



# РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

Участники обсуждения в ходе подготовки к решению по ключевой ставке 16 февраля 2024 года заслушали доклады Департамента денежно-кредитной политики и Департамента исследований и прогнозирования. Департаменты представили свои предложения по базовому макроэкономическому прогнозу на 2024–2026 годы и его вариациям, учитывая последние поступившие данные и складывающиеся тенденции. Главные управления Банка России представили доклады о ситуации в регионах. Дополнительно участники обсуждения рассмотрели информацию Департамента финансовой стабильности и Департамента организации международных расчетов.

Материал отражает **ключевые моменты обсуждения** при подготовке решения.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	6
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	8
▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ	10
▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	11



## СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

### ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Рост ВВП в 2023 году составил 3,6%. Уровень ВВП сложился существенно выше прогноза, в том числе в связи с пересмотром данных за 2021 и 2022 годы. Основной вклад в рост ВВП внес внутренний спрос (инвестиции, изменение запасов материальных оборотных средств и потребление домохозяйств). По оперативным данным, в начале года экономическая активность оставалась высокой, но несколько замедлила рост. Хотя безработица находится на историческом минимуме (в декабре – 2,8% с сезонной корректировкой (с. к.)), напряженность на рынке труда перестала нарастать. Годовая инфляция в 2023 году составила 7,4%. В декабре 2023 – январе 2024 года текущий рост цен замедлился по сравнению с пиковыми значениями в осенние месяцы. Ценовые ожидания предприятий и инфляционные ожидания населения снизились, но оставались на повышенных уровнях.

### ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что если во время декабрьского заседания были вопросы относительно степени и скорости подстройки экономики и инфляции к повышениям ключевой ставки, то в последние месяцы стало очевидно, что **действие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики ускорилось по всем каналам**. В частности, возросли ставки на кредитном и депозитном рынках, скорректировались импорт и курс рубля, снизились инфляционные ожидания всех экономических агентов, сократились темпы расширения кредитных портфелей, активно росли сбережения.

**Инфляционное давление постепенно ослабевает, что является следствием ужесточения денежно-кредитной политики.** Вместе с тем, хотя все участники согласились с этим выводом, у них были различные суждения относительно интенсивности дезинфляции с учетом сохраняющихся высоких инфляционных рисков и общей неопределенности. С одной стороны, рост цен существенно замедлился: 6,5% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) в среднем в декабре – январе против 11,3% с.к.г. в среднем в июле – ноябре 2023 года. Замедление роста цен происходило по широкому кругу товаров и услуг. Как следствие, заметно снизились оценки устойчивой инфляции, в том числе базовой (7,0% с.к.г. в среднем в декабре – январе против 9,8% с.к.г. в среднем в июле – ноябре 2023 года). С другой стороны, было высказано мнение, что замедление инфляции в большой степени связано с разовыми факторами. К примеру, в декабре – январе темпы роста цен на отдельных продовольственных рынках понизились благодаря улучшению ситуации с предложением. Кроме того, хотя в эти месяцы вес быстро дорожающих категорий потребительской корзины в общем индексе начал снижаться, темпы этого снижения меньше, чем были темпы его роста во второй половине 2023 года. Это может быть признаком сохранения инерции в устойчивой части инфляции.

Участники отметили, что **в целом инфляционное давление в январе оставалось примерно таким же, как в декабре**. Единственным исключением стал сектор услуг, где рост цен (за вычетом ЖКУ) существенно ускорился (11,5% с.к.г. против 5,4% с.к.г. в декабре). В основном это ускорение связано с удорожанием санаторно-курортных услуг. Участники обсуждения предположили, что могла измениться сезонность в динамике цен на услуги внутреннего туризма из-за того, что россияне переориентировались с зарубежных поездок на поездки по стране. Участники согласились, что динамика цен на платные услуги в целом является важным индикатором изменения спроса (в том числе под влиянием денежно-кредитной политики). Пока сложно дать однозначную оценку того, устойчивыми или разовыми факторами определяется такая динамика цен на платные услуги.

В ходе дискуссии обсуждались **риски того, что в сложившихся обстоятельствах инфляция может надолго закрепиться на повышенном уровне**. Начиная с пандемии инфляция большую часть времени была повышенной в силу факторов как на стороне спроса, так и на стороне предложения. Инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий хотя и снизились с пиковых значений, но остаются высокими и незаякоренными. В результате возвращение инфляции к 4% может характеризоваться значительной инерцией и требовать продолжительного периода жестких денежно-кредитных условий.

Участники обсуждения отметили, что **в 2023 году уровень ВВП в российской экономике сложился существенно выше октябрьских оценок**. Во-первых, Росстат повысил показатели по динамике экономической активности в 2021–2022 годах. Во-вторых, значительный вклад в рост ВВП в 2023 году внесло увеличение инвестиций (ВНОК) и запасов (МОС). Участники согласились, что прирост МОС за 2023 год не следует однозначно интерпретировать как «навес» складских запасов потребительских и/или инвестиционных товаров, использование которых в 2024 году может замедлить рост ВВП. Однако этот компонент заслуживает дополнительного внимания при анализе статистики ВВП в течение 2024 года.

Опираясь на данные мониторинга предприятий и качественные наблюдения экономических тенденций в регионах, участники обсуждения согласились, что **в конце 2023 года выпуск товаров и услуг в целом продолжил расширяться**. При этом тенденции в отдельных отраслях различались. Так, сокращение в сельском хозяйстве было связано со сдвигом уборки урожая на более ранние даты в прошедшем году, а в железнодорожных перевозках – со снижением объемов экспорта угля и нефтепродуктов. Автоперевозки, напротив, росли ускоренным темпом. По информации Волго-Вятского главного управления, автопроизводителям удалось расшить узкие места в закупках автокомпонентов, которые ранее сдерживали производство легковых автомобилей. Нарастало производство автомобилей и на ранее простаивавших мощностях автозаводов в Центральной России и на Северо-Западе. В целом выпуск в обрабатывающей промышленности продолжал увеличиваться. Индикатор бизнес-климата, по февральским оценкам, указывает на дальнейшее расширение деловой активности.

Устойчивость инфляционного давления зависит от экономических условий, от того, где экономика находится относительно своего потенциала, поэтому участники детально обсудили **характер сильного роста ВВП в 2023 году**. Такой рост мог быть связан как с бóльшим приростом потенциала экономики (например, вследствие повышения эффективности труда, ввода новых мощностей, использования новых технологий), так и с бóльшим положительным разрывом выпуска (ситуация, в которой экономика растет быстрее своих объективных возможностей и предложение не успевает за спросом). Во время прошлых обсуждений участники, скорее, соглашались, что преобладающая доля наблюдаемого роста экономики объясняется именно положительным разрывом выпуска. Он возник из-за увеличения внутреннего спроса, подпитываемого в том числе ускоренным расширением кредита и высокими государственными расходами. О положительном разрыве сигнализировали ускоренный рост инфляции, высокая загрузка производственных мощностей, перегрев на рынке труда. В ходе февральской дискуссии было высказано предположение, что вклад увеличения потенциала мог быть выше, чем Банк России оценивал прежде. Аргументами в пользу этого могут быть снижение инфляционного давления в последние месяцы и отсутствие нарастания напряженности на рынке труда. Публикация обновленных квартальных данных по динамике ВВП за 2021–2023 годы в апреле даст важную дополнительную информацию для оценки экономической динамики и ретроспективного анализа.

Основываясь на оперативных данных и оценках мониторинга предприятий, участники обсуждения констатировали **сохранение высокой инвестиционной активности**. Индикатор инвестиционной активности за IV квартал 2023 года обновил исторический максимум. Ожидания компаний – участников мониторинга предполагают сохранение инвестиций в I квартале 2024 года на высоком уровне. Участники обсуждения указали, что есть несколько важных факторов, которые будут поддерживать инвестиционную активность компаний высокой даже в условиях возросших ставок. Во-первых, предельная загрузка производственных мощностей. Некоторые компании достигают предела выпуска на имеющемся оборудовании. Это мотивирует их расширять производственные возможности. Во-вторых, удорожание трудовых ресурсов и их все более ограниченная доступность. В связи с этим проекты по автоматизации производственных процессов и повышению их эффективности становятся все более востребованными. В-третьих, высокие прибыли в ряде отраслей позволяют предприятиям финансировать инвестпроекты даже при повышении стоимости кредитов. Так, сальдированный финансовый результат предприятий за скользящие 12 месяцев, как в целом, так и по большинству отраслей, остается вблизи исторических максимумов или обновляет их.

Рынок труда оставался одной из ключевых тем дискуссии. Участники обсудили, **пройден ли рынком труда пик напряженности**. С одной стороны, тенденции остаются в целом прежними: уровень безработицы находится на историческом минимуме, ожидания по найму – на историческом максимуме, занятость растет, предприятия отмечают рекордно низкий уровень обеспеченности работниками. Главные управления говорили о сохраняющемся дефиците кадров в их регионах.

В некоторых отраслях он продолжил расти (розничная торговля, строительство, услуги, фармацевтика). С другой стороны, участники отметили, что в ряде отраслей напряженность на рынке труда перестала нарастать – в частности, в обрабатывающей промышленности, добыче, металлургии, машиностроении, химии. Участники обсуждения указали на несколько возможных причин остановки роста напряженности на рынке труда. Прежде всего мог сказаться переток рабочей силы как между отраслями, так и между регионами страны. Главные управления отмечали, что компании в одних регионах, где ситуация со свободной рабочей силой хуже, временно привлекают работников из других регионов по вахтовому методу. Для привлечения сотрудников компании расширяют социальный пакет, субсидируют аренду и приобретение жилья. Это повышает привлекательность рабочих мест, но увеличивает издержки предприятий и может иметь проинфляционный эффект. Одновременно в условиях дефицита рабочей силы компании инвестировали в снижение трудоемкости производственных процессов. Участники согласились, что убедиться в устойчивости текущих тенденций на рынке труда можно будет только по прошествии времени.

Один из ключевых индикаторов действенности денежно-кредитной политики – интенсивность роста потребительского спроса. Участники согласились, что **потребительский спрос остается на высоких уровнях, он только начал реагировать на ужесточение денежно-кредитных условий.** Главные управления сообщили о замедлении роста потребительской активности в отдельных регионах, на Юге России и Дальнем Востоке отмечено ее снижение с пиковых значений. Мнения относительно устойчивости замедления роста потребительского спроса разделились. Часть участников указывали на сокращение объемов импорта потребительских товаров как на индикатор происходящего и будущего охлаждения потребительского спроса. Другие участники обсуждения полагали, что признаков устойчивого замедления роста потребительского спроса пока нет, а в условиях высоких инфляционных ожиданий рост может вновь ускориться. Они также указывали на то, что, по данным мониторинга предприятий, ожидания компаний по спросу остаются на исторических максимумах.

Участники отметили, что исполнение расходов бюджетной системы в январе было близким к исторической норме. Большинство участников согласились, что **для совокупного спроса первоочередное значение имеют запланированные расходы бюджета на среднесрочном горизонте и налоговая политика.** И то и другое уже сейчас влияет на производственные планы компаний и ожидаемые доходы населения, а также связанную с этим кредитную активность. График же фактических перечислений бюджетных средств внутри года имеет второстепенное значение для изменения спроса в экономике по сравнению с запланированными госрасходами, заключенными контрактами. Для денежно-кредитной политики ключевым фактором является определение параметров среднесрочного бюджета, которое происходит в рамках бюджетного процесса. При этом многие участники отметили, что решения в области бюджетной политики остаются значимым фактором при оценке необходимой степени жесткости денежно-кредитной политики.



## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

### ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

*Кривая доходностей ОФЗ с декабрьского решения по ключевой ставке стала более инвертированной. Ставки на ее коротком конце оставались высокими, на длинном – снизились на 0,5 процентного пункта. Ставки по депозитам и кредитам выросли. На корпоративном кредитном рынке и в потребительском сегменте розничного рынка рост кредитного портфеля в декабре – январе начал замедляться. Ипотечное кредитование в декабре продолжало ускоренно расти, преимущественно за счет льготных госпрограмм, а в январе появились признаки замедления его роста. Сохраняются высокие темпы притока средств на депозиты населения. В IV квартале норма сбережения существенно повысилась.*

### ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **денежно-кредитные условия ужесточились с декабрьского заседания по ключевой ставке**. Инверсия кривой ОФЗ заметно усилилась. Реальные доходности ОФЗ-ИН выросли до уровня выше 5% годовых. Наряду с другими ценовыми и неценовыми индикаторами, это говорит о формировании жестких денежно-кредитных условий. Увеличивались ставки на депозитном рынке, преимущественно в сегменте от 1 до 9 месяцев. Кредитные ставки также росли. Участники дискуссии согласились, что **подстройка кредитных ставок под ужесточение денежно-кредитной политики продолжится**. Кроме того, процентные ставки для заемщиков дополнительно вырастут под влиянием автономных от денежно-кредитной политики факторов. Во-первых, банковский сектор перейдет от структурного профицита к структурному дефициту ликвидности. Это означает, что банки будут больше привлекать средства в Банке России, чем размещать в нем на депозитах. В результате спред краткосрочных ставок денежного рынка к ключевой ставке из отрицательного станет положительным, что будет означать дополнительную жесткость денежно-кредитной политики при том же уровне ключевой ставки. Во-вторых, отмена большинства регуляторных послаблений для банков, в первую очередь по выполнению НКЛ, приводит к некоторому увеличению премии за ликвидность в кредитных ставках. Дополнительно на степень жесткости условий банковского кредитования продолжают влиять меры макроprudенциальной политики.

Подробно рассматривалась реакция кредитного рынка на ужесточение денежно-кредитной политики. Участники отметили, что **охлаждение кредитного рынка происходит практически во всех сегментах** (кроме автокредитования, где спрос восстанавливается после глубокого падения). Рост розничного кредита замедляется. Более быстро на изменение процентных ставок реагирует необеспеченное потребительское кредитование и рыночная ипотека. В этих сегментах кредитного рынка отмечается выраженное замедление роста. Помимо процентных ставок, рост необеспеченного потребительского

кредитования и рыночной ипотеки сдерживают принятые макропруденциальные меры, направленные на ограничение рисков. Влияние этих мер на кредитование учитывалось при принятии решений по денежно-кредитной политике. В декабре наметилось снижение выдачи ипотечных кредитов только в сегменте вторичного жилья. На первичном рынке сохранялся высокий рост, поскольку основной объем выдач был в рамках льготных программ. В январе выдачи ипотеки в целом снизились (как на вторичное жилье, так и на первичном рынке), что связано с сезонностью, высокими рыночными ставками, а также ужесточением параметров льготной ипотеки. Участники отметили, что замедление роста ипотечного портфеля продолжится как в результате повышения процентных ставок, так и ужесточения макропруденциальных мер (их влияние будет усилено вступлением в силу дополнительных мер в марте 2024 года).

Участники обсуждения отметили **меньшую чувствительность корпоративного кредитования к изменению процентных ставок**. Рост этого портфеля также замедляется, но менее выражено. Участники назвали несколько причин. Во-первых, значительная доля корпоративных кредитов выдается по плавающим ставкам, и она растет. Компании могут охотнее привлекать такие кредиты в ожидании снижения ставок. Во-вторых, корпоративное кредитование может медленнее реагировать на рост ставок в части уже начатых проектов, поскольку издержки остановки таких проектов часто превышают эффекты, связанные с повышением стоимости заимствований. В-третьих, высокий финансовый результат компаний позволяет им привлекать и обслуживать кредиты по более высоким ставкам. В-четвертых, согласно опросам, компании по-прежнему позитивно оценивают перспективы бизнеса. Они ожидают сохранения высокого спроса на свою продукцию, в том числе со стороны государства. Наконец, в декабре компании могли привлекать дополнительное кредитование в ожидании планового вложения бюджетных средств в начале 2024 года.

В ходе обсуждения отмечалось, что **риски для финансовой устойчивости, связанные с высокими процентными ставками, незначительны**. Банки не отмечают и не ожидают в ближайшей перспективе роста заявок на реструктуризацию кредитов из-за ухудшения финансового положения заемщиков. Оценка финансового положения компаний реального сектора подтверждает, что риск системного роста запросов на реструктуризацию кредита в настоящее время отсутствует.

Участники обсуждения сошлись во мнении, что **влияние жесткой денежно-кредитной политики на кредитную активность продолжит нарастать**. Рост кредитования в течение 2024 года замедлится. Возвращение инфляции к цели и закрытие положительного разрыва выпуска в экономике требуют значительного замедления темпов роста кредитования по сравнению с 2023 годом. При этом масштабные льготные программы продолжают оказывать искажающее влияние на кредитный рынок, что может быть компенсировано более выраженным охлаждением кредитной активности в рыночном сегменте.

Участники отметили, что **сберегательные настроения населения усиливаются**. Это происходит под влиянием нескольких факторов. Повышение ключевой ставки ведет к ужесточению денежно-кредитных условий, что обеспечивает высокие темпы притока средств на депозиты в банки и замедление роста розничного кредитования. Одновременно с этим высокие темпы роста доходов позволяют гражданам больше сберегать. Участники согласились, что рост сберегательных настроений ограничивает рост потребительского спроса. Однако существенного замедления потребления пока не происходит. В перспективе есть **потенциал для усиления сберегательного мотива**: при снижающихся инфляционных ожиданиях даже неизменный уровень ставок будет становиться все более привлекательным.

## ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

### ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

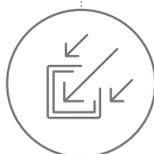
*В IV квартале 2023 года рост ВВП в США превзошел ожидания. Еврозона избежала рецессии. Темпы роста ВВП Китая оставались высокими, несмотря на сложности в секторе недвижимости. Оперативные данные за январь указывают на улучшение динамики мировой экономики по сравнению с IV кварталом 2023 года. На фоне стабилизации инфляции центральные банки развитых стран могут приступить к снижению ставок к середине года.*

*Экспорт из России в IV квартале 2023 года оказался заметно ниже октябрьского прогноза Банка России. Снизились цены на большинство товаров российского экспорта и физические объемы экспорта. Номинальный курс рубля к валютам стран – торговых партнеров практически не изменился.*

### ДИСКУССИЯ

**Взгляд участников обсуждения на динамику мирового ВВП на 2024 год остался в целом без изменений с предыдущего заседания.** Ожидается, что в США рост будет несколько выше, чем предполагалось ранее. Пересмотр данных за предыдущие годы указывает на более высокую траекторию потенциального ВВП США. В еврозоне темпы роста экономики будут ниже: продолжат сказываться падение экспорта и рост стоимости энергии. Экономики стран – торговых партнеров России продолжат расти высокими темпами, что поддержит спрос на российский экспорт. Темпы роста экономики Китая несколько снизятся, но останутся высокими.

Участники обсуждения согласились, что **из-за быстрого снижения инфляции центральные банки развитых стран могут быстрее смягчить денежно-кредитную политику, чем предполагалось ранее.** При этом для начала смягчения денежно-кредитной политики им требуются дополнительные свидетельства устойчивости возвращения инфляции к целевым уровням. Более быстрое смягчение внешней денежно-кредитной политики может способствовать дезинфляционным



тенденциям в России из-за расширения дифференциала внутренних и внешних процентных ставок, хотя с 2022 года этот канал трансмиссии работает слабее.

Участники обсуждения **оставили прогнозную траекторию цены нефти марки Brent без изменений по сравнению с октябрьским базовым сценарием.** Дополнительную поддержку ценам на нефть продолжают оказывать решения ОПЕК+ по ограничению добычи. Вместе с тем участники отметили, что риски более быстрого снижения нефтяных котировок сохраняются из-за дальнейшего увеличения добычи за пределами ОПЕК+. Снижение цен на нефть может усилить проинфляционное давление в российской экономике.

В ходе совещаний подробно обсуждались **причины сокращения российского экспорта по широкому кругу товаров.** Участники отметили, что наблюдаемый рост мирового ВВП во многом связан с сектором услуг. Этот сектор менее материалоемкий. Как следствие, мировой рост сейчас в целом оказывает меньше поддержки ценам на товары российского экспорта. Относительно перспектив динамики экспорта рассматривалось два основных сценария. Первый: сокращение временное, вызванное подстройкой к меняющимся условиям и усложнению расчетов и логистики. Со временем экспорт будет восстанавливаться с учетом мирового роста и его структуры. Второй сценарий: экспорт сокращается в ответ на структурно изменившиеся условия, и восстановление в ближайшей перспективе будет ограниченным. Согласно второй точке зрения, часть объемов экспортной продукции будет перенаправлена на внутренний рынок, что может действовать как дезинфляционный фактор. Отчасти эти процессы уже наблюдаются, например, на Урале, где ранее выпуск во многом был ориентирован на экспорт. Переориентация компаний с экспорта своей продукции на внутреннего потребителя – одно из характерных проявлений происходящей структурной трансформации экономики. Кроме того, участники отметили, что структура российского экспорта меняется. Например, все большую долю в нем занимает экспорт сельхозпродукции.

Ситуация на валютном рынке оставалась стабильной. Операции в рамках бюджетного правила дополнительно ограничивали чувствительность курса рубля к колебаниям цены нефти. Участники обсуждения отметили, что динамика нефтяных цен по-прежнему сказывается на валютных поступлениях российских компаний с лагом. **Продажи валюты на рынке снизились за прошедший период вслед за сокращением стоимостного объема экспорта.** Вместе с тем доля продаваемой валютной выручки оставалась стабильно высокой. Дополнительную поддержку рублю в ноябре – декабре 2023 года оказывали операции, связанные с выплатой дивидендов российскими компаниями. Одновременно с этим импортеры несколько снизили спрос на зарубежную продукцию, что отчасти может быть связано с ожиданиями снижения потребительского спроса из-за жестких денежно-кредитных условий. Таким образом, жесткая денежно-кредитная политика продолжает вносить вклад в охлаждение спроса на импорт в рублевом выражении, что способствует более стабильной динамике курса рубля. Высокие рублевые процентные ставки также поддерживают спрос на рублевые финансовые инструменты как средство сбережения.

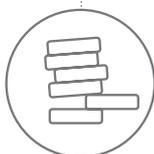
По мнению участников, значительным источником риска для обменного курса остаются изменения физических объемов экспорта, а также цен нефтегазового экспорта, негативное влияние которых не может быть компенсировано за счет механизма бюджетного правила. Участники уделили внимание последствиям дополнительных затруднений во внешних расчетах. Было отмечено, что если затруднения затрагивают одновременно и экспорт, и импорт, то выраженного влияния на обменный курс может и не наблюдаться. Участники обсуждения также подтвердили свое мнение, что в случае непродления указа об обязательной продаже валютной выручки крупнейшими экспортерами это не станет значимым фактором последующей динамики обменного курса.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники обсуждения констатировали, что на текущем этапе **баланс рисков по-прежнему остается смещенным в сторону проинфляционных**. Среди **проинфляционных рисков** участники выделили следующие:

- Высокие и незаякоренные инфляционные ожидания, чувствительные к временным эпизодам роста цен на отдельные товары или услуги. Это может создавать вторичные эффекты для инфляции.
- Ухудшение условий внешней торговли под влиянием как геополитической ситуации, так и ухудшения конъюнктуры на товарных рынках.
- Ситуация на рынке труда. Риски связаны с отставанием производительности труда от роста реальных заработных плат.
- Сохранение значительных объемов кредитования в рамках государственных льготных программ, что будет «зашумлять» работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.
- Удлинение сроков нормализации бюджетной политики. Этот риск не увеличился, но остается значимым для динамики 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 обсуждения рассмотрели обновленные прогнозные расчеты. Помимо базового сценария, был рассмотрен набор вариаций к нему, в том числе отражающих инфляционные риски. Это, в частности, вариации по краткосрочной траектории инфляции, курсу рубля, оценкам размера и скорости уменьшения положительного разрыва выпуска (в том числе при разных уровнях потенциала).

С учетом данных, полученных с декабрьского 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:

- Продолжают нарастать эффекты от ужесточения денежно-кредитной политики. Это проявляется и в замедлении роста кредитования, и в росте сберегательной активности. В дальнейшем эффекты от произошедшего ранее повышения ключевой ставки продолжают проявляться в динамике экономических показателей и сдерживать инфляционное давление.
- Заметное снижение текущих темпов роста цен в декабре – январе, включая устойчивые показатели, указывает на то, что денежно-кредитная политика Банка России, вероятно, уже достигла достаточной степени жесткости. Но пока преждевременно судить об устойчивости дезинфляции. Закрепление процесса дезинфляции требует сохранения достигнутой жесткости денежно-кредитных условий в течение продолжительного времени.
- Положительный разрыв выпуска в экономике остается существенным, но, видимо, достиг своего пика в середине IV квартала 2023 года. С учетом оперативных данных по динамике инфляции и внутреннего спроса разрыв начал постепенно закрываться. Кроме того, более высокий рост ВВП в 2023 году при одновременном ослаблении инфляционного давления может указывать на более высокий уровень потенциала российской экономики. Повышение межотраслевой и географической мобильности рабочей силы, увеличение ее охвата и рост производительности труда могут несколько повысить гибкость рынка труда. Однако эти эффекты требуют дополнительной оценки.

- В 2024 году дополнительной жесткости денежно-кредитных условий будут способствовать несколько автономных от денежно-кредитной политики факторов: отмена большинства регуляторных послаблений для банков (в том числе по выполнению НКЛ), меры макропруденциального регулирования, а также переход банковского сектора от структурного профицита к структурному дефициту ликвидности.

Основными аргументами в пользу **повышения ключевой ставки до 17% годовых** были следующие:

- К началу февраля отсутствуют исчерпывающие свидетельства устойчивого снижения инфляции. На текущем этапе, возможно, нужна большая жесткость денежно-кредитной политики для снижения инфляции желаемыми темпами, то есть для ее возвращения к цели в 2024 году. Недостижение цели по инфляции может негативно повлиять на инфляционные ожидания. Они могут закрепиться на повышенных уровнях, что усложнит задачу дезинфляции в будущем.
- Есть риск недооценки разрыва выпуска в экономике или скорости его закрытия. В частности, замедление роста потребительской активности может быть неустойчивым.
- Инерция в динамике кредитования может сохраняться из-за искажающего влияния льготных программ и повышенных инфляционных ожиданий заемщиков.
- С декабрьского заседания произошло заметное ухудшение условий внешней торговли, в том числе снижение цен на товарно-сырьевых рынках, расширение дисконта для российской нефти, дополнительные сложности с платежами, а также снижение экспорта.

Сопоставив аргументы двух вариантов решений, участники обсуждения согласились, что решение о сохранении ключевой ставки на уровне 16,00% годовых является более обоснованным.

- Во-первых, базовый среднесрочный прогноз Банка России указывает на то, что сохранение ставки неизменной на февральском заседании отвечает задаче возвращения инфляции к цели в 2024 году и ее стабилизации вблизи 4% в дальнейшем.
- Во-вторых, дополнительное ужесточение денежно-кредитной политики может создать риски существенного отклонения инфляции вниз от цели в 2025 году. Связанное с этим усиление колебаний выпуска не будет отвечать задаче устойчивой стабилизации инфляции на цели.
- В-третьих, аргументы в пользу повышения ключевой ставки до 17,00% годовых преимущественно отражают проинфляционные риски для базового сценария. А их учет в большей степени имеет отношение к обсуждению будущей траектории ключевой ставки.

Обмену мнениями о возможной **будущей траектории ключевой ставки** было уделено значительное время.

- Участники согласились с повышением прогноза средней ключевой ставки на 2024–2025 годы. Это отражает тот факт, что российская экономика вошла в 2024 год с более высоким положительным разрывом выпуска, то есть более высоким проинфляционным фоном, чем ожидалось в октябре. Сдвиг вверх прогнозной траектории ключевой ставки создаст дополнительные условия для закрепления дезинфляционных тенденций в экономике.
- Участники подчеркнули, что сохранение сигнала о необходимости продолжительного поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике является важным фактором обеспечения желаемой направленности денежно-кредитной политики. Вместе с тем все участники согласились, что важно избежать трактовки этого сигнала как прямого указания на неизменность самой ключевой ставки в течение продолжительного времени. При устойчивом снижении инфляции и инфляционных ожиданий той же степени жесткости денежно-кредитных условий (то есть тому же уровню реальных процентных ставок) будет соответствовать постепенно снижающаяся ключевая ставка. Большинство участников ожидали, что в базовом сценарии условия для начала снижения ключевой ставки сложатся во второй половине 2024 года. Отдельные участники не исключали возможности, что снижение начнется несколько раньше.
- Дополнительно было отмечено, что на текущем этапе требуется особая осторожность при принятии решений при выборе траектории ключевой ставки. Опыт прошлых лет показывает, что переход населения от сберегательной модели поведения к потребительской при сильных изменениях уровня ключевой ставки происходил сравнительно резко. В связи с этим снижение ключевой ставки должно быть плавным.

По итогам состоявшейся дискуссии Совет директоров Банка России 16 февраля 2024 года принял решение установить ставку на уровне 16,00% годовых с 19 февраля 2024 года.

Решение по ключевой ставке сопровождалось указанием на продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике. Совет директоров Банка России пришел к выводу о том, что **в базовом сценарии с учетом уже достигнутой жесткости денежно-кредитных условий и повышения прогноза средней ключевой ставки будут созданы достаточные условия для возвращения инфляции к цели в 2024 году и ее стабилизации вблизи 4% в дальнейшем. Российская экономика с учетом проводимой денежно-кредитной политики вернется на траекторию сбалансированного роста к 2026 году.** Более подробно о среднесрочном прогнозе можно прочитать в [Комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России](#).