



30 августа 2024 г.

## Экономика

### ЦБ в очередной раз подтвердил рынку приверженность возвращению инфляции к цели

Вчера Банк России представил проект Основных направлений ДКП на ближайшие 3 года. Этот ежегодный документ является формальным сводом принципов проведения монетарной политики, которые в целом фактически неизменны. Тем не менее, в рамках него регулятор раскрывает несколько сценарных расчетов, представляющих отдельный интерес. Одна из основных целей их публикации, как отметил зампред ЦБ А. Заботкин, – в очередной раз напомнить участникам рынка о приверженности регулятора цели по возвращению инфляции к 4% г./г. в адекватные складывающимся условиям сроки.

В текущей версии проекта в дополнение к базовому сценарию представлено 3 альтернативных. Такой сценарный анализ позволяет донести до рынка готовность ЦБ соблюдать цели и принципы ДКП, в том числе в стрессовых ситуациях. В отличие от прошлых лет, сценариев стало больше, шоки в них определяются не только внешними условиями, но и внутренними. Так, за глобальный кризис (стагнация мирового ВВП в 2025 г. за счет сокращения крупнейших экономик) «отвечает» рисковый сценарий. Проинфляционный и дезинфляционный сценарии предполагают аналогичные базовому предпосылки по внешним условиям. Для графического представления сценариев регулятор разбивает их по ожидаемому изменению спроса и предложения относительно базового. В рисковом закладывается снижение обоих показателей в условиях усиления санкционного давления, в проинфляционном – дополнительное расширение спроса, в дезинфляционном – рост предложения. Также ЦБ отмечает, что среди двух последних сценариев более вероятным выглядит первый.

В двух из трех альтернативных сценариях ЦБ допускает еще более высокий уровень ставок в экономике

Средняя ключевая ставка в различных сценариях ЦБ, %	2025	2026	2027
Базовый	14,0...16,0	10,0...11,0	7,5...8,5
Рисковый	20,0...22,0	15,0...16,0	7,5...8,5
Проинфляционный	16,0...18,0	11,5...12,5	8,5...9,5
Дезинфляционный	12,0...14,0	9,0...10,0	7,5...8,5

Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

**Дезинфляционный сценарий** представляет собой оптимистичную версию базового. Во-первых, расширение потенциала экономики способствует более быстрому росту ВВП в ближайшие годы. Во-вторых, оно сокращает наблюдаемый навес спроса, охлаждает связанное с ним инфляционное давление. В результате, ЦБ удастся уже в 2025 г. вернуть инфляцию к цели в 4% г./г. Темпы нейтрализации монетарной политики в нем быстрее, чем в базовом.

**Проинфляционный сценарий**, напротив, предполагает сохранение перегретого спроса как минимум на 2025 г., в том числе при поддержке бюджетного канала (большая доля льготных кредитов). По оценкам ЦБ, это отложит приближение инфляции к цели на 2026 год и потребует в среднем более высокого уровня ставок на 3-летнем горизонте. Отметим, что этот сценарий скорее не потребует «шоковых» повышений ключевой ставки от ЦБ. Судя по прогнозным диапазонам, ее пик вряд ли предполагается выше 20%.

**Рисковый сценарий**, единственный из трех, предполагает рецессию в российской экономике – ВВП может остаться в отрицательной зоне в 2025-26 гг. В этом сценарии заложен существенный спад предложения в экономике (в том числе в части импортных товаров), который подстегнет ценовую динамику. Такая ситуация потребует от регулятора фактически запретительного ужесточения монетарной политики в основную фазу кризиса (2025-2026 гг.) для купирования проинфляционных рисков. Как мы понимаем, в этом сценарии пик по ключевой ставке допускается ближе к 25%. Тем не менее, такая турбулентность может отложить приближение инфляции к цели еще дальше, чем в проинфляционном сценарии – на 2027 г.

Напомним, что наиболее вероятным регулятор по-прежнему считает **базовый сценарий**. В нем экономика в следующем году совершает «мягкую посадку» из перегретого состояния. Ценовая динамика охлаждается на фоне более медленного, чем в истории темпа нейтрализации монетарной политики. Это должно позволить инфляции приблизиться к цели уже в следующем году.

**Станислав Мурашов**

[stanislav.murashov@raiffeisen.ru](mailto:stanislav.murashov@raiffeisen.ru)

**Григорий Чепков**

[grigory.chepkov@raiffeisen.ru](mailto:grigory.chepkov@raiffeisen.ru)



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## АО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	<a href="mailto:research@raiffeisen.ru">research@raiffeisen.ru</a>
Станислав Мурашов	
Григорий Чепков	

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	<a href="mailto:sales@raiffeisen.ru">sales@raiffeisen.ru</a>
----------------	--

### Рынки долгового капитала

---

Олег Корнилов	<a href="mailto:bonds@raiffeisen.ru">bonds@raiffeisen.ru</a>
---------------	--

### Рынки акционерного капитала

---

Антон Кукоба	<a href="mailto:sat@raiffeisen.ru">sat@raiffeisen.ru</a>
Эмиль Закиров	



## ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любая документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/EC (Directive 2014/65/EU)<sup>1</sup>, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/EC (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу в сети Интернет <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer.jsessionid=XgiCnWE3tsXlrVnCC6c2YWt>, распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

<sup>1</sup> Требования Директивы 2014/65/EC об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.