



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 24 ИЮЛЯ 2026 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 2026–2029 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.

Суждения участников основаны на данных, доступных к 24 июля 2026 года.

Материал отражает **ключевые моменты обсуждения**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	5
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	8
▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ	9
▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	10



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в 2к26 снизился в среднем до 5,0% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) с 8,7% с.к.г. в 1к26. Базовая инфляция в аналогичный период в среднем составила 4,2% с.к.г. после 6,2% с.к.г. в 1к26. В июне – июле текущий рост цен ускорился. Инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания бизнеса в июле существенно увеличились. Профессиональные аналитики повысили свои прогнозы по инфляции на 2026–2028 годы. По оперативным данным, в 2к26 показатели экономической активности выросли после снижения в 1к26. Индикатор бизнес-климата Банка России в июле снизился до минимальных значений с середины 2022 года. Безработица в мае 2026 года оставалась на историческом минимуме – 2,1% с сезонной корректировкой. Рост номинальных и реальных зарплат в апреле замедлился (г/г).

ДИСКУССИЯ

Текущий рост цен снизился в 2к26, однако внутри квартала ценовая динамика существенно различалась по месяцам. В апреле – мае текущий рост цен замедлился, чему способствовали проводимая денежно-кредитная политика и укрепление рубля весной на фоне роста цен на товары российского экспорта. Снижение инфляции в эти месяцы было также связано с исчерпанием влияния повышения НДС и снижением цен на плодоовощную продукцию. В июне текущий рост цен резко ускорился, преимущественно из-за разовых факторов и волатильных компонентов. В результате временного выбытия части производственных мощностей существенно подорожало моторное топливо. Возобновился рост цен на овощи и фрукты.

Участники отметили, что **показатели устойчивого роста цен повысились незначительно**. Большинство из них по-прежнему находились в диапазоне 4–5% с.к.г. Некоторое увеличение показателей преимущественно было связано с ростом цен на продовольственные товары (без плодоовощной продукции). При этом предшествующее укрепление рубля продолжало сдерживать рост цен на непродовольственные товары (без учета нефтепродуктов).

Особое внимание участники уделили обсуждению прямых и косвенных эффектов роста цен на топливо.

- По оценкам, прямой вклад повышения цен на моторное топливо в текущий прирост потребительских цен составил около 0,3 п.п. в июне и еще около 0,2 п.п. за первые 2 недели июля. При этом в середине июля появились признаки стабилизации ситуации на топливном рынке, в том числе благодаря мерам Правительства. Участники согласились, что значительная часть прямого влияния произошедшего удорожания топлива на текущую инфляцию уже реализовалась.

- Косвенные эффекты роста цен на топливо связаны с переносом возросших транспортных и производственных издержек в цены более широкого круга товаров и услуг, а также с реакцией инфляционных ожиданий. В отличие от прямого влияния, они могут проявляться с лагом и быть более растянутыми во времени. Оперативные данные за июль уже указывали на распространение возросших издержек на цены более широкого круга товаров и услуг. Инфляционные ожидания населения и бизнеса в июле значительно повысились. В ходе опросов население связывало дальнейший рост цен с удорожанием топлива, а предприятия – с вызванным им ростом издержек.
- Масштаб дальнейших косвенных эффектов будет зависеть от того, насколько быстро снизятся инфляционные ожидания, а также от динамики внутреннего спроса. Часть участников считали, что по мере стабилизации цен на топливо инфляционные ожидания могут достаточно быстро снизиться, как это произошло после увеличения НДС, а внутренний спрос будет расти сдержанно. В этом случае возможности компаний полностью перенести возросшие издержки в цены будут ограничены. Другие участники подчеркивали, что инфляционные ожидания могут остаться повышенными, а внутренний спрос может продолжить расти высокими темпами при сокращении производственных возможностей. В этом случае влияние возросших издержек на цены может оказаться более сильным, а инфляционные последствия удорожания топлива – более выраженными.

По итогам обсуждения большинство участников согласились, что **с учетом уже произошедшего удорожания топлива и распространения его эффектов на другие товары и услуги годовая инфляция в 2026 году будет выше, чем ожидалось ранее.** При этом вторичные эффекты роста цен на топливо в основном проявятся в 2026 году. По оценкам, общий вклад прямых и косвенных эффектов удорожания топлива в инфляцию за год не превысит 1,5 процентного пункта. Существенного повышения устойчивой инфляции не ожидается: в оставшейся части года показатели устойчивого роста цен будут складываться вблизи текущих уровней – преимущественно в диапазоне 4–5% с.к.г. По итогам 2026 года инфляция составит 6–7%, а в 2027 году с учетом проводимой денежно-кредитной политики вернется к цели.

После снижения в 1к26 экономическая активность в 2к26 умеренно выросла. Этому способствовали календарный и погодный факторы, сдерживавшие ее в начале года: в 2к26 рабочих дней было больше, чем годом ранее; нормализация погодных условий также способствовала увеличению активности. В то же время на выпуск в 2к26 повлияло выбытие части производственных мощностей. Повреждение нефтеперерабатывающих предприятий привело к сокращению производства нефтепродуктов и спроса на сырую нефть. Возможности перенаправить высвободившиеся объемы сырой нефти на экспорт были ограничены пропускной способностью транспортной и портовой инфраструктуры. В результате добыча нефти также снизилась. По опросам предприятий, сокращение производства нефтепродуктов влияло и на другие отрасли. Компании сообщали об увеличении

транспортных расходов и сроков доставки, а отдельные предприятия – о перебоях с поставками и простоях. Предприятия торговли, сферы услуг, транспортировки и хранения также уменьшили оценки спроса. Более низкий спрос в дальнейшем может сдерживать активность в этих отраслях.

Участники обсуждения отметили, что **повреждение производственных и инфраструктурных мощностей в ряде отраслей временно ограничивает выпуск и темпы роста потенциала экономики**. Большинство участников исходили из того, что предприятия смогут постепенно восстановить производство до конца текущего года. Поэтому влияние произошедшего выбытия мощностей на выпуск оценивалось ими как временное. Вместе с тем отдельные участники отмечали, что восстановление может занять больше времени. Если возможности заместить выпадающие объемы за счет импорта и перераспределения внутренних поставок окажутся ограниченными, последствия для выпуска в других отраслях могут оказаться более значимыми и продолжительными, дольше сдерживая экономическую активность.

Рост потребительского спроса в 2к26 ускорился. Часть участников связывали увеличение потребительской активности с реализованным ранее смягчением денежно-кредитных условий и снижением сберегательной активности. Дополнительную поддержку потреблению мог оказать высокий рост заработных плат в 1к26. Другие участники отмечали, что ускорение потребительского спроса отчасти могло быть вызвано временными факторами. Укрепление рубля в марте – мае могло временно повысить спрос на товары длительного пользования.

Большинство участников считали, что **имеющиеся данные не дают оснований делать вывод о значительном устойчивом ускорении потребительского спроса**. Доступные данные по потреблению преимущественно относились к апрелю – маю, когда на него влияли в том числе временные факторы. При этом в июле ожидания предприятий относительно будущего спроса существенно ухудшились. Исчерпание временных факторов, увеличение неопределенности в экономике и более умеренные темпы роста заработных плат могут привести к более сдержанной динамике потребления и совокупного спроса.

После сильного снижения в 1к26 инвестиционная активность в 2к26 возросла. В дальнейшем поддержку инвестициям могут оказать работы по восстановлению временно выбывших мощностей, а валовому накоплению – пополнение сократившихся запасов. Отдельные участники отметили, что инвестиции, направленные на восстановление мощностей, требуют дополнительных физических ресурсов, но не дают дополнительного прироста потенциала. Это необходимо учитывать при оценке разрыва выпуска в дальнейшем.

Напряженность на рынке труда продолжила постепенно снижаться.

По опросам, предприятия стали лучше обеспечены работниками. В апреле темпы роста заработных плат были ниже, чем в 2023–2025 годах, хотя по-прежнему опережали рост производительности труда. Большинство участников считали, что апрельские данные по зарплатам могут лучше отражать их динамику, поскольку они не искажены эффектами базы, в отличие от данных 1к26. На то, что заработные платы в 2026 году могут вырасти более умеренно, также указывали опросы компаний. Вместе с тем отдельные участники обсуждения считали, что устойчивого снижения напряженности на рынке труда не происходило: безработица в мае вернулась к историческому минимуму, а в некоторых регионах даже продолжила уменьшаться.

Участники отметили, что **более медленное, чем предусмотрено действующими бюджетными проектировками, сокращение структурного первичного дефицита означает больший бюджетный импульс и требует большей осторожности при дальнейшем смягчении денежно-кредитной политики**. Исполнение расходов в 1п26 шло выше прошлогодней траектории и исторической нормы. Уточненная траектория снижения структурного первичного дефицита до нулевого уровня к 2029 году пока не определена Правительством. При подготовке среднесрочного прогноза и принятии решения участники исходили из его плавного сокращения с 2% ВВП в 2026 году до 1% в 2027 году и 0,5% в 2028 году. Эти предпосылки будут уточнены после публикации новых бюджетных проектировок.

Большинство участников считали, что **временное выбытие мощностей не приведет к возобновлению дисбаланса между спросом и предложением в экономике**. Они ожидали постепенного восстановления мощностей и замедления роста внутреннего спроса. Вместе с тем отдельные участники отмечали риск более продолжительного сокращения производственных возможностей. Если в этом случае внутренний спрос продолжит расти высокими темпами и превысит возможности предложения, экономика может вернуться в состояние положительного разрыва выпуска, а инфляционное давление – усилиться. Для сдерживания инфляции и формирования условий для сбалансированного и устойчивого роста экономики потребуется большая жесткость денежно-кредитной политики.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С июньского заседания процентные ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ выросли. Процентные ставки по депозитам значительно не изменились. Фиксированные процентные ставки по кредитам компаниям и населению в мае снизились. Рост портфеля корпоративных кредитов в июне замедлился, а розничных кредитов – ускорился (м/м). Годовой темп роста денежной массы (M2) в июне повысился.



ДИСКУССИЯ

Большая часть участников согласилась, что **с июньского заседания по ключевой ставке денежно-кредитные условия в реальном выражении несколько смягчились из-за роста инфляционных ожиданий**. Оценки степени их жесткости различались, однако большинство **оценивало денежно-кредитные условия как умеренно жесткие**.

Номинальные процентные ставки преимущественно выросли.

- Ставки денежного рынка и доходности ОФЗ с июньского заседания увеличились на 40–130 базисных пунктов. Доходности ОФЗ в средней и дальней частях кривой приблизились к уровням, наблюдавшимся перед началом цикла снижения ключевой ставки. На коротком участке кривой их рост преимущественно отражал повышение ожидаемой траектории ключевой ставки. Долгосрочные доходности, по мнению участников обсуждения, увеличились в большей степени из-за возросшей неопределенности относительно параметров бюджетной политики. Участники рынка могли ожидать, что более значительный бюджетный импульс приведет к увеличению объема государственных заимствований и усилению инфляционного давления, что потребует проведения более жесткой денежно-кредитной политики. Вмененная инфляция, рассчитанная из доходностей ОФЗ, выросла.
- Депозитные ставки с июньского заседания существенно не изменились, хотя отдельные банки повысили ставки по вкладам. Банки могли реагировать на усиление спроса на наличные деньги и уменьшение темпов роста депозитов при сохраняющемся спросе на кредит. Было высказано мнение, что в условиях ускорения роста кредитования конкуренция банков за привлечение вкладов могла возрасти, что влияло на ставки по депозитам.
- Фиксированные ставки по корпоративным кредитам в мае продолжили снижаться. Однако в июне, по оперативным оценкам, они перешли к небольшому росту вслед за повышением доходностей корпоративных облигаций.

В 2к26 темп роста требований банков к экономике был выше, чем в 1к26.

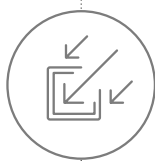
По месяцам он менялся неоднородно: после ускорения в апреле – мае в июне рост замедлился, главным образом из-за динамики корпоративного кредитования. В розничном сегменте, напротив, рост в июне ускорился как по ипотечным, так и по необеспеченным потребительским кредитам. Кредитную активность поддерживало произошедшее ранее смягчение денежно-кредитных условий. Участники отметили, что в целом в 1п26 рост требований к экономике был в диапазоне значений 2016–2019 годов.

Денежная масса в 2к26 росла быстрее, чем в 1к26, вследствие ускорения роста кредитования и активного исполнения бюджетных расходов. Накопленный с начала года прирост денежной массы в июне превысил верхнюю границу диапазона значений 2016–2019 годов. По итогам года темп роста денежной массы, вероятно, сложится выше апрельского прогноза. Участники отметили, что при таком значительном вкладе бюджета в рост денежной массы для ограничения его влияния на совокупный спрос требуется поддерживать такую жесткость денежно-кредитной политики, которая обеспечит более сдержанный рост кредитования, чем в 2к26. Отдельные участники подчеркивали, что наблюдаемые темпы роста денежной массы в этом году усиливают проинфляционные риски на прогнозном горизонте.

Сберегательная активность населения в мае – июне несколько снизилась, но оставалась высокой. При этом менялась структура сбережений. Средства на депозитах продолжали расти, однако их доля в приросте сбережений сокращалась. Одновременно увеличивались доля вложений в недвижимость и инструменты финансового рынка, а также спрос на наличные деньги.

Оценки текущей степени жесткости денежно-кредитных условий различались. Большинство участников оценивали их как умеренно жесткие. Номинальные ставки в основном оставались высокими, а реальные – положительными. После ускорения в апреле – мае рост кредитования в июне замедлился. Некоторое снижение нормы сбережения является естественным при смягчении денежно-кредитных условий. В то же время часть участников считали, что денежно-кредитные условия стали нейтральными. В пользу этой оценки свидетельствовали сближение депозитных ставок с инфляционными ожиданиями населения, ускорение роста кредитования и денежной массы в 2к26, а также снижение сберегательной активности населения.

Качество кредитного портфеля оставалось приемлемым. Большинство компаний были прибыльными и продолжали стабильно обслуживать кредиты. При этом снижение ключевой ставки в предыдущие 12 месяцев уменьшало процентные расходы заемщиков, поскольку около двух третей корпоративного кредитного портфеля выдано по плавающим ставкам. В то же время у отдельных заемщиков с высокой долговой нагрузкой наблюдалось ухудшение финансового положения. В июне – июле выросла доля реструктурированных кредитов в совокупном кредитном портфеле. В сегменте малого и среднего бизнеса дефолтность несколько снизилась, чему способствовали более строгие требования банков к качеству заемщиков при выдаче кредитов в 2025–2026 годах. В розничном кредитовании под влиянием макропруденциальных мер качество новых выдач улучшилось, а доля проблемных кредитов стабилизировалась. Банковский сектор в целом сохранял устойчивость, в том числе благодаря накопленному запасу капитала.



ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

По оперативным данным, в 2к26 рост мировой экономики замедлился. Инфляционное давление и ожидания дальнейшего роста цен в ключевых экономиках увеличились. Это привело к пересмотру вверх участниками рынка ожиданий по ставкам. Цены на нефть и большинство других товаров российского экспорта с июньского заседания выросли, а с апрельского – снизились. При этом они были выше среднего уровня 2025 года. Рубль в июне – июле ослаб по отношению к основным валютам.

ДИСКУССИЯ

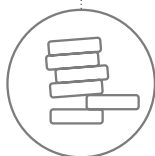
Конфликт на Ближнем Востоке по-прежнему сильнее отражался на мировой инфляции, чем на экономической активности. Несмотря на масштабный ценовой шок на сырьевых рынках в конце 1к26, рост мировой экономики оставался устойчивым. При этом инфляционное давление в ключевых развитых экономиках складывалось выше ожиданий. Участники обсуждения отметили, что неопределенность относительно дальнейшей динамики мировой инфляции сохраняется. Она связана в том числе с возможным возникновением вторичных эффектов сырьевого шока: рост издержек может постепенно распространиться на более широкий круг товаров и услуг даже после снижения цен на сырье. Большинство крупнейших центральных банков сохраняли ставки неизменными, а некоторые перешли к повышению. На этом фоне снижение ключевой ставки Банком России ведет к более выраженному сокращению дифференциала процентных ставок между Россией и другими странами.

На российскую экономику ситуация вокруг Ормузского пролива пока оказывала преимущественно дезинфляционное влияние. Рост мировых цен на энергоносители увеличил экспортную выручку и поддержал укрепление рубля в марте – мае. Этот эффект уже в значительной мере проявился в сдержанной динамике потребительских цен весной.

Участники отметили, что **цены на нефть в 2п26 могут сложиться ниже, чем предполагал апрельский прогноз Банка России.** После договоренности о возобновлении судоходства через Ормузский пролив нефтяные котировки начали корректироваться вниз быстрее, чем ожидалось, хотя и сохранялась их повышенная волатильность. В случае устойчивого перемирия и постепенного восстановления добычи нефти странами ОПЕК+ до конца 2026 года мировой рынок может вернуться к профициту уже в 4к26. При этом сократившиеся запасы, вероятно, будут пополняться постепенно, а дополнительный спрос на нефть в этих целях лишь частично смягчит влияние увеличения предложения на баланс рынка. Вместе с тем устойчивость перемирия на Ближнем Востоке остается фактором неопределенности.

В 2к26 сальдо счета текущих операций увеличилось и сложилось выше уровня прошлого года благодаря более высоким стоимостным объемам экспорта. Импорт также вырос на фоне предшествующего укрепления рубля и более высокого потребительского спроса в 2к26, частично ограничивая увеличение внешнеторгового сальдо. В 2п26 стоимостный объем экспорта будут сдерживать последствия временного выбытия производственных и инфраструктурных мощностей, а также снижение мировых цен на нефть. Сокращение экспорта нефтепродуктов будет частично компенсировано увеличением вывоза сырой нефти.

Рубль с июньского заседания скорректировался к уровню конца апреля 2026 года. Участники связывали ослабление рубля прежде всего с заметным снижением цен на основные товары российского экспорта с середины мая. При этом спрос на иностранную валюту для оплаты импорта оставался высоким, что также вносило вклад в динамику рубля. Участники отметили, что значительная часть влияния на экономику колебаний цен на нефть сглаживается действующим бюджетным правилом.



ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники согласились, что **проинфляционные риски по-прежнему преобладают над дезинфляционными на среднесрочном горизонте**. При этом с июньского заседания проинфляционные риски возросли.

Основные **проинфляционные риски** включают:

- *Значительный бюджетный импульс в среднесрочной перспективе.* Сохраняется неопределенность относительно траектории сокращения структурного первичного дефицита к нулевому уровню в 2029 году. Чем медленнее будет снижаться дефицит, тем более сдерживающее влияние должна оказывать денежно-кредитная политика на кредитную активность и спрос в экономике, чтобы избежать усиления инфляционного давления. Дополнительным проинфляционным фактором может стать расширение программ льготного кредитования, ослабляющее влияние денежно-кредитной политики на спрос.
- *Дисбаланс спроса и предложения.* Потребительская активность может оставаться высокой. Этому могут способствовать быстрый рост кредитования, снижение сберегательной активности и опережающий увеличение производительности рост заработных плат на фоне сохраняющейся напряженности на рынке труда. Наряду с потребительской активностью, высокие бюджетные расходы также могут поддержать рост внутреннего спроса. Одновременно выбытие части производственных мощностей может оказаться более продолжительным, чем предполагается. В результате рост внутреннего спроса может вновь опередить возможности расширения предложения, усиливая инфляционное давление.

- *Длительное сохранение высоких инфляционных ожиданий.* Если инфляционные ожидания населения и бизнеса останутся высокими в течение длительного времени, в том числе из-за ситуации на топливном рынке, это может усилить перенос возросших издержек в цены и замедлить снижение устойчивой инфляции.
- *Ухудшение внешних условий.* Сохраняется неопределенность относительно дальнейшего развития ситуации на Ближнем Востоке и последствий произошедшего роста цен на сырьевые товары для мировой экономики и инфляции. Более слабый рост мировой экономики может ограничивать спрос на российский экспорт. Экспортная выручка может также уменьшиться в случае более быстрого восстановления предложения нефти и снижения мировых цен. Ускорение внешней инфляции, в том числе из-за новых перебоев в поставках и роста логистических издержек, может усилить инфляционное давление в России через удорожание импортируемых товаров.

Основные **дезинфляционные факторы** включают:

- *Значительное замедление роста внутреннего спроса.* Умеренно жесткие денежно-кредитные условия в сочетании с возросшей налоговой нагрузкой и увеличившейся неопределенностью в экономике могут сильнее повлиять на динамику спроса, чем предполагается. Компании могут более существенно сократить планы по инвестициям, найму работников и повышению заработных плат. Потребительская активность может ослабнуть из-за усиления склонности населения к сбережению в условиях возросшей неопределенности. В результате внутренний спрос может сильно замедлиться, а инфляция – сложиться ниже прогноза.



ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Участники рассмотрели обновленные прогнозные расчеты: базовый сценарий и его вариации.

По итогам анализа данных и с учетом прогнозов **участники детально обсудили следующие варианты решения:**

- сохранение ключевой ставки на уровне 14,25% годовых;
- снижение ключевой ставки на 25 б.п., до 14,00% годовых.

Основная часть участников обсуждения отметили, что пространство для снижения ключевой ставки до конца года сохраняется, хотя и сузилось. Различия их позиций касались сроков снижения: одни участники

выступали за снижение ключевой ставки на текущем заседании, другие – за ее сохранение с возможностью вернуться к снижению позднее. Предложение повысить ключевую ставку предметного обсуждения не получило.

Основные аргументы участников, предлагавших **сохранить ключевую ставку неизменной**, следующие.

- *Существенное ускорение текущего роста цен и неопределенность относительно вторичных эффектов удорожания топлива.* В июне текущий рост цен превысил 10% с.к.г. и, судя по недельным данным, оставался высоким в июле. Повышение наблюдалось и в отдельных показателях устойчивой инфляции. Выросли инфляционные ожидания. Пока недостаточно данных, чтобы делать однозначный вывод о временности или устойчивости усиления инфляционного давления. Вторичные эффекты удорожания топлива могут еще проявиться. Пауза в снижении ставки позволила бы получить больше данных для оценки масштаба и устойчивости этих эффектов.
- *Возможное ослабление сдерживающего влияния денежно-кредитных условий.* С учетом роста инфляционных ожиданий денежно-кредитные условия могли стать близкими к нейтральным. Признаками этого являются ускорение роста кредитования в 2к26 и снижение сберегательной активности населения.
- *Недостаточность данных для вывода о временном характере активизации потребительского спроса.* В 2к26 рост потребительского спроса ускорился и сложился выше ожиданий. Поддерживать потребление могли высокие темпы роста заработных плат в 1к26. При этом замедление их роста в апреле может оказаться временным с учетом сохраняющейся напряженности на рынке труда.
- *Неопределенность относительно сроков восстановления производственных мощностей.* Их более медленное восстановление может привести к снижению потенциала экономики и усилить инфляционное давление даже при возвращении спроса к более сдержанной динамике.
- *Более значительный бюджетный импульс.* Траектория сокращения структурного первичного дефицита в среднесрочной перспективе пока не определена. В условиях более существенного расширения государственного спроса для возвращения инфляции к цели может потребоваться дольше сохранять жесткость денежно-кредитной политики, чтобы обеспечить сдержанный рост кредитования и частного спроса.

Основные аргументы участников, которые предлагали **снизить ключевую ставку на 25 б.п.**, следующие.

- *Временный характер ускорения текущего роста цен.* В июне ускорение было главным образом связано с разовыми и волатильными факторами

(ростом цен на топливо, динамикой цен на плодоовощную продукцию). Большинство показателей устойчивой инфляции в июне оставалось в диапазоне 4–5% с.к.г. При этом в июле появились признаки стабилизации ситуации на топливном рынке. Поэтому произошедшее ускорение не означало устойчивого усиления инфляционного давления.

- *Ограниченный масштаб вторичных эффектов роста цен на топливо в условиях более сдержанного спроса.* Значимая часть прямого влияния на инфляцию увеличения цен на топливо уже реализовалась. Опросы указывали на снижение ожиданий предприятий относительно будущего спроса и выпуска, что может ограничить их возможности по переносу возросших издержек в цены. Повышение инфляционных ожиданий также может оказаться временным, как это было после увеличения НДС.
- *Разовые факторы ускорения потребительского спроса.* В 2к26 его рост могло поддерживать увеличение спроса на автомобили и импортные товары на фоне укрепления рубля весной 2026 года. В апреле рост заработных плат замедлился, а планы компаний по их индексации в 2026 году были умеренными. Сдерживать рост потребительской активности может также возросшая неопределенность в экономике.
- *Сохранение умеренно жестких денежно-кредитных условий.* Номинальные ставки находились на высоком уровне, а реальные – в положительной области. Несмотря на ускорение в апреле – мае, рост кредитования в целом укладывался в прогнозную траекторию.
- *Ограниченное влияние бюджетного импульса на устойчивую инфляцию в 2026 году.* Несмотря на активное исполнение бюджетных расходов в 1п26, устойчивое инфляционное давление в 2к26 в целом оставалось в диапазоне 4–5% с.к.г. Это могло указывать на то, что дополнительное влияние бюджетной политики на спрос пока в значительной мере компенсировалось сдерживающим влиянием денежно-кредитной политики.

По итогам дискуссии большинство участников пришли к выводу, что снижение ключевой ставки на 25 б.п. на текущем заседании совместимо с возвращением инфляции к 4% в 2027 году.

В зависимости от решения по ключевой ставке участники предлагали разные сигналы.

- Большинство участников, выступавших за снижение ключевой ставки на 25 б.п., предлагали не давать сигнал о направленности дальнейших решений. Хотя они считали, что ускорение роста потребления и текущего роста цен скорее временно, а вторичные эффекты увеличения цен на топливо будут ограниченными, неопределенность относительно них сохраняется. Кроме того, по-прежнему неизвестны среднесрочные параметры бюджета. В этих условиях нельзя уверенно говорить о большей возможности дополнительного снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях.

- Участники, предлагавшие сохранить ключевую ставку, в основном выступали за умеренно мягкий сигнал с сохранением указания на оценку целесообразности ее дальнейшего снижения на ближайших заседаниях. По их мнению, такой сигнал соответствовал бы базовому сценарию, в котором допускается возможность постепенного уменьшения ключевой ставки.

По итогам обсуждения большинство участников поддержали снижение ключевой ставки на 25 б.п. при отказе от направленного сигнала, считая, что это повысит гибкость дальнейших решений в условиях значительных проинфляционных рисков.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 24 июля 2026 года снизил ключевую ставку на 25 б.п., до 14,00% годовых**. Банк России будет принимать дальнейшие решения по ключевой ставке в зависимости от динамики инфляции и инфляционных ожиданий, а также от оценки рисков со стороны внутренних и внешних условий. Прямые и вторичные эффекты временного сокращения производственных возможностей, а также более стимулирующая бюджетная политика требуют более плавного снижения ключевой ставки. Поэтому диапазон средней ключевой ставки повышен до 14,5–14,6% годовых в 2026 году, 10,5–12,5% в 2027 году и 8,0–9,0% в 2028 году. В 2029 году ключевая ставка ожидается в диапазоне 7,5–8,5% годовых, соответствующем оценке ее долгосрочного нейтрального уровня.

По прогнозу Банка России, с учетом произошедшего значимого удорожания топлива годовая инфляция составит 6,0–7,0% в 2026 году. При этом денежно-кредитная политика будет способствовать сохранению устойчивой инфляции в 2026 в диапазоне 4–5% с.к.г., возвращению годовой инфляции к цели в 2027 году и ее дальнейшему нахождению вблизи 4%. Прогноз роста ВВП на 2026 год снижен до 0,0–1,0%, в том числе из-за временного сокращения производственных возможностей в отдельных отраслях. В дальнейшем экономика будет расти темпами 1,5–2,5% в год, что соответствует долгосрочным темпам роста потенциального выпуска. Подробнее о среднесрочном прогнозе Банка России можно прочитать в [Комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России](#).