

# Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 25 октября 2024 года

25 октября 2024 года

Выступление

Добрый день! Сегодня мы приняли [решение](#) повысить ключевую ставку до 21% годовых.

С сентября рост цен ускорился. Увеличились и инфляционные ожидания. Кредитование продолжало быстро расти. Предприятия все чаще сталкивались с проблемами по наращиванию выпуска товаров и услуг из-за ограниченности трудовых ресурсов и высокой загрузки мощностей. Кроме того, было объявлено о дополнительном увеличении бюджетных расходов в текущем году, а также о повышенной индексации тарифов и росте утилизационного сбора. Некоторые из этих факторов уже отразились в высокой инфляции этого года, которая составит 8,0–8,5%. Часть из них реализуется позднее. Чтобы сдержать ускорившийся рост цен, нам потребуется значительно большая жесткость денежно-кредитной политики в следующем году. Более высокая траектория ключевой ставки должна вернуть инфляцию к цели.

Перейду к аргументам сегодняшнего решения.

## **Первое. Инфляция.**

В целом мы не наблюдаем признаков ее замедления. В сентябре текущие темпы роста цен вновь ускорились, в значительной степени — в устойчивой части. Один из ее показателей — базовая инфляция — превысил 9%.

Инфляционные ожидания заметно возросли. У населения они достигли максимальных значений за год. Ценовые ожидания бизнеса также увеличились, особенно у предприятий розничной торговли. Это еще один индикатор повышенного ценового давления со стороны спроса.

В ближайшие месяцы на темпах роста цен дополнительно скажется увеличение утилизационного сбора. Учитывая большой вес легковых автомобилей в потребительских расходах (он составляет 4,6%), это окажет заметное влияние на инфляцию.

Кроме того, важным проинфляционным фактором является повышение тарифов ЖКХ и железнодорожных перевозок значительно большими темпами, чем 4%. Это еще один аргумент в пользу дополнительной жесткости денежно-кредитной политики. С учетом наших решений инфляция в следующем году составит 4,5–5,0%. В дальнейшем жесткая денежно-кредитная политика должна обеспечить устойчивый процесс дезинфляции и возвращение темпов роста цен к 4%.

## **Второе. Экономика.**

Рост экономики в III квартале продолжился, но более умеренными темпами. В прошлый раз мы отмечали, что замедление экономической активности может быть связано не столько с охлаждением спроса, сколько с нарастанием ограничений для наращивания производства товаров и услуг. Усиление инфляционного давления стало дополнительным подтверждением того, что в значительной мере замедление темпов роста экономики связано с ограничениями на стороне предложения, а не со спросом.

Что касается спроса, то в июле – августе мы отмечали некоторое замедление его роста в части потребления и инвестиций. Однако предварительные данные по экономической активности за сентябрь указывают на то, что этот процесс пока не получил продолжения. По данным нашего мониторинга предприятий и свидетельствам территориальных учреждений и в сентябре потребительская активность остается высокой. Мониторинг предприятий также показывает, что компании ожидают дальнейшего роста инвестиционной активности. Дополнительный вклад в поддержку спроса вносит объявленное увеличение бюджетных расходов в этом году на 1,5 трлн рублей.

В части возможностей наращивания производства товаров и услуг проблемы обострились. Доступные мощности и трудовые ресурсы задействуются все более интенсивно. Напряженность на рынке труда сохраняется. Более того, по последним данным опроса предприятий, проблема дефицита кадров даже усугубилась. Уровень безработицы в августе оставался вблизи исторического минимума в 2,5% с поправкой на сезонность, а рост заработных плат продолжал опережать рост производительности труда.

Есть и другие ограничения на стороне предложения – как более общего характера, так и связанные с отдельными отраслями. Помимо дефицита кадров, компании все чаще сталкиваются с узкими местами в логистике и усложнением цепочек поставок. Что касается отраслевых ограничений, то они затронули нефтегазовый сектор из-за добровольного сокращения добычи в рамках соглашений ОПЕК+, а также сельское хозяйство, где из-за сложных погодных условий снизился объем урожая.

Из-за сохранения ограничений на стороне предложения товаров и услуг разрыв выпуска в экономике не уменьшается даже при некотором охлаждении спроса. Это и генерирует повышенное ценовое давление.

### **Теперь – о денежно-кредитных условиях.**

С нашего прошлого заседания вся кривая ОФЗ поднялась. Рост ставок на длинные сроки показывает, что у участников рынка усилились сомнения в возвращении инфляции к цели на среднесрочном горизонте. То есть вновь повысились их инфляционные ожидания. Для нас это означает, что требуется дополнительная жесткость денежно-кредитной политики.

В целом денежно-кредитные условия ужесточились. Однако из-за роста инфляционных ожиданий ужесточение реальных денежно-кредитных условий было менее существенно, чем это отражено в номинальных процентных ставках. Подчеркну, что уровень жесткости условий корректно определять именно так: вычитая из уровня ставок уровень ожидаемой инфляции, а не фактической за прошедшие 12 месяцев.

Значительного замедления общей кредитной активности пока не наблюдается. Высокий рост обусловлен прежде всего корпоративным сегментом. Эта часть рынка менее чувствительна к повышению ключевой ставки, поскольку значительная доля выдач приходится на льготные программы, проектное финансирование, а также на уже начатые инвестпроекты и проекты с господдержкой. Вместе с тем спрос на кредиты на рыночных условиях ослабевает.

Розничный сегмент начинает более выражено реагировать на повышение ключевой ставки,

ужесточение макропруденциальных мер и завершение программы массовой льготной ипотеки. Месячные темпы роста розничного портфеля снизились вдвое в сравнении с маем — июнем.

Интерес населения к срочным банковским вкладам в августе и сентябре возрос. Рост доходов по-прежнему позволяет одновременно и больше тратить, и больше сберегать. Наше сегодняшнее решение усилит сберегательную активность населения.

В обновленном прогнозе мы повысили оценку роста кредита на текущий год до 15-18%, а на следующий — до 8-13%. Прежде всего за счет более высоких темпов роста корпоративного кредитования.

#### **Перейду к внешним условиям.**

Рост мировой экономики замедляется. Это означает более умеренную динамику внешнего спроса на товары российского экспорта. На рынке нефти действуют два разнонаправленных фактора. С одной стороны, усиление напряженности на Ближнем Востоке привело к росту цен. С другой — замедление роста мировой экономики снижает спрос на сырьевые товары. Мы снизили прогноз по ценам на нефть на этот год на 5 долларов, до 80 долларов за баррель. На следующий год прогноз оставлен без изменений. Прогноз сальдо счета текущих операций на трехлетнем горизонте существенно не изменился.

В уточненном прогнозе платежного баланса учтены фактические данные. В III квартале стоимостные объемы экспорта оставались стабильными, тогда как импорт сложился выше. Это отразилось на курсе рубля. Повышение ключевой ставки через охлаждение внутреннего спроса будет оказывать в дальнейшем сдерживающее влияние на импорт.

#### **Далее — о рисках для базового прогноза.**

В целом их набор остался прежним. Это прежде всего дисбаланс спроса и предложения, связанный с сохранением перегретого спроса или с нарастанием ограничений для наращивания производства товаров и услуг, прежде всего из-за дефицита на рынке труда. Кроме того, сохраняются риски со стороны внешней торговли, геополитики и инфляционных ожиданий.

Среди дезинфляционных факторов можно отметить более быстрое охлаждение спроса, а также большее увеличение потенциала экономики и производительности труда.

#### **В заключение — о будущей траектории ключевой ставки.**

Экономика в последние три года испытала серьезные шоки. Предприятиям потребовалось перестраивать, а часто и создавать заново производственные и логистические цепочки. В таких условиях неминуемо происходят резкие изменения относительных цен. Это позволяет бизнесу достаточно быстро адаптироваться к новым реалиям. За последние три года уровень цен вырос на 30%. При этом рост цен за последний год уже нельзя объяснить структурными изменениями в экономике. Он является следствием усилившегося перегрева спроса, рост которого опережал темпы расширения предложения. При дефиците трудовых ресурсов и высокой загрузке мощностей дальнейшая попытка сослаться на необходимость роста цен как условие структурной трансформации приведет экономику в опасное высокоинфляционное состояние, которое создаст для нее значительно больше проблем, чем преимуществ. То есть из способа адаптации превратится в фактор, сдерживающий развитие.

Мы сохраняем приверженность цели в 4%. Несмотря на достаточно значительное повышение ключевой ставки, инфляция в этом году будет вдвое выше цели. Это не означает, что ключевая ставка не работает. Без ее повышения инфляция была бы намного больше. Чем же объясняется столь значительное отклонение инфляции от цели в этом году? В условиях повышенной неопределенности последних лет действие многих механизмов в экономике изменилось.

Мы видим несколько факторов, из-за действия которых реакция инфляции на повышение ключевой ставки стала менее выраженной.

Первое — это бóльшая инерция инфляционных ожиданий из-за того, что инфляция уже четыре года превышает целевой уровень. Чем дольше инфляция отклоняется от цели, тем меньше население и компании верят в ее возврат к низким уровням. И это отражается на их поведении: стремлении потреблять, инвестировать или сберегать.

Второе — это влияние стимулирующей бюджетной политики, в том числе как рычага получения кредитов тех граждан и компаний, доходы и выручка которых растут благодаря бюджетным расходам.

Третье — это группа факторов на стороне банковского сектора. Послабления в рамках банковского регулирования позволяли банкам агрессивно наращивать кредитование, не беспокоясь о необходимости поддерживать более ликвидную структуру активов и дополнительном наращивании буферов капитала.

Четвертое — сказались неточность в нашей коммуникации в начале этого года. Наш прогноз предполагал снижение ставки вслед за замедлением инфляции, но многие восприняли его так, что мы будем снижать ставку в любом случае. И это мотивировало людей и бизнес не снижать спрос на кредиты.

Это очень разные факторы, но все они сработали в одну сторону. В итоге перегрев экономики оказался сильнее, что привело к ускоренному росту цен. Поэтому для достижения цели мы будем еще более консервативно реагировать на проинфляционные риски. Уровень жесткости нашей политики будет определяться задачей возвращения инфляции к цели.

Нам потребуется существенно более высокая траектория ключевой ставки, чем мы предполагали в июльском прогнозе. Средняя ставка за этот год составит 17,5%, в следующем — 17-20%, в 2026 году — 12-13%. А в 2027 году она достигнет нейтрального диапазона 7,5-8,5%.

Спасибо за внимание!

