



7 августа 2026 г.

Экономика

ЦБ объяснил свое решение по ставке

На днях ЦБ опубликовал резюме обсуждения ключевой ставки по итогам июльского заседания. Мы видим следующие основные изменения по сравнению с июньской дискуссией:

- **Инфляция.** Регулятор оценил прямой вклад топлива в инфляцию в 0,3 п.п. в июне и 0,2 п.п. в начале июля. С учетом косвенных эффектов (рост транспортных издержек бизнеса и скачок инфляционных ожиданий) общий эффект топлива на инфляцию не превысит 1,5 п.п., тогда как устойчивая инфляция без учета разовых факторов пока остается в диапазоне 4–5% г./г.
- **Экономическая активность.** Прогноз ЦБ по ВВП снижен из-за выбытия производственных мощностей НПЗ и падения добычи нефти, что влияет и на другие отрасли. Интересно, что в июне ЦБ считал перегрев экономики «закрывшимся» еще в 1 кв. 2026 г. Сейчас же возник риск того, что из-за повреждений мощностей и инфраструктуры перегрев возобновится, а в ситуации положительного разрыва выпуска требуется более жесткая ДКП.
- **Курс рубля.** В июне рубль оценивался как крепкий благодаря высокой экспортной выручке. В июле ЦБ отметил, что рубль заметно ослаб, скорректировавшись к уровням апреля, из-за падения цен на российский экспорт и высокого спроса на импорт.
- **Рынок труда.** В июне ЦБ отмечал дефицит кадров, но заявлял, что, по опросам, ситуация выходит «на плато». В июле мнения участников обсуждения разделились: кто-то указывал на то, что рынок вновь жесткий, так как безработица остается на минимуме, кто-то приводил контраргументы в виде замедления реальных и номинальных зарплат.
- **Бюджетный фактор.** Если в прошлый раз ЦБ лишь обозначил риски из-за того, что переход к структурному балансу бюджета откладывается, то в этот раз уже дал оценки структурного первичного дефицита: снижение с 2% ВВП в 2026 г. до 1% в 2027 г. и 0,5% в 2028 г.

На заседании в июле предметно обсуждались два варианта решения: сохранение ключевой ставки неизменной (с умеренно мягким сигналом) и ее снижение на 25 б.п. (с отказом от направленного сигнала). Ключевыми аргументами в пользу паузы в смягчении ДКП были:

- взрывной рост инфляции и риски вторичных эффектов;
- переход от сберегательного поведения населения к кредитной модели (в последние месяцы кредитование росло) и снижение реальных ставок в экономике из-за повышения инфляционных ожиданий;
- активизация потребительского спроса;

- скепсис относительно скорости ввода пострадавших мощностей в строй (что влекло бы за собой риски более длительного падения потенциала ВВП);
- сохранение сильной неопределенности по поводу параметров бюджета.

В итоге все же было принято решение о снижении ставки с учетом следующих факторов:

- временный характер топливного шока. При этом излишне жесткая реакция на него (сохранение ставки или ее повышение) создала бы высокий риск избыточного охлаждения экономики в будущем и привела бы к тому, что инфляция в среднесрочной перспективе упала бы существенно ниже целевых 4%;
- вторичные эффекты будут малозаметны из-за слабого спроса;
- всплеск потребительского спроса во 2 кв. также временный, так как обусловлен разовыми факторами (например, укреплением рубля);
- денежно-кредитные условия все равно остаются жесткими;
- ЦБ успешно справляется с негативными эффектами излишне стимулирующей бюджетной политики (так как устойчивая часть инфляции не растет).

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru
Станислав Мурашов	

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru
----------------	--

Рынки долгового капитала

Павел Фалеев	bonds@raiffeisen.ru
--------------	--

Рынки акционерного капитала

Антон Кукоба	sat@raiffeisen.ru
Эмиль Закиров	



ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/EC (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/EC (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу в сети Интернет <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;sessionid=XgiCnWE3tsXlrVnCC6c2YWt>, распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/EC об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.