



# РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ  
БАНКА РОССИИ 19 ИЮНЯ 2026 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 2026–2028 годы и его вариациями. Представители главных управлений 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.

Суждения участников основаны на данных, доступных к 19 июня 2026 года.

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	12



## СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

### ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в апреле – мае 2026 года снизился в среднем до 2,1% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) с 8,7% с.к.г. в 1к26. Базовая инфляция в аналогичный период в среднем составила 4,2% с.к.г. после 6,2% с.к.г. в 1к26. Инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания бизнеса в июне уменьшились. Профессиональные аналитики немного снизили свои прогнозы по инфляции на 2026 год и сохранили на 2027 год. По оперативным данным, в 2к26 показатели экономической активности выросли после снижения в 1к26. Индикатор бизнес-климата Банка России в 2к26 увеличился по сравнению с 1к26. Безработица в марте – апреле 2026 года немного выросла – до 2,2% с сезонной корректировкой. Рост номинальных и реальных зарплат в марте 2026 года несколько замедлился после ускорения в начале года (г/г).

### ДИСКУССИЯ

**Текущее инфляционное давление в апреле – мае снизилось.** Это отражало как влияние проводимой денежно-кредитной политики, так и действие разовых дезинфляционных факторов. Так, значительный вклад в замедление роста цен внесли овощи и фрукты, которые в эти месяцы дешевели значительно сильнее сезонной нормы. Участники отмечали, что сезонность цен на плодоовощную продукцию в последние годы нестабильна: сроки и масштабы снижения и повышения цен различаются от года к году. Это может объясняться сочетанием нескольких факторов: состоянием и объемом переходящих запасов, предложением тепличной продукции, изменениями географии поставок и погодными условиями, в том числе более выраженными колебаниями температуры. Дезинфляционное влияние на динамику цен также оказало укрепление рубля.

**В центре обсуждения оставалась оценка устойчивого инфляционного давления.** Одни показатели устойчивого роста цен в апреле – мае по-прежнему превышали 4% с.к.г., другие находились вблизи этого уровня, а некоторые опустились ниже него.

- Часть участников считали, что пока преждевременно делать вывод о дальнейшем снижении устойчивого инфляционного давления. В последние месяцы на него значительно влияли временные факторы, прежде всего укрепление рубля в марте – мае. Оно во многом было связано с изменением конъюнктуры мировых товарных рынков – ростом цен на сырьевые товары российского экспорта и увеличением экспортной выручки. Поэтому вызванное курсовым фактором снижение показателей устойчивого роста цен может оказаться временным. Полностью исключить влияние курса из показателей невозможно – можно лишь сопоставить изменение цен в компонентах с разной чувствительностью к нему. В слабочувствительных к курсу компонентах

замедление роста цен было незначительным. На сохранение повышенного устойчивого инфляционного давления указывал и высокий рост цен на нерегулируемые услуги. Их динамика меньше зависит от изменений валютного курса и может отражать состояние внутреннего спроса и давление на издержки со стороны оплаты труда.

- Другие участники полагали, что имеющиеся данные позволяют говорить о снижении устойчивого инфляционного давления. Многие показатели устойчивого роста цен в апреле – мае сложились существенно ниже значений 2к25–1к26. Хотя частично укрепление рубля действительно было связано с временными внешними факторами, крепкий курс поддерживали и факторы более продолжительного действия: циклические (жесткая денежно-кредитная политика и сохраняющийся высокий дифференциал процентных ставок) и структурные (включая импортозамещение, ограниченные возможности резидентов для размещения средств в иностранных активах и действующие импортные ограничения). Кроме того, охлаждение внутреннего спроса под влиянием денежно-кредитной политики вносило вклад в снижение устойчивого инфляционного давления.

По итогам обсуждения большинство участников согласились, что **устойчивый рост цен несколько снизился, но в целом оставался в диапазоне 4–5% с.к.г.**

Участники отметили, что, судя по неполным недельным данным, в июне произошел разворот в динамике цен на плодоовощную продукцию. Он мог отражать коррекцию после более сильного, чем обычно, уменьшения цен в предыдущие месяцы.

**Ситуация на топливном рынке может оказать более продолжительное влияние на инфляцию, чем в прошлом.** С середины мая рост цен на моторное топливо ускорился. Бензин и дизель входят в потребительскую корзину, поэтому их удорожание напрямую влияет на инфляцию. Кроме того, рост цен на топливо может переноситься в цены других товаров и услуг через транспортные и производственные издержки. Бензин также является важным товаром-маркером для населения и компаний, и изменение цен на него может влиять на инфляционные ожидания. Поэтому рост цен на топливо может иметь вторичные эффекты как через увеличение издержек, так и через рост инфляционных ожиданий и отражаться на показателях устойчивой инфляции. Правительство Российской Федерации принимает меры для обеспечения необходимых объемов поставок топлива и стабилизации рынка. Участники обсуждения согласились, что развитие ситуации на топливном рынке и масштаб вторичных эффектов будут учитываться при принятии дальнейших решений по денежно-кредитной политике.

**Инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания бизнеса снизились вслед за замедлением инфляции.** Такая динамика отражала адаптивный характер ожиданий – они во многом формируются под влиянием наблюдаемого роста цен и снижаются по мере ослабления

инфляционного давления. Удорожание топлива пока не привело к росту инфляционных ожиданий. Вместе с тем они оставались повышенными по сравнению с периодами, когда инфляция находилась вблизи 4%. Это может увеличивать риск возникновения вторичных эффектов от разовых факторов роста цен и их переноса на широкий круг товаров и услуг, что будет препятствовать дальнейшему снижению устойчивой инфляции.

Участники дополнительно отметили, что **при оценке инфляционного давления в июле необходимо будет учитывать изменение сроков индексации тарифов на жилищно-коммунальные услуги**. В 2026 году индексация проводится в два этапа: первый шаг повышения пришелся на начало года, а основная индексация перенесена с июля на октябрь. Поэтому после выхода из расчета июльской индексации 2025 года статистический эффект перераспределит вклад тарифов в годовую инфляцию внутри года, но не будет свидетельствовать об ослаблении инфляционного давления.

По оценкам Банка России, **в 1п26 продолжился умеренный рост экономики**. Как и ожидалось, после некоторого снижения показателей экономической активности в 1к26 из-за календарного и погодного факторов, в 2к26 эти факторы дали обратный эффект. Больше количество рабочих дней и благоприятные погодные условия поддержали экономическую активность, в том числе в строительстве. Кроме того, в марте – апреле восстанавливалась потребительская активность. Поэтому участники считали более корректным оценивать экономическую динамику за первое полугодие в целом. По оценкам, в 1п26 рост выпуска может составить около 0,5% г/г.

**В 1п26 ситуация по отраслям оставалась неоднородной**. Участники отметили, что сохраняющиеся различия во многом были связаны со структурной перестройкой экономики. В условиях ограниченных ресурсов более быстрый рост спроса со стороны государства сужал пространство для расширения частного спроса, в том числе инвестиционного. Такое перераспределение спроса и ресурсов отражалось на отраслевой динамике: рост одних секторов сопровождался более сдержанной динамикой других. При этом на отраслевую картину дополнительно влияли краткосрочные факторы: изменение конъюнктуры мировых сырьевых рынков и временное сокращение производственных мощностей в отдельных отраслях.

**Потребительская активность выросла в марте – апреле после слабой динамики в начале года**. Оживление сопровождалось ростом продаж автомобилей, однако не ограничивалось автосегментом. Увеличение доходов населения поддерживало рост потребительского спроса.

**Инвестиционная активность в 2к26 несколько увеличилась после существенного снижения в 1к26**. Участники отметили инерционность инвестиций. Поскольку изменение экономических и финансовых условий

отражается на запуске, приостановке и пересмотре инвестиционных проектов с лагом, восстановление инвестиций происходит постепенно.

**Снижение напряженности на рынке труда замедлилось.** По оперативным опросам, доля предприятий, испытывающих дефицит кадров, вышла на плато. Численность работников, занятых неполное рабочее время, находящихся в простое или предполагаемых к увольнению, с начала года существенно не изменилась. Высвобождаемые работники, как правило, находили работу на других предприятиях. Поэтому безработица оставалась вблизи исторического минимума. Планы бизнеса по индексации заработных плат становились более умеренными. Однако реальные зарплаты продолжали расти темпами, опережающими рост производительности труда. При этом динамика зарплат была неоднородной по отраслям. Участники отметили, что статистика по заработным платам выходит с лагом почти в 3 месяца, поэтому намечившееся, по опросам компаний, замедление роста заработных плат могло в ней еще не проявиться.

Участники рассматривали **объявленные изменения бюджетной политики как реализацию одного из ключевых проинфляционных рисков.**

По заявлениям Минфина России, возврат к нулевому первичному структурному дефициту произойдет только в 2029 году, а не в 2026 году, как планировалось ранее. Участники отмечали, что при ограниченных физических ресурсах, в первую очередь трудовых, расширение спроса со стороны государства должно сопровождаться более сдержанной динамикой других компонентов внутреннего спроса. В противном случае дополнительный спрос приведет не к сопоставимому увеличению выпуска, а к усилению инфляционного давления. Поэтому расширение бюджетного импульса ограничивает пространство для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики.

Большинство участников считали, что **положительный разрыв выпуска закрылся в 1к26.** На это указывало снижение многих показателей устойчивого роста цен до уровней, близких к 4% с.к.г. Некоторые участники считали, что разрыв еще полностью не закрылся. По их оценке, устойчивое инфляционное давление оставалось выше 4%. При этом все участники согласились, что имеющиеся данные не давали оснований говорить о переохлаждении экономики. Для него были бы характерны снижение показателей устойчивой инфляции существенно ниже 4%, рост безработицы и падение реальных доходов, чего не наблюдается. Отдельные участники также отмечали, что в 2к26 оживление потребительского спроса, увеличение бюджетного импульса и замедление снижения напряженности на рынке труда могут указывать на то, что давление на цены со стороны спроса может вновь усилиться. Кроме того, временное сокращение производственных возможностей в отдельных отраслях может привести к увеличению положительного разрыва без дополнительного расширения спроса. В дальнейшей динамике разрыва выпуска сохраняется неопределенность.



## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

### ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

*С апрельского заседания процентные ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ на коротком конце кривой снизились. На среднем и длинном концах доходности ОФЗ выросли. По оперативным данным, в мае – первой половине июня процентные ставки по депозитам уменьшились. Фиксированные процентные ставки по кредитам компаниям на рыночных условиях в апреле немного снизились, а спреды плавающих ставок существенно не изменились. Процентные ставки по кредитам населению в апреле уменьшились. Рост портфеля розничных и корпоративных кредитов в апреле – мае ускорился (м/м) по сравнению с началом 2026 года. Годовой темп роста денежной массы в апреле – мае повысился.*

### ДИСКУССИЯ

Большинство участников согласились, что **с апрельского заседания по ключевой ставке денежно-кредитные условия несколько смягчились, но в целом оставались жесткими.**

**Динамика рыночных процентных ставок была неоднородной, но в большинстве сегментов финансового рынка они уменьшились.**

- Ставки денежного рынка и доходности ОФЗ на коротком конце кривой снизились вслед за ключевой ставкой. Рост доходностей ОФЗ на среднем и дальнем концах отражал увеличение премии за срочность, прежде всего из-за неопределенности относительно параметров бюджетной политики. Учитывая причины, рост долгосрочных доходностей не свидетельствовал об ужесточении денежно-кредитных условий. Отдельные участники обращали внимание на увеличение положительного наклона кривой ОФЗ. Снижение доходностей на коротком конце относительно среднего и дальнего могло указывать на уменьшение жесткости денежно-кредитных условий.
- Депозитные ставки продолжили снижаться в ответ на смягчение денежно-кредитной политики. В то же время отдельные банки с начала июня повышали ставки по вкладам, реагируя на усиление спроса на наличные деньги и уменьшение темпов роста вкладов.
- Ставки по кредитам компаниям также постепенно снижались. Значительная часть корпоративных кредитов предоставляется по плавающим ставкам, поэтому стоимость их обслуживания автоматически уменьшалась вслед за ключевой ставкой. Фиксированные ставки заметно снизились в апреле, но в значительной мере за счет увеличения доли выдач по нерыночным ставкам. Без учета льготных кредитов, проектного финансирования и других специальных сделок фиксированные ставки немного уменьшились, но оставались высокими. Это отражало консервативную оценку банками кредитных рисков заемщиков.

- Ставки по потребительским кредитам снизились. По ипотечным кредитам – выросли, что было связано с уменьшением доли льготных программ в выдачах. Ставки по рыночной ипотеке практически не изменились.

В реальном выражении смягчение ценовых денежно-кредитных условий было менее выраженным из-за снижения инфляционных ожиданий. Неценовые условия кредитования оставались жесткими.

Участники подробно **обсудили оценки реальных процентных ставок**. Было отмечено, что значительный разрыв между номинальными кредитными ставками и уровнем инфляции сам по себе не свидетельствует о чрезмерной жесткости денежно-кредитных условий. Часть кредитов предоставляется на льготных условиях и слабо реагирует на изменение ключевой ставки. Так, с начала 2025 года свыше четверти долгосрочных корпоративных кредитов было предоставлено по ставкам ниже депозитных. Поэтому для обеспечения необходимого сдерживающего влияния на совокупный спрос требуется более высокий уровень ставок в рыночном сегменте. Кроме того, реальные процентные ставки корректнее оценивать относительно инфляционных ожиданий, поскольку решения о сбережениях и заимствованиях принимаются с учетом ожидаемого роста цен.

**Сберегательная активность населения постепенно снижалась, но оставалась высокой.** Средства населения в банках продолжали расти. При этом внутри банковских сбережений происходило смещение от срочных депозитов к накопительным счетам. Одновременно увеличивались вложения в ценные бумаги и недвижимость. Некоторые участники отмечали, что вложения в недвижимость поддерживают сопутствующий спрос на товары и услуги и поэтому могут иметь более проинфляционный эффект, чем сбережения на банковских счетах. В последние месяцы также заметно вырос спрос на наличные деньги. Это преимущественно было связано с перебоями мобильного Интернета, а также отражало реакцию экономических агентов на налоговые изменения. Вместе с тем рост спроса на наличные средства был в пределах исторического диапазона, а их доля в денежной массе увеличилась незначительно и была ниже уровней конца 2024 года. Переход средств с банковских счетов в наличную форму меняет состав денежной массы, но не ее общий объем и сам по себе не создает дополнительного спроса на товары и услуги.

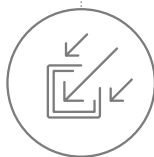
**Кредитная активность в апреле – мае заметно ускорилась как в корпоративном, так и в розничном сегменте.** В корпоративном кредитовании рост происходил широким фронтом. Кредитную активность поддерживали постепенное снижение процентных ставок и ожидания дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Часть ускорения могла отражать коррекцию после слабой динамики начала года, связанной с изменением сезонности государственных расходов. В рознице оживление наблюдалось не только в ипотеке, но и в необеспеченном потребительском и автокредитовании. Здесь также проявлялось влияние смягчения денежно-кредитных условий.

Накопленный с начала 2026 года рост требований банковской системы к экономике (с исключением валютной переоценки) пока оставался в диапазоне значений, наблюдавшихся в 2016–2019 годах. Однако участников обсуждения беспокоило его ускорение в последние месяцы. При сохранении текущих темпов рост кредита по итогам года может превысить апрельский прогноз. Особое внимание участники обратили на сочетание ускорения кредитования с более значительным, чем ожидалось ранее, бюджетным импульсом.

Ускорение кредита и произошедшее с начала года расширение бюджетных расходов уже нашло отражение в динамике денежной массы. Темпы роста денежной массы (M2) увеличились. Ее накопленный рост с начала 2026 года складывался выше как прошлогоднего значения, так и верхней границы диапазона 2016–2019 годов.

Участники обсудили, **сохраняют ли денежно-кредитные условия достаточную жесткость**. Некоторые из них обращали внимание на увеличение наклона кривой ОФЗ, сближение депозитных ставок с уровнем инфляционных ожиданий, а также ускорение роста кредита и денежной массы. Совокупность этих сигналов могла означать, что денежно-кредитные условия стали близки к нейтральным. Но большинство участников считали, что оживление кредитования закономерно при снижении ключевой ставки и само по себе не означает перехода к нейтральным или мягким условиям. Достаточность жесткости денежно-кредитных условий следует оценивать по их влиянию на совокупный спрос и инфляцию. Снижение инфляционного давления и инфляционных ожиданий свидетельствовало о сохраняющемся сдерживающем влиянии денежно-кредитной политики. Однако увеличение бюджетного импульса может требовать более умеренного роста кредита и частного спроса в будущем, чтобы инфляция продолжила снижаться. Для этого может потребоваться более длительное поддержание жестких денежно-кредитных условий, чем предполагалось в апрельском прогнозе.

**Качество кредитного портфеля остается приемлемым, хотя и несколько снизилось**. Финансовое положение корпоративного сектора в целом оставалось устойчивым. В 1к26 снижение прибыли компаний ускорилось, что было связано с низкими ценами на нефть в начале года и замедлением внутреннего спроса. Долговая нагрузка крупнейших компаний несколько выросла, но сохранялась на исторически невысоком уровне. Доля проблемных кредитов в последние полтора года сохранялась вблизи 4%, а у крупных компаний с начала 2025 года даже немного снизилась. Более заметное ухудшение наблюдалось в сегменте МСП, однако совокупный объем проблемной задолженности оставался небольшим и не создавал системных рисков. Снижение ключевой ставки будет уменьшать процентные расходы компаний, поскольку более 2/3 корпоративных кредитов предоставлено по плавающим ставкам. Это будет поддерживать финансовую устойчивость заемщиков.



## ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

### ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

*По оперативным данным, в 2к26 рост мировой экономики замедлялся. Инфляционное давление в ключевых экономиках выросло. При этом увеличение проинфляционных рисков, связанных с конфликтом на Ближнем Востоке, привело к пересмотру вверх ожиданий по ставкам в ключевых экономиках. Цена на нефть марки Brent с апрельского заседания по ключевой ставке снизилась, однако оставалась выше среднего уровня 2025 года. Цены на большинство других товаров российского экспорта также были существенно выше средних значений прошлого года. Рубль в мае – первой половине июня укрепился по отношению к основным валютам.*

### ДИСКУССИЯ

**Ситуация в мировой экономике в целом развивалась в соответствии с апрельским прогнозом.** Рост мировой экономики замедлялся, но с учетом масштаба сырьевого шока оставался относительно устойчивым. Увеличение сырьевых цен пока сильнее влияло на инфляцию, чем на экономическую активность в мире. Инфляционное давление усиливалось. Все больше центральных банков повышали процентные ставки и все меньше – снижали, что свидетельствовало о развороте глобального цикла денежно-кредитной политики. Участники отметили, что такой разворот означает более быстрое сокращение дифференциала ставок между Россией и другими странами.

**На товарных рынках наблюдалась высокая волатильность.** В 2к26 экспортная цена российской нефти складывалась выше апрельского прогноза из-за более высоких мировых цен. Снижение напряженности на Ближнем Востоке и коррекция нефтяных котировок в июне в целом соответствовали ожиданиям рынка и прогнозу Банка России. Вместе с тем сохраняется неопределенность дальнейшего развития ситуации.

Большинство участников согласились, что **в ближайшей перспективе цены на нефть, вероятно, останутся повышенными и будут снижаться постепенно.** Сокращение запасов в период конфликта может отложить переход нефтяного рынка к профициту. Однако некоторые участники допускали более быстрое снижение нефтяных котировок. Высокие цены предшествующего периода стимулировали наращивание добывающих мощностей и увеличение предложения нефти в других регионах, что позволит быстрее, чем ожидается, возместить использованные запасы. Одновременно с этим последствия сырьевого шока для мировой экономики могут привести к ослаблению спроса на нефть. В результате восстановление баланса на рынке может происходить быстрее.

Сальдо текущего счета в 2к26 складывалось заметно выше прошлогоднего уровня в условиях более высоких стоимостных объемов экспорта. Импорт постепенно увеличивался на фоне крепкого рубля. Наиболее заметно росли поставки машин, оборудования и средств наземного транспорта.

**Укреплению рубля способствовало поступление высокой экспортной выручки предыдущих периодов с учетом временных лагов.** Участники обсуждения отметили, что крепкий рубль по-прежнему поддерживали циклические (высокий дифференциал ставок и сдержанный спрос на импорт) и структурные (импортозамещение, низкий спрос на иностранные финансовые активы, импортные ограничения) факторы. По мере нормализации ситуации на Ближнем Востоке влияние временных внешних факторов на курс будет постепенно ослабевать. При этом значительная часть эффектов от колебаний цен на нефть сглаживается действием бюджетного правила, которое ограничивает их прямое влияние на динамику курса и внутренний спрос.

Участники отметили, что **для российской экономики пока преобладали дезинфляционные эффекты внешних условий.** Более высокие цены на широкий круг товаров российского экспорта способствовали увеличению экспортной выручки и укреплению рубля, тогда как заметного переноса роста мировых сырьевых цен во внутренние цены не наблюдалось. Риск затяжного конфликта на Ближнем Востоке снизился, что уменьшило вероятность быстрого усиления проинфляционных эффектов. Вместе с тем произошедшие изменения внешних условий по-прежнему могут привести к более слабому росту мировой экономики, в результате чего спрос на российский экспорт может снизиться. Одновременно повышенные мировые цены и логистические издержки могут ускорить рост цен в мире и увеличить стоимость российского импорта. Поэтому со временем проинфляционное влияние внешних условий может усилиться. Масштаб и сроки реализации этих эффектов остаются неопределенными.



## ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники согласились, что **проинфляционные риски по-прежнему преобладают над дезинфляционными на среднесрочном горизонте.** С апрельского заседания по ключевой ставке их баланс еще сильнее сместился в проинфляционную сторону.

Основные **проинфляционные риски** включают:

- *Значительный бюджетный стимул в среднесрочной перспективе.* Проинфляционный риск со стороны бюджетной политики фактически реализовался, однако сохраняется неопределенность относительно масштаба бюджетного импульса. Чем он будет больше, тем более сдерживающее влияние должна оказывать денежно-кредитная политика на другие компоненты внутреннего спроса, включая кредитование, во избежание усиления инфляционного давления.

Дополнительным проинфляционным фактором может стать расширение программ льготного кредитования, ослабляющее влияние жестких денежно-кредитных условий на спрос.

- *Возобновление перегрева спроса.* Совокупный спрос может вновь отклониться вверх от возможностей расширения предложения как из-за быстрого роста внутреннего спроса, так и в связи с усилением ограничений на стороне предложения. Быстрый рост внутреннего спроса может быть связан с сохранением текущих темпов роста кредитования одновременно с увеличением бюджетного импульса. Дефицит кадров также может поддерживать высокие темпы роста заработных плат, опережающие рост производительности труда.
- *Временное сокращение предложения в отдельных отраслях.* Этот риск усилился, в том числе из-за ситуации на топливном рынке. Удорожание топлива может влиять на инфляцию напрямую – через издержки других отраслей, а также через инфляционные ожидания, поскольку цены на бензин являются важным товаром-маркером для населения и компаний.
- *Длительное сохранение высоких инфляционных ожиданий.* Повышенные инфляционные ожидания могут замедлить снижение устойчивой инфляции и усилить вторичные эффекты отдельных разовых проинфляционных факторов.
- *Ухудшение внешних условий.* Риск продолжительного конфликта на Ближнем Востоке снизился, однако сохраняется неопределенность относительно его последствий для мирового роста и инфляции. Более слабый рост мировой экономики может ограничивать спрос на российский экспорт. Ускорение внешней инфляции может привести к усилению инфляционного давления в российской экономике через рост цен на импортируемые товары.

Среди основных **дезинфляционных факторов**:

- *Значительное замедление роста внутреннего спроса.* Жесткие денежно-кредитные условия в сочетании с возросшей налоговой нагрузкой могут оказать более выраженное влияние на динамику спроса, чем оценивается. Бизнес-настроения компаний могут ухудшиться, а планы предприятий – более существенно снизиться, в том числе в отношении инвестиций, найма сотрудников и повышения заработных плат. В результате внутренний спрос может сильно замедлиться, а инфляция – значительно отклониться вниз от цели.



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

По итогам анализа данных и их сопоставления с апрельским прогнозом Банка России, **участники обсудили следующие варианты решения:**

- сохранение ключевой ставки на уровне 14,50% годовых;
- снижение ключевой ставки на 25 б.п., до 14,25% годовых;
- снижение ключевой ставки на 50 б.п., до 14,00% годовых.

Основные аргументы участников, предлагавших **сохранить ключевую ставку неизменной**, следующие.

- Показатели устойчивого роста цен в апреле – мае могли быть занижены. Значимый вклад в их динамику внесло дополнительное укрепление рубля в марте – мае, связанное с временным улучшением конъюнктуры мировых товарных рынков. В компонентах, слабо чувствительных к курсу, замедление роста цен было менее выраженным. Кроме того, рост цен на нерегулируемые услуги по-прежнему заметно превышал 4% с.к.г. Такая динамика могла указывать на сохраняющееся давление на цены со стороны внутреннего спроса.
- Ускорение роста цен на моторное топливо создает дополнительные проинфляционные риски. Через увеличение издержек и инфляционных ожиданий оно может привести к ускорению устойчивого роста цен.
- Денежно-кредитные условия смягчились и, вероятно, стали близки к нейтральным. Наклон кривой ОФЗ увеличился. Корпоративное и розничное кредитование существенно ускорилось в апреле – мае. Годовые темпы роста широкой денежной массы повысились, а ее накопленный рост с начала года превысил верхнюю границу диапазона 2016–2019 годов. Текущей жесткости денежно-кредитных условий может быть недостаточно для возвращения инфляции к цели в соответствии с апрельским прогнозом.
- Внутренний спрос может расти быстрее, чем предполагает прогноз. Реальные заработные платы продолжают увеличиваться темпами, опережающими рост производительности труда. В совокупности с расширением кредитования это может поддерживать более быстрый рост внутреннего спроса. В 2к26 уже наблюдается оживление потребительской активности.

- Сохранение ненулевого первичного структурного дефицита до 2029 года означает более значительный бюджетный импульс в 2026–2028 годах, чем предполагалось ранее. Это усиливает проинфляционные риски и может повышать оценку нейтрального уровня процентной ставки. Чтобы компенсировать влияние высокого государственного спроса и обеспечить снижение инфляции в соответствии с прогнозом, требуется более длительное поддержание жестких денежно-кредитных условий.

Основные аргументы тех участников, которые предлагали **снизить ключевую ставку на 25 б.п.**

- Хотя заметный вклад в замедление роста цен в апреле – мае внесли волатильные компоненты и укрепление рубля, проводимая денежно-кредитная политика также способствовала ослаблению инфляционного давления, включая его устойчивую составляющую. Многие показатели устойчивого роста цен в апреле – мае сложились ниже значений 2к25–1к26.
- В то же время заметно возросли проинфляционные риски, что ограничивает размер шага снижения ключевой ставки. Сохранение ненулевого первичного структурного дефицита до 2029 года означает более существенный бюджетный импульс в 2026–2028 годах, чем предполагалось ранее. Кроме того, ускорение роста цен на моторное топливо может привести к увеличению темпов роста цен на широкий круг товаров и услуг через повышение издержек и усиление инфляционных ожиданий.
- Денежно-кредитные условия смягчились, но оставались жесткими. Само по себе ускорение кредитования в последние месяцы не означает, что сдерживающее влияние денежно-кредитной политики исчерпано. Кроме того, увеличение темпов роста кредита в апреле – мае может частично отражать коррекцию после слабой динамики начала года и является закономерной реакцией на произошедшее смягчение денежно-кредитных условий. Для оценки устойчивости динамики кредита требуется время.
- Увеличение показателей экономической активности в 2к26 во многом связано с разворотом факторов, действовавших в 1к26 (календарный и погодный факторы), и не свидетельствует о заметном оживлении экономической активности. В целом в 1п26 экономика росла умеренными темпами.
- Рынок труда продолжает постепенно охлаждаться, однако снижение напряженности замедлилось. В последние месяцы сокращение дефицита кадров приостановилось, а безработица оставалась вблизи исторических минимумов. Для большей уверенности в устойчивом снижении инфляционного давления необходимо дальнейшее сближение динамики реальных заработных плат и производительности труда.

Основные аргументы тех участников, которые предлагали **снизить ключевую ставку на 50 б.п.**

- Инфляция в 2к26 складывается ниже апрельских оценок Банка России, в том числе в устойчивой части. Большинство показателей устойчивого роста цен в апреле – мае снизились, а отдельные показатели находились вблизи или ниже 4% с.к.г.
- Оживление внутреннего спроса и увеличение показателей экономической активности в 2к26 в значительной мере отражает отскок после слабой динамики начала года. Такое восстановление учитывалось в базовом прогнозе и пока по масштабу укладывается в его рамки. В целом в 1п26 экономическая активность росла умеренно, а ее динамика оставалась слабой.
- Денежно-кредитные условия смягчились, но остаются жесткими. Ускорение роста кредитования является в значительной степени коррекцией после слабой динамики начала года. Сохраняется пространство для снижения ключевой ставки без утраты сдерживающего влияния денежно-кредитной политики.
- Положительный разрыв выпуска закрылся в 1к26. Увеличение выпуска было сосредоточено главным образом в отраслях, получающих государственную поддержку. Даже на фоне более высоких бюджетных расходов в начале года инфляция продолжала замедляться. Это может указывать на то, что дополнительное влияние бюджетной политики на спрос пока в значительной мере компенсируется сдерживающим воздействием жестких денежно-кредитных условий.
- Крепкий рубль продолжит оказывать дезинфляционное влияние. Его поддерживают не только временные внешние факторы, но и циклические и структурные факторы более продолжительного действия. Перенос мирового сырьевого шока и роста логистических издержек во внутренние цены, вероятно, будет слабее этого влияния.

При обсуждении сигнала участники рассматривали **сохранение умеренно мягкой формулировки или отказ от указания на направленность дальнейших шагов.**

- Участники, выступавшие за сохранение ключевой ставки или снижение на 25 б.п., предлагали сопроводить решение умеренно мягким сигналом с указанием на то, что дальнейшие решения по ключевой ставке будут зависеть от поступающих данных, развития экономической ситуации и степени реализации проинфляционных рисков. По их мнению, пространство для снижения ключевой ставки сократилось, но сохранялось, что следовало отразить в сигнале. Кроме того, текущая траектория ключевой ставки допускает снижения до конца года.

- Участники, выступавшие за снижение ключевой ставки на 50 б.п., предлагали не давать сигнала о направленности дальнейших шагов. Они также считали, что с учетом возросших рисков со стороны бюджета и топливного рынка пространство для дальнейшего снижения ключевой ставки уменьшилось, поэтому коммуникация должна стать осторожнее. Это позволит избежать избыточного оптимизма у участников рынка относительно будущих изменений ключевой ставки.

По итогам обсуждения большинство участников согласились, что улучшение текущей инфляционной динамики создавало основания для снижения ключевой ставки. Вместе с тем реализовавшиеся с прошлого заседания проинфляционные риски сократили пространство для смягчения денежно-кредитной политики. Снижение ставки на 25 б.п. позволяло учесть ослабление инфляционного давления и одновременно проявить осторожность с учетом изменившегося баланса рисков. Сохранение ключевой ставки на текущем уровне в дальнейшем могло бы усилить риск избыточного охлаждения экономики и последующего значительного и продолжительного отклонения инфляции вниз от цели.

При этом все участники отметили, что с учетом имеющихся данных и реализации проинфляционных рисков для стабилизации инфляции на цели в среднесрочной перспективе может потребоваться более высокая траектория ключевой ставки, чем предполагалось в апрельском прогнозе.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 19 июня 2026 года снизил ключевую ставку на 25 б.п., до 14,25% годовых.** Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях в зависимости от устойчивости замедления инфляции, динамики инфляционных ожиданий, а также от оценки рисков со стороны внутренних и внешних условий. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,5–5,5% в 2026 году. Устойчивая инфляция сложится вблизи 4% в 2п26. В 2027 году и далее годовая инфляция будет находиться на цели.