



Банк России

Нейтральная ставка: оценки 2026 года

Аналитическая записка

Вихарев П., Евдокимова Т., Ермаков С.,
Зяблицкий И., Иногамова В., Ляхнова М.,
Матевосова А., Федоров Д., Шутьгин А.

2026

Вихарев Павел Леонидович

Волго-Вятское главное управление Банка России

Евдокимова Татьяна Владимировна

Банк России, Департамент денежно-кредитной политики

Ермаков Сергей Юрьевич

Банк России, Департамент денежно-кредитной политики

Зяблицкий Илья Евгеньевич

Банк России, Департамент денежно-кредитной политики

Иногамова Валерия Тимуровна

Банк России, Департамент денежно-кредитной политики

Ляхнова Маргарита Валерьевна

Сибирское главное управление Банка России

Матевосова Анастасия Михайловна

Банк России, Департамент денежно-кредитной политики

Федоров Дмитрий Дмитриевич

Банк России, Департамент денежно-кредитной политики

Шульгин Андрей Георгиевич

Волго-Вятское главное управление Банка России

Авторы благодарят Коршунова Д.А., Смирнова В.Д., Чернядьева Д.Н. и Хажгериеву А.И. за полезные комментарии и уточнения.

Содержание настоящей аналитической записки отражает личную позицию авторов. Результаты исследования являются предварительными и публикуются с целью стимулировать обсуждение и получить комментарии для возможной дальнейшей доработки материала. Содержание и результаты исследования не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2026

Оглавление

Резюме	4
Введение	5
1. Основные методы оценки нейтральной ставки	6
2. Факторы, определяющие нейтральную ставку	8
3. Оценка долгосрочной нейтральной ставки в России	11
4. Выводы и ориентиры для денежно-кредитной политики	19
Список литературы.....	21

Резюме

В аналитической записке представлены обновленные оценки долгосрочной нейтральной процентной ставки для российской экономики на основе семи методов, охватывающих структурные, полуструктурные, неструктурные подходы и модель ценообразования активов. Проведенный анализ показывает, что с 2024 года оценка реальной долгосрочной нейтральной ставки стабилизировалась на уровне около 4,5% (что соответствует номинальной нейтральной ставке 8,5% при целевой инфляции 4%) и остается существенно выше оценок, характерных для периода до 2022 года.

В записке рассматриваются современные подходы к оценке нейтральной ставки, анализируются их преимущества и ограничения, а также систематизируются ключевые структурные факторы, определяющие ее динамику. Особое внимание уделено влиянию внешних изменений (внешней нейтральной ставки и страновой риск-премии), а также внутренним факторам (в частности, бюджетной политике и росту спроса на капитал в условиях структурной трансформации российской экономики). Показано, что совокупное действие этих факторов обусловило повышение долгосрочной нейтральной ставки после 2022 года и ее сохранение на новом уровне в 2025–2026 годах. Полученные результаты подтверждают необходимость интерпретации нейтральной ставки как диапазона оценок, а не фиксированного значения вследствие ее ненаблюдаемого характера и высокой модельной неопределенности.

Введение

Нейтральная ставка, как и потенциальный выпуск, является ненаблюдаемой переменной, то есть не может быть напрямую измерена, но при этом играет фундаментальную роль при принятии решений по денежно-кредитной политике (ДКП). Концепция нейтральной ставки тесно связана с представлениями о макроэкономическом равновесии, при котором в экономике отсутствует повышательное или понижающее давление на инфляцию.

В экономической литературе различают нейтральную (neutral) и естественную (natural) процентные ставки (см. рис. 1). Естественная ставка определяется как равновесный уровень процентной ставки в отсутствие номинальных жесткостей. Нейтральная ставка представляет собой такой уровень реальной процентной ставки, который не оказывает ни стимулирующего, ни сдерживающего воздействия на экономическую активность и инфляцию. При нахождении ставки вблизи нейтрального уровня экономика растет темпами, близкими к потенциальным, а инфляция устойчиво находится на цели.

Важно различать краткосрочную и долгосрочную нейтральные ставки. Долгосрочная нейтральная ставка определяется структурными факторами, формирующими устойчивое равновесие между сбережениями и инвестициями. Она служит ориентиром среднего уровня процентных ставок в экономике на длительных промежутках времени. Краткосрочная нейтральная ставка может временно отклоняться от долгосрочного уровня под воздействием циклических факторов, например изменений премии за риск, временных шоков предложения. О текущей направленности ДКП корректно рассуждать именно относительно краткосрочной нейтральной ставки. В условиях, когда инфляция находится вблизи цели, а выпуск соответствует оценке потенциала, фактическая ставка может находиться выше долгосрочного нейтрального уровня, но это не означает, что ДКП является жесткой. В такой ситуации в силу сложившихся в экономике условий, например временных шоков бюджетной политики, краткосрочная нейтральная ставка, обеспечивающая возврат выпуска к потенциальному уровню, а инфляцию к цели, находится выше долгосрочных оценок. В связи со значительными колебаниями оценок краткосрочной нейтральной ставки Банк России, следуя практике других центральных банков, публикует лишь оценки долгосрочной нейтральной ставки.

В силу ненаблюдаемого характера нейтральной ставки центральные банки используют различные модельные и эконометрические подходы для ее оценки. Неопределенность относительно уровня нейтральной ставки остается высокой, особенно в странах с формирующимися рынками, где структурные изменения экономики, волатильность макроэкономических показателей и короткие временные ряды существенно осложняют моделирование. В этой связи

регуляторы обычно публикуют диапазоны оценок долгосрочной нейтральной ставки, а не их точечные значения.

Рисунок 1. Определение нейтральных и естественных ставок



Источник: составлено авторами.

Целью настоящей аналитической записки является обновление оценок долгосрочной нейтральной ставки для российской экономики с использованием модельного инструментария, описанного в работе Банка России (Бабаян, и др., 2025).

1. Основные методы оценки нейтральной ставки

Для оценки нейтральной ставки используется широкий спектр методов, которые можно разделить на четыре основные группы: модели ценообразования активов, неструктурные методы, полуструктурные и структурные модели.

Подход на основе моделей ценообразования активов использует информацию, содержащуюся в бескупонной кривой доходности государственных облигаций. Такой подход к оценке нейтральной ставки, в частности, описан в работе (Adrian, Crump, & Moench, 2013). В рамках данного метода осуществляется очистка рыночных ставок от премии за срочность, после чего полученные результаты интерпретируются как рыночная оценка долгосрочной нейтральной ставки. К достоинствам данного подхода следует отнести относительную простоту его реализации и отсутствие необходимости построения полноценной экономической модели. Один из ключевых недостатков заключается в ограниченной применимости данного подхода к странам с короткими и волатильными временными рядами, а также с низкой эффективностью финансового рынка.

Неструктурные методы предполагают выделение долгосрочного тренда реальных процентных ставок с использованием статистических фильтров и эконометрических моделей. К данному классу можно отнести оценки нейтральной ставки, полученные в работах (Lubik & Matthes, 2015) и (Del Negro, Giannone, Giannoni, & Tambalotti, 2019). Неструктурные методы относительно просты в использовании. Вместе с тем результаты таких моделей, как правило, высокочувствительны к выбору параметров при фильтрации и значениям в конце выборки, а также имеют ограниченную интерпретируемость с точки зрения экономической теории.

Полуструктурные модели сочетают использование статистических методов с отдельными теоретическими взаимосвязями. Наиболее известным примером является модель Лаубаха – Вилльямса, в рамках которой нейтральная ставка оценивается совместно с потенциальным выпуском и трендовым ростом экономики. Оценки полуструктурными методами требуют более продвинутого модельного аппарата, но полученные с их помощью результаты имеют более богатую экономическую интерпретацию.

Наконец, структурные модели базируются на микроэкономических обоснованиях поведения экономических агентов и описывают равновесие экономики через систему оптимизационных условий. Наиболее распространенными являются модели общего равновесия (DSGE) и модели перекрывающихся поколений (OLG). Модели общего равновесия с богатой структурой позволяют проводить декомпозицию изменения нейтральной ставки на факторы и оценивать вклад бюджетной политики, демографии, совокупная факторная производительность и динамики внешних нейтральных ставок.

Большинство центральных банков, публикующих оценки нейтральных ставок, используют комбинацию описанных выше подходов и медианную оценку, поскольку отдельные модели обладают существенными ограничениями, а диапазон результатов может быть достаточно широким и зависеть от доступных данных и предположений. Помимо перечисленных сложностей с оценкой нейтральной ставки, связанных с ее ненаблюдаемым характером, для России

дополнительные ограничения связаны со структурной перестройкой экономики после 2022 года, изменением характера взаимодействия с мировыми финансовыми рынками и высокой волатильностью макроэкономических показателей.

Банк России производит оценку нейтральной ставки на базе семи методов, среди которых представлены все четыре перечисленных выше подхода. Детальное описание методологии оценок, используемых исходных данных и этапов их обработки представлено в обширном аналитическом материале Банка России по оценке ненаблюдаемых переменных, опубликованном в 2025 году (Бабаян, и др., 2025).

2. Факторы, определяющие нейтральную ставку

Уровень нейтральной ставки определяется совокупностью структурных факторов, влияющих на равновесие между предложением сбережений и спросом на инвестиции. К таким факторам в экономической литературе традиционно относят темпы роста совокупной факторной производительности, демографические процессы, уровень неравенства, долгосрочные параметры бюджетной политики, степень мобильности капитала и динамику нейтральных ставок в мире. Дополнительное значение имеют уровень развития финансового сектора, степень открытости экономики и институциональная среда.

Совокупная факторная производительность (СФП). При более высоком росте производительности капитала фирмы активнее инвестируют и готовы больше платить за привлечение дополнительного капитала, что соответствует более высокому уровню нейтральной ставки. СФП также является одним из ключевых факторов потенциального экономического роста. Как следствие, оценки нейтральной ставки и темпов роста потенциального ВВП тесно взаимосвязаны.

Демография. Влияние демографических факторов на нейтральную ставку, как правило, объясняется с помощью теории жизненного цикла, в соответствии с которой люди стремятся сгладить уровень потребления на протяжении всей жизни. Увеличение продолжительности жизни стимулирует сберегательную активность населения среднего возраста для обеспечения достойного уровня потребления в пенсионный период. Кроме того, старение населения приводит к смещению структуры сбережений в пользу более надежных активов (например, государственных облигаций), способных приносить стабильный поток доходов. Дополнительный спрос на государственные облигации повышает их стоимость и снижает доходность (Ferreira & Shousha, 2023). Совокупно данные факторы сдвигают нейтральную ставку вниз. Напротив, рост численности населения и соответствующее увеличение инвестиционных потребностей экономики повышают нейтральную ставку.

Неравенство. В условиях роста неравенства активы концентрируются у ограниченной доли населения, чья норма сбережений, как правило, выше, что ведет к снижению нейтральной ставки.

Бюджетная политика. Влияние бюджетной политики на уровень равновесных ставок распространяется по нескольким каналам. В частности, рост бюджетного дефицита увеличивает спрос государства на заемные ресурсы, что ведет к повышению равновесных ставок в экономике. Кроме того, устойчивое увеличение долговой нагрузки дополнительно повышает равновесную стоимость заимствований через канал страновой риск-премии. Продолжительная стимулирующая бюджетная политика смещает риски в сторону перегрева экономики, что также оказывает повышательное давление на нейтральную ставку. Кроме того, меры социальной политики и реформирование пенсионной системы влияют на нейтральную ставку через стимулы для сбережений и инвестиций. Так, отказ от накопительной системы в пользу распределительной, повышение пенсионного возраста и развитие систем социальной защиты снижают стимулы населения к сбережениям по мотиву предосторожности, что толкает нейтральную ставку вверх. Налоговая политика также влияет на баланс сбережений и инвестиций: переход к более прогрессивной шкале налогообложения и повышение налогов на инвестиционные доходы повышают нейтральную ставку, так как затрагивают в первую очередь более обеспеченные слои населения, чьи сбережения в ответ снижаются.

Динамика нейтральных ставок в мире. В условиях открытости финансового счета нейтральная ставка зависит от равновесной ставки на мировом финансовом рынке, скорректированной на страновую премию за риск. Страновая премия отражает различия в оценке участниками мирового финансового рынка суверенных кредитных рисков, а также рисков для макроэкономической стабильности в стране в сравнении с ключевыми экономиками, условия в которых определяют уровень мировой нейтральной ставки. При наличии ограничений на движение капитала дисбаланс сбережений и инвестиций внутри страны в меньшей степени может быть компенсирован за счет доступа к внешним рынкам капитала, повышая значимость внутренних структурных факторов, влияющих на нейтральную ставку.

С 1980-х годов до начала пандемии в мире преобладали факторы, способствовавшие снижению нейтральных ставок. На фоне замедления динамики СФП, роста глобального предложения сбережений в связи с увеличением продолжительности жизни, а также более высоким уровнем неравенства сформировался тренд на снижение нейтральных ставок. Однако после 2022 года оценки долгосрочной нейтральной ставки в мире повысились, в том числе по причине существенного расширения бюджетных стимулов, инициированных в ответ на пандемию. Дополнительным фактором повышения нейтральных ставок в мире может стать рост СФП за счет развития

искусственного интеллекта. В работе (Rachel, 2025) данный эффект оценивается в 1 п.п. на долгосрочном горизонте.

Врезка. Масштабы эффекта бюджетной политики на нейтральную ставку

В условиях более активного использования бюджетных мер в макроэкономической политике после мирового финансового кризиса и во время пандемии тема влияния бюджетной политики на нейтральную ставку нашла отражение в ряде академических публикаций (Winter, 2017), (Rachel & Summers, 2019), (Platzer & Peruffo, 2022), (Rachel, 2025). Большинство имеющихся оценок получены на данных для США и некоторых других развитых стран.

В работе (Rachel & Summers, 2019) приведен обзор оценок эластичности между долгосрочной нейтральной ставкой и различными бюджетными показателями. В исследованиях, опубликованных до мирового финансового кризиса, увеличение равновесного отношения долга к ВВП на 1 п.п. в среднем смещало нейтральную ставку на 3,5 б.п. вверх. В самой работе (Rachel & Summers, 2019) использована эластичность на уровне 2,4. Авторы (Platzer & Peruffo, 2022) приводят оценки в 0,6 б.п. в рамках модели перекрывающихся поколений, а в работе (Winter, 2017) получен результат в 0,4–1,5 базисного пункта. В литературе также оценивается аналогичная взаимосвязь для дефицита бюджета. В развитых странах устойчивое увеличение отношения дефицита бюджета к ВВП на 1 п.п. в среднем ведет к повышению нейтральной ставки на 30 базисных пунктов (Rachel & Summers, 2019).

В развивающихся странах аналогичные эластичности, вероятно, выше, поскольку страновые риск-премии в большей степени реагируют на рост долговой нагрузки, внутренняя база сбережений, как правило, не настолько широкая, а зависимость от внешних источников финансирования, в том числе в иностранной валюте, выше¹. Количественные оценки весьма малочисленны в силу ограниченной длины временных рядов, более короткой истории инфляционного таргетирования и частых структурных сдвигов в данных. В работе (Nose & Menkulasi, 2025) приведены оценки влияния увеличения первичного дефицита бюджета на доходности долгосрочных государственных облигаций на выборке из 75 стран с формирующимися рынками. Доходности растут на 36–50 б.п. в ответ на рост ожиданий относительно первичного дефицита на 1 п.п. ВВП на 4 года вперед. Влияние усиливается, если финансирование бюджетного дефицита в большей степени опирается на ресурсы банковского сектора внутри страны, то есть более мягкая бюджетная

¹ Текущая низкая по международным меркам суверенная долговая нагрузка и доля внешних заимствований отличают Россию от многих развивающихся стран. Тем не менее с учетом существующих ограничений на заимствования, сужающих базу потенциальных инвесторов, ускорение роста государственного долга может привести к существенному росту страновой риск-премии, несмотря на текущий низкий уровень долговой нагрузки.

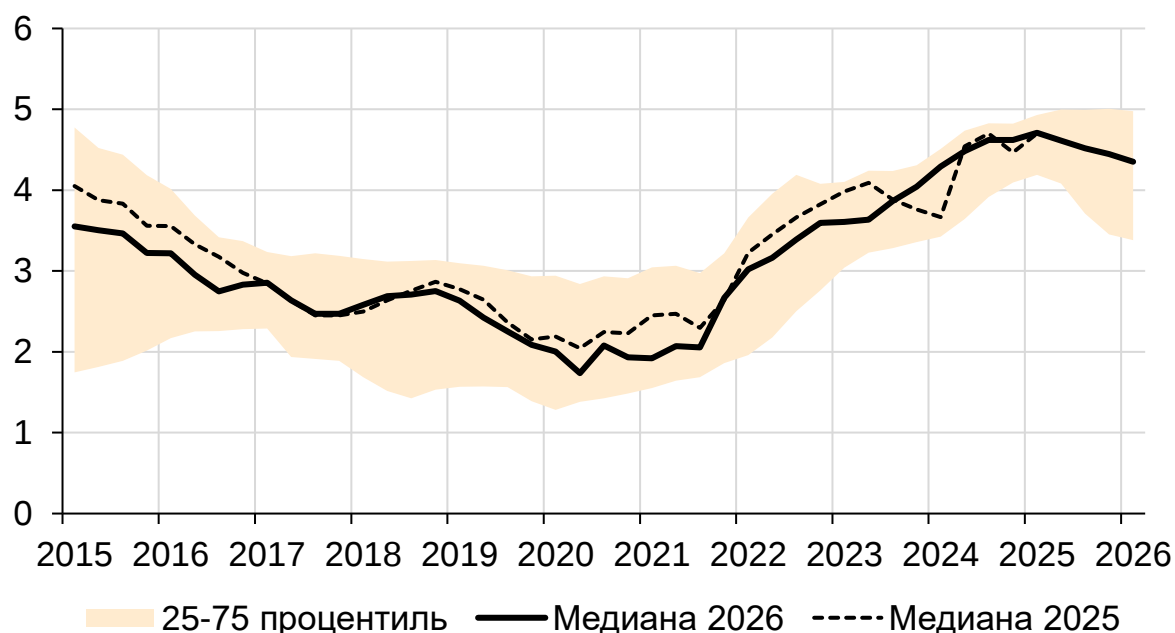
политика создает риски для финансовой стабильности. В обзоре МВФ о перспективах развития мировой экономики (IMF, 2023) приводится декомпозиция изменений оценки долгосрочных нейтральных ставок за 1975–2015 годы для ряда развитых и развивающихся стран на основе модели, предложенной в работе (Platzer & Peruffo, 2022). В данной декомпозиции изменение отношения долга к ВВП на 1 п.п. приводит к росту нейтральной ставки в среднем на 0,7 б.п. в развитых странах, на 1,5 б.п. в Индии и Китае и на более чем 3,5 б.п. в Бразилии. По совокупности перечисленных оценок, можно говорить о том, что в развивающихся странах масштабы влияния дефицита бюджета и государственного долга на нейтральную ставку примерно в 1,5–2 раза выше, чем в развитых странах.

Помимо оценок влияния бюджетных параметров на долгосрочную нейтральную ставку, возможно также проведение аналогичного анализа для естественной ставки. В работе (Вотинов & Польщикова, 2025) приводятся оценки для России на основе модели общего равновесия в отсутствие номинальных жесткостей. С точки зрения методологии данные оценки скорее соответствует концепции краткосрочной естественной ставки, которая в большей степени подвержена влиянию текущих изменений бюджетной политики, чем долгосрочная. Первичный дефицит в размере 0,5% ВВП сдвигает оценку вверх приблизительно на 1 п.п., причем эффект в случае роста дефицита за счет инвестиционных расходов выше (1,5 п.п.). В работе также показано, что эффекты существенно выше при наличии ограничений на движение капитала.

3. Оценка долгосрочной нейтральной ставки в России

В рамках данного анализа нейтральная ставка была оценена с использованием семи методов, включая модель ценообразования активов (Adrian, Crump, & Moench, 2013), неструктурные подходы, предложенные в работах (Lubik & Matthes, 2015) и (Del Negro, Giannone, Giannoni, & Tambalotti, 2019), модель Лаубаха – Вилльямса, подход на основе непокрытого паритета процентных ставок и оценки долгосрочной и среднесрочной нейтральной ставки из неоклассической модели экзогенного роста. За период с I квартала 2025 по I квартал 2026 года медианная оценка для России изменилась незначительно, снизившись с 4,7 до 4,4% (см. рис. 2). При этом диапазон оценок остается широким. Так, границы межквартильного интервала (25–75%) сложились на уровне 3,4–5,2%. Медианная оценка оставалась достаточно устойчивой в 2024–2026 годах, но ее уровень был существенно выше модельных оценок для 2017–2019 годов (медиана вблизи 2,5% и межквартильный интервал 1,7–3,1%).

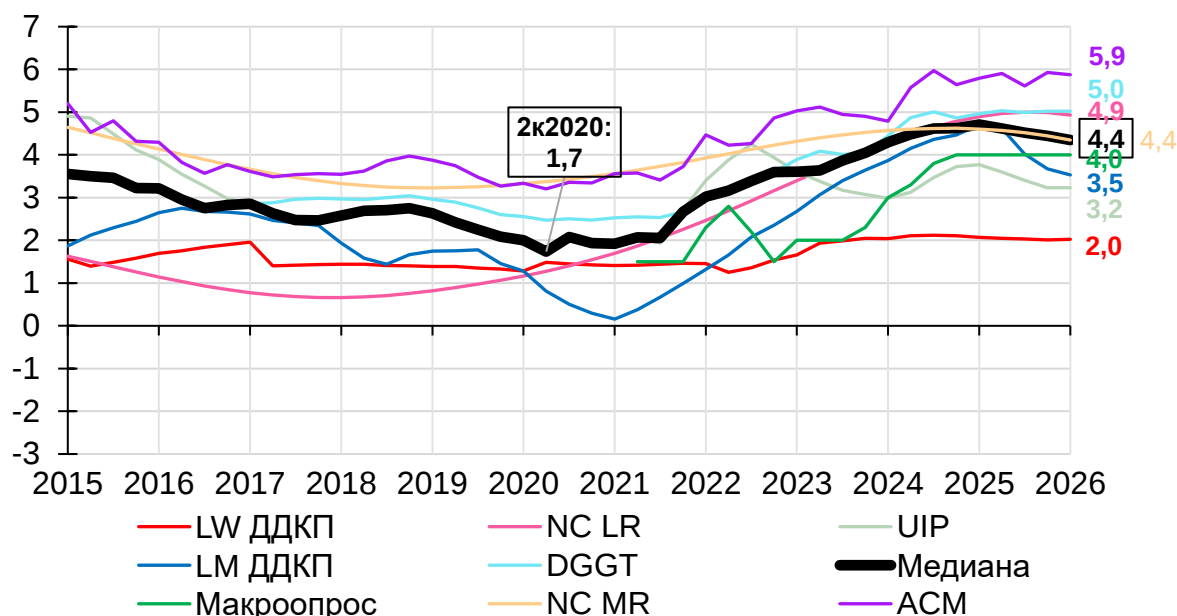
Рисунок 2. Медиана и межквартильный интервал оценок реальной нейтральной ставки, %



Источник: расчеты авторов.

Далее представлены более детальные комментарии о результатах оценки различными методами (см. рис. 3). Каждый из подходов имеет определенные методологические особенности и несовершенства. Ни одна из моделей не учитывает полный спектр факторов, определяющих нейтральную ставку, но совокупность методов позволяет выявить общее направление изменений.

Модель ценообразования активов (Adrian, Crump, & Moench, 2013) дает наиболее высокие оценки реальной нейтральной ставки. С середины 2024 года они находятся вблизи 6%. В рамках данной модели реальная нейтральная ставка оценивается как 10-летняя форвардная риск-нейтральная доходность, полученная на основе среднемесячных кривых бескупонных доходностей ОФЗ, скорректированных на премию за срочность. Данная премия является ненаблюдаемой величиной, и ее оценка в значительной степени влияет на результаты расчетов по модели ценообразования активов. В 2023–2025 годах премия за срочность возросла, но также заметно выросли и риск-нейтральные доходности, отражающие средние ожидаемые краткосрочные процентные ставки в будущем.

Рисунок 3. Модельные оценки нейтральной ставки для России², %

Источник: расчеты авторов.

Оценка нейтральной ставки, воспроизводящая метод, предложенный в работе (Del Negro, Giannone, Giannoni, & Tambalotti, 2019), также берет за основу динамику доходностей ОФЗ, декомпозируя их на тренд инфляционных ожиданий, тренд премии за срочность и тренд реальной нейтральной ставки. Текущие и исторические оценки нейтральной ставки по данному методу близки к результатам по модели ценообразования активов, но в среднем оказываются на 1 п.п. ниже в основном из-за различий вклада инфляционных ожиданий в динамику доходностей. С начала 2024 года оценки нейтральной ставки по данному методу находятся вблизи 5%. Примечательно, что оба метода, базирующиеся на данных о доходности государственных облигаций и, как следствие, наиболее тесно связанных с бюджетными факторами, приводят к наиболее высоким оценкам нейтральной ставки.

Подход, основанный на непокрытом паритете процентных ставок и внешних факторах, связывает уровень нейтральной ставки с оценкой внешней нейтральной ставки и страновой риск-премией. В качестве внешней нейтральной ставки используется оценка для США, которая остается ключевым драйвером для формирования условий заимствования на международном рынке капитала. Кроме того, оценки данной ставки наиболее регулярно

² NC LR и NC MR – оценки долгосрочной и среднесрочной g^* из неоклассической модели экзогенного роста. LW – полуструктурная модель ДДКП на основе (Laubach and Williams, 2003). LM – векторная авторегрессия (TVP-SV-BVAR) на основе (Lubik and Matthes, 2015). UIP – подход на основе непокрытого паритета процентных ставок с использованием ставки в США в качестве внешней. DGGT – VAR-модель с общими стохастическими трендами (Del Negro et al., 2017). ACM – модель срочной структуры процентных ставок (Adrian et al., 2013).

обновляются и производятся по наиболее широкому кругу моделей. Медиана опубликованных оценок, полученных полуструктурными и структурными методами (Лаубах – Вилльямс и Хольстон – Лаубах – Вилльямс), а также при помощи модели ценообразования активов, с 2022 года закрепились на уровне 1,5%. В 2018–2019 годах и после окончания острой фазы пандемии данные оценки в среднем составляли 1,25%. В качестве индикатора страновой риск-премии традиционно используются котировки кредитно-дефолтного свопа (CDS). В случае России данный инструмент недоступен с мая 2022 года. В качестве альтернативы мы используем модельные оценки, в основе которых лежит динамика нескольких факторов: спреда между 5-летними российскими еврооблигациями, номинированными в долларах США, и казначейскими облигациями США с аналогичными сроками до погашения; средних значений CDS для стран с формирующимися рынками, индекса волатильности российского рынка акций RVI и волатильности курсов юаня и доллара США³. Нейтральная ставка, оцененная данным методом, в I квартале 2026 года составляла 3,2%, снизившись в течение года на 0,6 процентного пункта. Рост оценок с минимальных значений, предшествовавших пандемии (2%), объясняется как увеличением оценки внешней нейтральной ставки, так и страновой риск-премии. При этом вклад второго фактора превалирует.

Подход на основе модели Лаубаха – Вилльямса (Laubach & Williams, 2003) определяет нейтральную ставку как реальную процентную ставку, соответствующую потенциальному выпуску и инфляции на целевом уровне. При этом оценка в значительной степени опирается на показатели трендового экономического роста⁴ и другие медленно меняющиеся структурные факторы. В результате оценки нейтральной ставки в данном подходе, как правило, изменяются постепенно и в первую очередь отражают долгосрочные изменения производительности. Среди наших результатов данный метод дает наиболее низкую оценку нейтральной ставки (2,0%).

Еще один неструктурный подход представлен в работе (Lubik & Matthes, 2015), где оценка нейтральной ставки производится с помощью модели байесовской векторной авторегрессии с изменяющимися во времени параметрами и стохастической волатильностью (TVP-SV-BVAR). В данной модели связь между выпуском, инфляцией, реальным эффективным валютным

³ Данный расчетный показатель не в полной мере позволяет оценить риск суверенного дефолта и может занижать текущую страновую риск-премию в условиях возросшего влияния геополитических факторов. Для расчета долгосрочной нейтральной ставки необходимы оценки равновесной премии за риск в долгосрочной перспективе, которые крайне сложно получить в условиях высокой неопределенности и в отсутствие рыночных индикаторов суверенного риска.

⁴ Темпы потенциального роста, оцененные в рамках модели Лаубаха – Вилльямса, составили 2,7% в I квартале 2025 года и 2,1% в I квартале 2026 года. Данное значение близко к оценке 1,8 – 2,0% в последние 5 лет, полученной с использованием фильтров на истории и в рамках подхода на основе факторного анализа. Примерно половину данного роста обеспечивало накопление капитала, а вторую половину поровну сформировали вклады роста труда и совокупной факторной производительности. Драйверы темпов роста потенциального выпуска подробно описаны в работе (Вихарев, Ермаков, Зяблицкий, Крыжановский, & Ляхнова, 2026).

курсом и реальной процентной ставкой эволюционирует в течение рассматриваемого периода. Таким образом, метод улавливает нелинейные закономерности в ходе бизнес-цикла. Амплитуда оценок, полученных данным методом, одна из самых высоких в рамках нашего пула моделей (текущая оценка нейтральной ставки составляет 3,5%, а в 2021 году она находилась вблизи нулевой отметки). Разброс оценок связан с использованием весьма волатильных инфляционных ожиданий для перехода от номинальных (MIACR) к реальным процентным ставкам. В качестве прокси для инфляционных ожиданий используется прогноз на один период вперед для ряда инфляции, полученный с помощью метода AutoARIMA⁵.

Для расчета реальной нейтральной ставки также была использована неоклассическая модель экзогенного роста. В рамках данной модели среднесрочная реальная нейтральная ставка определяется как предельный продукт существующего капитала, скорректированный на его амортизацию. Данная оценка нейтральной ставки в I квартале 2026 года составила 4,4%. В годы, предшествовавшие пандемии (2018–2019 годы), нейтральная ставка по данному методу оценивалась вблизи 3% в связи с более низкой долей капитала в ВВП.

Долгосрочная нейтральная ставка в рамках неоклассического подхода также базируется на концепции равновесия между предельной производительностью капитала и стоимостью его привлечения. Но долгосрочная ставка соответствует данному равновесию на траектории сбалансированного роста, где капитал растет тем же темпом, что и выпуск, и связан как с демографическим ростом, так и с ростом СФП. Расчет долгосрочной нейтральной ставки базируется на оценках потенциала СФП и труда, полученных из многомерного полуструктурного фильтра, основанного на работе (Toth, 2021). В I квартале 2026 года долгосрочная нейтральная ставка оценивается на уровне 4,9%. В 2014–2019 годах она была низкой на фоне снижения цен на нефть в начале данного периода и мирового тренда к замедлению роста СФП, в России усиленного санкциями. В 2020-х годах ставка временно выросла на фоне ускорения темпов роста СФП, загрузки мощностей в секторе ВПК и повышения уровня участия в рабочей силе.

Представленные оценки существенно различаются в зависимости от методологии, но большинство из них следует общей траектории, в рамках которой в 2022–2023 годах произошло смещение нейтральной ставки в среднем

⁵ В качестве прокси инфляционных ожиданий использовались различные авторегрессионные подходы (AR(1), autoAR, autoARIMA), что позволяет учесть адаптивную компоненту ожиданий. Результаты относительно устойчивы к выбору модели. Ежемесячные инфляционные ожидания по опросам «инФОМ» доступны с 2014 года. Использование авторегрессионных оценок инфляционных ожиданий позволило удлинить размер выборки при расчетах, что важно, поскольку первые 6 лет необходимы для калибровки априорных распределений параметров. Кроме того, использование инфляционных ожиданий населения, измеряемых «инФОМ», приводит к отрицательным значениям реальной ставки процента в период до IV квартала 2023 года.

на 1,5 п.п. вверх с последующей стабилизацией около нового уровня. Модели, которые в качестве входных данных используют динамику доходности государственных облигаций, дают более высокие оценки нейтральной ставки, тогда как полуструктурные модели (подход Лаубаха – Вилльямса и модель непокрытого паритета процентных ставок) указывают на существенно более низкие значения.

Ряд моделей базируется на фильтрации исходных временных рядов, что делает оценки нейтральной ставки проциклическими. В периоды ускорения экономической активности такие модели могут завышать оценки нейтрального уровня ставок, а в периоды слабого роста – занижать. Незначительное снижение медианы оценки нейтральной ставки в I квартале 2026 года по сравнению с I кварталом 2025 года согласуется с возвратом экономики к более сбалансированным темпам роста.

Использованные модели в полной мере не позволяют провести декомпозицию изменения уровня нейтральной ставки на факторы. Далее приводится качественная интерпретация полученных оценок нейтральной ставки для 2025–2026 годов.

К внешним факторам следует отнести динамику нейтральных ставок в развитых экономиках, а также изменение восприятия инвесторами российских страновых рисков. После экстремально низких нейтральных ставок в развитых странах в период между мировым финансовым кризисом и пандемией с 2022 года большинство оценок устойчиво сместились вверх (в случае США – на 25 б.п.) на фоне стимулирующей бюджетной политики, повышенного инфляционного давления, а также возросшего инвестиционного спроса в рамках энергоперехода и развития искусственного интеллекта. В 2025–2026 годах оценки внешней нейтральной ставки оставались стабильными. Что касается страновых рисков, в отсутствие рыночных индикаторов страновая риск-премия может быть оценена лишь приблизительно. В 2025–2026 годах расчетные значения оставались довольно стабильны и превышали CDS-премию 2021 года в среднем на 100 базисных пунктов. Тем не менее данный показатель лишь условно применим в качестве ориентира долгосрочной равновесной премии за риск.

На фоне ограничения участия российской экономики в глобальных рынках капитала для оценки нейтральной ставки остается повышенной роль внутренних факторов. Среди них следует отметить инвестиционную активность компаний в условиях структурной трансформации российской экономики после 2022 года, а также изменения бюджетной политики. Ограничения международной торговли, уход многих крупных иностранных компаний с российского рынка, а также устойчивый рост государственного спроса усилили потребность в расширении внутреннего производства. Одновременно повышение загрузки существующих производственных мощностей способствовало ускоренному выводу капитала. В совокупности данные факторы привели к росту спроса на капитал, что в

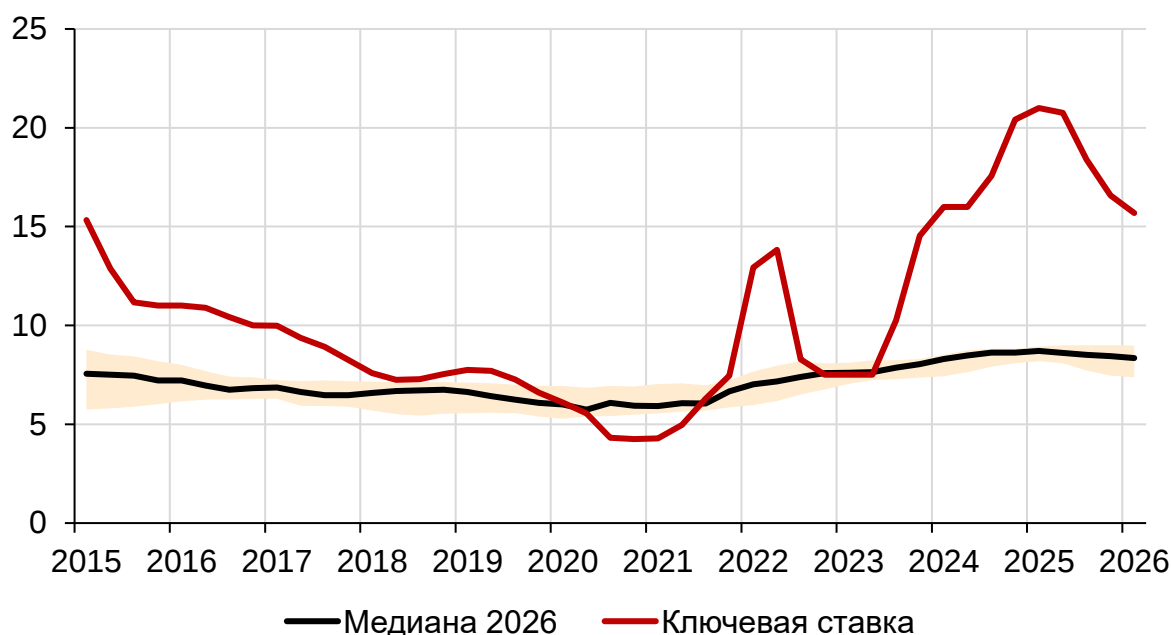
условиях ограниченного доступа к внешнему финансированию оказывало повышательное давление на равновесную ставку.

Произошедшее в 2023–2024 годах повышение базовой цены углеводородов в бюджетном правиле, положительный структурный первичный дефицит бюджета в 2020–2026 годах, а также масштабные инвестиции средств ФНБ в российскую экономику оказали существенное стимулирующее воздействие. Эти факторы также формируют рыночные ожидания более мягкой бюджетной политики в долгосрочной перспективе. При сохранении устойчивого структурного первичного дефицита эффект на долгосрочную нейтральную ставку может стать более выраженным и формироваться с учетом эластичности в размере 45–60 б.п. в ответ на структурный первичный дефицит в 1 п.п. ВВП. При этом заложенное в бюджете снижение базовой цены нефти на 1 долл. США / бар. Ежегодно, до 55 долл. США / бар. к 2030 году, а также обсуждаемый консервативный сценарий с более быстрым снижением базовой цены до 50 долл. США / бар. способны несколько сгладить данный эффект.

Значительный рост объемов кредитования в рамках льготных программ с 2020 года стал еще одним фактором повышения нейтральной ставки. Нарастивание объемов льготного кредитования искажает функционирование процентного канала трансмиссии. С одной стороны, при неизменном уровне ключевой ставки расширение льготного кредитования увеличивает спрос на кредиты. С другой стороны, рост доли кредитов, ставки по которым слабочувствительны к ключевой, увеличивает наклон кривой спроса на кредиты: чем больше доля льготных кредитов в объемах рынка, тем более сильное изменение ключевой ставки требуется, чтобы в нужной степени повлиять на кредитную активность. Для ослабления проинфляционного эффекта программ льготного кредитования Банк России был вынужден проводить более жесткую ДКП. Некоторые из методов, использованных для оценки нейтральной ставки, улавливают данные эффекты. В частности, более высокие фактические ставки увеличивают оценки, полученные на основе фильтров (модель Лаубаха – Вилльямса, подход, воспроизводящий работу (Lubik & Matthes, 2015). Доходности ОФЗ, используемые в модели ценообразования активов и подходе (Del Negro, Giannone, Giannoni, & Tambalotti, 2019), учитывают бюджетные риски, создаваемые программами льготного кредитования, а также необходимость проведения более жесткой ДКП для компенсации эффектов кредитования по нерыночным ставкам.

Сочетание перечисленных факторов повысило оценку нейтральной ставки в 2022–2024 годах и удерживало ее на новых уровнях в 2025 году – начале 2026 года. В обозримой перспективе влияние данных факторов, вероятно, сохранится.

Рисунок 4. Оценки долгосрочной нейтральной ставки и фактическая динамика ключевой ставки в России (в номинальном выражении), %



Источник: расчеты авторов.

На рисунке 4 фактическая ключевая ставка представлена вместе с оценками долгосрочной нейтральной ставки. В данном случае нейтральная ставка показана в номинальном выражении (реальная нейтральная ставка, увеличенная на инфляционные ожидания, которые в долгосрочном периоде аппроксимируются целью Банка России по инфляции (4%).

Из рисунка 4 видно, что в течение большей части периода с момента перехода к режиму инфляционного таргетирования ключевая ставка находилась выше своего долгосрочного равновесного уровня в связи с повышенным инфляционным давлением и необходимостью заякорить инфляционные ожидания ближе к цели по инфляции. В 2018–2019 годах, когда экономика росла темпами, близкими к потенциальным, а инфляция находилась вблизи цели в 4%, фактическая ключевая ставка была внутри доверительного интервала оценок долгосрочной нейтральной ставки. В период пандемии Банк России, как и большинство центральных банков в мире, проводил стимулирующую ДКП. В течение года с III квартала 2020 года ключевая ставка находилась ниже нейтрального диапазона. После пандемии на фоне глобального всплеска инфляции и изменения геополитической обстановки ключевая ставка преимущественно превышала долгосрочный нейтральный уровень.

Полноценно судить о текущей направленности ДКП можно лишь относительно краткосрочной нейтральной ставки. Количественно рассчитать ее весьма проблематично даже в экономиках с гораздо более долгой историей режима таргетирования инфляции, чем российская, и центральные банки не

озвучивают такие количественные оценки. В последние годы краткосрочная нейтральная ставка, вероятно, находилась выше долгосрочной оценки, в частности, в связи с сохранением стимулирующей направленности бюджетной политики, а также с колебаниями страновой риск-премии. В номинальном выражении дополнительное повышательное влияние на краткосрочную нейтральную ставку оказывали инфляционные ожидания, которые остаются выше цели по инфляции. Как следствие, степень жесткости ДКП в период с 2023 года была не настолько сильной, как выглядит на рисунке 4.

4. Выводы и ориентиры для денежно-кредитной политики

Проведенный анализ показывает, что после постепенного увеличения в 2022–2023 годах медианная оценка долгосрочной нейтральной ставки для России стабилизировалась вблизи 4,5% в реальном выражении, что соответствует номинальной нейтральной ставке 8,5%. В силу ненаблюдаемого характера данного показателя и достаточно коротких временных рядов, ограничивающих эффективность статистических методов, диапазон оценок нейтральной ставки остается достаточно широким. Повышение нейтральной ставки, произошедшее с 2022 года, связано как с глобальными процессами, так и с внутренними структурными изменениями. Основными факторами повышения нейтральной ставки в России являются рост внешних нейтральных ставок, ограничения внешнего финансирования, рост премии за суверенный риск и более высокий внутренний инвестиционный спрос. При сохранении стимулирующей бюджетной политики создаются риски более продолжительного отклонения краткосрочной нейтральной ставки вверх от своего долгосрочного уровня. Кроме того, длительное отклонение структурного первичного дефицита от нулевой отметки снижает значимость данного параметра бюджетной политики в качестве долгосрочного якоря для оценки нейтральной ставки участниками рынка. В условиях высокой неопределенности нейтральная ставка должна рассматриваться не как фиксированное значение, а как диапазон возможных оценок, корректирующийся по мере накопления новых данных и изменения структурных характеристик экономики.

Оценки нейтральной ставки для России остаются среди наиболее высоких из имеющихся результатов для стран с формирующимися рынками. В частности, для азиатских стран оценки заметно ниже (в Индии и в Индонезии диапазон от 1 до 2%, в Китае – от 2 до 3% в реальном выражении), но в Южной Америке значения ближе к российским (в Мексике 2–3,5%, в Бразилии вблизи 5%). В Центральной Европе оценки концентрируются в диапазоне от 1 до 2%. При этом в большинстве стран в 2025–2026 годах наблюдалась тенденция к пересмотру оценок вверх на фоне роста нейтральных ставок в развитых странах, проведения стимулирующей бюджетной политики и перспектив развития искусственного интеллекта.

Модельный аппарат для оценки нейтральной ставки в России продолжает совершенствоваться. В перспективе важным аналитическим инструментом должна стать модель перекрывающихся поколений, позволяющая провести декомпозицию изменений нейтральной ставки на вклад различных факторов, включая демографию, бюджетную политику и СФП. Некоторые центральные банки (Банк Канады, Банк Новой Зеландии) уже используют данный подход в своих материалах по нейтральной ставке. Также планируется ежегодная публикация обновленных оценок долгосрочной нейтральной ставки с использованием представленного в данном материале набора моделей.

Список литературы

- Adrian, T., Crump, R. K., & Moench, E. (2013). Pricing the term structure with linear regressions. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110–138.
- Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M. P., & Tambalotti, A. (2019). Global trends in interest rates. *Journal of International Economics*, 118, 248–262.
- Ferreira, T., & Shousha, S. (2023). Determinants of global neutral interest rates. *Journal of International Economics*, Vol. 145, 103833.
- IMF. (2023). *The natural rate of interest: drivers and implications for policy*. Washington DC: Chapter 2. World Economic Outlook.
- Laubach, T., & Williams, J. (2003). Measuring the natural rate of interest. *The Review of Economics and Statistics*, 1063–1070.
- Lubik, T. A., & Matthes, C. (2015). Calculating the natural rate of interest: A comparison of two alternative approaches. *Richmond Fed Economic Brief*, No. 15–10.
- Nose, M., & Menkulasi, J. (2025). Fiscal determinants of domestic sovereign bond yields in emerging market and developing economies. *IMF Working Paper No. 25/59*.
- Platzer, J., & Peruffo, M. (2022). Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation. *IMF Working Papers 2022*, 030.
- Rachel, L. (2025). What next for r^* ? A capital market equilibrium perspective on the natural rate of interest. *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2025, 1–54.
- Rachel, L., & Summers, L. H. (2019). On falling neutral real rates, fiscal policy, and the risk of secular stagnation. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2019, 1–76.
- Toth, M. (2021). A multivariate unobserved components model to estimate potential output in the euro area: a production function-based approach. *ECB Working Paper*.
- Winter, C. (2017). The impact of government debt on the long-run natural real interest rate: A quantitative evaluation. *Applied Economics Letters*, 24(20), 1429–1434.
- Бабаян В., Беляков А., Вихарев П., Грачева А., Гришин Д., Елисеев А., Шульгин А. (Август 2025 г.). Оценки ненаблюдаемых переменных для России: Расставляем черты и звезды над г и у. *Аналитические записки Банка России*.
- Вихарев П., Ермаков С., Зяблицкий И., Крыжановский О., Ляхнова М. (Август 2026 г.). Экономический рост в России через призму факторов производства: прошлое и возможное будущее. *Аналитические записки Банка России*.
- Вотинов А., Польщикова Ю. (2025). Связь нейтральной ставки и параметров бюджетного правила: DSGE-модель экономики России. *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 3 (68), 160–187.