



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 25 ОКТЯБРЯ 2024 ГОДА

Участники обсуждения: члены Совета директоров Банка России, руководство Департамента денежно-кредитной политики, Департамента исследований и прогнозирования, ряда 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 предложения по базовому макроэкономическому прогнозу на 2024–2027 годы и его 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**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	5
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	7
▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ	8
▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	10



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в сентябре ускорился до 9,8% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) с 7,5% с.к.г. в августе. Большинство устойчивых показателей текущего роста цен в сентябре также продолжило расти. Базовая инфляция в сентябре увеличилась до 9,1% с.к.г. с 7,7% с.к.г. в августе. По оценкам, рост экономики в III квартале 2024 года продолжился, но его темпы были ниже, чем в первом полугодии 2024 года. Инвестиционная активность продолжила расти в III квартале 2024 года, но меньшими темпами. По оперативным данным и данным опросов, после замедления в июле – августе потребительская активность вновь выросла в сентябре. Индикатор бизнес-климата Банка России в октябре повысился по сравнению с сентябрем. У компаний улучшились текущие оценки выпуска и спроса. Уровень безработицы в августе оставался на историческом минимуме – 2,5% с сезонной корректировкой. Рост номинальных и реальных зарплат в июле – августе ускорился. Сальдированный финансовый результат крупных и средних компаний (за исключением кредитных организаций), полученный за последние 12 месяцев, в июле оставался высоким – 32,1 трлн рублей.

ДИСКУССИЯ

Инфляционное давление в сентябре 2024 года вновь усилилось. Большинство показателей устойчивой инфляции приблизилось к максимумам с начала года. В целом инфляция складывается выше июльского прогноза Банка России. Участники обсуждения согласились, что **сохранение высокой инфляции в устойчивой части по-прежнему является отражением высокого спроса в экономике, существенно превышающего ее текущие производственные возможности.**

Участники отметили, что с сентября реализовался ряд проинфляционных рисков, на которые они указывали в ходе прошлых обсуждений решений по ключевой ставке. Среди них дальнейший рост инфляционных ожиданий, а также увеличение бюджетных расходов на 1,5 трлн рублей в 2024 году и более высокий в связи с этим структурный первичный дефицит бюджета. Кроме того, **появился ряд новых проинфляционных факторов:** значительное увеличение утилизационного сбора в октябре 2024 года и январе 2025 года; объявление планов по повышению в 2025 году тарифов ЖКХ и железнодорожных перевозок значительно большими темпами, чем предполагалось ранее; ослабление рубля в августе – октябре 2024 года.

Участники предположили, что **часть дополнительных бюджетных расходов на 2024 год уже проявилась в динамике спроса в предыдущие месяцы. Это было одной из причин более высокого инфляционного давления, чем прогнозировал Банк России.** Дополнительные бюджетные расходы могли влиять на совокупный спрос как напрямую, так и опосредованно – через

воздействие на кредитную активность компаний. В ожидании выплат по госконтрактам компании могли привлекать кредиты, что было одним из факторов сохранения повышенных темпов роста корпоративного кредитования. В то же время оставшаяся **часть дополнительных бюджетных расходов, вероятно, еще будет реализована до конца года. Это скажется на динамике цен в ближайшие месяцы.**

Инфляционные ожидания заметно выросли в октябре. Ожидания населения и ценовые ожидания предприятий достигли максимальных значений с начала года. Вмененная инфляция для ОФЗ-ИН выросла после нескольких месяцев снижения. Аналитики значительно повысили прогноз по инфляции на 2025 год – до 5,3%. Участники подчеркнули, что увеличение инфляционных ожиданий снижает жесткость денежно-кредитных условий в реальном выражении и, как следствие, уменьшает стимулы к сбережению и способствует росту текущих расходов граждан и предприятий. Кроме того, в ситуации высоких и растущих инфляционных ожиданий даже разовые изменения цен на отдельные товары-маркеры (особенно на продовольственных рынках) могут генерировать вторичные эффекты в инфляции. Из-за этого влияние разовых факторов может приобретать устойчивый характер. Участники согласились, что наблюдающееся **повышение инфляционных ожиданий приводит к росту инфляции и усиливает ее инерцию. В этих условиях требуется дополнительная реакция денежно-кредитной политики для снижения инфляционного давления.**

Участники заключили, что совокупность новых проинфляционных факторов приведет к тому, что инфляция в 2024 году сложится значительно выше июльского прогноза, а ее возвращение к цели и стабилизация вблизи 4% требуют формирования более жестких денежно-кредитных условий на более длительный срок, чем ожидалось ранее.

Рост экономики в III квартале продолжился, но более низкими темпами. В целом траектория экономического роста соответствовала июльскому прогнозу Банка России. Участники согласились, что появилось больше свидетельств того, что **замедление роста экономики в большей мере связано с нарастанием ограничений на стороне предложения, чем с охлаждением внутреннего спроса.** Прежде всего на это указывает сохранение высокого инфляционного давления. Среди основных ограничений на стороне предложения они выделили острый дефицит трудовых ресурсов, высокую загрузку производственных мощностей, узкие места в логистике, усложнение цепочек поставок, выполнение соглашений ОПЕК+ и снижение объема урожая в 2024 году.

Дефицит трудовых ресурсов по-прежнему остается наиболее значимым фактором, ограничивающим возможности расширения предложения. Опросы указывают на дальнейший рост доли предприятий, испытывающих дефицит кадров. На ситуацию с рабочей силой влияет и изменение миграционной политики. Рост зарплат вновь ускорился в июле – августе после замедления в июне. Конкурируя за работников, компании продолжают увеличивать зарплаты темпами, значительно превышающими рост производительности труда. Участники также обсудили динамику

других показателей рынка труда. В частности, было отмечено, что данные рекрутинговых организаций демонстрируют снижение количества вакансий при росте количества резюме. Участники согласились, что интерпретировать эти данные как признаки охлаждения преждевременно. Во-первых, к данным рекрутинговых компаний следует относиться с осторожностью, учитывая возможную смещенность выборки в разрезе отраслей и специальностей. Во-вторых, снижение вакансий может быть связано с тем, что компании просто не могут найти сотрудников на рынке или стоимость труда слишком высока и компании прекращают активный поиск. На это, в частности, указывает информация от главных управлений Банка России: в ходе регулярного общения с бизнесом некоторые компании отмечали, что они вынуждены отказываться от расширения производства из-за невозможности найма новых сотрудников. Рост количества резюме, в свою очередь, может отражать тот факт, что в условиях увеличения зарплат работники стремятся активно следить за предложениями на рынке, хотя они уже трудоустроены. Участники согласились, что **в целом ситуация на рынке труда пока остается очень напряженной.**

Из-за неблагоприятных погодных условий **урожай в 2024 году ожидается ниже рекордных объемов прошлых лет, отметили участники.** По опросам компаний, на выпуске в сельском хозяйстве и пищевой промышленности также сказывается нехватка рабочей силы и производственных мощностей. В то же время с учетом запасов предложение сельхозпродукции будет достаточным для удовлетворения внутреннего спроса.

Оперативные данные и данные опросов показывают, что замедление роста потребительского и инвестиционного спроса в июле – августе не получило продолжения в сентябре. Высокий внутренний спрос поддерживается существенным ростом доходов граждан и предприятий в последние годы, а также значительными бюджетными стимулами. Эти факторы также позволяют населению и бизнесу продолжать наращивать заимствования, несмотря на высокие процентные ставки. Кроме того, сохранение высокого спроса объясняется высокими инфляционными ожиданиями, а также действием ряда разовых факторов. В частности, в сентябре на потребительский спрос повлияло резкое увеличение покупок автомобилей перед существенным повышением утилизационного сбора с 1 октября 2024 года. Участники заключили, что **рост внутреннего спроса по-прежнему продолжает превышать возможности для расширения предложения, значительный положительный разрыв выпуска сохраняется и пока не уменьшается.**

Весомый вклад в рост совокупного спроса и, как следствие, в динамику инфляции, по мнению участников, вносит бюджетная политика. Это следует учитывать при принятии решений по денежно-кредитной политике. Предсказуемая бюджетная политика с опорой на бюджетное правило важна для поддержания долгосрочной стабильности государственных финансов и в целом макроэкономической стабильности. В ходе обсуждения отдельно были рассмотрены подходы к учету обновленных бюджетных проектировок при расчете базового

среднесрочного прогноза. Участники согласились, что в 2025 году в базовый сценарий следует заложить предпосылку о том, что бюджетные расходы будут соответствовать значениям, анонсированным в проекте закона о федеральном бюджете. В 2026–2027 годах динамика расходов в базовом сценарии будет определяться в соответствии с механизмом бюджетного правила и исходя из складывающейся траектории развития российской экономики.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С сентябрьского заседания ставки денежного рынка и доходности ОФЗ на всех сроках выросли. Инверсия кривой ОФЗ увеличилась. Реальные доходности ОФЗ-ИН повысились при росте вмененной инфляции. Процентные ставки по депозитам и кредитам также выросли. Ускорился приток средств населения в банки. Росли вклады на срок до года и на более длинные сроки. Кредитная активность оставалась высокой, что было обусловлено высокими темпами роста корпоративного кредита. При этом в розничном сегменте наблюдалось замедление роста ипотечного и необеспеченного потребительского кредитования.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения согласились, что **денежно-кредитные условия значительно ужесточились в номинальном выражении с сентябрьского заседания. Однако в реальном выражении это ужесточение было меньше, чем в номинальном, из-за роста инфляционных ожиданий.**

- Номинальные процентные ставки значительно выросли в разных сегментах финансового рынка. В частности, доходности ОФЗ выросли не только на коротких и средних участках кривой, но и на длинном. Рост доходностей ОФЗ на коротких сроках связан с корректировкой вверх рыночных ожиданий по будущей траектории ключевой ставки после сентябрьского решения по денежно-кредитной политике и коммуникации Банка России. Участники обсуждения высказали мнение, что рост доходностей ОФЗ на средних и длинных сроках может отражать рост инфляционных ожиданий участников финансового рынка из-за увеличения опасений, что рост спроса будет более высоким и инфляция не вернется к цели на среднесрочном горизонте.
- Подстройка депозитных и кредитных ставок к ранее принятым решениям по денежно-кредитной политике также продолжилась. Кривая депозитных ставок стала более плоской. Это отражает ожидания банков по сохранению жесткой денежно-кредитной политики на протяжении длительного периода. Участники отметили, что одной из причин роста депозитных ставок стала отмена послаблений для банков по выполнению норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). Для наращивания кредитования и соблюдения НКЛ банки активно

привлекают вклады по возможности на относительно длинные сроки. Из-за этого конкуренция между банками за средства вкладчиков, особенно корпоративных, усилилась, и они повышают депозитные ставки. Связанный с выполнением НКЛ рост премии за ликвидность в трансфертных ставках банков, вероятно, будет больше, чем ожидалось ранее. Это окажет влияние на денежно-кредитные условия. Вместе с тем участники обсуждения подчеркнули, что хотя косвенные эффекты от выполнения НКЛ на депозитные ставки и создают несколько более высокие стимулы к росту сберегательной активности, это не означает, что только за счет этого будет формироваться необходимая жесткость денежно-кредитных условий для сбалансированного роста кредитования. Последнее может быть обеспечено только за счет инструментов денежно-кредитной политики. Цель отмены послаблений по НКЛ состоит исключительно в том, чтобы банки улучшили структуру своих балансов и восстановили подушку безопасности в виде высоколиквидных активов на случай стрессового оттока денежных средств.

Общие темпы роста кредитования остаются высокими и не снижаются из-за корпоративного сегмента. Поскольку в корпоративном сегменте сохраняется значительная доля кредитов, выдаваемых по ставке, менее чувствительной к изменению ключевой ставки, рост требований к экономике в 2024 году будет больше, чем ожидалось ранее. Участники заключили, что **динамика кредитования подтверждает недостаточную жесткость текущих денежно-кредитных условий для устойчивого снижения инфляции.**

- Рост розничного кредитования существенно замедлился. Повышение процентных ставок по кредитам в сочетании с ужесточением макропруденциального регулирования сдерживало рост необеспеченного потребительского кредитования. Объем выдач ипотечных кредитов также существенно снизился в последние месяцы после завершения безадресной льготной ипотеки и изменения параметров других льготных программ. В то же время темпы роста автокредитования остаются высокими.
- Корпоративное кредитование продолжает расти высокими темпами. Меньшая чувствительность корпоративного кредита к росту процентных ставок по-прежнему связана с сохранением высоких финансовых результатов и накопленными за несколько лет высокими прибылями компаний, возросшими ценовыми ожиданиями бизнеса, а также в значительной мере с влиянием на данный сегмент автономных от денежно-кредитной политики факторов. К последним относятся государственные льготные программы, проектное финансирование, кредитование бюджетополучателей и необходимость завершить уже начатые инвестиционные проекты. При этом в сегменте, который в большей степени реагирует на уровень ставок, число заявок на кредиты от компаний постепенно снижается. Участники в очередной раз отметили, что чем больше доля кредитов, нечувствительных к повышению ключевой ставки, тем выше должны быть ставки по остальным кредитам, чтобы повлиять на кредитную активность в целом.

Участники отметили, что, по имеющимся на момент обсуждения данным, **качество кредитного портфеля пока остается высоким**. Однако наблюдается некоторое увеличение спроса на реструктуризацию кредитов в сегменте малых компаний, а также умеренный рост просроченной задолженности свыше 90 дней в розничном сегменте, преимущественно по необеспеченным кредитам. Участники согласились, что **необходимы тщательный мониторинг развития ситуации и анализ тенденций на кредитном рынке, учитывая в том числе значительный объем кредитов, предоставленных по плавающим процентным ставкам в корпоративном сегменте**.

Рост доходов, по мнению участников, по-прежнему позволяет населению наращивать как потребление, так и сбережения. При этом в последние месяцы наблюдалось ускорение притока средств на рублевые депозиты и счета. С учетом замедления роста розничного кредита это означает, что **норма сбережения могла несколько вырасти**.

Участники заключили, что для усиления сберегательной активности, замедления роста кредитования и формирования устойчивого дезинфляционного тренда **необходим дополнительный импульс со стороны денежно-кредитной политики**.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Рост мировой экономики продолжает постепенно замедляться. Инфляция в ключевых развитых экономиках снижается быстрее ожиданий. Рыночные ожидания по ставкам ФРС США и ЕЦБ предполагают более раннюю и быструю нормализацию денежно-кредитной политики в этих регионах, чем ожидалось раньше. С сентябрьского заседания по ключевой ставке индекс цен товаров российского экспорта вырос, рост наблюдался практически по всем товарам. Волатильность нефтяных цен остается повышенной. Профицит счета текущих операций в III квартале 2024 года уменьшился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и предыдущим кварталом. Стоимостный объем экспорта в целом оставался стабильным и был близок к значению прошлого года. Стоимостный объем импорта вырос к предыдущему кварталу и восстановился до прошлогоднего уровня.

ДИСКУССИЯ

Ситуация в мировой экономике в целом развивалась в соответствии с июльским прогнозом Банка России. В то же время тенденции по странам были неоднородными. Рост в США оставался в целом стабильным и складывался лучше ожиданий. Рост экономик еврозоны и Китая замедлился, причем сильнее, чем ожидалось.



Участники согласились, что, **учитывая более быстрое замедление инфляции в США и еврозоне, вероятно более быстрая нормализация денежно-кредитной политики центральными банками этих регионов**, чем ожидал Банк России в июле. В то же время они отметили, что в США сохраняются проинфляционные риски, связанные с высоким бюджетным дефицитом. Это может ограничить скорость и масштаб снижения ставки ФРС США в ближайшие годы.

Участники обсуждения обратили внимание на **рост волатильности нефтяных котировок**. На динамику цен на нефть влияли два разнонаправленных фактора. С одной стороны, обострение геополитической ситуации на Ближнем Востоке оказывало повышательное давление на нефтяные котировки. С другой стороны, по-прежнему высокие опасения рынков относительно мирового спроса, а также темпов наращивания добычи внутри и вне ОПЕК+ сдерживали рост цен на нефть. Участники согласились, что, по мере постепенного увеличения предложения, цены на нефть будут снижаться до 70 долларов США за баррель в 2027 году. При этом **на прогнозном горизонте сохраняются риски более низких темпов роста мировой экономики и, соответственно, более низкой цены на нефть**. В то же время пока нет достаточных оснований пересматривать июльский прогноз цен на нефть в сторону снижения.

Меньший профицит счета текущих операций в III квартале 2024 года по сравнению с прошлым годом связан преимущественно с динамикой импорта. Если в первой половине года наблюдалось отставание импорта от прошлогодней динамики, то в последние месяцы стоимостные объемы импорта складываются выше значений прошлого года и выше обычной сезонности. Это, по мнению участников, во многом отражает высокий внутренний спрос. Кроме того, на динамику импорта в сентябре влияло наращивание запасов автомобилей перед повышением утилизационного сбора.

Участники отметили, что рост спроса на импорт при стабильной динамике экспорта обусловил ослабление рубля в последние месяцы. Кроме того, на курс рубля могла повлиять балансировка валютных позиций компаниями и банками в этот период. В целом произошедшее **ослабление рубля является одним из проинфляционных факторов**. При этом было отмечено, что курс рубля складывался вблизи уровней октября 2023 года и марта – апреля 2024 года. То есть такие уровни курса уже могли быть учтены компаниями в бизнес-планах на текущий год, и значимого проинфляционного эффекта от ослабления рубля может не быть.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Часть проинфляционных рисков, на которые участники указывали в ходе обсуждения решения в сентябре, реализовалась. Участники пришли к заключению, что **баланс рисков остается существенно смещенным в сторону проинфляционных**.



Среди основных **проинфляционных рисков** были выделены следующие:

- *Сохранение значительного положительного разрыва выпуска (перегрева) в экономике.* Это может быть результатом как сохранения высокого внутреннего спроса, так и усиления ограничений на стороне предложения. Высокий внутренний спрос может, в частности, поддерживаться сохранением высокой кредитной активности или ее ростом, а также расширением доли автономного, не зависящего от денежно-кредитной политики спроса в его структуре. Дальнейшее увеличение дефицита кадров может привести к большему отставанию производительности труда от роста реальных заработных плат. Усиление санкций может оказать сдерживающее влияние на темпы роста потенциала экономики. Независимо от причин сохранение значительного положительного разрыва выпуска в экономике означает сохранение повышенного инфляционного давления. Может требоваться дополнительная реакция со стороны денежно-кредитной политики для его снижения.
- *Ухудшение условий внешней торговли под влиянием ухудшения конъюнктуры на мировых товарных рынках и геополитической ситуации.* В частности, более сильное замедление роста крупнейших экономик мира, а также ускорение перехода на более энергоэффективные технологии могут привести к снижению спроса на сырьевые товары. Это, в свою очередь, приведет к сокращению российского экспорта и при одновременном сохранении высокого рублевого спроса на импорт может создать риски для динамики курса рубля и инфляции.
- *Дальнейший рост инфляционных ожиданий.* Это может как напрямую влиять на динамику спроса и цен, так и усиливать вторичные эффекты от разовых факторов в динамике инфляции.
- *Расширение бюджетного дефицита, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой доходов и расходов бюджета.* В случае смягчения бюджетной политики или расширения программ льготного кредитования может потребоваться ужесточение денежно-кредитной политики для ограничения проинфляционных эффектов.
- *Урожай 2025 года.* Темп осенней посевной кампании отстает от прошлого года, что может стать дополнительным проинфляционным фактором.

Дезинфляционные риски выражены слабо и в основном связаны с возможным более быстрым замедлением внутреннего спроса под влиянием ужесточения денежно-кредитной политики. Кроме того, если рост экономики в большей мере складывается 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: базовый сценарий и набор вариаций к нему. Различия в вариациях касались оценок размера и скорости уменьшения положительного разрыва выпуска (в том числе при разных уровнях потенциала), степени мягкости бюджетной политики, степени адаптивности инфляционных ожиданий.

Участники обсуждения согласились, что, учитывая статистические данные, вышедшие с сентябрьского заседания, реализовавшиеся проинфляционные риски, новые проинфляционные факторы и обновленные прогнозные расчеты, **необходимо дальнейшее ужесточение денежно-кредитных условий для возвращения инфляции к цели.** Для этого требуется как повышение ключевой ставки, так и значительная корректировка вверх ее среднесрочной траектории в базовом сценарии. Участники назвали следующие **основные аргументы в пользу необходимости ужесточения денежно-кредитной политики:**

- Инфляция, в том числе устойчивая, складывается существенно выше июльского прогноза. Нет признаков ее замедления. В экономике сохраняется значительный перегрев, а замедление ее роста в большей степени связано с усилением ограничений на стороне предложения, а не с охлаждением внутреннего спроса. Необходим дополнительный импульс со стороны денежно-кредитной политики, чтобы обеспечить возвращение экономики к сбалансированному росту и устойчивое возобновление дезинфляционного тренда.
- На динамику цен в 2024 и 2025 годах будут дополнительно влиять реализовавшиеся проинфляционные риски и новые проинфляционные факторы (в том числе существенное повышение утилизационного сбора и ряда регулируемых тарифов). Чтобы ограничить их воздействие на инфляцию, требуется дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики.
- В условиях высокой инфляции существенно возросли инфляционные ожидания. Это привело к тому, что в реальном выражении жесткость денежно-кредитных условий оказалась меньше, чем предполагал Банк России. В такой ситуации требуется дополнительная реакция денежно-кредитной политики, чтобы снизить инфляционные ожидания и минимизировать их влияние на инфляцию.
- На кредитную активность продолжает влиять большое количество кредитов, спрос на которые менее чувствителен к изменению ключевой ставки. В результате кредитная активность остается высокой. Необходимо более выраженное охлаждение рыночного сегмента, чтобы обеспечить замедление роста совокупного кредитного портфеля банков.

Обсуждая масштаб повышения ключевой ставки на ближайшем заседании, **большинство участников выступили за ее повышение до 21,00% годовых.** В то же время были высказаны предложения о более умеренном повышении – до 20,00% годовых и о более резком повышении – до 22,00% годовых.

Те участники обсуждения, которые предлагали **повышение на 300 б.п.**, говорили о том, что это позволит быстрее снизить инфляцию и даст страховку на случай реализации новых проинфляционных рисков, которые остаются высокими. Это также поможет с большей уверенностью снизить инфляционные ожидания. Однако большинство участников обсуждения согласились, что резкое изменение ставки может привести к росту волатильности на финансовых рынках. Поэтому требуется бóльшая осторожность при выборе размера шага.

Те участники, которые предлагали **повышение на 100 б.п.**, указывали на то, что эффекты от происходящего ужесточения денежно-кредитных условий продолжают нарастать при формировании корректных ожиданий участников рынка по будущей политике. Однако большинство участников обсуждения согласились, что такое решение не соразмерно тем проинфляционным факторам и рискам, которые реализовались с сентябрьского заседания.

С учетом всех за и против **участники заключили, что оптимальным является повышение ключевой ставки на 200 б.п., до 21,00% годовых.** В сочетании с сильным сдвигом вверх прогнозной траектории ключевой ставки в базовом сценарии шаг в +200 б.п. даст необходимый импульс увеличению жесткости денежно-кредитных условий для возобновления процесса дезинфляции и снижения инфляционных ожиданий.

Участники согласились, что решение об уровне ключевой ставки должно сопровождаться направленным сигналом о вероятности ее дальнейшего повышения. **Обсуждалось два варианта сигнала:** жесткий (допускает возможность повышения) и умеренно жесткий (оценит целесообразность повышения) в зависимости от оценки вероятности такого шага. Те участники, которые высказывались за умеренно жесткий сигнал, говорили, что необходимо дополнительно оценить эффекты на экономику от ранее принятых решений по ключевой ставке. Соответственно, умеренно жесткий сигнал отражает несколько меньшую вероятность повышения ключевой ставки, чем жесткий сигнал. Однако большинство участников согласились, что сохранение ключевой ставки на следующем заседании возможно только в случае существенного замедления устойчивой инфляции и возникновения факторов, которые могут привести к более быстрому возвращению инфляции к цели. Пока предпосылок этого мало. Риски смещены в сторону проинфляционных. Кроме того, умеренно жесткий сигнал может сформировать у участников рынка преждевременные ожидания завершения цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Хотя повышение ключевой ставки на ближайшем заседании не предопределено, его вероятность очень высока. Поэтому **необходимо повторить жесткий сигнал, который Банк России давал в сентябре.**

По итогам состоявшейся дискуссии **Совет директоров Банка России 25 октября 2024 года повысил ключевую ставку до 21,00% годовых с 28 октября 2024 года и дал направленный сигнал о возможном повышении ключевой ставки на ближайшем заседании.**

Траектория ключевой ставки повышена в 2024–2026 годах. В 2024 году среднегодовая ключевая ставка составит 17,5% годовых. В 2025 году она ожидается в диапазоне 17,0–20,0% годовых, в 2026 году – 12,0–13,0% годовых, а в 2027 году будет находиться в нейтральном диапазоне 7,5–8,5% годовых.

Совет директоров Банка России ожидает, что в базовом сценарии в 2025 году положительный разрыв выпуска будет постепенно сокращаться под влиянием проводимой денежно-кредитной политики. При этом снижение инфляции к цели произойдет позднее. Прогноз по инфляции пересмотрен вверх в 2024–2025 годах. В 2024 году инфляция составит 8,0–8,5%. Она снизится до 4,5–5,0% в 2025 году, до 4% в первой половине 2026 года и будет находиться на цели в дальнейшем. Прогноз роста российской экономики остался без изменений. В 2024 году экономика вырастет на 3,5–4,0%. В 2025 году экономический рост составит 0,5–1,5%, в 2026 году – 1,0–2,0%, в 2027 году – 1,5–2,5%. Более подробно о прогнозе можно прочитать в [Комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России](#).