Евгений СУВОРОВ,
главный экономист Банка
«ЦентроКредит», автор канала MMI

Жесткая денежно-кредитная политика Банка России: насколько долго?

В качестве предисловия — наши комментарии по последнему заседанию Банка России, по итогам которого ставка была снижена на 25 б. п., до 14 % годовых, и отметим, что консенсус предполагал ее сохранение на отметке 14.25 % и фигурировала версия ее роста до 14.5 %.

Если вы привыкли рассматривать нейтральный уровень как ориентир для длинных ОФЗ, то задумайтесь о краткосрочной нейтральной ставке

• На столе было два предложения: –25 б. п. и без изменений. Но были предложения и о повышении, которые содержательно не обсуждались.

• Сигнал: направленный сигнал отсутствует — это допускает, что ставка может быть как снижена, так и повышена на следующих заседаниях.

• Прогноз инфляции на 2026 год повышен с 4.5–5.5 до 6–7 %; далее — 4 %.

• Прогноз ставки на 2026 год (среднегодовой) повышен с 14–14.5 до 14.5–14.6 %.

• Прогноз ставки на 2027 год повышен с 8–10 до 10.5–12.5 %.

• Прогноз ВВП снижен на этот год с 0.5–1.5 до 0–1 %; далее без изменений на траектории 1.5–2.5 %.

• Прогноз денежных индикаторов:

рост денежной массы (М2) на этот год повышен с 5–10 до 7–12 %, в 2027-м понижен с 7–12 до 6–11 %;

кредит экономике, в том числе корпоративный кредит и кредит населению, — без изменений.

Далее регулятор сделал ряд довольно важных заявлений, и мы бы хотели выделить следующие:

• Банк России заложил в свои оценки прогноз структурного первичного дефицита бюджета в этом году на уровне 2 % ВВП, в 2027-м — 1 % ВВП, 2028-м — 0.5 % ВВП.

• Регулятор исходит в базовом сценарии из того, что предприятия восстановят свои производственные мощности до конца этого года, но в то же время при прочих равных выбывание производственных мощностей **сокращает пространство для снижения ключевой ставки.**

• Довольно часто обсуждаемая тема: Банк России не рассматривает повышение таргета по инфляции (4 %), этот вариант не принесет никакой пользы национальной экономике.

• Банковский сектор стабилен, рисков нет, а капитал банков вполне достаточен.

Ввиду того что Банк России поднял траекторию «ключа», наиболее вероятные на оставшихся до конца года трех заседаниях траектории ставки таковы:

• 14.5% в среднем за год: 13.75 — 13.5 — 13.25;

• 14.6%: 14.0 — 14.0 — 14.0.

Прогноз говорит о том, что в рамках базового сценария повышения ставки в этом году нет, а в 2027-м цикл смягчения продолжится; но ситуация может и отклониться от базового сценария, если, например, выбытие мощностей окажется более длительным, а СПД уйдет сильно выше 2% ВВП.

Прогноз денежных агрегатов и кредита:

• Прогноз по кредиту без изменений, а прогноз М2 повышен на 2 п. п. Это следствие повышения прогноза СПД с 0 до 2% ВВП. Сколько на самом деле будет, узнаем только в начале октября, когда появится трехлетний бюджет.

Прогноз ВВП:

• Банк России допускает, что роста в этом году может и не быть, но пока не говорит о сокращении ВВП; на наш взгляд, исключать этого нельзя, но это будет зависеть от масштаба и длительности выбытия мощностей; такой сценарий будет сдвигать траекторию ставки вверх. Почему так? Потому что возможности экономики производить товары и услуги уменьшаются, а спрос остается прежним, поэтому его придется балансировать с новыми производственными возможностями.

Для нас решение Банка России снизить ставку при ускоряющейся инфляции (в том числе устойчивой), близкой к рекордному уровню инфляционных ожиданий, высокой потребительской активности, активизации потребительского кредитования, агрессивной бюджетной политике, опережающем прогнозы росте М2 и при снижении потенциала из-за непрекращающегося выбытия мощностей — даже более сильный сюрприз, чем был в декабре 2024 года.

В чем логика этого решения — в принципе, понятно из заявлений Банка России. Основной аргумент — нынешний всплеск инфляции и инфляционных ожиданий вызван действием разовых факторов и потому должен скоро сойти на нет. Что касается выбытия мощностей, то это тоже временно, и до конца года всё восстановят. Поэтому реагировать на происходящее, ставя цикл снижения на паузу или повышая ставку, не надо.

Мы полагаем, что и у самого Банка России уверенности в этом нет, ибо в противном случае был бы сохранен «умеренно мягкий» сигнал. А раз они теперь допускают повышение ставки, то, значит, сомневаются в возможности движения по траектории базового прогноза.

Было это правильное и дальновидное решение или ошибка, станет понятно уже к следующему заседанию 11 сентября (может, и раньше). Следим за устойчивой инфляцией, потребительским поведением, кредитом и денежными агрегатами. Ну и конечно, пытаемся оценить масштабы и длительность выбытия мощностей.

Согласно последним данным Минфина России по федеральному бюджету за июль, дефицит движется по повышенной траектории, и именно мягкость бюджетной политики мы считаем одним из основных рисков.

Согласно представленной статистике:

• дефицит в июле — 724 млрд рублей;

• дефицит за 7 месяцев 2026 года — 6454 млрд рублей.

Рост расходов в июле замедлился: +6.2% г/г (+14.5% г/г за 7 месяцев 2026 года), за 10 дней августа среднесуточные расходы — –4% г/г.

За 7 месяцев 2026 года израсходовано 64.8% годового плана (за 7 месяцев 2025 года — 58.1%). Если в прогнозе этого года вместо плановых 44.1 трлн рублей поставить 49 трлн рублей, то получится, что расходы идут в точности по прошлогодней траектории. Мы думаем, так и будет — расходы превысят плановые на 5 трлн рублей. Сводная бюджетная «роспись» уже увеличена на 1.1 трлн рублей — до 45.2 трлн рублей.

По доходам в этом году, скорее всего, будет небольшое превышение плана за счет ненефтегазовых доходов и отчасти из-за более высокой инфляции. Нефтегазовые доходы также улучшаются (отчасти из-за падения рубля). Похоже, что дефицит федерального бюджета в этом году может уложиться в 8 трлн рублей. На уровне

Таблица 1. Федеральный бюджет

Источник: данные Минфина России

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ — ЕЖЕМЕСЯЧНАЯ ДИНАМИКА, трлн руб.											
	дек. 25	янв. 26	фев. 26	мар. 26	апр. 26	май. 26	июн. 26	июл. 26	7М26	7М 25	% г/г
ДОХОДЫ	4338	2364	2405	3545	3412	3060	3834	3490	22 113	20 328	8.8
Нефтегазовые	448	393	432	617	856	679	684	934	4595	5522	–16.8
Ненефтегазовые	3890	1971	1973	2928	2556	2382	3151	2557	17 518	14 806	18.3
РАСХОДЫ	5955	3993	4101	4731	4699	3191	3639	4214	28 567	24 949	14.5
ДЕФИЦИТ (-) / ПРОФИЦИТ (+)	–1616	–1629	–1695	–1185	–1287	–131	196	–724	–6454	–4622	
НЕНЕФТЕГАЗОВЫЙ ДЕФИЦИТ	–2064	–2022	–2128	–1802	–2142	–810	–488	–1657	–11 049	–10 144	
% ГОД К ГОДУ											
ДОХОДЫ	7.6	–11.5	–10.1	–4.4	5.8	24.4	34.4	27.7	8.8		
Нефтегазовые	–43.3	–50.2	–44.0	–42.9	–21.2	32.4	38.2	18.7	–16.8		
Ненефтегазовые	20.0	4.7	3.6	11.5	19.5	22.2	33.6	31.4	18.3		
РАСХОДЫ	–16.6	–3.5	13.1	45.5	12.0	24.7	13.3	6.2	14.5		

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ — ГОДОВАЯ ДИНАМИКА, трлн руб.												
	2025	% г/г	2024	% г/г	2023	% г/г	2022	% г/г	2021	% г/г	2020	% г/г
ДОХОДЫ	37 284	1.6	36 709	26.0	29 124	4.7	27 824	10.0	25 286	35.1	18 719	–7.3
Нефтегазовые	8477	–23.8	11 131	26.2	8822	–23.9	11 586	27.9	9057	73.0	5235	–33.9
Ненефтегазовые	28 807	12.6	25 578	26.0	20 302	25.0	16 238	0.1	16 230	20.4	13 484	9.9
РАСХОДЫ	42 928	6.8	40 181	24.2	32 354	4.0	31 119	25.7	24 762	8.5	22 822	25.3
ДЕФИЦИТ (-) / ПРОФИЦИТ (+)	–5644		–3472		–3230		–3295		524		–4102	
% ВВП	–2.6		–1.7		–1.8		–2.1		0.4		–3.8	
НЕНЕФТЕГАЗОВЫЙ ДЕФИЦИТ	–14 121		–14 603		–12 052		–14 881		–8532		–9338	
% ВВП	–6.5		–7.3		–6.8		–9.5		–6.3		–8.7	

консолидированного бюджета, скорее всего, будет ближе к 10 трлн рублей.

Что касается нефтегазовых доходов, то поступления от экспорта нефти и нефтепродуктов, согласно прогнозу МЭА, в 2026 году добыча нефти в Российской Федерации снизится до 8.9 млн барр./сут. с 9.2 млн барр./сут. годом ранее и продолжит снижение в 2027-м — до 8.8 млн барр./сут. Общая добыча с учетом газового конденсата в 2026 году в Российской Федерации составит 10.21 млн барр./сут., в 2027-м — 10.8 млн барр./сут. против 10.59 млн барр./сут. в 2025 году.

Что касается денежных агрегатов, то они зафиксировали сохранение повышенных (относительно прогноза Банка России) темпов роста и не позволяют рассчитывать на возвращение к ценовой стабильности в следующем году:

- M2: **0.7 % м/м / 13.1 % г/г** (0.9 % м/м / 13.2 % г/г в июне);
- M2X ИВП: **0.6 % м/м / 12.7 % г/г** (0.4 % м/м / 12.9 % г/г в июне).

Обновленный прогноз Банка России предполагает рост M2 в 2026 году на **7–12 %**, но пока движемся выше этой траектории.

Так как расходы бюджета во второй половине июля заметно притормозили, а доходы по июлю должны быть высокими (в том числе из-за поступления от налога на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья за II квартал 2026 года), то вклад чистых требований банковской системы к органам государственного управления в рост M2, по-видимому, был незначительным, а основной прирост вновь был обеспечен кредитом.

Динамика кредита и M2 продолжает складываться выше необходимой для обеспечения ценовой стабильности. Если в этом году не замедлить рост M2, то придется забыть о достижении цели и в 2027-м.

ОПРОСЫ ПРЕДПРИЯТИЙ: БЕЗ ОСОБЫХ ИЗМЕНЕНИЙ ПО СРАВНЕНИЮ С ПРЕДЫДУЩИМ МЕСЯЦЕМ

Ценовые ожидания бизнеса второй месяц подряд идут вверх.

Мониторинг предприятий, итоги июля:

- ИБК: рост с –3.5 до –2.4;
- оценка текущего состояния ухудшилась: –10.0 vs –9.7, в то время как ожидания улучшились — 5.4 vs 2.9;
- ценовые ожидания — рост второй месяц подряд: 21.0 vs 20.4 (баланс ответов).

По нашим оценкам, текущее значение ИБК (–2.4) соответствует падению ВВП на 1.5–2 % в год. Если ИБК останется на этом же уровне, то по году можем получить спад на 0.5–1 %.

Напомним, что за первое полугодие 2026 года Росстат насчитал рост ВВП на 0.6% г/г. Получим или нет минус, во многом зависит от ущерба, полученного производственными объектами, и скорости восстановления. Оценить это сейчас невозможно. Но важно понимать, что рецессия (если она случится) не лечится традиционными контрциклическими методами, так как ее природа — это снижение потенциала (сокращение производственных возможностей); стимулирование спроса в такой ситуации рост ВВП не поддержит, но инфляцию ускорит.

КРЕДИТ В ИЮЛЕ: КОРПОРАТИВНЫЙ КРЕДИТ МОЩНО УСКОРИЛСЯ

Банк России дал уточненные оценки денежных агрегатов за июль, которые уже традиционно оказались чуть ниже предварительных оценок:

- M0: 2.9 % м/м / 20.2 % г/г;
- M2: 0.6 % м/м / 13.0 % г/г;
- M2X ИВП: 0.5 % м/м / 12.6 % г/г.

С устранением сезонности:

- M2 sa: 0.8 % м/м; 8.7 % YtD;
- M2X sa: 0.7 % м/м; 7.2 % YtD.

Главный сюрприз — корпоративный кредит:

- экономике: 1.9 % м/м / 10.4 % г/г;
- организациям: 2.4 % м/м / 11.9 % г/г;
- нефинансовым организациям: 3.0 % м/м / 15.7 % г/г;
- населению: 0.5 % м/м / 6.4 % г/г.

В июле корпоративный кредит всегда быстро растет, но +3% за месяц — это очень много! Быстрее он рос только в июле 2023 года (+3.2 %). Это в очередной раз заставляет задуматься о реальной жесткости ДКП. Будь ДКП действительно жесткой, вряд ли корпоративный кредит мог бы расти так быстро — 15.7 % за год.

Хорошей новостью является торможение потребительского кредита после взлета в мае-июне. Но ипотека продолжает расти с явным превышением прогнозов: 10.7 % г/г при прогнозе Банка России — 6–10 % г/г.

НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА – 8.5 %

Совсем недавно Банк России опубликовал исследование по нейтральной ставке.

Главное

- Медианная оценка долгосрочной реальной нейтральной ставки для Российской Федерации стабилизировалась вблизи 4.5 % (номинальная — 8.5 %).

Важно

- О текущей направленности ДКП корректно рассуждать относительно краткосрочной нейтральной ставки, которая может отклоняться от долгосрочного уровня.
- При инфляции вблизи цели и выпуске вблизи потенциала фактическая ставка может находиться выше долгосрочного нейтрального уровня, но это не значит, что ДКП жесткая.
- В последние годы краткосрочная нейтральная ставка, вероятно, находилась выше долгосрочной в связи с сохранением стимулирующей бюджетной политики и ростом страновой риск-премии.

ОФЗ: ВЫВОДЫ

Если вы привыкли рассматривать нейтральный уровень как ориентир для длинных ОФЗ, то задумайтесь о краткосрочной нейтральной ставке. При текущей бюджетной политике, высоких инфляционных ожиданиях и страновых рисках фактическая нейтральность может быть сильно выше долгосрочной нейтральной ставки.

Сокращения, используемые в материале:

YtD — year to date, или изменение с начала года

sa — seasonally adjusted, или показатель с устранением сезонности

vs — versus, против

M2 — рублевая денежная масса (наличные деньги, средства населения и организаций на рублевых текущих счетах, картах и срочных депозитах)

M2X — широкая денежная масса (включает M2, а также депозиты в иностранной валюте и драгоценных металлах и депозитные и сберегательные сертификаты банков)

M0 — наличные деньги в обращении: банкноты и монеты за пределами касс Банка России и коммерческих банков

ИБК — индикатор бизнес-климата Банка России

ИВП — исключение валютной переоценки

МЭА — Международное энергетическое агентство

СПД — структурный первичный дефицит бюджета