



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 26 ИЮЛЯ 2024 ГОДА

Участники обсуждения: члены Совета директоров Банка России, руководство Департамента денежно-кредитной политики, Департамента исследований и прогнозирования, ряда других департаментов и главных управлений Банка России.

Департамент денежно-кредитной политики и Департамент исследований и прогнозирования представили результаты анализа текущей экономической ситуации в стране и в мире, а также свои предложения по базовому макроэкономическому прогнозу на 2024–2027 годы и его вариациям. Главные управления Банка России представили информацию о ситуации в регионах, в том числе на основе опросов бизнеса. Дополнительно участники обсуждения рассмотрели информацию Департамента финансовой стабильности и Департамента организации международных расчетов.

Материал отражает **ключевые моменты обсуждения.**

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---|----|
| ▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ | 2 |
| ▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ | 5 |
| ▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ | 7 |
| ▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ | 9 |
| ▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ | 10 |



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Темпы роста экономики в I квартале 2024 года сложились выше прогноза Банка России в основном из-за динамики внутреннего спроса. По оценкам, в II квартале экономика продолжила расти высокими темпами. По оперативным данным и данным опросов, в июне – июле появились первые признаки некоторого замедления роста экономики. Индикатор бизнес-климата Банка России в июле снизился, но оставался на исторически высоком уровне. Сальдированный финансовый результат крупных и средних компаний (за исключением кредитных организаций) за последние 12 месяцев составил 34,5 трлн рублей в мае и находился вблизи исторических максимумов. Уровень безработицы в мае оставался на исторически минимальном уровне – 2,6% с сезонной корректировкой (с.к.). В мае сохранялись высокие годовые темпы роста реальных и номинальных зарплат. Текущий темп роста цен в II квартале составил в среднем 8,6% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) после 5,8% с.к.г. в среднем за I квартал 2024 года. Большинство показателей устойчивой инфляции выросло в II квартале по сравнению с I кварталом. В частности, базовая инфляция в II квартале составила в среднем 9,2% с.к.г. после 6,8% с.к.г. в среднем в предыдущем квартале.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения согласились, что после снижения в I квартале 2024 года инфляционное давление в II квартале 2024 года вновь усилилось и складывалось выше апрельского прогноза. Большинство показателей устойчивой инфляции выросло в II квартале по сравнению с I кварталом. В ходе обсуждения было отмечено, что ускорение текущих темпов роста цен в последние месяцы отчасти было связано с временными факторами: в апреле – с индексацией тарифов на услуги связи, в мае – с разовым повышением цен на отечественные автомобили, в июне – со сдвигом сезонности плодоовощной продукции. Кроме того, в мае – июне существенный вклад в инфляцию вносил рост цен на услуги туризма, которые последние несколько лет отличаются высокой волатильностью. Но, даже если исключить влияние этих факторов на цены, устойчивое инфляционное давление в II квартале сложилось выше, чем в I квартале. Кроме того, большинство участников согласились, что высокий рост цен на услуги туризма в последние месяцы отражает повышенный потребительский спрос и его не следует исключать из расчета при оценке устойчивого инфляционного давления. Дополнительно участники обсуждения отметили, что, по предварительным данным, в июле текущий рост цен складывается высоким даже с исключением влияния эффекта индексации тарифов на коммунальные услуги. С учетом фактической ценовой динамики и ситуации в экономике инфляция в 2024 году, по мнению участников обсуждения, будет выше, чем прогнозировалось в апреле.

Ускорение инфляции сопровождалось ростом большинства индикаторов инфляционных ожиданий. Инфляционные ожидания населения росли 3 месяца подряд. Ожидания профессиональных аналитиков по инфляции на 2024 год выросли и начали отклоняться от цели на 2025 год. Вмененная инфляция, рассчитанная из ОФЗ-ИН, в июле несколько скорректировалась вниз после существенного роста в предыдущие месяцы. Ценовые ожидания предприятий оставались повышенными. Повышенные инфляционные ожидания усиливают инерцию устойчивой инфляции.

Экономика в первом полугодии продолжала расти высокими темпами. Основной вклад по-прежнему вносил рост внутреннего спроса, который опережал возможности расширения предложения товаров и услуг. Участники согласились, что **высокое инфляционное давление свидетельствует о том, что значительный положительный разрыв выпуска не снижался, то есть перегрев экономики в II квартале не ослабевал.**

Участники обратили внимание на **отдельные признаки некоторого замедления экономической активности в июне – июле.** В ходе обсуждения было отмечено, что замедление экономической активности может указывать как на начало охлаждения внутреннего спроса, так и на усиление жесткости ограничений в части производственных возможностей. Если замедление экономической активности происходит из-за охлаждения внутреннего спроса, то в дальнейшем положительный разрыв выпуска будет сокращаться, и экономика начнет возвращаться на траекторию сбалансированного роста, а устойчивое инфляционное давление – снижаться. В то же время участники обратили внимание на то, что при наметившемся замедлении экономического роста инфляционное давление в последние месяцы по целому ряду показателей нарастало. Это может означать, что экономика испытывает все более острые ограничения со стороны факторов производства: трудовых ресурсов, производственных мощностей, в том числе из-за дополнительных усилий и времени, необходимых для их обновления и расширения в условиях санкций. В такой ситуации расширение спроса не приведет к увеличению выпуска, но создаст устойчивое дополнительное инфляционное давление, а положительный разрыв выпуска без дополнительного ужесточения денежно-кредитных условий будет увеличиваться.

Ограниченность трудовых ресурсов продолжает выступать основным фактором, сдерживающим дальнейшее расширение совокупного предложения. Напряженность на рынке труда растет. Опрос Банка России в июне фиксирует рекордное усиление дефицита кадров. Чтобы снизить негативное влияние нехватки рабочей силы и повысить ее производительность, компании закупают новое оборудование и оптимизируют производственные процессы. Растет межотраслевая и межрегиональная мобильность работников. Однако эффекты от инвестиций в повышение производительности труда и увеличения гибкости рынка труда проявляются на достаточно продолжительных промежутках времени. В условиях дефицита кадров компании конкурируют

за работников и стараются удержать персонал более высокой зарплатой. Повышение зарплат без соразмерного роста производительности труда увеличивает издержки компаний. Издержки растут также в результате увеличения затрат на логистику и на проведение трансграничных расчетов. При этом высокий внутренний спрос позволяет компаниям легче переносить растущие издержки в цены.

Участники обсудили причины **сохранения высокой потребительской активности**. Потребительский оптимизм поддерживается ростом доходов. Зарплаты продолжают расти высокими темпами. В мае рост номинальных зарплат значительно превышал средние месячные темпы роста в 2023 году. Увеличение потребления поддерживается и различными бюджетными выплатами. Кроме того, фактором расширения потребления остаются высокие темпы роста розничного кредитования. Участники отметили, что для снижения инфляции необходим сбалансированный рост внутреннего спроса, соответствующий возможностям расширения предложения.

Инвестиционный спрос также остается высоким. В I квартале 2024 года инвестиции внесли значимый вклад в рост ВВП. Учитывая вышедшую статистику по ВВП и оперативные данные, Банк России прогнозирует более высокую инвестиционную активность в 2024 году, чем предполагалось в апреле. Инвестиционная активность поддерживается позитивными бизнес-настроениями, продолжающимся ростом прибыли компаний, высокими темпами роста кредитования и государственным стимулированием. В условиях действующих санкций на импорт товаров и услуг, а также ухода ряда зарубежных компаний бизнес стремится занять освободившиеся ниши на рынке. В то же время наличие финансирования для инвестиций не снимает ограничений нефинансового характера. Так, компании сообщают, что из-за усиления санкций сложнее стало приобрести оборудование и комплектующие для поддержания работоспособности имеющихся производственных мощностей и создания новых. Хотя расширение инвестиций в долгосрочном периоде может привести к увеличению темпов роста потенциала экономики, в краткосрочном периоде оно в первую очередь вносит вклад в рост совокупного спроса. В условиях имеющихся ограничений на стороне предложения рост спроса со стороны компаний наравне с потребительским спросом является фактором усиления инфляционного давления.

Участники обсуждения согласились, что инвестиции компаний в расширение производственных мощностей и повышение производительности труда, а также более интенсивное использование трудовых ресурсов в последние годы могут привести к **более значительному приросту потенциального ВВП в 2024–2025 годах**. Это следует учесть при подготовке прогноза.

Участники отметили, что уточнение параметров налоговых новаций и дополнительных бюджетных расходов, связанных с Посланием Президента Российской Федерации, а также поправки к закону о бюджете на текущий год не предполагают значимой корректировки

направленности бюджетной политики. Хотя совокупное влияние налоговой реформы на инфляцию оценивается по-прежнему скорее как нейтральное, возможны эффекты второго порядка, связанные со структурой этих расходов и доходов. В зависимости от того, какое влияние будет преобладать, возможен как в целом проинфляционный, так и дезинфляционный эффект.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С июньского заседания ставки денежного рынка и доходности ОФЗ существенно выросли. Инверсия кривой ОФЗ увеличилась. Реальные доходности ОФЗ-ИН значительно повысились при некотором снижении вмененной инфляции. Процентные ставки по депозитам и кредитам также выросли. Сохранялся приток средств населения в банки, в основном на рублевые депозиты до 1 года. Кредитная активность в корпоративном и розничном сегментах в II квартале 2024 года оставалась высокой. В потребительском сегменте рост кредитования в июне по-прежнему был повышенным. Темпы роста ипотеки в июне резко выросли из-за высокого спроса перед завершением льготной безадресной ипотечной программы (М/М, с.к.), в начале июля выдачи ипотеки снизились, в том числе из-за паузы в объявлении новых параметров семейной льготной программы.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **денежно-кредитные условия ужесточились с июньского заседания.**

- Ставки денежного рынка и доходности ОФЗ существенно выросли. Ожидания участников рынка по траектории ключевой ставки повысились. Помимо более высокой траектории, они предполагают и более продолжительный период жесткой денежно-кредитной политики. На ожидания участников рынка повлияли как вышедшие в этот период макроэкономические данные и изменения в бюджетной политике, так и коммуникация Банка России в июне – июле о более жесткой денежно-кредитной политике. Среди возможных причин роста средне- и долгосрочных доходностей ОФЗ участники обсуждения также назвали повышение риск-премии в условиях незаякоренных инфляционных ожиданий участников рынка и сохраняющегося у участников финансового рынка мнения, что возможны сдвиги сроков или траектории нормализации бюджетной политики.
- Депозитные ставки росли, особенно заметно – на срок от полугода до 2 лет. На кредитном рынке ужесточение денежно-кредитных условий также транслировалось в рост ставок, но его влияние на динамику кредитования было ограничено из-за значительных объемов операций, слабочувствительных к изменению ключевой ставки. Участники обсуждения отметили, что потенциал повышения депозитных



и кредитных ставок еще не исчерпан. Они продолжают подстраиваться под произошедший рост доходностей ОФЗ и ставок денежного рынка.

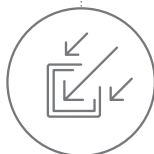
Кредитная активность в первом полугодии 2024 года замедлилась по сравнению со второй половиной 2023 года под влиянием ужесточения денежно-кредитной политики. Однако это замедление было слабым.

Участники обсуждения назвали несколько причин высокого роста кредита. Во-первых, льготные кредиты по субсидируемым ставкам и другие бюджетные стимулы снижали чувствительность кредита в целом к изменению ключевой ставки. Во-вторых, экономические агенты ожидали быстрого снижения ключевой ставки в течение 2024 года, в том числе из-за коммуникации Банка России в начале года. Многие компании привлекали кредиты по плавающим ставкам в ожидании ее снижения. В частности, прирост кредитов по плавающим ставкам составил почти 99% прироста всего рублевого кредитования компаний с начала года. В-третьих, в отличие от прогноза Банка России по инфляции собственные инфляционные ожидания экономических агентов оставались высокими. Поэтому компании и граждане оценивали реальные ставки по кредитам (номинальные ставки за вычетом ожидаемой инфляции) с учетом ожидаемой понижательной траектории ключевой ставки как относительно низкие. В итоге высокие номинальные ставки по кредитам не сдерживали спрос на новые заимствования. В-четвертых, росту кредитования компаний и населения способствовало фактическое и ожидаемое ими увеличение доходов и прибыли. Компании рассчитывали занять новые рыночные ниши, окупив при высоком спросе свои затраты. Банки при этом не опасались наращивать объемы кредитования по высоким ставкам, полагая, что при растущих доходах компании и население смогут их своевременно обслуживать.

Участники обсуждения предположили, что **во втором полугодии денежно-кредитные условия могут дополнительно ужесточиться за счет автономных факторов:** изменения состава и параметров государственных программ субсидирования кредитных ставок, принятых ранее макроprudенциальных мер и отмены регуляторных послаблений для банков. В частности, участники обсудили влияние изменения параметров ипотечных программ. Они отметили, что реакция в июне на предстоящее завершение безадресной льготной ипотеки и пауза перед утверждением новых параметров семейной ипотеки в июле осложнили оценку устойчивой динамики ипотечного кредитования в эти месяцы. Более точно оценить ее можно будет лишь к концу III квартала.

Дальнейшего роста сберегательной активности в II квартале не произошло. Было высказано мнение, что в условиях возросших инфляционных ожиданий текущий уровень процентных ставок был недостаточен для дальнейшего роста привлекательности сбережений. Кроме того, части домохозяйств, доходы которых увеличились за последние годы, свойственна более низкая склонность к сбережению. Участники обсуждения заключили, что в условиях роста доли инвестиций в структуре экономики требуется более высокая норма сбережения, обеспечивающая финансирование этих инвестиций.

Участники согласились, что **динамика кредитов и депозитов указывает на недостаточную жесткость денежно-кредитных условий в первом полугодии 2024 года. Для возвращения экономики на траекторию сбалансированного роста, а инфляции к цели уровень реальных процентных ставок в экономике должен быть выше.** Отсутствие ожидаемой реакции экономики на повышение ключевой ставки подтверждают новые оценки Банка России в части более высокого уровня нейтральной ставки. По результатам комплексного анализа экономики и изменений, произошедших в ней за последние 5 лет, **оценка уровня реальной долгосрочной нейтральной ставки в российской экономике была повышена на 1,5 п.п. по сравнению с предыдущими оценками и составляет 3,5–4,5% годовых.** При целевом значении инфляции вблизи 4% это соответствует номинальной нейтральной ставке 7,5–8,5% годовых. К повышению оценки нейтральной ставки привели следующие факторы. Во-первых, рост потребности в расширении внутреннего производства и наращивании капитала в условиях происходящей перестройки экономики. Это требует более высокой ставки для увеличения внутренних сбережений, являющихся сейчас ключевым источником финансирования инвестиций. Во-вторых, более высокая премия за риск из-за существенных изменений внешних условий для России в 2022 году и последующего ужесточения санкций. В-третьих, смягчение по сравнению с 2021 годом текущих параметров бюджетного правила. В-четвертых, более высокая оценка внешней нейтральной ставки, чем до пандемии коронавируса, учитывая наблюдаемую устойчивость инфляции к повышению процентных ставок в развитых экономиках.



ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Рост мировой экономики остается устойчивым. Инфляция в ключевых развитых экономиках замедлилась. Рыночные ожидания по ставкам ФРС и ЕЦБ предполагают более быструю нормализацию денежно-кредитной политики в США и еврозоне, чем раньше. С июньского заседания по ключевой ставке индекс цен товаров российского экспорта практически не изменился, так как рост цен на нефть компенсировал снижение цен на большинство других товаров российского экспорта. Профицит счета текущих операций с начала года был выше прошлогодних значений. Стоимостный объем экспорта в целом был близок к значениям прошлого года, объем импорта – ниже прошлогодних значений.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **ситуация в мировой экономике в целом развивалась несколько лучше апрельского прогноза.** Экономика еврозоны растет быстрее, чем Банк России ожидал в апреле, а экономики США и Китая – в соответствии с прогнозом. Темпы роста экономики Китая остаются высокими, несмотря на некоторое замедление.

Правительственные меры окажут поддержку китайской экономике, и по итогам года темп роста будет близок к 5%. Учитывая факт по росту ключевых развитых и развивающихся экономик в первом полугодии, темпы роста мирового ВВП в 2024 году, вероятно, будут чуть выше, чем ожидалось ранее.

Несмотря на ожидания рынков более быстрой нормализации денежно-кредитной политики ФРС и ЕЦБ из-за выходящих данных по инфляции, **участники обсуждения не ожидают, что эти центральные банки будут снижать процентные ставки быстрее.** Устойчивость инфляции к ужесточению денежно-кредитной политики в США, вероятно, указывает на более высокую нейтральную процентную ставку.

Ситуация на рынке нефти с июньского заседания существенно не изменилась. Ожидаются сохранение дефицита на нефтяном рынке до конца 2024 года из-за продления соглашения ОПЕК+ и последующий постепенный переход к профициту. Участники подтвердили свои предыдущие оценки: по мере увеличения предложения нефти на мировом рынке цены будут постепенно снижаться. При этом в обновленном прогнозе следует заложить более плавную траекторию снижения цен на нефть. Прогноз цен нефти марки Brent на 2026 год повышен на 5 долларов США, до 75 долларов США за баррель, с выходом на уровень 70 долларов США за баррель к 2027 году.

Большой профицит счета текущих операций в первом полугодии 2024 года по сравнению с прошлым годом и прогнозом Банка России связан преимущественно с динамикой импорта. Стоимостные объемы экспорта оставались вблизи уровня 2023 года. Поддержку экспорту оказывал рост цен на нефть. Участники выделили следующие причины отставания импорта от прошлогодней динамики. Во-первых, ужесточение санкций с начала года и рост проблем с трансграничными платежами и логистикой (по опросам компаний). Во-вторых, жесткая денежно-кредитная политика Банка России, сдерживавшая рост рублевого спроса на импорт. Участники отмечали, что заказы на импортные товары оформляются заблаговременно, а сами поставки занимают длительное время. Поэтому проблемы с платежами и логистикой продолжают влиять на динамику импорта в ближайшие месяцы. С учетом проводимой денежно-кредитной политики и изменения внешних условий в дальнейшем следует ожидать более умеренной динамики импорта, чем оценивалось ранее.

Более слабая динамика импорта по сравнению с экспортом, а также жесткая денежно-кредитная политика, способствующая росту привлекательности рублевых сбережений, стали основными факторами укрепления рубля. Участники обсуждения согласились, что дезинфляционному влиянию произошедшего укрепления рубля может противодействовать влияние на импортные цены дополнительных издержек на логистику и трансграничные платежи вследствие ужесточения санкционного давления.



ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники обсуждения пришли к заключению, что **баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных**.

Среди основных **проинфляционных рисков** были выделены следующие:

- *Усиление ограничений на стороне предложения.* Дальнейшее усиление дефицита кадров может привести к большему отставанию производительности труда от роста реальных зарплат. Помимо нехватки трудовых ресурсов, дальнейшее расширение предложения сдерживают высокая загрузка производственных мощностей и сложности с их расширением и обновлением, в том числе из-за усиления санкций. Это со временем способно оказать сдерживающее влияние на темпы роста потенциала экономики. При сохранении или усилении ограничений на стороне предложения продолжающийся активный рост внутреннего спроса приведет к сохранению высокого инфляционного давления или даже к его увеличению.
- *Ухудшение условий внешней торговли под влиянием геополитической ситуации и ухудшения конъюнктуры на мировых товарных рынках.* В частности, снижение экспорта при одновременном сохранении высокого спроса на импорт может создать риски для динамики курса рубля и инфляции.
- *Высокие и незаякоренные инфляционные ожидания, чувствительные к временным эпизодам роста цен на отдельные товары или услуги.* Это может усиливать вторичные эффекты в динамике инфляции.
- *Расширение бюджетного дефицита, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой дополнительных доходов и расходов бюджета.* Новая структура расходов может иметь более проинфляционное влияние, несмотря на неизменность утвержденной ранее траектории нормализации бюджетной политики. В частности, дальнейшее активное использование инструментов субсидирования процентных ставок за счет бюджета создает кредитное плечо, позволяя существенно увеличивать внутренний спрос по сравнению с более «классическими» направлениями госрасходов. Кроме того, в новой структуре расходов увеличивается доля бюджетополучателей, менее чувствительных к динамике процентных ставок и с более выраженной потребительской моделью поведения. Помимо структуры бюджетных расходов, сами по себе ожидания их сохранения на высоком уровне поддерживают спрос, что также может создавать проинфляционные риски.

Дезинфляционные риски выражены слабо и в основном связаны с возможным более быстрым замедлением внутреннего спроса под влиянием уже реализованного ужесточения денежно-кредитной политики. Кроме того, если рост экономики в большей мере складывается за счет расширения потенциала, а не циклического компонента (разрыва), то в экономике может формироваться меньшее инфляционное давление.



ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Участники обсуждения рассмотрели обновленные прогнозные расчеты. Помимо базового сценария, был рассмотрен набор вариаций к нему. Различия в вариациях касались краткосрочной траектории инфляции, экономического роста, оценок размера и скорости уменьшения положительного разрыва выпуска (в том числе при разных уровнях потенциала).

С учетом статистических данных, вышедших с июньского заседания, и обновленных прогнозных расчетов **участники обсуждения согласились, что сложились условия, требующие дополнительного повышения ключевой ставки.** Динамика инфляции и экономической активности складывается существенно выше апрельского базового сценария Банка России. Сработали все факторы, выделенные в ходе мартовского обсуждения решения как основные для повышения ключевой ставки: устойчивая инфляция увеличивается; потребительская активность не охлаждается; жесткость рынка труда растет, нет признаков снижения положительного разрыва выпуска; реализовались проинфляционные риски, связанные с санкциями.

Участники обсуждения обратили внимание, что, **хотя непосредственное повышение ключевой ставки важно для достижения необходимой жесткости денежно-кредитных условий, не менее важны и ожидания населения, бизнеса и участников финансового рынка по ее будущей траектории.** По мнению участников, чтобы сдвинуть вверх эти ожидания, необходимо следующее.

- *Во-первых, значительный пересмотр вверх в июльском базовом сценарии прогноза среднесрочной траектории ключевой ставки.* Участники согласились, что одной из причин недостаточного ужесточения денежно-кредитных условий в первом полугодии 2024 года стали ожидания со стороны экономических агентов быстрого снижения ключевой ставки при одновременном сохранении повышенных инфляционных ожиданий. Это снижало жесткость денежно-кредитных условий в реальном выражении. С учетом этого важно, чтобы в коммуникации Банка России по итогам июльского заседания более явно присутствовало разъяснение, что прогнозная траектория ключевой ставки неразрывно связана с прогнозом других макроэкономических переменных, в частности с прогнозом по инфляции. Отклонение макропеременных от прогноза неизбежно приводит к пересмотру прогноза по ключевой ставке. Из этого, в частности, следует, что те экономические агенты, которые исходят из иной траектории инфляции (например, в силу каких-то причин ожидают сохранения более высокой инфляции), в своих решениях должны учитывать, что если реализуется их макроэкономический сценарий, то в нем ключевая ставка будет выше, чем в сценарии Банка России.

- *Во-вторых, направленный сигнал о вероятном повышении ключевой ставки на ближайших заседаниях.* Многие участники высказали мнение, что такой сигнал будет способствовать формированию ожиданий, исключающих быстрое снижение ключевой ставки. Однако некоторые участники отметили, что добавление направленного сигнала может быть избыточным и чрезмерно ужесточить денежно-кредитные условия.

Участники рассматривали два основных варианта решения:

- Повышение ключевой ставки до 18,00% годовых и направленный сигнал об оценке целесообразности дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях.
- Повышение ключевой ставки до 19,00–20,00% годовых, но с отсутствием направленного сигнала об изменении ключевой ставки на ближайших заседаниях.

В ходе обсуждения отдельные участники высказали предложение рассмотреть возможность сохранения ключевой ставки на уровне 16,00% годовых. Они указывали на уже произошедшее дополнительное значительное ужесточение денежно-кредитных условий в последние месяцы, которому еще предстоит в полной мере отразиться на динамике спроса и инфляции. Однако в ходе обсуждения подавляющее большинство участников отметили, что указанное ужесточение произошло в силу формирования ожиданий более высокой траектории ключевой ставки. Оно будет способно повлиять на экономику и инфляцию только в случае фактического повышения ключевой ставки и ее удержания на высоком уровне продолжительное время. Соответственно, вариант сохранения ключевой ставки на уровне 16,00% не был поддержан.

Рассматривая вариант повышения ключевой ставки до 18,00% годовых с направленным сигналом, участники высказали следующие основные аргументы:

- Возвращение инфляции к цели в 2025 году требует дополнительного ужесточения денежно-кредитных условий. Но необходимо аккуратно оценивать устойчивые тенденции в динамике цен, учитывая значительное влияние на них разовых факторов в последние месяцы.
- Ужесточение ценовых денежно-кредитных условий с июньского решения по ключевой ставке еще не отразилось на кредитной и сберегательной активности. Повышение ключевой ставки в июле будет соответствовать ожиданиям рынка и закрепит эффекты от ужесточения ценовых условий. Это придаст дополнительный импульс для повышения нормы сбережения и будет способствовать охлаждению внутреннего спроса.
- Ряд автономных от денежно-кредитной политики факторов будет способствовать дополнительному ужесточению условий банковского кредитования в ближайшие кварталы (отмена с 1 июля 2024 года безадресной льготной ипотеки, принятые ранее макропруденциальные меры и отмена регуляторных послаблений для банков).

- Сохранение направленного сигнала в сочетании с обновленной прогнозной траекторией ключевой ставки обеспечит необходимую подстройку ожиданий экономических агентов по будущей траектории ключевой ставки. Этого может быть достаточно для ужесточения денежно-кредитных условий в той мере, в какой это необходимо для возвращения инфляции к цели в 2025 году.

Некоторые участники высказались за повышение ключевой ставки до 19,00–20,00% годовых с отсутствием направленного сигнала, исходя из следующих дополнительных соображений:

- Устойчивые показатели инфляции уже продолжительное время находятся на уровнях, заметно превышающих 4%. В результате растет адаптивность инфляционных ожиданий, а текущая высокая инфляция начинает сильнее укореняться в экономике, негативно влияя на перспективы ее роста. Очень значительный шаг в июле позволит в более сжатые сроки решительно замедлить текущий рост цен и снизить инфляционные ожидания, что необходимо для возвращения инфляции к цели в 2025 году.
- Некоторые признаки замедления роста экономической активности в июне – июле при ускорении текущего роста цен могут отражать исчерпание доступности факторов производства. Последнее в особенности касается ситуации на рынке труда. В этих условиях инфляция может еще сильнее реагировать на перегретый внутренний спрос, требуя значительной реакции со стороны денежно-кредитной политики.
- Уточнение оценки номинальной долгосрочной нейтральной ставки на 150 б.п. вверх, до 7,50–8,50% годовых, может означать, что значимое дополнительное ужесточение денежно-кредитных условий произойдет только при более значительном шаге по ключевой ставке в июле.
- Отсутствие направленного сигнала минимизирует риски чрезмерного ужесточения денежно-кредитных условий, учитывая в том числе прогнозную траекторию ключевой ставки.

Взвесив аргументы за и против каждого из вариантов, участники обсуждения пришли к выводу, что имеющиеся данные не дают оснований утверждать, что больший шаг в июле необходим для возвращения инфляции к цели в 2025 году. Кроме того, было отмечено, что отсутствие направленного сигнала в случае большего повышения ставки может привести к ожиданиям ее быстрого снижения в дальнейшем. Это создаст риски повторения ситуации первой половины 2024 года, когда ожидания экономических агентов по слишком быстрому снижению ключевой ставки при повышенных инфляционных ожиданиях сдержали ужесточение денежно-кредитных условий. При этом увеличение ключевой ставки до 18,00% годовых не приведет к росту спроса на кредиты из-за ожиданий дальнейшего повышения ключевой ставки, в том числе потому что большинство корпоративных кредитов в настоящее время выдается по плавающей ставке.

По мнению участников, повышение ключевой ставки до 18,00% с направленным сигналом об оценке целесообразности ее повышения позволит более эффективно обеспечить нужную степень жесткости денежно-кредитных условий для возвращения инфляции к цели в 2025 году. Участники обсуждения согласились, что данное решение является более сбалансированным, в том числе в части учета лагов действия предыдущих решений по ключевой ставке и уже произошедшего ужесточения денежно-кредитных условий. При этом, если поступающая информация в ближайшие месяцы будет указывать на сохранение неизменного инфляционного давления, Банк России будет иметь возможность дополнительно ужесточить денежно-кредитную политику на ближайших заседаниях.

По итогам состоявшейся дискуссии **Совет директоров Банка России 26 июля 2024 года повысил ключевую ставку до 18,00% годовых с 29 июля 2024 года, значительно повысил прогнозную траекторию ключевой ставки в базовом сценарии и дал направленный сигнал о возможных будущих шагах по ключевой ставке.** Совет директоров указал на необходимость поддержания более жестких денежно-кредитных условий, чем предполагалось ранее. Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях.

Траектория ключевой ставки повышена на всем прогнозном горизонте, в том числе с учетом пересмотра вверх диапазона долгосрочной нейтральной ставки для российской экономики (с 6,0–7,0% до 7,5–8,5%). В 2024 году ключевая ставка будет находиться в диапазоне 16,9–17,4% годовых, в том числе с 29 июля до конца года – 18,0–19,4%. В 2025 году она ожидается в диапазоне 14,0–16,0% годовых, в 2026 году – 10,0–11,0% годовых, а в 2027 году выйдет на нейтральный уровень 7,5–8,5% годовых.

Совет директоров Банка России ожидает, что в базовом сценарии во втором полугодии 2024 года положительный разрыв выпуска будет постепенно сокращаться под влиянием проводимой денежно-кредитной политики. При этом снижение инфляции к цели будет происходить несколько медленнее, чем ожидалось ранее, но будет завершено к концу 2025 года. Прогноз по инфляции пересмотрен вверх в 2024 году. В 2024 году инфляция составит 6,5–7,0%, в 2025 году снизится до 4,0–4,5% и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем. Прогноз роста российской экономики также пересмотрен. В 2024 году экономика вырастет на 3,5–4,0%. В 2025 году экономический рост составит 0,5–1,5%, в 2026 году – 1,0–2,0%, в 2027 году – 1,5–2,5%. Более подробно о прогнозе можно прочитать в [Комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России](#).