



1 сентября 2026 г.

Экономика

ЦБ: проинфляционный вариант – наиболее вероятная альтернатива базовому сценарию

Вчера ЦБ опубликовал проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2027–2029 гг. На наш взгляд, наибольший интерес представляет сопоставление двух макроэкономических сценариев – базового и проинфляционного, наиболее вероятного из альтернативных (по заявлению А. Заботкина).

Главное отличие проинфляционного сценария от базового – более существенное падение цен на нефть и усиление санкционного давления, из-за чего производственная активность снижается, что вызывает торможение экономики (рост ВВП на 1-2% против 1,5–2,5% в базовом на 2027 г.). При этом госрасходы остаются высокими, что все равно подогревает потребительский спрос, а это потребует более жесткой траектории ключевой ставки (13–15% в 2027 г. против 10,5–12,5% в базовом сценарии) при более высоком уровне инфляции (4,5-5,5% в 2027 г. против 4% в базовом).

Примечательно, что проинфляционный сценарий – это картина, отдаленно напоминающая стагфляцию, но никак не возобновление перегрева. Напомним, стагфляция – это сокращение темпов роста экономики (как правило, до околонулевых темпов) при ускорении инфляции (главным образом, на фоне уменьшения предложения и/или роста издержек), а перегрев – одновременное ускорение роста экономики (выше потенциала) и инфляции за счет опережающего повышения спроса. При этом в данном альтернативном сценарии ЦБ объемы государственного стимула также не ослабевают, что фактически и является основным аргументом в пользу того, почему траектория ДКП в этом сценарии более жесткая, чем в базовом.

Как мы полагаем, основной вывод из этого сравнения заключается в том, что регулятор остается нетерпимым к проинфляционным рискам. С одной стороны, это характеризует его как непримиримого борца с инфляцией, что позитивно, но, с другой стороны, подчеркивает, что риски более жесткой ДКП преобладают. При этом стоит помнить, что в условиях значительного вклада инфляции издержек (как в проинфляционном сценарии – там происходит усиление санкций) эффективность монетарной политики ниже, а болезненность высоких ставок ощущается экономикой сильнее, чем в ситуации перегрева. Это, в свою очередь, закладывается в ожидания рынка и может мешать длинным ставкам снижаться. Также не стоит забывать и о сегментации эффектов: крупным компаниям будет проще пережить период высоких ставок, чем малому и среднему бизнесу.

1 сентября 2026 г.

Однако, на наш взгляд, у ЦБ в проинфляционном сценарии нет других опций, кроме как сохранять более жесткий курс: смягчение политики лишь усилит проинфляционные риски, а сохранение базовой траектории ДКП будет недостаточным ответом.

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@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	research@raiffeisen.ru
Станислав Мурашов	

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru
----------------	--

Рынки долгового капитала

Павел Фалеев	bonds@raiffeisen.ru
--------------	--

Рынки акционерного капитала

Антон Кукоба	sat@raiffeisen.ru
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 любой 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)¹, 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;sessionId=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».

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