

РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ

Участники обсуждения: члены Совета директоров Банка России, руководство Департамента денежно-кредитной политики, Департамента исследований и прогнозирования, главных управлений Банка России и других департаментов 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 предложения по базовому макроэкономическому прогнозу на 2024–2026 годы и вариациям. 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 при подготовке решения 26 апреля 2024 года.

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	5
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	7
▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ	9
▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	10



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

По оперативным данным, экономика в I квартале 2024 года выросла сильнее февральского прогноза Банка России. Основным драйвером роста по-прежнему был внутренний спрос. Потребление домохозяйств росло более высокими темпами, чем ожидал Банк России. Инвестиционная активность также складывалась выше прогноза Банка России. Индикатор бизнес-климата Банка России в апреле немного снизился, но находился вблизи максимумов за 12 лет. Сальдированный финансовый результат крупных и средних компаний (за исключением кредитных организаций) в феврале за последние 12 месяцев составил 33,8 трлн рублей и находился вблизи исторических максимумов. Напряженность на рынке труда продолжила нарастать. Уровень безработицы в феврале оставался на историческом минимуме – 2,7% с сезонной корректировкой (с.к.). По опросам компаний, дефицит персонала увеличился в большинстве отраслей. Зарплаты продолжили расти высокими темпами как в частном, так и в государственном секторе. Текущие темпы роста цен в марте значительно снизились – до 4,5% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) после 6,3% с.к.г. в феврале. Большинство показателей устойчивой инфляции также уменьшились. В частности, базовая инфляция снизилась до 6,1% с.к.г. после 6,8% с.к.г. в феврале.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **динамика потребительских цен в марте указывает на дальнейшее снижение инфляционного давления**. Для широкого круга аналитических показателей текущих темпов роста цен значения в марте были ниже диапазона значений декабря – февраля. Тем не менее отдельные показатели устойчивой инфляции немного повысились по сравнению с февралем. Участники обсуждения в целом согласились с тем, что большинство показателей устойчивой инфляции находятся вблизи 6% с.к.г.

Вместе с тем дискуссии вызвали устойчивость дезинфляции и ее дальнейшая скорость. Многие участники отметили факторы, которые могут замедлить снижение инфляции. Во-первых, не наблюдалось ожидаемого при произошедшем ужесточении денежно-кредитных условий охлаждения потребительской активности и кредитования. Во-вторых, сохранились высокие темпы роста цен в сегменте рыночных услуг, в котором устойчивая инфляция, связанная с фактором спроса, проявляется наиболее явно. В-третьих, более существенный вклад в дезинфляцию в марте внесли не устойчивые, а волатильные компоненты, в частности тепличные овощи. Снижение цен на них в марте нетипично и могло быть связано с теплой погодой.

Недельные данные за апрель, доступные на 26 апреля 2024 года, говорят о том, что темп роста цен остается выше целевого – как текущий, так и очищенный от волатильных компонентов. Участники обсуждения учитывали, что недельные данные могут существенно отличаться от итоговой динамики инфляции за месяц из-за ограниченного набора товаров и услуг, по которым проводится еженедельный мониторинг.

С февраля динамика инфляционных ожиданий остается неоднородной по группам экономических агентов. Инфляционные ожидания населения продолжили снижаться. Ценовые ожидания бизнеса в апреле выросли впервые в этом году. Ожидания профессиональных аналитиков по инфляции на 2024 и 2025 годы не изменились. Вмененная инфляция, рассчитанная из ОФЗ-ИН, возросла. Участники обсуждения отметили, что сохранение инфляционных ожиданий на повышенном уровне может тормозить процесс дезинфляции.

Участники обсуждения согласились, что **данные по потребительской активности подтверждают ее сохранение на высоком уровне с начала года.** Февральский прогноз Банка России предполагал более быструю реакцию потребления на ужесточение денежно-кредитных условий. Однако население в условиях роста доходов продолжило наращивать как потребление, так и сбережения. Большинство участников согласились, что эффекты от повышения ключевой ставки все же проявят себя и следует ожидать замедления роста потребительского спроса в последующие кварталы. Представители большинства главных управлений Банка России (ГУ) говорили о сохранении высокой потребительской активности, но в отдельных регионах появились признаки ее охлаждения.

В I квартале напряженность на рынке труда продолжила нарастать. Дефицит рабочей силы усилился. По оценкам компаний из регионов, в основном не хватает сотрудников рабочих специальностей. ГУ сообщили, что бизнес пытается решать вопросы с дефицитом кадров разными способами – прежде всего за счет более высокой заработной платы, привлекая рабочую силу из других предприятий, регионов и стран. Многие компании повысили зарплаты в начале года отдельным категориям работников и отмечали готовность к дальнейшему повышению. Бизнес принимает и другие меры. В частности, многие промышленные предприятия более интенсивно используют рабочую силу, увеличивая количество смен и производственных дней. Компании также нанимают пенсионеров и персонал без опыта работы. Кроме того, бизнес больше инвестирует в автоматизацию ручного труда, активно технически переснащается. В то же время есть компании, которым не удается решить проблему дефицита кадров. В этом случае они отказываются от расширения производства. Участники обсуждения отметили, что пока непонятно, позволят ли эти меры снизить напряженность на рынке труда. Если она не начнет снижаться, это будет усиливать проинфляционное давление.

Участники обсуждения отметили, что **инвестиционная активность также остается высокой, несмотря на жесткие денежно-кредитные условия.** Во-первых, значительный вклад в совокупную инвестиционную активность вносят проекты, связанные с государственным спросом. Они отличаются большей предсказуемостью будущего спроса. Кроме того, ряд из них менее чувствителен к изменению рыночных ставок из-за финансовой поддержки со стороны государства. Во-вторых, близкий к рекордному уровень корпоративной прибыли в большинстве секторов дает компаниям возможность полагаться при инвестировании не столько на заемное финансирование, сколько на собственные средства. В-третьих, компании могут ожидать достаточно высокой долгосрочной отдачи на инвестиции в ситуации сохранения высокого спроса и снизившейся в целом ряде секторов конкуренции со стороны импорта. Это позволяет компаниям рассчитывать на то, что даже с учетом временного роста процентных расходов в период жесткой денежно-кредитной политики эти проекты будут прибыльными на более длительном временном горизонте. Несмотря на перечисленные факторы, жесткие денежно-кредитные условия, по оценкам ГУ, оказывают некоторое влияние на дальнейшие инвестиционные планы бизнеса, хотя предприятия в целом продолжают реализовывать уже начатые проекты. При этом все больше компаний в регионах в числе ключевых факторов, сдерживающих дальнейшее расширение производственных мощностей, называли прежде всего дефицит рабочей силы и сложности с импортом оборудования. Участники обсуждения согласились, что по мере того, как инвестиционная фаза уже реализуемых проектов будет завершаться, следует ожидать более умеренного роста инвестиций, чем в предшествующие кварталы.

Продолжилось обсуждение того, как меняется потенциал экономики в условиях структурной трансформации. **Высокие темпы роста экономики могут быть отчасти связаны с продолжающимся наращиванием уровня ее потенциала после его снижения из-за пандемии и геополитического шока 2022 года.** Значительные по историческим меркам инвестиции могли способствовать как увеличению производственных мощностей, так и росту производительности труда за счет автоматизации процессов. Производительность труда также могла повыситься в результате оптимизации внутренних процессов. Все это положительно влияет на рост потенциала экономики.

В то же время участники обсуждения согласились, что **нарастание напряженности на рынке труда указывает на сохранение значительного положительного разрыва выпуска.** Оценки его величины остаются значимым фактором неопределенности. Высокие показатели экономической активности в январе – феврале указывают на то, что положительный разрыв выпуска может закрыться позже, чем это предполагалось в февральском прогнозе. Это в свою очередь может приводить к более медленному снижению инфляции. Напротив, если действия компаний, которые направлены на повышение потенциала, рост производительности труда, будут иметь более значительные и/или быстрые эффекты, это при прочих равных будет способствовать более заметной и быстрой дезинфляции.

При обсуждении бюджетной политики участники в очередной раз подтвердили ее значимое влияние на совокупный спрос и, соответственно, важность предсказуемости бюджетной политики для среднесрочного прогноза. При обсуждении предпосылок базового прогноза участники, как и ранее, исходили из неизменной траектории нормализации бюджетной политики, полного финансирования дополнительных расходов за счет увеличения налоговых поступлений. Оценка вклада бюджетной политики в динамику совокупного спроса может быть уточнена после публикации параметров ожидаемых налоговых изменений.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С мартовского заседания доходности ОФЗ выросли. Более значимо увеличились доходности в сегменте долгосрочных бумаг, в связи с чем инверсия кривой ОФЗ стала менее выраженной. Реальные доходности ОФЗ-ИН вновь обновили исторический максимум. Процентные ставки по депозитам стабилизировались. Сохранялся значительный рост депозитов населения. Ставки по кредитам продолжили расти. Кредитная активность оставалась высокой и неоднородной по секторам. Необеспеченное потребительское кредитование и автокредитование ускорились. Ипотечное кредитование продолжило замедляться за счет рыночного сегмента. Корпоративное кредитование ускорилось в марте после более сдержанной динамики в январе – феврале.

ДИСКУССИЯ

Одной из ключевых тем дискуссии стала динамика денежно-кредитных условий. Участники отметили разнородность влиявших на нее факторов. С одной стороны, ценовые условия ужесточились. Доходности ОФЗ (в том числе реальные) продолжили расти из-за изменения ожиданий в части бюджетной политики (неопределенности в отношении конкретных источников финансирования дополнительных бюджетных расходов) и ожиданий относительно дальнейшей динамики ключевой ставки после мартовского решения. Ставки по кредитам продолжили увеличиваться. Сохранялся устойчиво высокий рост депозитов. С другой стороны, высокой оставалась и кредитная активность. Уменьшение инверсии кривой доходности также действует в направлении уменьшения жесткости. С учетом этого участники обсуждения сделали вывод, что **в целом уровень жесткости денежно-кредитных условий не изменился с мартовского заседания по ключевой ставке.**

Участники отметили, что **ожидаемого замедления кредитования пока не происходит.** Высокие темпы роста доходов населения и компаний позволяют им привлекать больше кредитов. Кроме того, повышенной кредитной активности в разных сегментах кредитного рынка способствуют специфические факторы различной природы и длительности. Более



продолжительные факторы могут усиливать инерцию в динамике кредитования, что необходимо учитывать при реализации денежно-кредитной политики.

Розничное кредитование продолжило расти высокими темпами за счет необеспеченного потребительского кредитования и автокредитования.

- Рост необеспеченных потребительских кредитов в марте ускорился и был выше прогноза Банка России. В большей мере это ускорение проявилось в сегменте кредитных карт. Было высказано мнение, что в условиях высоких депозитных ставок наличие у кредитных карт льготного, то есть беспроцентного, периода может повышать мотивацию использовать их для оплаты текущих расходов вместо других видов потребительских кредитов или расходования сбережений.
- Автокредитование пока продолжает расти ускоренными темпами после значительного снижения. В этом сегменте рост связан не только с реализацией отложенного спроса, но и с действием программ господдержки и стимулирующими акциями производителей и автосалонов. По мере прекращения действия этих факторов можно ожидать более умеренной динамики автокредитования.
- Ипотечное кредитование замедлилось, прежде всего в рыночном сегменте. Здесь влияние ужесточения денежно-кредитной политики уже заметно. Прекращение действия безадресной льготной ипотеки с июля окажет заметное дополнительное сдерживающее влияние на динамику ипотечного кредита.

Рост корпоративного кредитования в марте ускорился. При этом в I квартале 2024 года его рост был ниже, чем в IV квартале прошлого года (с исключением сезонности). На динамику корпоративного кредитования продолжает влиять повышенный государственный спрос. Компании по-прежнему позитивно оценивают перспективы ведения бизнеса с учетом ожиданий по спросу. Прибыльные компании могут продолжать активно привлекать кредиты даже при высоких процентных ставках. Все эти факторы имеют относительно устойчивый характер, поддерживая рост корпоративного кредитования и делая его менее чувствительным к изменению ключевой ставки.

Участники обсудили, как повлияет на динамику потребительского кредитования планируемое с 1 июля 2024 года ужесточение макроprudенциальных мер, направленное на сокращение рискованного кредитования. По мнению участников, эти меры не окажут значимого влияния на динамику потребительского кредита в целом, но приведут к перераспределению выдач в пользу менее рискованных категорий заемщиков.

Участники отметили, что сохраняется высокая активность на фондовом рынке. Это связано с целым рядом факторов. Во-первых, при ограниченном доступе отечественных инвесторов на внешний финансовый рынок роль российского фондового рынка в диверсификации их сбережений

возросла. Во-вторых, бизнес продолжил замещать внешнее финансирование внутренним в условиях ограничения доступа на внешние рынки капитала. В-третьих, высокий финансовый результат компаний позволял им выплачивать высокие дивиденды, что дополнительно стимулировало интерес к инвестициям в акции.

Сберегательная активность остается высокой. Привлекательность рублевых сбережений поддерживается высокими депозитными ставками. Срочные вклады уверенно растут, прежде всего за счет сегмента до года. Значительный рост доходов по-прежнему позволяет населению наращивать как сбережения, так и потребление. Участники обсуждения отметили, что в условиях ускоренного роста доходов, возможно, требуется еще более высокая норма сбережения для обеспечения устойчивого процесса дезинфляции.

Оценка достаточности степени жесткости денежно-кредитных условий оставалась предметом дискуссии. Реальные процентные ставки, рассчитанные с использованием различных показателей инфляционных ожиданий и инфляционного давления, близки к максимальным за период таргетирования инфляции и сохраняются на этих уровнях уже несколько месяцев. При этом участники согласились, что текущие денежно-кредитные условия в целом нельзя назвать чрезмерно жесткими, учитывая динамику кредита в целом и высокую потребительскую и инвестиционную активность. Участники отметили, что оценка степени жесткости значимо зависит от суждения относительно уровня нейтральной ставки. Ряд участников предположили, что уровень нейтральной ставки может быть выше, чем оценка Банка России, опубликованная в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики (2-3% в реальном выражении, 6–7% в номинальном выражении). В этом случае для снижения инфляции к цели могут потребоваться более высокие реальные процентные ставки. Оценки нейтральной ставки будут традиционно обновлены при подготовке ежегодных Основных направлений денежно-кредитной политики.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Мировая экономика растет высокими темпами – за счет как промышленности, так и сектора услуг. Исключение составляет еврозона, где ситуация в промышленности продолжает ухудшаться с начала года. Экономики США и Китая растут быстрее, чем ожидалось в феврале. Инфляция (с.к.) ускорилась как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками. С мартовского заседания по ключевой ставке цены на большинство товаров российского экспорта выросли. Стоимостный объем экспорта значимо увеличился в марте, а импорт остался вблизи февральского уровня.



ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения обратили внимание, что **процесс дезинфляции в мире происходит медленно, а мировая экономика демонстрирует большую устойчивость к произошедшему в 2022–2023 годах повышению процентных ставок, чем ожидалось**. Рост зарплат и увеличение издержек на труд во многих странах сдерживают снижение инфляции. Более высокая инфляция означает более позднее снижение процентных ставок центральными банками развитых стран. Это сужает дифференциал внутренних (российских) и внешних процентных ставок по сравнению с ранее прогнозируемым и может быть фактором снижения жесткости денежно-кредитных условий. При этом данный канал трансмиссии по-прежнему остается более слабым, чем до 2022 года.

Продление дополнительных ограничений ОПЕК+ и увеличение напряженности на Ближнем Востоке привели к росту цен на нефть. Участники согласились, что **цена на нефть марки Brent в 2024 и 2025 годах, вероятно, будет выше, чем предполагалось в февральском прогнозе**, из-за более высоких ожиданий в отношении роста мировой экономики, а также в связи с действием ограничений ОПЕК+.

Положительное сальдо счета текущих операций в I квартале 2024 года выросло как к соответствующему кварталу прошлого года, так и к предыдущему кварталу. Это произошло из-за опережающего снижения импорта товаров и услуг по сравнению с экспортом.

Участники обратили внимание, что **относительно слабая динамика импорта не соотносится с высокими показателями внутреннего спроса**. Было высказано несколько предположений. Динамика импорта может отражать проблемы с платежами. О них говорили представители всех ГУ. Участники обсуждения отметили, что в прошлом компании находили способы решения этих проблем, демонстрируя высокую адаптивность. В то же время ситуация с платежами остается фактором неопределенности. Также было высказано мнение, что с учетом значительно удлинившихся логистических цепочек текущая динамика импорта скорее является отражением спроса на него в конце прошлого года. Тогда компании-импортеры, вероятно, ожидали снижения внутреннего спроса и планировали меньшие импортные поставки. Соответственно, сохранение высокого внутреннего спроса может привести к корректировке их оценок и развороту в динамике импорта в дальнейшем.

Участники обсуждения согласились, что снижение импорта может иметь как проинфляционный, так и дезинфляционный эффект. С одной стороны, меньший объем импорта способствует укреплению рубля, обеспечивает дезинфляцию. С другой стороны, снижение импорта уменьшает предложение товаров на внутреннем рынке и может иметь проинфляционный эффект в текущих условиях.

Участники обсудили факторы, которые привели к более высокой, чем ожидалось, динамике экспорта в I квартале. Поддержку экспорту оказывали сразу несколько факторов: более высокие цены на нефть, усиление спроса на международном рынке в условиях расширения деловой активности в мире, хороший урожай зерновых и переориентация поставок с европейского на азиатский рынок. Участники подтвердили свое мнение, что поступление валютной выручки от экспорта по-прежнему происходит с лагом. Поэтому наблюдаемая динамика курса отражает не текущую ситуацию с экспортом, а изменение его стоимостного объема 1–2 месяцами ранее. Соответственно, более высокие показатели экспорта в марте – апреле будут способствовать росту поступлений валютной выручки на внутренний рынок в ближайшие месяцы.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники обсуждения согласились, что **баланс рисков по-прежнему смещен в сторону проинфляционных**.

Среди основных **проинфляционных рисков** участники выделили следующие:

- *Усиление жесткости рынка труда.* Дальнейшее расширение дефицита кадров может привести к еще большему отставанию производительности труда от роста реальных заработных плат. В результате в условиях высокой загрузки производственных мощностей и нехватки трудовых ресурсов дисбаланс между динамикой спроса и предложения может увеличиться. Это приведет к сохранению высокого инфляционного давления или его росту.
- *Удлинение сроков нормализации бюджетной политики.* Основная неопределенность в настоящее время связана с конкретными источниками финансирования дополнительных бюджетных расходов.
- *Сохранение значительных объемов кредитования в рамках государственных льготных программ,* что будет ослаблять работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.
- *Ухудшение условий внешней торговли под влиянием как геополитической ситуации, так и ухудшения конъюнктуры на мировых товарных рынках.* В частности, снижение экспорта при одновременном сохранении высокого спроса на импорт может создать риски для динамики курса рубля и инфляции.
- *Высокие и незаякоренные инфляционные ожидания, чувствительные к временным эпизодам роста цен на отдельные товары или услуги.* Это может создавать вторичные эффекты в динамике инфляции.



Дезинфляционные риски, по мнению участников обсуждения, выражены слабо и в основном связаны с более быстрым замедлением внутреннего спроса под влиянием уже реализованного ужесточения денежно-кредитной политики. Кроме того, если рост экономики в большей мере сложился 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

Участники рассмотрели, как складывались факторы, которые они выделили в ходе мартовского обсуждения как основные для принятия решения о снижении или повышении ключевой ставки. Они отметили, что, с одной стороны, продолжается ожидаемое ослабление инфляционного давления. Риски со стороны бюджета и внешних условий не реализовались, но сохраняются. С другой стороны, ожидаемого охлаждения потребительского кредитования и потребительской активности не произошло. Напротив, наблюдался дальнейший их рост. Кроме того, увеличилась жесткость на рынке труда, что может указывать на сохранение значительного положительного разрыва выпуска в экономике и отсутствие признаков его снижения. Таким образом, однозначного суждения о том, что требуется снижение или повышение ключевой ставки, сделать пока нельзя.

Участники рассмотрели обновленные прогнозные расчеты, прежде всего совокупность вариаций базового сценария. Различия в вариациях касались краткосрочной траектории инфляции, оценок размера и скорости уменьшения положительного разрыва выпуска (в том числе при разных уровнях потенциала). Во всех вариациях базового сценария положительный разрыв выпуска постепенно сокращается, что является необходимым условием дальнейшего устойчивого замедления инфляции. Спектр вариаций базового сценария предполагал как возможность начала снижения ключевой ставки во втором полугодии 2024 года, так и сохранение ставки неизменной до конца года. Кроме того, был рассмотрен альтернативный сценарий, в котором происходит дальнейшее нарастание напряженности на рынке труда, продолжается или ускоряется рост потребительской, инвестиционной и кредитной активности. Положительный разрыв выпуска в 2024 году не закрывается, а дезинфляция существенно замедляется. Этот альтернативный сценарий для возвращения инфляции к цели потребует повышения ключевой ставки. Большинство участников согласились, что в настоящее время нет оснований рассматривать данный сценарий как базовый. При этом отдельные участники придавали альтернативному сценарию более значимый вес.

С учетом данных, полученных после мартовского решения по ключевой ставке, и обновленных прогнозных расчетов **участники обсуждения рассматривали два варианта решения:**

- Сохранение ключевой ставки на уровне 16,00% годовых.
- Повышение ключевой ставки на 100 базисных пунктов, до 17,00% годовых.

Основными аргументами за **сохранение ключевой ставки на уровне 16,00% годовых** были следующие:

- Инфляционное давление ослабевает. Снижаются как текущие темпы роста цен, так и большинство показателей устойчивой инфляции. В целом снижение инфляции в I квартале 2024 года происходило в соответствии с февральским прогнозом.
- Предыдущие повышения ключевой ставки еще не в полной мере отразились в денежно-кредитных условиях. Их максимальное влияние по-прежнему ожидается в II квартале 2024 года. Может потребоваться дополнительное время, чтобы в полной мере оценить подстройку денежно-кредитных условий.
- Ряд факторов может поддержать процесс дезинфляции во второй половине года. В частности, сворачивание с июля программы безадресной льготной ипотеки.
- Возможно, потенциал экономики выше, чем оценивается, из-за повышения гибкости рынка труда и/или роста производительности.

Основными аргументами за повышение **ключевой ставки до 17,00% годовых** были следующие:

- Вероятность реализации альтернативного сценария значима. Новые данные по экономической активности, особенно по рынку труда, могут указывать на более значительный положительный разрыв выпуска и его более медленное закрытие в ближайшие кварталы. Усиливающийся дефицит трудовых ресурсов и бюджетные расходы подогревают рост реальных зарплат и, соответственно, потребительский спрос. В результате при текущей степени жесткости денежно-кредитных условий процесс дезинфляции может остановиться в ближайшие месяцы или даже смениться ускорением инфляции. Более высокий уровень ключевой ставки обеспечит действенность денежно-кредитной политики в случае реализации альтернативного сценария.
- Из-за роста доли автономного спроса, который меньше реагирует на повышение ключевой ставки (в первую очередь государственного спроса), эластичность совокупного спроса по ключевой ставке, возможно, в целом снизилась. Соответственно, на тот же разрыв выпуска нужно реагировать большим изменением ключевой ставки.
- Нейтральная ставка может быть значимо выше оценки Банка России, опубликованной в прошлом году.

Большинство участников согласилось, что **новые проинфляционные сюрпризы со стороны экономической активности требуют дополнительного ужесточения денежно-кредитных условий**. При этом участники отметили, что для закрепления дезинфляционного процесса **важно не столько текущее решение по ключевой ставке, сколько ее дальнейшая траектория**. Повышение прогноза среднегодовой ключевой ставки будет способствовать корректировке ожиданий экономических агентов. Это в свою очередь приведет к необходимому ужесточению денежно-кредитных условий в реальном выражении.

По итогам состоявшейся дискуссии **Совет директоров Банка России 26 апреля 2024 года сохранил ключевую ставку на уровне 16,00% годовых с 27 апреля 2024 года**. Совет директоров Банка России также посчитал оправданным ужесточить сигнал, указав на **более продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике**, но не давать направленного сигнала об изменении ключевой ставки на ближайших заседаниях. Совет директоров Банка России полагает, что это решение обеспечит бóльшую жесткость денежно-кредитных условий, необходимую для снижения инфляции к цели и ее стабилизации вблизи 4% в дальнейшем.

Совет директоров Банка России ожидает, что в базовом сценарии с II квартала 2024 года положительный разрыв выпуска будет постепенно сокращаться под влиянием проводимой денежно-кредитной политики. Это поддержит процесс дезинфляции. При этом схождение инфляции к цели займет больше времени, чем ожидалось ранее. В 2024 году инфляция снизится до 4,3–4,8%. В 2025 и 2026 годах она составит 4%. Снижение инфляции к цели потребует поддержания жестких денежно-кредитных условий более продолжительное время, чем предполагалось ранее. Прогноз среднегодовой ключевой ставки на 2024 и 2025 годы повышен. В 2024 году она будет находиться в диапазоне 15,0–16,0% годовых, в 2025 году – 10,0–12,0% годовых. Прогноз ключевой ставки предполагает, что при устойчивости дезинфляции и уменьшении инфляционных ожиданий снижение ключевой ставки возможно во втором полугодии, при слишком медленной дезинфляции не исключается сохранение текущей ключевой ставки до конца года. Прогноз роста российской экономики в 2024 и 2026 годах также повышен. В 2024 году экономика вырастет на 2,5–3,5%. В 2025 году экономический рост составит 1,0–2,0%, в 2026 году – 1,5–2,5%. Более подробно о прогнозе можно прочитать в [Комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России](#).