



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 13 СЕНТЯБРЯ 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 оценки того, как складывающиеся экономические тенденции соотносятся с июльским базовым макроэкономическим прогнозом на 2024–2027 годы и его вариациями. 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	6
▶ 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 темп роста цен в августе составил 7,6% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.). Базовая инфляция в августе была равна 7,7% с.к.г., что ниже среднего уровня II квартала, но выше среднего уровня I квартала 2024 года. Большинство индикаторов инфляционных ожиданий повысилось. В II квартале 2024 года рост экономики замедлился по сравнению с I кварталом 2024 года. По оперативным данным и данным опросов, в июле – августе темпы роста экономики продолжили снижаться. Появились признаки охлаждения потребительской и инвестиционной активности. Индикатор бизнес-климата Банка России в сентябре снизился в части текущих оценок спроса и производства. Ожидания компаний по спросу и выпуску оставались на высоком уровне. Уровень безработицы в июле снизился до нового исторического минимума – 2,4% с сезонной корректировкой. Рост реальных и номинальных зарплат в июне замедлился. Сальдированный финансовый результат крупных и средних компаний (за исключением кредитных организаций), полученный за последние 12 месяцев, оставался высоким, хотя и уменьшился до 32,4 трлн рублей в июне с 34,5 трлн рублей в мае.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения согласились, что **инфляционное давление оставалось высоким и процесс дезинфляции, наблюдавшийся в начале 2024 года, пока не возобновился.** Показатели инфляции, очищенные от влияния волатильных компонентов, в июле – августе находились в диапазоне 6–8% в годовом выражении. Это говорит о сохранении повышенного инфляционного давления в его устойчивой части. На динамику общей инфляции значительно влияло и удорожание ряда товаров с высокой волатильностью цен, а также услуг с регулируруемыми ценами. В частности, в июле существенное влияние на инфляцию оказывала повышенная индексация тарифов на коммунальные услуги. В июле – августе высокими темпами росли цены на бензин, а плодоовощная продукция не дешевела так, как обычно в это время года. По оценкам экспертов, урожай в этом году, хотя и будет ниже высокого уровня прошлого года, останется вблизи средних многолетних значений. Участники согласились, что инфляционные риски со стороны динамики урожая сохраняются, но они невысоки.

Участники отметили, что **инфляция в III квартале 2024 года складывается выше ожиданий Банка России.** Высокое ценовое давление – это в значительной степени результат перегрева, который наблюдался в экономике в первом полугодии 2024 года. Ужесточение денежно-кредитной политики в последние месяцы еще не в полной мере отразилось на динамике цен из-за временных лагов. В то же время инфляционное давление в июле – августе оказалось выше, чем оценивал Банк России на момент принятия

решения по ключевой ставке в июле. Участники согласились, что с высокой вероятностью в 2024 году темпы роста цен превысят июльский прогноз Банка России. Учитывая уточнение оценки текущего ценового давления, **жесткость денежно-кредитных условий для снижения инфляции к цели в 2025 году, по мнению участников совещания, должна быть выше.**

Большинство индикаторов инфляционных ожиданий повысилось. Инфляционные ожидания населения росли четыре месяца подряд. Последние месяцы высокими темпами дорожали товары-маркеры (бензин, молоко). Это могло сказаться на динамике инфляционных ожиданий населения, учитывая их чувствительность к росту цен на отдельные товары. Ценовые ожидания предприятий также повысились, особенно сильно – в розничной торговле. Ожидания профессиональных аналитиков по инфляции на 2025 год выросли и находятся выше 4%. После июльского повышения ключевой ставки вмененная инфляция, рассчитанная из ОФЗ-ИН, снизилась, но оставалась на повышенном уровне. Участники обсуждения отметили, что **инфляционные ожидания растут, несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики. Это может указывать на снижение степени закоренности инфляционных ожиданий, то есть увеличение их адаптивности.** В такой ситуации экономические агенты при принятии решений о сбережении, потреблении и инвестировании все в большей мере ориентируются на прошлую динамику роста цен, а не на установленную цель по инфляции. В результате спрос населения и компаний может продолжить расти высокими темпами, что затруднит формирование дезинфляционного тренда и потребует проведения более жесткой денежно-кредитной политики более продолжительное время.

В то же время по сравнению с первой половиной года **в июле – августе появились признаки охлаждения внутреннего спроса** (потребительского и инвестиционного). Участники обсуждения согласились, что на спрос повлияла как проводимая с середины 2023 года денежно-кредитная политика, так и ряд автономных факторов, которые дополнительно ужесточили денежно-кредитные условия (в частности, макропруденциальные меры). При этом последние решения по ключевой ставке и изменения в коммуникации пока не в полной мере отразились на динамике внутреннего спроса, учитывая лаги. Несмотря на признаки замедления, **рост внутреннего спроса остается высоким.**

- Спрос со стороны населения сохраняется высоким. Значительная часть возросших доходов по-прежнему направляется на расширение потребления. Поддержку потребительскому спросу оказывает и продолжающийся рост розничного кредитования.
- При снижении текущих оценок бизнес-климата компании сохраняют оптимистичные ожидания относительно перспектив ведения бизнеса. За прошедшие годы предприятия накопили значительные собственные средства. В этом году их финансовый результат остается стабильно высоким. Это позволяет компаниям продолжать инвестировать, а также привлекать и обслуживать кредиты даже при высоких процентных ставках.

- Сохраняется высокий государственный спрос. Он вносит вклад в рост совокупного спроса как напрямую, так и опосредованно – через влияние на поведение и ожидания населения и бизнеса. Различные льготные программы, государственные заказы, бюджетные выплаты оказывают поддержку потребительской и инвестиционной активности.

В условиях имеющихся ограничений на стороне предложения высокий внутренний спрос превосходит производственные возможности экономики и остается основным фактором сохранения повышенного инфляционного давления. Расширение предложения в экономике обычно требует продолжительного времени. Последовательная макроэкономическая политика должна учитывать эти лаги и обеспечивать такие темпы роста спроса, которые соразмерны возможностям и скорости наращивания предложения. В российской экономике, находящейся в состоянии значительного положительного разрыва выпуска, для обеспечения дезинфляции необходимо, чтобы внутренний спрос какое-то время рос более умеренными темпами по сравнению с темпами расширения предложения. Только в этом случае положительный разрыв выпуска закроется, а экономика постепенно вернется на траекторию сбалансированного роста. На это направлена проводимая Банком России денежно-кредитная политика. Участники обсуждения отметили, что скорость увеличения предложения на текущем этапе ограничивается рядом факторов: дефицитом трудовых ресурсов, высокой загрузкой производственных мощностей и внешними ограничениями, затрудняющими импорт оборудования и технологий.

Основным фактором, сдерживающим расширение предложения, остается дефицит трудовых ресурсов. На рынке труда сохраняется напряженная ситуация. Безработица продолжила снижаться. Опросы компаний указывают на дальнейший рост доли предприятий, испытывающих дефицит кадров. Многие предприятия в ходе опросов говорили об увеличении издержек на труд. Участники обсуждения отметили, что, оценивая состояние рынка труда, важно смотреть не только на динамику зарплат, темп роста которых несколько замедлился, но и на другие виды издержек компаний на привлечение и удержание персонала. По информации главных управлений Банка России, ряд предприятий увеличивают социальный пакет и выплаты на отдых, оплачивают жилье и транспорт. Рост издержек на труд продолжает опережать увеличение производительности труда. В условиях высокого внутреннего спроса компании имеют возможность переносить возросшие издержки в цены.

Одним из центральных моментов дискуссии стало обсуждение **причин замедления экономического роста: происходит оно преимущественно из-за охлаждения внутреннего спроса или в основном из-за ограничений на стороне предложения.** Если преобладает замедление внутреннего спроса, то положительный разрыв выпуска должен сокращаться,

а инфляция – снижаться. Признаки охлаждения внутреннего спроса есть. Однако уменьшения инфляционного давления не наблюдается. Это означает, что замедление роста экономики во многом связано с факторами на стороне предложения. Дефицит трудовых ресурсов остается высоким и ограничивает наращивание выпуска товаров и услуг. В ходе опросов ряд компаний говорили о невозможности нарастить производство, несмотря на высокий спрос на продукцию. Дополнительным временным ограничением на стороне предложения является выполнение соглашений ОПЕК+, что сказывается на динамике добычи и является одним из факторов замедления экономической активности в последние месяцы. В целом более слабый внешний спрос в условиях замедления мировой экономики сдерживает рост экспортных доходов, которые в настоящее время являются основным источником для финансирования импорта. Данный фактор в сочетании с санкционным давлением, усложняющим и удорожающим импортные поставки, снижает возможности для увеличения импорта и негативно влияет на расширение совокупного предложения. В итоге участники заключили, что в наблюдаемом замедлении экономической активности **факторы предложения в настоящее время, скорее всего, преобладают над факторами спроса.**

В настоящее время в базовом сценарии **Банк России исходит из неизменности объявленной траектории нормализации бюджетной политики.** Прогноз предполагает постепенную нормализацию бюджетной политики с возвратом к формированию расходов федерального бюджета в соответствии с принципами бюджетного правила в 2025 году и сохранением нулевого первичного дефицита в дальнейшем. Банк России учтет в макроэкономическом прогнозе обновленные параметры бюджетной политики после публикации проекта федерального бюджета осенью 2024 года.

Участники отметили, что бюджетная политика в целом оказывает значительное влияние на спрос в экономике. В первую очередь важны размер дефицита бюджета и скорость нормализации бюджетной политики. Но дополнительное влияние на спрос и инфляцию может возникать и вследствие изменения структуры доходов и расходов. Кроме того, важны параметры макроэкономического прогноза, на основе которого формируются среднесрочные параметры бюджета. Если фактическая ситуация в экономике будет развиваться по более консервативному сценарию, чем тот, который закладывался при планировании бюджетных расходов, то может потребоваться их сокращение для большего соответствия доходам. В случае же неизменности расходов и снижения доходов произойдет увеличение дефицита. Рост дефицита означает больший вклад бюджета в прирост денежных агрегатов, а госсектора – в совокупный спрос. Поэтому при прочих равных в этом случае для поддержания совокупного спроса на сбалансированной траектории, а инфляции – на цели потребуются более сдержанный рост кредита экономике и, соответственно, более жесткая денежно-кредитная политика.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С июльского заседания ставки денежного рынка и доходности ОФЗ на коротких и средних сроках существенно выросли, а доходности ОФЗ на длинных сроках снизились. Инверсия кривой ОФЗ увеличилась. Реальные доходности ОФЗ-ИН 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 июле оставалась высокой. При этом в розничном сегменте наблюдалось замедление роста кредитования за счет как ипотеки, так и необеспеченного потребительского кредитования. Темпы роста корпоративного кредитования оставались повышенными.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **денежно-кредитные условия существенно ужесточились с июльского заседания** вслед за повышением ключевой ставки, ужесточением сигнала и повышением прогнозной траектории ключевой ставки в базовом сценарии Банка России.

- Ставки денежного рынка выросли. Инверсия кривой ОФЗ увеличилась. Снижение доходностей ОФЗ на длинных сроках может говорить о большей уверенности участников рынка, что инфляция снизится на среднесрочном горизонте. Рыночные ожидания по траектории ключевой ставки сдвинулись вверх.
- Рост депозитных и кредитных ставок продолжился. С учетом лагов влияния денежно-кредитной политики потенциал повышения депозитных и кредитных ставок еще не исчерпан. Они продолжают подстраиваться под изменение доходностей ОФЗ и рост ставок денежного рынка.

Участники отметили, что **рост кредитования в июле – августе оставался высоким, хотя и замедлился в некоторых сегментах**. Возросшие доходы населения и компаний позволяли им продолжать привлекать кредиты даже в условиях высоких процентных ставок. Денежно-кредитная политика влияла на кредитный рынок неравномерно. Ее влияние было частично ограничено рядом нерыночных факторов в отдельных сегментах, в том числе льготными программами кредитования. Изменение денежно-кредитной политики больше влияло на ту часть кредитного рынка, где заемные средства предоставлялись по рыночным ставкам. Участники обсуждения в очередной раз отметили, что чем больше доля кредитов, нечувствительных к изменениям денежно-кредитной политики, тем выше должны быть ставки по остальным кредитам, чтобы повлиять на кредитную активность в целом, спрос и инфляцию.

- Рост розничного кредитования в июле замедлился. Снижение темпов роста необеспеченного потребительского кредитования было связано как с ужесточением денежно-кредитной политики, так и с мерами макропруденциальной политики. Темпы роста ипотеки снизились из-за завершения безадресной льготной ипотеки и изменения параметров других льготных программ.
- Кредитная активность в корпоративном сегменте оставалась высокой. Рост корпоративного кредита поддерживался позитивными ожиданиями компаний по спросу, проектным финансированием жилищного строительства и активностью крупных заемщиков, связанной с государственным спросом. В то же время в сегментах корпоративного кредитования, более чувствительных к изменению ключевой ставки, спрос на кредиты снижается. Данные опросов говорят о том, что около половины компаний планируют снизить объемы заимствований.

Участники отметили, что подстройка кредитного рынка к изменению денежно-кредитной политики пока не закончена. Она продолжится в ближайшие кварталы. **Для устойчивого снижения инфляции необходимо более существенное замедление роста общего кредитного портфеля.**

Участники обсуждения отметили, что произошедшее повышение ключевой ставки не привело к увеличению рисков для финансовой устойчивости для большинства заемщиков. Данные отчетности публичных компаний за первое полугодие также говорят о том, что компании в целом сохраняют финансовую устойчивость, несмотря на ухудшение финансовых показателей у некоторых из них. Кроме того, компании сформировали подушку безопасности благодаря высоким прибылям последних лет. Несмотря на возросшие процентные платежи, качество выданных банками кредитов остается хорошим: доля «плохих» кредитов в портфеле сохраняется на невысоком уровне. У банков не наблюдается роста заявок на реструктуризацию кредитов из-за ухудшения финансового положения заемщиков. В то же время необходимо продолжить мониторинг финансовой устойчивости заемщиков для своевременного выявления рисков.

Участники обсудили причины снижения котировок на рынке акций. Ужесточение денежно-кредитной политики, направленное на снижение инфляции, привело к росту ставок денежного рынка, депозитных ставок и доходностей облигаций. Кроме того, инвесторы скорректировали свои ожидания о будущих финансовых результатах компаний и их стоимости. Помимо ужесточения денежно-кредитной политики, на эти ожидания повлияли принятые налоговые изменения и ухудшение конъюнктуры на внешних рынках. На динамику активов фондового рынка также влияла переоценка акций в связи с выплатами дивидендов (дивидендный гэп). В результате часть инвесторов переключали средства с рынка акций в депозиты, фонды денежного рынка и облигации.

Участники отметили, что **сберегательная активность населения остается высокой, однако дальнейшего ее роста пока не происходит**. Высокие темпы роста доходов позволяют гражданам одновременно наращивать сбережения и увеличивать потребление.

Участники заключили, что снижение темпов роста кредитования происходит слишком медленно, а требуемого усиления сберегательной активности не наблюдается. Это может говорить о недостаточной жесткости денежно-кредитных условий. По мнению участников обсуждения, **необходим дополнительный импульс со стороны денежно-кредитной политики для усиления сберегательной активности, замедления роста кредитования и формирования устойчивого дезинфляционного тренда**.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

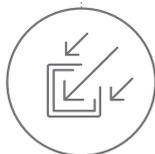
ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Рост мировой экономики постепенно замедляется. Инфляция в ключевых развитых экономиках снижается. Рыночные ожидания по ставкам ФРС США и ЕЦБ предполагают более быструю нормализацию денежно-кредитной политики в этих регионах, чем раньше. С июльского заседания по ключевой ставке индекс цен товаров российского экспорта снизился преимущественно из-за значительного снижения цен на нефть и сталь. Чтобы поддержать нефтяные котировки, ОПЕК+ отложила наращивание добычи нефти до декабря 2024 года. Профицит счета текущих операций в летние месяцы сезонно снизился. Стоимостный объем экспорта в целом был близок к значениям прошлого года. Стоимостный объем импорта по-прежнему находился ниже прошлогодних значений, но его отставание от прошлогодних значений уменьшилось.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **ситуация в мировой экономике в целом развивалась в соответствии с июльским прогнозом Банка России. Однако за прошедший период возросли риски формирования более низкой цены на нефть на прогнозном горизонте**. Это связано с увеличением опасений у участников рынка по поводу темпов дальнейшего роста мировой экономики, в частности экономики Китая. В результате на среднесрочном горизонте спрос на нефть может оказаться более слабым. Кроме того, ускорение перехода на более энергоэффективные технологии в мире и расширение добычи в США могут также оказать понижающее давление на нефтяные котировки в ближайшие годы.

Из-за замедления инфляции и экономической активности в ключевых развитых экономиках участники рынка ожидают более существенного и быстрого смягчения денежно-кредитной политики ФРС США и ЕЦБ. Однако сохраняющиеся проинфляционные риски в США, связанные



с высоким бюджетным дефицитом, по мнению участников обсуждения, могут ограничивать скорость снижения ставки ФРС США. Кроме того, анализ указывает на более высокую нейтральную процентную ставку в США.

Стоимостные объемы экспорта по-прежнему оставались вблизи уровней 2023 года. Отставание импорта от прошлогодней траектории несколько сократилось. Участники согласились, что импорт находится ниже того уровня, который можно было ожидать при столь высоком внутреннем спросе. Это может косвенно говорить о том, что проблемы с трансграничными платежами и логистикой оказывают сдерживающее влияние на импорт. По оперативным опросам, в последние месяцы увеличилась доля компаний, испытывающих проблемы с платежами для оплаты импорта. Участники также отметили, что заказы на импорт оформляются и оплачиваются заранее. Поэтому в текущей динамике импорта проблемы с платежами и логистикой, вероятно, еще не проявились в полной мере.

Участники обсуждения согласились, что произошедшее ослабление рубля будет иметь слабый проинфляционный эффект. В целом динамика курса остается стабильной: рубль вернулся к уровням мая 2024 года после значительного укрепления в летние месяцы. Участники обсуждения отметили, что на фоне усиления санкций ценообразование на валютном рынке временно стало менее эффективным, усилилась сегментация рынка. Однако в дальнейшем можно ожидать адаптации участников рынка к новым условиям и выравнивания курса рубля в разных сегментах рынка.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники обсуждения пришли к заключению, что **баланс рисков остается существенно смещенным в сторону проинфляционных**. При этом увеличились проинфляционные риски, связанные с ухудшением условий внешней торговли.

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

- *Усиление ограничений на стороне предложения.* Дальнейшее увеличение дефицита кадров может привести к большему отставанию производительности труда от роста реальных заработных плат. 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. Усиление ограничений на стороне предложения даже при некотором охлаждении внутреннего спроса может привести к сохранению высокого инфляционного давления или даже к его усилению.



- *Ухудшение условий внешней торговли под влиянием геополитической ситуации и ухудшения конъюнктуры на мировых товарных рынках.* В частности, более сильное замедление роста крупнейших экономик мира, а также ускорение перехода на более энергоэффективные технологии могут привести к снижению спроса на сырьевые товары. Это в свою очередь приведет к сокращению российского экспорта и при одновременном сохранении высокого рублевого спроса на импорт может создать риски для динамики курса рубля и инфляции.
- *Сохранение высоких и незаякоренных инфляционных ожиданий, чувствительных к временным эпизодам роста цен на отдельные товары или услуги.* Это может усиливать вторичные эффекты в динамике инфляции: приводить к дальнейшему расширению спроса и препятствовать снижению инфляционного давления.
- *Расширение бюджетного дефицита, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой дополнительных доходов и расходов бюджета.* Бюджетная политика оказывает значительное влияние на спрос в экономике. В первую очередь важны размер дефицита бюджета и скорость нормализации бюджетной политики. Но дополнительное влияние на спрос и инфляцию может возникать и вследствие изменения структуры доходов и расходов. Если среднесрочные параметры бюджетной политики окажутся более мягкими, чем текущие бюджетные проектировки, может потребоваться дополнительное ужесточение денежно-кредитной политики.

Дезинфляционные риски выражены слабо и в основном связаны с возможным более быстрым замедлением внутреннего спроса под влиянием 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

С учетом статистических данных, вышедших с июльского заседания, и оценки развития ситуации относительно июльского прогноза Банка России участники обсуждения согласились, что **необходимо дополнительное ужесточение денежно-кредитных условий**. Они отметили, что такое ужесточение может быть обеспечено повышением ключевой ставки или использованием направленного сигнала о возможности ее повышения на ближайшем заседании, а также их сочетанием.



В связи с этим в ходе обсуждения участники рассматривали следующее:

- В части уровня ключевой ставки – ее сохранение на уровне 18,00% годовых, повышение до 19,00 и 20,00% годовых.
- В части вариантов направленного сигнала – как жесткий (допускает возможность повышения), так и умеренно жесткий (оценит целесообразность повышения) сигнал о возможности повышения ключевой ставки на ближайшем или ближайших заседаниях в зависимости от оценки вероятности такого шага.

Аргументы в пользу **сохранения ключевой ставки** на уровне 18,00% годовых:

- Высокое инфляционное давление в июле – августе может в большей степени отражать тот значительный положительный разрыв выпуска, который складывался в II квартале 2024 года. Поскольку отдельные оперативные индикаторы указывают на замедление экономической активности в течение III квартала, в том числе охлаждение внутреннего спроса, дезинфляция может возобновиться в ближайшие месяцы. Для закрепления этого процесса в настоящий момент может быть достаточно ужесточения сигнала.
- Эффекты от ужесточения денежно-кредитных условий в последние месяцы, в том числе от июльского повышения ключевой ставки, еще не полностью отразились на динамике кредитования и внутреннего спроса. Кроме того, сворачивание безадресной льготной ипотеки, ужесточение макропруденциальных мер и отмена регуляторных послаблений для банков (в части выполнения норматива краткосрочной ликвидности) остаются значимыми автономными факторами ужесточения условий банковского кредитования. С учетом этого до рассмотрения вопроса о повышении ключевой ставки может быть целесообразно дождаться дополнительных данных, характеризующих влияние предыдущих решений по ключевой ставке на кредитную и сберегательную активность.

Аргументы в пользу **повышения ключевой ставки**:

- Замедление экономической активности в последние месяцы, вероятно, в большей степени отражает не охлаждение внутреннего спроса, а исчерпание доступности факторов производства – труда и капитала. В результате положительный разрыв выпуска мог оставаться высоким или даже вырасти при замедляющемся росте экономики.
- С учетом полученных в июле и августе данных по инфляции вероятность того, что инфляция в 2024 году сложится выше июльского базового прогноза Банка России, высока. Повышение ключевой ставки создаст дополнительные условия для возобновления дезинфляции и возвращения инфляции к цели в 2025 году.

- Ситуация с инфляционными ожиданиями продолжает ухудшаться (за исключением снижения вмененной инфляции, рассчитанной из ОФЗ-ИН). Растущая адаптивность инфляционных ожиданий усиливает инерцию текущей высокой инфляции. Дополнительное повышение ключевой ставки поможет снизить инфляционные ожидания и сохранить доверие к денежно-кредитной политике.
- С учетом большого количества нерыночных факторов, влияющих на динамику кредитования, необходимо более выраженное охлаждение рыночного сегмента кредитного рынка. Это обеспечит сбалансированные темпы роста совокупного кредитного портфеля банков.

Взвесив аргументы в пользу сохранения и повышения ключевой ставки, участники обсуждения пришли к выводу, что **дальнейшее повышение ключевой ставки необходимо**. Признаков замедления экономической активности из-за растущих ограничений на стороне предложения больше, чем признаков ее замедления из-за охлаждения спроса. Это подтверждает и высокое текущее инфляционное давление, особенно в его устойчивой части. Кроме того, участники обсуждения отметили, что фактический текущий рост цен в июле – августе сложился выше первоначальных оценок, которые принимались во внимание при повышении ключевой ставки в июле, а по итогам 2024 года инфляция, вероятно, превысит июльский прогнозный диапазон. Соответственно, **денежно-кредитная политика должна создать дополнительные условия для возвращения инфляции к цели в 2025 году, учитывая лаги трансмиссии**.

Согласившись с необходимостью дальнейшего повышения ключевой ставки, участники обсудили размер шага – **до 19,00% годовых (более умеренный шаг) или до 20,00% годовых (более сильный шаг)**:

- Аргументом в пользу более сильного шага является проблема инерции высокой инфляции. Чем дольше высокое инфляционное давление сохраняется в экономике, тем более выраженными становятся вторичные эффекты со стороны инфляционных ожиданий. Поэтому повышение ключевой ставки до 20,00% годовых в сентябре помогло бы с большей уверенностью переломить инфляционные тенденции и снизить инфляционные ожидания.
- Более умеренный шаг обосновывался тем, что, несмотря на более высокую, чем ожидалось, инфляцию в июле – августе, пока нельзя однозначно сказать, что среднесрочная траектория инфляции значительно отклонилась от июльского базового прогноза. То есть повышение ключевой ставки до 19,00% годовых более соразмерно уточненной оценке текущего инфляционного давления.

По итогам обсуждения участники пришли к широкому консенсусу, что в складывающихся условиях **наиболее взвешенным решением является повышение ключевой ставки в сентябре до 19,00% годовых**.

Как и в июле, участники вновь отметили, что **важную роль в обеспечении необходимой жесткости денежно-кредитных условий по-прежнему играет не только конкретное решение по уровню ключевой ставки, но и ожидания экономических агентов по ее будущей траектории.** Выбирая между жестким и умеренно жестким сигналом, участники отметили, что вероятность дальнейшего повышения ключевой ставки высока, учитывая складывающуюся динамику инфляции и смещенность рисков в сторону проинфляционных. В этих условиях целесообразнее использовать жесткий сигнал о том, что Банк России допускает возможность повышения ключевой ставки на ближайшем заседании. Повышение ключевой ставки в сочетании с жестким сигналом эффективнее «настроит» необходимую степень жесткости денежно-кредитных условий. Жесткий сигнал поддержит ожидания экономических агентов о длительном сохранении жестких денежно-кредитных условий.

По итогам состоявшейся дискуссии **Совет директоров Банка России 13 сентября 2024 года повысил ключевую ставку до 19,00% годовых с 16 сентября 2024 года и дал направленный сигнал о возможном повышении ключевой ставки на ближайшем заседании.** Совет директоров Банка России согласился, что такое решение позволит обеспечить необходимую степень жесткости денежно-кредитных условий для возвращения инфляции к цели в 2025 году. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2025 году и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.