



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 25 ИЮЛЯ 2025 ГОДА

Участники обсуждения: члены Совета директоров Банка России, руководители Департамента денежно-кредитной политики, Департамента исследований и прогнозирования, 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 предложения по базовому макроэкономическому прогнозу на 2025–2028 годы и его вариациям. Главные управления Банка России рассказали о ситуации в регионах, в том числе о результатах опросов бизнеса. Дополнительно участники обсуждения рассмотрели информацию от Департамента финансовой стабильности и Департамента организации международных расчетов.

Все суждения участников обсуждения основаны на данных, доступных к 25 июля 2025 года.

Материал отражает **ключевые моменты обсуждения**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	6
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	8
▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ	10
▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	11



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в 2к25 снизился в среднем до 4,8% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) после 8,2% с.к.г. в 1к25 (на непродовольственные товары: -0,1% после 3,5%; на продовольственные товары: 7,1% после 9,3%; на услуги: 7,6% после 12,3%). Базовая инфляция в 2к25 также снизилась в среднем до 4,5 с 8,8% с.к.г. в 1к25. Ценовые ожидания предприятий в июле несколько выросли, инфляционные ожидания населения не изменились. По оперативным данным и опросам, экономика в 2к25 продолжила расти умеренными темпами (г/г). Индикатор бизнес-климата Банка России в июне – июле 2025 года снизился, но оставался положительным. Сальдированный финансовый результат крупных и средних компаний в январе – мае 2025 года составил 11,6 трлн рублей, что на 11,2% меньше, чем за аналогичный период прошлого года. Уровень безработицы в мае 2025 года остался на историческом минимуме – 2,2% с сезонной корректировкой (с.к.). Темпы роста номинальных и реальных зарплат в апреле 2025 года были ниже, чем в 2024 году (г/г).

ДИСКУССИЯ

Инфляционное давление в 2к25 снижалось быстрее, чем прогнозировал Банк России в апреле 2025 года. Текущий рост цен приблизился к 4% (с.к.г.). Снижение инфляции сопровождалось уменьшением разброса темпов роста цен по компонентам и между регионами. При этом разброс оставался выше, чем в 2017–2019 годах, когда инфляция была устойчиво низкой. Участники обсуждения отметили, что сохранение повышенной неоднородности в динамике цен связано с тем, что денежно-кредитная политика с разной скоростью влияла на изменение спроса и цен на разные категории товаров и услуг, а также с действием разовых и структурных факторов в отдельных сегментах.

- Жесткая денежно-кредитная политика наиболее заметно сказалась на динамике цен непродовольственных товаров, особенно товаров длительного пользования. В 2к25 повышение цен на эти товары значительно замедлилось, а по некоторым категориям наблюдалось снижение цен. Высокие процентные ставки ограничивали привлекательность покупки непродовольственных товаров в кредит, что привело к охлаждению спроса на них и сдерживало рост цен. Укрепление рубля, в значительной степени отражающее жесткость денежно-кредитной политики, также повлияло на дезинфляцию в непродовольственных товарах.
- Рост цен на продовольственные товары замедлился, но был заметно выше 4%. На инфляцию в этом сегменте существенно повлияло снижение цен на фрукты и овощи после более сильного, чем обычно,

повышения цен на них осенью и зимой из-за более умеренного урожая 2024 года.

- Темпы роста цен на услуги уменьшились, отражая замедление роста спроса на них под влиянием жестких денежно-кредитных условий. Но они остались весьма высокими. Это было связано в том числе со структурными факторами – изменением потребительских предпочтений: в условиях значительного роста доходов в структуре потребления населения более высокую долю начали занимать именно услуги.

Участники согласились, что **для устойчивого возвращения инфляции к цели необходима стабилизация текущих темпов роста цен на низком уровне в последующие кварталы**. Из-за высокой неоднородности в динамике цен по компонентам, а также разных суждений относительно влияния временных факторов оценки участников устойчивой части инфляционного давления различались. Одни оценивали устойчивую инфляцию вблизи или чуть выше 4%, другие – около 6%. Участники отметили, что необходимо дальнейшее уменьшение неоднородности в динамике цен и сближение более широкого набора показателей устойчивой инфляции с 4%.

В июле текущие темпы роста цен временно увеличатся по сравнению с июнем из-за повышения тарифов на ЖКУ более чем на 4%. Участники отметили, что, хотя такое повышение является разовым, оно может повлиять на инфляционные ожидания населения и бизнеса и вызвать вторичные эффекты в динамике цен. Более точную оценку влияния повышения тарифов на цены можно будет сделать позднее.

Участники согласились, что **риски для инфляции со стороны урожая остаются низкими**. По оценкам экспертов и Минсельхоза России, урожай зерна и овощей в этом году будет не меньше прошлогоднего. Возможное снижение урожая на юге из-за неблагоприятных погодных условий будет компенсировано более высоким урожаем в других регионах.

Участники отметили, что **устойчивая тенденция к уменьшению инфляционных ожиданий пока не сформировалась**, несмотря на снижение текущих темпов роста цен. Вмененная инфляция из ОФЗ-ИН немного уменьшилась. Ценовые ожидания бизнеса в июле 2025 года незначительно выросли после 6 месяцев снижения. Ожидания населения и профессиональных аналитиков существенно не изменились. На инфляционные ожидания населения и бизнеса, вероятно, уже повлияла индексация тарифов на ЖКУ и объявление новых параметров их индексации выше 4% на следующие 2 года. С учетом изменения всех индикаторов участники пришли к выводу, что с июньского заседания инфляционные ожидания в целом не изменились. Участники подчеркнули, что для устойчивого возвращения инфляции к 4% в 2026 году необходимо снижение инфляционных ожиданий всех экономических агентов.

Вышедшие данные ВВП по использованию подтвердили замедление роста внутреннего спроса в 1к25, преимущественно из-за более умеренного роста потребительского спроса.

По оперативным данным и опросам компаний, в 2к25 внутренний спрос продолжил охлаждаться.

- **Потребительский спрос рос сдержанными темпами.** Сохранялась его неоднородность. Охлаждение наблюдалось преимущественно в сегменте непродовольственных товаров. Спрос на услуги в целом оставался повышенным, но темпы его роста снизились. Особенно сильным спрос был в сегменте общественного питания, что отражает изменения предпочтений потребителей в пользу питания вне дома, а также быстрое развитие внутреннего туризма. В то же время в мае рост спроса на другие платные услуги замедлился.
- **Инвестиционная активность оставалась высокой.** Согласно июльскому опросу Банка России, значительная доля компаний планирует нарастить инвестиции в 2025 году. Более активное использование нераспределенной прибыли поддерживает способность бизнеса продолжать инвестировать в условиях возросшей стоимости долгового финансирования. Расширение инвестиционного спроса также поддерживается проектами с государственным участием в приоритетных секторах, имеющих доступ к более льготным условиям финансирования.

Участники согласились, что финансовое состояние компаний остается стабильным, а снижение их финансового результата с рекордных уровней 2023–2024 годов согласуется с завершением периода перегрева спроса и возвращением к сбалансированным темпам роста экономики.

- В январе – мае 2025 года сальдированный финансовый результат компаний снизился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Данное снижение произошло с очень высоких уровней предыдущих лет и само по себе не является признаком значительного ухудшения финансового положения компаний в экономике. Участники согласились, что для более полной оценки ситуации стоит в том числе учитывать соотношение сальдированного финансового результата (за последние 12 месяцев) и ВВП. В 2к25 этот показатель вернулся к уровням 2018–2019 годов – периода устойчивого сбалансированного роста экономики. Участники отметили, что доля прибыльных компаний хотя и снизилась, оставалась высокой и превышала уровни 2018–2019 годов. Однако в целом динамика этого показателя может не в полной мере отражать изменение ситуации с финансовым положением компаний. Бизнес продолжает адаптироваться к новым условиям, могут меняться структура и количество компаний внутри одной группы или холдинга, «центры прибыли». Все это может влиять на количество прибыльных и убыточных компаний, но не отражать реального положения дел в отрасли или экономике в целом.
- Снижение сальдированного финансового результата было неоднородным по отраслям: в добывающих отраслях оно было более значительным, чем в обрабатывающих и торговле (без автомобилей). Это отражает те структурные изменения, которые происходили в экономике после введения внешних санкций, – постепенную переориентацию с внешнего на внутренний спрос и рост выпуска

в обрабатывающих отраслях при уменьшении его в добыче, а также снижение рентабельности экспорта в условиях внешнеторговых ограничений.

- Более существенное ухудшение финансовых результатов наблюдалось у компаний с высокой долговой нагрузкой. При этом долговая нагрузка реального сектора в целом хотя и выросла, оставалась на умеренном уровне. Большинство компаний продолжали успешно обслуживать долги.

По мнению участников, с прошлого заседания появилось больше признаков снижения напряженности на рынке труда. По данным мониторинга предприятий, уменьшилась доля компаний, испытывающих дефицит кадров. Сократилось количество вакансий при росте количества резюме. Персонал продолжил переходить из тех предприятий и отраслей, где потребность в работниках снижалась, в те, где она сохранялась. При этом безработица была рекордно низкой. Большинство участников согласились, что в текущих условиях безработица не является единственным показателем, который полноценно характеризует ситуацию на рынке труда и изменения, которые на нем происходят. Компании осознают проблему дефицита трудовых ресурсов в экономике и стремятся удерживать сотрудников, опасаясь трудностей с их наймом в будущем. Для них издержки увольнения и поиска в перспективе новых сотрудников, их обучения (переобучения) выше издержек сохранения сотрудников в штате в период охлаждения спроса. В результате некоторые компании переводят сотрудников на неполную рабочую неделю, оптимизируют бонусы и премии. Дополнительно на уровень безработицы влияют факторы, связанные с предложением рабочей силы: изменение миграционной политики и демографическая ситуация. Подстройка рынка труда к замедлению роста спроса может в большей мере происходить через динамику зарплат и интенсивность использования рабочей силы. Данные с начала года указывают на более низкие темпы роста зарплат, чем в 2024 году, как в номинальном, так и в реальном выражении. Компании также сообщают о более сдержанных планах по увеличению зарплат в 2025 году по сравнению с предыдущими 2 годами.

Участники отметили, что **запланированная постепенная нормализация бюджетной политики окажет дезинфляционный эффект на совокупный спрос и динамику цен в этом году**. В 1п25 исполнение расходов федерального бюджета было близко к траектории 2023–2024 годов и сохранялся структурный первичный дефицит. По информации Правительства РФ, более высокая траектория расходов в первой половине года отражает стремление к более равномерному распределению расходов внутри календарного года по сравнению с предыдущими годами. Участники отметили, что выход на анонсированные параметры расходов федерального бюджета в 2025 году (при равномерности их исполнения) означает существенное снижение годовых темпов прироста расходов и первичного структурного дефицита в 2п25.

Участники заключили, что **в 2к25 отклонение экономики вверх от траектории сбалансированного роста (положительный разрыв выпуска)**

продолжило уменьшаться. На это указывают снижение инфляционного давления, замедление роста внутреннего спроса, признаки снижения напряженности на рынке труда и нормализации загрузки производственных мощностей, а также модельные оценки разрыва выпуска. При этом некоторые участники обсуждения отметили, что положительный разрыв выпуска может полностью закрыться уже в 3к25, если текущие тенденции сохранятся.

Участники обсуждения согласились, что с учетом текущей динамики цен и развития ситуации в экономике инфляция в 2025 году будет ниже, чем прогнозировалось в апреле 2025 года. Инфляция в 2025 году, вероятно, сложится в диапазоне 6,0–7,0%.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С июньского заседания ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ снизились. Процентные ставки по депозитам и кредитам также преимущественно уменьшились. Неценовые денежно-кредитные условия оставались жесткими. Портфель необеспеченных потребительских кредитов в июне практически не изменился, а ипотечных и корпоративных кредитов – продолжал расти умеренными темпами (м/м, с.к.). Приток средств на рублевые депозиты и счета замедлился (м/м, с.к.). Годовые темпы роста широкой денежной массы с исключением валютной переоценки в мае – июне немного увеличились.

ДИСКУССИЯ

Большинство участников согласились, что **денежно-кредитные условия в целом несколько смягчились с прошлого заседания по ключевой ставке, но оставались жесткими.**

Ценовые денежно-кредитные условия смягчились в номинальном выражении. Вслед за снижением ключевой ставки в июне номинальные ставки в большинстве сегментов финансового рынка уменьшились. На них также повлиял пересмотр вниз ожиданий участников рынка по будущей траектории ключевой ставки после публикации новых макроэкономических данных.

- Доходности ОФЗ снизились на все сроки, особенно сильно на срок до 2 лет. Было высказано мнение, что снижение доходностей по долгосрочным ОФЗ может быть связано с ростом уверенности у участников рынка в поддержании ценовой стабильности в предстоящие годы и соответствующим уменьшением инфляционной премии.
- Процентные ставки по депозитам снизились более заметно, чем по кредитам. При смягчении денежно-кредитной политики депозитные



ставки обычно быстрее реагируют на снижение ключевой ставки, а кредитные ставки – с бóльшим лагом.

Большинство участников согласились, что **в реальном выражении жесткость ценовых денежно-кредитных условий снизилась меньше, чем в номинальном**, учитывая уменьшение текущих темпов роста цен, отдельных показателей инфляционных ожиданий и более низкие оценки инфляции в 2025 году, чем прогнозировалось в апреле. При этом некоторые участники придавали большее значение изменению инфляционных ожиданий при оценке реальных процентных ставок. Они полагали, что поскольку выраженного уменьшения инфляционных ожиданий не произошло, то снижение номинальной и реальной жесткости денежно-кредитных условий было сопоставимым.

Жесткие денежно-кредитные условия продолжают обеспечивать сдержанную кредитную активность. Темп прироста совокупного кредитного портфеля продолжил снижаться и был значительно ниже, чем в среднем в 2п24. Его динамика в целом соответствовала апрельскому прогнозу Банка России. При этом тенденции по сегментам кредитного рынка были неоднородны. Портфель необеспеченных потребительских кредитов продолжал сокращаться, а ипотека и корпоративное кредитование умеренно росли.

Большинство участников согласились, что **основной причиной охлаждения кредитного рынка было снижение спроса на кредиты в условиях высоких процентных ставок.** Влияние ряда автономных факторов на денежно-кредитные условия и динамику кредита ослабло (в первую очередь в части, связанной с нормализацией банковского регулирования после послаблений 2022–2023 годов). Спреды плавающих ставок по кредитам к ключевой ставке и спреды ставок купонов корпоративных облигаций к ключевой ставке вернулись к уровням середины 2024 года, до их роста.

Участники отметили, что есть **отдельные признаки снижения качества кредитного портфеля, но это значимо не влияет на потенциал кредитования и не несет рисков.** В корпоративном сегменте большинство компаний продолжили успешно обслуживать кредиты. Стоимость кредитного риска (то есть средний уровень отчислений в резервы от кредитного портфеля) по корпоративному портфелю несколько выросла в 1п25 по сравнению с 1п24, но остается вблизи среднего исторического уровня и далека от рекордов 1п22. В рознице стоимость кредитного риска выросла сильнее, чем по корпоративному портфелю, и находится выше среднего исторического уровня. Пока это не вызывает опасений, поскольку данные ссуды покрыты резервами. Проблемные необеспеченные потребительские кредиты на 90% покрыты резервами. В ипотеке покрытие меньше, но есть качественные залоговые объекты. Кроме того, чтобы банки имели дополнительный запас капитала на случай непредвиденных потерь, Банк России повысил антициклическую надбавку к нормативам достаточности капитала: с июля она составляет 0,5% от активов, взвешенных по риску. Банки продолжают наращивать макропруденциальный буфер.

Участники отметили, что, **несмотря на снижение депозитных ставок, сберегательная модель поведения сохранялась**. Процентные ставки по депозитам значительно превышали фактическую и ожидаемую инфляцию, что обеспечивало привлекательность сбережения средств на депозитах. Доля срочных депозитов в общем объеме депозитов населения была стабильно высокой. По оценкам, норма сбережения также оставалась на исторически высоком уровне, учитывая снижение портфеля необеспеченных потребительских кредитов и некоторое замедление роста доходов населения. При этом участники согласились, что по мере смягчения денежно-кредитных условий норма сбережения будет плавно снижаться. Это не означает значительного перетока уже сформированных сбережений в потребление. Объем сбережений продолжит увеличиваться, но более сдержанными темпами, так как доля доходов, направляемых на потребление, вырастет.

Несмотря на некоторое ускорение, **рост широкой денежной массы в мае – июне оставался умеренным, что обеспечивалось сдержанным ростом кредита**. Накопленный с начала 2025 года темп роста денежной массы был близок к ее динамике, наблюдавшейся при инфляции вблизи 4% (2016–2019 годы).

Большинство участников согласились, что **жесткость денежно-кредитных условий достаточна для снижения инфляции к цели в 2026 году**. Замедление роста кредитного портфеля обеспечит дальнейшее охлаждение внутреннего спроса и вернет экономику на траекторию сбалансированного роста, а инфляцию к цели.

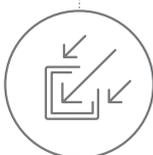
ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

По оперативным данным, рост мировой экономики незначительно замедлился в 2к25 по сравнению с 1к25. Инфляционное давление в ключевых экономиках в 2к25 складывалось вблизи или ниже оценок Банка России. Рыночные ожидания предполагали, что ФРС США не будет снижать ставку до сентября 2025 года. Цены на большинство товаров российского экспорта с начала года снизились и в среднем были ниже, чем в прошлом году. В 2к25 профицит счета текущих операций был ниже прошлогодних значений. Рубль в июне – июле стабилизировался по отношению к основным валютам после существенного укрепления в предыдущие месяцы.

ДИСКУССИЯ

Участники отметили, что **повышение импортных пошлин в США пока незначительно повлияло на рост мировой экономики и инфляцию** из-за отсрочек со стороны властей США (до 1 августа 2025 года). Основной эффект от повышения импортных пошлин на экономику,



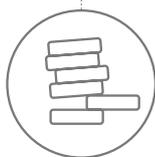
вероятно, проявится позже и будет зависеть от условий, на которых страны смогут договориться. При этом риски для роста мировой экономики остаются высокими.

Участники обсуждения согласились, что в прогнозе Банка России нужно учесть более высокую ставку денежно-кредитной политики США, чем в апреле. Риски дальнейшего ускорения инфляции в США сохраняются. Они связаны с ожидаемым повышением импортных пошлин после отсрочек и с более высоким бюджетным дефицитом на прогнозном горизонте. По ожиданиям участников финансового рынка, из-за этого ФРС США будет снижать ставку медленнее, чем предполагалось ранее.

Участники обсуждения пришли к выводу, что **в 2025 и 2026 годах цены на российскую нефть будут ниже, чем предполагал апрельский прогноз**, – в среднем около 55 долларов США за баррель. Они отметили, что быстрое увеличение добычи нефти странами ОПЕК+ приведет к большому предложению нефти на рынке и росту ее запасов. В сочетании со снижением мирового спроса из-за повышения импортных пошлин это может сформировать профицит на рынке, что окажет давление на нефтяные котировки.

Участники обратили внимание, что **в последние два квартала доля импорта в ВВП была значительно ниже средних значений последних 2 лет**. Они согласились, что основной причиной этого была жесткая денежно-кредитная политика, сдерживающая спрос на импорт. Также повлияли разовые факторы – снижение спроса на импортные транспортные средства после резкого роста их ввоза накануне повышений утилизационного сбора. Было высказано мнение, что уменьшение доли импорта в ВВП частично может объясняться структурными изменениями. Усиление санкций в конце 2024 года могло осложнить импортные поставки, повлиять на их стоимость и снизить привлекательность импорта в сравнении с отечественными товарами в относительных ценах. Дополнительное влияние могло оказать дальнейшее смещение предпочтений государственного спроса в пользу отечественных товаров. По мере смягчения денежно-кредитной политики ожидается некоторый рост доли импорта в ВВП. Масштабы этого увеличения будут зависеть от степени влияния структурных факторов.

У участников обсуждения появилось еще больше уверенности в том, что **динамика курса рубля в значительной степени связана с жесткой денежно-кредитной политикой**. Она влияла на потоки как по текущему, так и по финансовому счету. Со стороны текущего счета жесткая денежно-кредитная политика сдерживала спрос на импорт и, соответственно, на иностранную валюту для его оплаты. Со стороны финансового счета высокий дифференциал процентных ставок способствовал росту привлекательности рублевых активов для компаний и населения. По мнению большинства участников обсуждения, разовые факторы, прежде всего падение импорта автомобилей после всплеска осенью 2024 года, оказали ограниченное влияние на курс рубля.



ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники согласились, что баланс рисков для базового прогноза смещен в сторону проинфляционных.

Основные проинфляционные риски включают:

- *Более медленное снижение положительного разрыва выпуска (сохранение перегрева экономики).* Это может быть результатом как сохранения повышенного внутреннего спроса, так и усиления ограничений на стороне предложения. Высокий спрос может поддерживаться возобновлением ускоренного роста кредитования. Дальнейшее расширение дефицита кадров может привести к ускорению роста реальных зарплат и увеличению их разрыва с ростом производительности труда. Усиление санкций может замедлить увеличение потенциала экономики. Независимо от причин, сохранение значительного перегрева экономики или его более медленное снижение означают более высокое устойчивое инфляционное давление.
- *Длительное сохранение высоких инфляционных ожиданий или возобновление их роста.* Это может напрямую влиять на спрос и цены, а также усиливать вторичные эффекты от разовых факторов инфляции (в том числе повышенной индексации тарифов на ЖКУ).
- *Ухудшение условий внешней торговли из-за негативных изменений конъюнктуры на мировых товарных рынках и геополитической ситуации.* Замедление роста мировой экономики из-за расширения протекционистских мер и ускорение перехода на более энергоэффективные технологии могут вызвать снижение спроса и цен на сырьевых рынках. Дополнительное давление на нефтяные котировки может оказать ускоренное увеличение добычи нефти внутри и вне ОПЕК+. В результате стоимостный объем российского экспорта может снизиться.
- *Расширение бюджетного дефицита, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой доходов и расходов бюджета.* Смягчение бюджетной политики или расширение программ льготного кредитования могут поддерживать высокий внутренний спрос и инфляцию. Кроме того, значительное и устойчивое снижение мировых цен на нефть может повлиять на доходы бюджета и требовать корректировки параметров бюджетной политики. Отсутствие такой корректировки может создать риски для динамики цен.

Основные дезинфляционные факторы включают:

- *Более быстрое и значительное замедление роста кредитования.* Это может произойти из-за формирования более жестких ценовых и неценовых условий кредитования, включая снижение риск-аппетита банков под влиянием оценки ими экономических тенденций, а также совокупности принятых Банком России решений. Чрезмерное замедление роста кредитования приведет к более существенному охлаждению внутреннего спроса, более быстрому снижению инфляции и отклонению ее вниз от цели.



ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Участники обсуждения рассмотрели обновленные прогнозные расчеты: базовый сценарий и его вариации. Различия в вариациях касались краткосрочных прогнозов по инфляции и экономическому росту, включая скорость закрытия положительного разрыва выпуска.

По итогам анализа новых данных и с учетом обновленных прогнозных расчетов участники обсуждения пришли к широкому консенсусу о снижении ключевой ставки. Звучали предложения снизить ставку на 100, 150 и 200 б.п., но предметно обсуждалось снижение на 100 и 200 б.п. Рассматривалось два варианта сигнала: умеренно мягкий сигнал (об оценке целесообразности снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях) и нейтральный сигнал (без указания на направленность дальнейших шагов).

Основные аргументы в пользу снижения ключевой ставки были следующими. Появились более убедительные признаки, что экономика возвращается к траектории сбалансированного роста: дефицит кадров снижается, зарплаты растут более умеренными темпами, а рост внутреннего спроса замедляется. Повысилась уверенность в том, что динамика курса является результатом влияния денежно-кредитной политики, а не разовых факторов. Охлаждение спроса ведет к снижению инфляционного давления, в том числе в устойчивой части. В июне текущие темпы роста цен были вблизи 4% (с.к.г.). С учетом фактического изменения цен с начала года и развития ситуации в экономике инфляция в 2025 году будет ниже, чем предполагалось в апрельском прогнозе Банка России. Жесткости денежно-кредитных условий достаточно, чтобы обеспечить возвращение инфляции к цели вблизи 4% в 2026 году.

Те участники, которые выступали за более умеренный шаг и снижение ключевой ставки на 100 б.п., до 19,00% годовых, придавали большее значение следующим факторам:

- Сохраняется повышенная неоднородность в динамике инфляции по компонентам и между регионами. Многие показатели устойчивого роста цен находятся выше 4% (по оценкам отдельных участников, около 6%).
- Устойчивой тенденции к снижению инфляционных ожиданий пока не сформировалось. Есть риски их роста и возникновения вторичных эффектов на инфляцию от повышения тарифов ЖКУ в июле.
- Хотя есть признаки улучшения ситуации на рынке труда, она пока полностью не нормализовалась. Рост зарплат по-прежнему значительно опережает рост производительности труда.

- Ценовые денежно-кредитные условия уже значительно смягчились с июня. Более осторожный шаг позволит избежать ожиданий ускоренного снижения ключевой ставки в дальнейшем. Это поддержит необходимую жесткость денежно-кредитных условий и снизит риск резкого переключения экономических агентов со сберегательной на потребительскую модель поведения.
- Дезинфляционное влияние бюджетной политики в 2025 году пока не реализовалось полностью. В 1п25 исполнение расходов федерального бюджета было близко к прошлогодней траектории и сохранялся структурный первичный дефицит. Риски со стороны бюджетной политики есть, что требует осторожности при снижении ключевой ставки.

Те участники, которые выступали за **снижение ключевой ставки на 200 б.п., до 18,00% годовых**, указывали на следующие факторы:

- Показатели устойчивого роста цен существенно снизились с начала года, и многие из них находятся вблизи 4%. Инфляция снижается быстрее прогноза. Неоднородность в динамике цен по компонентам и между регионами может некоторое время оставаться повышенной из-за структурных изменений.
- Инфляционные ожидания достаточно инерционны. Они будут снижаться по мере дальнейшего замедления фактической инфляции.
- Ситуация на рынке труда становится менее напряженной. В силу ряда факторов уровень безработицы может не отражать изменения ситуации на рынке труда. Подстройка рынка будет идти через механизмы, которые не влияют на общий уровень безработицы: уменьшение дополнительных премий и бонусов, более умеренный рост зарплат и перевод работников на неполную занятость.
- Учитывая более быстрое, чем ожидалось, уменьшение инфляционного давления, для поддержания той же степени жесткости денежно-кредитных условий в реальном выражении требуется существенное снижение ключевой ставки. Меньший шаг может привести к ужесточению денежно-кредитных условий в реальном выражении, что может создать риски более значительного и быстрого охлаждения спроса и отклонения инфляции вниз от 4%.
- По информации Правительства РФ, более высокие бюджетные расходы в 1п25 связаны с более равномерным их распределением внутри календарного года. По-прежнему можно ожидать уменьшения первичного структурного дефицита в 2п25 и дезинфляционный вклад бюджета в динамику цен в 2025 году.

Выбирая между снижением на 100 и 200 б.п., участники обсуждения оценили риски обоих решений. При меньшем шаге основной риск связан с ужесточением денежно-кредитных условий, избыточным охлаждением экономической активности, которое может привести к значительному

и продолжительному отклонению инфляции вниз от 4%. При большем шаге есть риск чрезмерного смягчения денежно-кредитных условий из-за ожиданий столь же быстрого движения ключевой ставки вниз на будущих заседаниях, что создаст риски для замедления инфляции к 4% в 2026 году. Большинство участников пришли к выводу, что даже при снижении ключевой ставки на 200 б.п. жесткость денежно-кредитных условий все же будет достаточной для возвращения инфляции к цели в 2026 году.

Участники обсудили два варианта сигнала, которым следует сопроводить решение по ключевой ставке. Некоторые участники считали, что можно перейти к **умеренно мягкому сигналу**. Их прогноз предполагал большую вероятность снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях, чем сохранения или повышения. Однако большинство участников согласилось, что необходимо **сохранить нейтральный сигнал**, поскольку проинфляционные риски все еще преобладают на прогнозном горизонте. Банку России могут потребоваться паузы в снижении ключевой ставки.

Участники снова подчеркнули, что для возвращения инфляции к цели в 2026 году, а экономики – на траекторию сбалансированного роста **необходимо поддерживать жесткие денежно-кредитные условия продолжительное время**. Указание на это следует оставить в сигнале. Они отметили, что даже при снижении ключевой ставки достаточная жесткость денежно-кредитных условий будет поддерживаться при уменьшении инфляции и инфляционных ожиданий.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 25 июля 2025 года снизил ключевую ставку на 200 б.п., до 18,00% годовых**. Банк России будет поддерживать такую жесткость денежно-кредитных условий, которая необходима для возвращения инфляции к цели в 2026 году. В базовом сценарии это предполагает среднюю ключевую ставку в диапазоне 18,8–19,6% годовых в 2025 году и 12,0–13,0% годовых в 2026 году и означает продолжительный период проведения жесткой денежно-кредитной политики. Дальнейшие решения по ключевой ставке будут приниматься в зависимости от устойчивости замедления инфляции и динамики инфляционных ожиданий.

По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 6,0–7,0% в 2025 году, вернется к 4,0% в 2026 году и будет находиться на цели в дальнейшем. ВВП вырастет в 2025 году на 1,0–2,0%, в 2026 году на 0,5–1,5%. В 2027 году экономика будет расти сбалансированными темпами в 1,5–2,5% в год. Подробнее можно прочитать в [Комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России](#).