиницах и ресторанах, науке и технике, транспортировке и хранении.

В ряде секторов снижение ССЧ сопровождалось умеренным или высоким ростом выпуска, что говорит об автоматизации, цифровизации и сокращении низкоквалифицированных рабочих мест (финансы и страхование, государственное управление, сельское хозяйство, розничная торговля, ряд отраслей сферы услуг).

В некоторых случаях можно говорить о недостаточно эффективном перераспределении трудовых ресурсов. Наибольшая потеря эффективности труда наблюдалась в автомобилестроении, где темпы снижения выпуска значительно опережали темпы сокращения ССЧ. В добыче полезных ископаемых, металлургии, торговле автотранспортными средствами выпуск снизился, несмотря на рост ССЧ. Также есть отрасли, в которых темпы роста численности работников опережали темпы увеличения выпуска: химия, ряд отраслей промежуточного спроса (производство резины, бумаги), административная деятельность, информация и связь.

Структурные изменения в российской экономике и усиление дефицита кадров сопровождались существенным расхождением в динамике реальных зарплат и производительности труда – вознаграждение за труд в реальном выражении существенно опережало динамику производительности труда, исчисленную различными способами. В отраслевом разрезе производительность труда, оцененная на основе отношения валовой добавленной стоимости (ВДС) отрасли к фактически отработанным человеко-часам по крупным и средним организациям, менялась различными темпами. Так, наиболее значимый рост наблюдался в сфере финансов и страхования (в большей степени за счет роста НДС), госуправления и операциях с недвижимым имуществом (в основном за счет сокращения отработанного времени). В администрировании, добыче, торговле и ремонте наблюдалось снижение производительности труда за 2022–2025 годы.

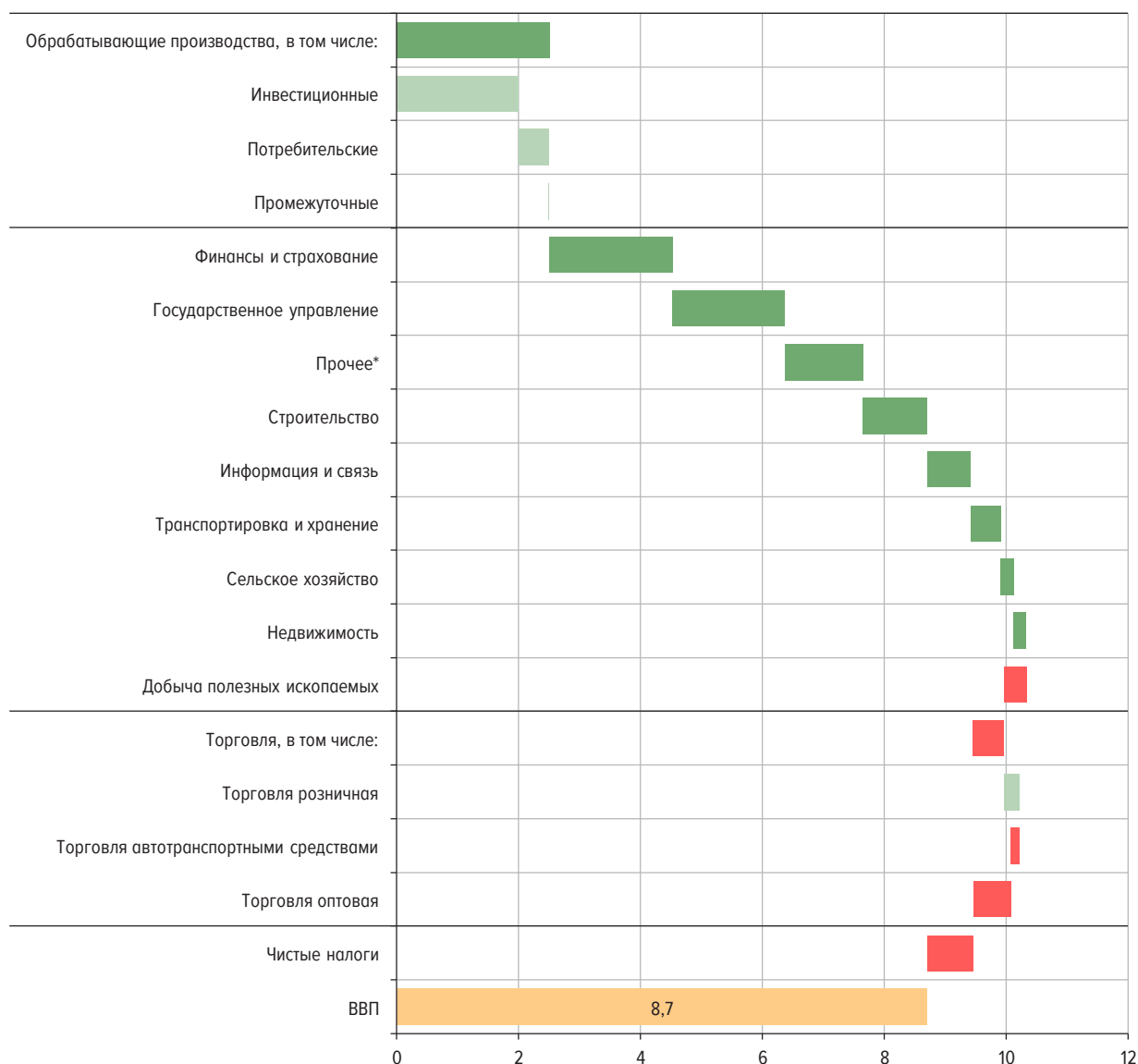
Структурные изменения на рынке сопровождались ростом издержек на труд – достаточно устойчивым повышением расходов компаний на оплату труда к их выручке. Это приведет либо к снижению финансового результата, либо к ускорению роста цен в целях поддержания финансовой устойчивости.

Наиболее значимый рост издержек на труд к выручке за 2022–2025 годы наблюдался в отраслях водоснабжения, транспортировки и хранения, сельском хозяйстве и прочих услугах. Наименее заметное изменение характерно для сфер торговли и ремонта, ЭЭГП, обрабатывающей промышленности.

Таким образом, главным приоритетом для сохранения темпов роста экономики становится повышение производительности труда: именно так можно сохранить и увеличить темпы роста экономики в условиях структурных изменений и ограничений по трудовым ресурсам.

ВКЛАДЫ В РОСТ ВВП ПО ОТРАСЛЯМ, 2025 ГОД К 2021 ГОДУ
(п.п.)

Рис. П-23



* Обеспечение электрической энергией, газом и паром; водоснабжение; гостиницы и рестораны; наука и техника; административная деятельность; образование; здравоохранение; культура и спорт; прочие услуги; деятельность домашних хозяйств.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

СТРУКТУРА ВВП ПО ОТРАСЛЯМ В ПОСТОЯННЫХ ЦЕНАХ
(п.п.)

Табл. П-1

	2021	2022	2023	2024	2025	2025 к 2021, п.п.
ВВП	100	100	100	100	100	–
Обрабатывающие производства, в том числе:	13,1	13,1	13,5	14,0	14,4	1,2
Промежуточные	6,8	6,7	6,6	6,3	6,3	-0,5
Инвестиционные	3,8	3,8	4,3	4,9	5,4	1,5
Потребительские	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	0,3
Добыча полезных ископаемых	11,9	12,2	11,5	10,9	10,6	-1,3
Торговля, в том числе:	12,0	10,6	10,7	10,8	10,6	-1,4
Торговля оптовая	7,4	6,4	6,4	6,5	6,3	-1,2
Торговля розничная	3,6	3,5	3,5	3,5	3,6	-0,1
Торговля автотранспортными средствами	1,0	0,7	0,9	0,8	0,8	-0,2
Строительство	4,2	4,5	4,8	4,8	4,8	0,6
Недвижимость	9,4	9,6	9,3	9,0	8,8	-0,6
Государственное управление	6,2	6,7	7,1	7,1	7,4	1,2
Финансы и страхование	4,7	4,9	5,1	6,0	6,2	1,5
Транспортировка и хранение	5,6	5,7	5,6	5,6	5,6	0,0
Сельское хозяйство	3,7	4,0	3,8	3,5	3,6	-0,1
Информация и связь	2,6	2,6	2,8	3,0	3,0	0,4
Прочее ¹	16,4	16,7	16,6	16,6	16,3	-0,1
Чистые налоги	10,3	9,5	9,3	8,8	8,8	-1,5

¹ Обеспечение электрической энергией, газом и паром; водоснабжение; гостиницы и рестораны; наука и техника; административная деятельность; образование; здравоохранение; культура и спорт; прочие услуги; деятельность домашних хозяйств.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ ПО ОТРАСЛЯМ В ПОСТОЯННЫХ ЦЕНАХ
(п.п.)

Табл. П-2

	2021	2022	2023	2024	2025	2025 к 2021, п.п.
Инвестиции в основной капитал	100	100	100	100	100	–
Обрабатывающие производства, в том числе:	14,8	13,2	14,2	15,6	17,7	2,9
Промежуточные	8,3	7,9	8,1	9,2	10,8	2,5
Инвестиционные	3,8	3,3	4,0	4,5	5,0	1,2
Потребительские	2,7	2,1	2,0	1,9	1,8	-0,9
Добыча полезных ископаемых	14,8	15,3	15,2	15,0	15,3	0,5
Торговля, в том числе:	4,3	3,6	3,4	3,3	3,5	-0,8
Торговля оптовая	2,3	2,2	2,0	1,9	2,1	-0,2
Торговля розничная	1,6	1,1	1,1	1,1	1,2	-0,4
Торговля автотранспортными средствами	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,2
Строительство	3,9	4,4	4,4	4,3	4,5	0,6
Недвижимость	13,1	13,5	12,7	13,0	15,1	2,0
Государственное управление	1,8	2,1	2,1	2,0	2,1	0,3
Финансы и страхование	3,0	2,8	2,7	2,7	2,7	-0,3
Транспортировка и хранение	16,5	17,8	17,6	16,7	12,1	-4,4
Сельское хозяйство	4,1	3,9	3,5	3,2	3,1	-1,0
Информация и связь	4,1	3,6	4,1	4,6	4,3	0,2
Прочее ¹	19,4	19,9	20,2	19,6	19,5	0,1

¹ Обеспечение электрической энергией, газом и паром; водоснабжение; гостиницы и рестораны; наука и техника; административная деятельность; образование; здравоохранение; культура и спорт; прочие услуги.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ В ОТРАСЛЕВОМ РАЗРЕЗЕ, 2025 ГОД К 2021 ГОДУ
(%)

Табл. П-3

Отрасль	ВВП	ССЧ	ВВП/ССЧ
Всего по экономике	+8,7	+1,2	+7,4
Сельское хозяйство	+5,8	-8,7	+15,8
Добыча полезных ископаемых	-3,1	+8,4	-10,7
Обрабатывающие производства	+19,0	+10,7	+7,5
ЭЭГП ¹	+0,8	-6,7	+8,0
Водоснабжение	-3,8	-3,8	-0,1
Строительство	+25,5	+5,4	+19,1
Торговля	-4,2	-4,3	+0,1
Транспортировка и хранение	+8,9	+1,6	+7,1
Гостиницы и рестораны	+45,0	+4,3	+39,0
Информация и связь	+27,6	+30,9	-2,5
Финансы и страхование	+43,3	-3,9	+49,0
Недвижимость	+2,2	-9,6	+13,1
Наука и техника	+13,2	+5,2	+7,6
Административная деятельность	+11,9	+15,9	-3,5
Государственное управление	+29,6	-9,4	+43,1
Образование	+2,4	-2,1	+4,6
Здравоохранение	-3,8	-0,7	-3,1
Культура и спорт	+21,6	-7,5	+31,5
Прочие услуги	+7,2	-4,2	+11,9

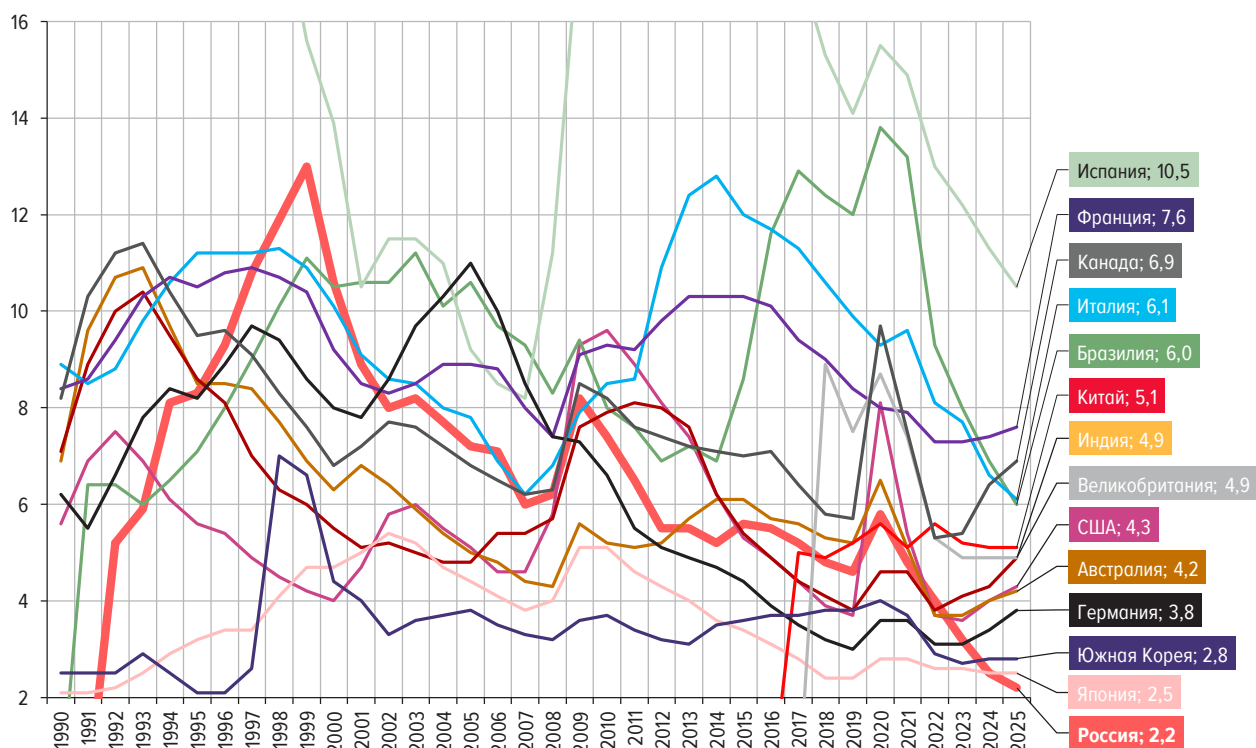
¹ Обеспечение электрической энергией, газом и паром.

Примечание. Производительность рассчитана как отношение ВДС к среднесписочной численности работников по форме отчетности П-4.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ ПО СТРАНАМ
(%)

Рис. П-24



Источники: Росстат, МВФ, Всемирный банк, расчеты Банка России.

ИЗМЕНЕНИЕ ССЧ, 2025 ГОД К 2021 ГОДУ
(МЛН ЧЕЛ.)

Рис. П-25

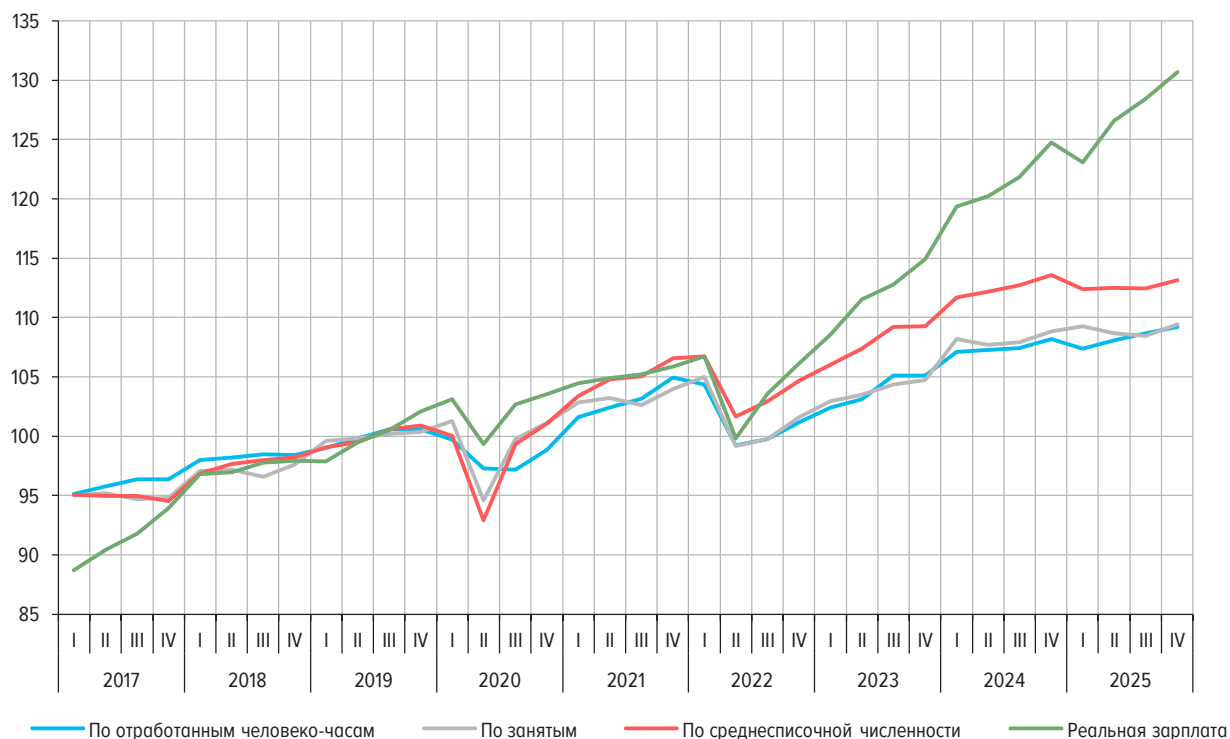


* Обеспечение электрической энергией, газом и паром.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ВЗАИМНАЯ ДИНАМИКА РЕАЛЬНЫХ ЗАРПЛАТ И ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ ТРУДА (2019 = 100)*

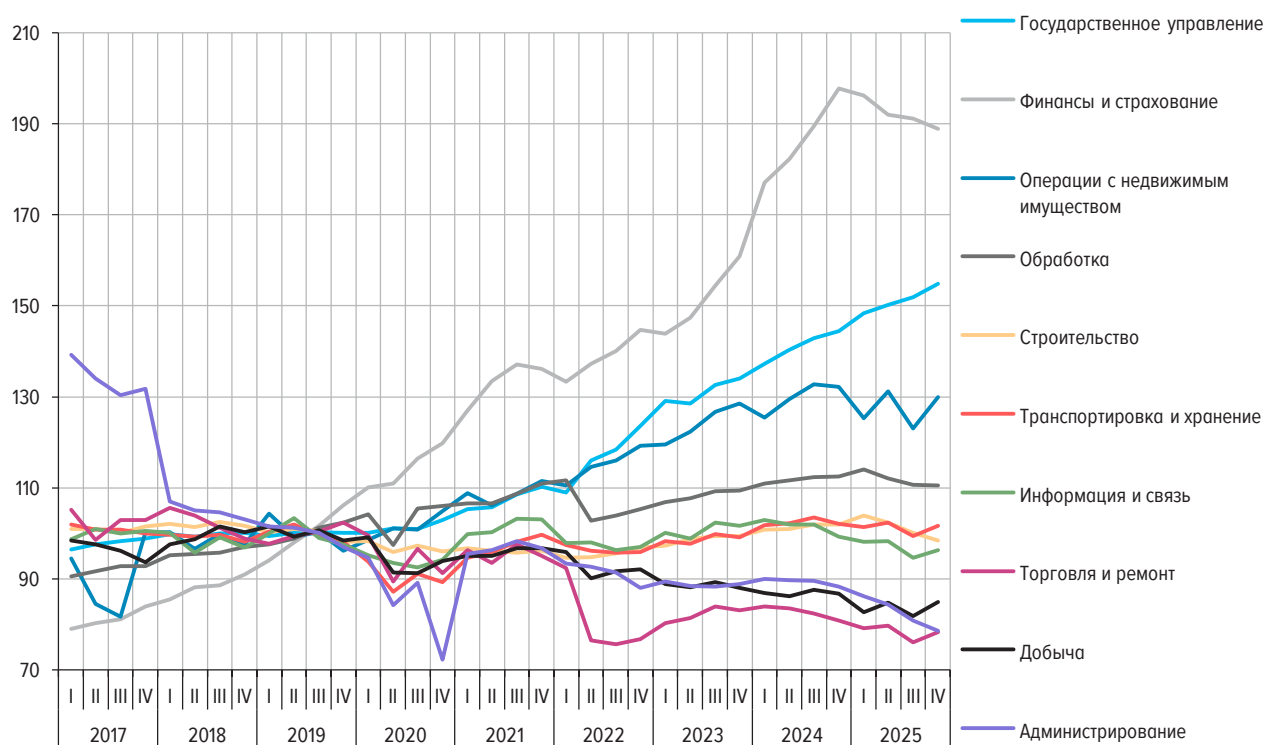
Рис. П-26



* Производительность труда представлена в трех вариантах: синяя линия – отношение ВВП к отработанным человеко-часам, серая линия – к занятым, зеленая линия – к среднесписочной численности работников организаций.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИЗМЕНЕНИЕ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ ТРУДА В РАЗЛИЧНЫХ ОТРАСЛЯХ (2019 = 100)*

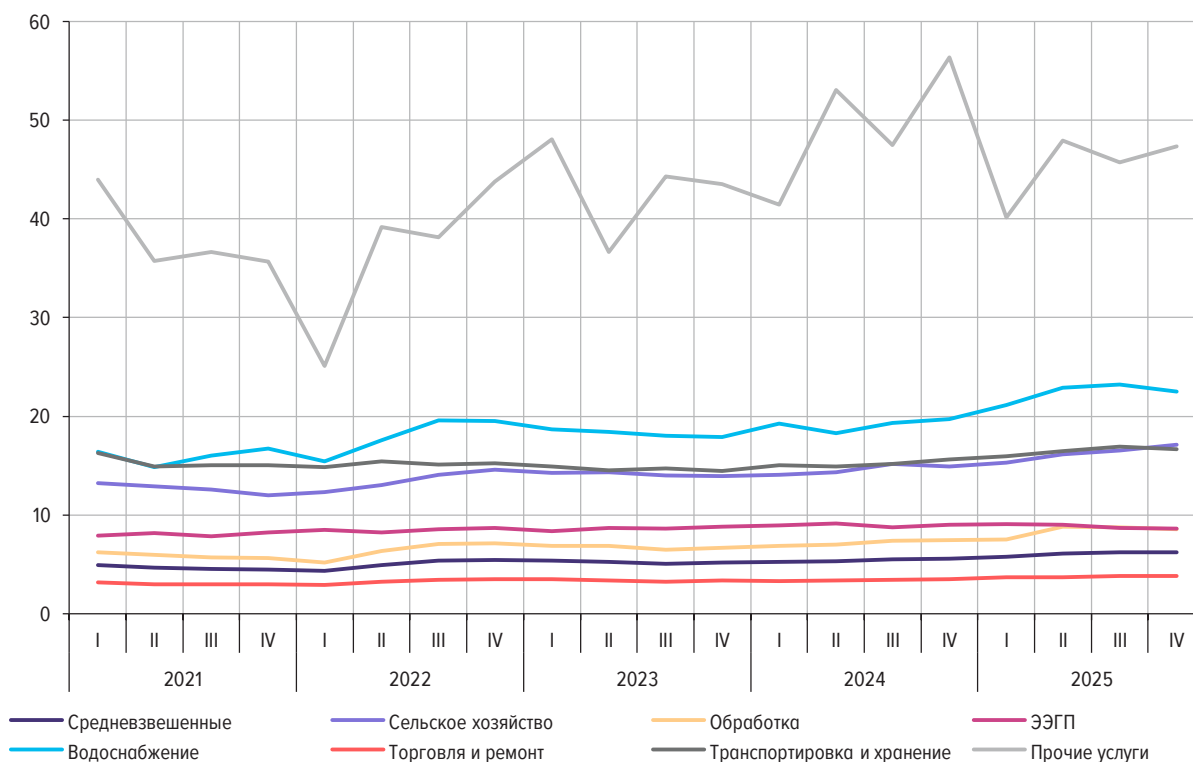
Рис. П-27



* Индексы производительности труда оценены на основе отношения ВДС к фактически отработанным человеко-часам по крупным и средним организациям.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИЗМЕНЕНИЕ ОТНОШЕНИЯ ФОНДА ОПЛАТЫ ТРУДА К ВЫРУЧКЕ
(п.п.)

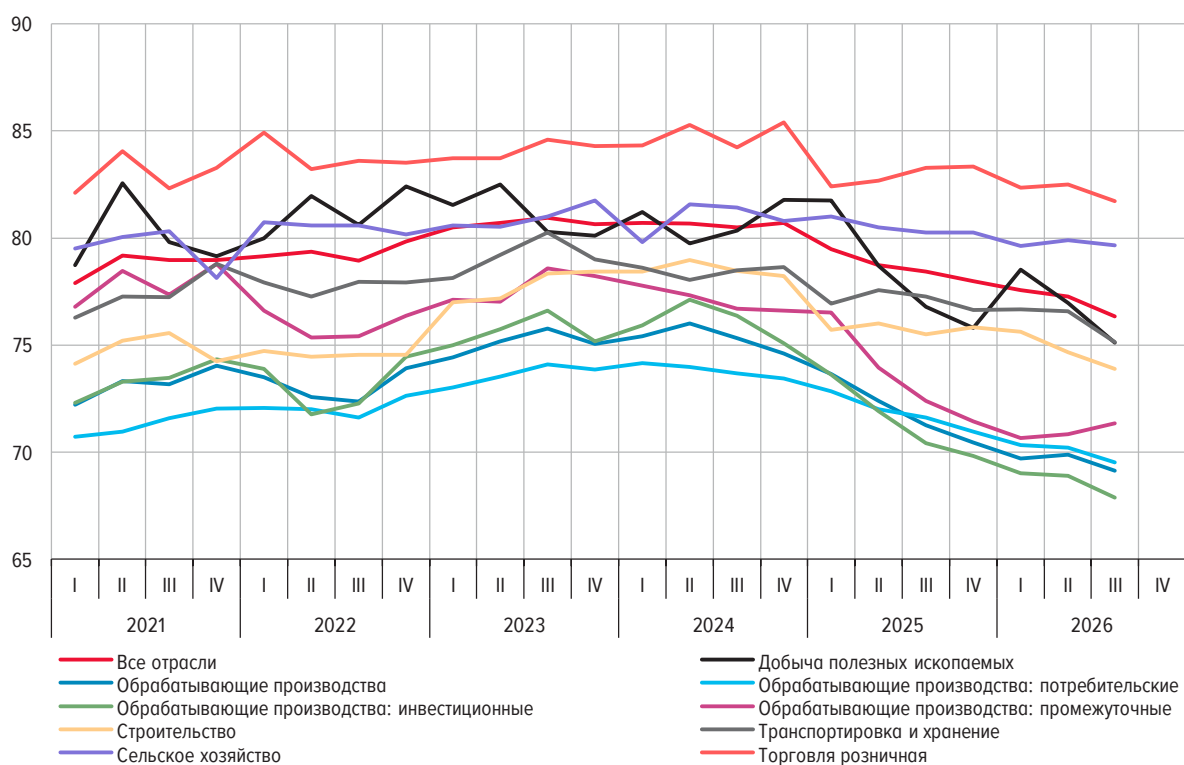
Рис. П-28



Источники: Росстат (формы отчетности П-4 и П-3), расчеты Банка России.

УРОВЕНЬ ЗАГРУЗКИ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ МОЩНОСТЕЙ
(% С.К.)

Рис. П-29



Источники: мониторинг предприятий, Банк России.

Приложение 5. Отраслевой и региональный анализ для целей денежно-кредитной политики

Банк России придает большое значение анализу региональных и отраслевых особенностей экономики и учитывает их влияние на оценку текущей ситуации в экономике, прогноз ее развития, оценку рисков для инфляции, а также на работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и выбор необходимой траектории ключевой ставки

Россия относится к числу стран, которым присуща выраженная региональная неоднородность. Это может быть связано с географическим расположением регионов. Например, регионы Дальнего Востока преимущественно имеют внешнеэкономические связи со странами Азии, а западная часть России – с Европой. Также неоднородность может быть следствием разной структуры экономик регионов. Например, в южных регионах традиционно более развиты сельское хозяйство и туризм, а в северных – добыча полезных ископаемых; промышленные предприятия также распределены по регионам неравномерно.

Анализируя экономическую ситуацию, Банк России оценивает показатели не только по стране в целом, но и по отраслям, секторам и регионам. Это позволяет получить более полную картину, раньше увидеть формирование новых тенденций и более точно отделить временные факторы от устойчивых. Это помогает лучше понять особенности работы ТМ ДКП, а также то, почему российская экономика может неоднородно и с разными временными лагами реагировать на ДКП. Подробнее об этом можно прочитать в аналитической записке на сайте Банка России [«Региональная неоднородность экономики России и работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики»](#).

Основная задача отраслевого и регионального анализа – понять, какие тренды зарождаются на уровне регионов, имеющих свою отраслевую специализацию и особенности, связанные с различными факторами неоднородности, и насколько каждый из этих трендов может стать устойчивым и распространиться на всю Россию в целом.

Банк России уделяет большое внимание анализу региональных и отраслевых особенностей экономики при построении макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке. Это особенно важно при формировании экспертных мнений членов Совета директоров Банка России относительно гипотез и факторов, которые сложно заложить в модели. В каждом территориальном учреждении Банка России проводится детальный анализ экономической ситуации, в том числе с использованием опросных данных более 15 тыс. компаний ключевых отраслей экономики во всех регионах России – мониторинга предприятий. Результаты многостороннего анализа экономической ситуации, а также данные [прогнозных моделей макрорегионов](#) ложатся в основу предложений руководителей главных управлений Банка России по ключевой ставке. В каждом регионе налажено постоянное взаимодействие с местными органами власти, бизнесом и научным сообществом, направленное на лучшее понимание экономической ситуации и разъяснение решений по ДКП.

Опросы компаний – уникальный источник оперативной информации о ситуации в экономике

Для анализа отраслевой и региональной неоднородности в части деловой активности, а также оперативной оценки текущей экономической ситуации Банк России использует, наряду с официальной статистикой, комплекс показателей, рассчитываемых на основе данных мониторинга более 15 тыс. нефинансовых организаций¹.

При этом сравнение данных опросов Банка России и официальной статистики Росстата представляет собой классический анализ опережающих качественных индикаторов и запаздывающих количественных фактов. Эти два источника данных продемонстрировали высокую степень взаимодополняемости², хотя и имеют ряд методологических и временных расхождений. Если Росстат отвечает на вопросы «Сколько?» и «Какова структура?» (объем ВВП, инфляция, зарплаты и так далее), то мониторинг предприятий отвечает на вопросы «Почему?» и «Что будет дальше?» (факторы, ограничивающие деятельность, ожидания, причины роста цен и другое). Именно комбинация официальной статистики (Росстат) и гибких опросов (Банк России) позволяет обеспечивать качество краткосрочного прогнозирования (наукастинга) и принятие взвешенных решений по ДКП в условиях высокой турбулентности 2020–2026 годов.

Банк России на основе данных мониторинга предприятий в разрезе основных видов экономической деятельности по всем регионам России оценивает не только деловую и инвестиционную активность, но и загрузку мощностей, ситуацию на рынке труда, условия кредитования, доступность финансовых ресурсов и другое. При этом внимание уделяется как усредненным показателям по экономике в целом, так и оценке отраслевой и региональной разнородности.

Структурная перестройка экономики всегда сопровождается повышенной **отраслевой неоднородностью**. Динамика экономической активности в разных отраслях может заметно различаться – в одних она ускоряется, в других замедляется. Различия между отраслями в опросных показателях (ИБК, инвестиционной активности, загрузки мощностей, обеспеченности персоналом) позволяют оценивать соотношение спроса и производственных возможностей в отдельных секторах, а также лучше отделять локальные и временные изменения от устойчивых тенденций в экономике. Так, если признаки перегрева спроса в одних секторах связаны с временными факторами, важно учитывать ситуацию в других секторах и оценивать, насколько эти изменения отражаются на динамике совокупного спроса, предложения и инфляции. При принятии решений по ДКП принципиальное значение имеет не набор отраслей, в которых наблюдаются те или иные изменения, а масштабы и устойчивость изменений в экономике в целом. Если существенный макроэкономический дисбаланс сохраняется на значительной части прогнозного горизонта, он может стать источником дополнительного устойчивого инфляционного давления. В такой ситуации для возвращения инфляции к цели потребуются более сдержанная динамика совокупного спроса и более жесткая ДКП при прочих равных.

Региональная разнородность влияет на оценку баланса рисков для инфляции со стороны внешних факторов, поскольку внешние шоки способны по-разному воздействовать на цены

¹ [Мониторинг предприятий Банка России.](#)

² Болячин Ю., Боровкова А., Коряхова О., Кротова Ю., Крупкина А., Кудяева М., Постников Е., Савченко И., Солодовников С., Янулевич М. [Оценка экономической активности на основе индикаторов бизнес-климата Банка России: отраслевой разрез](#). Банк России. Аналитическая записка. 2024 год; Зверева В., Крупкина А., Андреев А., Семитуркин О., Кудяева М. [Оценка поворотных точек индикаторов деловой активности Банка России с применением методов машинного обучения](#). Деньги и кредит. 2026 год. Т. 85 (2). С. 3–36.

в различных частях страны, что может влиять на оценку устойчивости и силы инфляционного давления в стране в целом. Региональная дифференциация отражает различия в **отраслевой структуре экономики, инфраструктурном развитии, логистических условиях** и других факторах. Так, регионы, зависимые от экспортно ориентированных отраслей (например, добычи полезных ископаемых, металлургии), более чувствительны к внешнеэкономическим шокам, они сильнее подвержены влиянию санкций и колебаниям мировых цен. В то же время регионы с более диверсифицированной экономикой – развитой обрабатывающей промышленностью, сельским хозяйством и сферой услуг – могут демонстрировать более устойчивую динамику.

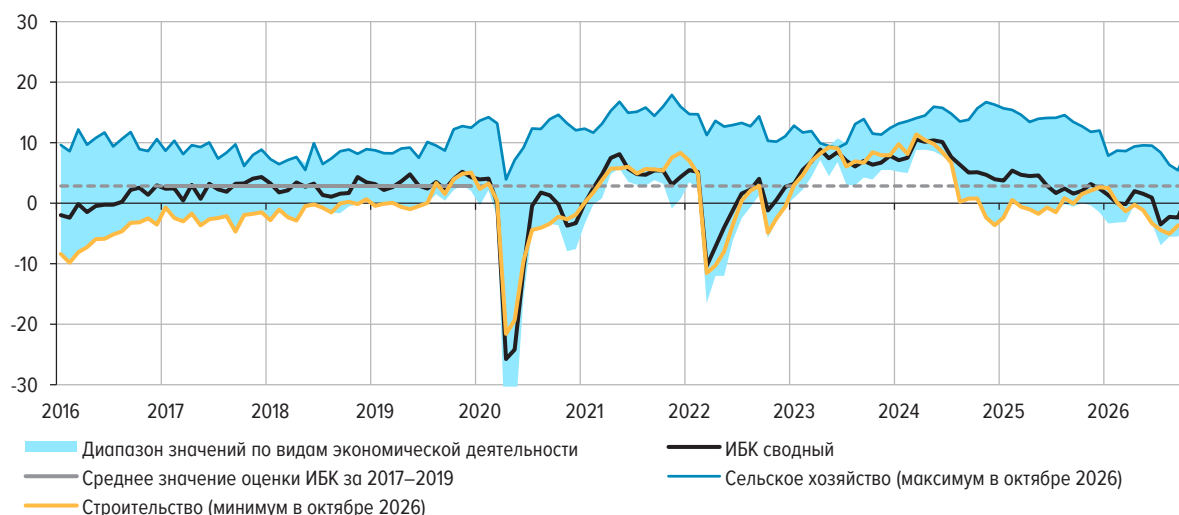
ИБК и другие опросные показатели

ИБК Банка России, который хорошо коррелирует с динамикой ВВП, в первой половине 2026 года демонстрировал умеренный рост с тенденцией к замедлению. В июне 2026 года ИБК составил 0,9 п. (7,4 п. в 2024 году; 3,3 п. в 2025 году). В октябре данный индикатор составил 1,2 п. (в сентябре: -2,4 п.), увеличившись после заметного снижения в июле (до -3,5 п.). Улучшения обусловлены ростом текущих оценок и ожиданий как по производству, так и по спросу.

Постепенное замедление роста экономики происходило после существенного подъема деловой активности в 2023–2024 годах, когда к середине 2024 года во многих отраслях были зафиксированы максимальные за последние 5 лет значения ИБК, а загрузка производственных мощностей существенно превышала значения 2017–2019 годов.

ИБК БАНКА РОССИИ В РАЗРЕЗЕ ВИДОВ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
(п., с.к.)

Рис. П-30



Источники: мониторинг предприятий, расчеты Банка России.

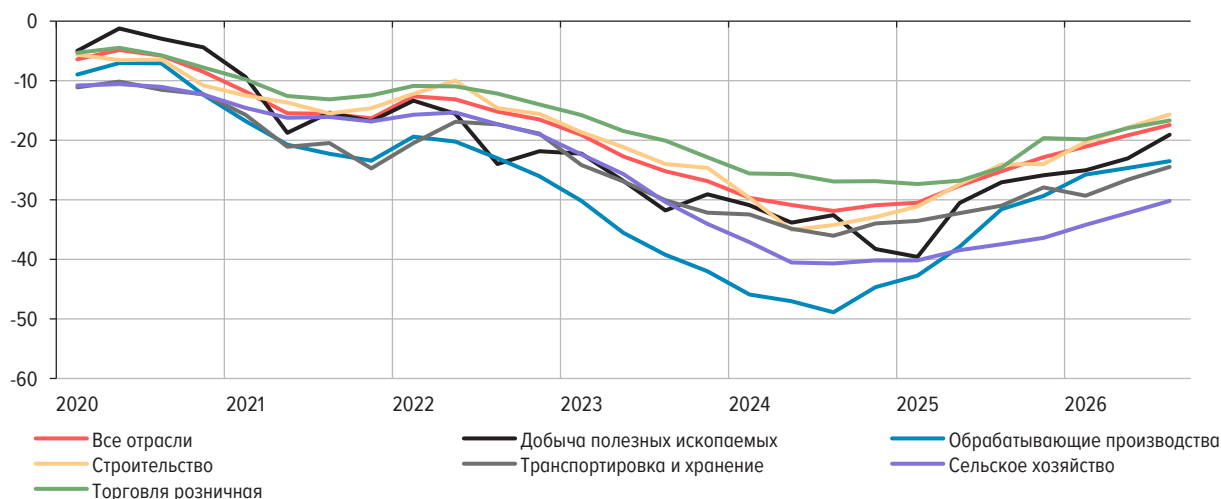
Банк России отмечал, что расширение деловой активности и высокие значения ИБК в первой половине 2026 года наблюдались в отраслях с государственной поддержкой, в частности в сельском хозяйстве. Разнонаправленная динамика и наиболее низкие оценки ИБК сохранялись преимущественно в первой половине 2026 года в экспортно ориентированных отраслях – например, в добыче полезных ископаемых. При этом предприятия добычи полезных ископаемых, а также обрабатывающие предприятия, производящие промежуточные товары, были наиболее чувствительны к росту неопределенности в экономике, что сдерживало их текущую и инвестиционную деятельность.

Еще один пример использования опросных данных для принятия решений по ставке – анализ показателей обеспеченности кадрами в отраслевом разрезе. Если такой анализ показывает нехватку трудовых ресурсов как основной фактор, ограничивающий рост деловой активности, можно сделать вывод, что без **роста производительности труда дальнейшее расширение выпуска крайне затруднено, а любые попытки стимулировать спрос в такой ситуации вызовут не рост ВВП, а ускорение инфляции.**

В настоящее время бизнес адаптируется к текущим реалиям и перешел к фазе вынужденной оптимизации в условиях ограничений со стороны предложения (производственные мощности, кадры). Ряд предприятий, в том числе выполняющих госзаказ, наращивают выпуск, но сталкиваются с нехваткой трудовых ресурсов, несмотря на повышение зарплат как способ привлечения или удержания кадров. Например, в обрабатывающих производствах рост деловой активности продолжился, однако его темпы стали более умеренными по сравнению с 2023–2024 годами на фоне наиболее острой по сравнению с другими отраслями проблемы дефицита кадров (с III квартала 2025 года ситуация с обеспеченностью кадрами начала немного улучшаться, но продолжала оставаться одной из наиболее сложных среди отраслей).

ОЦЕНКА ОБЕСПЕЧЕННОСТИ КАДРАМИ В РАЗРЕЗЕ ВИДОВ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
(п., с.к.)

Рис. П-31



Источники: мониторинг предприятий, расчеты Банка России.

К отраслям, где недостаток персонала может выступать фактором, сдерживающим рост деловой активности и ограничивающим эффективность инвестиций, относится также сельское хозяйство (в III квартале 2026 года отмечался наибольший дефицит кадров среди респондентов по укрупненным отраслям).

С подробными выводами региональных подразделений Банка России об отраслевых и региональных различиях деловой активности можно ознакомиться в выпуске № 41 доклада [«Региональная экономика: комментарии ГУ»](#).

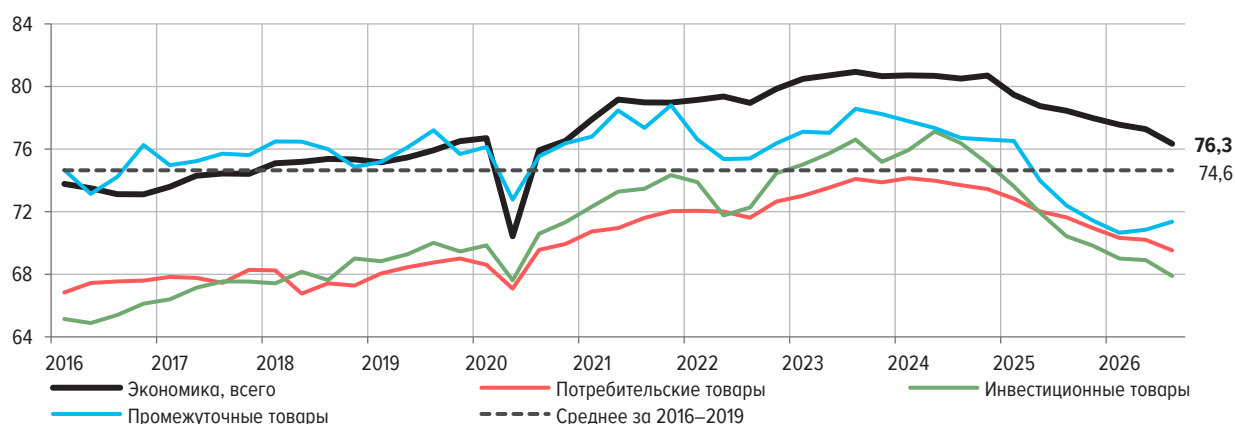
Динамика загрузки производственных мощностей является важным индикатором состояния экономического цикла и баланса спроса и предложения. При этом **причины изменения загрузки мощностей могут лежать на стороне спроса или предложения и различаться в зависимости от отрасли. Для ДКП важно оценивать, какие эффекты являются доминирующими и насколько устойчивы данные тенденции.**

В 2023–2024 годах в связи с существенным повышением спроса на отечественную продукцию загрузка производственных мощностей в российской экономике достигла исторических максимумов. В условиях высокого спроса предприятия наращивали использование имеющихся мощностей и вводили в эксплуатацию новые, значительно увеличивая инвестиции. По мере роста объемов основных средств и некоторого охлаждения спроса уровень использования производственных мощностей в 2025 году начал снижаться по отношению к рекордным уровням предыдущего года. В III квартале 2026 года загрузка производственных мощностей продолжила снижаться и приближаться к среднему уровню за период 2016–2019 годов.

УРОВЕНЬ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ МОЩНОСТЕЙ В РАЗРЕЗЕ ПОДОТРАСЛЕЙ ОБРАБАТЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

(% С.К.)

Рис. П-32

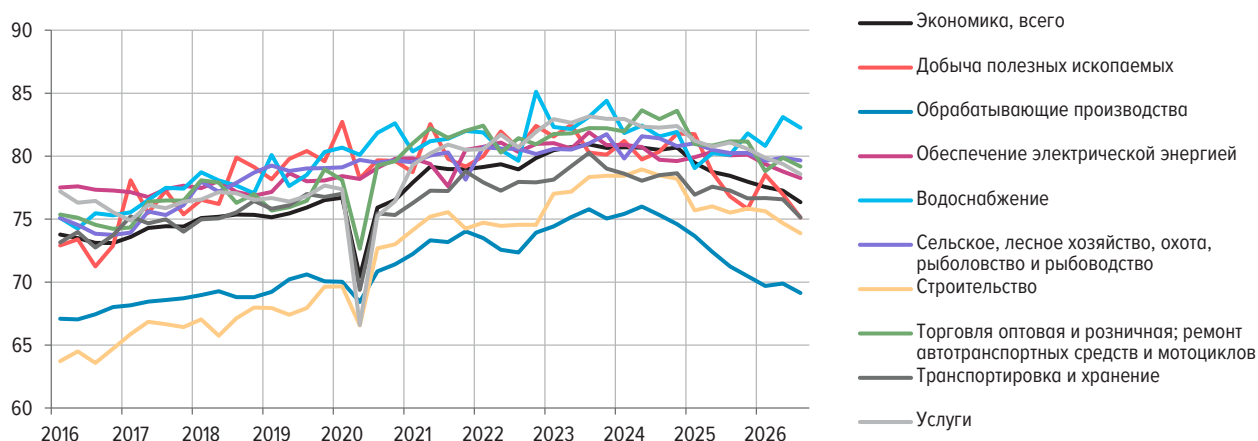


Источники: мониторинг предприятий, расчеты Банка России.

УРОВЕНЬ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ МОЩНОСТЕЙ ПО ОТРАСЛЯМ

(% С.К.)

Рис. П-33



Источники: мониторинг предприятий, расчеты Банка России.

Например, снижение загрузки в **добывающем секторе** в 2025–2026 годах отражает ограничения на стороне предложения, связанные с внешними факторами (санкционные барьеры, логистические сложности). Введенные в эксплуатацию крупные **промышленные объекты** используются не в полной мере из-за ограниченных возможностей по сбыту продукции. Это может оказывать как дезинфляционное влияние через сжатие доходов экспортеров, так и проинфляционное – через рост издержек. Снижение загрузки в **строительной отрасли**, начавшееся во второй половине 2024 года, во многом обусловлено завершением безадресной программы льготной ипотеки.

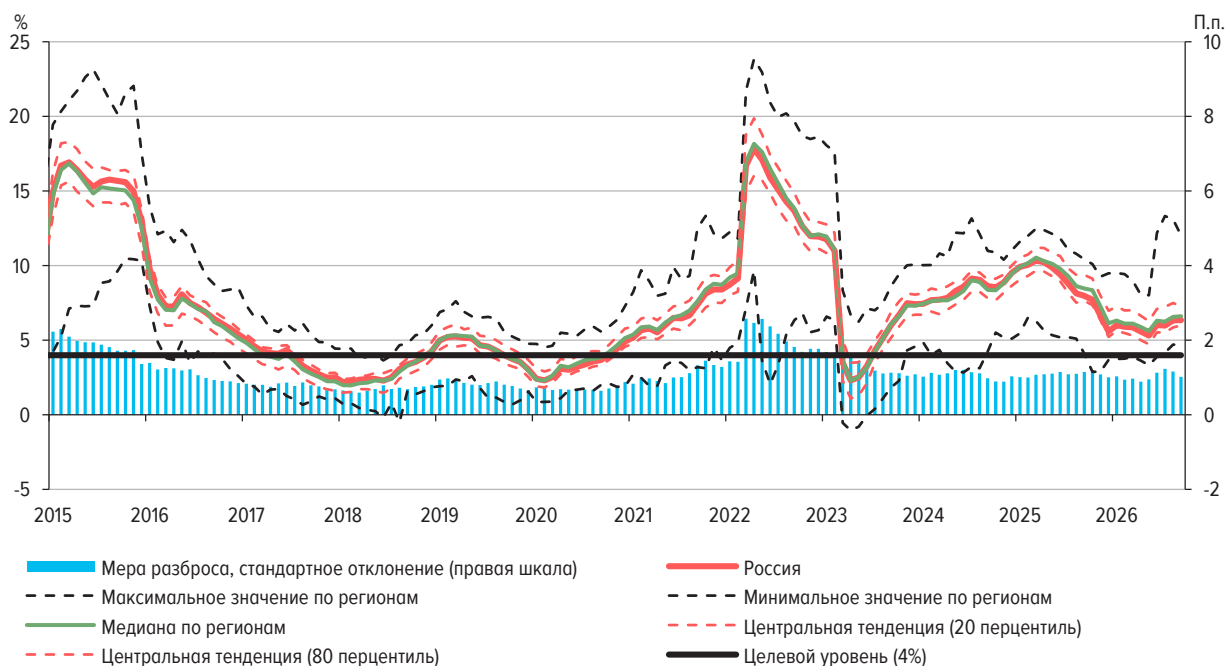
С выводами региональных подразделений Банка России об отраслевой неоднородности загрузки мощностей можно ознакомиться в выпуске № 40 доклада [«Региональная экономика: комментарии ГУ»](#).

Региональные различия инфляционных процессов

Банк России проводит ДКП с целью поддержания годовой инфляции вблизи 4% по России в целом. Региональные показатели инфляции могут значительно отклоняться от общестранового тренда в периоды экономической нестабильности, но при возвращении темпов роста цен к целевому уровню происходит их сближение. Разброс становится минимальным, поскольку достижение макроэкономической стабильности на федеральном уровне (в большинстве регионов) способствует стабилизации динамики цен и в субъектах страны, в которых влияние шоковых изменений в экономике проявлялось сильнее.

РАЗБРОС ГОДОВОГО ПРИРОСТА ЦЕН В РЕГИОНАХ ОТНОСИТЕЛЬНО ДИНАМИКИ ПО РОССИИ*

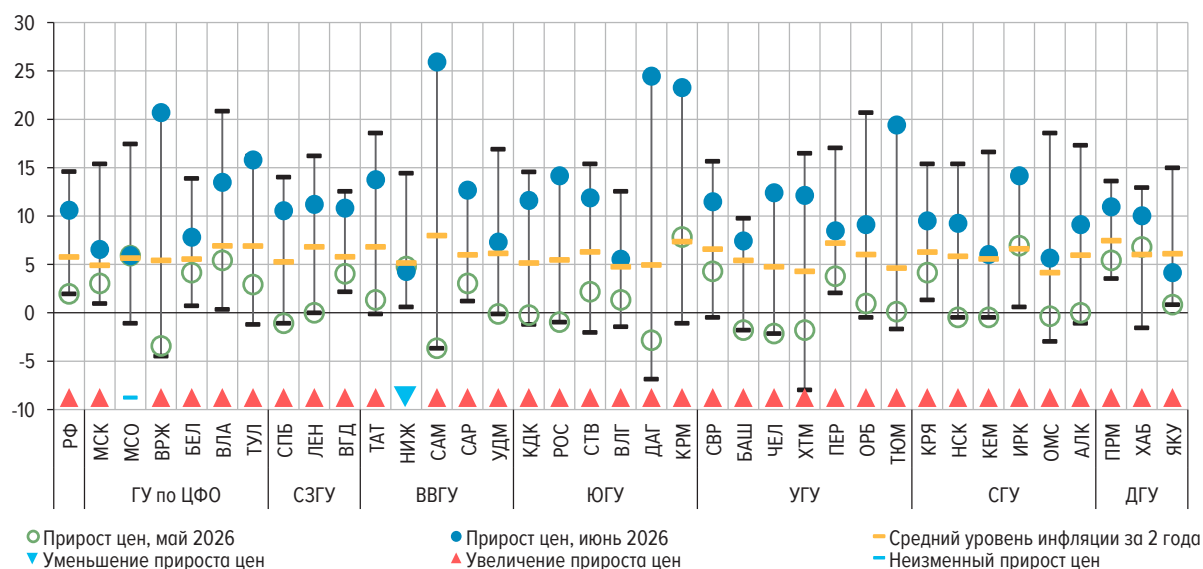
Рис. П-34



* По сентябрь 2026 года включительно.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Например, в период 2017–2019 годов, когда средняя инфляция по стране была вблизи 4%, стандартное отклонение показателей региональных темпов роста потребительских цен находилось в диапазоне от 0,6 до 0,98 процентного пункта. В 2020–2025 годах из-за усиления влияния экономических шоков неоднородность приростов потребительских цен в регионах увеличилась и оставалась высокой относительно стабильного периода 2017–2019 годов. Пик неоднородности наблюдался в 2022 году (стандартное отклонение составило 2,6 п.п. в марте 2022 года). Затем по мере ослабления воздействия шоков на экономику и под влиянием ДКП разброс (стандартное отклонение) цен снижался. В 2025 году стандартное отклонение показателей региональных темпов роста потребительских цен находилось в диапазоне от 1 до 1,15 процентного пункта. В январе – мае 2026 года стандартное отклонение региональных темпов роста цен на все товары и услуги приблизилось к уровню 2017–2019 годов и составило в среднем 0,96 процентного пункта. При этом в июне – сентябре в условиях роста неопределенности стандартное отклонение в среднем увеличилось до 1,13 процентного пункта.

МЕСЯЧНЫЕ ПРИРОСТЫ ЦЕН (С.К.Г.) В НАИБОЛЕЕ КРУПНЫХ РЕГИОНАХ В УСЛОВИЯХ РОСТА НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ Рис. П-35 (%)

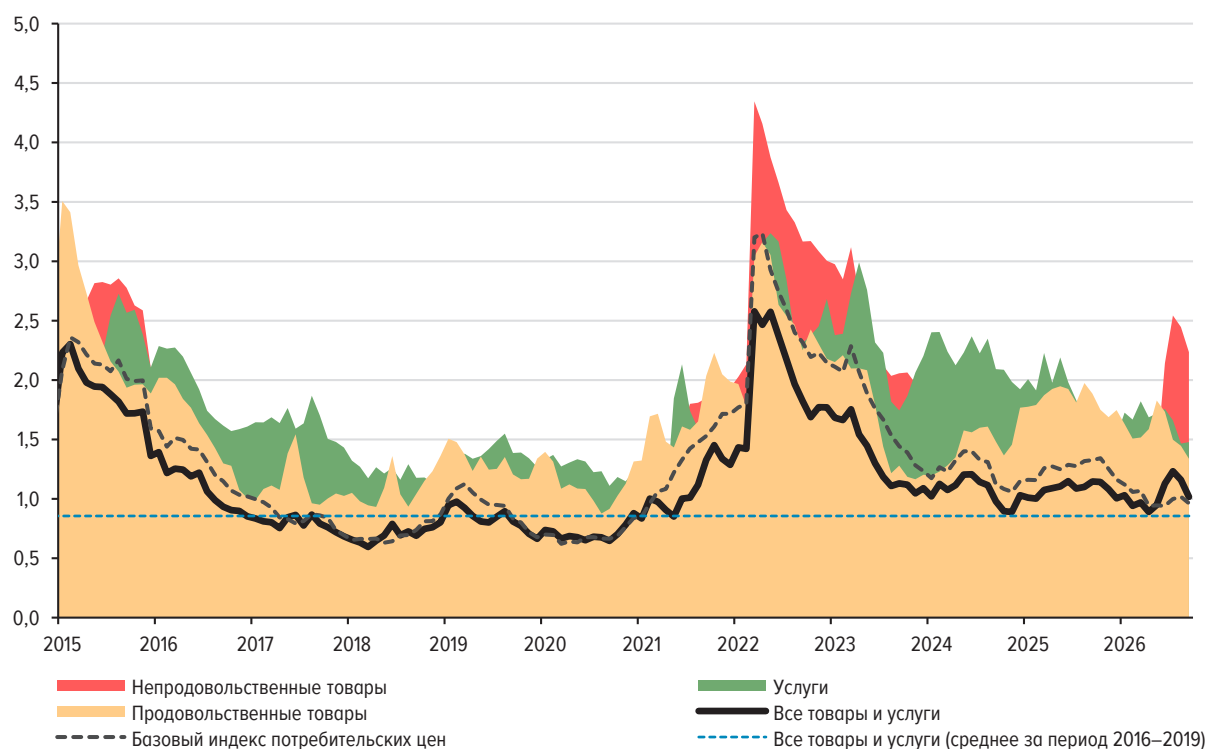


Примечание. Черные линии обозначают минимальную и максимальную инфляцию за последние 12 месяцев.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Анализ распределения среднего уровня годовой инфляции по крупным регионам России за последние 2 года также указывает на конвергенцию региональных темпов роста цен. Среди макрорегионов можно выделить ГУ по ЦФО и СЗГУ, где наблюдалось минимальное отклонение от общефедерального уровня. Большим разбросом характеризуются УГУ и ДГУ.

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

Рис. П-36



* По сентябрь 2026 года включительно.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

МЕРА РАЗБРОСА РЕГИОНАЛЬНЫХ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ЦЕН (Г/Г) ПО ТОВАРНЫМ ГРУППАМ
(СТАНДАРТНОЕ ОТКЛОНЕНИЕ, П.П.)

Табл. П-4

Период	Группа товаров	Минимальное стандартное отклонение	Максимальное стандартное отклонение	Среднее стандартное отклонение
2017–2019	Все товары и услуги	0,60	0,98	0,78
	Продовольственные товары	0,93	1,54	1,17
	Непродовольственные товары	0,85	1,42	1,09
	Услуги	1,02	1,87	1,40
2020	Все товары и услуги	0,65	0,88	0,71
	Продовольственные товары	0,88	1,40	1,11
	Непродовольственные товары	0,80	1,02	0,90
	Услуги	1,11	1,37	1,26
2022	Все товары и услуги	1,42	2,58	2,02
	Продовольственные товары	1,78	3,16	2,51
	Непродовольственные товары	2,03	4,35	3,31
	Услуги	1,63	3,24	2,56
2025	Все товары и услуги	1,00	1,15	1,08
	Продовольственные товары	1,69	1,97	1,84
	Непродовольственные товары	1,16	1,70	1,41
	Услуги	1,45	2,23	1,82
Январь – сентябрь 2026	Все товары и услуги	0,89	1,23	1,04
	Продовольственные товары	1,34	1,83	1,56
	Непродовольственные товары	1,25	2,54	1,79
	Услуги	1,47	1,82	1,66

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

На **скорость сближения** региональной инфляции со средним уровнем по России влияют **структурные факторы** – **географические, социально-культурные, административные** и другие особенности регионов. Эти факторы определяют структуру региональной экономики, в том числе отраслевую специализацию. В регионах с высокой концентрацией производства (энергетический комплекс, металлургия, добывающий сектор) из-за более длинных производственных цепочек и преобладания долгосрочных контрактов изменение рыночной конъюнктуры транслируется в цены смежных секторов и конечную продукцию с большим временным лагом. Напротив, в регионах с развитым потребительским сегментом (оптовая и розничная торговля, сфера услуг) и конкурентной средой цены могут сильнее реагировать на внешние шоки и быстрее подстраиваться под изменение рыночных условий. От этого в свою очередь зависят временные лаги воздействия ТМ ДКП на инфляцию в конкретном субъекте, а также реакция региональных цен на общеэкономические шоки. Регулирование в части субсидирования тарифов на жилищно-коммунальные услуги и установления предельных наценок на социально значимые товары выступает еще одной причиной расхождения региональной ценовой динамики со среднероссийскими показателями.

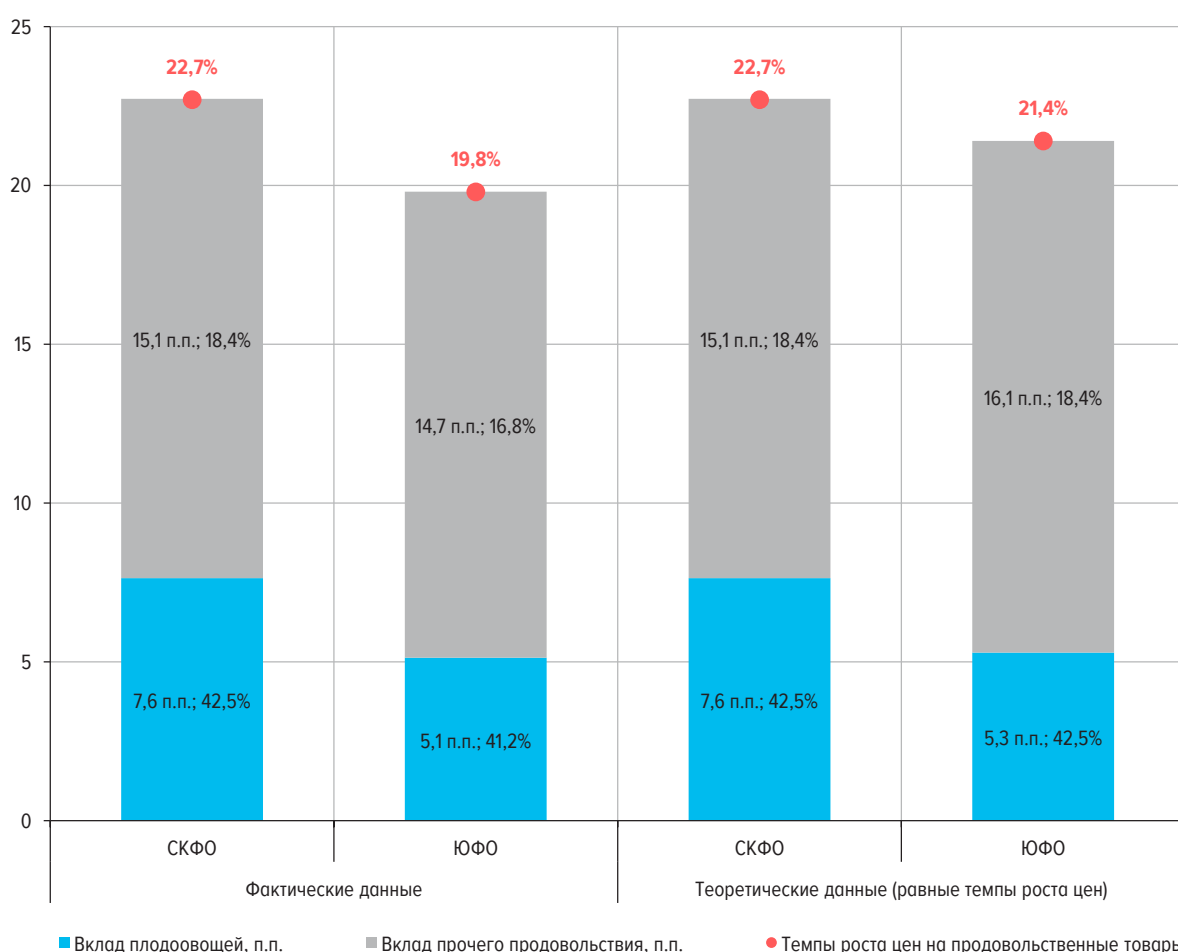
Структурные факторы определяют силу и длительность влияния экономических шоков на динамику цен в регионах. В результате возникает неоднородность. Она может наблюдаться как в краткосрочном периоде, когда экономика еще не успела подстроиться под изменения, так и в долгосрочном – при ее нахождении вблизи [траектории сбалансированного роста \(равновесия\)](#).

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

Во-первых, из-за уже сложившихся различий в структуре потребительской корзины. Например, в регионах с более высокой долей продовольствия ценовая динамика сильнее подвержена воздействию сезонных колебаний и изменению издержек производителей сельхозпродукции. Это хорошо заметно в периоды резких изменений. Например, в марте 2022 года самые высокие темпы роста цен на продовольствие наблюдались в СКФО. Определяющим фактором стала доля плодоовощной продукции в структуре потребления населения (8,2% по сравнению с 4,6% по России). Плодоовощная продукция по всей стране дорожала повышенными темпами. Так, при почти равных темпах роста цен на плодоовощную продукцию в СКФО и ЮФО преимущественно из-за различий в структуре потребления (доля – 8,2% по сравнению с 5,2%) вклад этого фактора в темпы роста цен на продовольствие в СКФО оказался в 1,5 раза больше (7,6 п.п. по сравнению с 5,1 п.п. в ЮФО).

ВКЛАД ПЛОДООВОЩЕЙ В ПРИРОСТ ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ В ЮФО И СКФО В МАРТЕ 2022 ГОДА

Рис. П-37



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

Во-вторых, из-за отклонения темпов роста цен на конкретные товары и услуги ввиду территориальных особенностей. Например, территориальная удаленность регионов от крупных торговых центров и морских портов влияет на величину логистических издержек. Так, из-за близости к азиатским рынкам рост цен на непродовольственные товары на Дальнем Востоке в 2022 году был ниже, чем по стране. Влияние этого фактора было хорошо заметно в марте 2022 года. Меньшими темпами дорожали инструменты и оборудование (21,8% по сравнению с 31,6% г/г по России), телерадиотовары (33,7% по сравнению с 42,1% г/г по России), электротовары и бытовые приборы (34,4% по сравнению с 38,5% г/г по России).

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

Базовой макроэкономической концепцией при анализе структурной инфляции является **закон единой цены**³. На практике экономисты исследуют эффекты, приводящие к нарушению закона (отклонению цен от паритета). Например, эффект Балассы – Самуэльсона, который проявляется в том, что рост производительности труда в торгуемом секторе в отдельных регионах ведет к росту зарплат в торгуемом секторе этих регионов относительно более высокими темпами без влияния на конечную стоимость производимой продукции. Как следствие, ускоряется рост всех зарплат, в том числе в неторгуемых секторах, например в сфере услуг. Это ведет к ускорению роста цен на услуги и индекса потребительских цен в целом. Косвенным подтверждением того, что темпы роста цен на услуги более разнородны в зависимости от региональных факторов, являются высокие значения меры их разброса относительно продовольственных и непродовольственных товаров, в том числе в 2017–2019 годах, когда инфляция находилась вблизи целевого уровня.

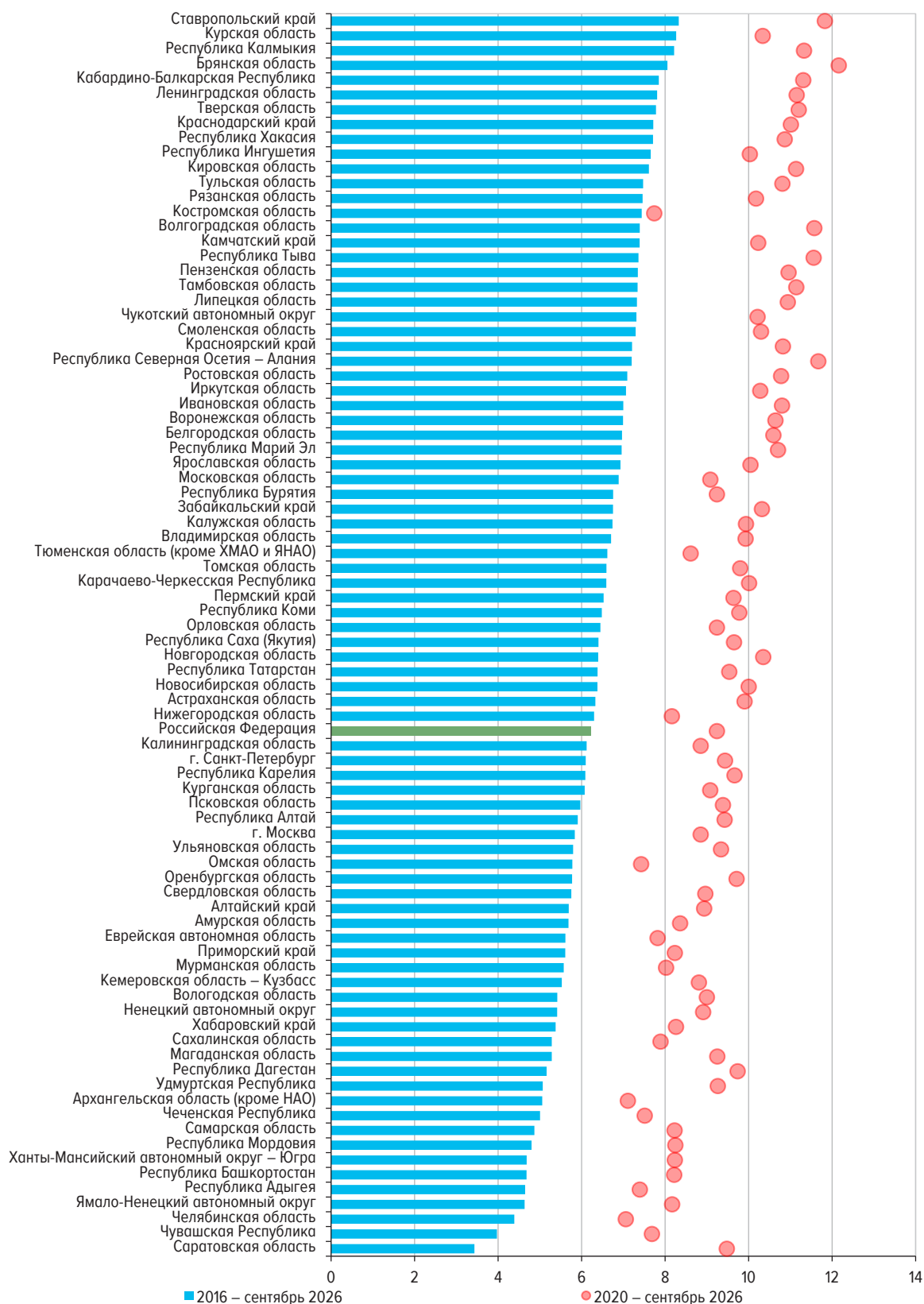
Анализ инфляции по отдельным товарным группам позволяет определить, какие факторы – спроса или предложения – вносят основной вклад в ценовую динамику и насколько устойчивы эти процессы.

Цены на **продовольствие** росли сильнее относительно общего уровня цен практически ежегодно из-за влияния большого количества **разовых или непродолжительных факторов**. Существенные различия в приростах цен отмечались по **плодоовощной продукции**, для которой характерна высокая ценовая волатильность. На стоимость влияли в первую очередь **объемы урожая и структура поставок**.

³ Согласно закону единой цены, торгуемые (перемещаемые) товары в регионах продаются по одинаковой цене, скорректированной на транзакционные издержки. Если цены в каких-то регионах сильно различаются, возникает арбитраж (возможность покупать в одном регионе дешево и продавать в другом дорого), что приводит к выравниванию цен.

СРЕДНЕГОДОВОЙ ТЕМП ПРИРОСТА ЦЕН НА ПЛОДОВООЩНУЮ ПРОДУКЦИЮ В 2016–2026 ГОДАХ*
(%)

Рис. П-38



* По сентябрь 2026 года включительно.

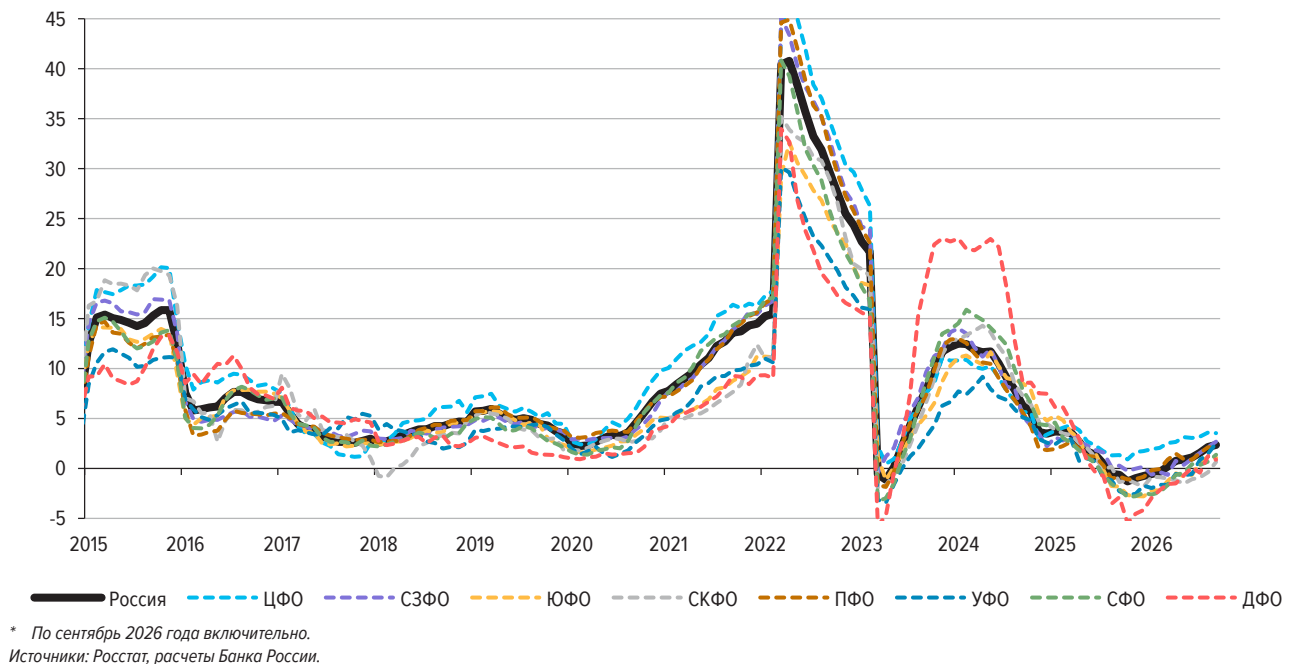
Примечание. За исключением данных по г. Севастополю и Республике Крым за 2016–2017 годы. Официальная статистическая информация по основным показателям социально-экономического положения субъектов Российской Федерации публикуется без учета статистической информации по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Более однородно по регионам складывался рост цен на **непродовольственные товары**. Наибольшие различия в динамике цен отмечались по легковым автомобилям. В 2020–2023 годах существенный рост цен на машины был связан с **ограниченным предложением**, обусловленным отчасти логистическими трудностями и приостановками производства (в том числе в условиях пандемии). В конце 2024 года автомобили сместились в группу товаров и услуг с наименьшими приростами цен благодаря восстановлению предложения.

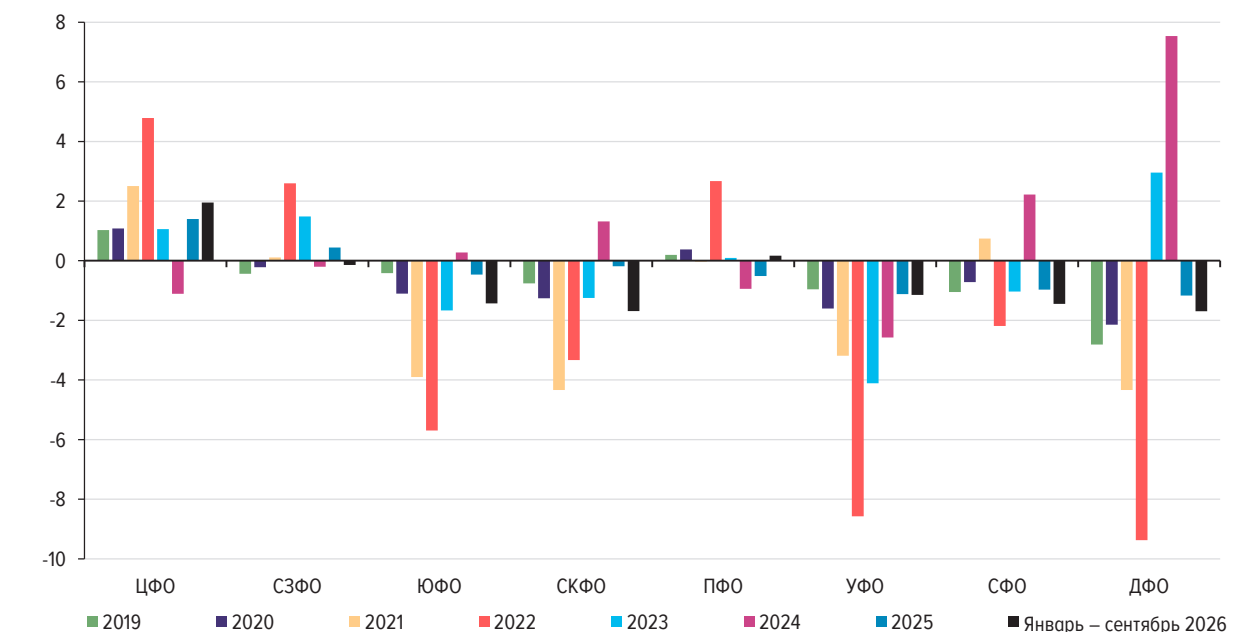
ПРИРОСТ ЦЕН НА ЛЕГКОВЫЕ АВТОМОБИЛИ*
(% Г/Г)

Рис. П-39



ПРИРОСТ ЦЕН НА ЛЕГКОВЫЕ АВТОМОБИЛИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ОКРУГАМ, ОТКЛОНЕНИЕ
ОТ ОБЩЕРОССИЙСКОГО УРОВНЯ
(В СРЕДНЕМ ЗА ГОД, П.П.)

Рис. П-40



ПРИРОСТ ЦЕН НА ЛЕГКОВЫЕ АВТОМОБИЛИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ОКРУГАМ, ОТКЛОНЕНИЕ
ОТ ОБЩЕРОССИЙСКОГО УРОВНЯ
(В СРЕДНЕМ ЗА ГОД, П.П.)

Табл. П-5

Макрорегион	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Январь – сентябрь 2026
ЦФО	1,03	1,08	2,50	4,79	1,06	-1,11	1,40	1,95
СЗФО	-0,44	-0,22	0,11	2,59	1,49	-0,20	0,44	-0,14
ЮФО	-0,42	-1,10	-3,90	-5,69	-1,67	0,27	-0,46	-1,43
СКФО	-0,76	-1,26	-4,34	-3,33	-1,25	1,32	-0,18	-1,69
ПФО	0,20	0,38	-0,03	2,67	0,09	-0,94	-0,51	0,17
УФО	-0,96	-1,60	-3,19	-8,57	-4,11	-2,57	-1,12	-1,15
СФО	-1,05	-0,72	0,75	-2,19	-1,04	2,22	-0,97	-1,45
ДФО	-2,81	-2,14	-4,34	-9,38	2,96	7,54	-1,17	-1,69

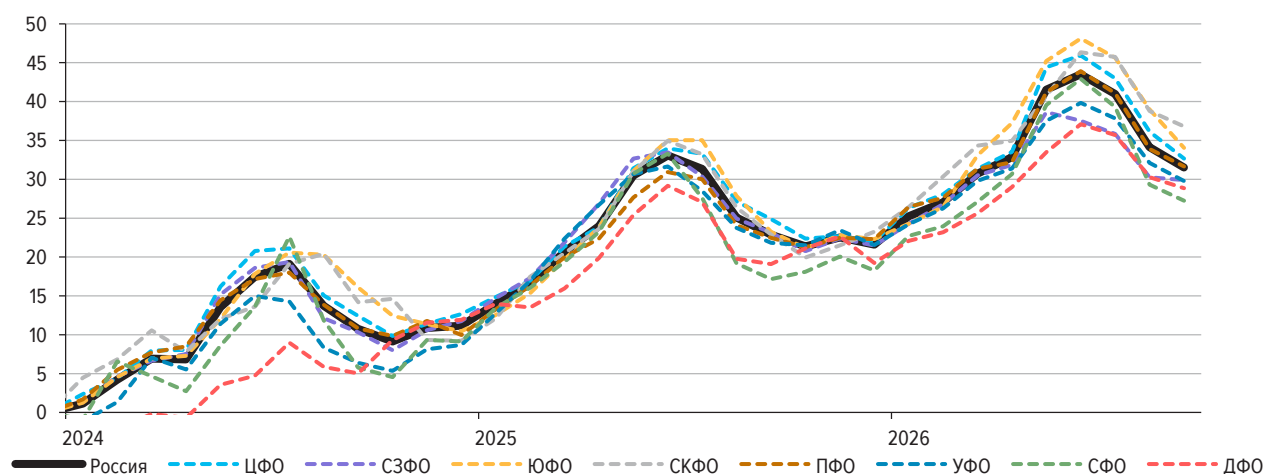
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Заметно различались от региона к региону и накопленные приросты цен на **строительные материалы**. На них влияли динамика спроса со стороны населения и объемов жилищного строительства, а также структура рынка, в том числе наличие собственных производств этих товаров.

Все виды **услуг** в 2020–2021 годах находились в группе с наименьшими приростами цен или в группе со средними приростами. При этом в дальнейшем ряд услуг сместился в группу с максимальными приростами цен, в первую очередь это касалось туристической сферы. Так, с 2022 года повышенными темпами дорожали услуги **зарубежного туризма**, в том числе из-за ограниченности предложения выездных направлений, снижения числа международных авиарейсов. При этом в условиях переориентации спроса с зарубежного на внутренний туризм с 2023 года высокими темпами дорожали **пассажироперевозки, экскурсии, услуги культуры**.

ПРИРОСТ ЦЕН НА УСЛУГИ ВНУТРЕННЕГО ТУРИЗМА ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ОКРУГАМ (НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ)*
(% К ДЕКАБРЮ 2023, НЕ С.К.)

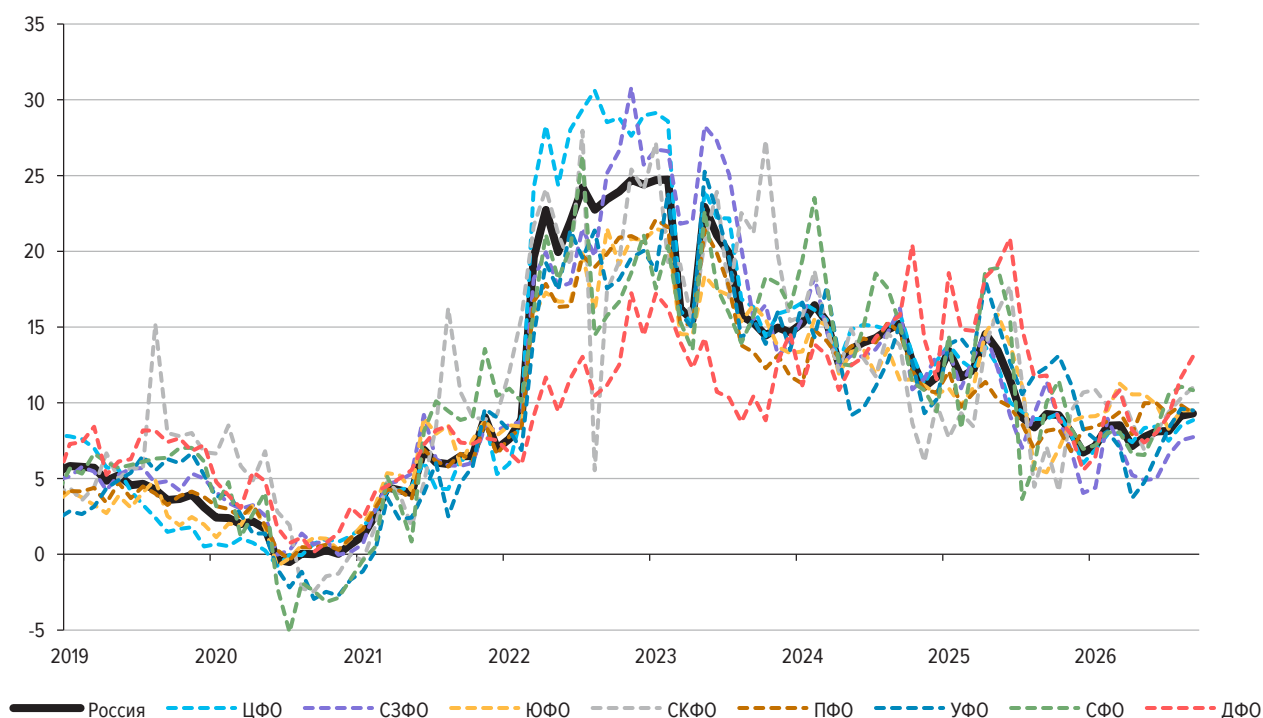
Рис. П-41



* По сентябрь 2026 года включительно.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРИРОСТ ЦЕН НА УСЛУГИ ВНУТРЕННЕГО ТУРИЗМА*
(% Г/Г)

Рис. П-42



* По сентябрь 2026 года включительно.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

С развитием сферы туризма тесно связана динамика **оборота общественного питания**, где также наблюдается высокая неоднородность по регионам. При этом больше всего за последние 5 лет услуги общественного питания подорожали в республиках Алтай и Калмыкия, Алтайском крае, наименьшим образом – в Чеченской Республике и Республике Ингушетия.

С подробными выводами региональных подразделений Банка России о неоднородности темпов роста цен можно ознакомиться в выпуске № 36 доклада [«Региональная экономика: комментарии ГУ»](#).

Приложение 6. Нейтральная процентная ставка и потенциальные темпы роста экономики

По оценке Банка России, долгосрочный темп роста российского потенциального ВВП находится в диапазоне 1,5–2,5%. Оценка долгосрочной реальной нейтральной ставки для России остается на уровне 3,5–4,5% (что соответствует 7,5–8,5% в номинальном выражении). Банк России рассматривает нейтральную ставку как ориентир для уровня процентных ставок в экономике в долгосрочном периоде

Темп роста потенциального выпуска

Потенциальный выпуск и нейтральная процентная ставка являются ключевыми ненаблюдаемыми величинами в макроэкономическом анализе и денежно-кредитной политике (ДКП). Их оценка – важная и нетривиальная задача для целей ДКП, в первую очередь для калибровки прогнозных моделей и коммуникационной политики с рынком.

Потенциальный выпуск определяет уровень производства, при котором в экономике отсутствует повышательное или понижающее давление на инфляцию, а ресурсы – труд и капитал – используются при стандартном уровне загрузки. Оценка потенциального выпуска необходима при расчете разрыва выпуска, который в свою очередь используется для оценки инфляционного давления со стороны реального сектора и принятия решений по ДКП. Положительный разрыв сигнализирует о перегреве экономики и является фактором ускорения инфляции, тогда как отрицательный разрыв указывает на наличие неиспользованных ресурсов и давление на инфляцию вниз.

Оценивание потенциального выпуска решает две различные задачи:

- **ретроспективную** – выделение тренда в исторических данных, чтобы понять, как менялся потенциал в прошлом, и оценить величину циклических колебаний;
- **прогнозную** – определение траектории потенциального выпуска на среднесрочном горизонте в будущем, что необходимо для формирования сценариев денежно-кредитной политики и оценки устойчивости темпов экономического роста.

Оценка потенциала на истории позволяет понять природу экономических колебаний последних лет: были ли они обусловлены временными шоками спроса или связаны с изменением технологической границы экономики. Оценка потенциала на прогнозе (сценарное моделирование) формирует ориентиры для ДКП, определяя, какие темпы роста являются инфляционно-нейтральными в будущих периодах.

В академической литературе под потенциальным выпуском могут пониматься три разные концепции¹:

- **Естественный выпуск** – уровень выпуска, который достигается при полностью гибких ценах и заработных платах. Естественный выпуск реагирует на шоки производительности (технологий), наценок фирм, госрасходов, но не подвержен шокам ДКП.
- **Эффективный выпуск** – уровень выпуска, который гипотетически мог бы сложиться в экономике в ситуации полностью гибких цен и совершенной конкуренции, то есть при эффективном распределении ресурсов. Эффективный выпуск не изменяется в ответ на шоки ДКП и наценок фирм, но подвержен шокам производительности, госрасходов.
- **Тренд выпуска** – уровень выпуска на траектории сбалансированного роста (BGP; Balanced Growth Path) при отсутствии жесткостей и шоков, вокруг которого колеблется естественный выпуск.

Для калибровки структурных и полуструктурных моделей среднесрочного прогнозирования, используемых при принятии решений по ДКП, важна динамика выпуска на траектории сбалансированного роста как ориентир темпов устойчивого развития экономики.

В российской экономике, характеризующейся структурными сдвигами (кризисные явления 2014 года, пандемия 2020 года, изменение внешнеполитической конъюнктуры и санкционное давление 2022 года), задача оценивания потенциального выпуска сопряжена с высокой неопределенностью. Различные методологические подходы дают неидентичные, а иногда и разнонаправленные оценки, что требует тщательного анализа и обоснования выбора того или иного метода для оценки потенциала.

В международной² и российской практике используются три основные группы методов оценивания потенциального выпуска: фильтрация фактических данных, построение и калибровка структурных моделей, подход на основе факторного анализа.

Методы выделения тренда фильтрацией опираются на статистические и эконометрические алгоритмы, которые разделяют ряд фактического ВВП на трендовую (потенциал) и циклическую (разрыв) компоненту. Подходы к фильтрации данных делятся на две группы: неструктурные и полуструктурные фильтры.

Неструктурные одномерные фильтры основаны на выделении долгосрочного тренда только из временного ряда ВВП. Они просты в реализации, но имеют существенные недостатки: высокую неопределенность на концах выборки, чувствительность к выбору параметров сглаживания и отсутствие экономического содержания.

Полуструктурные многомерные фильтры используют алгоритм калмановской фильтрации для оценивания моделей пространства состояний и могут учитывать структурные макроэкономические соотношения – кривую Филлипса, закон Оукена, IS-кривую. Основное преимущество полуструктурных фильтров заключается в их способности отражать взаимосвязи между макроэкономическими переменными и учитывать экономическую теорию.

¹ [Gali J. Monetary policy, inflation and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications. Princeton University Press. 2015.](#)

² [De Resende. An assessment of IMF medium-term forecasts of GDP growth. IEO Background Paper No. BP/14/01. 2014.](#)

Подход на основе факторного анализа (GA-подход) опирается на производственную функцию и позволяет в явном виде идентифицировать источники экономического роста: темпы роста труда, капитала и совокупной факторной производительности (СФП)³. Преимущество GA-подхода состоит в его экономической интерпретируемости и возможности проведения сценарного прогнозирования, а также в устойчивости результатов к структурным сдвигам. Оценки потенциального выпуска на основе факторного анализа приводятся в исследованиях ЕЦБ⁴, ФРС⁵ и других центральных банков. Регулярную переоценку потенциального выпуска с использованием GA-подхода проводит Банк Канады⁶.

Выбор метода для оценивания будущих темпов роста потенциального выпуска на горизонте 2026–2029 годов требует учета специфики текущей экономической конъюнктуры. Российская экономика после 2022 года столкнулась с рядом структурных сдвигов: изменением внешнеэкономических связей, санкционным давлением, межсекторальным перераспределением ресурсов и изменениями в миграционных потоках и демографии. В таких условиях экстраполяция исторических трендов, полученных фильтрами, становится крайне неустойчивой.

В 2025 году опубликована работа Банка России⁷, посвященная методам оценки нейтральной ставки и потенциального выпуска. В ней рассматриваются методология и оценки, полученные множеством структурных, полуструктурных и неструктурных методов. В 2026 году оценки потенциального выпуска с использованием фильтров были обновлены и к ним были добавлены оценки в рамках GA-подхода⁸, в дальнейшем планируется ежегодная публикация результатов на основе сформированного набора методов. Оценки темпов роста потенциального выпуска, полученные в рамках GA-подхода и с использованием фильтров, на исторических данных довольно близки друг к другу и составляют порядка 1,8–2,0% в последние 5 лет, что близко к середине интервала оценок Банка России в 1,5–2,5%.

Применение GA-подхода для определения вклада факторов в темпы роста российской экономики в период после перехода к таргетированию инфляции позволило выделить два эпизода.

2015–2021 годы. Динамика СФП колебалась вблизи нуля под влиянием внешних и внутренних ограничений. Введение санкций, снижение цен на нефть и глобальное замедление технологического прогресса сузили возможности технологического трансфера и сократили приток прямых иностранных инвестиций, оказав давление на технологический компонент СФП. Расширение экономики осуществлялось преимущественно за счет роста капиталовооруженности, однако инвестиции смещались в инфраструктурные и замещающие проекты с относительно низкой предельной отдачей.

2022–2025 годы. В 2022 году в российской экономике произошел структурный шок, обусловленный изменением внешнеполитической конъюнктуры и ужесточением санкционного режима, что привело к разрыву ряда технологических и торговых связей. В результате СФП

³ Fernald, J. A Quarterly Utilization-Adjusted Series on Total Factor Productivity. Federal Reserve Bank of San Francisco. 2014.

⁴ Musso, Westermann. Assessing potential output growth in euro area a growth accounting perspective. Occasional paper series. No. 20. 2005.

⁵ Fernald, Matoba. Growth Accounting, Potential Output, and the Current Recession. FRBSF Economic Letter. 2009.

⁶ Bank of Canada. Potential output in Canada: 2026 assessment. Staff Analytical Paper 2026–19.

⁷ Ермаков С. и другие. [Оценки ненаблюдаемых переменных в России: Расставляем черты и звезды над г и у](#). Банк России. Аналитическая записка. Август 2025 года.

⁸ Вихарев П. и другие. [Потенциальный выпуск в российской экономике: оценки 2026 года](#). Банк России. Аналитическая записка. Август 2026 года.

снизилась. Период 2023–2024 годов стал временем бурного роста, главным драйвером которого выступил оборонно-промышленный комплекс (ОПК). СФП увеличивалась, однако это было обусловлено повышенной загрузкой производственных мощностей и перераспределением ресурсов, а не фундаментальными структурными улучшениями. В 2025 году возможности экстенсивного расширения сектора столкнулись с объективными ограничениями: загрузка мощностей в ОПК приблизилась к технологическим пределам, а уровень безработицы достиг исторически низких значений. Затрудненный доступ к передовому оборудованию и технологиям сдерживает рост технологического компонента СФП, а ограничение экспортных рынков и разрыв логистических цепочек увеличивают удельные издержки. Переток ресурсов в ОПК и госсектор снижает аллокативную эффективность в гражданских отраслях.

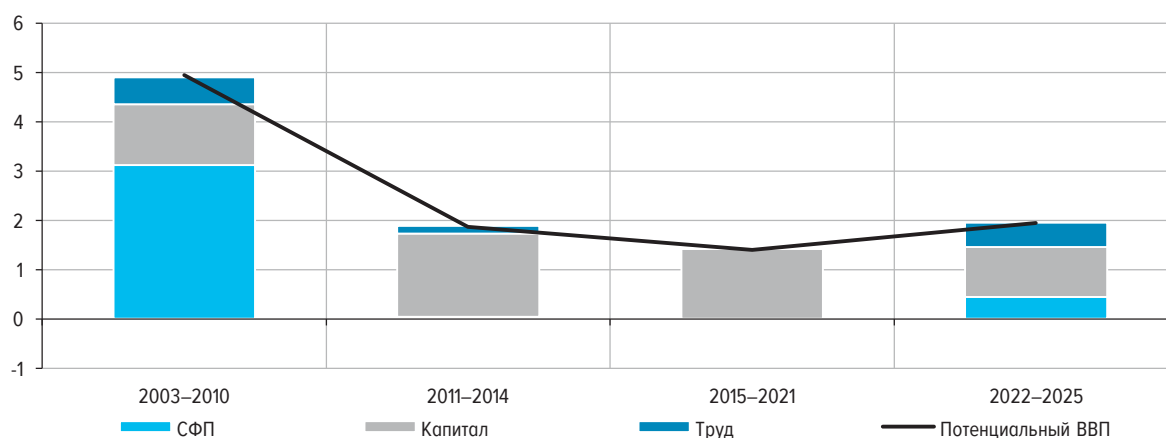
В аналитической записке Банка России⁹ рассматриваются различные сценарии развития потенциала российской экономики в рамках GA-подхода. Разброс оценок темпов роста потенциала в этой работе составляет от 0,7 до 2,1%, а на траектории сбалансированного роста, где капитал и выпуск растут одинаковым темпом, разброс немного выше и составляет от 0,5% (пессимистичный сценарий ужесточения санкций) до 3,2% (оптимистичный сценарий снятия санкций). Медианная оценка по всем сценариям составляет 1,6–1,7%. Анализ сценариев показывает, что большинство вариантов развития событий приводят к темпу роста потенциального ВВП меньше 2,0% в год. Высокие темпы роста (свыше 2,5%) возможны только при одновременном благоприятном стечении обстоятельств: снятии санкций, технологическом прорыве и высокой норме сбережения.

Учитывая оценки потенциального выпуска на исторических данных с помощью различных подходов и проанализировав возможные варианты динамики переменных в будущем в рамках факторного анализа, Банк России считает, что долгосрочный **темп роста потенциального выпуска** в российской экономике будет находиться в диапазоне 1,5–2,5%.

Темп роста потенциального выпуска влияет на другую ненаблюдаемую переменную – нейтральную процентную ставку.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ТЕМПОВ РОСТА ПОТЕНЦИАЛЬНОГО ВВП НА ФАКТОРЫ ПРОИЗВОДСТВА
(%, СРЕДНЕГОДОВОЙ РОСТ ЗА ПЕРИОД)

Рис. П-43



Источники: Росстат, Банк России.

⁹ Вихарев П., Зяблицкий И., Ермаков С., Крыжановский О., Ляхнова М. [Экономический рост в России через призму факторов производства: прошлое и возможное будущее](#). Банк России. Аналитическая записка. Август 2026 года.

Нейтральная ставка

Макроэкономисты всегда искали способ определить некий **равновесный** уровень процентных ставок, чтобы можно было узнать, являются текущие ставки сдерживающими или стимулирующими экономическую активность. Концепция общего макроэкономического равновесия подробно рассмотрена [во врезке 6 «Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»](#).

Сам термин «нейтральная процентная ставка» появился в макроэкономической литературе более века назад¹⁰, однако за последние десятилетия эта концепция значительно развилась и стала актуальной¹¹. Сегодня как в литературе, так и в коммуникации мировых регуляторов наиболее распространенными концепциями являются **нейтральная** (англ. neutral) и **естественная** (англ. natural) ставки. Нейтральная ставка определяется как ставка, не оказывающая ни сдерживающего, ни стимулирующего воздействия на инфляцию¹². В то же время естественная ставка определяется как уровень процентной ставки, который установился бы в экономике при отсутствии номинальных жесткостей (то есть при абсолютно гибких ценах).

Также различают **долгосрочные** и **краткосрочные** значения обеих равновесных ставок. Краткосрочные ставки под воздействием **циклических факторов** колеблются вокруг своих долгосрочных аналогов, значения которых определяются **структурными факторами**. Оценки долгосрочных равновесных ставок соответствуют ситуации, когда экономика находится на траектории устойчивого долгосрочного роста, инфляция – на цели, а инфляционные ожидания закорены. Тогда при поддержании ключевой ставки на уровне долгосрочной нейтральной ставки экономика будет расти своими потенциальными темпами, а инфляция останется на цели. О текущей направленности денежно-кредитной политики корректно рассуждать именно относительно краткосрочной нейтральной ставки. В силу высокой неопределенности и большого масштаба колебаний ее оценок¹³ **Банк России, как и другие центральные банки, публично сообщает только оценки долгосрочной нейтральной ставки**¹⁴ и рассматривает ее как ориентир для уровня процентных ставок в экономике на длительных промежутках времени (обычно ключевая ставка на конце прогнозного горизонта соответствует текущим оценкам нейтральной ставки). При этом следует иметь в виду, что при принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России учитывает, в какую сторону и насколько существенно в настоящее время

¹⁰ Понятие «нейтральная ставка процента» впервые употребил шведский экономист Кнут Викселль в 1898 году. Он определил нейтральную ставку как уровень реальной ставки процента, при которой спрос на капитал равен его предложению. Другими словами, это ставка процента, равная предельной производительности капитала. Викселль также рассуждал о том, что изменение текущих ставок процента в экономике относительно их нейтрального уровня может влиять на темпы роста цен. Почти через 100 лет после публикации Викселля по мере все большего перехода стран к режиму таргетирования инфляции разработанная им концепция нейтральной ставки заняла одно из центральных мест в экономической дискуссии.

¹¹ [Maurice Obstfeld. Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future, NBER Working Papers. 2023.](#)

¹² Заметим, что здесь имеется в виду именно идиосинкратический эффект денежно-кредитной политики, то есть инфляция может значительно изменяться под воздействием прочих факторов (например, бюджетной политики, конъюнктуры на международных сырьевых рынках или инфляционных ожиданий), даже если ключевая ставка находится на нейтральном уровне.

¹³ Количественно рассчитать краткосрочную нейтральную ставку весьма проблематично даже в экономиках с гораздо более долгой историей режима таргетирования инфляции, чем российская, и центральные банки такие количественные оценки не озвучивают (см., например, [Brainard L. What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy? / Remarks delivered at the Detroit Economic Club. Detroit, Michigan. 2018; Ruch U.F. Neutral Real Interest Rates in Inflation Targeting Emerging and Developing Economies. Policy Research Working Paper 9711. The World Bank. June 2021](#)).

¹⁴ Номинальная нейтральная ставка равняется реальной нейтральной ставке плюс инфляционные ожидания. В случае долгосрочных нейтральных ставок в качестве ожиданий используется цель Банка России по инфляции (4%).

краткосрочная нейтральная ставка отклоняется от долгосрочной и как она будет меняться в будущем¹⁵.

Реальная нейтральная ставка определяется структурой экономики, соотношением спроса на инвестиции и предложения сбережений, параметрами бюджетной политики, демографией, уровнем неравенства, параметрами открытости экономики, уровнем рисков инвестирования в финансовые и нефинансовые активы, а также готовностью экономических агентов принимать эти риски. Среди прочих необходимо выделить несколько наиболее важных факторов.

1. **Темп роста совокупной производительности факторов производства.** Чем он выше, тем выше нейтральная ставка, так как при более высокой производительности капитала фирмы активнее инвестируют и, соответственно, готовы больше платить за привлечение дополнительного капитала.
2. **Демография.** Состав населения и динамика его численности – как общей, так и отдельных возрастных групп – влияют на темпы экономического роста (и, следовательно, инвестиционную активность) и норму сбережения. Так, при увеличении в структуре населения доли людей среднего возраста, для которых характерна более высокая норма сбережения, нейтральная ставка будет снижаться.
3. **Бюджетная политика.** Бюджетная политика влияет на уровень равновесных ставок в экономике одновременно по нескольким каналам. При увеличении отношения государственного долга (либо бюджетного дефицита) к ВВП растет спрос на заимствования, что делает инвестиции в экономике более дорогими¹⁶ и увеличивает равновесные ставки. Рост долговой нагрузки государства также повышает премию за риск для международных инвестиций в отечественную экономику, особенно если большая доля заимствований номинирована в иностранной валюте. Помимо государственного долга, изменения ставок различных налогов могут влиять на решения домохозяйств по сбережениям и на спрос на капитал со стороны фирм, что сдвигает равновесие на рынке капитала и, следовательно, определяет новые равновесные ставки. Например, увеличение ставки налога на доход от инвестиций для физических лиц приведет к уменьшению предложения капитала в экономике и повысит равновесные ставки.
4. **Степень развития финансового сектора и его регулирование.** Более развитые банковский сектор и рынки капитала способствуют увеличению нормы сбережения в экономике и, соответственно, снижению уровня нейтральной ставки. Этому же содействует удлинение горизонта планирования экономических агентов, которое повышает значимость будущего потребления по сравнению с текущим, тем самым стимулируя увеличивать сбережения.
5. **Уровень нейтральной ставки в других экономиках.** В экономике с высокой степенью открытости финансового счета нейтральная ставка будет сопоставима с нейтральной ставкой на мировом финансовом рынке (внешняя ставка) с поправкой на страновую премию за риск и премию за волатильность инфляции. Страновая премия характеризует различия в степени восприятия экономическими агентами суверенных кредитных рисков, а также предсказуемости экономических условий в этой стране в сравнении с ключевыми экономиками, условия в которых определяют уровень мировой нейтральной ставки.

¹⁵ Центральные банки развитых стран и Банк международных расчетов признают полезность концепции нейтральной ставки, но подчеркивают, что в связи с высокой неопределенностью оценок она не может служить механическим ориентиром для принятия решений по денежно-кредитной политике (см., в частности, [Brand C., Lisack N., and Mazelis F. Natural Rate Estimates for the Euro Area: Insights, Uncertainties and Shortcomings. ECB Economic Bulletin. Issue 1/2025. 2025](#); [Borio, C. Navigating by r*: Safe or Hazardous? BIS Working Papers. No. 982. 2021](#)).

¹⁶ [Rachel L., & Summers L.H. On Falling Neutral Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation. Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2019.](#)

В то же время **нейтральная ставка – ненаблюдаемая величина, поэтому ее невозможно непосредственно измерить, а можно лишь приблизительно оценить на основе набора наблюдаемых экономических показателей и их динамики.**

Методы оценки нейтральной ставки, используемые экономистами, можно разделить на три условные группы:

- **Структурные** модели предполагают четкую (микрообоснованную) структуру экономики – механизмы принятия решений агентами в экономике и правила их взаимодействия между собой. Основными представителями структурного подхода являются модели динамического стохастического общего равновесия (англ. DSGE) и модели перекрывающихся поколений (англ. OLG). Последние позволяют также учитывать демографические факторы.
- **Полуструктурные** модели получили активное распространение начиная с работы Лаубаха и Уильямса (2003)¹⁷. Аналогично неструктурным моделям они позволяют получать оценки, основанные в первую очередь на имеющихся данных, учитывая при этом некоторые теоретические макроэкономические взаимосвязи, то есть оставаясь довольно близко к логике микрообоснованных структурных моделей. Модель Лаубаха и Уильямса (2003) была впоследствии неоднократно модифицирована для учета шоков пандемии и случая открытой малой экономики¹⁸.
- **Неструктурные** методы позволяют данным говорить самим за себя и не накладывают никаких содержательных ограничений на макроэкономические и финансовые переменные, используемые для оценок. Эта группа включает довольно широкий спектр методов, в том числе фильтрацию исторического временного ряда реализованных реальных ставок для выделения из них тренда¹⁹, построение долгосрочного прогноза из эконометрических моделей в приведенной форме²⁰, исходя из того, что на достаточно продолжительном периоде времени переменные достигнут своих равновесных значений. Отдельное место среди неструктурных подходов занимает подход на основе очистки кривой бескупонной доходности от премии за срочность и выделения рыночных ожиданий по долгосрочному уровню безрисковых ставок²¹. Стоит отметить, что неструктурные методы в большей мере применимы для оценки нейтральной ставки в развитых странах. Для развивающихся стран с короткими и волатильными временными рядами основных макроэкономических показателей такой тип оценки нейтральной ставки достаточно затруднителен.

В 2026 году описанные выше подходы были использованы для расчета нейтральной ставки по новым данным²². Медианная оценка номинальной нейтральной ставки на конец 2025 года

¹⁷ [Thomas Laubach & John C. Williams. Measuring the Natural Rate of Interest. The Review of Economics and Statistics. MIT Press, vol. 85 \(4\), pp. 1063–1070. November 2003.](#)

¹⁸ См., например, [Kathryn Holston & Thomas Laubach & John C. Williams. Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19. Staff Reports 1063. Federal Reserve Bank of New York. 2023](#); [Grafe C., Grut S., Rigon L. Neutral Interest Rates in CEEMEA – Moving in Tandem with Global Factors. Russian Journal of Money and Finance. 77 \(1\), pp. 6–25. 2018.](#)

¹⁹ [Del Negro, Marco & Giannone, Domenico & Giannoni, Marc P. & Tambalotti, Andrea. Global trends in interest rates. Journal of International Economics, Elsevier, vol. 118 \(C\), pp. 248–262. 2019.](#)

²⁰ [Lubik T. & Matthes C. Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches. Richmond Fed Economic Brief. 2015.](#)

²¹ Наибольшей популярностью у аналитиков пользуются регулярно публикуемые оценки по моделям [Adrian, Tobias & Crump, Richard K. & Moench, Emanuel, 2013. Pricing the term structure with linear regressions, Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 110 \(1\), pp. 110–138.](#) и [Don H. Kim & Jonathan H. Wright, 2005. An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates, Finance and Economics Discussion Series 2005–33, Board of Governors of the Federal Reserve System \(U.S.\).](#)

²² Вихарев П. и другие. [Нейтральная ставка: оценки 2026 года](#). Банк России. Аналитическая записка. Август 2026 года.

осталась в области 8–9%, однако некоторые из использованных моделей процикличны, что может приводить к завышению текущей оценки нейтральной ставки.

Диапазон полученных оценок долгосрочной нейтральной ставки может быть очень широким, причем для стран с формирующимися рынками (СФР) доверительные интервалы шире, чем для стран с развитой экономикой, – как из-за меньшей доступности длинных рядов данных, так и из-за большей подвижности внутренней макроэкономической среды и страновых риск-премий. В работе Ruch (2021)²³ показано, что неопределенность относительно уровня нейтральной ставки для СФР в среднем в 2 раза выше, чем для стран с развитой экономикой (стандартное отклонение для СФР оценено примерно в 1,4 п.п., в то время как для стран с развитой экономикой – в 0,6 п.п.). Кроме того, в работе отмечается, что границы неопределенности оценок нейтральной ставки для СФР – экспортеров ресурсов примерно на 40% шире, чем для СФР – импортеров ресурсов.

Как правило, центральные банки ряда развитых стран и СФР используют сочетание перечисленных выше подходов для получения оценки нейтральной ставки – r^* . Наиболее обширный спектр подходов к оценке r^* используется в методологии Банка Японии²⁴, ЕЦБ²⁵, Банка Норвегии²⁶, Банка Канады²⁷, Банка Новой Зеландии²⁸ и Банка Чили²⁹. Более подробная информация представлена в [таблице «Справочное приложение: международный опыт \(оценки центральных банков, за исключением Китая, Индонезии, Чехии, Польши\)»](#). Эта таблица хорошо иллюстрирует тезис о высокой неоднородности оценок нейтральных ставок, что обусловлено как структурными факторами внутри стран, так и разными методами оценки.

В целом можно говорить о том, что оценки нейтральных ставок во многих развитых экономиках снижались в 2000–2020 годах, а в ряде СФР – в 2009–2020 годах (после шока кризиса 2008 года). Это происходило в том числе за счет замедления трендового роста и могло объясняться целым рядом причин. Среди них: (1) снижение производительности труда, (2) увеличение продолжительности жизни и соответствующий рост сберегательной активности, а также смещение структуры сбережений в пользу более надежных активов, (3) растущее неравенство в доходах, (4) долгосрочные параметры бюджетной политики (в частности, изменение ориентиров по устойчивому уровню долговой нагрузки). В то же время Бернанке указывал, что важной причиной снижения уровня нейтральной ставки в США мог стать (5) так называемый навес сбережений в мире (англ. global savings glut) и приток этих сбережений в США. Навес сбережений образовался прежде всего в экономиках Юго-Восточной Азии после кризиса 1998 года, приведшего к снижению инвестиций, и в экономиках – экспортерах сырья (в основном страны Персидского залива). Этот избыточный спрос на безрисковые активы усилился после кризиса 2008 года, поддержанный в том числе банками в США после ужесточения

²³ Ruch U.F. Neutral Real Interest Rates in Inflation Targeting Emerging and Developing Economies. Policy Research Working Paper 9711. The World Bank. June 2021.

²⁴ Nakano, Sugioka and Yamamoto. Recent Developments in Measuring the Natural Rate of Interest, Bank of Japan Working Paper Series 24E-12, Bank of Japan. 2024; Bank of Japan. Developments in the Natural Rate of Interest and the Assessment of the Degree of Monetary Accommodation. 2026.

²⁵ Brand, Lisack and Mazelis. Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings, Economic Bulletin Boxes, European Central Bank. Vol. 1. 2025.

²⁶ Almlid, Asshoff. Estimating the Neutral Real Rate of Interest in Norway Staff Memo No. 8. Bank of Norway. 2025.

²⁷ Adjalala, Alves, Beaudoin, Desgagnés, Dong, Krohn and Schneider. Assessing the US and Canadian neutral rates: 2025 update, Staff Analytical Notes 2025–16, Bank of Canada. 2025; Bank of Canada. Potential output and the nominal neutral rate of interest. Monetary Policy Report Appendix. 2026.

²⁸ Willy Alanya-Beltran. Estimating New Zealand's neutral rate and its drivers: A VECM approach. 2025.

²⁹ Bank of Chile, Monetary Policy Report December 2022, Box II. 2.

их регулирования. А динамика (снижение) ставки в США имела существенное значение для изменения оценок нейтральных ставок в других странах.

Однако в постпандемический период оценки долгосрочной нейтральной ставки повысились, в том числе из-за существенного расширения бюджетных стимулов и временного, но масштабного повышения дефицитов бюджета. В развитых странах и некоторых восточно-европейских экономиках (которые, хотя и в разной степени, но довольно сильно интегрированы с экономикой еврозоны) оценки реальной нейтральной ставки находятся вблизи 1%, а в ряде крупных СФР, в том числе в странах ведущей пятерки БРИКС, составляют около 2–4%. С учетом того что цели по инфляции в рамках таргетирования инфляции в СФР заметно выше, чем в развитых экономиках, оценки номинальной нейтральной ставки в большей части развитых и восточно-европейских экономик составляют около 2–4%, в СФР и БРИКС – около 4–8%.

В большинстве опубликованных до 2022 года исследований количественные оценки уровня долгосрочной реальной нейтральной ставки для России близки к интервалу от 1 до 3%. Например, в работах: Крепцев и др. (2016)³⁰ – 1,0–3,2% (различные модели), МВФ (2019)³¹ – 1–3% (различные модели), Isakov (2019)³² – 1,5–2,5% (различные параметры). В работе Дробышевского и др. (2021)³³ делается вывод о том, что нейтральная ставка для России с 5% в 2016 году последовательно снижалась и достигла уровня 1% в 2020 году. В работе Поршакова и Синякова (2019)³⁴ представлено исследование по определению диапазона оценок нейтральной ставки в российской экономике в соответствии с широким набором подходов к оценке как структурными, так и эконометрическими методами. Полученные результаты говорят о том, что оценки равновесной реальной ставки в России по строгим определениям имеют большие доверительные интервалы и высокую чувствительность к различным параметрам моделей (полученные значения имеют диапазон от отрицательных до положительных). Из недавних исследований можно выделить работу Грищенко и Синякова (2024)³⁵. В ней делается акцент на влиянии демографии на долгосрочную нейтральную ставку и отмечается, что в России на горизонте десятилетий она будет иметь тенденцию к снижению под воздействием демографических трендов так же, как и во всем мире.

В новых условиях, с 2022 года, оценка нейтральной ставки на основе прежних моделей и подходов осложняется из-за изменившихся взаимосвязей российской экономики с внешним миром, включая внешние санкции в отношении финансового сектора и введенные для их компенсации ограничения на движение капитала. Глобальные факторы в оценке нейтральной ставки играют меньшую роль, при этом большее значение получает темп потенциального роста, на который влияют скорость накопления факторов производства, увеличение их производительности и скорость технологического прогресса.

³⁰ Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Синяков А. [Равновесная процентная ставка: оценки для России](#). Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 13. 2016 год.

³¹ [International Monetary Fund. Russian Federation – Staff Report for the 2019 Article IV Consultation](#).

³² Isakov A., Latypov R. The Ibsen Manoeuvre: Yet Another R* Estimate. VTB Capital Research Alert, (Very) Technical Brief series. 15 July 2019.

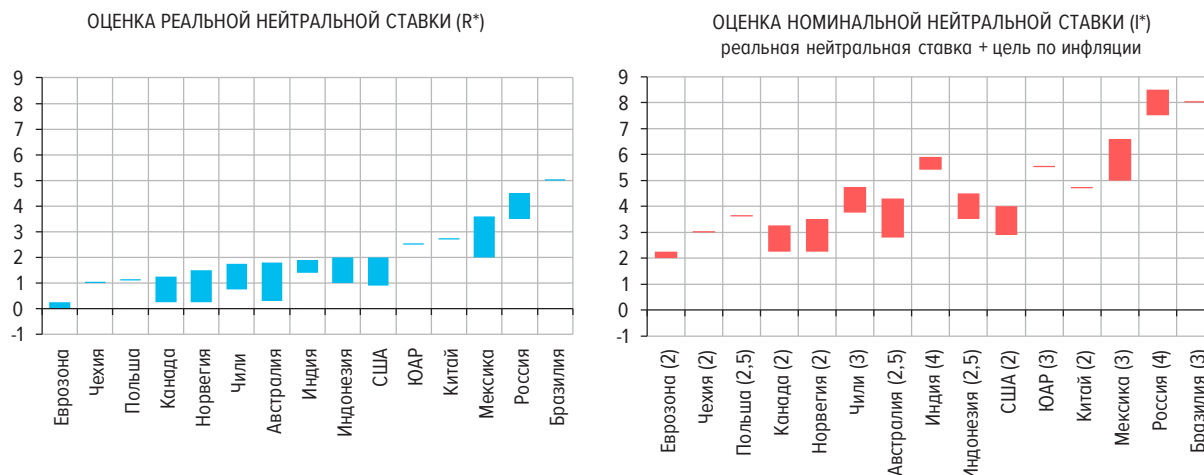
³³ Дробышевский С., Трунин П., Синельникова-Мурылева Е., Макеева Н., Гребенкина А. [Оценка реальной нейтральной ставки процента в России в период инфляционного таргетирования](#). Вопросы экономики. № 9. 2021 год.

³⁴ Porshakov A. and Sinyakov A. Estimates of the Equilibrium Interest Rate for Russia: Is "Navigating by the Stars" Useful? [Russian Journal of Money and Finance](#). 78 (4), pp. 3–47. 2019.

³⁵ Грищенко В., Синяков А. [Демография и равновесные процентные ставки: конкурирующие концепции и российский опыт](#). Журнал Новой экономической ассоциации. № 1 (62). С. 229–239. 2024 год.

ОЦЕНКА НЕЙТРАЛЬНОЙ СТАВКИ (%)

Рис. П-44



Примечание. Голубая область на левом графике показывает оценку реальной нейтральной ставки центральных банков соответствующих стран и интеграционных объединений. Для США использовалась оценка Dot Plot Федерального комитета по операциям на открытом рынке ФРС США. Розовая область на правом графике показывает оценку номинальной нейтральной ставки как сумму оценки реальной нейтральной ставки и цели по инфляции соответствующего центрального банка. На правом графике в скобках после названия страны на горизонтальной оси указана цель по инфляции. Если цель по инфляции задана в виде точки с диапазоном отклонений, то использовалась точка внутри диапазона. Если цель по инфляции задана в виде целевого диапазона без формализованной точки, то использовалась середина диапазона. Страны ранжированы по уровню реальной нейтральной ставки.

Источники: публикации представителей центральных банков соответствующих стран и интеграционных объединений.

Совокупность данных за 2019–2026 годы позволяет по-новому взглянуть на основные факторы, влияющие на долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки в российской экономике. Во-первых, в сравнении с периодом 2017–2019 годов значительно скорректировалась бюджетная политика: повышение базовых цен углеводородов в бюджетном правиле предполагает направление на покрытие расходов большего объема циклических нефтегазовых доходов. Кроме того, в течение последних 7 лет сохраняется структурный первичный дефицит (превышение планового и фактического объема расходов над предельным уровнем в соответствии с бюджетным правилом). Также для периода 2020–2026 годов был характерен значительный объем инвестирования средств ФНБ внутри экономики России (гораздо выше средних ежегодных объемов на истории), что предполагает дополнительный стимулирующий эффект со стороны бюджетной политики. При сохранении мягкой бюджетной политики на долгосрочном горизонте ее повышательный вклад в оценку нейтральной ставки может стать более выраженным. Снижение базовой цены нефти, заложенной в бюджетном правиле, при прочих равных условиях окажет умеренное компенсирующее понижательное давление на оценку нейтральной ставки. Во-вторых, после введения ограничений на международную торговлю, вызвавших рост издержек на импорт, и систематического повышения спроса со стороны государства увеличилась потребность в расширении внутреннего производства и, соответственно, наращивании капитала. Одновременно с этим растет загрузка уже имеющихся мощностей, что повышает норму выбытия капитала и совместно со спросом на новый капитал сдвигает вверх нейтральную ставку. В-третьих, наращивание объемов льготного кредитования увеличило спрос на кредиты. Проинфляционный эффект таких программ также выступил фактором повышения нейтральной ставки. В-четвертых, устойчивость внешней инфляции при более высокой траектории ставок денежно-кредитной политики стран с развитой экономикой предполагает более высокую по сравнению с допандемическим периодом внешнюю нейтральную ставку, что оказывает некоторое повышающее влияние на нейтральную ставку и для России. В-пятых, изменение внешних условий (санкционный режим, ограниченное участие российской экономики в глобальных рынках капитала, рост неопределенности относительно перспектив бизнес-проектов по сравнению с периодом до 2022 года) обуславливают, с одной стороны, более высокую премию за риск для международных инвестиций в Россию, с другой – меньшую чувствительность внутрироссийских показателей к трансграничным потокам капитала. В целом изменение внешних условий оказывает

повышающее давление на нейтральную ставку в России. С учетом этих факторов уточненная оценка **долгосрочной реальной нейтральной ставки** для российской экономики не изменилась и составляет **3,5–4,5% годовых**, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует **номинальная нейтральная ставка 7,5–8,5% годовых**.

Важно заметить, что и этот диапазон является частью более широкого доверительного интервала оценок нейтральной ставки. Банк России будет оценивать совокупное воздействие факторов по мере накопления данных.

СПРАВОЧНОЕ ПРИЛОЖЕНИЕ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ (ОЦЕНКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ КИТАЯ, ИНДОНЕЗИИ, ЧЕХИИ, ПОЛЬШИ) Табл. П-6

	Год проведения оценки нейтральной ставки	Уровень номинальной нейтральной ставки, %	Цель по инфляции, %	Подходы к определению нейтральной ставки
Канада	2026	2,25–3,25	2,0 ±1	1) Паритет процентных ставок, 2) декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию, 3) модель перекрывающихся поколений (OLG, Overlapping Generations Model). Отмечается рост оценки r^* для основного торгового партнера (США) и умеренное ускорение темпа роста производительности труда при компенсирующем эффекте со стороны более низких прогнозных темпов роста населения
Норвегия	2025	2,25–3,5	2,0	1) Декомпозиция кривой доходности, 2) полуструктурные (LW), 3) неструктурные (BVAR), 4) структурные модели
Австралия	2026	2,8–4,3	2,0–3,0	1) Декомпозиция кривой доходности, 2) полуструктурные (LW) и 3) неструктурные модели (фильтр Калмана, векторные авторегрессии (Lubik – Matthes))
Чехия	2024	3,0	2,0 ±1	Оценки МВФ через полуструктурную модель (LW) с рациональными ожиданиями и вперёдсмотрящим правилом процентной ставки. Учитывается не только трендовый рост ВВП, но и укрепление/ослабление равновесного реального обменного курса
Польша	2023	3,6	2,5 ±1	1) Оценки временных рядов для декомпозиции на тренд и стационарные компоненты (векторная авторегрессия (VAR), 2) полуструктурные (HLW) и 3) структурные модели (Brzoza – Brzezina). Отмечается, что на общий понижающий тренд повлияло снижение r^* в еврозоне
Чили	2025	3,75–4,75	3,0 ±1	1) VAR с добавлением различных переменных, 2) декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию (за срочность), 3) полуструктурные подходы в логике уравнения Эйлера, кривой Филлипса, правила Тейлора, 4) паритет процентных ставок, 5) модель устойчивого потребительского поведения. Отмечается, что пересмотр оценки вверх отражает ожидаемый рост производительности за счет внедрения ИИ, перспективы более высоких дефицитов бюджета и сохранение тренда на деглобализацию
Индонезия	2023	3,5–4,5	2,5 ±1	Оценки МВФ через полуструктурные (HLW) и неструктурные модели (фильтр Ходрика – Прескотта), а также через декомпозицию кривой доходности
Китай	2024	4,7	2,0	Оценка на основе модели перекрывающихся поколений (OLG, overlapping generations model)
Индия	2024	5,4–5,9	4,0 ±2	Полуструктурные (LW) и неструктурные модели (фильтр Калмана). Отмечается, что шоки цен на продовольствие в Индии являются одним из факторов, усложняющих оценку r^*
Мексика	2024	5,0–6,6	3,0 ±1	1) Модифицированное правило Тейлора с учетом фактора денежно-кредитной политики ФРС США, 2) модель бизнес-цикла для малой открытой экономики, 3) премия за срочность и декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию (за срочность/риск)
ЮАР	2024	5,5	3,0 ±1	Адаптация модели LW к малой открытой экономике. После мирового кризиса 2008 года оценки трендового роста в ЮАР снизились, и это повлекло пересмотр r^* вниз: оценка r^* Резервным банком ЮАР снижалась с 4,4% в 2000–2006 годах до 1,9% в 2017 году. В 2022–2023 годах оценка была повышена до 2,5%
Россия	2025	7,5–8,5	4,0	Медиана оценок нескольких моделей: 1) неоклассическая теория роста, 2) подход на основе UIP, 3) полуструктурная модель Holston, Laubach and Williams (2020), 4) модель срочной структуры процентных ставок ACM, 5) TVP-SV-BVAR на основе Lubik and Matthes (2015), 6) BVAR с общим стохастическим трендом Del Negro et al. (2017)
Бразилия	2024	8,0	3,0 ±1,5	1) Оценки на основе вариации модели LW, 2) оценка на основе государственных долговых бумаг, защищенных от инфляции (TIPS), премии за риск и CDS/EMBI-спред, 3) SAMBA-модель на основе 2- или 5-летней ставки, 4) низкочастотные модели Beveridge-Nelson gap, Band-Pass gap, полуструктурный подход к оценке разрыва (semi-structural model gap), 5) оценка реальной рыночной ставки, дисконтированная (очищенная) от премии за срочность в зависимости от временного периода 5–10–20 лет (декомпозиция кривой доходности)

Приложение 7. Развитие финансового рынка

Банк России активно участвует в разработке и реализации политики по развитию финансового рынка, которое важно для успешной структурной трансформации, сбалансированного роста экономики и повышения эффективности денежно-кредитной политики

В настоящий момент продолжается структурная трансформация российской экономики. Для ее финансирования необходим значительный объем долгосрочных ресурсов, которые в условиях действующих санкционных ограничений могут быть сформированы преимущественно из внутренних источников. Уровень развития финансового рынка является одним из факторов, влияющих на скорость структурной перестройки и развития экономики.

Банк России совместно с Правительством Российской Федерации разрабатывает и реализует политику по развитию финансового рынка. Среднесрочные задачи по развитию финансового рынка содержатся в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации¹ и исполняются в целом в намеченные сроки.

1. Создание условий для усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики при сохранении устойчивости финансового сектора

Для обеспечения экономики сбалансированным набором источников финансирования необходимо повышение роли рынка капитала и небанковских финансовых посредников, активное присутствие на рынке различных групп инвесторов и эмитентов, развитие инструментов для долгосрочных сбережений и инвестиций, а также укрепление доверия на финансовом рынке. Реализация мероприятий по указанным направлениям способствует росту значимости финансового рынка в финансировании трансформации экономики, что может повысить эффективность трансмиссии решений по ключевой ставке в экономику по каналам, связанным с финансовым рынком (в частности, по балансовому и узкому кредитному каналам).

Рынок капитала активно развивается, возрастает его роль как источника финансовых ресурсов для бизнеса наряду с банковским кредитованием. При этом существует потенциал для дальнейшего повышения его роли как источника долгового и долевого финансирования для бизнеса.

В связи с этим Правительство Российской Федерации совместно с Банком России прорабатывает комплекс мер для стимулирования размещений акций эмитентами. Запущен механизм компенсации² части расходов, которые понесли небольшие компании при размещении акций на бирже и инвестиционных платформах. Кроме того, в 2025 году был разработан механизм частичного перераспределения государственной поддержки³ с банковских кредитов на акции. Также в прошлом году были изменены⁴ рамочные условия субсидий бизнесу: при проведении

¹ [Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации.](#)

² Решение Минэкономразвития России от 28.04.2025 № 25-60405-02102-Р (с изменениями от 29.07.2026).

³ Распоряжение Правительства Российской Федерации от 19.12.2025 № 3892-р.

⁴ Постановления Правительства Российской Федерации от 01.11.2025 № 1738, от 25.10.2023 № 1781.

конкурса на отбор получателей субсидий приоритет при прочих равных будет у публичных акционерных обществ. Продолжает прорабатываться с Правительством Российской Федерации приоритетный доступ эмитентов к иным мерам государственной поддержки (закупкам, гарантиям, технопаркам).

Развитию долевого финансирования также может способствовать размещение акций государственных компаний, которые могут задавать стандарты качества отношений между крупнейшими эмитентами и их розничными акционерами, однако выходу таких компаний на рынок должна предшествовать соответствующая подготовка. Для этого Банк России и Минфин России выпустили ряд рекомендаций, адресованных акционерным обществам с государственным участием, – по подготовке к первичному публичному размещению акций⁵, по организации работы с розничными акционерами⁶, а также по разработке программ долгосрочной мотивации акциями⁷.

Уже запущена широкая линейка долгосрочных инструментов, представляющая интерес для инвесторов. В 2025 году были созданы дополнительные налоговые стимулы к их использованию⁸. Предусмотрен учет сберегательных взносов работодателей, перечисляемых в рамках программы долгосрочных сбережений по договорам работников, в составе расходов по налогу на прибыль организаций, а также установлено ограничение взимания страховых комиссий с таких взносов. Предусмотрено распространение налогового вычета по НДФЛ на долгосрочные сбережения граждан в отношении сумм страховых взносов налогоплательщика по долгосрочным договорам добровольного страхования жизни⁹ и освобождение от обложения НДФЛ выплат по таким договорам, превышающим суммы внесенных страховых взносов, в пределах 30 млн рублей. Кроме того, увеличена до 500 тыс. рублей общая сумма налоговых вычетов по НДФЛ на долгосрочные сбережения граждан на суммы взносов, направленных на формирование таких сбережений в отношении детей¹⁰, до достижения ими возраста 18 лет¹¹. С учетом ранее проделанной работы по расширению и развитию линейки долгосрочных инструментов сбережений и инвестиций в настоящее время особое значение приобретает продвижение таких инструментов, в том числе повышение информированности населения о них.

С целью повышения привлекательности паевых инвестиционных фондов (ПИФ) были расширены их инвестиционные возможности¹²: снят запрет на инвестирование активов ПИФ для квалифицированных инвесторов в расчетные финансовые инструменты на цифровую валюту, расширен перечень неторгуемых ценных бумаг, в которые можно инвестировать средства розничных ПИФ в пределах лимита.

Для увеличения присутствия институциональных инвесторов на фондовом рынке Банк России провел работу по отмене части требований к составу и структуре инвестиционных портфелей негосударственных пенсионных фондов (НПФ)¹³ при одновременном ограничении

⁵ Информационное письмо Банка России и Минфина России от 15.04.2026 № ИН-01-28/14.

⁶ Информационное письмо Банка России и Минфина России от 12.09.2025 № ИН-01-28/101.

⁷ Информационное письмо Банка России и Минфина России от 17.03.2026 № ИН-01-28/9.

⁸ Федеральный закон от 17.11.2025 № 418-ФЗ.

⁹ В том числе по договорам долевого страхования жизни, заключенным с 01.01.2025 на срок не менее 10 лет.

¹⁰ В том числе усыновленных.

¹¹ Возраста 24 лет, если дети (в том числе усыновленные) очно обучаются в организациях, осуществляющих образовательную деятельность.

¹² Указание Банка России от 30.03.2026 № 7330-У.

¹³ Указание Банка России от 23.09.2025 № 7175-У.

инвестиционных рисков через повышенные требования к стресс-тестированию НПФ¹⁴ (основные изменения вступят в силу в 2027 году). Указанные изменения расширят инвестиционные возможности НПФ и увеличат гибкость управления портфелем пенсионных резервов при сохранении финансовой устойчивости.

Для развития долевого финансирования принципиально важным остается совершенствование практик корпоративного управления, в том числе обеспечение предсказуемости дивидендных выплат. В связи с этим с 10.02.2026 повышены требования для включения акций во второй котировальный список биржи: наличие дивидендной политики в обществе и независимых директоров теперь является обязательным требованием¹⁵. Кроме того, для формирования доверительной среды необходима качественная, достоверная информация об эмитентах. В условиях, когда законодательство предоставляет послабления в области раскрытия информации, следует стимулировать эмитентов продолжать раскрывать информацию или же заручаться дополнительными независимыми оценками о своей кредитоспособности или качестве корпоративного управления. Для этого предусмотрена маркировка¹⁶ биржами акций и облигаций эмитентов, ограничивающих раскрытие информации о своей деятельности. Наряду с этим, развитию долгового финансирования служат новые повышенные требования для включения облигаций в котировальные списки бирж: облигации эмитентов могут быть включены в котировальные списки бирж только при наличии не менее двух кредитных рейтингов, присвоенных разными кредитными рейтинговыми агентствами (КРА).

Для стабильного функционирования экономики критически важна устойчивая инфраструктура финансового рынка. Она обеспечивает прозрачность, эффективность и доверие на финансовом рынке и способствует привлечению инвестиций и экономическому росту. Содействие динамическому развитию экономики – приоритетная задача Банка России. Так, большую роль в обеспечении экономического суверенитета играют национальные информационные сервисы, в том числе национальная рейтинговая индустрия. Ее развитие продолжается: в частности, предполагается создать правовой институт непубличных кредитных рейтингов, присваиваемых КРА без распространения информации о нем неограниченному кругу лиц, а также без предоставления информации о нем иным лицам, кроме определенных договором об осуществлении рейтинговых действий. Помимо того, планируется развитие присваиваемых КРА некредитных рейтингов акций на основе соотношения справедливой и рыночной стоимости и ряда качественных параметров, в том числе качества корпоративного управления и защиты прав акционеров¹⁷. Кроме того, продолжается развитие национальной системы финансовых и товарных индикаторов, включая внесение в реестр администраторов индикаторов сведений о юридических лицах, намеревающихся стать администраторами индикаторов, и методологиях определения, предоставления индикаторов.

Для сокращения издержек участников финансового рынка определены¹⁸ правила проведения депозитариями быстрых переводов ценных бумаг. С 01.09.2026 такие переводы доступны

¹⁴ Указание Банка России от 15.08.2025 № 7146-У.

¹⁵ Указание Банка России от 24.09.2025 № 7183-У.

¹⁶ Маркировке подлежат бумаги компаний, которые закрывают больше сведений, чем предусмотрено постановлениями Правительства Российской Федерации № 1102 и № 1173. Альтернативой маркировке может служить наличие рейтингов не менее чем от двух кредитных рейтинговых агентств у эмитента, его ценных бумаг, поручителя или гаранта.

¹⁷ Банк России проведет работу по изучению опыта присвоения некредитного рейтинга акций и в случае, если опыт окажется положительным, рассмотрит вопрос о внесении в законодательство Российской Федерации изменений, направленных на использование некредитных рейтингов акций в регулировании.

¹⁸ Указание Банка России от 27.03.2026 № 7317-У.

для розничных инвесторов, которые переводят свои ценные бумаги между торговыми счетами депо, открытыми в разных депозитариях.

Повышение привлекательности долевого канала финансирования деятельности предприятий в сравнении с привычным им кредитом является принципиально важным для развития рынка капитала и структурной адаптации экономики. Растущая конкуренция между публичным рынком капитала (долгового и долевого) и рынком банковских кредитов в качестве источника финансирования организаций будет способствовать ускорению влияния импульсов денежно-кредитной политики на ставки по банковским кредитам и, соответственно, повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма.

2. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение финансовой доступности для граждан и бизнеса

Обеспечение защиты потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение их финансовой и инвестиционной грамотности – важнейшие направления деятельности Банка России. На ближайшем горизонте важной остается задача по повышению защищенности потребителей инвестиционных продуктов и услуг, в том числе с учетом активного развития технологий и дистанционных каналов обслуживания.

Банк России продолжает реализацию комплекса мер, направленных на защиту розничных инвесторов и совершенствование подходов к их допуску на рынок капитала. Так, определены правила доступности цифровых финансовых активов (ЦФА) инвесторам в зависимости от наличия у них статуса квалифицированного инвестора, а также изменен порядок расчета годового лимита на приобретение ЦФА неквалифицированными инвесторами¹⁹.

Банк России также разработал требования к решению о выпуске ЦФА²⁰, направленные на информирование инвесторов о приобретаемых инструментах. Так, предусматривается раскрытие расширенного перечня сведений об эмитенте ЦФА: в решение о выпуске необходимо включить данные из его бухгалтерской отчетности или дать ссылку на ресурс, где они опубликованы. Кроме того, если у эмитента есть кредитный рейтинг, обязательно должен быть указан сайт КРА, которое его присвоило. Особое внимание уделяется выпускам кредитных ЦФА²¹. Эмитент, выпуская кредитные ЦФА, должен предоставить инвестору сведения о кредитном договоре и его заемщике. Если речь идет о кредитном портфеле, потребуются раскрыть информацию о его качественной оценке, обо всех якорных заемщиках и о доле просроченных платежей. Обладая такими сведениями, инвестор сможет принимать более взвешенные решения при покупке этого вида ЦФА. Эти продукты имеют сложную природу, следовательно, предназначены только для квалифицированных инвесторов.

Для повышения прозрачности рынка цифровых валют, формирования на нем стандартов оказания услуг и защиты прав и интересов инвесторов законодательно определены правила и инфраструктура для обращения цифровых валют²², в том числе предоставлена возможность

¹⁹ Указание Банка России от 23.09.2025 № 7176-У.

²⁰ Указание Банка России от 26.03.2026 № 7315-У.

²¹ Кредитные ЦФА – ЦФА, удостоверяющие денежные требования, право на получение которых поставлено в зависимость от исполнения заемщиком (заемщиками) по договору (договорам) кредита (займа) перед лицом, выпустившим такие ЦФА.

²² Федеральный закон от 04.08.2026 № 282-ФЗ «О цифровых валютах и цифровых правах».

квалифицированным и неквалифицированным инвесторам (с необходимыми ограничениями, направленными на снижение рисков для инвестора) легально инвестировать в цифровые валюты. Кроме того, с 01.07.2027 планируется ввести ответственность, в том числе уголовную, за нелегальную деятельность для посредников на рынке цифровых валют, действующих без необходимой лицензии, по аналогии с ответственностью за нелегальную банковскую деятельность²³. Планируется также определить особенности налогообложения операций с цифровыми валютами²⁴. Это регулирование также затронет и рынок цифровых прав, создав для них дополнительные возможности выпуска напрямую в открытых сетях и обращения на организованных торгах.

Отдельным приоритетом для Банка России является повышение уровня доступности, качества и расширение ассортимента финансовых услуг для граждан и бизнеса, в особенности для групп потребителей, требующих особого внимания, – жителей отдаленных, малонаселенных и труднодоступных территорий; людей с инвалидностью, пожилых и маломобильных групп населения; субъектов МСП. В частности, Банк России совместно с АО «Корпорация МСП» запустил программу стимулирования кредитования субъектов МСП в рамках комбопрограммы на новых условиях льготной поддержки субъектов МСП по кредитам на инвестиционные цели и пополнение оборотных средств, установленных Минэкономразвития России²⁵. Начиная с 2026 года снижен минимальный размер кредита на инвестиционные цели, введена возможность кредитования субъектов МСП на оборотные цели, расширен список категорий получателей поддержки.

Для создания комплексной защиты прав потребителей финансовых услуг одной из задач является обеспечение формирования у российских граждан ключевых элементов финансовой культуры (ценностей, установок и поведенческих практик), способствующих их финансовому благополучию и росту благосостояния, в том числе через формирование компетенций по финансовой грамотности. Основные приоритеты, цели, задачи и инструменты работы в этой сфере определены в Стратегии повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года²⁶, реализуемой во взаимодействии с Правительством Российской Федерации и федеральными органами исполнительной власти, а также на региональном уровне. Одно из приоритетных направлений – финансовое просвещение взрослого экономически активного населения с учетом потребностей граждан на различных этапах их жизненного цикла, в том числе с использованием подходов поведенческой экономики. Взрослые работающие граждане являются основными потребителями финансовых услуг и одним из ключевых драйверов развития финансового рынка. Принимаемые ими финансовые решения, включая решения в сфере инвестирования, потребления, кредитования и сбережений, существенно влияют на развитие экономики. Работа с этой целевой аудиторией в настоящее время выстраивается в том числе через трудовые коллективы и систему корпоративного обучения. Кроме того, для расширения охвата граждан активно используется потенциал креативных индустрий, к этой деятельности также привлекаются цифровые платформы. Продолжается внедрение установок финансово грамотного поведения через систему образования. Банк России продолжит актуализацию

²³ Проекты федеральных законов № 1194944-8 «О внесении изменения в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях», № 1209607-8 «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации и статью 151 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации» приняты Государственной Думой в первом чтении 08.07.2026.

²⁴ Проект федерального закона № 1222105-8 «О внесении изменений в статью 41 части первой и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации» принят Государственной Думой в первом чтении 09.06.2026.

²⁵ Решение Минэкономразвития России от 08.12.2025 № 25-60302-02036-Р.

²⁶ Одобрена Советом директоров Банка России и утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 24.10.2023 № 2958-р.

разработанных методических и учебных материалов по финансовой грамотности для всех уровней образования. Актуальными задачами являются включение материалов по финансовой грамотности Банка России в перечень рекомендуемых Минпросвещения России электронных образовательных ресурсов, внедрение финансовой грамотности в программы воспитания и закрепление тематики финансовой культуры во внеурочной деятельности. Осознанное поведение граждан на финансовом рынке, понимание сути финансовых операций, умение минимизировать риски, ставить и достигать долгосрочные финансовые цели, расширение практики использования различных финансовых инструментов и принятия ответственности за свои финансовые решения способствуют развитию финансового рынка, что улучшает работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Кроме того, в связи с цифровизацией финансового рынка важно повышать финансовую киберграмотность и устойчивость населения к мошенническим практикам.

Меры, направленные на защиту прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, обеспечивают формирование доверительной среды на российском финансовом рынке. Это поможет сформировать более рациональную реакцию на изменения ситуации в экономике в целом и на финансовом рынке в частности. Такая реакция будет способствовать повышению эффективности канала ожиданий в национальной экономике. Эти мероприятия, а также меры по повышению финансовой доступности для граждан и бизнеса приведут к расширению круга пользователей финансовых услуг, на экономическое поведение которых денежно-кредитная политика оказывает непосредственное влияние. Соответственно, будет увеличиваться общая эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

3. Цифровизация финансового рынка и развитие платежной инфраструктуры

Банк России последовательно содействует цифровизации финансового рынка посредством развития национальной цифровой инфраструктуры. С этой целью реализуются проекты по внедрению инфраструктурных решений на трех уровнях – уровне цифровой идентификации, уровне цифрового обмена данными и уровне цифровых платежей.

Для развития сервисов цифровой идентификации Банк России совместно с заинтересованными федеральными органами исполнительной власти продолжит работу по совершенствованию Единой биометрической системы (ЕБС), что будет способствовать снижению затрат участников финансового рынка.

Банк России продолжит развивать предоставляемые с помощью ЕБС финансовые и нефинансовые сервисы – в частности, биоэквайринг. На сегодня уже проведены первые пилотные транзакции. В планах завершить работу по запуску промышленного решения и обеспечить масштабирование биоэквайринга, чтобы обеспечить гражданам доступ к совершению платежей с помощью биометрических персональных данных.

Намечено также продолжить развивать цифровой обмен данными на рынке, что расширит потенциал предоставления финансовых услуг и сервисов в цифровом виде. В числе приоритетных задач – расширение доступа участников финансового рынка к данным из государственных информационных систем. Ключевым сервисом, обеспечивающим такую возможность, остается Цифровой профиль. В связи с изменением условий взаимодействия финансовых организаций с Цифровым профилем Банк России планирует совместно с заинтересованными федеральными органами исполнительной власти и участниками рынка определить вектор дальнейшего развития сервиса.

Обеспечение независимости российской экономики с точки зрения функционирования финансового рынка касается прежде всего развития необходимой независимой инфраструктуры платежей и расчетов. В рамках Национальной системы платежных карт и платежной системы «Мир» продолжится дальнейшее развитие продуктов и сервисов на базе инновационных цифровых решений. Предполагается продолжить расширять функционал Системы быстрых платежей. Банк России планирует расширить график работы основных сервисов платежной системы Банка России, что позволит сделать бизнес-платежи доступными круглые сутки в любом из 11 часовых поясов и расширить возможности получения дополнительных доходов, в том числе на финансовом рынке.

Возможность совершения операций с цифровыми рублями станет важнейшей новацией в сфере денежного обращения, платежей и расчетов. Такая возможность есть у всех клиентов крупнейших банков²⁷ начиная с 01.09.2026, у клиентов банков с универсальной лицензией и остальных кредитных организаций она появится позднее.

Банк России работает над созданием условий для расширения сценариев использования цифрового рубля. Прорабатывается подход к реализации платформы коммерческих смарт-контрактов, которая позволит участникам рынка разрабатывать инновационные платежные сервисы на основе цифрового рубля. Одновременно с этим Банк России оценивает возможность установления эксперимента, в рамках которого текущая модель цифрового рубля будет дополнена новым типом счетов цифровых рублей в кредитных организациях.

Для развития инновационных инструментов на финансовом рынке ведется работа по совершенствованию регулирования цифровых прав и дальнейшему развитию этого сегмента финансового рынка.

Процесс цифровизации стал одним из ключевых драйверов платформизации экономики и экосистемной трансформации. Экосистемы играют в российской экономике роль значимой инфраструктуры, на которой строится реализация товаров и услуг. Финансовые продукты являются неотъемлемой частью экосистем. В связи с этим следует обеспечить равные конкурентные условия для участников рынка по продвижению своих продуктов среди клиентской аудитории экосистем. Кроме того, представляется также оправданным распространить на цифровые платформы регуляторные требования в области соблюдения правил продаж финансовых продуктов, уже действующих в отношении финансовых организаций, включить крупнейшие цифровые платформы в периметр мероприятий по противодействию мошенническим действиям, а также обеспечить устойчивость и непрерывность их деятельности.

В целом реализация мер в области цифровизации финансового рынка и развития платежной инфраструктуры позволит повысить доступность финансовых услуг, увеличить скорость платежей и расчетов и снизить издержки на их совершение, способствуя ускорению отражения в операциях на товарном и финансовом рынках изменений, связанных с решениями по денежно-кредитной политике. Это будет положительно влиять на эффективность трансмиссионного механизма.

²⁷ Перечень системно значимых кредитных организаций и реестр кредитных организаций, признанных Банком России значимыми на рынке платежных услуг, представлены на официальном сайте Банка России.

4. Развитие системы внешнеторговых платежей и расчетов

В условиях сохраняющегося внешнеполитического давления со стороны стран, совершающих недружественные действия, продолжается работа по выстраиванию новых каналов международных расчетов. Принятие комплексного регулирования обращения цифровых валют²⁸ позволит расширить возможности участников внешнеэкономической деятельности по использованию в расчетах цифровой валюты, как с участием регулируемых российских посредников, так и без них, для всех типов кошельков и цифровых валют. Кроме того, планируется также оценить целесообразность введения отдельного регулирования стейблкоинов²⁹, в том числе для целей международных расчетов. Банк России также работает над развитием корреспондентских отношений между кредитными организациями с фокусом на расчеты в национальных валютах, а также над расширением каналов передачи финансовой информации, отличных от СВИФТ³⁰.

Реализация мер, направленных на развитие системы внешнеторговых платежей и расчетов, обеспечивает возможность построения внешнеэкономической деятельности и формирования курса рубля на рыночных принципах, что позволяет сохранить значимость валютного канала трансмиссионного механизма.

5. Обеспечение финансовой стабильности

Приоритетом для Банка России является сохранение финансовой стабильности, доверия вкладчиков и инвесторов к российской финансовой системе. Среди ключевых задач – совершенствование подходов к мониторингу валютного рынка, оценке кредитных рисков, а также развитие оценки влияния климатических рисков и проработка подходов к их учету в регулировании и надзоре. Поскольку только надежный финансовый сектор способен обеспечивать бесперебойное проведение платежей и трансформацию сбережений в инвестиции, реализация мер в этом направлении позволит обеспечить эффективность трансмиссии решений по денежно-кредитной политике.

В процессе реализации мер политики по развитию финансового рынка Банк России будет оценивать их влияние на эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

²⁸ Федеральный закон от 04.08.2026 № 282-ФЗ «О цифровых валютах и цифровых правах».

²⁹ Доклад для общественных консультаций [«Стейблкоины: направления развития в России»](#) опубликован на сайте Банка России 25.06.2026.

³⁰ Международная межбанковская система передачи информации и совершения платежей.

Приложение 8. Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления

На страны, придерживающиеся таргетирования инфляции, приходится около 70% мирового ВВП. Данный режим позволяет эффективнее поддерживать ценовую стабильность и улучшает перспективы экономического роста

Преимущества режима таргетирования инфляции и его распространение в мире

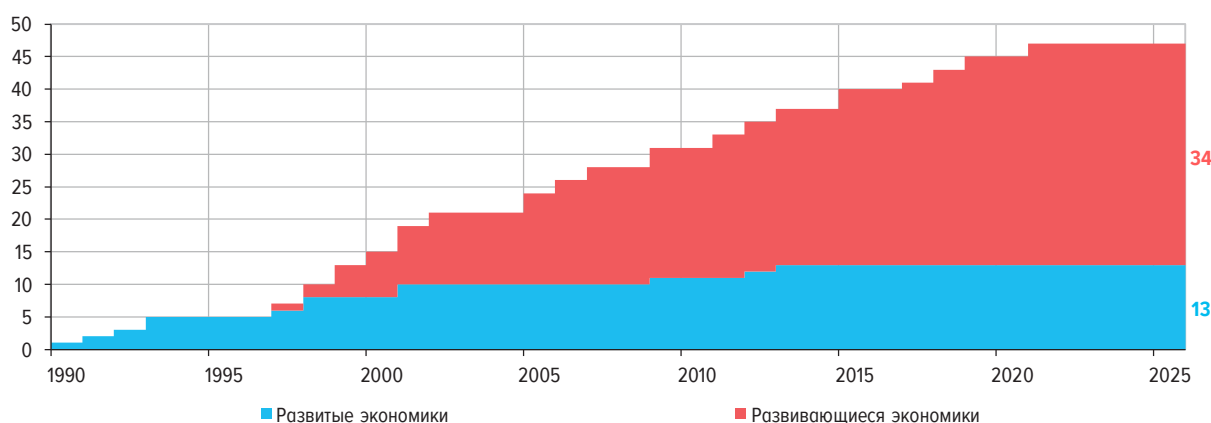
Роль стран, таргетирующих инфляцию, в мировой экономике

Сегодня в мире обеспечение ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции, является основной задачей центральных банков при проведении денежно-кредитной политики. На практике центральные банки чаще всего реализуют ее через режим таргетирования инфляции. Четкая зона ответственности, ясность целеполагания, высокая степень подотчетности и открытости центрального банка перед обществом обусловили широкое распространение таргетирования инфляции в мире с начала 1990-х годов.

Согласно Ежегодному докладу о валютных режимах и валютных ограничениях МВФ¹ и оценкам Банка России, денежно-кредитную политику в рамках таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят центральные банки 47 стран и интеграционных объединений². По данным за 2025 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП. И практически все они относятся к странам с высоким или средним уровнем дохода, согласно классификации Всемирного банка.

СТРАНЫ – ТАРГЕТЕРЫ ИНФЛЯЦИИ В МИРЕ
(КОЛИЧЕСТВО СТРАН И ИНТЕГРАЦИОННЫХ ОБЪЕДИНЕНИЙ, ЕД.)

Рис. П-45



Источники: Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2023), оценки Банка России.

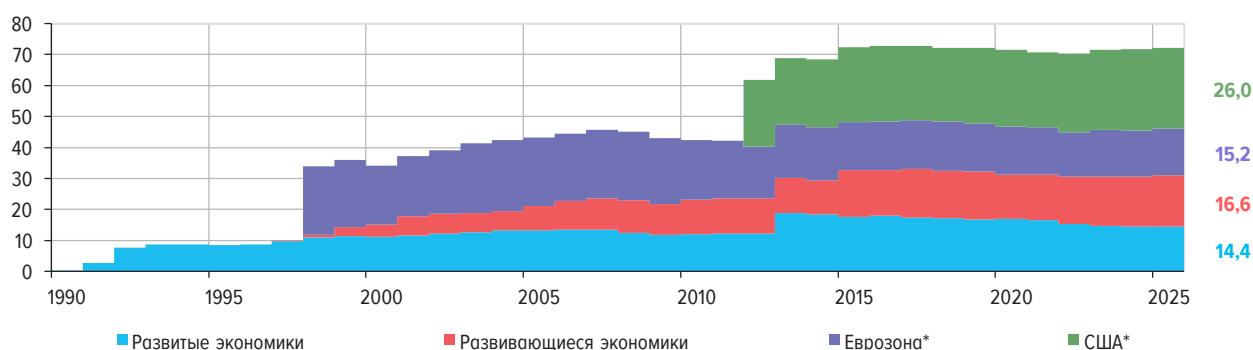
¹ Наиболее полная классификация стран по режиму денежно-кредитной политики, которого придерживается центральный банк, публикуется МВФ в Ежегодном докладе о валютных режимах и валютных ограничениях (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, AREAER). Последняя версия доклада была опубликована в декабре 2024 года, в ней описываются режимы денежно-кредитной политики по состоянию на 2023 год.

² Единственным интеграционным объединением в составе экономик, где проводится политика таргетирования инфляции, является Европейский валютный союз (еврозона) с 21 государством-членом. С 2026 года к еврозоне присоединилась Болгария.

Первым центральным банком, перешедшим к таргетированию инфляции, в 1990 году стал Резервный банк Новой Зеландии. К началу 2000-х годов переход к этому режиму был осуществлен практически во всех развитых³ экономиках. Среди развивающихся экономик первопроходцем в таргетировании инфляции с 1997 года стал Чешский национальный банк⁴. Банк России перешел к таргетированию инфляции в 2015 году. Среди стран – членов БРИКС, помимо Банка России, таргетирования инфляции официально придерживаются Резервный банк Индии, Центральный банк Бразилии, Резервный банк ЮАР и Банк Индонезии. На этапе перехода к таргетированию инфляции находится Центральный банк Египта. Народный банк Китая (НБК) хотя и не может считаться таргетером инфляции, но за последние десятилетия заметно изменил подходы к проведению денежно-кредитной политики (прежде всего на уровне инструментов), приблизив их к подходам, применяемым в рамках таргетирования инфляции, и продолжает дальнейшее развитие⁵. В целом среди развивающихся стран таргетерами инфляции являются центральные банки 34 стран.

ДОЛЯ СТРАН – ТАРГЕТЕРОВ ИНФЛЯЦИИ В МИРОВОМ ВВП
(%)

Рис. П-46



* В США целевой уровень инфляции установлен с 2012 года, в еврозоне – с 1998 года.

Примечание. Для расчетов используется ВВП в текущих ценах (по данным МВФ).

Источники: МВФ, расчеты Банка России.

- ³ На практике к регионам, где центральные банки таргетируют инфляцию, относят США и еврозону. Это связано с тем, что, хотя ФРС США и ЕЦБ официально не объявляют себя таргетерами инфляции, они имеют все ключевые элементы таргетирования инфляции: объявленные публично цели по инфляции, плавающие курсы национальных валют, процентные ставки и коммуникацию как основные инструменты денежно-кредитной политики.
- ⁴ МВФ начал классифицировать Чехию как развитую экономику только с 2009 года (World Economic Outlook. International Monetary Fund. October 2009).
- ⁵ Особенностью денежно-кредитной политики НБК выступает множественность целей, промежуточных ориентиров и инструментов политики. Такая сложная структура во многом является наследием плановой экономики, отражает специфику развития рынков (стремительного, но неравномерного) и институциональной среды. За последние десятилетия в условиях поступательного перехода экономики Китая на рыночные рельсы НБК трансформировал свои подходы к реализации денежно-кредитной политики. Так, значительно уменьшилось прямое государственное участие в ценообразовании банковских продуктов (в том числе вмешательство в трансфертное ценообразование банков), произошёл отход от множественной к более унифицированной системе процентных ставок денежно-кредитной политики. В частности, была выстроена система инструментов управления ликвидностью, по своему типу близкая к процентному коридору, для влияния на ставки денежного рынка. Одновременно снизилась роль количественных ориентиров при проведении денежно-кредитной политики, норматива обязательного резервирования как инструмента политики. Наконец, НБК повысил информационную открытость для укрепления доверия участников экономики. В ходе серии последних реформ НБК закрепил ставку по семидневым операциям обратного репо в качестве основной ставки денежно-кредитной политики, снизив сигнальную роль ставок по другим инструментам. При этом операционный ориентир – рыночная ставка, которую НБК стремится удерживать вблизи основной ставки, – продолжает постепенно смещаться с недельного сегмента на овернайт-сегмент межбанковского рынка репо (см. Доклад НБК о денежно-кредитной политике за II квартал 2026 года). Следует также отметить, что НБК имеет действующий целевой ориентир по инфляции, который составляет 2%. Он устанавливается Государственным советом Китая и озвучивается премьер-министром страны весной каждого года. Инфляция вблизи 2% оценивается как хороший якорь для ожиданий участников экономики и рассматривается как важное условие для устойчивого развития китайской экономики (см. Отчет о работе правительства, представленный на четвертой сессии Всекитайского собрания народных представителей Китайской Народной Республики 14-го созыва от 05.03.2026).

Преимущества таргетирования инфляции по сравнению с другими режимами денежно-кредитной политики

Изучению результативности таргетирования инфляции за его более чем 30-летнюю историю посвящены многочисленные академические исследования, в том числе сравнивающие эффективность данного режима с таргетированием других макроэкономических показателей (например, денежных агрегатов или курса национальной валюты). Большинство исследований подтверждает преимущества таргетирования инфляции не только в поддержании ценовой стабильности, но и в улучшении перспектив роста экономики⁶.

Институциональные преобразования, реализуемые в условиях таргетирования инфляции (повышение независимости и подотчетности центрального банка, улучшение практики коммуникации решений по денежно-кредитной политике), способствуют повышению уровня доверия общества к деятельности центрального банка, увеличивают предсказуемость макроэкономических условий⁷. Это снижает вес адаптивного (назадсмотрящего) компонента в инфляционных ожиданиях экономических агентов, что позволяет центральным банкам эффективнее достигать цели по инфляции и повышает гибкость денежно-кредитной политики.

Гибкость денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции и плавающего курса национальной валюты усиливает ее контрциклическую⁸ роль в экономике. То есть национальная экономика в условиях таргетирования инфляции лучше поглощает внешние и внутренние экономические шоки по сравнению с режимами таргетирования отличных от инфляции макроэкономических показателей⁹.

Кроме того, в долгосрочной перспективе успешная реализация таргетирования инфляции не только повышает устойчивость экономического роста¹⁰, но и увеличивает его темпы¹¹. При этом в развивающихся странах, особенно при изначально высокой инфляции, положительное влияние на темпы роста экономики может проявляться на более поздних этапах таргетирования инфляции. Важное условие этого – укрепление доверия к проводимой центральным банком денежно-кредитной политике в результате поддержания инфляции на стабильно низких уровнях.

В развивающихся странах таргетирование инфляции способствует снижению волатильности процентных ставок и реального обменного курса¹². Исследования по развивающимся экономикам также показывают, что режим таргетирования инфляции стимулирует рост прямых иностранных инвестиций и опосредованно повышает устойчивость банковского сектора за счет более предсказуемой макроэкономической среды¹³.

⁶ См., например, метаанализ 113 исследований, посвященных изучению результативности таргетирования инфляции: Balima H. W., Kilama E. G., Tapsoba R. Inflation targeting: Genuine effects or publication selection bias? *European Economic Review*. T. 128. 2020.

⁷ Blinder (2000); Gürkaynak et al. (2006); Ötler & Freedman (2009); Картаев (2015); Schmidt-Hebbel and Carrasco (2016).

⁸ Это преимущество особенно актуально для развивающихся экономик, где центральные банки исторически зачастую были вынуждены ужесточать, а не смягчать денежно-кредитную политику во время кризисов, что усиливало масштабы спадов экономики.

⁹ Fratzscher et al. (2017).

¹⁰ Mishkin (2004); Walsh (2009); Ball (2010); Svensson (2010); Miller et al. (2012); Fratzscher et al. (2017); Balima et al. (2020); Ravenna and Ingholt (2021).

¹¹ Hale and Philippov (2015); Картаев (2015).

¹² Bambe (2023).

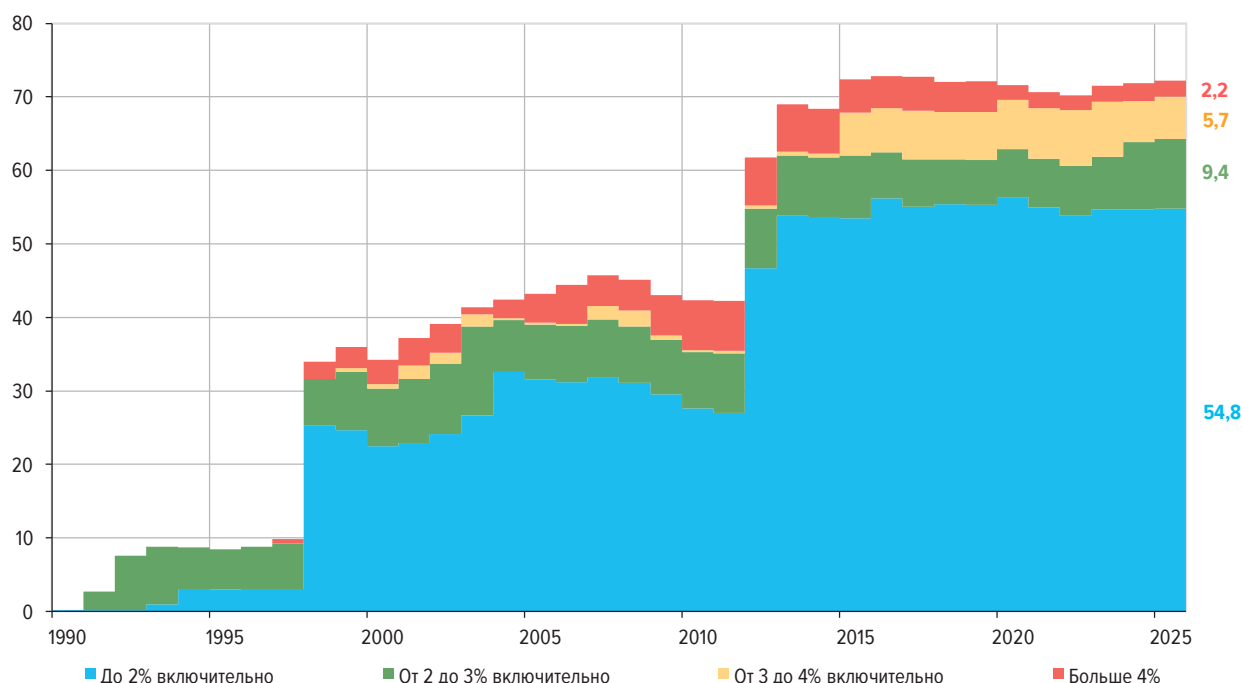
¹³ Mishra and Dubey (2022).

Выбор целей по инфляции и их достижение после перехода к таргетированию инфляции

Форматы среднесрочных целей¹⁴ по инфляции, используемые центральными банками в мире, весьма разнообразны по уровням и типам. Цели по инфляции в развитых экономиках, как правило, устанавливаются на уровне 2% (исключения – Исландия и Австралия). Среди развивающихся экономик, для которых исторически характерна более высокая волатильность макроэкономической среды, разброс уровней целей более выраженный – от 2 до 8%. Но чаще всего цели по инфляции в развивающихся экономиках устанавливаются в диапазоне от 3 до 4%. Цели выше 4% при этом имеют ограниченное распространение с точки зрения доли соответствующих стран в мировой экономике. Так, по состоянию на 2025 год на долю стран-таргетеров с целевыми ориентирами выше 4% приходится 2% мирового ВВП в текущих ценах и 3% мирового ВВП по ППС.

ДОЛЯ В МИРОВОМ ВВП СТРАН – ТАРГЕТЕРОВ ИНФЛЯЦИИ ПО УРОВНЮ ЦЕЛИ (%)

Рис. П-47



Примечание. Для расчетов используется ВВП в текущих ценах (по данным МВФ). Расчеты учитывают исторические изменения уровней целей.
Источники: МВФ, расчеты Банка России.

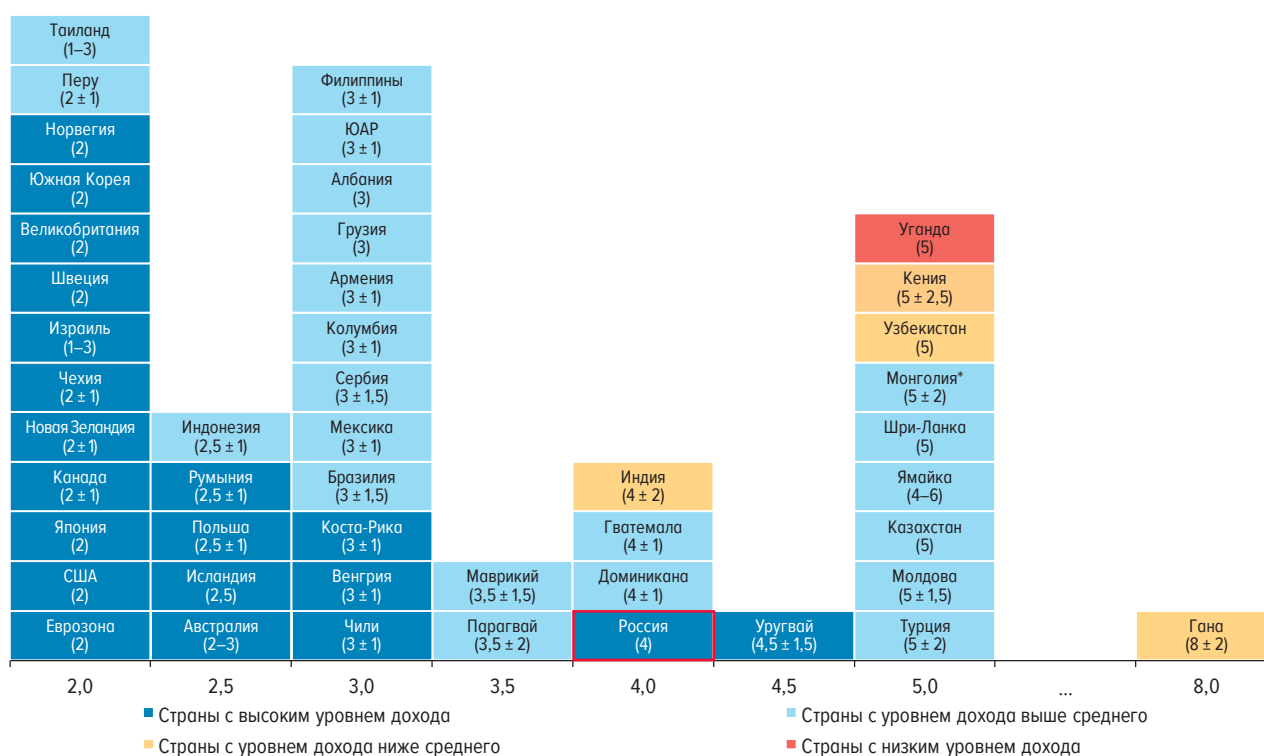
В последнее десятилетие заметен тренд на снижение уровней целей по инфляции в развивающихся экономиках по мере накопления опыта таргетирования инфляции. За этот период цели были снижены, в частности, в Армении, Бразилии, Грузии, Доминикане, Индонезии, Казахстане, Парагвае, Сербии, Таиланде, Уругвае и на Филиппинах. В ЮАР, после нескольких лет обсуждений, в ноябре 2025 года целевой диапазон 3–6% был заменен целью на уровне 3% с диапазоном ± 1 процентный пункт.

¹⁴ Цели по инфляции, действующие в течение продолжительного периода их неизменности. Как правило, центральные банки переходят к таргетированию среднесрочных целей по инфляции после завершения периодов дезинфляции, продолжающихся в течение нескольких лет (особенно это касается развивающихся экономик). В условиях дезинфляции, которая может проходить как до официального перехода к таргетированию инфляции, так и в первые годы после перехода к данному режиму, центральные банки могут пользоваться промежуточными ежегодными целевыми ориентирами по инфляции.

Среди типов цели по инфляции в мире наиболее распространен тип в виде точки с диапазоном отклонений, который широко используется именно среди центральных банков развивающихся стран. При этом многие центральные банки акцентируют внимание на точке как основном ориентире для инфляционных ожиданий, а диапазон используют для объяснения возможных отклонений инфляции от цели. В развитых странах чаще используется точка. Менее всего в мире распространен целевой диапазон. При этом ширина диапазонов целей в развивающихся экономиках в среднем больше, чем в развитых странах.

ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ С ГРУППИРОВКОЙ ПО КЛАССИФИКАЦИИ
ВСЕМИРНОГО БАНКА
(%)

Рис. П-48



* Банк Монголии установил среднесрочную цель по инфляции 5% ± 2 п.п., вступающую в силу с 2027 года. Цель на 2026 год установлена на уровне 6% ± 2 процентных пункта. Примечание. При построении графика использована классификация Всемирного банка по данным о валовом национальном доходе на душу населения за 2025 год. Источники: сайты центральных банков, Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2023), Всемирный банк.

На практике при выборе среднесрочных целей по инфляции (уровней и типов) центральные банки учитывают широкий набор факторов¹⁵. С одной стороны, это различные теоретические¹⁶ критерии оптимальности формата цели. С другой стороны, это факторы, отражающие практические особенности условий проведения денежно-кредитной политики: общая стабильность макроэкономической среды, включая уровень доверия к макроэкономической политике и институтам; степень зрелости¹⁷ режима таргетирования инфляции, успехи

¹⁵ Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А. [Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире](#). Исследовательский доклад. Май 2023 года; Магжанов Т., Мещеряков А. [Что определяет выбор «ширины» цели по инфляции?](#) Банк России. Исследовательский доклад. Май 2023 года; Carter, Kamber and Otten. How to Design and Review Inflation Targets in Emerging Market and Developing Economies. International Monetary Fund. How-To Note. No. 2026/04. 2026.

¹⁶ Применительно к уровню цели по инфляции обычно учитывается соотношение издержек высокой и слишком низкой инфляции для общественного благосостояния. Среди прочего издержки связаны с проблемами номинальных жесткостей в экономике в краткосрочный период (особенно на рынке труда), искажениями относительных цен, а также рисками достижения эффективной нижней границы ключевой ставки (Effective Lower Bound, ELB) в случае реализации дезинфляционных шоков в экономике. Что касается типа цели по инфляции, то здесь важны аспекты эффективного закоривания инфляционных ожиданий при одновременном обеспечении достаточной гибкости для денежно-кредитной политики в случае реализации проинфляционных или дезинфляционных шоков.

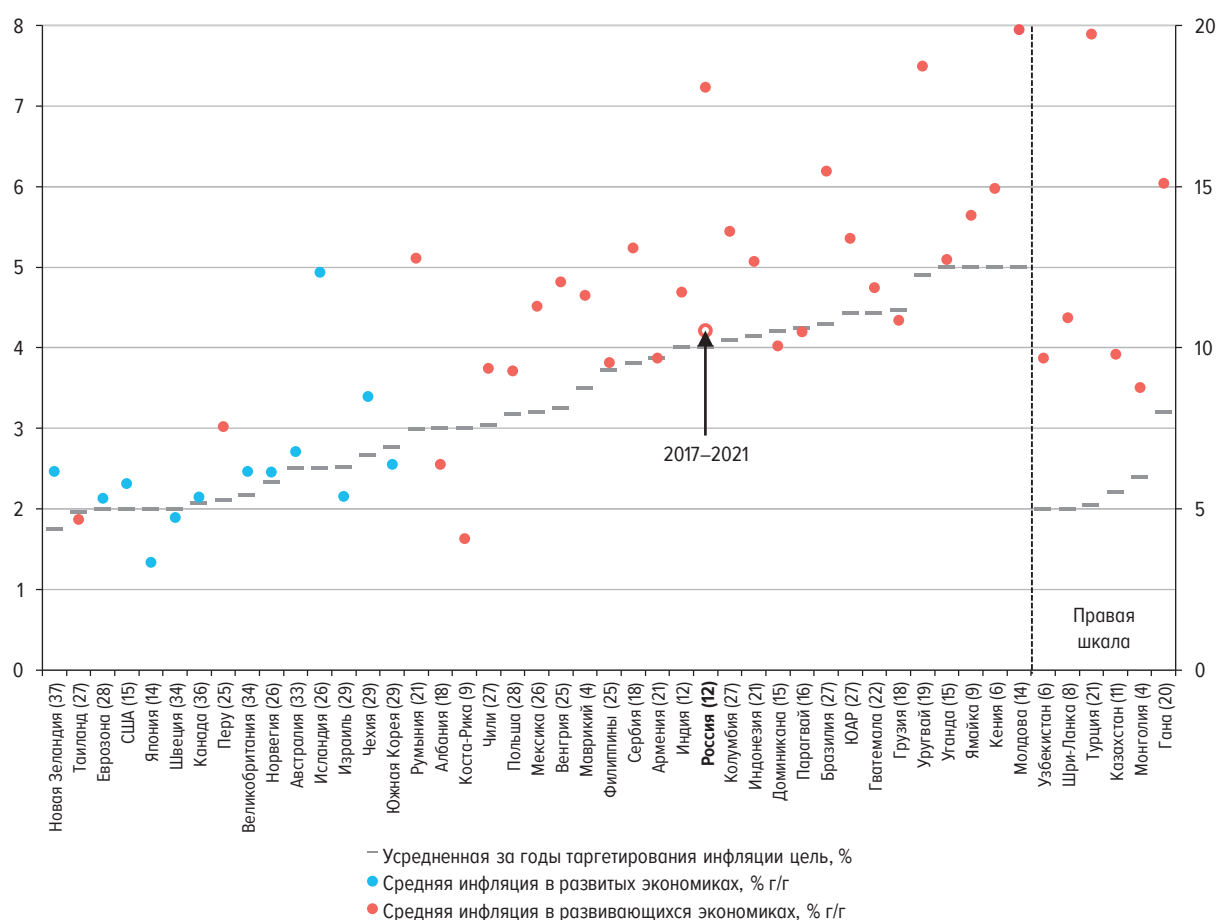
¹⁷ Средний период таргетирования инфляции в развитых странах составляет 28 лет (в развивающихся – 18 лет).

денежно-кредитной политики в поддержании низкой и стабильной инфляции; близость целевого ориентира по инфляции к целям в основных странах – торговых партнерах и сопоставимых по уровню развития экономиках; иные специфические для национальной экономики структурные особенности. На выбор типа цели по инфляции влияют и такие институциональные особенности условий проведения денежно-кредитной политики, как, например, вовлеченность правительства в выбор цели по инфляции, степень открытости центрального банка в объяснении логики решений по денежно-кредитной политике.

Хотя на практике в отдельные периоды инфляция может значительно отклоняться от цели, большинство центральных банков, придерживающихся режима таргетирования инфляции, в конечном счете успешно удерживают инфляцию вблизи целевых значений. При этом в большинстве развитых стран инфляция в среднем за весь период таргетирования отклоняется от целевого уровня (точки или середины диапазона) не более чем на 2 п.п., а в большинстве развивающихся стран – не более чем на 4 процентных пункта. Опыт таргетирования инфляции также играет роль: в подавляющем большинстве стран с опытом таргетирования инфляции более 20 лет инфляция в среднем находится в пределах установленных целей. В странах с меньшим опытом разброс несколько шире.

РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ ПО СТРАНАМ: СРЕДНИЕ ЦЕЛИ И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ ЗА ВЕСЬ ПЕРИОД ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ (ДО СЕНТЯБРЯ 2026 ГОДА)

Рис. П-49

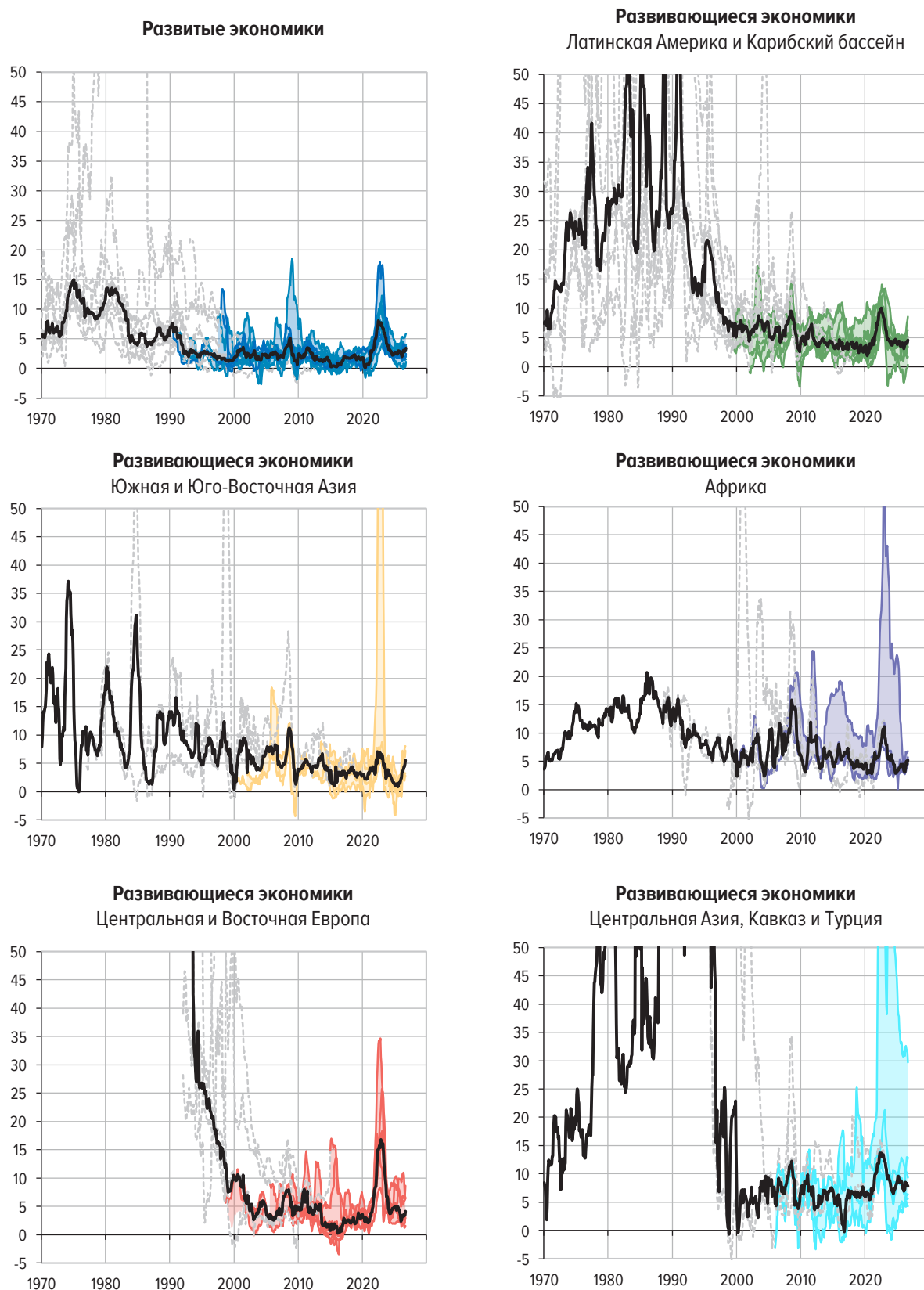


Примечание. Среднее значение инфляции рассчитано с момента перехода к режиму таргетирования инфляции по сентябрь 2026 года включительно. Для каждой страны использовался соответствующий цели индикатор инфляции: *Headline PCE* – для США, *CPIF* – для Швеции, *Core CPI* – для Уганды, *ИПЦ* – для остальных экономик. В скобках после названия страны на горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Страны отсортированы по величине среднего значения цели по инфляции. Среднее значение цели по инфляции учитывает в том числе изменения уровня цели за время применения режима таргетирования инфляции в случае, если такие изменения имели место. Если исторически в стране использовался тип цели в виде точки с диапазоном отклонений, то при расчете среднего уровня цели использовалась точка внутри диапазона. Если за ориентир принимался целевой диапазон без формализованной точки, то при расчете использовалась середина диапазона.

Источники: *Cbonds*, *МВФ*, сайты центральных банков и статистических служб, расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ ДО И ПОСЛЕ ПЕРЕХОДА К ТАРГЕТИРОВАНИЮ ИНФЛЯЦИИ
(% Г/Г)

Рис. П-50



Примечание. Расчеты выполнены по странам, таргетирующим инфляцию по состоянию на 2023 год (см. список стран по группам в таблице П-7 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2026 года)»). Черные линии – медианы темпов инфляции в группе стран, серые пунктирные линии – темпы инфляции в странах до перехода к таргетированию инфляции, цветные линии – после перехода. Закрашенные диапазоны соответствуют разбросу между самым высоким и самым низким темпами инфляции среди стран региона, таргетирующих инфляцию на конкретный момент времени.

Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Практика таргетирования инфляции: ретроспективный взгляд

Предыстория и начало таргетирования инфляции в 1990-х и 2000-х годах

Появлению таргетирования инфляции к 1990 году предшествовал болезненный опыт Великой инфляции 1970-х годов в развитых странах. Одной из главных причин ценовой нестабильности тех лет стало распространенное в 1960-х годах заблуждение о существовании устойчивого компромисса: считалось, что можно поддерживать стабильно более высокие темпы экономического роста и более низкий уровень безработицы ценой лишь несколько более высокой инфляции. В реальности же оказалось, что продолжительное стимулирование спроса, на которое в 1973 и 1979 годах наложились нефтяные шоки предложения, приводило к раскручиванию инфляционной спирали, не обеспечивая устойчивого ускорения роста экономики и снижения безработицы. Ошибки экономической политики усугублялись переоценкой производственного потенциала экономики и недооценкой роли инфляционных ожиданий¹⁸. Переход центральных банков к последовательной политике дезинфляции в 1980-х годах позволил постепенно преодолеть наследие высокой инфляции и фундаментально переосмыслить подходы к реализации денежно-кредитной политики. К середине 1990-х годов рост цен в развитых странах замедлился и стабилизировался на уровне около 2%. В этих условиях значительно снизились инфляционные ожидания, повысилась предсказуемость макроэкономических условий. В целом развитым странам удавалось поддерживать умеренно низкую инфляцию в течение длительного периода, вплоть до мирового финансового кризиса 2007–2008 годов (далее – МФК), несмотря на отдельные кризисные эпизоды (например, крах доткомов в США в начале 2000-х годов).

В то же время для развивающихся экономик период высокой и волатильной инфляции был более продолжительным. Многие из них переживали трансформационный кризис (переход от плановой системы к рыночной), а в 1997–1998 годах столкнулись с оттоком капитала и девальвацией национальных валют на фоне азиатского финансового кризиса. Уроки валютных кризисов в том числе обнажили уязвимости режимов фиксированного курса. На этом фоне успешная практика таргетирования инфляции в развитых странах усиливала интерес развивающихся экономик к переходу к этому режиму. Во многих из них в 1990-х и 2000-х годах проводились структурные и институциональные реформы, включая улучшение бюджетной дисциплины, повышение независимости центральных банков, развитие внутренних финансовых рынков и так далее. Все это в конечном итоге помогло многим развивающимся экономикам существенно снизить инфляцию и укрепить макроэкономическую стабильность.

Дезинфляционные тенденции после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов

Десятилетие после МФК стало периодом устойчиво низкой инфляции в масштабах мировой экономики. Хотя в развивающихся экономиках инфляционная картина различалась по странам и регионам, важный вклад в снижение инфляции в этой группе стран вносил рост доверия к проводимой макроэкономической политике, в том числе на фоне расширения практики таргетирования инфляции. В развитых экономиках ослабление инфляционного давления было особенно сильным. Во многих из них инфляция в течение продолжительного времени

¹⁸ См., например, The "Great Inflation": Lessons for Monetary Policy. European Central Bank. 2010.

после МФК находилась даже ниже целевых уровней, несмотря на существенное смягчение денежно-кредитной политики центральными банками этих стран.

На инфляцию в развитых странах влияли как циклические, так и структурные факторы. Так, восстановление крупнейших развитых экономик после МФК происходило медленно. Во многом это можно объяснить следующими причинами: запуском глобальной реформы банковского регулирования¹⁹, направленной на повышение устойчивости банковских систем к финансовым кризисам; существенным снижением склонности к риску широкого круга экономических агентов (населения, бизнеса, банков и других)²⁰; постепенным сворачиванием бюджетных стимулов²¹ после завершения активной фазы МФК и на фоне обострения проблем с государственным долговым бременем, особенно в ходе европейского долгового кризиса начала 2010-х годов²². Понижающее давление на цены оказывало и усиление глобальной конкуренции в сфере розничной торговли в условиях быстрого развития сегмента интернет-розницы (так называемый Amazon-эффект)²³. Кроме того, замедление темпов роста совокупной факторной производительности²⁴ и низкая склонность экономических агентов к риску одновременно привели к существенному снижению нейтральных процентных ставок денежно-кредитной политики в этой группе стран²⁵. Это означает, что денежно-кредитная политика центральных банков развитых стран, снизивших ставки после начала МФК до околонулевых значений, в действительности не оказывала достаточного стимулирующего влияния для компенсации эффектов широкого набора дезинфляционных факторов. С целью увеличения монетарных стимулов для поддержки восстановления экономик и недопущения устойчивой дефляции центральные банки крупнейших развитых стран обратились к нетрадиционным мерам денежно-кредитной политики, в первую очередь к расширению балансов за счет программ покупки активов. Однако даже с учетом совокупности традиционных и нетрадиционных монетарных стимулов динамика экономической активности в ключевых развитых экономиках была сдержанной, темпы роста кредитования и денежной массы – умеренными, а инфляционное давление – пониженным вплоть до начала пандемии COVID-19.

¹⁹ Boar et al. What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance? BIS Quarterly Review. September 2017.

²⁰ См., например, Jones B. Uncertainty and Risk Aversion – Before and After the Pandemic. Reserve Bank of Australia. 2021.

²¹ Restoring Public Finances. Organisation for Economic Co-operation and Development. 2012.

²² Draghi M. A Consistent Strategy for a Sustained Recovery. European Central Bank. 2014.

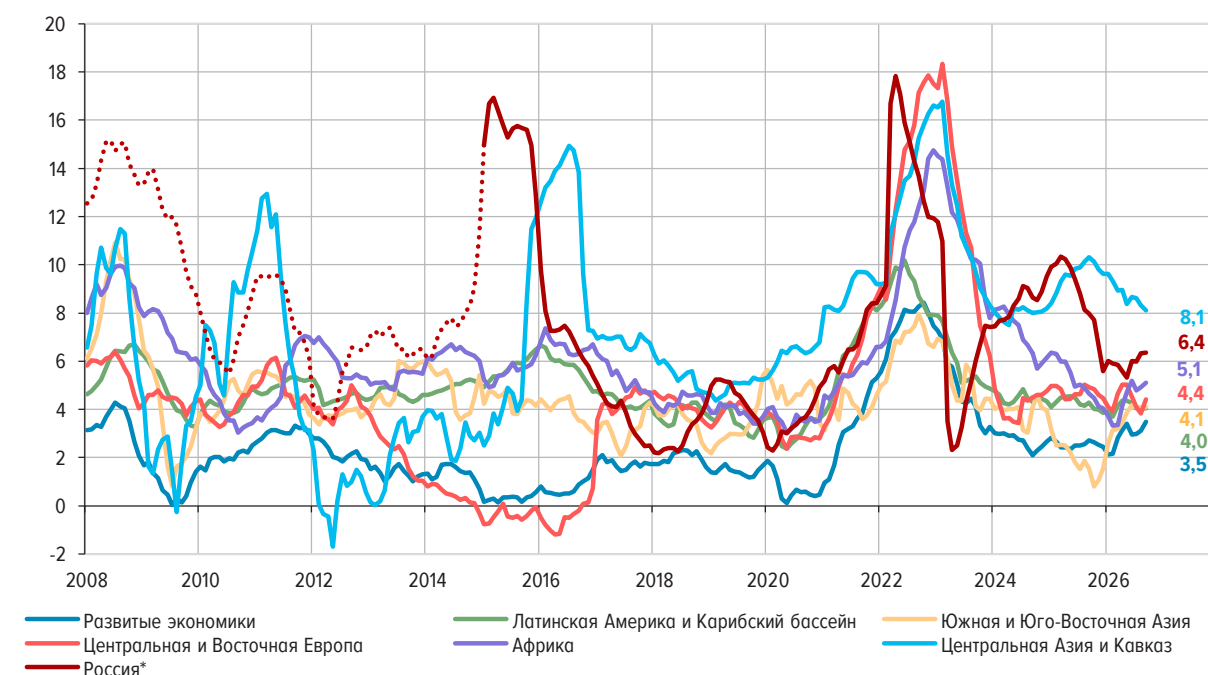
²³ Yellen J. Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy. United States Federal Reserve System. 2017.

²⁴ Dieppe A. (ред.). Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies. International Monetary Fund. 2021.

²⁵ См., например, Holston et al. (2017).

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ (% Г/Г)

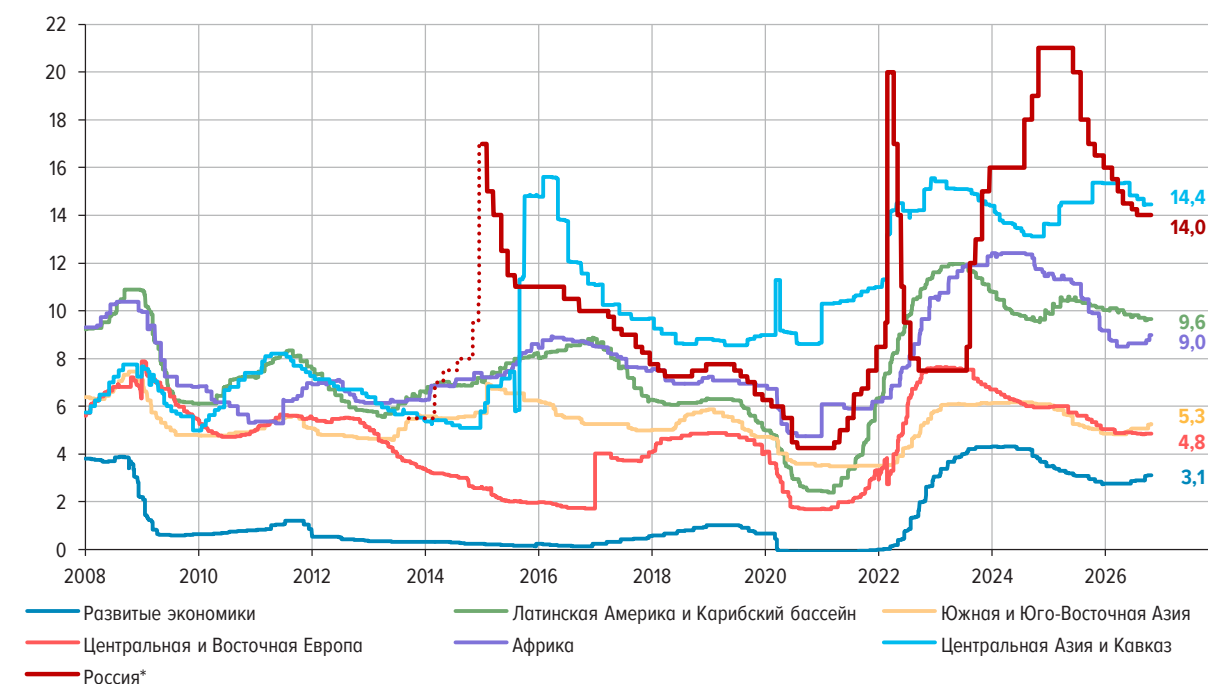
Рис. П-51



* Пунктирная линия соответствует инфляции в России до перехода к таргетированию инфляции, сплошная линия – после перехода.
Примечание. Для расчетов используется средневзвешенное по ВВП по ППС (по данным Всемирного банка) внутри каждой группы годовое изменение индекса потребительских цен (ИПЦ) с января 2008 года по сентябрь 2026 года включительно. Расчеты выполнены по актуальному списку стран, таргетирующих инфляцию, приведенному в таблице П-7 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2026 года)» (за исключением Турции). Россия не включена в расчеты по группе стран Центральной и Восточной Европы. Расчеты также учитывают исторические изменения в составе стран, таргетирующих инфляцию.
Источники: Cbonds, Всемирный банк, расчеты Банка России.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ (% ГОДОВЫХ)

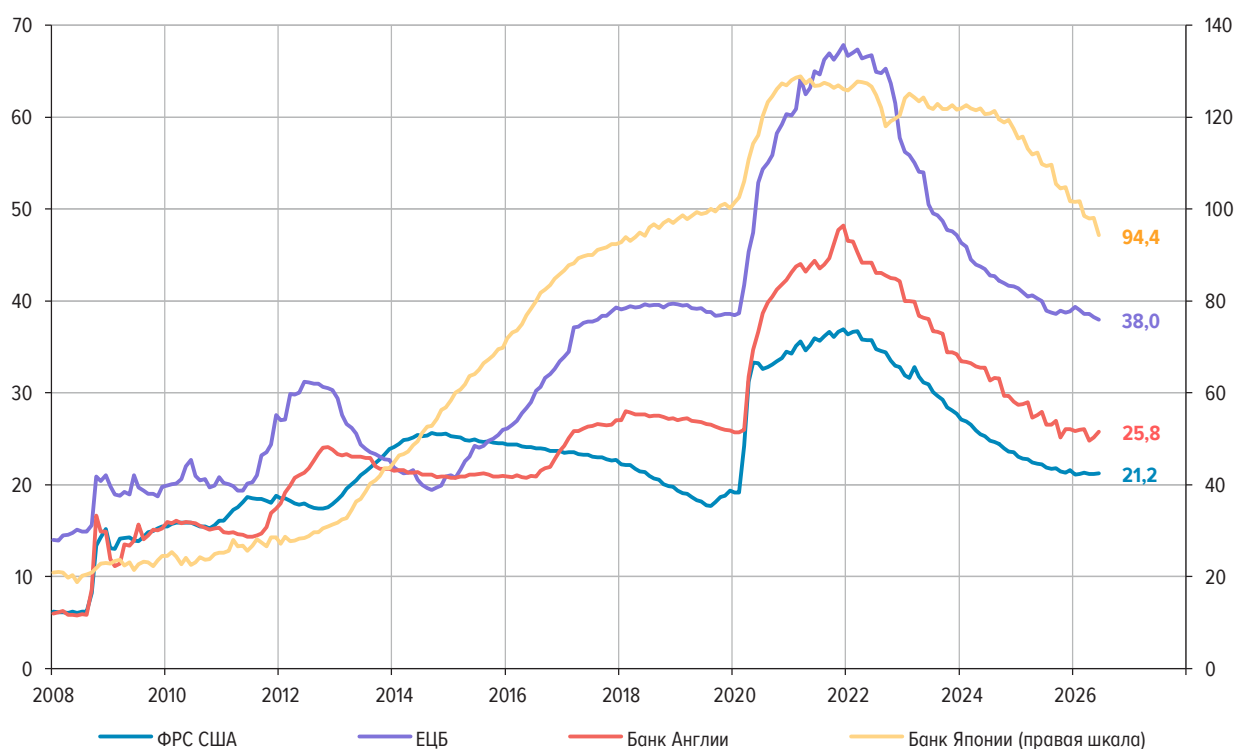
Рис. П-52



* Пунктирная линия соответствует ключевой ставке Банка России до перехода к таргетированию инфляции, сплошная линия – после перехода.
Примечание. Для расчетов используется средневзвешенное по ВВП по ППС (по данным Всемирного банка) внутри каждой группы стран значение ключевых ставок центральных банков с 01.01.2008 по 26.10.2026 включительно. Расчеты выполнены по актуальному списку стран, таргетирующих инфляцию, приведенному в таблице П-7 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2026 года)» (за исключением Турции). Россия не включена в расчеты по группе стран Центральной и Восточной Европы. Расчеты также учитывают исторические изменения в составе стран, таргетирующих инфляцию.
Источники: Cbonds, Всемирный банк, сайты центральных банков, расчеты Банка России.

БАЛАНСЫ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В ЭКОНОМИКАХ G4
(% ВВП)

Рис. П-53

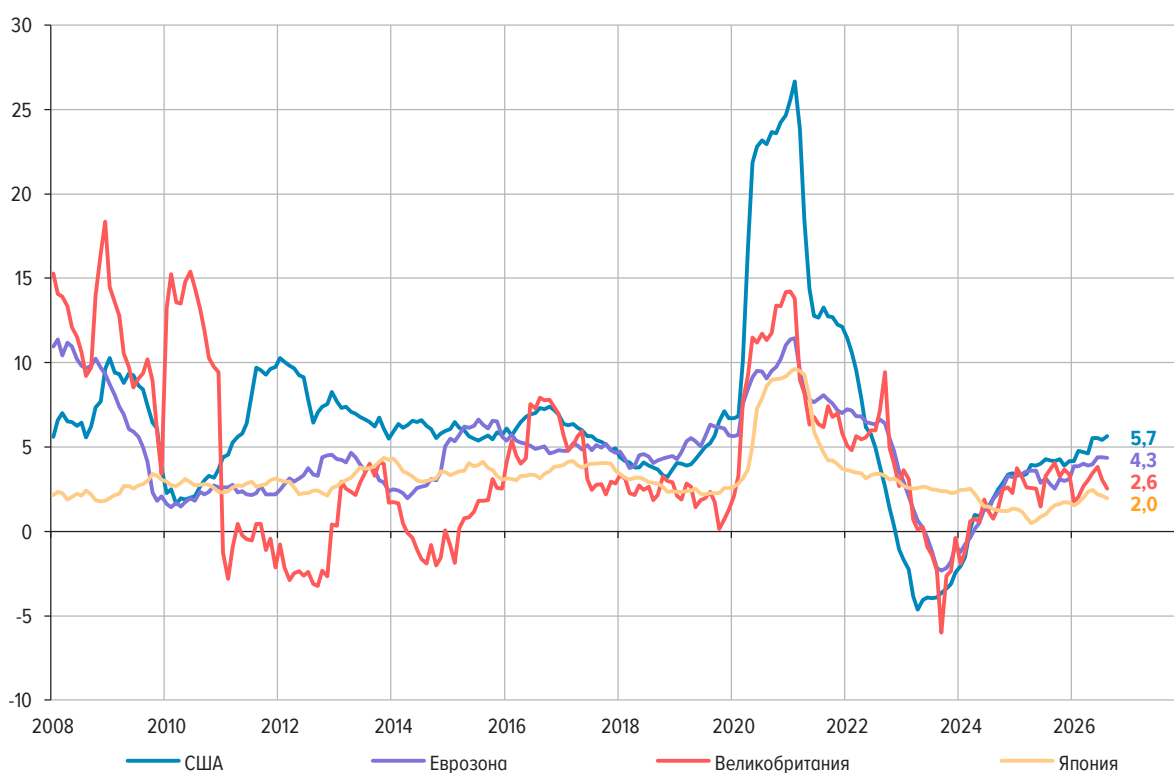


Примечание. На рисунке отражено отношение баланса центрального банка (с ежемесячной периодичностью) к ВВП в текущих ценах за скользящие четыре квартала (с исключением сезонности).

Источники: Cbonds, Federal Reserve Economic Data, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (АГРЕГАТА М2) В ЭКОНОМИКАХ G4
(% Г/Г)

Рис. П-54



Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Рост инфляции в мире после пандемии COVID-19 и реакция центральных банков

Продолжительный период очень низкой инфляции после МФК укреплял мнение среди центральных банков развитых стран об устойчивости снижения нейтральных уровней процентных ставок, долгосрочном характере проблемы ELB, а также об уплющении кривой Филлипса²⁶. Последнее предполагало, в частности, сильное снижение чувствительности инфляции к изменениям экономической активности (выпуска и безработицы) вследствие устойчивой заякоренности инфляционных ожиданий на низких уровнях. Такой взгляд во многом предопределил реакцию центральных банков и правительств развитых стран на пандемию COVID-19. В 2020 году денежно-кредитную и бюджетную политику смягчили как в развитых, так и в большинстве развивающихся экономик. При этом масштаб стимулов в развитых странах был беспрецедентным и отражал ожидания существенного и продолжительного отклонения экономик вниз от потенциала, а инфляции – вниз от целей.

Но сильная дезинфляция, ожидавшаяся на раннем этапе, не реализовалась. Пандемия COVID-19 привела к возникновению дисбаланса спроса и предложения на глобальном уровне. Нарушения производственных и логистических цепочек вызвали длительные перебои на стороне предложения. При этом меры бюджетной и монетарной поддержки обусловили быстрое восстановление спроса. В сочетании с временными изменениями в структуре потребления (от услуг в пользу товаров) это привело к ускоренному нарастанию инфляционного давления в мире с конца 2020 года²⁷. Масштабы и темпы ускорения инфляции различались по странам, однако во многих развитых экономиках инфляция достигла максимумов с начала 1980-х годов.

Сроки начала нормализации денежно-кредитной политики также различались. Центральные банки развивающихся стран раньше отреагировали на усиление инфляционного давления: в крупнейших СФР повышение процентных ставок началось уже в марте 2021 года (Бразилия и Россия). Центральные банки развитых стран, напротив, недооценивали устойчивость инфляции и длительное время считали ее ускорение результатом временных шоков предложения, которые самостоятельно исчерпаются на краткосрочном горизонте без реакции со стороны денежно-кредитной политики²⁸. В 2022 году на пандемические дисбалансы наложился энергетический шок на фоне роста геополитической напряженности, что еще больше ускорило рост цен. Запоздалое начало нормализации сменилось быстрым ужесточением политики: центральным банкам развитых стран пришлось ускоренно сворачивать покупки активов и повышать ставки, одновременно пересматривая прогнозы инфляции вверх и отодвигая ожидаемые сроки ее возвращения к целям²⁹.

В 2023–2024 годах инфляционное давление в мире существенно снизилось³⁰. Во-первых, нарастали эффекты ужесточения денежно-кредитных условий: замедлялся рост спроса, снижались инфляционные ожидания. Во-вторых, были устранены вызванные пандемией перебои в производственных и логистических цепочках. В-третьих, цены на энергоресурсы и ряд других сырьевых товаров скорректировались вниз с пиков 2022 года. При этом снижение инфляции не сопровождалось переохлаждением: мировая экономика продолжала устойчиво

²⁶ Powell J. New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review. United States Federal Reserve System. 2020.

²⁷ Annual Economic Report. Bank for International Settlements. 2022.

²⁸ Powell J. Review and Outlook. United States Federal Reserve System. 2024.

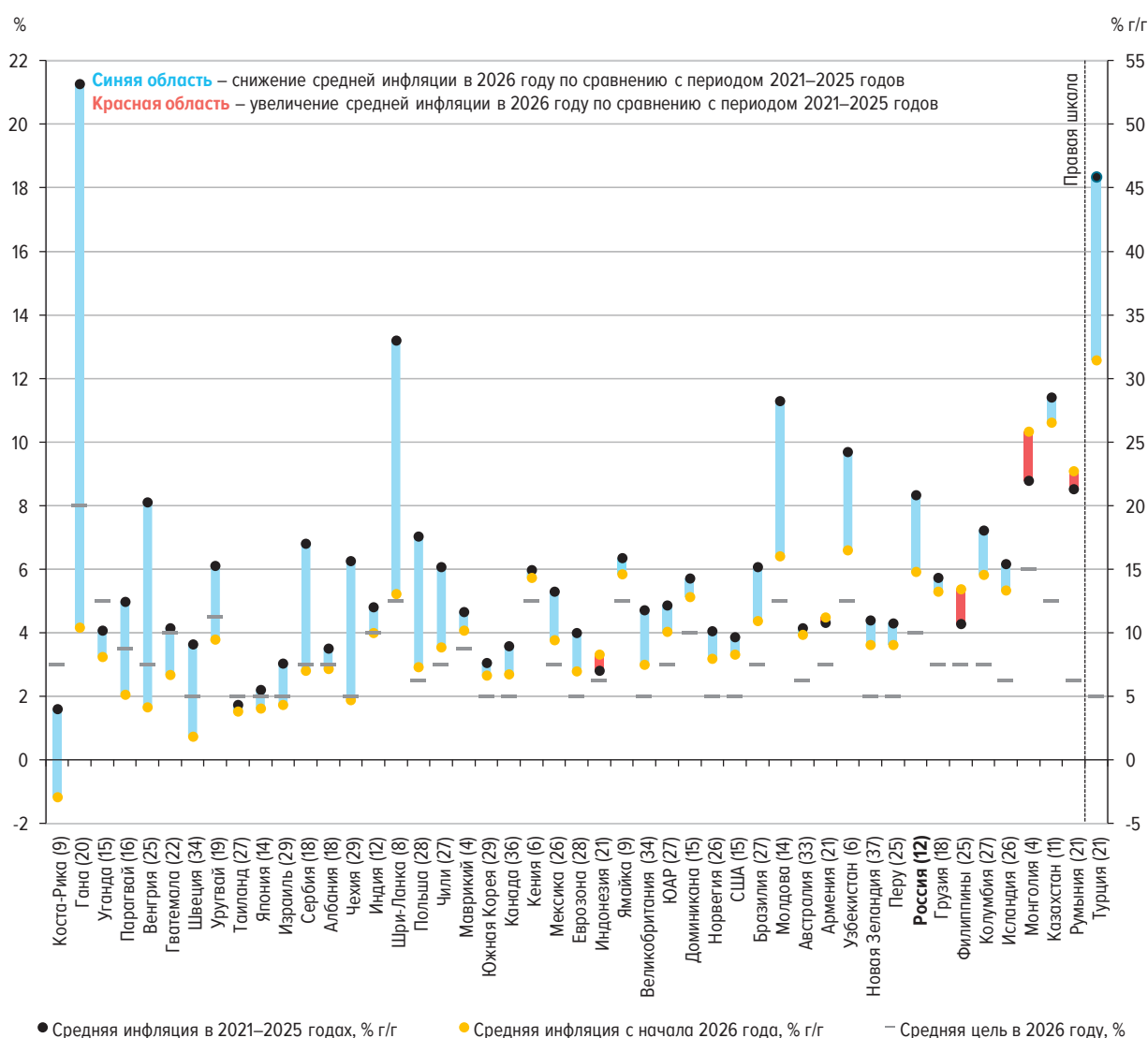
²⁹ См. рис. П-6-11 «Сроки схождения инфляции к цели на прогнозном горизонте по группам стран» в ОНЕГДКП 2024–2026.

³⁰ World Economic Outlook. International Monetary Fund. October 2024; Annual Economic Report. Bank for International Settlements. 2024.

расти. Приближение инфляции к целям в свою очередь создавало условия для постепенного снижения процентных ставок: центральные банки ряда развивающихся экономик, особенно стран Латинской Америки, приступили к нему с середины 2023 года, а ряда крупнейших развитых стран – летом и осенью 2024 года. Вместе с тем инфляционные риски были повышенными. Во многих странах, в частности, сохранялись значительные бюджетные дефициты, хотя они и были ниже пандемических пиков³¹. Период высокой инфляции после пандемии также мог оставить устойчивый отпечаток на поведении экономических агентов: усилить внимание населения и компаний к инфляции, повысить чувствительность инфляционных ожиданий к краткосрочным шокам³². Все это требовало осторожности при смягчении денежно-кредитной политики на этапе ее нормализации.

ЦЕЛИ И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ В 2021–2026 ГОДАХ

Рис. П-55



Примечание. Средние значения инфляции рассчитаны по месячным данным с января 2021 по сентябрь 2026 года включительно. Для каждой страны использовался таргетируемый национальным центральным банком показатель инфляции. В скобках горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Страна включается в расчеты с момента перехода к режиму таргетирования инфляции. Страны отсортированы по размеру и направлению фактического отклонения инфляции от цели в 2026 году. Средняя цель в 2026 году учитывает точечные значения уровня цели по инфляции или середину целевого диапазона с января по сентябрь 2026 года включительно.

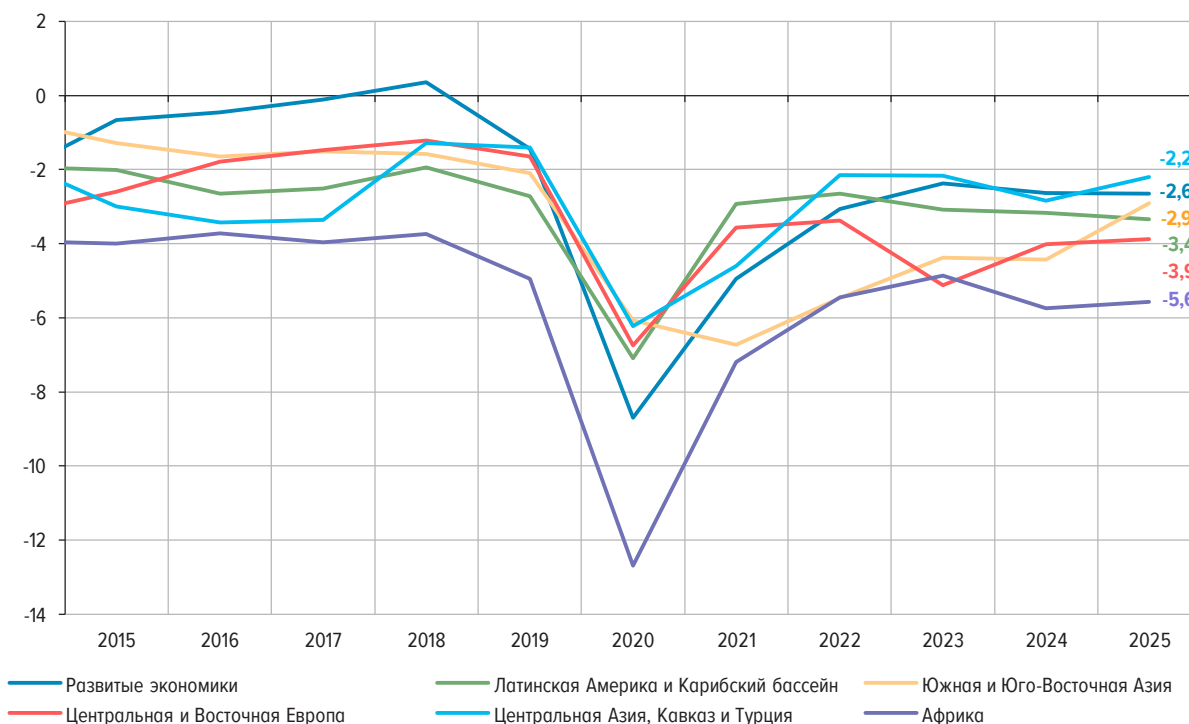
Источники: Cbonds, МВФ, сайты центральных банков и статистических служб, расчеты Банка России.

³¹ Fiscal Monitor. International Monetary Fund. April 2024; Annual Economic Report. Bank for International Settlements. 2024.

³² См., например, Weber et al. (2025); De Fiore et al. (2025).

САЛДО БЮДЖЕТА В СТРАНАХ – ТАРГЕТЕРАХ ИНФЛЯЦИИ В 2015–2025 ГОДАХ
(% ВВП)

Рис. П-56



Примечание. Для расчетов используется медианное значение внутри каждой группы. Расчеты выполнены по актуальному списку стран, таргетирующих инфляцию, приведенному в таблице П-7 «Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на сентябрь 2026 года)». Расчеты также учитывают исторические изменения в составе стран, таргетирующих инфляцию.
Источники: МВФ, расчеты Банка России.

Денежно-кредитная политика и инфляция в условиях фрагментации мировой экономики

В 2025–2026 годах ситуация в мире осложнилась новыми шоками предложения и издержек на фоне усиления торговых и геополитических противоречий. В течение 2025 года основным источником неопределенности стало повышение импортных пошлин со стороны США, вызвавшее опасения сильного ускорения инфляции (прежде всего в самих США) при замедлении экономической активности³³. Однако последствия оказались менее выраженными, чем ожидалось первоначально. Торговые соглашения и многочисленные исключения снизили фактический уровень пошлин относительно первоначально объявленного, а сдержанная реакция большинства торговых партнеров позволила избежать масштабной взаимной эскалации. Компании адаптировали цепочки поставок, заблаговременно накапливали запасы и частично покрывали рост издержек за счет сокращения прибыли, ограничивая перенос растущих расходов в конечные цены³⁴. Реакция центральных банков различалась: в одних странах регуляторы замедлили или приостановили снижение ставок, в других – повышали их с учетом внутренних инфляционных рисков. При этом глобальный цикл ужесточения денежно-кредитной политики не возобновился.

Однако на рубеже февраля – марта 2026 года обострение геополитической ситуации на Ближнем Востоке привело к новому энергетическому шоку. Почти полное прекращение судоходства через Ормузский пролив и повреждение энергетической инфраструктуры резко

³³ World Economic Outlook. International Monetary Fund. April 2025.

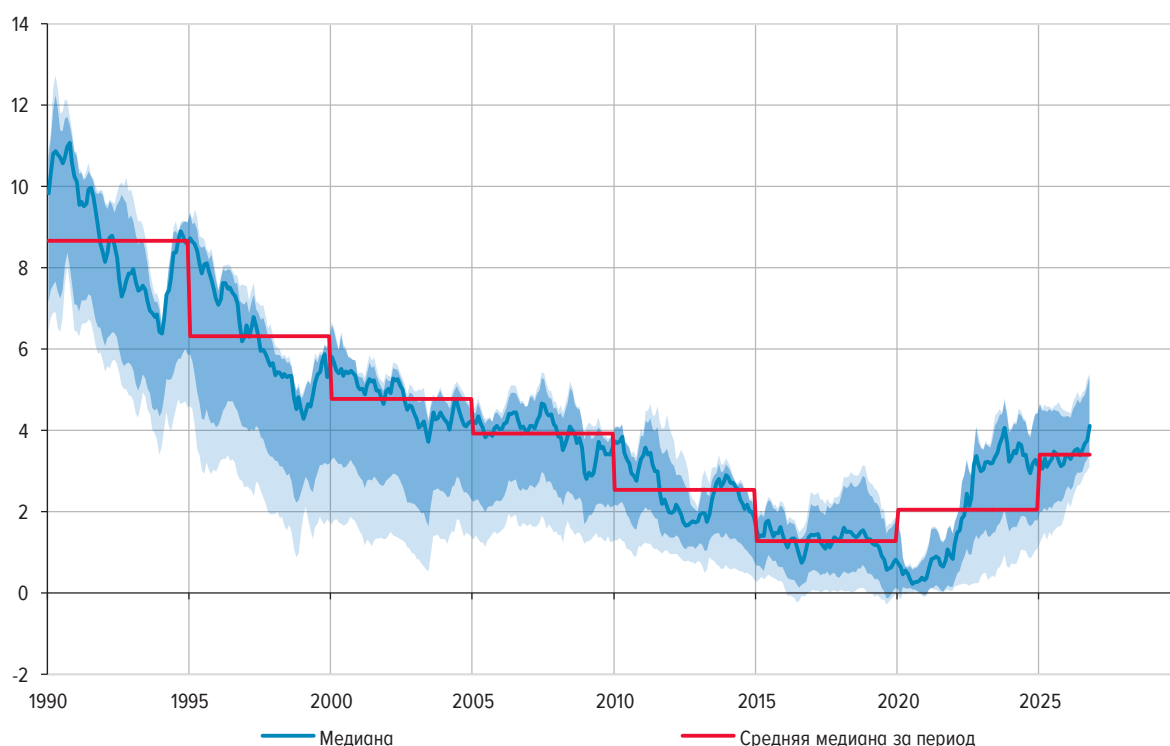
³⁴ Annual Economic Report. Bank for International Settlements. 2026.

ограничили поставки нефти, газа и других важных ресурсов из региона, также повысив транспортные и производственные издержки. Высокие исходные запасы нефти и нефтепродуктов, высвобождение стратегических резервов, увеличение добычи вне зоны конфликта и перестройка маршрутов поставок частично смягчили последствия перебоев. Но по мере затягивания конфликта запасы сокращались, а инфляционное давление в мире усиливалось³⁵. В этих условиях все больше центральных банков переходило к повышению процентных ставок. Учитывая опыт постпандемического всплеска инфляции, они стремились не допустить закрепления повышенной инфляции в ожиданиях и решениях компаний и населения, которое могло потребовать более жесткой политики в дальнейшем.

Дополнительные сложности создавало сохранение значительных бюджетных дефицитов. Новые меры поддержки населения и компаний в ответ на удорожание энергоресурсов, увеличение иных категорий расходов усиливали нагрузку на бюджеты. Рост инфляционных рисков, ожидания более высоких процентных ставок и опасения относительно устойчивости государственных финансов привели к повышению долгосрочных доходностей государственных облигаций. Дополнительный вклад мог вносить рост премий за риск на фоне геополитической неопределенности, а также усиление конкуренции за финансирование со стороны технологических компаний, инвестирующих в искусственный интеллект³⁶. К осени 2026 года во многих крупнейших развитых экономиках доходности достигли максимальных уровней за более чем 15 лет.

ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ГОСОБЛИГАЦИЙ В КРУПНЫХ РАЗВИТЫХ ЭКОНОМИКАХ В 1990–2026 ГОДАХ (% ГОДОВЫХ)

Рис. П-57



Примечание. Расчеты выполнены по следующей выборке: США, еврозона, Япония, Великобритания, Канада. Светлая закрашенная область – разброс между самой высокой и самой низкой доходностью среди стран выборки в конкретный момент времени, темная закрашенная область – центральная тенденция (10–90%).
Источники: Cbonds, Federal Reserve Economic Data, расчеты Банка России.

³⁵ Economic Outlook, Interim Report. Organisation for Economic Co-operation and Development. September 2026; World Economic Outlook. International Monetary Fund. October 2026.

³⁶ Yields climb, yet risk appetite holds firm. Quarterly Review. Bank for International Settlements. September 2026.

ВРЕЗКА 16. НЕТРАДИЦИОННЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Нетрадиционные меры денежно-кредитной политики могут помочь минимизировать риски отклонения инфляции вниз от цели, когда ключевая ставка уже близка к нулю. Однако длительное применение таких мер может негативно влиять на экономику

Основным инструментом, используемым центральными банками для достижения цели по инфляции, является ключевая ставка, задающая уровень, вблизи которого центральный банк поддерживает краткосрочные ставки денежного рынка. Ключевая ставка позволяет центральному банку влиять на денежно-кредитные условия в очень широких пределах. Однако возможности смягчения денежно-кредитных условий посредством снижения ставки ограничены наличием эффективной нижней границы (Effective Lower Bound, ELB). ELB – это нижний предел для ключевой ставки, при достижении которого ее дальнейшее снижение не дает требуемого результата из-за уменьшения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В условиях ELB, например, перестают снижаться ставки по депозитам вслед за ключевой ставкой, возрастают стимулы к накоплению наличных денег, может ухудшаться работа кредитного и валютного каналов трансмиссии. Уровень ELB варьируется в зависимости от экономических условий, а его частным случаем является нулевая нижняя граница (Zero Lower Bound, ZLB).

В случае когда ключевая ставка находится вблизи ZLB, а в экономике все равно сохраняются выраженные риски отклонения инфляции вниз от цели и даже дефляционные риски, центральные банки могут использовать нетрадиционные инструменты для дополнительного смягчения денежно-кредитных условий. К этим инструментам относят следующие:

- **Покупка активов** – приобретение центральным банком финансовых активов на открытом рынке (в первую очередь государственных облигаций, но иногда ипотечных или корпоративных). Наиболее распространенным инструментом здесь выступает *количественное смягчение* (Quantitative Easing, QE). С его помощью центральный банк стремится снизить средне- и долгосрочные процентные ставки в экономике через покупки активов соответствующей срочности в заранее объявленных объемах. Другим и более редким инструментом является *контроль кривой доходностей* (Yield Curve Control, YCC), предполагающий поддержание заданного уровня доходности на среднем или длинном участке кривой доходности государственных облигаций. Для этого центральный банк объявляет о готовности покупать облигации соответствующей срочности в неограниченном объеме. Отдельным инструментом также является *кредитное смягчение* (Credit Easing, CE), направленное на улучшение условий финансирования компаний, населения и других участников рынка через покупки ценных бумаг частного сектора, в первую очередь корпоративных и ипотечных облигаций. В особо острые фазы кризисов кредитное смягчение помогает сузить кредитные спреды, снизить премии за риск и ликвидность, способствуя стабилизации финансовой системы и уменьшая риск кредитного сжатия.
- **Forward Guidance (FG)** – сигнал центрального банка о намерениях придерживаться определенной направленности денежно-кредитной политики. Посредством этого инструмента центральный банк стремится влиять на ожидания относительно будущей динамики процентных ставок и тем самым на решения экономических агентов. В условиях применения нетрадиционных мер денежно-кредитной политики FG имеет усиленную форму, когда центральный банк на достаточно длительном временном горизонте обозначает условия или сроки возможного начала повышения ключевой ставки или изменения параметров программ покупок активов. Снижая неопределенность относительно будущей политики, FG может уменьшать волатильность рыночных ставок и премии за процентный риск. Применение FG также усиливает эффекты покупок активов, закрепляя ожидания длительного сохранения мягких денежно-кредитных условий.

Исторически нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики в подавляющем большинстве случаев использовались центральными банками развитых стран (США, Великобритания, страны еврозоны и другие), которые после МФК, а затем и в период пандемии COVID-19 массово столкнулись с проблемой ELB (в том числе ZLB) при рисках устойчивого отклонения инфляции вниз от целей. Эмпирические исследования свидетельствуют о том, что нетрадиционные инструменты

денежно-кредитной политики действительно оказывали дополнительную поддержку экономической активности и снижали риски дефляции в указанные эпизоды¹. При этом важно своевременно определять момент, когда потребность в нетрадиционных мерах исчезает. Использование подобных инструментов, особенно в течение длительного времени, сопровождается определенными рисками для экономики и финансовой системы². Так, применение нетрадиционных мер может значительно исказить рыночное ценообразование финансовых активов (особенно государственного долга) и избыточно повышать чувствительность финансовых рынков (включая валютный) к действиям центрального банка. Продолжительный период применения нетрадиционных мер может также негативно влиять на бюджетную дисциплину правительства. Кроме того, долгое поддержание чрезмерно мягких денежно-кредитных условий приводит к росту рисков для устойчивости балансов банков, которые приобретают финансовые активы и выдают кредиты (особенно долгосрочные) во время проведения мягкой денежно-кредитной политики. Привыкание частного сектора к таким условиям или формирование ожиданий сохранения нетрадиционных мер в течение длительного времени в первую очередь увеличивает процентные риски для банков. Это повышает непредсказуемость последствий сворачивания программ покупок активов для финансовых рынков и экономики в целом в случае необходимости нормализации денежно-кредитной политики, особенно если такая нормализация должна происходить быстро.

После пандемии COVID-19 в мире произошло сразу несколько случаев реализации ряда упомянутых выше рисков. Например, резкий выход Резервного банка Австралии (РБА) из программы УСС в конце 2021 года привел к повышенной волатильности на финансовом рынке и, по признанию самого РБА, репутационному ущербу для него³. Опыт ФРС США и Банка Англии в 2022–2023 годах продемонстрировал, что уязвимость балансов банков и небанковских финансовых организаций к росту процентных ставок может осложнять ужесточение денежно-кредитной политики и тем самым создавать риски для обеспечения ценовой стабильности⁴.

Весной 2024 года одним из последних среди центральных банков крупнейших развитых экономик к сворачиванию нетрадиционных мер приступил Банк Японии. С одной стороны, отложенное (в сравнении с другими развитыми экономиками) начало нормализации денежно-кредитной политики в Японии объясняется опытом хронически пониженной инфляции и даже дефляции в эпоху «потерянных десятилетий». Наблюдая ускорение инфляции после пандемии COVID-19, Банк Японии только к марту 2024 года сделал вывод, что видит убедительные основания для стабилизации инфляции на цели 2% в среднесрочной перспективе, завершив программу УСС и начав повышение краткосрочной процентной ставки⁵. При этом процесс нормализации денежно-кредитной политики в Японии еще далек от завершения, так как накопленные за многие годы искажения⁶ в финансовой системе Японии осложняют сворачивание монетарных стимулов. Отложенная нормализация политики, вероятно, стала одним из значимых факторов ослабления иены в последние 5 лет. В 2022 году для сглаживания курсовой волатильности Минфин Японии впервые с 1998 года осуществил валютные интервенции в поддержку национальной валюты. В 2026 году масштаб интервенций на валютном рынке Японии увеличился: летом текущего года к интервенциям в целях поддержки иены присоединился и Минфин США. Вместе с тем к октябрю 2026 года курс японской иены к доллару США остается вблизи минимумов с начала 1990-х годов.

¹ См., например, Bailey et al. The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future. 2020; Fabo et al. Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics. 2021; Fabo et al. Fifty Shades of QE: Robust Evidence. 2023.

² См., например, The Effects and Side Effects of Unconventional Monetary Policy (summary of the First Workshop on the Review of Monetary Policy from a Broad Perspective). Bank of Japan. 2024.

³ Review of the Yield Target. Reserve Bank of Australia. 2022.

⁴ См., например, Brunnermeier (2023).

⁵ См. заявление Банка Японии от 19.03.2024 (Changes in the Monetary Policy Framework).

⁶ Валовой государственный долг Японии в 2025 году превышал 200% ВВП. При этом Банк Японии на конец марта 2026 года являлся держателем около 42% государственных долговых ценных бумаг страны (см. JGB Monthly Newsletter. Минфин Японии. Август 2026 года).

Практика также показывает, что применение нетрадиционных мер денежно-кредитной политики сказывается на **операционных процедурах центральных банков**. Большие и продолжительные покупки активов приводят к масштабному структурному профициту ликвидности в банковской системе, который может быть сложно абсорбировать с помощью стандартных инструментов в рамках классической системы процентного коридора (от англ. corridor system, или scarce reserves system). Из-за этого после МФК многие центральные банки развитых стран переходили к так называемым операционным системам с ключевой нижней границей (от англ. floor system, или abundant reserves system), при которых ставка овернайт денежного рынка прижимается почти вплотную к нижней границе процентного коридора, определяемой размером ставки по инструментам абсорбирования ликвидности. Проблема, однако, состоит в том, что в такой конфигурации ставка денежного рынка в меньшей степени отражает результат взаимодействия его участников, в первую очередь банков. Значительный профицит ликвидности приводит к тому, что со временем рынок межбанковского кредитования атрофируется⁷, банки теряют стимулы к перераспределению резервов на рыночных условиях. Привыкание банков к такой среде может осложнять адаптацию финансовой системы к последующему сокращению баланса центрального банка на фоне выхода из нетрадиционных мер. Как следствие, при уменьшении предложения резервов чувствительность ставок денежного рынка к колебаниям ликвидности может резко возрасти, требуя перенастройки операционных процедур⁸.

В последние годы центральные банки развитых стран постепенно меняли свои операционные процедуры, приспособивая их к сворачиванию нетрадиционных мер и нахождению краткосрочных ставок существенно выше уровней ELB. Эта адаптация сопровождалась поиском баланса между сохранением устойчивости систем с избытком резервов и восстановлением стимулов для рыночного перераспределения ликвидности. Несмотря на предпринятые шаги, длительное применение нетрадиционных мер оставляет устойчивый след в поведении участников финансового рынка: по мере сокращения избытка ликвидности банкам необходимо восстанавливать навыки активного управления ею и практику ее рыночного перераспределения.

⁷ См., например, Borio. Getting Up From The Floor. Bank for International Settlements. 2023; Nelson. The Future of Central Bank Operating Systems. Macro Musings. 2025.

⁸ См., например, Jacobs. The Road to Ample – Towards a Demand-driven Liquidity Regime. Reserve Bank of Australia. 2026; Drehmann and Fu. Hard to shift, easy to reshape: central bank reserve demand and frictions. Bank for International Settlements. 2026; Williams. On the Optimal Supply of Reserves. Bank for International Settlements. 2025.

ИНФОРМАЦИЯ ПО СТРАНАМ, ТАРГЕТИРУЮЩИМ ИНФЛЯЦИЮ (ПО СОСТОЯНИЮ НА СЕНТЯБРЬ 2026 ГОДА)

Табл. П-7

№	Страна	Год перехода к таргетированию инфляции	Тип цели	Уровень цели ¹	Ширина целевого диапазона	Средняя инфляция с момента перехода к таргетированию инфляции, % г/г ²	Стандартное отклонение инфляции от цели, п.п. ³
Развитые экономики							
Европа							
1	Великобритания	1992	Точка	2%		2,47	1,94
2	Еврозона	–	Точка	2%		2,13	1,75
3	Исландия	2001	Точка	2,5%		4,94	4,04
4	Норвегия	2001	Точка	2%		2,46	1,59
5	Чехия	1997	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		3,39	3,52
6	Швеция	1993	Точка	2%		1,89	1,54
Восточная Азия							
7	Южная Корея	1998	Точка	2%		2,55	1,37
8	Япония	2013	Точка	2%		1,33	1,55
Австралия и Океания							
9	Австралия	1993	Целевой диапазон	2–3%	1 п.п.	2,71	1,52
10	Новая Зеландия	1990	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		2,46	1,84
Северная Америка							
11	Канада	1991	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		2,15	1,36
12	США	–	Точка	2%		2,32	1,66
Ближний Восток							
13	Израиль	1997	Целевой диапазон	1–3%	2 п.п.	2,16	2,07
Развивающиеся экономики							
Центральная и Восточная Европа							
14	Албания	2009	Точка	3%		2,55	1,55
15	Венгрия	2001	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		4,82	4,62
16	Молдова	2013	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 1,5 п.п.		7,95	7,76
17	Польша	1998	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		3,71	3,54
18	Россия	2015	Точка	4%		7,24	5,23
19	Румыния	2005	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		5,11	4,29
20	Сербия	2009	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1,5 п.п.		5,24	4,34

№	Страна	Год перехода к таргетированию инфляции	Тип цели	Уровень цели ¹	Ширина целевого диапазона	Средняя инфляция с момента перехода к таргетированию инфляции, % г/г ²	Стандартное отклонение инфляции от цели, п.п. ³
Латинская Америка и Карибский бассейн							
21	Бразилия	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1,5 п.п.		6,20	3,35
22	Гватемала	2005	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 1 п.п.		4,75	2,48
23	Доминикана	2012	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 1 п.п.		4,02	2,35
24	Колумбия	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		5,44	2,88
25	Коста-Рика	2018	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		1,63	3,35
26	Мексика	2001	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		4,51	1,84
27	Парагвай	2011	Точка с диапазоном отклонений	3,5% ± 2 п.п.		4,20	2,19
28	Перу	2002	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		3,02	2,15
29	Уругвай	2007	Точка с диапазоном отклонений	4,5% ± 1,5 п.п.		7,50	3,05
30	Чили	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,75	2,70
31	Ямайка	2018	Целевой диапазон	4–6%	2 п.п.	5,65	2,30
Южная и Юго-Восточная Азия							
32	Индия	2015	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 2 п.п.		4,69	1,71
33	Индонезия	2005	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		5,07	2,72
34	Таиланд	2000	Целевой диапазон	1–3%	2 п.п.	1,87	2,26
35	Филиппины	2002	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,82	2,02
36	Шри-Ланка	2019	Точка	5%		10,95	18,54
Центральная Азия, Кавказ и Турция							
37	Армения	2006	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,87	3,32
38	Грузия	2009	Точка	3%		4,34	4,68
39	Казахстан	2015	Точка	5%		9,80	5,92
40	Монголия ⁴	2023	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 2 п.п.		8,79	3,58
41	Турция	2006	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 2 п.п.		19,74	24,45
42	Узбекистан	2021	Точка	5%		9,69	5,01
Африка							
43	Гана	2007	Точка с диапазоном отклонений	8% ± 2 п.п.		15,12	13,74
44	Кения	2021	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 2,5 п.п.		5,98	2,01
45	Маврикий	2023	Точка с диапазоном отклонений	3,5% ± 1,5 п.п.		4,65	2,53
46	Уганда	2011	Точка	5%		5,10	4,15
47	ЮАР	2000	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		5,36	2,36

¹ Цель по инфляции, как правило, устанавливается для показателя общего ИПЦ в годовом выражении. В редких исключениях центральные банки используют альтернативные показатели, но также измеряемые в годовом выражении. В Уганде это базовый ИПЦ (Core CPI), в Швеции – ИПЦ с фиксированными процентными ставками (CPIF), в США – общий индекс расходов на личное потребление (Headline PCE).

² Средняя годовая инфляция рассчитана по месяцам. Для США и еврозоны расчеты проведены с даты публичного оглашения уровня цели по инфляции (с 2012 и 1998 годов соответственно).

³ Показывает, на сколько процентных пунктов годовая инфляция в стране в среднем отклонялась от цели за период таргетирования инфляции. Для стран, менявших цель с момента перехода к таргетированию инфляции, учитываются цели, действовавшие в соответствующие периоды времени. За цель принимается объявленное центральным банком точечное значение или середина диапазона с точкой. Если цель по инфляции задана только в виде диапазона, в качестве цели используется рассчитанная середина установленного диапазона. Для США и еврозоны расчеты проведены с даты публичного оглашения уровня цели по инфляции (с 2012 и 1998 годов соответственно).

⁴ Банк Монголии установил среднесрочную цель по инфляции 5% ± 2 п.п., вступающую в силу с 2027 года. Цель на 2026 год установлена на уровне 6% ± 2 процентных пункта. Источники: МВФ, Сbonds, сайты центральных банков и статистических служб, расчеты Банка России.

КАЛЕНДАРИ И ТАБЛИЦЫ

Календарь решений по ключевой ставке в 2027 году

	12 февраля	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
	25 февраля	Резюме обсуждения ключевой ставки Комментарий к среднесрочному прогнозу
	19 марта	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
	31 марта	Резюме обсуждения ключевой ставки
	30 апреля	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
	14 мая	Резюме обсуждения ключевой ставки Комментарий к среднесрочному прогнозу
	11 июня	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
	24 июня	Резюме обсуждения ключевой ставки
	30 июля	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
	11 августа	Резюме обсуждения ключевой ставки Комментарий к среднесрочному прогнозу
	10 сентября	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
	22 сентября	Резюме обсуждения ключевой ставки
	22 октября	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
	3 ноября	Резюме обсуждения ключевой ставки Комментарий к среднесрочному прогнозу
	17 декабря	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
	29 декабря	Резюме обсуждения ключевой ставки

Денежная программа и прогноз ликвидности

Основная цель денежно-кредитной политики Банка России – поддержание инфляции вблизи 4%. Для ее достижения Банк России устанавливает ключевую ставку. Чтобы сигнал денежно-кредитной политики транслировался в экономику, Банк России реализует операционную цель – поддержание однодневных ставок в необеспеченном сегменте овернайт межбанковского денежного рынка вблизи ключевой ставки. Для этого Банк России анализирует ситуацию с ликвидностью банковского сектора и на денежном рынке и формирует прогноз ликвидности. В дополнение к прогнозу ликвидности Банк России рассчитывает показатели денежной программы. Они включаются в круг прогнозных показателей, учитываемых при разработке и реализации денежно-кредитной политики Банка России.

ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПО СЧЕТАМ ОРГАНОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ (ПОКАЗАТЕЛИ ДЕНЕЖНОЙ ПРОГРАММЫ)¹
(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, ТРЛН РУБ., ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)²

Табл. 1

	2025 (факт)	Базовый			
		2026	2027	2028	2029
1. Денежная база (узкое определение)	19,9	23,6	25,7	27,3	28,9
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	19,4	23,1	25,1	26,7	28,3
1.2. Обязательные резервы ³	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
2. Чистые международные резервы	56,8	58,1	58,7	58,9	59,0
– в млрд долл. США ⁴	727	743	751	753	754
3. Чистые внутренние активы	-36,9	-34,5	-33,1	-31,6	-30,0
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-5,0	-5,9	-6,5	-6,0	-5,6
3.2. Чистый кредит банкам	-4,4	-0,7	2,0	3,7	5,5
3.2.1. Валовой кредит банкам	6,3	9,1	11,8	13,8	16,0
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования ⁵	5,9	8,8	11,4	13,5	15,6
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-5,8	-5,7	-5,9	-6,2	-6,5
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России, КОБР и валютный своп по предоставлению иностранной валюты	-4,8	-4,1	-3,9	-3,9	-3,9
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы ⁶	-27,5	-27,9	-28,6	-29,3	-30,0

¹ Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на конец 2025 года, равному 78,2 рубля за доллар США, и по фиксированному кросс-курсу доллара США к иностранным валютам на конец 2025 года.

² Здесь и далее суммы могут не совпадать в связи с округлением.

³ Обязательные резервы кредитных организаций по счетам в валюте Российской Федерации, перечисленные в Банк России (не включают средства на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, учитываемые в рамках использования механизма усреднения обязательных резервов).

⁴ Изменение чистых международных резервов прогнозируется с учетом операций Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, а также включая сокращение задолженности банков по операциям рефинансирования Банка России в иностранной валюте, операции Банка России по покупке монетарного золота и расчеты по сделкам «валютный своп» по продаже иностранной валюты за рубли.

⁵ Включают требования по операциям рефинансирования в рублях, в том числе обеспеченным кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» по покупке Банком России иностранной валюты за рубли.

⁶ Включают операции с использованием денежных средств ГК АСВ и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы или доходы Банка России, операции Минфина России по инвестированию средств ФНБ, рост обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, хранящихся на специальных счетах, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.

ПРОГНОЗ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА
(ТРИЛН РУБ.)

Табл. 2

	2025 (факт)	Базовый			
		2026	2027	2028	2029
1. Структурный баланс ликвидности, на начало периода	0,6	0,6	4,6	7,5	9,5
1.1. Факторы формирования ликвидности ¹ , в том числе изменение:	0,0	-4,0	-2,9	-2,0	-2,2
1.1.1. остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции ²	1,2	0,1	-0,7	-0,1	-0,2
1.1.2. наличных денег в обращении	-1,0	-3,7	-2,0	-1,6	-1,6
1.1.3. обязательных резервов	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4
2. Структурный баланс ликвидности, на конец периода	0,6	4,6	7,5	9,5	11,7
2.1. Предоставление ликвидности	5,9	8,8	11,4	13,5	15,6
2.2. Абсорбирование ликвидности	-4,8	-4,1	-3,9	-3,9	-3,9

¹ Знак показателя отражает влияние на ликвидность банковского сектора.² Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.
Источник: Банк России.

Наличные деньги в обращении

Наличные деньги входят в состав денежной базы и являются значимым фактором, влияющим на баланс ликвидности банковского сектора. На прогнозном горизонте ожидается рост их объема в обращении (графа 1.1.2 табл. 2). Это также увеличит размер денежной базы в узком определении (графы 1 и 1.1 табл. 1). В 2026 году спрос на наличные деньги складывался выше значений прошлых лет. Базовый прогноз Банка России предполагает некоторый рост доли наличных денег в объеме денежной массы к концу 2026 года, а затем постепенное снижение этой доли на прогнозном периоде, в том числе за счет дальнейшего расширения практики использования безналичных расчетов.

Обязательные резервы

Обязательные резервы будут постепенно расти по мере увеличения объема депозитов в банках и, как следствие, резервируемых обязательств в 2026–2029 годах (графа 1.1.3 табл. 2).

Обязательные резервы по обязательствам в рублях, хранящиеся на специальных счетах в Банке России (графа 1.2 табл. 1), учитываются в составе денежной базы (графа 1 табл. 1). Обязательные резервы по обязательствам в иностранной валюте, хранящиеся на специальных счетах, – в составе прочих чистых неклассифицированных активов (графа 3.3 табл. 1). Изменения в этой части будут связаны в основном с ежегодным перерасчетом по обязательным резервам в соответствии со следующими коэффициентами: 0,9 подлежит усреднению банками на корреспондентских счетах в Банке России, а 0,1 зачисляется на специальные счета для хранения обязательных резервов.

Часть обязательных резервов, которая поддерживается банками на их корреспондентских счетах в Банке России, отражена в денежной программе в графе «Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России» (графа 3.2.2 табл. 1). Их прогноз предполагает равномерную траекторию выполнения усреднения обязательных резервов кредитными организациями.

Международные резервы

Чистые международные резервы (графа 2 табл. 1) будут изменяться на прогнозном горизонте под влиянием зеркалирования Банком России регулярных операций Минфина России по покупке и продаже иностранной валюты и золота в рамках бюджетного правила и операций в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России. В прогнозе ликвидности эти расчеты входят в состав бюджетных операций (в составе графы 1.1.1 табл. 2).

Бюджетные и прочие операции

Совокупное влияние операций бюджета на ликвидность банковского сектора будет небольшим благодаря тому, что Федеральное казначейство эффективно управляет временно свободными бюджетными средствами¹ (в составе графы 1.1.1 табл. 2). Банк России продолжит зеркалировать регулярные операции Минфина России по покупке и продаже иностранной валюты и золота по бюджетному правилу, а также операции в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы. В долгосрочном периоде зеркалирование операций со средствами ФНБ нейтрализует влияние бюджетных потоков на ликвидность банков.

Чистый кредит расширенному правительству (графа 3.1 табл. 1) будет определяться с учетом предпосылки о постепенной нормализации бюджетной политики с возвратом с 2029 года к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила. Операции Минфина России по инвестированию средств ФНБ в денежной программе учитываются в составе прочих чистых неклассифицированных активов (графа 3.3 табл. 1).

В числе прочих операций и в составе чистых неклассифицированных активов учитывается уплата процентов банками по операциям Банка России по предоставлению ликвидности за вычетом выплаты Банком России процентов по стандартным операциям абсорбирования (графа 3.3 табл. 1 и графа 1.1 табл. 2). Часть этих средств будет перечислена в бюджет в составе прибыли Банка России и вернется в банки в виде бюджетных расходов. Здесь же учитывается валютная переоценка активов.

Операции Банка России

Совокупное влияние факторов формирования ликвидности (графа 1.1 табл. 2) приведет к увеличению чистого кредита банкам в денежной программе (графа 3.2 табл. 1). Графы «Требования по операциям рефинансирования» (графа 3.2.1.1 табл. 1) и «Предоставление ликвидности» (графа 2.1 табл. 2) учитывают операции банков по привлечению средств на длительные сроки, в том числе с помощью специальных инструментов рефинансирования.

Объем операций абсорбирования ликвидности (графа 3.2.3 табл. 1 и графа 2.2 табл. 2) в прогнозе ликвидности и в денежной программе отражает фактическую ситуацию 2025–2026 годов и возможное сохранение на прогнозном периоде высоких остатков денежных средств на депозитах постоянного действия в Банке России.

¹ См. [раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2026 году и 2027–2029 годах»](#).

Статистические таблицы

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2004–2025 ГОДАХ
(ТЕМП ПРИРОСТА, % Г/Г, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Табл. 3

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Внутренние условия												
Инфляция, на конец года												
ИПЦ, все товары и услуги	11,4	7,3	5,4	2,5	4,3	3,0	4,9	8,4	11,9	7,4	9,5	5,6
из них: без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и ЖКУ	10,4	6,8	6,1	2,1	4,0	3,2	4,6	8,6	13,5	6,9	8,6	5,5
– продовольственные товары	12,5	7,5	4,6	1,1	4,7	2,6	6,7	10,6	10,3	8,2	11,1	5,2
из них: плодоовощная продукция	11,4	5,5	-6,8	1,2	4,9	-2,1	17,4	14,0	-2,0	24,2	22,1	-8,8
продовольственные товары без плодоовощной продукции	12,6	7,6	6,0	1,0	4,6	3,1	5,4	10,2	12,0	6,1	9,5	7,4
– непродовольственные товары	6,9	6,2	6,5	2,8	4,1	3,0	4,8	8,6	12,7	6,0	6,1	3,0
из них: непродовольственные товары без нефтепродуктов	6,5	6,0	6,8	2,3	3,3	3,1	5,1	8,5	14,5	5,7	5,3	1,8
– услуги	16,3	8,7	4,9	4,4	3,9	3,8	2,7	5,0	13,2	8,3	11,5	9,3
из них: услуги без ЖКУ	13,7	6,8	4,7	4,2	4,1	3,4	2,2	5,6	14,7	10,4	11,9	7,9
Базовая инфляция	10,2	6,6	6,0	2,1	3,7	3,1	4,2	8,9	14,3	6,8	8,9	5,4
ВВП												
ВВП	7,1	1,2	0,2	1,8	2,8	2,2	-2,7	5,9	-1,4	4,1	4,9	1,0
Расходы на конечное потребление	9,6	2,9	-1,5	3,4	3,5	3,4	-3,9	7,8	-0,9	7,4	5,5	2,9
– домашние хозяйства	12,4	3,9	-2,6	3,7	4,3	3,8	-5,9	9,8	-2,0	8,7	6,8	3,6
– государственное управление	2,4	0,3	1,4	2,5	1,3	2,4	1,9	2,9	2,0	4,0	2,2	1,1
Валовое накопление	14,3	-1,7	-0,6	6,4	-1,6	2,3	-4,3	15,1	3,9	19,3	3,5	-4,9
– основной капитал	14,5	1,4	1,3	4,7	0,6	1,0	-4,0	9,3	6,7	11,0	8,6	-0,4
Экспорт	6,4	1,6	3,2	5,0	5,6	0,7	-4,2	3,2	–	–	–	–
Импорт	20,4	3,6	-3,7	17,3	2,7	3,1	-11,9	19,1	–	–	–	–
Потребительская активность												
Оборот розничной торговли	14,0	3,6	-4,8	1,3	2,8	1,9	-3,2	7,8	-6,5	8,0	7,7	4,1
– продовольственные товары	11,4	2,5	-5,2	1,1	2,1	1,8	-1,6	2,7	-1,7	4,4	5,9	2,2
– непродовольственные товары	16,3	4,6	-4,5	1,5	3,5	2,0	-4,6	12,7	-10,6	11,5	9,3	6,0
Оборот общественного питания	13,2	1,2	-2,9	3,2	14,9	4,9	-22,4	26,8	7,6	13,9	11,9	10,5
Объем платных услуг	7,1	1,2	-0,3	0,2	3,2	1,7	-14,6	17,2	5,0	6,9	4,3	3,3
Рынок труда												
Уровень безработицы, %, в среднем за год	6,8	6,6	5,5	5,2	4,8	4,6	5,8	4,8	4,0	3,2	2,5	2,2
Реальная заработная плата, % г/г, в среднем за год	13,0	3,5	0,8	2,9	8,5	4,8	3,8	4,5	0,3	8,2	9,7	5,2
Номинальная заработная плата, % г/г, в среднем за год	25,7	11,5	7,9	6,7	11,6	9,5	7,3	11,5	14,1	14,6	19,0	14,3
Денежно-кредитные показатели, на конец года												
Денежная масса в национальном определении (M2)	33,5	19,5	9,2	10,5	11,0	9,7	13,5	13,0	24,4	19,4	19,2	10,6
Широкая денежная масса (M2X) ¹	33,1	17,7	4,1	8,7	7,9	7,8	12,4	11,5	14,3	15,4	15,4	11,0
Требования к экономике ¹	43,3	15,6	3,4	9,5	8,6	10,0	10,9	14,6	13,1	22,6	17,0	9,9
в том числе к населению ¹	72,8	21,0	1,4	12,1	21,8	19,0	12,9	22,0	9,4	23,0	9,7	2,8
к организациям ¹	38,4	14,0	4,0	8,7	4,6	6,9	10,1	11,7	14,6	22,5	19,9	12,5
Бюджет, % г/г												
Расходы бюджетной системы	27,7	12,3	5,3	3,4	5,8	9,0	13,7	10,8	17,2	14,1	17,8	13,1
Расходы федерального бюджета	29,4	12,4	5,1	0,0	1,8	9,0	25,3	8,5	25,7	4,0	24,2	6,8
ННГД бюджетной системы	22,8	9,5	10,8	7,4	12,9	11,6	4,4	18,5	6,2	21,1	19,0	12,2
ННГД федерального бюджета	19,6	6,9	10,5	5,8	14,5	17,5	9,9	20,4	0,0	25,0	26,0	12,6
НГД	28,8	11,8	-17,6	23,5	49,7	-10,8	-34,7	72,4	27,9	-23,9	26,2	-23,8
Доходы бюджетной системы	23,6	9,8	4,6	10,2	20,0	6,2	-3,5	25,8	10,3	11,3	20,1	6,5
Доходы федерального бюджета	21,9	8,9	-1,6	12,2	28,4	4,4	-7,7	34,9	10,0	4,7	26,0	1,6
Бюджет, % ВВП												
Расходы бюджетной системы	30	35	37	35	33	34	39	35	35	36	37	39
Расходы федерального бюджета	16	20	19	18	16	17	21	18	20	18	20	20
ННГД бюджетной системы	28	25	27	27	27	29	31	29	26	29	30	31
ННГД федерального бюджета	12	9	10	10	10	11	13	12	10	12	13	13
НГД	9	9	6	7	9	7	5	7	7	5	6	4
Доходы бюджетной системы	37	33	33	34	36	36	35	36	34	34	35	35
Доходы федерального бюджета	22	18	16	16	19	18	17	19	18	17	18	17

¹ Темпы прироста рассчитаны с исключением валютной переоценки по среднехронологическому курсу, рыночной переоценки и других изменений в объеме активов или обязательств. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

Источники: Росстат, Банк России.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2023–2026 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ
(ТЕМП ПРИРОСТА, % Г/Г)

Табл. 4

Показатели	2023				2024				2025				2026			
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
Внутренние условия																
Инфляция																
ИПЦ, все товары и услуги	3,5	3,3	6,0	7,4	7,7	8,6	8,6	9,5	10,3	9,4	8,0	5,6	5,9	6,0	6,4	
из них: без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и ЖКУ	3,7	2,6	4,5	6,9	7,8	8,6	8,1	8,6	9,6	8,7	7,6	5,5	5,2	5,2	5,8	
– продовольственные товары	2,6	0,2	4,9	8,2	8,1	9,8	9,2	11,1	12,4	11,9	9,5	5,2	5,0	3,4	5,1	
из них: плодоовощная продукция	-9,4	-1,9	25,9	24,2	13,0	19,1	14,0	22,1	18,8	15,3	1,2	-8,8	-2,3	-4,9	4,0	
продовольственные товары без плодоовощной продукции	4,4	0,4	2,7	6,1	7,4	8,5	8,5	9,5	11,5	11,4	10,5	7,4	6,0	4,6	5,2	
– непродовольственные товары	0,1	1,0	4,6	6,0	6,7	7,0	5,6	6,1	5,9	4,5	3,9	3,0	3,5	5,3	6,5	
из них: непродовольственные товары без нефтепродуктов	0,1	0,6	3,6	5,7	6,5	6,9	5,6	5,3	5,0	3,4	2,5	1,8	2,2	2,9	3,7	
– услуги	9,7	11,0	9,7	8,3	8,3	8,8	11,6	11,5	12,9	12,0	11,1	9,3	10,0	10,6	8,0	
из них: услуги без ЖКУ	9,2	10,9	10,0	10,4	10,7	11,2	11,7	11,9	13,4	12,2	10,6	7,9	8,6	9,5	10,1	
Базовая инфляция	3,7	2,4	4,6	6,8	7,8	8,7	8,3	8,9	9,7	8,7	7,7	5,4	5,0	5,0	5,5	
ВВП																
ВВП	-0,8	5,3	6,1	5,2	5,9	4,9	3,8	5,2	1,3	1,0	0,8	1,0	-0,2	1,3		
Расходы на конечное потребление	2,8	9,1	10,0	7,5	6,4	5,8	5,6	4,5	3,5	2,6	2,6	3,0	3,0	4,2		
– домашние хозяйства	1,3	11,4	12,5	9,5	8,2	7,0	6,8	5,4	4,2	3,2	3,1	3,8	3,5	5,2		
– государственное управление	7,2	3,4	3,2	2,2	2,0	2,6	2,1	2,2	1,9	0,9	1,0	0,8	1,7	1,7		
Валовое накопление	19,1	29,0	9,9	22,1	-5,9	0,1	8,9	5,7	-3,3	-4,6	-9,5	-2,0	-11,1	-8,4		
– основной капитал	9,4	16,3	9,1	10,0	14,3	6,9	8,7	7,0	7,0	0,6	-0,5	-4,2	-12,5	-4,5		
Экспорт	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–			
Импорт	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–			
Потребительская активность																
Оборот розничной торговли	-5,5	11,2	14,0	11,7	11,5	8,5	6,3	5,1	2,8	3,3	4,6	5,5	3,6	7,2		
– продовольственные товары	-2,3	6,0	7,2	6,2	8,1	6,7	5,5	3,8	1,7	2,7	2,8	1,5	2,0	4,1		
– непродовольственные товары	-8,1	16,5	20,7	17,2	14,9	10,2	7,2	6,4	3,8	3,8	6,4	9,2	5,1	10,1		
Оборот общественного питания	13,9	19,9	12,4	10,5	10,7	11,2	13,4	12,0	10,7	10,6	11,9	8,8	6,6	6,2		
Объем платных услуг	5,2	7,7	7,9	6,8	5,0	5,0	3,4	3,9	3,1	3,1	3,1	3,9	2,7	2,3		
Рынок труда																
Уровень безработицы (с.к.)	3,4	3,2	3,0	2,9	2,7	2,6	2,5	2,3	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,2		
Реальная заработная плата	1,9	11,4	8,7	8,5	11,0	7,8	8,1	9,0	3,4	4,6	5,3	4,3	8,7	4,4		
Номинальная заработная плата	10,7	14,4	14,3	16,3	19,5	16,7	17,8	18,8	13,8	14,9	14,0	11,2	15,1	10,3		
Денежно-кредитные показатели																
Денежная масса в национальном определении (M2)	24,4	25,4	20,6	19,4	17,4	18,7	18,8	19,2	17,0	15,0	12,7	10,6	11,8	13,3	13,3	
Широкая денежная масса (M2X) ¹	17,1	17,1	15,4	15,4	14,5	16,1	15,0	15,4	13,7	12,2	11,9	11,0	11,7	12,6	11,3	
Требования к экономике ¹	11,5	17,5	21,8	22,6	23,7	23,5	20,0	17,0	13,7	10,4	9,3	9,9	9,4	10,7	9,9	
– в том числе к населению ¹	10,1	17,2	22,3	23,0	23,0	23,3	16,9	9,7	5,7	0,0	-1,1	2,8	4,4	5,7	5,5	
– к организациям ¹	12,0	17,6	21,7	22,5	24,1	23,6	21,3	19,9	16,9	14,6	13,4	12,5	11,3	12,5	11,4	
Бюджет																
Расходы бюджетной системы	27,6	11,2	8,6	12,4	16,5	18,0	14,8	20,3	20,1	17,5	19,8	1,6	11,0	12,5		
Расходы федерального бюджета	32,5	4,4	-7,8	-3,6	16,1	24,6	24,1	29,6	22,2	14,8	17,9	-13,7	16,4	16,1		
ННГД бюджетной системы	-0,3	21,3	41,0	23,4	32,5	15,2	5,1	25,4	17,4	3,4	33,5	3,3	0,9	29,7		
ННГД федерального бюджета	-3,5	43,6	43,6	22,7	43,3	13,1	27,1	24,0	10,7	15,0	14,1	11,1	7,2	24,0		
НГД	-45,0	-48,6	3,0	5,4	79,1	58,5	19,9	-13,6	-9,8	-24,4	-28,7	-33,4	-45,4	6,0		
Доходы бюджетной системы	-10,5	3,3	34,0	19,8	39,0	20,7	7,2	18,4	7,6	-1,3	23,6	-1,4	-1,6	26,7		
Доходы федерального бюджета	-20,7	-2,2	28,5	16,1	53,6	25,0	24,9	11,0	3,8	2,0	1,9	-0,9	-8,2	19,6		
Бюджет, % ВВП																
Расходы бюджетной системы	37	36	31	41	35	36	32	43	39	41	35	41	42	40		
Расходы федерального бюджета	21	17	14	21	20	18	16	24	23	20	17	20	26	21		
ННГД бюджетной системы	27	30	29	29	30	29	27	32	31	29	34	31	32	33		
ННГД федерального бюджета	10	12	11	12	13	12	13	13	13	13	14	14	14	14		
НГД	7	4	5	6	7	6	5	5	6	4	3	3	3	4		
Доходы бюджетной системы	33	34	34	35	37	35	32	36	36	33	37	34	35	37		
Доходы федерального бюджета	17	17	16	18	20	18	18	18	19	17	17	17	17	18		

¹ Темпы прироста рассчитаны с исключением валютной переоценки по среднехронологическому курсу, рыночной переоценки и других изменений в объеме активов или обязательств. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

Источники: Росстат, Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 2004–2025 ГОДАХ
(МЛРД ДОЛЛ. США, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Табл. 5

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Счет текущих операций (СТО)	82,3	64,0	57,5	67,8	24,5	32,2	115,7	65,7	35,4	125,0	237,7	49,4	62,5	38,6
Торговый баланс	127,0	165,9	188,9	148,4	90,2	114,6	195,1	165,8	93,4	193,1	315,6	121,7	132,1	113,2
Экспорт	305,6	450,9	496,8	341,4	281,7	352,9	443,9	419,7	333,5	494,2	592,1	424,7	433,6	419,5
Импорт	178,6	285,0	307,9	193,0	191,5	238,4	248,9	253,9	240,1	301,0	276,5	303,1	301,5	306,4
Баланс услуг	-14,1	-36,4	-55,3	-37,2	-24,0	-31,3	-30,1	-36,5	-16,8	-20,3	-22,1	-36,1	-39,0	-48,6
Экспорт	37,7	57,1	65,7	51,6	50,6	57,5	64,6	62,0	48,0	55,6	48,8	40,5	42,3	46,3
Импорт	51,8	93,5	121,0	88,8	74,6	88,9	94,7	98,5	64,7	75,9	70,9	76,6	81,3	94,9
Баланс первичных и вторичных доходов	-30,6	-65,5	-76,1	-43,5	-41,8	-51,1	-49,3	-63,7	-41,3	-47,8	-55,8	-36,1	-30,6	-25,9
Счет операций с капиталом	-4,8	-3,6	-42,0	-0,3	-0,8	-0,2	-1,1	-0,3	-0,1	0,1	-4,6	-1,4	-0,3	-0,4
Сальдо СТО и счета операций с капиталом	77,5	60,4	15,5	67,5	23,7	32,0	114,6	65,4	35,3	125,1	233,2	48,0	62,3	38,2
Сальдо финансового счета, исключая резервы	10,3	39,5	131,0	68,6	10,1	11,9	78,5	-3,1	52,8	60,5	234,3	48,7	56,4	43,4
Чистое принятие обязательств	96,0	67,2	-49,7	-72,2	-5,4	2,9	-36,5	28,7	-39,5	43,9	-123,9	-7,3	9,4	-4,9
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервы	106,3	106,7	81,3	-3,5	4,7	14,9	42,0	25,7	13,3	104,4	110,4	41,4	65,8	38,5
Чистые ошибки и пропуски	-2,4	-8,7	7,9	2,9	-5,4	2,6	2,1	-2,0	3,8	-1,0	-6,1	-9,3	-9,7	-13,3
Изменение резервов	64,8	12,1	-107,5	1,7	8,2	22,6	38,2	66,5	-13,8	63,5	-7,3	-10,0	-3,8	-18,5
Экспорт товаров и услуг, % г/г	29,0	5,5	-5,0	-30,1	-15,4	23,5	23,9	-5,3	-20,8	44,1	16,6	-27,4	2,3	-2,1
Импорт товаров и услуг, % г/г	29,5	7,8	-8,7	-34,3	-5,6	23,0	5,0	2,6	-13,5	23,6	-7,8	9,3	0,8	4,8
Справочно:														
Цена на нефть марки Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	66	95	99	52	44	54	71	64	42	70	100	83	81	69
Номинальный курс, руб. / долл. США, в среднем за год	26,9	30,8	38,0	60,7	66,9	58,3	62,5	64,7	71,9	73,6	67,5	84,7	92,4	83,4

Источники: Банк России, Всемирный банк.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ В 2004–2025 ГОДАХ

Табл. 6

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ВВП, % г/г, среднее за период														
США	2,5	1,2	2,5	2,9	1,8	2,5	3,0	2,6	-2,1	6,3	2,4	2,9	3,0	2,3
Еврозона	2,1	-0,3	1,5	2,2	1,8	2,7	1,8	1,7	-6,0	6,4	3,7	0,4	1,2	1,2
Китай	11,6	9,1	7,5	7,2	6,9	7,0	6,8	6,2	2,1	8,9	3,2	5,5	5,0	5,0
Инфляция, % г/г, на конец года														
США (Core PCE)	2,2	1,5	1,4	1,2	1,8	1,6	2,0	1,5	1,5	5,1	5,1	3,2	2,9	2,9
Еврозона (Core HICP)	1,7	1,3	0,8	1,1	0,9	1,0	1,0	1,3	0,3	2,7	5,3	3,5	2,8	2,3
Китай (Core CPI)	–	1,1	1,4	1,5	2,0	2,1	1,7	1,4	0,4	1,0	0,5	0,6	0,2	1,2
Дефицит бюджета, % ВВП, скользящее среднее на IV квартал соответствующего года														
США	-2,5	-7,5	-2,8	-2,6	-3,1	-3,5	-3,9	-4,7	-15,7	-10,9	-5,5	-6,4	-6,9	-5,4
Еврозона	-2,0	-4,8	-2,5	-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	-0,5	-7,1	-5,2	-3,5	-3,5	-3,0	-3,0
Китай	-0,8	-1,4	-3,7	-3,4	-2,3	-3,6	-4,0	-4,8	-6,1	-3,7	-4,6	-4,5	-4,8	-5,1
Ключевая ставка, % годовых, среднее за период														
США (верхняя граница)	3,3	0,3	0,3	0,3	0,5	1,1	1,9	2,3	0,5	0,3	1,9	5,2	5,3	4,4
Еврозона (депозитная)	1,9	0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	3,3	3,7	2,2
Китай	–	–	5,7	4,9	4,3	4,3	4,3	4,3	3,9	3,8	3,7	3,6	3,4	3,0

Источники: национальные статистические ведомства, ФРС США, ЕЦБ, МВФ, Investing.com, расчеты Банка России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 2023–2026 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 7

Показатели	2023				2024				2025				2026		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Счет текущих операций (СТО)	14,7	7,6	15,3	11,8	23,9	16,8	7,5	14,3	18,3	2,1	8,2	10,0	13,2	16,9	
Торговый баланс	29,6	26,3	33,4	32,3	34,8	35,2	30,5	31,6	30,6	23,6	31,3	27,7	27,1	39,4	
Экспорт	104,3	103,4	109,1	108,0	101,9	106,4	109,1	116,3	97,3	98,7	107,7	115,8	100,9	125,7	
Импорт	74,6	77,2	75,7	75,6	67,0	71,2	78,6	84,7	66,7	75,1	76,4	88,1	73,8	86,3	
Баланс услуг	-7,7	-9,0	-10,6	-8,8	-7,3	-9,3	-12,5	-9,9	-7,6	-12,6	-15,1	-13,3	-8,8	-13,1	
Экспорт	9,7	10,3	9,4	11,0	10,0	10,0	10,9	11,4	10,3	12,1	12,3	11,6	11,3	11,9	
Импорт	17,5	19,3	20,0	19,8	17,3	19,3	23,4	21,3	17,8	24,7	27,4	25,0	20,1	25,1	
Баланс первичных и вторичных доходов	-7,2	-9,6	-7,5	-11,8	-3,6	-9,2	-10,5	-7,4	-4,7	-8,9	-8,0	-4,3	-5,1	-9,3	
Счет операций с капиталом	-0,1	0,0	0,0	-1,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
Сальдо СТО и счета операций с капиталом	14,6	7,6	15,2	10,5	23,9	16,7	7,4	14,3	18,3	2,0	8,0	9,9	13,1	16,9	
Сальдо финансового счета, исключая резервы	17,3	6,2	14,3	10,9	29,0	10,5	8,9	7,9	16,7	1,7	13,9	11,1	19,1	1,0	
Чистое принятие обязательств	-11,7	4,8	8,2	-8,6	-4,2	2,9	2,3	8,4	3,6	2,4	-5,3	-5,6	-0,8	8,1	
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервы	5,6	11,0	22,6	2,2	24,8	13,4	11,3	16,3	20,3	4,1	8,7	5,5	18,3	9,1	
Чистые ошибки и пропуски	-2,4	-2,8	-3,1	-0,9	-1,8	-7,5	-1,7	1,2	-7,4	-3,8	0,3	-2,4	-0,7	-8,7	
Изменение резервов	-5,1	-1,4	-2,3	-1,2	-6,9	-1,3	-3,2	7,6	-5,9	-3,4	-5,6	-3,6	-6,7	7,3	
Экспорт товаров и услуг, % г/г	-32,3	-30,2	-22,6	-23,9	-1,9	2,4	1,3	7,3	-3,9	-4,8	0,0	-0,2	4,3	24,3	
Импорт товаров и услуг, % г/г	5,7	35,2	10,0	-6,3	-8,4	-6,2	6,6	11,0	0,2	10,3	1,7	6,8	11,1	11,6	
Справочно:															
Цена на нефть марки Brent, долл. США за баррель, в среднем за квартал	81,4	78,2	86,8	84,1	83,1	84,9	80,2	74,6	75,7	67,8	69,1	63,7	80,5	104,4	97,0
Номинальный курс, руб. / долл. США, в среднем за квартал	72,7	81,0	94,1	92,7	90,8	90,6	89,2	99,6	93,1	80,8	80,6	79,9	78,2	74,5	81,9

Источники: Банк России, Всемирный банк.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ В 2023–2026 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ

Табл. 8

Показатели	2023				2024				2025				2026		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
ВВП, % г/г, среднее за период															
США	2,3	2,7	3,2	3,4	2,9	3,3	2,9	2,6	2,3	2,4	2,6	2,0	2,6	2,2	
Еврозона	1,2	0,5	0,1	0,2	0,9	1,0	1,3	1,6	1,6	1,4	1,1	1,0	0,6	1,2	
Китай	4,7	6,8	5,1	5,4	5,1	4,8	4,6	5,4	5,2	5,4	5,1	4,6	4,8	4,5	4,5
Инфляция, % г/г, на конец года															
США (Core PCE)	4,9	4,4	3,7	3,2	3,1	2,8	2,8	2,9	2,6	2,8	2,8	2,9	3,1	3,0	
Еврозона (Core HICP)	5,8	5,4	4,4	3,5	2,9	2,9	2,7	2,8	2,5	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	2,5
Китай (Core CPI)	0,5	0,3	0,8	0,6	0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	0,7	1,0	1,2	1,2	1,0	1,0
Дефицит бюджета, % ВВП, среднее за период															
США	-6,8	-8,4	-6,2	-6,4	-5,9	-5,5	-6,3	-6,9	-7,0	-6,3	-5,8	-5,4	-5,2	-5,7	
Еврозона	-3,6	-3,8	-3,7	-3,5	-3,5	-3,4	-3,2	-3,0	-3,0	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	-3,2	
Китай	-4,9	-3,8	-4,0	-4,5	-4,7	-4,8	-4,9	-4,8	-5,0	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-4,7	
Ключевая ставка, % годовых, среднее за период															
США (верхняя граница)	4,69	5,16	5,43	5,50	5,50	5,50	5,43	4,81	4,50	4,50	4,46	4,02	3,75	3,75	3,79
Еврозона (депозитная)	2,41	3,20	3,73	4,00	4,00	3,93	3,70	3,24	2,76	2,22	2,00	2,00	2,00	2,06	2,31
Китай	3,65	3,64	3,51	3,45	3,45	3,45	3,37	3,15	3,10	3,05	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00

Источники: национальные статистические ведомства, ФРС США, ЕЦБ, МВФ, Investing.com, расчеты Банка России.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В РАЗРЕЗЕ ГУ БАНКА РОССИИ
(ТЕМП ПРИРОСТА, % Г/Г, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Табл. 9

Показатели	ГУ Банка России	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
													Август ¹
Инфляция (сентябрь 2026)	ГУ по ЦФО	11,4	7,6	3,2	4,7	3,0	4,7	8,3	12,5	7,4	9,9	4,7	5,5
	СЗГУ	11,9	7,2	3,1	4,1	3,0	4,8	8,5	11,9	7,1	9,3	5,8	6,3
	ВВГУ	11,7	7,2	2,0	4,3	2,8	5,5	8,6	12,4	7,1	9,6	6,4	6,8
	ЮГУ	12,1	7,7	2,2	4,2	2,9	5,5	9,2	11,7	7,8	9,6	5,7	7,1
	УГУ	11,5	7,4	2,1	3,6	3,1	4,4	7,7	11,0	6,7	9,0	5,9	6,5
	СГУ	10,8	7,1	2,0	4,3	3,7	4,9	9,3	12,7	8,2	9,5	6,0	6,7
	ДГУ	11,3	7,3	2,1	3,8	3,8	5,0	6,7	11,9	8,0	8,5	6,8	6,7
	РФ	11,4	7,3	2,5	4,3	3,0	4,9	8,4	11,9	7,4	9,5	5,6	6,4
Промышленность	ГУ по ЦФО	6,6	2,3	3,9	5,6	7,4	6,2	7,2	0,7	6,3	10,7	3,4	6,8
	СЗГУ	7,7	2,1	3,0	2,9	3,4	-2,4	1,6	0,9	1,8	9,6	3,1	3,1
	ВВГУ	5,3	3,5	2,3	2,0	3,0	-2,4	5,6	0,2	8,0	9,4	3,8	4,5
	ЮГУ	8,8	4,0	9,8	5,1	3,1	-1,4	3,8	5,0	3,7	4,9	-2,8	-10,1
	УГУ	3,5	0,9	3,4	3,7	5,5	-3,9	3,6	-0,2	1,8	1,2	-1,9	-5,4
	СГУ	3,9	6,2	3,0	3,4	2,0	-5,6	1,7	0,5	-0,7	2,2	0,3	0,0
	ДГУ	9,8	6,0	3,1	5,5	6,5	-2,9	2,6	-1,7	4,5	6,1	3,0	15,6
	РФ	5,4	1,1	3,7	3,5	3,4	-2,7	5,3	0,4	4,1	4,6	1,1	-0,6
Инвестиции в основной капитал (первое полугодие 2026)	ГУ по ЦФО	14,1	2,4	8,4	11,7	15,0	1,2	14,5	1,9	8,2	4,6	0,7	-7,9
	СЗГУ	13,8	0,9	5,0	15,5	-15,9	-1,6	3,6	-2,2	8,7	18,2	4,3	-3,7
	ВВГУ	16,0	4,8	0,6	-0,4	0,5	-1,5	5,5	4,7	17,9	6,8	-1,9	-12,8
	ЮГУ	13,5	9,1	13,9	-3,9	-5,8	0,9	-0,3	8,7	11,4	10,1	-2,5	-6,2
	УГУ	11,4	3,4	-1,1	4,3	-3,0	0,4	0,7	10,0	5,6	8,8	-11,0	-19,2
	СГУ	19,1	4,4	2,3	4,5	7,4	1,0	11,4	8,1	6,9	6,0	-4,8	-15,1
	ДГУ	16,1	2,2	10,8	7,8	8,2	-7,5	13,8	14,5	20,6	13,2	-1,9	-2,2
	РФ	15,0	2,2	4,8	5,4	2,1	-0,1	8,6	6,7	9,8	8,4	-2,3	-9,9
Строительство ²	ГУ по ЦФО	7,2	-1,9	1,8	1,5	4,9	6,9	5,2	7,8	10,3	1,1	10,9	4,7
	СЗГУ	11,3	-2,3	-14,1	4,9	-9,4	-6,0	3,7	-3,6	6,1	9,6	4,3	-7,0
	ВВГУ	14,6	4,8	-0,6	-7,0	3,5	-0,9	13,8	12,0	11,6	2,5	-4,4	9,3
	ЮГУ	17,1	8,8	14,1	1,1	-2,5	-0,8	6,5	6,9	9,1	8,3	-5,0	-2,3
	УГУ	15,3	-2,7	-0,9	42,6	-5,3	10,0	7,3	-0,5	5,6	2,7	-3,0	-3,9
	СГУ	9,0	2,0	-5,2	-13,1	6,7	0,9	14,0	18,5	2,7	3,2	-5,1	-9,9
	ДГУ	2,1	-0,7	7,0	15,9	34,1	-7,6	-0,7	12,6	25,5	0,1	0,3	28,1
	РФ	15,6	-0,1	-1,1	6,3	2,1	2,1	7,0	7,5	9,0	3,8	2,5	2,7

Показатели	ГУ Банка России	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
													Август ¹
Розничная торговля	ГУ по ЦФО	11,7	4,0	2,3	4,2	2,3	-2,1	8,5	-10,5	6,7	6,8	3,8	6,8
	СЗГУ	15,0	3,2	2,8	3,7	2,0	0,2	11,7	-6,3	13,1	6,5	6,4	3,5
	ВВГУ	15,6	4,4	2,0	4,0	1,1	-4,4	6,0	-3,6	9,8	8,1	4,7	5,6
	ЮГУ	17,4	5,6	1,2	1,7	1,9	-3,4	11,6	-2,6	10,5	6,5	3,0	-3,3
	УГУ	19,7	2,7	0,6	3,4	1,5	-4,2	4,3	-5,1	9,0	10,7	4,7	6,9
	СГУ	14,7	2,6	1,5	2,8	2,7	-3,3	7,0	-2,8	8,7	9,6	6,3	6,6
	ДГУ	11,5	4,0	2,0	4,0	3,9	-2,7	5,5	-0,7	3,9	8,2	4,1	7,8
	РФ	14,0	3,6	1,3	2,8	1,9	-3,2	7,8	-6,5	8,0	7,7	4,1	3,3
Платные услуги	ГУ по ЦФО	4,9	0,1	-1,1	3,0	4,4	-17,7	23,5	7,3	9,6	4,0	2,8	2,3
	СЗГУ	7,4	1,2	0,4	4,4	1,1	-15,4	19,2	4,8	10,2	2,4	4,2	4,5
	ВВГУ	8,8	2,0	0,4	0,9	0,5	-10,6	10,9	3,6	4,5	5,5	4,4	1,9
	ЮГУ	9,5	3,2	0,6	4,2	1,7	-9,3	15,1	5,3	3,2	5,4	3,0	-2,5
	УГУ	8,8	1,8	0,9	4,9	0,3	-15,6	14,7	2,7	5,8	6,3	4,9	1,7
	СГУ	7,0	1,9	2,2	2,4	0,5	-10,5	11,8	5,5	6,0	3,5	2,3	2,2
	ДГУ	6,9	4,0	0,6	1,2	-2,3	-18,2	13,2	-0,9	1,7	1,3	-0,2	-1,3
	РФ	7,1	1,2	0,2	3,2	1,7	-14,6	17,2	5,0	6,9	4,3	3,3	1,3
Номинальная заработная плата (июль 2026)	ГУ по ЦФО	28,7	11,9	5,8	12,5	11,1	7,5	12,6	13,0	13,4	19,1	14,5	10,3
	СЗГУ	25,9	10,9	8,2	12,1	8,6	5,6	11,1	14,1	12,4	16,4	12,7	8,8
	ВВГУ	25,9	11,5	7,0	9,4	8,0	7,0	11,6	15,1	18,0	22,0	17,0	12,2
	ЮГУ	26,0	12,9	6,5	11,3	7,7	7,0	10,0	12,7	14,9	19,1	14,6	8,8
	УГУ	22,8	10,2	6,5	9,4	7,4	6,9	9,9	14,5	15,5	18,7	12,1	5,3
	СГУ	23,6	11,4	6,8	12,3	9,2	7,1	10,5	16,9	16,2	18,0	13,2	8,6
	ДГУ	22,5	12,6	6,9	11,7	9,3	6,9	9,9	12,4	13,9	17,3	13,4	10,5
	РФ	25,7	11,5	6,7	11,6	9,5	7,3	11,5	14,1	14,6	19,0	14,3	9,5
Реальные денежные доходы (II кв. 2026)	ГУ по ЦФО	9,0	4,3	0,3	2,2	3,0	-1,3	5,4	3,1	7,9	11,6	8,4	4,1
	СЗГУ	9,3	4,1	0,9	3,0	0,8	0,2	5,8	3,2	5,4	11,1	8,0	2,9
	ВВГУ	12,1	4,6	-2,3	0,0	1,3	-2,2	2,1	4,0	6,0	9,6	7,4	2,9
	ЮГУ	13,2	5,6	0,0	1,2	1,0	-1,5	4,1	4,3	4,6	8,2	7,1	3,9
	УГУ	12,6	1,7	-1,0	0,8	1,4	-2,9	1,0	4,1	7,1	9,4	5,9	2,6
	СГУ	11,8	1,6	0,0	0,9	0,8	-1,0	2,0	5,9	6,3	7,5	5,7	3,9
	ДГУ	9,0	4,0	-0,6	3,3	2,0	-1,5	2,3	6,9	3,7	7,4	6,7	3,4
	РФ	10,8	3,9	-0,2	1,7	1,9	-1,4	3,9	4,0	6,5	9,9	7,7	1,1
Уровень безработицы (% с.к.)	ГУ по ЦФО	3,9	4,2	3,3	2,9	2,9	3,9	3,5	3,0	2,5	1,8	1,5	1,7
	СЗГУ	5,1	5,2	4,2	3,9	3,5	5,0	3,9	3,2	2,7	2,2	2,0	1,9
	ВВГУ	6,7	6,3	4,4	4,2	4,0	4,9	3,9	3,2	2,4	1,9	1,6	1,5
	ЮГУ	11,8	10,1	7,8	7,4	7,4	8,9	7,8	6,4	5,3	4,6	4,1	3,9
	УГУ	6,6	7,1	5,5	4,8	4,4	5,7	4,4	3,3	2,5	1,9	1,5	1,9
	СГУ	8,8	8,3	7,3	6,8	6,3	7,6	6,2	4,8	3,6	3,0	2,9	2,7
	ДГУ	7,7	7,7	5,6	5,2	5,0	5,4	4,6	3,9	3,0	2,4	1,9	2,1
	РФ	6,8	6,6	5,2	4,8	4,6	5,8	4,8	4,0	3,2	2,5	2,2	2,2

¹ Если иное не указано в скобках под названием показателя.

² В столбце «В среднем 2004–2008» для строительства приведены средние значения за 2006–2008 годы из-за отсутствия региональных данных до 2006 года.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ
(%)

Табл. 10

Дата начала действия	Обязательства в рублях		Обязательства в иностранной валюте банков, НКО и ФИБ	
	банков с универсальной лицензией, НКО и ФИБ	банков с базовой лицензией	валюты дружественных стран	валюты недружественных стран
01.06.2023	4,50	1,00	6,00	8,50

Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами, обязательства перед физическими лицами и иные обязательства.

Дата начала действия для ФИБ – 01.08.2025.

Подробнее см. [Нормативы обязательных резервов](#).

Источник: Банк России.

КОЭФФИЦИЕНТЫ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Табл. 11

Дата начала действия	Банки	НКО и ФИБ
03.03.2022	0,9	1,0

Дата начала действия для ФИБ – 01.08.2025.

Источник: Банк России.

СТАВКИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ¹ И RUONIA С 2024 ГОДА

(% ГОДОВЫХ)

Табл. 12

Период	Ключевая ставка	Изменение ключевой ставки, п.п.	RUONIA (средняя) ²	Депозиты овернайт постоянного действия – нижняя граница процентного коридора	Основные аукционы и аукционы «тонкой настройки» ³	Операции предоставления ликвидности постоянного действия ⁴		Аукционы на длительные сроки ⁵				
						Операции основного механизма (ОМ) ⁶ – верхняя граница процентного коридора	Операции дополнительного механизма (ДМ) ⁷	Аукционы репо				
								От 1 до 30 дней	От 1 до 180 дней	1 месяц	1 год	3 месяца
Правило: спред к ключевой ставке, п.п.						1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	От 1 до 30 дней	От 1 до 180 дней	1 месяц	1 год	3 месяца
С 27.07.2026	14,00	-0,25		13,00	0,00	-1,00	0,00	+1,00	+1,75	+0,10		+0,25
22.06.2026–26.07.2026	14,25	-0,25	14,33	13,25	14,25	15,25	14,00	15,00	15,75	14,10	14,25	14,25
27.04.2026–21.06.2026	14,50	-0,50	14,13	13,50	14,50	15,50	14,50	15,50	16,00	14,35	14,50	14,50
23.03.2026–26.04.2026	15,00	-0,50	14,68	14,00	15,00	16,00	14,50	15,50	16,25	14,60	14,75	14,75
16.02.2026–22.03.2026	15,50	-0,50	15,14	14,50	15,50	16,50	15,00	16,00	16,75	15,10	15,25	15,25
22.12.2025–15.02.2026	16,00	-0,50	15,68	15,00	16,00	17,00	15,50	16,50	17,25	15,60	15,75	15,75
27.10.2025–21.12.2025	16,50	-0,50	16,24	15,50	16,50	17,50	16,00	17,00	17,75	16,10	16,25	16,25
15.09.2025–26.10.2025	17,00	-1,00	16,68	16,00	17,00	18,00	16,50	17,50	18,25	16,60	16,75	16,75
28.07.2025–14.09.2025	18,00	-2,00	17,74	17,00	18,00	19,00	17,00	18,00	18,75	17,10	17,25	17,25
09.06.2025–27.07.2025	20,00	-1,00	19,60	19,00	20,00	21,00	18,00	19,00	19,75	18,10	18,25	18,25
28.10.2024–08.06.2025	21,00	2,00	20,92	20,00	21,00	22,00	20,00	21,00	21,75	20,10	20,25	20,25
16.09.2024–27.10.2024	19,00	1,00	18,54	18,00	19,00	20,00	21,00	22,00	22,75	21,10	21,25	21,25
29.07.2024–15.09.2024	18,00	2,00	17,90	17,00	18,00	19,00	19,00	20,00	20,75	19,10	19,25	19,25
01.01.2024–28.07.2024	16,00	-1,00	15,73	15,00	16,00	17,00	16,00	17,00	17,75	16,10	16,25	16,25

¹ Также процентные ставки по ДМ, установленные Советом директоров Банка России.

² Средняя за период с включением всех календарных дней, исходя из предположения, что в выходные дни ставка была такой же, как в последний предшествующий им рабочий день.

³ Указана минимальная возможная ставка в заявке для аукциона репо и максимальная возможная ставка в заявке для депозитных аукционов. Решение о типе аукциона (репо или депозитный) принимается в зависимости от ситуации с ликвидностью.

⁴ Кредиты и репо на сроки более 1 дня – по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.

⁵ Указана минимальная возможная ставка в заявке. По итогам аукционов операции репо совершаются и кредиты предоставляются по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки. Аукционы на длительные сроки проводятся в период с 25.11.2024 по 03.03.2025 (репо на срок 1 месяц).

⁶ Операции репо на срок 1 день и кредиты на сроки от 1 до 30 дней.

⁷ Операции репо на сроки от 1 до 180 дней, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, на сроки от 1 до 180 дней.

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ¹ С 2024 ГОДА (млрд руб.)											Табл. 13
На начало дня	Депозиты овернайт постоянного действия	Аукционы				Операции предоставления ликвидности постоянного действия					
		Депозитные аукционы (основные и «тонкой настройки»)	Аукционы репо (основные и «тонкой настройки»)	Аукционы репо (на длительные сроки)		Кредиты овернайт	Repo²	Ломбардные кредиты	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами²		
				1 месяц	1 год						
	1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 месяц	1 год	1 день	От 1 до 180 дней	От 1 до 30 дней	От 1 до 180 дней		
01.10.2026	3 896,2	0,0	5 915,9	0,0	0,0	0,0	5,4	56,0	1 756,6		
01.07.2026	3 757,3	0,0	4 132,6	0,0	0,0	0,0	11,9	81,5	1 351,6		
01.04.2026	3 730,4	0,0	4 101,5	0,0	0,0	0,0	0,0	15,6	358,2		
01.01.2026	4 831,5	0,0	4 731,3	0,0	0,0	0,04	382,0	8,0	571,8		
01.10.2025	3 255,5	0,0	1 301,7	0,0	0,0	0,0	4,5	66,0	1 302,5		
01.07.2025	3 082,3	0,0	1 094,2	0,0	0,0	0,0	0,0	69,3	642,3		
01.04.2025	2 857,9	320,0	0,0	0,0	0,0	0,1	48,6	109,4	2 120,0		
01.01.2025	1 579,7	2 646,5	0,0	1 405,3	0,0	0,0	9,9	152,5	2 494,0		
01.10.2024	1 511,9	3 368,3	0,0	0,0	0,0	0,0	392,3	11,2	5 118,2		
01.07.2024	1 245,5	2 303,7	0,0	0,0	113,6	0,0	30,0	11,2	1 584,8		
01.04.2024	1 081,3	2 123,4	0,0	0,0	451,3	0,0	56,8	29,3	2 198,0		
01.01.2024	1 038,4	2 341,3	0,0	101,5	783,0	0,1	11,2	34,3	2 229,4		

¹ Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности.

² Включая операции как ОМ, так и ДМ предоставления ликвидности.

Источник: Банк России.

СТАВКИ ПО СПЕЦИАЛЬНЫМ МЕХАНИЗМАМ БАНКА РОССИИ¹ С 2024 ГОДА
(% ГОДОВЫХ) Табл. 14

Период	Поддержка ВЭД (кредиты, обеспеченные договорами страхования АО «ЭКСАР») ²	Поддержка развития крупных инвестпроектв	Поддержка развития инвестпроектв в отдельных субъектах Российской Федерации	Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» или под залог ОФЗ ³	Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» в отдельных субъектах Российской Федерации ⁴
	До 3 лет	До 3 лет	До 1 года	До 3 лет	До 1 года
Правило	Ключевая ставка, уменьшенная на 1,50 п.п. ⁵	Меньшая из: 9,00% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 1,00 п.п.	Ключевая ставка, увеличенная на 0,25 п.п.	Ключевая ставка, уменьшенная на 1,50 п.п.	Большая из: 8,00% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 4,00 п.п.
С 27.07.2026	12,50	9,00	14,25	12,50	10,00
22.06.2026–26.07.2026	12,75	9,00	14,50	12,75	10,25
27.04.2026–21.06.2026	13,00	9,00	14,75	13,00	10,50
23.03.2026–26.04.2026	13,50	9,00	15,25	13,50	11,00
16.02.2026–22.03.2026	14,00	9,00	15,75	14,00	11,50
22.12.2025–15.02.2026	14,50	9,00	16,25	14,50	12,00
27.10.2025–21.12.2025	15,00	9,00	16,75	15,00	12,50
15.09.2025–26.10.2025	15,50	9,00	17,25	15,50	13,00
28.07.2025–14.09.2025	16,50	9,00	18,25	16,50	14,00
09.06.2025–27.07.2025	18,50	9,00	20,25	18,50	16,00
28.10.2024–08.06.2025	19,50	9,00	21,25	19,50	17,00
16.09.2024–27.10.2024	17,50	9,00	19,25	17,50	15,00
29.07.2024–15.09.2024	16,50	9,00	18,25	16,50	14,00
13.05.2024–28.07.2024	14,50	9,00	16,25	14,50	–
01.01.2024–12.05.2024	–	9,00	16,25	14,50	–

¹ Механизмы предоставления ликвидности, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям на более длительные сроки и относительно по более низким ставкам по сравнению с операциями ОМ и ДМ. Установленные Советом директоров Банка России ставки, по которым в указанный период предоставлялись новые кредиты.

² Новые кредиты не предоставлялись в период с 17.08.2023 по 12.05.2024.

³ Выдача кредитов под залог ОФЗ с 20.06.2023.

⁴ Кредиты предоставляются с 30.08.2024 по 31.08.2027.

⁵ С 01.03.2024 правило определения процентной ставки изменено, ранее она приравнивалась к меньшей ставке из двух: 6,5% годовых или ключевой ставки.

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СПЕЦИАЛЬНЫХ МЕХАНИЗМОВ БАНКА РОССИИ ¹ С 2024 ГОДА (млрд руб.)							Табл. 15
На начало дня	Требования Банка России к кредитным организациям, всего	Поддержка ВЭД (кредиты, обеспеченные договорами страхования АО «ЭКСАР») ²	Поддержка развития крупных инвестпроектов	Поддержка развития инвестпроектов в отдельных субъектах Российской Федерации	Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» или под залог ОФЗ ³		
		До 3 лет	До 3 лет	До 1 года	До 3 лет		
Лимит на 01.10.2026		75,0	150,0	100,0	320,0		
01.10.2026	240,9	73,8	10,7	39,2	117,2		
01.07.2026	229,2	75,0	11,0	25,4	117,8		
01.04.2026	248,5	74,6	12,2	25,2	136,5		
01.01.2026	244,7	62,3	13,1	24,4	144,9		
01.10.2025	246,2	66,7	13,9	21,7	143,9		
01.07.2025	257,2	63,8	16,0	20,1	157,3		
01.04.2025	293,9	72,4	17,2	30,8	173,5		
01.01.2025	300,5	74,7	17,6	23,8	184,4		
01.10.2024	282,4	52,9	18,2	14,6	196,7		
01.07.2024	296,2	58,4	19,1	0,0	218,7		
01.04.2024	294,3	34,5	21,0	2,0	236,8		
01.01.2024	325,4	47,5	23,9	2,0	252,0		

¹ Механизмы предоставления ликвидности, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям на более длительные сроки и по относительно более низким ставкам по сравнению с операциями ОМ и ДМ.

² Новые кредиты не предоставлялись в период с 17.08.2023 по 12.05.2024.

³ Выдача кредитов в отдельных субъектах Российской Федерации в период с 30.08.2024 по 31.08.2027.

Источник: Банк России.

ГЛОССАРИЙ

АВТОНОМНЫЕ ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ

Факторы, которые не связаны с операциями центрального банка по управлению ликвидностью и ставками сегмента овернайт денежного рынка. Включают изменение объема наличных денег в обращении, изменение средств расширенного правительства на счетах в Банке России, регулирование обязательных резервов, а также операции Банка России на внутреннем валютном рынке.

БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Индикатор инфляции, характеризующий наиболее устойчивую ее часть. Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (отдельные виды плодоовощной продукции, услуг пассажирского транспорта, связи, жилищно-коммунальных услуг, моторное топливо и так далее).

БАЗОВЫЕ НЕФТЕГАЗОВЫЕ ДОХОДЫ

Объем нефтегазовых доходов, сформированный при равновесном уровне цен на нефть марки Urals и используемый для расчета предельного объема расходов в рамках бюджетного правила.

БЮДЖЕТНОЕ ПРАВИЛО

Законодательно закрепленный механизм, который устанавливает долгосрочные количественные ограничения на один или несколько основных параметров бюджетной политики: дефицит бюджета, государственный долг, расходы или доходы бюджета. Его главная задача – обеспечить долгосрочную устойчивость государственных финансов. Бюджетные правила обычно помогают проводить контрциклическую бюджетную политику: в благоприятные времена – более консервативную, формируя пространство для поддержки экономики мерами бюджетной политики в период спада. В странах – экспортерах природных ресурсов бюджетные правила используются в первую очередь, чтобы снизить зависимость их бюджета и экономики в целом от волатильной динамики цен на эти ресурсы. В России бюджетное правило выполняет две ключевые функции. Первая – это ограничение расходов бюджета доходами, полученными при базовом уровне цен на нефть и газ, и, соответственно, установление предельного размера структурного первичного дефицита бюджета. Вторая – формирование Фонда национального благосостояния как бюджетного резерва для использования в период низких цен на энергоносители. Если нефтегазовые цены оказываются выше базовых, дополнительные доходы сберегаются в Фонде национального благосостояния. Если ниже – накопленные средства могут использоваться для покрытия дефицита бюджета и поддержки экономики. В России бюджетное правило было впервые введено в 2004 году и затем несколько раз модифицировалось. Текущая схема бюджетного правила была внедрена в 2017 году, но с тех пор его параметры уточнялись в части определения базовых нефтегазовых доходов.

ВАЛЮТИЗАЦИЯ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ (КРЕДИТОВ)

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

ВЫПУСК

Стоимость товаров и услуг, являющихся результатом производственной деятельности резидентов экономики в отчетный период. Валовой внутренний продукт (ВВП) является одним из индикаторов выпуска. ВВП характеризует стоимость товаров и услуг, произведенных в стране во всех отраслях экономики и предназначенных для конечного потребления, накопления и экспорта (за вычетом импорта).

ДЕЗИНФЛЯЦИЯ

Снижение темпа роста общего уровня цен на товары и услуги в экономике.

ДЕНЕЖНАЯ БАЗА

Сумма наличных денег вне Банка России и средств кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России в валюте Российской Федерации. Денежная база в узком определении включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и средства кредитных организаций на счетах по учету обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в валюте Российской Федерации. Широкая денежная база включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и все средства кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России.

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (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.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Состояние финансового сектора, влияющее на решения экономических субъектов о потреблении, инвестициях, сбережениях и заимствованиях. Для характеристики степени жесткости денежно-кредитных условий используются процентные ставки, кредитные спреды, инфляционные ожидания, индексы изменения условий банковского кредитования, темпы роста кредитных и депозитных агрегатов, темпы роста денежных агрегатов.

ДЕФЛЯЦИЯ

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

ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (ИПЦ)

Отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики. ИПЦ показывает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения. Кроме того, ИПЦ обладает рядом характеристик, которые делают его удобным для широкого применения: простота и понятность методологии построения, месячная периодичность расчета, оперативность публикации.

ИНДИКАТОР ИЗМЕНЕНИЯ БИЗНЕС-КЛИМАТА БАНКА РОССИИ (ИБК)

Аналитический показатель, который рассчитывается ежемесячно на основе оценок предприятий – участников мониторинга, проводимого Банком России. Индикатор построен по схожей методологии Института IFO (Германия) и отражает фактические, а также ожидаемые изменения в сфере производства и спроса.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

Ожидания экономических агентов относительно роста цен в будущем. Выделяют инфляционные ожидания компаний, населения, финансовых рынков, профессиональных аналитиков. На основе ожиданий хозяйствующие субъекты принимают экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам). Инфляционные ожидания оказывают влияние на инфляцию и по этой причине являются важным индикатором при принятии решений по денежно-кредитной политике.

ИНФЛЯЦИЯ

Устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду изменение во времени стоимости потребительской корзины: набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (см. также «Индекс потребительских цен (ИПЦ)»). Цель по инфляции Банка России установлена для годового темпа прироста потребительских цен в России, то есть для изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением (определяется на основе ИПЦ).

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ

Основной инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Процентная ставка, по которой Банк России проводит краткосрочные операции с коммерческими банками, предоставляя или привлекая у них денежные средства, чтобы сформировать в экономике денежно-кредитные условия, позволяющие поддерживать инфляцию на цели. Изменение ключевой ставки влияет на другие процентные ставки в экономике, через них – на сбережения, потребление и инвестиции и в конечном итоге на совокупный спрос в экономике и инфляцию. Ключевая ставка соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя. Устанавливается Советом директоров Банка России.

КОРИДОР ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК (ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР)

Инструмент управления ставками сегмента овернайт денежного рынка. Процентный коридор имеет следующую структуру: ключевая ставка Банка России задает центр коридора; процентные ставки по операциям постоянного действия на срок 1 день (операциям предоставления ликвидности и депозитным операциям) формируют верхнюю и нижнюю границы, симметричные относительно ключевой ставки.

КРЕДИТНЫЙ ДЕФОЛТНЫЙ СВОП (CREDIT DEFAULT SWAP, CDS)

Финансовый инструмент, который позволяет его покупателю в обмен на регулярную выплату премий (CDS-спред) его продавцу застраховаться от некоего кредитного события (например, дефолта) по финансовым обязательствам третьей стороны. Чем выше выплачиваемая премия, тем более рискованными считаются обязательства, в отношении которых был заключен кредитный дефолтный своп.

ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Средства кредитных организаций, размещенные на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях проведения платежей через платежную систему Банка России и поддержания обязательных резервов.

МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Подвид пруденциального регулирования, направленный на обеспечение устойчивости финансового сектора, включая банки, на системном уровне. В российской практике функция закреплена в статье 3 об обеспечении стабильности финансового рынка Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», описание инструментария приведено в обзоре [«Основные подходы к проведению макропруденциальной политики»](#).

МИКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Подвид пруденциального регулирования, направленный на обеспечение устойчивости финансовых организаций, включая банки, на индивидуальном уровне. В российской практике базовое описание банковского регулирования на микроуровне приведено в главе X «Банковское регулирование и банковский надзор» Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА

Уровень ставки процента (в частности, ключевой ставки центрального банка и ставок межбанковских кредитов овернайт, формирующихся вблизи ключевой ставки), при котором экономика устойчиво находится в состоянии полной занятости (выпуск равен потенциальному, а безработица находится на своем естественном уровне), а инфляция стабильно поддерживается на целевом уровне. При нейтральном уровне ключевой ставки денежно-кредитная политика не способствует ни ускорению, ни замедлению инфляции.

НЕПРУДЕНЦИАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Регуляторные меры, направленные на ограничение принятия риска финансовыми организациями, включая банки, через зафиксированные требования к менеджменту и контрагентам и правила проведения операций.

ОБЛИГАЦИИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАЙМА (ОФЗ)

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

ОБЯЗАТЕЛЬНЫЕ РЕЗЕРВЫ

Средства, которые кредитные организации обязаны поддерживать на счетах по учету обязательных резервов и корреспондентских счетах, открытых в Банке России. Расчет осуществляется путем применения нормативов обязательных резервов (их значения могут находиться в интервале от 0 до 20%) к резервируемым обязательствам кредитной организации. За период усреднения кредитная организация обязана в среднем поддерживать на корреспондентском счете средства в объеме, определяемом путем применения коэффициента усреднения к обязательным резервам. Нормативы, коэффициент усреднения и график периодов усреднения устанавливаются Советом директоров Банка России.

ОПЕРАЦИИ АБСОРБИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ

Операции Банка России на возвратной основе в форме привлечения средств в депозит или размещения облигаций Банка России.

ОПЕРАЦИИ ЗЕРКАЛИРОВАНИЯ

Операции Банка России по покупке или продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, связанные с накоплением или использованием Минфином России средств ФНБ, в том числе в рамках механизма бюджетного правила. Под зеркалированием операций понимается, что они совершаются в том же объеме, но в другом направлении по отношению к прямым конверсионным операциям Минфина России с Банком России. Проводятся с целью снизить влияние внешней конъюнктуры и бюджетных потоков на динамику курса рубля, совокупный спрос и инфляцию.

ОПЕРАЦИИ ПОСТОЯННОГО ДЕЙСТВИЯ

Операции предоставления и абсорбирования ликвидности, проводимые по обращению кредитных организаций в любое время в течение почти всего операционного дня платежной системы Банка России с полным удовлетворением поступающих заявок по заранее объявленным ставкам (при соблюдении кредитными организациями установленных требований).

ОПЕРАЦИИ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ЛИКВИДНОСТИ

Операции Банка России в форме кредита, репо или валютного свопа.

ПАРАЛЛЕЛЬНЫЙ ИМПОРТ

Ввоз в страну оригинальных товаров иностранного производства без согласия правообладателя.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ВЫПУСК

Такой уровень выпуска, который экономика способна произвести при полной загрузке факторов производства – труда, капитала и технологий – при существующих ресурсных, технологических и институциональных ограничениях. Темп роста потенциального выпуска – это устойчивая траектория, по которой движется экономика в долгосрочном равновесии. В состоянии долгосрочного равновесия темпы роста экономики равны потенциальным, инфляция находится на цели, а безработица – на естественном уровне.

ПРОЦЕНТАЯ СТАВКА RUONIA (RUBLE OVERNIGHT INDEX AVERAGE)

Взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт. Банк России отвечает за методологию расчета ставки RUONIA, формирование перечня банков-участников, сбор данных, расчет и публикацию процентной ставки.

ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК

Риск возникновения финансовых потерь, в том числе упущенной выгоды, из-за неблагоприятных изменений процентных ставок.

ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП (INTEREST RATE SWAP, IRS)

Финансовый контракт, по которому стороны сделки обязуются периодически выплачивать на условную сумму основного долга, являющегося основанием для свопа, проценты, выраженные в одной валюте, в определенные сроки. Одна сторона является плательщиком по фиксированной ставке, устанавливаемой при заключении сделки, а другая – плательщиком по плавающей ставке (какой-либо рыночной ставке – ставке рынка межбанковских кредитов или плавающей купонной ставке облигации).

ПРУДЕНЦИАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Регуляторные меры, направленные на превентивное управление рисками в финансовых организациях, включая банки, через формирование оптимальной структуры баланса, в том числе в части запасов капитала и ликвидности. Пруденциальное регулирование акцентируется на возможности банков поглощать риски без нарушения платежеспособности и кредитоспособности, а не на операционном контроле за принятием риска.

РАЗРЫВ ВЫПУСКА

Отклонение фактического выпуска от потенциального, ненаблюдаемая величина. Когда фактический темп роста выпуска из-за действия циклических факторов превышает потенциальный темп роста, в экономике формируется положительный (проинфляционный) разрыв выпуска и темп роста цен опережает цель по инфляции. В обратном случае, когда фактический темп роста оказывается ниже потенциального, формируется отрицательный (дезинфляционный) разрыв выпуска, а темп роста цен складывается ниже цели по инфляции.

РЕЖИМ ПЛАВАЮЩЕГО ВАЛЮТНОГО КУРСА

Режим валютного курса, при котором центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право покупать иностранную валюту для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

СТРУКТУРНОЕ ПЕРВИЧНОЕ САЛЬДО БЮДЖЕТА

Разница между суммой базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов и первичными (непроцентными, то есть без учета расходов на обслуживание государственного долга) расходами бюджета. Индикатор исполнения федерального бюджета в терминах бюджетного правила. Также является показателем направленности бюджетной политики. «Структурное» означает очищенное от циклического компонента. В соответствии с логикой российского бюджетного правила циклическим компонентом являются дополнительные или выпадающие нефтегазовые доходы, то есть отклонение фактических нефтегазовых доходов от базовых, возникающее при отклонении цены нефти от базового уровня. Соответственно, сумма базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов часто называется структурным доходом. Структурное первичное сальдо бюджета может быть положительным, тогда оно называется структурный первичный профицит, или отрицательным – структурный первичный дефицит.

СТРУКТУРНОЕ САЛЬДО БЮДЖЕТА

Разница между суммой базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов и расходами бюджета. Индикатор исполнения федерального бюджета в терминах бюджетного правила. Структурное сальдо бюджета может быть положительным, тогда оно называется структурный профицит, или отрицательным – структурный дефицит.

СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Структурный дефицит – состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности в Банке России. Структурный профицит характеризуется формированием устойчивого избытка ликвидности у кредитных организаций и необходимостью для Банка России проводить операции по ее абсорбированию. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между требованиями Банка России к кредитным организациям по операциям предоставления ликвидности и обязательствами Банка России перед ними по операциям абсорбирования ликвидности с учетом сальдо между остатками на корсчетах банков и усредняемой величиной обязательных резервов (УОР). Учет в расчете сальдо между корсчетами банков и УОР позволяет исключить влияние на показатель операций, которые отражают стратегии банков по поддержанию обязательных резервов.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Стратегия денежно-кредитной политики со следующими принципами: основной целью денежно-кредитной политики является ценовая стабильность, цель по инфляции четко обозначена и объявлена, в условиях режима плавающего курса основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки, решения по денежно-кредитной политике принимаются на основе анализа широкого круга макроэкономических показателей и их прогноза, при этом центральный банк стремится создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе путем повышения информационной открытости.

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ

Механизм влияния изменения ключевой ставки и сигнала о ее будущих изменениях на инфляцию через разные сегменты финансового рынка, сбережения, потребление, инвестиции и совокупный спрос. Изменение ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим). Ключевая ставка не влияет на экономику мгновенно. Для того чтобы трансмиссия сработала полностью, требуется год-полтора.

ТРЕБОВАНИЯ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ К ЭКОНОМИКЕ

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

ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

Состояние финансовой системы, при котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на процесс трансформации сбережений в инвестиции и реальный сектор экономики. В ситуации финансовой стабильности экономика более устойчива как к внутренним, так и к внешним шокам.

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

Увеличение объема выпуска товаров и услуг в экономической системе (стране, регионе, мире). Основные количественные индикаторы экономического роста – прирост реального ВВП в целом или ВВП на душу населения.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АО – акционерное общество

АО «ФК МСП» – акционерное общество «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства»

АПК – агропромышленный комплекс

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

ВВП – валовой внутренний продукт

ДМ – дополнительный механизм предоставления ликвидности

ДФО – Дальневосточный федеральный округ

ЕБС – Единая биометрическая система

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ЖКУ – жилищно-коммунальные услуги

ЖКХ – жилищно-коммунальное хозяйство

ИБК – индикатор изменения бизнес-климата Банка России

ИПЦ – индекс потребительских цен

КОБР – купонные облигации Банка России (ОБР)

КПМ – Квартальная прогнозная модель

МБК – межбанковские кредиты

МВФ – Международный валютный фонд

МСП – малое и среднее предпринимательство

МФК – мировой финансовый кризис 2007–2008 годов

НГД – нефтегазовые доходы

НДС – налог на добавленную стоимость

НКЛ – норматив краткосрочной ликвидности

ННГД – нефтегазовые доходы

ННКЛ – национальный норматив краткосрочной ликвидности

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОМ – основной механизм предоставления ликвидности

ОНЕГДКП – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики

ООО – общество с ограниченной ответственностью

ООО «инФОМ» – Институт фонда «Общественное мнение»

ОФЗ – облигации федерального займа

ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с индексируемым номиналом

п.п. – процентный пункт

ППС – паритет покупательной способности

ПФО – Приволжский федеральный округ

РПБ6 – шестое издание Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (Международный валютный фонд)

СЗФО – Северо-Западный федеральный округ

с.к. – оценка с поправкой на сезонность

с.к.г. – прирост с поправкой на сезонность в пересчете на год

СКФО – Северо-Кавказский федеральный округ

СФО – Сибирский федеральный округ

СФР – страны с формирующимися рынками

ТМ ДКП – трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

УСН – упрощенная система налогообложения

УФО – Уральский федеральный округ

ФИБ – филиалы иностранных банков

ФНБ – Фонд национального благосостояния

ФОР – Фонд обязательных резервов

ФРС США – Федеральная резервная система США

ЦБ – центральный банк

ЦФА – цифровые финансовые активы

ЦФО – Центральный федеральный округ

ЮФО – Южный федеральный округ

Core CPI – Core Consumer Price Index (базовый индекс потребительских цен)

ELB – Effective Lower Bound (эффективная нижняя граница)

IRS – Interest Rate Swap (процентный своп)

PCE – Personal Consumption Expenditures (индекс личных расходов потребителей)

RUONIA – Ruble Overnight Index Average (взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях)

ZLB – Zero Lower Bound (нулевая нижняя граница)