



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 24 ОКТЯБРЯ 2025 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 предложения по базовому макроэкономическому прогнозу на 2025–2028 годы и его вариациям. Главные управления 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 обсуждения основаны на данных, доступных к 24 октября 2025 года.

Материал отражает **ключевые моменты обсуждения**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

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



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в 3к25 увеличился до 6,4% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) с 4,4% с.к.г. в 2к25. Базовая инфляция в 3к25 составила 4,3% с.к.г. после 4,4% с.к.г. в 2к25. Ценовые ожидания предприятий и прогнозы по инфляции профессиональных аналитиков в октябре выросли. Инфляционные ожидания населения не изменились. По оперативным данным, в 3к25 экономика росла более умеренными темпами (г/г), чем в предыдущие кварталы. Индикатор бизнес-климата Банка России в 3к25 в среднем был ниже, чем в 2к25. Уровень безработицы в августе 2025 года снизился до 2,1% с сезонной корректировкой. Темпы роста номинальных и реальных зарплат в июле 2025 года увеличились (г/г) по сравнению с предыдущим месяцем, но были ниже, чем в 2024 году.

ДИСКУССИЯ

Текущее инфляционное давление в 3к25 усилилось. Это в основном было связано с разовыми факторами.

- В летние месяцы овощи и фрукты дешевели сильнее и быстрее обычного, а в сентябре – слабее. В итоге с поправкой на сезонность летом цены на плодоовощную продукцию снижались, а в сентябре начали ускоренно расти. В частности, в сентябре заметно подорожали отдельные овощи, что может быть связано с умеренным урожаем овощей открытого грунта в ряде регионов.
- Высокими темпами росли цены на нефтепродукты из-за временного снижения предложения и сезонного роста спроса в летние месяцы. Для стабилизации ситуации Правительство Российской Федерации приняло меры по ограничению экспорта и наращиванию предложения на внутреннем рынке.
- Повышение тарифов на ЖКУ в июле и цен на образовательные услуги в сентябре также внесло вклад в увеличение инфляции в 3к25.

Жесткая денежно-кредитная политика продолжала сдерживать рост цен, ограничивая избыточный спрос в экономике. Показатели устойчивой инфляции оставались в диапазоне 4–6%, что существенно ниже пиков конца 2024 – начала 2025 года, но выше целевых темпов инфляции. Большинство участников согласились, что в последние месяцы выраженной тенденции к дальнейшему снижению устойчивой инфляции не наблюдалось. В то же время часть участников полагали, что такая тенденция все же присутствует, указывая на приближение ряда показателей устойчивого роста цен к 4% в 3к25.

Укрепление рубля с начала года в основном уже отразилось в ценах. Было отмечено, что компании в свои бизнес-планы закладывают более слабый курс, чем его текущие уровни. Поэтому при отсутствии значимых внешних

шоков динамика курса не должна создавать существенных рисков для инфляции в ближайшие месяцы.

С прошлого заседания появились новые проинфляционные факторы. Эти факторы могут временно усилить инфляционное давление. Среди них – повышение НДС с 20 до 22% в 2026 году, более высокая индексация коммунальных тарифов в ближайшие годы, изменение порядка расчета утилизационного сбора для импортных автомобилей и ситуация на рынке моторного топлива. Участники согласились, что к оценке как прямых, так и вторичных эффектов от этих факторов следует подходить с осторожностью. Это по своей природе разовые факторы, которые при низкой инфляции и заякоренных инфляционных ожиданиях не требуют значимой реакции денежно-кредитной политики. Но влияние на будущую устойчивую инфляцию может быть более выраженным, когда такие факторы реализуются одновременно, в экономике наблюдается перегрев спроса, а инфляция и инфляционные ожидания продолжительное время находятся выше цели.

Участники отметили, что, учитывая опыт 2018–2019 годов, **основной эффект от повышения НДС на инфляцию проявится в декабре – январе.** Его прямой вклад в рост цен будет несколько выше, чем в 2018–2019 годах, поскольку, помимо повышения основной ставки налога, меняются параметры его начисления для банковских операций и малого бизнеса.

Инфляционные ожидания оставались высокими. Ценовые ожидания предприятий в октябре выросли, наиболее существенно – в розничной торговле. Это реакция на объявленное повышение НДС и рост цен на бензин. Профессиональные аналитики повысили прогноз инфляции на 2025 и 2026 годы. Инфляционные ожидания населения в октябре не изменились. Некоторые участники обсуждения отметили, что ожидания населения и бизнеса по будущей инфляции уже долгое время находятся в диапазонах, наблюдавшихся во второй половине 2023 и в 2024 году, когда инфляция была сильно выше целевого уровня. Это может свидетельствовать о возросшей адаптивности инфляционных ожиданий населения и бизнеса – они в большей степени формируются под влиянием опыта высокой инфляции в прошлом, а не оценок ее будущих изменений. Участники согласились, что сохранение высоких инфляционных ожиданий затрудняет возвращение инфляции к цели.

По оперативным данным, **рост экономики в 3к25 продолжил замедляться.** Ситуация по отраслям по-прежнему была неоднородной. В экспортно ориентированных отраслях, таких как добыча полезных ископаемых и черная металлургия, выпуск продукции с начала года снижался в основном из-за усиления санкционных ограничений и ухудшения внешнеторговой конъюнктуры. В то же время в отраслях, ориентированных на внутренний рынок, рост выпуска в основном продолжился. Хотя и здесь картина по отдельным сегментам смешанная. Например, рост наблюдался в пищевой промышленности, фармацевтике, производстве удобрений, мебели, в общественном питании и розничной торговле. При этом в ряде отраслей, например в отдельных видах машиностроения, выпуск продукции снизился после значительного роста

в 2023–2024 годах. В некоторых отраслях на ситуацию влияло временное сокращение предложения (нефтепереработка).

Рост потребительского спроса в 3к25 ускорился. Его поддерживали высокие темпы роста доходов населения. Частично оживление потребительского спроса было связано с увеличением покупок легковых автомобилей после временного спада в начале 2025 года, а также с ожиданием изменения порядка расчета утилизационного сбора с 1 ноября 2025 года. После того как эффект от этих факторов будет исчерпан, потребительский спрос будет расти более умеренными темпами под влиянием жесткой денежно-кредитной политики. Было высказано мнение, что из-за разовых проинфляционных факторов рост потребительского спроса может остаться повышенным до конца года: население будет стремиться совершить крупные покупки до повышения налога.

Оперативные индикаторы указывают на **продолжение роста инвестиционной активности в 3к25, но более умеренными темпами, чем в предыдущие 2 года**. Некоторые крупные компании пересматривают вниз свои планы по инвестициям. Однако, согласно опросу Банка России, значительная доля предприятий нарастит инвестиции в этом году по сравнению с предыдущим годом. Инвестиционный спрос в том числе поддерживают проекты с государственным участием в приоритетных секторах, а также реинвестирование прибыли текущего года и прошлых лет.

Ситуация на рынке труда остается напряженной. Официальные статистические данные не указывают на ее существенное изменение. Безработица сохраняется на исторических минимумах. В то же время, в отличие от основного показателя безработицы, ее расширенные индикаторы (включают тех, кто готов работать, но не может активно искать работу или немедленно приступить к ней, а также работает неполное рабочее время) с начала года перестали снижаться. Кроме того, опросы предприятий указывают на некоторое снижение дефицита кадров. Отдельные компании переводят сотрудников на неполную рабочую неделю. Но доля таких сотрудников в рабочей силе невелика. Предприятия продолжают удерживать персонал, опасаясь проблем с наймом в будущем. При этом их планы по повышению зарплат стали более сдержанными по сравнению с началом года.

Дезинфляционное влияние бюджета 2025 года будет существенно меньше, чем ожидалось ранее. В обновленных бюджетных проектировках на этот год заложен более низкий объем ненефтегазовых поступлений, а также более умеренный темп прироста ВВП в 2025 году, чем ожидалось при планировании бюджета в конце 2024 года. Снижение доходов означает более существенный структурный первичный дефицит и увеличение заимствований по итогам года. При этом структурный первичный дефицит будет несколько меньше, чем в 2024 году.

В 2026 году бюджет должен оказать дезинфляционное влияние на динамику цен. Дополнительные бюджетные расходы будут финансироваться за счет роста налоговых поступлений, а не увеличения

заимствований. Проект бюджета предполагает возврат к нулевому структурному первичному дефициту. Кроме того, в среднесрочной перспективе запланировано постепенное снижение базовой цены нефти в бюджетном правиле. С учетом складывающейся на рынке нефти конъюнктуры это повысит устойчивость бюджетной политики, снизит ее уязвимость к колебаниям нефтяных котировок и будет способствовать уменьшению проинфляционных рисков.

По мнению участников обсуждения, **отклонение экономики вверх от траектории сбалансированного роста постепенно уменьшается**. При этом сохранение напряженности на рынке труда и устойчивых показателей инфляции выше 4%, а также модельные расчеты указывают на то, что положительный разрыв выпуска может быть больше и закрыться несколько позже, чем ожидалось ранее. Большинство участников считали, что это, вероятно, произойдет в 1п26.

При этом участники отметили, что **в начале 2026 года инфляция ускорится под влиянием разовых факторов**. Далее текущее инфляционное давление будет ослабевать по мере прекращения их действия и снижения перегрева спроса.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С сентябрьского заседания ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ выросли. Процентные ставки по депозитам в сентябре изменились незначительно, а по кредитам – снизились. Портфель розничных кредитов в 3к25 немного вырос (м/м). Рост корпоративных кредитов в 3к25 значительно ускорился (м/м). Годовые темпы роста широкой денежной массы с исключением валютной переоценки в июле – сентябре существенно не изменились.

ДИСКУССИЯ

По мнению участников обсуждения, денежно-кредитные условия остаются жесткими. С сентябрьского заседания ценовые индикаторы менялись разнонаправленно.

- Доходности ОФЗ и ставки денежного рынка несколько повысились. Это связано с пересмотром вверх ожидаемой траектории ключевой ставки после сентябрьского заседания Банка России. Кроме того, некоторые участники отметили, что рост доходностей гособлигаций в том числе отражает реакцию рынка на объявленные в сентябре налогово-бюджетные изменения.
- Фиксированные кредитные ставки, по предварительным оценкам, в сентябре продолжали движение вниз, реагируя с лагом на решения о снижении ключевой ставки в предыдущие месяцы.

- Депозитные ставки, которые раньше кредитных отыграли снижение ключевой ставки, в сентябре практически не изменились, а в октябре, по оперативным данным, даже выросли. Большинство участников связывали эту коррекцию депозитных ставок с пересмотром банками ожиданий по ключевой ставке. После ее снижения в июле на 200 б.п. банки ожидали более быстрого смягчения денежно-кредитной политики в дальнейшем. Однако сентябрьское решение Банка России по ключевой ставке и реализация проинфляционных факторов в сентябре – октябре побудили банки пересмотреть вверх свои ожидания по ключевой ставке, что привело к увеличению депозитных ставок. Было также высказано мнение, что рост депозитных ставок может отражать увеличение спроса банков на привлечение вкладов в условиях активизации кредитования в 3к25.
- Подстройка ценовых денежно-кредитных условий к росту доходностей ОФЗ и ставок денежного рынка еще продолжится.

Участники обсуждения согласились, что в целом кредитные и депозитные ставки и доходности финансовых инструментов в реальном выражении остались на высоких уровнях, несмотря на повышение инфляционных ожиданий у части экономических агентов.

Неценовые условия кредитования существенно не изменились и сохранялись жесткими. Отмечалось некоторое ужесточение требований к корпоративным заемщикам и небольшое смягчение отдельных неценовых условий для граждан (требований к обеспечению и прочих условий). Спреды плавающих кредитных ставок к ключевой ставке находились вблизи тех уровней, которые наблюдались до их увеличения осенью прошлого года. По мнению участников обсуждения, такие уровни спредов отражают исчерпание влияния автономных факторов (нормализации банковского регулирования и ужесточения макропруденциальной политики).

В 3к25 кредитная активность в целом увеличилась.

- Несмотря на неравномерность по месяцам, рост корпоративного кредитования в 3к25 ускорился по сравнению с 1п25. Это связано как с произошедшим смягчением денежно-кредитной политики, так и с ожиданиями дальнейшего снижения ключевой ставки.
- Розничное кредитование росло сдержанными темпами. Рост здесь в основном обеспечивала ипотека, прежде всего в субсидируемом сегменте. Произошедшее ранее ужесточение макропруденциальных требований и высокие процентные ставки продолжали сдерживать кредитование в неипотечном сегменте. Отдельные участники отметили рост числа заявок на кредит со стороны граждан и увеличение количества их одобрений банками. В автокредитовании спрос вырос из-за ожиданий увеличения утильсбора с 1 ноября 2025 года.

Участники обсуждения заключили, что рост кредитования населения укладывается в июльский прогнозный диапазон, а повышение требований банков к организациям идет по верхней его границе.

Склонность населения к сбережению оставалась высокой. Как отметили большинство участников, замедление роста срочных депозитов граждан в последние месяцы нельзя трактовать как снижение сберегательной активности, поскольку одновременно с этим выросли вложения в различные финансовые активы (ценные бумаги, недвижимость) и сезонно увеличился объем наличных средств на руках у населения. То есть несколько изменилась структура прироста сбережений.

Ускорение роста кредитования в сочетании с сохранением повышенных бюджетных расходов привело к тому, что годовые темпы роста широкой денежной массы в последние месяцы не снижались. Накопленный с начала 2025 года рост широкой денежной массы (с исключением валютной переоценки) в августе поднялся выше верхней границы диапазона его изменений, наблюдавшихся при инфляции вблизи 4% (2016–2019 годы).

Как и на предыдущих обсуждениях, участники уделили достаточно много времени вопросам **финансовой устойчивости банков и их заемщиков**. Было отмечено некоторое ухудшение финансового положения компаний, в том числе малых и средних, а также разнородность ситуации по секторам и предприятиям. Удлинились сроки оборачиваемости дебиторской задолженности, повысилась доля просроченной дебиторской задолженности. Но в целом значительных проблем с выплатой по кредитам не ожидается. Качество корпоративного портфеля остается приемлемым. Доля плохих кредитов и рискованных реструктуризаций в общем кредитном портфеле с начала года выросла незначительно – в пределах 1 процентного пункта. При этом данные ссуды в значительной степени покрыты резервами. В розничном кредитовании с учетом снижения темпов роста портфеля наблюдалось увеличение просроченной задолженности. Однако это не представляет угрозы для устойчивости банков, поскольку они накопили существенный объем макропруденциального буфера капитала.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

По оперативным данным, рост мировой экономики в 3к25 складывается лучше ожиданий Банка России и участников рынка. Инфляционное давление в ключевых экономиках менялось разнонаправленно. ФРС США возобновила снижение ставки в сентябре, и рынки ожидают дальнейшего ее понижения. Цены на большинство товаров российского экспорта с начала года снизились и в среднем были ниже, чем в прошлом году. В сентябре профицит счета текущих операций сложился вблизи прошлогодних значений. Рубль во второй половине сентября – октябре немного укрепился по отношению к основным валютам. С начала года он в среднем на 10% крепче, чем в 2024 году.



ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **влияние повышения импортных пошлин на рост мировой экономики меньше, чем ожидалось**.

Из-за исключений по отдельным группам импортных товаров и изменения географической структуры поставок фактическая эффективная тарифная ставка в США значительно ниже объявленной. В результате рост мировой экономики замедляется плавно. При этом неопределенность дальнейшего развития ситуации остается высокой. Риски усиления торговых противоречий сохраняются.

В США инфляция складывается ниже ожиданий при более высоких темпах роста экономики. Участники финансового рынка ожидают, что ФРС США будет снижать ставку быстрее из-за слабой статистики по рынку труда, сигнализирующей о скором замедлении экономического роста. Вместе с тем риски ускорения инфляции в США в ближайшие месяцы сохраняются, что может замедлить смягчение денежно-кредитной политики ФРС США.

Участники обсуждения пришли к выводу, что **прогноз цены на российскую нефть в 2026–2028 годах следует сохранить без изменений**. С одной стороны, наращивание добычи странами ОПЕК+ ведет к формированию профицита на рынке нефти. С другой стороны, пополнение стратегических запасов рядом крупных экономик временно сдерживает рост профицита. Тем не менее участники отметили, что на прогнозном горизонте сохраняются риски более низких цен на нефть. Они по-прежнему связаны с быстрым увеличением добычи странами ОПЕК+, усилением торговых противоречий и более значительным замедлением роста мировой экономики.

Укрепление рубля во второй половине сентября – октябре после ослабления в августе – начале сентября участники объясняли прекращением действия разовых и сезонных факторов. В частности, в октябре увеличилось предложение валюты на рынке после его снижения в предыдущие месяцы из-за накопления валюты экспортерами для погашения валютных кредитов.

Участники отметили, что **укрепление рубля в текущем году является закономерным результатом жесткой денежно-кредитной политики**. Высокие ставки сдерживают спрос на импорт и повышают привлекательность рублевых сбережений. Одновременно **действует ряд факторов, которые, вероятно, делают рубль фундаментально более крепким**. Во-первых, это ограничения на импорт – как внешние, так и внутренние (импортные пошлины, протекционистские барьеры, требования к локализации в государственном секторе), которые снижают спрос на импортные товары и иностранную валюту для их покупки. Во-вторых, сокращение спроса со стороны резидентов на иностранные активы в условиях санкционных ограничений. В-третьих, продажи валюты из ФНБ для финансирования бюджетного дефицита и инвестиционных проектов, что также способствует укреплению рубля. Участники отметили, что более крепкий рубль в этом году внес вклад в дезинфляцию.



ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники согласились, что **проинфляционные риски выросли и по-прежнему преобладают над дезинфляционными на среднесрочном горизонте.**

Основные **проинфляционные риски** включают:

- *Более медленное снижение положительного разрыва выпуска (сохранение перегрева спроса).* Это может быть результатом как сохранения повышенного внутреннего спроса, так и усиления ограничений на стороне предложения. Высокий спрос возможен при возобновлении ускоренного роста кредитования. Сохранение или расширение дефицита кадров может привести к ускорению роста реальных зарплат и увеличению его отрыва от роста производительности труда. Усиление санкций может замедлить увеличение потенциала экономики. Независимо от причин сохранение или более медленное снижение значительного перегрева спроса означает более высокое устойчивое инфляционное давление.
- *Длительное сохранение высоких инфляционных ожиданий или возобновление их роста.* Это может произойти вследствие реализации разовых проинфляционных факторов – роста цен на моторное топливо, увеличения НДС и повышенной индексации тарифов на ЖКУ. Повышение инфляционных ожиданий может привести к возникновению вторичных эффектов и увеличить устойчивую инфляцию.
- *Ухудшение условий внешней торговли из-за негативных изменений конъюнктуры на мировых товарных рынках и геополитической ситуации.* Замедление роста мировой экономики из-за усиления торговых противоречий и расширения протекционистских мер может вызвать снижение спроса и цен на сырьевых рынках. Дополнительное давление на нефтяные котировки может оказать ускоренное увеличение добычи нефти внутри и вне ОПЕК+. В результате стоимостный объем российского экспорта может снизиться.
- *Более значительный структурный бюджетный дефицит, чем предполагает прогноз, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой доходов и расходов бюджета.* При расширении программ льготного кредитования внутренний спрос может быть более высоким.

Основные **дезинфляционные факторы** включают:

- *Более значительное замедление роста внутреннего спроса.* Это приведет к более быстрому снижению инфляции и отклонению ее вниз от цели.



ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Участники обсуждения рассмотрели обновленные прогнозные расчеты – базовый сценарий и его вариации.

По итогам анализа новых данных и с учетом прогнозов **участники обсудили следующие варианты решения:**

- сохранение ключевой ставки на уровне 17,00% годовых;
- снижение ключевой ставки на 50 б.п., до 16,50% годовых;
- снижение ключевой ставки на 100 б.п., до 16,00% годовых.

Все варианты решения участники предлагали сопровождать нейтральным сигналом.

Основные аргументы в пользу **неизменности ключевой ставки:**

- Устойчивое инфляционное давление не снижается несколько месяцев подряд, оставаясь выше 4% с.к.г. Инфляционные ожидания остаются высокими. Одновременная реализация нескольких проинфляционных факторов может повлиять на инфляционные ожидания, привести к возникновению вторичных эффектов и росту устойчивой инфляции. Пауза в снижении ключевой ставки позволит оценить масштаб этих эффектов.
- Хотя рост экономики замедляется, потребительский и государственный спрос остается высоким. Учитывая это, а также временные ограничения на стороне предложения в ряде секторов, положительный разрыв выпуска может быть больше, а его закрытие может происходить медленнее.
- Корпоративное кредитование в 3к25 активизировалось, а снижение темпов роста денежной массы приостановилось. Их динамика складывается ближе к верхней границе июльского прогноза. Пауза в снижении ключевой ставки позволит оценить дальнейшую подстройку денежно-кредитных условий.
- Риски со стороны бюджетной политики сохраняются. События последних лет приводили к потребности увеличивать бюджетные расходы сверх запланированного объема. Это необходимо учитывать при принятии решений, придерживаясь консервативного подхода при оценке рисков для ценовой динамики. Такой подход обеспечит большую действенность проводимой денежно-кредитной политики в случае отклонения ситуации от базового сценария.

Основные аргументы в пользу снижения ключевой ставки:

- Текущее инфляционное давление увеличилось в последние месяцы, но устойчивые показатели инфляции отреагировали не так сильно. Если смотреть на их динамику по кварталам, то ряд показателей устойчивой инфляции продолжил снижаться в 3к25. Основные проинфляционные факторы – разовые и краткосрочные. Устойчивая инфляция с высокой вероятностью будет вблизи 4% в 2п26 даже при плавном снижении ключевой ставки.
- Инфляционные ожидания остаются высокими, но это в том числе объясняется действием разовых факторов. Кроме того, инфляционные ожидания (особенно реального сектора) стали более адаптивными. Как только действие разовых факторов прекратится, а устойчивая дезинфляция возобновится, инфляционные ожидания также снизятся.
- Рост экономики замедляется. Напряженность на рынке труда снижается, хотя и медленно. Положительный разрыв выпуска постепенно закрывается. Эффекты от жесткой денежно-кредитной политики продолжают проявляться в динамике спроса, и закрытие положительного разрыва выпуска продолжится.
- Хотя в 2025 году дезинфляционное влияние бюджетной политики будет меньше, чем ожидалось, в среднесрочной перспективе риски со стороны бюджетной политики снизились. Дополнительные бюджетные расходы будут финансироваться за счет роста налоговых поступлений, а не увеличения заимствований. Кроме того, запланировано постепенное снижение базовой цены нефти в бюджетном правиле с учетом складывающейся на нефтяном рынке конъюнктуры.

Обсудив аргументы, **большинство участников согласилось, что есть пространство для снижения ключевой ставки.** Рост экономики замедляется, инфляционное давление с начала года снижается. Большинство проинфляционных факторов носят разовый характер. Полная компенсация этих шоков мерами денежно-кредитной политики может привести к чрезмерному охлаждению экономики и существенному отклонению инфляции вниз от цели в дальнейшем. Для устойчивой стабилизации инфляции на цели необходимо минимизировать циклические колебания выпуска.

Обсуждая **шаг снижения ключевой ставки**, большинство участников предлагали снизить ее на 50 базисных пунктов. Более осторожное снижение учитывает те проинфляционные факторы, которые реализовались в последнее время, и усиление проинфляционных рисков. Поскольку снижение ключевой ставки заложено в ожидания рынка, уменьшение шага смягчения денежно-кредитной политики не приведет к сдвигу кривых вниз и поддержит необходимую жесткость денежно-кредитных условий.

Участники были единодушны в выборе сигнала: необходимо **сохранить нейтральный сигнал**, поскольку проинфляционные риски преобладают на прогнозном горизонте. Банку России могут потребоваться паузы в снижении ключевой ставки. При этом для стабилизации инфляции на цели потребуется продолжительный период жесткой денежно-кредитной политики. Указание на это необходимо сохранить в коммуникации. Участники также отметили, что на денежно-кредитные условия влияет не только ключевая ставка, но и ожидания ее изменения в будущем. Для достижения необходимой жесткости денежно-кредитных условий с учетом всех проинфляционных факторов, вероятно, требуется сдвиг вверх прогнозной траектории ключевой ставки на 2026 год.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 24 октября 2025 года снизил ключевую ставку на 50 б.п., до 16,50% годовых**. Банк России будет поддерживать такую жесткость денежно-кредитных условий, которая необходима для возвращения инфляции к цели. Это предполагает продолжительный период проведения жесткой денежно-кредитной политики. Дальнейшие решения по ключевой ставке будут приниматься в зависимости от устойчивости замедления инфляции и динамики инфляционных ожиданий.

По прогнозу Банка России, под действием разовых факторов инфляция ускорится в 1п26. Для ее снижения к цели требуется более высокая траектория ключевой ставки. В базовом сценарии диапазон средней ключевой ставки повышен до 13,0–15,0% годовых в 2026 году. По мере прекращения действия разовых факторов, постепенного уменьшения перегрева спроса под влиянием проводимой денежно-кредитной политики снижение инфляции возобновится. Устойчивая инфляция достигнет 4% во втором полугодии 2026 года. Годовая инфляция снизится до 4,0–5,0% в 2026 году. В 2027 году и далее годовая инфляция будет находиться на цели. Темп роста ВВП в 2026 году составит 0,5–1,5%. В 2027 году экономика будет расти сбалансированными темпами в 1,5–2,5% в год. Подробнее о среднесрочном прогнозе Банка России можно прочитать в [Комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России](#).