



# РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ  
БАНКА РОССИИ 6 ИЮНЯ 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 свои оценки того, как складывающиеся экономические тенденции соотносятся с апрельским базовым макроэкономическим прогнозом Банка России на 2025–2027 годы и его вариациями. 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.

Материал отражает **ключевые моменты обсуждения**.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	6
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	9
▶ 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 апреле составил 6,2% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) после 8,2% с.к.г. в среднем в 1к25 (на непродовольственные товары: -0,7% после 3,5%; на продовольственные товары: 8,0% после 9,3%; на услуги: 12,5%, как и в среднем в 1к25). Базовая инфляция в апреле снизилась до 4,4 с 8,9% с.к.г. в среднем в 1к25. Ценовые ожидания предприятий в мае уменьшились, инфляционные ожидания населения выросли. По предварительной оценке Росстата, темп прироста ВВП снизился до 1,4% г/г в 1к25 с 4,5% г/г в 4к24. Индикатор бизнес-климата Банка России в апреле – мае 2025 года в среднем был чуть выше уровня 1к25. По оперативным данным и опросам, рост внутреннего спроса замедлился с начала года. Уровень безработицы в марте – апреле сохранялся на историческом минимуме – 2,3% с сезонной корректировкой (с.к.). Рост номинальных и реальных зарплат в марте 2025 года замедлился (г/г).*

### ДИСКУССИЯ

**Текущее инфляционное давление продолжило снижаться в начале 2к25, в том числе в устойчивой части. В апреле 2025 года базовая инфляция приблизилась к 4%. Однако большинство показателей устойчивой инфляции находилось в диапазоне 5,5–7,5% с.к.г. Это значительно ниже пиковых значений 4к24, но все еще превышает 4%.**

**Основная дискуссия касалась того, насколько устойчиво снижение инфляционного давления и достаточна ли его скорость.**

Те, кто сомневался в устойчивости и достаточной скорости дезинфляции, указывали на высокую неоднородность роста цен по компонентам и в регионах. Хотя некоторая неоднородность инфляции есть всегда, в последние месяцы разброс цен увеличился и был значительным, что нехарактерно для периодов устойчивой дезинфляции в прошлом. Хотя в апреле цены на непродовольственные товары в среднем даже немного снижались, а рост цен на продовольствие замедлился до однозначных уровней, цены на нерегулируемые услуги продолжили расти темпом выше 10%. Кроме того, эти участники обсуждения указывали, что укрепление рубля, которое внесло значительный вклад в снижение инфляции, не в полной мере связано с денежно-кредитной политикой. На курс рубля влияли и другие факторы, в том числе ожидания улучшения геополитической ситуации. В случае изменения ожиданий дезинфляционный тренд может остановиться или даже развернуться.

Тем не менее большинство участников считали, что **можно с большей уверенностью говорить об устойчивости дезинфляционных процессов и их достаточной скорости для возвращения инфляции к 4% в 2026 году.**

- Хотя разовые факторы влияли на динамику цен отдельных компонентов потребительской корзины, основной вклад в снижение инфляции внес устойчивый фактор – замедление роста внутреннего спроса под влиянием жесткой денежно-кредитной политики. Укрепление рубля в значительной степени было связано с денежно-кредитной политикой: высокие рублевые процентные ставки сдерживали спрос на импорт, а высокий дифференциал процентных ставок повышал привлекательность рублевых активов и сбережений для населения и бизнеса. Поэтому даже если временные факторы перестанут влиять на курс, значимой его коррекции и разворота дезинфляционного тренда в рамках базового сценария ожидать не следует.
- Признавая повышенную неоднородность в динамике цен, многие участники отмечали, что такая ситуация может сохраняться еще какое-то время в условиях структурной трансформации экономики. Хотя основная подстройка относительных цен завершена, частично этот процесс продолжается. В одних сегментах цены могут снижаться, в других ускоренно расти под влиянием происходящих изменений в экономике. К повышенной неоднородности в динамике цен ведет и меняющаяся структура потребительского спроса. В условиях значительного роста доходов спрос на услуги увеличивается быстрее, чем спрос на товары. Это поддерживает высокий рост цен в сфере услуг.
- Высокие темпы роста цен на услуги частично объяснялись разовыми факторами. В частности, изменилась методология расчета цен на авиаперелеты (теперь в расчете учитываются билеты с вылетом через 1 и 2 месяца, а не через неделю и месяц, как ранее). В результате в апреле в расчет попали более дорогие авиабилеты на май и июнь. Кроме того, в марте – апреле сезонные надбавки к тарифам на железнодорожные перевозки были выше, чем в прошлом году, что ускорило рост цен в этом сегменте. Без учета этих компонентов рост цен на услуги замедлился, хотя и оставался высоким.

Участники отметили, что с учетом фактического роста цен с начала года **инфляция в 2025 году может сложиться ближе к нижней границе апрельского прогноза Банка России – 7–8%.**

**Инфляционные ожидания с апреля менялись разнонаправленно, оставаясь высокими. Это сдерживало замедление инфляции.** Вмененная инфляция, рассчитанная из ОФЗ-ИН, и ожидания профессиональных аналитиков изменились незначительно. Ценовые ожидания бизнеса продолжили снижаться, и эта тенденция наблюдается с начала года. Ожидания населения снова немного повысились. При этом если в апреле этот рост был связан с мнением респондентов со сбережениями, а у опрошенных без сбережений ожидания снизились, то в мае наблюдалась обратная ситуация. По мнению участников, высокие темпы роста цен на товары и услуги повседневного спроса препятствуют устойчивому снижению инфляционных ожиданий населения. Повлиять на них также могли как

предстоящая в 2025 году индексация тарифов на ЖКУ выше 4%, так и объявление новых параметров их индексаций на следующие 2 года. ЖКУ занимают значимую долю в потребительской корзине населения. Само по себе повышение тарифов на ЖКУ приводит к разовому ускорению роста цен. Однако связанное с повышением тарифов увеличение инфляционных ожиданий может создавать вторичные эффекты в динамике цен. Точнее оценить эти эффекты можно будет позднее.

Участники обсуждения отметили, что инфляционные ожидания разных экономических агентов воздействуют на цены по разным каналам. Поэтому важно оценивать всю совокупность показателей инфляционных ожиданий. С учетом всех индикаторов инфляционные ожидания скорее снизились, хотя и оставались на повышенном уровне. Снижение с текущих уровней инфляционных ожиданий всех экономических агентов, в том числе населения, необходимо для устойчивого возвращения инфляции к 4% в 2026 году.

Рост ВВП в 1к25, по предварительным данным Росстата, замедлился. Он был несколько ниже ожиданий Банка России. На снижение годовых темпов роста отчасти повлиял эффект высокой базы высокосного 2024 года. При оценке секвенциальных темпов роста экономики важно учитывать высокую базу 4к24, когда в обрабатывающей промышленности завершилось выполнение крупных заказов. Темпы роста ВВП в среднем за период 4к24 и 1к25 были более умеренными, чем в 3к24. Судя по оперативным данным, замедление экономического роста частично связано с колебаниями запасов, а также охлаждением внешнего спроса. При этом рост внутреннего спроса в 1к25 хотя и оставался высоким, начал постепенно замедляться.

**Большинство оперативных индикаторов за апрель – май указывают на продолжение плавного замедления роста внутреннего спроса.**

- По оперативным данным и опросам компаний в регионах, потребительский спрос в апреле – мае рос умеренно. При этом по-прежнему сохранялась его неоднородность. По опросам компаний в регионах, на товары длительного пользования спрос преимущественно снижался. В ряде сегментов он продолжал расти высокими темпами – в общественном питании, туризме. Эти тенденции подтверждаются и официальными данными по обороту розничной торговли и платным услугам – рост потребительского спроса в продовольственном и непродовольственном сегментах замедлялся сильнее, чем в услугах.
- Инвестиционная активность оставалась высокой. Компании старались ускорить завершение крупных инвестиционных проектов. Основным источником инвестиций традиционно были собственные средства. В прошлые годы многие предприятия накопили прибыль, которую они использовали для финансирования инвестиций. Финансовые результаты компаний хотя и снизились, оставались высокими. При этом инвестиционная активность по отраслям и регионам

различалась. По опросам предприятий, ожидания по темпам роста инвестиций в 2к25 были на уровне 1к25. Большинство опрошенных Банком России компаний ранее сообщали о том, что планируют сохранить объем инвестиций в 2025 году либо нарастить, но более умеренно, чем в предыдущие годы.

#### **Ситуация на рынке труда была еще одним предметом дискуссии.**

- Некоторые участники полагали, что дополнительных признаков снижения напряженности на рынке труда не появилось. Безработица в марте – апреле продолжила снижаться во многих регионах, а занятость – расти. В ряде отраслей отмечался рост дефицита кадров. Приостановилось снижение количества вакансий. Хотя точная оценка темпов роста зарплат затруднена из-за частичного переноса выплат премий с 1к25 на конец 2024 года, в целом зарплаты продолжали расти высокими темпами. Особенно заметно их повышают компании, у которых наблюдалось отставание от среднероссийского темпа в прошлые годы. Это может замедлять переход к более сбалансированным темпам роста зарплат, соответствующим росту производительности труда.
- Для других участников большой вес имели опросные индикаторы рынка труда, поскольку официальная статистика поступает со значительными временными лагами. В опросных индикаторах стало больше свидетельств улучшения ситуации с кадрами. По данным мониторинга предприятий, все больше компаний в промышленности сообщали о полной укомплектованности персоналом. Росло число предприятий, которые снизили количество рабочих смен. У некоторых компаний продолжила снижаться потребность в работниках. Высвободившийся персонал трудоустроивался на другие предприятия, где спрос на рабочую силу все еще высокий. Участники также отметили, что в условиях ограничений со стороны предложения рабочей силы (изменение миграционной политики, демографическая ситуация) безработица может долгое время оставаться на минимальном уровне. Снижение жесткости рынка труда будет прежде всего отражаться на динамике зарплат. Опрашиваемые Банком России компании сохраняют планы по более умеренной индексации зарплат в 2025 году по сравнению с двумя предыдущими годами.

Большинство участников согласились, что, **несмотря на сохраняющуюся напряженность на рынке труда в целом, есть признаки ее постепенного снижения.** Наиболее выраженным сигналом улучшения ситуации станет начало сближения темпов роста зарплат с темпами роста производительности труда.

Участники обсуждения отметили, что обновленные в апреле бюджетные проектировки на 2025 год не предполагают значимого отклонения от запланированной ранее траектории нормализации бюджетной политики. По-прежнему следует ожидать, что **бюджетная политика внесет дезинфляционный вклад в динамику цен в этом году.**

Участники отметили, что растут риски формирования более низких мировых цен на нефть в среднесрочной перспективе. Поэтому целесообразна корректировка вниз цены отсечения в бюджетном правиле в соответствии с более консервативной оценкой долгосрочного равновесия на мировом рынке энергоносителей. Это повысит устойчивость бюджетной политики и снизит ее уязвимость к колебаниям цен на нефть. Участники согласились, что снижение цены отсечения по нефти в бюджетном правиле может иметь дополнительный среднесрочный дезинфляционный эффект, поскольку при прочих равных сократит равновесный уровень расходов бюджета и первичного нефтегазового дефицита.

Участники заключили, что отклонение экономики от траектории сбалансированного роста постепенно уменьшается. Однако это пока отразилось не на всех ключевых экономических показателях. Для устойчивого снижения инфляции к 4% в 2026 году необходимо снижение инфляционных ожиданий, сближение темпов роста зарплат с темпами роста производительности труда и сохранение умеренных темпов роста внутреннего спроса.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

### ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

*С апрельского заседания ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ снизились. Процентные ставки по депозитам и кредитам также уменьшились. По оперативным данным, в апреле – мае портфель розничных кредитов почти не изменился (м/м, с.к.): портфель необеспеченных потребительских кредитов сократился, а ипотечных кредитов – рос умеренными темпами. Портфель корпоративных кредитов продолжал сдержанно расти (м/м, с.к.). Годовые темпы роста широкой денежной массы с исключением валютной переоценки в апреле – мае продолжили замедляться.*

### ДИСКУССИЯ

Большинство участников согласились, что жесткость денежно-кредитных условий оставалась высокой и существенно не изменилась с прошлого заседания. Номинальные процентные ставки преимущественно снизились, но в реальном выражении они находились вблизи прежних уровней с учетом замедления инфляции и совокупности показателей инфляционных ожиданий. Сохранялась высокая норма сбережения. Кредитная активность в целом оставалась сдержанной.

Участники обсудили причины снижения номинальных процентных ставок с апрельского заседания по ключевой ставке.

- Снижение ставок денежного рынка и доходностей ОФЗ было связано с пересмотром вниз ожиданий участников рынка



по будущей траектории ключевой ставки после публикации новых макроэкономических данных. В сегменте овернайт денежного рынка процентные ставки формировались вблизи ключевой ставки. При этом возросший в марте спред ставок к ключевой ставке снизился. Этому способствовал переход Банка России от проведения регулярных недельных депозитных аукционов к проведению аукционов репо с середины апреля.

- Ставки по депозитам нефинансовых организаций и физических лиц уменьшились. Спреды депозитных ставок для нефинансовых организаций к ключевой ставке оставались вблизи тех уровней, которые наблюдались до их увеличения осенью прошлого года. На спреды продолжило влиять ослабление конкуренции банков за клиентские средства в условиях замедления кредитной активности и улучшение ситуации с выполнением банками норматива краткосрочной ликвидности.
- Влияние автономных факторов (нормализации банковского регулирования и ужесточения макропруденциальной политики) на условия кредитования все еще сохранялось, хотя и заметно уменьшилось по сравнению с концом 2024 года. В результате спреды плавающих ставок по кредитам к ключевой ставке и спреды ставок купонов корпоративных облигаций к ключевой ставке снизились, но по-прежнему были выше нормальных уровней середины прошлого года.

Участники вновь отметили, что **при оценке ценовых денежно-кредитных условий важно учитывать изменение не столько номинальных, сколько реальных ставок**. Они обсудили, какие способы расчета реальных ставок лучше использовать. В международной практике из номинальных ставок принято вычитать или уже сложившуюся инфляцию, или ее ожидаемый уровень. В качестве ожидаемой инфляции обычно используют модельный прогноз инфляции, комбинированный показатель из модельного прогноза и фактической инфляции, а также ожидания из индикаторов финансового рынка или ожидания экономических агентов из опросов. В качестве сложившейся инфляции используют фактическую годовую инфляцию или оценки исходя из текущего роста цен. Участники отметили, что годовая инфляция является запаздывающим индикатором и отражает изменения цен, накопленные за последние 12 месяцев. Поэтому для оценки реальных процентных ставок с использованием фактической инфляции лучше подойдут аннуализированные показатели текущего роста цен, включая метрики устойчивой инфляции. Рассмотрев оценки реальных ставок с применением разных подходов, большинство участников пришли к выводу, что **жесткость ценовых денежно-кредитных условий в апреле – мае как минимум не снизилась**.

Тем не менее некоторые участники считали, что денежно-кредитные условия с последнего заседания все же смягчились. Они обращали больше внимания на снижение ставок по депозитам при росте инфляционных ожиданий населения, а также на смягчение отдельных показателей неценовых условий кредитования (рост доли одобренных заявок на кредиты).

**Кредитная активность была сдержанной во всех сегментах.** Годовые темпы роста совокупного кредитного портфеля складывались в рамках апрельского прогноза Банка России на 2025 год (6–11%). Основной причиной замедления роста кредитования по-прежнему было снижение спроса на кредиты: количество заявок на кредиты было ниже, чем в 2024 году. При этом и банки более консервативно подходили к отбору заемщиков: доля одобренных заявок на кредиты, хотя и выросла немного в последние месяцы, сохранялась ниже уровней середины прошлого года, а спреды кредитных ставок к ключевой ставке были повышенными.

- Портфель необеспеченных потребительских кредитов продолжал сокращаться под влиянием как жесткой денежно-кредитной политики, так и макропруденциальных требований.
- Умеренные темпы роста ипотечного кредитования в основном обеспечивались льготным сегментом. В условиях высоких процентных ставок увеличился объем покупок жилья за счет собственных средств. Участники отметили, что продажи квадратных метров лучше отражают активность на рынке жилья, чем ипотека. Объемы ежемесячных продаж квадратных метров жилья за последние 10 месяцев оставались относительно стабильными.
- Корпоративное кредитование несколько активизировалось в последние месяцы. Отчасти это могло быть связано с нормализацией исполнения бюджетных расходов после их ускоренного роста в начале года. При этом темпы роста корпоративного кредитного портфеля были существенно ниже, чем в среднем во второй половине 2024 года.

Участники согласились, что **можно говорить о более устойчивом переходе кредитования к умеренным темпам роста.** Реализуемая жесткая денежно-кредитная политика будет способствовать закреплению наблюдаемых тенденций в кредитовании, что необходимо для дальнейшего охлаждения внутреннего спроса и замедления инфляции. Автономные факторы продолжают влиять на динамику кредита. Постепенная нормализация банковского регулирования и ужесточение макропруденциальной политики предполагают, что рост кредитования будет определяться не только спросом на кредит, но и способностью банков поддерживать необходимую достаточность капитала.

Снижение темпов роста широкой денежной массы продолжилось, что связано с охлаждением кредитной активности и нормализацией исполнения бюджетных расходов. Накопленный с начала 2025 года темп роста денежной массы был близок к ее динамике, наблюдавшейся при инфляции вблизи 4% (2016–2019 годы). Для возвращения инфляции к 4% в 2026 году важно, чтобы умеренный рост денежной массы был устойчивым.

Участники отметили, что **качество кредитного портфеля в целом оставалось достаточно высоким.** Большинство компаний продолжали успешно обслуживать кредиты, в том числе благодаря высокой

накопленной прибыли последних лет. По сравнению с мартом – апрелем количество реструктуризаций по кредитам компаниям снизилось. В то же время банки по-прежнему сообщают о некотором росте рисков в сегменте малого и среднего бизнеса и в отдельных отраслях (транспорт, офлайн-торговля и угольная промышленность).

## ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

### ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

*По оперативным данным, рост мировой экономики продолжает замедляться в 2к25 по сравнению с 1к25. Рост импортных пошлин в мире был ниже ожиданий из-за отсрочек их применения. Участники рынка считают, что ФРС США не будет снижать ставку до конца 3к25, пока не прояснится ситуация с импортными ограничениями. Цены на большинство товаров российского экспорта в апреле – мае снизились. В апреле профицит счета текущих операций сложился ниже прошлогодних значений. Рубль продолжил укрепляться по отношению к основным валютам.*

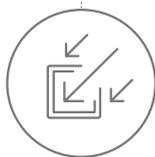
### ДИСКУССИЯ

Участники отметили, что **негативные эффекты от введенных странами импортных пошлин начинают проявляться**: оперативные индикаторы указывают на замедление роста мировой экономики. При этом неопределенность дальнейшего развития ситуации остается высокой. В краткосрочном периоде эффект от повышения импортных пошлин на мировую экономику и инфляцию будет ниже ожидавшегося, потому что их увеличение со стороны США было отсрочено (до 9 июля 2025 года). Но проинфляционные риски для российской экономики от расширения торговых ограничений сохраняются.

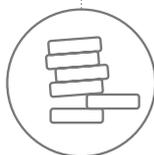
Участники согласились, что **на среднесрочном горизонте риски формирования более низких цен на нефть, чем предполагает апрельский базовый прогноз, несколько выросли**. Они связаны как с динамикой мирового спроса, так и с ускоренным увеличением добычи странами ОПЕК+. В мае цены на нефть складывались ниже апрельского прогноза Банка России. Хотя дисконт к мировым ценам на нефть для России уменьшился, сами цены на российскую нефть тоже снизились.

Участники обсуждения обратили внимание на увеличение импорта в апреле. Это было связано с разовым фактором – ростом импорта по отдельным волатильным компонентам. Участники отметили, что стоимостный объем импорта с начала года был вблизи уровня прошлого года, что может указывать на его сдержанную динамику, учитывая, что экономика и внутренний спрос в ней за этот период существенно выросли.

Большинство участников согласились, что **уверенность в том, что укрепление рубля в значительной степени является проявлением**



**жесткой денежно-кредитной политики, возросла.** Наряду с действием бюджетного правила, влияние жесткой денежно-кредитной политики приводит к стабильному балансу спроса и предложения валюты на рынке, даже несмотря на снижение цен на нефть. Текущая денежно-кредитная политика влияет на курс по двум каналам. Во-первых, она влияет на внутренний спрос на товары и услуги, в том числе спрос на импорт и, соответственно, на иностранную валюту для его оплаты. Во-вторых, высокий дифференциал процентных ставок способствует росту привлекательности рублевых активов. Компаниям и населению сейчас выгоднее сберегать в рублях, а не в валюте. Кроме того, высокие процентные ставки по рублевым кредитам могли стимулировать некоторые компании, имеющие запасы валютной ликвидности, активнее продавать ее для финансирования текущих расходов в рублях.



## ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники согласились, что с учетом текущих тенденций в кредитовании, экономической активности и инфляции проинфляционные риски несколько уменьшились с апрельского заседания по ключевой ставке, но по-прежнему преобладают над дезинфляционными.

Основные проинфляционные факторы включают:

- *Более медленное снижение положительного разрыва выпуска (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 опережающему росту реальных зарплат по сравнению 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 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.
- *Снижение геополитической напряженности.* В краткосрочном периоде это может способствовать замедлению инфляции. Однако в среднесрочной перспективе эффекты менее однозначны и будут зависеть от того, как сложится баланс спроса и предложения в экономике.

## ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

По итогам анализа данных и того, как они соотносятся с апрельским прогнозом Банка России, участники обсудили следующие варианты решения:

- сохранение ключевой ставки на уровне 21,00% годовых и умеренно мягкий сигнал об оценке целесообразности снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях либо нейтральный сигнал без указания на направленность шагов на ближайших заседаниях;
- снижение ключевой ставки на 50 или 100 б.п., до 20,00–20,50% годовых, и нейтральный сигнал.

Основные аргументы в пользу **неизменности ключевой ставки**:

- Замедление инфляции и роста внутреннего спроса пока неоднородно. Нужно больше времени, чтобы убедиться, что эти тенденции действительно устойчивы.



- Инфляционные ожидания остаются высокими, у населения они не снижаются, несмотря на уменьшение наблюдаемой инфляции и фактических темпов роста цен. Повышение тарифов на ЖКУ в июле может привести к росту инфляционных ожиданий и возникновению вторичных эффектов для динамики цен.
- Укрепление рубля вносит существенный вклад в снижение инфляции. Хотя влияние жесткой денежно-кредитной политики преобладает в динамике курса, в дальнейшем дезинфляционный эффект от укрепления рубля ослабнет по мере завершения его переноса в цены. Кроме того, ухудшение геополитической ситуации или изменение ожиданий участников рынка в отношении перспектив ее улучшения могут повлиять на курс и создать риски для дальнейшего снижения инфляции к цели 4% в 2026 году.
- Ситуация на рынке труда не дает полной уверенности в том, что перегрев экономики продолжит снижаться. Безработица остается рекордно низкой. Хотя компании планируют более умеренное повышение зарплат в 2025 году, чем в предыдущем, в начале года темпы их роста были повышенными. Дефицит рабочей силы, особенно в отдельных отраслях, может вынуждать компании сильнее повышать зарплаты для привлечения нужных специалистов. Это может препятствовать дальнейшему охлаждению спроса и возвращению экономики к траектории сбалансированного роста.

Основные аргументы в пользу **снижения ключевой ставки**:

- Хотя динамика цен все еще неоднородна по компонентам, появилось больше оснований считать, что инфляционное давление продолжит ослабевать. Замедление роста цен связано с устойчивым фактором – охлаждением внутреннего спроса. С учетом фактического изменения цен с начала года инфляция в 2025 году может сложиться ближе к нижней границе апрельского прогноза Банка России – 7–8%.
- Оперативные сигналы рынка труда позволяют рассчитывать на снижение напряженности в дальнейшем. Это в том числе найдет отражение в соотношении роста зарплат и производительности труда.
- Сохранение высоких инфляционных ожиданий населения связано с тем, что инфляция продолжительное время была выше цели. В ожиданиях людей есть определенная инерция. Они будут снижаться по мере замедления инфляции. При этом ценовые ожидания бизнеса и вмененная инфляция, рассчитанная из ОФЗ-ИН, устойчиво снижаются с начала года.
- Охлаждение кредитной активности соответствует прогнозу Банка России. Если ключевую ставку не снизить, то при снижении текущего роста цен и инфляционных ожиданий жесткость денежно-кредитных условий будет нарастать и станет избыточной. В результате могут усилиться риски более значительного и быстрого замедления роста кредитования, сильного охлаждения спроса и отклонения инфляции вниз от 4%.

При обсуждении снижения ключевой ставки в качестве возможного шага участники чаще называли 100 б.п., хотя звучал и вариант 50 б.п. Сторонники **более умеренного снижения (50 б.п.)** отмечали, что такой шаг позволит избежать ожиданий ускоренного снижения ключевой ставки в дальнейшем. Это поддержит необходимую жесткость денежно-кредитных условий и снизит риск резкого переключения экономических агентов от сберегательной к потребительской модели поведения. Те, кто выступал за **более значительное снижение (100 б.п.)**, указывали на быстрое уменьшение текущего инфляционного давления и вероятность того, что по итогам 2025 года инфляция может сложиться ближе к нижней границе базового прогнозного диапазона в 7–8%. Более медленное снижение процентных ставок или их сохранение на текущем уровне могут привести к избыточному ужесточению денежно-кредитных условий в реальном выражении.

Участники были едины в том, что на денежно-кредитные условия влияет не только изменение ключевой ставки, но и ожидания по ее траектории в дальнейшем. Поэтому, независимо от решения по ключевой ставке, важно избежать формирования у участников рынка ожиданий ее быстрого снижения в будущем. Такие ожидания могут привести к избыточному смягчению ценовых денежно-кредитных условий. При этом **мнения участников обсуждения относительно сигнала зависели от их предложений по уровню ключевой ставки.**

- Большинство из тех, кто выступал за ее сохранение в июне, допускали снижение ставки в июле – сентябре 2025 года. Поэтому они преимущественно предлагали дать умеренно мягкий сигнал о том, что Банк России оценит целесообразность снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях. Это позволит рынкам подготовиться к будущему снижению. В то же время среди тех, кто выступал за сохранение ключевой ставки, звучали и мнения, что нужно дать нейтральный сигнал, который предполагает возможность снижения, сохранения или повышения ключевой ставки в будущем.
- Те, кто предлагал снизить ключевую ставку, подчеркивали, что последовательное снижение ключевой ставки на каждом заседании до конца года не предопределено и будет обсуждаться в зависимости от поступающих экономических данных. Учитывая преобладание проинфляционных рисков, ситуация может развиваться так, что Банку России нужно будет делать паузы в снижении ключевой ставки или даже вернуться к ее повышению. Нейтральный сигнал более уместен в такой ситуации.

В итоге большинство участников сошлись во мнении, что накопилось достаточно данных, которые подтверждают устойчивость тенденций в экономике, ведущих к снижению инфляции к 4% в 2026 году. Это делает целесообразным снижение ключевой ставки на 100 б.п. Такое решение должно сопровождаться нейтральным сигналом.

Все участники согласились, что для дальнейшего снижения инфляции и возвращения экономики на траекторию сбалансированного роста по-прежнему необходимо поддерживать жесткие денежно-кредитные условия продолжительное время. Указание на это необходимо оставить в сигнале. Они отметили, что можно поддерживать достаточную жесткость денежно-кредитных условий и при снижении ключевой ставки, если инфляция и инфляционные ожидания снижаются.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 6 июня 2025 года снизил ключевую ставку на 100 б.п., до 20,00% годовых.** Банк России будет поддерживать такую жесткость денежно-кредитных условий, которая необходима для возвращения инфляции к цели в 2026 году. Это означает продолжительный период проведения жесткой денежно-кредитной политики. Дальнейшие решения по ключевой ставке будут приниматься в зависимости от скорости и устойчивости снижения инфляции и инфляционных ожиданий. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к 4% в 2026 году и будет находиться на цели в дальнейшем.