



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 19 ДЕКАБРЯ 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 свои оценки того, как складывающиеся экономические тенденции соотносятся с октябрьским базовым макроэкономическим прогнозом Банка России на 2025–2028 годы и его вариациями. 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 основаны на данных, доступных к 19 декабря 2025 года.

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	9



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в среднем в октябре – ноябре 2025 года снизился до 4,6% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) с 6,6% с.к.г. в 3к25. Базовая инфляция в аналогичный период в среднем составила 4,3% с.к.г. после 4,1% с.к.г. в 3к25. Ценовые ожидания предприятий и инфляционные ожидания населения в ноябре – декабре выросли. Прогнозы по инфляции профессиональных аналитиков на 2026–2027 годы практически не изменились. По оперативным данным, в 4к25 рост экономики ускорился (кв/кв с сезонной корректировкой (с.к.)). Индикатор бизнес-климата Банка России в среднем в 4к25 был выше, чем в 3к25. Уровень безработицы в октябре 2025 года незначительно увеличился – до 2,2% с.к. Темпы роста номинальных и реальных зарплат в сентябре 2025 года повысились (г/г) после снижения в августе 2025 года.

ДИСКУССИЯ

В последние месяцы текущие темпы роста цен отличались высокой волатильностью: за ускорением в октябре последовало существенное замедление в ноябре. Это было связано главным образом с изменением цен на отдельные волатильные товарные группы. Если в октябре значительный вклад в инфляцию внесли подорожавшие нефтепродукты и плодоовощи, то в ноябре динамика цен на эти товары развернулась. Цены на овощи и фрукты в ноябре росли слабее обычной сезонной нормы. На рынке нефтепродуктов в этот период наблюдалось снижение цен, чему способствовали сезонное ослабление спроса после роста в летние месяцы и меры Правительства Российской Федерации по наращиванию предложения на внутреннем рынке. Участники согласились, что с учетом фактической динамики цен в 4к25 годовая инфляция по итогам 2025 года сложится ниже 6%, то есть ниже октябрьского прогноза Банка России 6,5–7,0%.

Показатели устойчивой инфляции в последние месяцы также значительно колебались. В октябре они выросли, оставаясь в диапазоне 4–6%, а в ноябре приблизились к 4%. Почти все участники согласились, что по одному месяцу нельзя сделать вывод о формировании тенденции к дальнейшему снижению инфляционного давления в устойчивой части. В среднем за октябрь – ноябрь текущие темпы роста для большинства показателей устойчивой инфляции были выше 4%. Кроме того, в ближайшие месяцы ожидается их временное увеличение из-за реализации проинфляционных факторов (повышения НДС, тарифов на ЖКУ и прочих регулируемых цен). Некоторые участники обсуждения обращали внимание, что темпы роста цен на нерегулируемые (рыночные) услуги находились вблизи верхней границы диапазона 4–6%, что может указывать на сохранение повышенного инфляционного давления. Другие, напротив, оценивали устойчивый рост цен более оптимистично, придавая большее значение ноябрьским данным и отмечая, что инфляционное давление в устойчивой части приблизилось к 4%.

Участники обсуждения согласились, что **жесткая денежно-кредитная политика продолжала сдерживать рост цен, в том числе через валютный канал**. При этом эффект от произошедшего с начала года укрепления рубля на цены уже в значительной степени реализовался.

Участники обсудили низкие недельные данные по инфляции в декабре. Было отмечено, что в оперативных данных по-прежнему видно, что значительный вклад в замедление роста цен вносят волатильные компоненты. Также высказывалось мнение, что более низкая инфляция в начале декабря может быть связана с тем, что продавцы предпочитали не повышать цены или даже временно снижали их, стремясь сократить складские запасы перед повышением НДС. Масштаб влияния этого фактора оценить сложно, но если он значим, то в начале 2026 года он может оказать обратное (повышательное) давление на цены. Участники согласились, что в любом случае при принятии решения опираться на недельные данные не стоит. Выборка товаров и услуг для еженедельного наблюдения за ценами существенно меньше, чем для месячного, поэтому оценки на их основе часто оказываются смещенными. Ситуация может измениться во второй половине декабря: часть компаний может начать корректировать цены вверх, заранее закладывая в них предстоящий рост НДС.

Участники отметили, что **в следующем году влияние разовых проинфляционных факторов может быть больше, чем оценивалось ранее**. Это связано с уточнением параметров индексаций – дополнительной индексацией цен на услуги ЖКХ в январе, корректировкой отдельных параметров увеличения акцизов, других сборов, регулируемых тарифов и цен. Окончательное влияние этих факторов на цены будет зависеть от реакции инфляционных ожиданий и возможности компаний переложить возросшие издержки на конечного потребителя. Масштаб такого переноса может быть выше в случае устойчивого роста инфляционных ожиданий и сохранения перегрева спроса.

За прошедший период **инфляционные ожидания в основном повысились**. Существенно выросли ценовые ожидания бизнеса, тогда как ожидания населения увеличились менее значительно. Оценки инфляции профессиональных аналитиков на 2026 год не изменились и оставались немного выше прогноза Банка России. Вмененная инфляция, рассчитанная из доходностей ОФЗ, несколько снизилась. Участники дискуссии отметили, что инфляционные ожидания оставались значительно выше уровней, наблюдавшихся в периоды, когда инфляция находилась вблизи 4%. Их сохранение на повышенном уровне может осложнять возвращение инфляции к цели.

По оценкам на основе оперативных данных, секвенциальный **рост экономики в 4к25 ускорился**. При этом ситуация по отраслям оставалась неоднородной. В некоторых секторах отмечалось снижение выпуска, однако во многих наблюдался рост, в том числе в добыче полезных ископаемых, где ранее выпуск снижался. Увеличивались обороты общественного питания и розничной торговли, особенно в непродовольственном сегменте.

Потребительский спрос в целом рос более высокими темпами в 2п25 по сравнению с 1п25. Частично ускорение связано с увеличением покупок автомобилей перед повышением утилизационного сбора. С исключением этого фактора рост потребительского спроса не ускорился, но оставался высоким. Его поддерживало существенное увеличение доходов населения. Кроме того, ускорение в 4к25 могло отражать стремление населения совершить крупные покупки до повышения НДС. Поэтому в начале 2026 года можно ожидать некоторого охлаждения потребительской активности.

Рост инвестиционного спроса в 2025 году замедлился по сравнению с прошлым годом. При этом экономика сохранила рекордный для последних лет объем инвестиций. За январь – сентябрь 2025 года инвестиции в основной капитал составили 26,3 трлн рублей. С поправкой на рост цен (дефлятор инвестиций) они увеличились на 0,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Достигнутые в последние годы высокие объемы инвестиций создают основу для роста производственных мощностей. Учитывая лаг между капиталовложениями и вводом объектов в эксплуатацию, их вклад в расширение производственного потенциала реализуется постепенно.

Напряженность на рынке труда снижается, но медленно. По опросам, сокращается доля предприятий, испытывающих дефицит кадров. Часть компаний продолжают переводить сотрудников на неполную рабочую неделю, однако в целом по экономике доля такой занятости остается небольшой. Текущие темпы роста зарплат ниже, чем в 2024 году, но по-прежнему опережают рост производительности труда. Участники отметили, что, согласно опросам, компании планируют более сдержанно повышать зарплаты в 2026 году, чем в 2025-м и в предыдущие годы.

Темпы исполнения расходов федерального бюджета в 2п25 постепенно замедляются в соответствии с изменившейся сезонностью. Текущие бюджетные проектировки не предусматривают такого же сильного всплеска расходов в декабре, как в прошлые годы. Они также предполагают, что **в 2026 году бюджетная политика окажет дезинфляционное влияние на динамику цен:** дополнительные расходы планируются финансировать за счет роста налоговых поступлений, а по итогам 2026 года предполагается возврат к нулевому структурному первичному дефициту. Участники также обсудили влияние ситуации на рынке нефти на параметры федерального бюджета. Они отметили, что если цены на российскую нефть останутся вблизи текущих уровней в следующем году, то может потребоваться уточнение базовой цены нефти в бюджетном правиле для следующих лет.

По мнению участников обсуждения, **экономика постепенно возвращается к траектории сбалансированного роста**, что в том числе подтверждается значимым замедлением инфляции с начала 2025 года (в первую очередь в устойчивой ее части). Однако перегрев спроса пока сохраняется. Большинство участников по-прежнему считают, что выход из перегрева произойдет в 1п26. По мере его снижения, а также ослабления действия разовых проинфляционных факторов (повышения НДС, тарифов и сборов) текущее инфляционное давление продолжит снижаться.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С октябрьского заседания ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ преимущественно снизились. Процентные ставки по депозитам в октябре – ноябре немного увеличились, а фиксированные ставки по кредитам уменьшились. Портфель розничных кредитов немного вырос (м/м). Рост корпоративных кредитов ускорился (м/м). Годовые темпы роста широкой денежной массы с исключением валютной переоценки увеличились.

ДИСКУССИЯ

По мнению участников обсуждения, **денежно-кредитные условия с прошлого заседания по ключевой ставке в целом несколько смягчились, но оставались жесткими.**

С октябрьского заседания ценовые индикаторы менялись разнонаправленно.

- Ставки денежного рынка и доходности ОФЗ преимущественно снизились, причем наиболее существенно – в среднесрочном и долгосрочном сегментах. Это в основном отражало реакцию рынка на более сильное, чем ожидалось, снижение фактической инфляции.
- Депозитные ставки немного скорректировались вверх после их значительного снижения летом – в начале осени. Такая коррекция связана с пересмотром банками ожиданий по ключевой ставке. Если после июльского решения банки ожидали более быстрого смягчения денежно-кредитной политики, то последующие решения Банка России и появление разовых проинфляционных факторов осенью (объявление о повышении НДС, увеличении тарифов, сборов в 2026 году) побудили их скорректировать прогнозы по ключевой ставке. Некоторые участники вновь отметили, что рост депозитных ставок может также отражать увеличение спроса банков на привлечение вкладов в условиях активизации кредитования в 2п25.
- Фиксированные кредитные ставки в октябре – ноябре 2025 года продолжили снижаться, что объясняется более длинным лагом трансмиссии предыдущих решений о снижении ключевой ставки в данном сегменте по сравнению с депозитами, а также ростом объема выдач кредитов по ставкам ниже рыночных. Участники отметили, что с учетом повышения депозитных ставок пространство для дальнейшего снижения кредитных ставок в ближайшие месяцы ограничено, и даже возможен разворот их динамики. Об этом также свидетельствует декабрьский рост доходностей корпоративных облигаций.

Большинство участников согласилось, что **с учетом роста инфляционных ожиданий ценовые денежно-кредитные условия в реальном выражении смягчились, но оставались жесткими. Неценовые условия кредитования**

существенно не изменились и также были жесткими. Спреды плавающих кредитных ставок к ключевой ставке находились вблизи тех уровней, которые наблюдались до их увеличения осенью прошлого года.

Участники отметили, что **пик жесткости денежно-кредитных условий пришелся на 2к25. Их постепенное смягчение в 2п25 поддержало кредитную активность.** Оперативные данные указывают на то, что рост требований к экономике по итогам года сложится вблизи верхней границы октябрьского прогноза Банка России (8–11%).

- Корпоративное кредитование в 4к25 продолжало расти высокими темпами (выше, чем в 1п25). Рост наблюдался по широкому кругу заемщиков, что свидетельствует об увеличении спроса на кредит со стороны компаний. Отчасти ускорение в 2п25 может объясняться изменением сезонности исполнения бюджетных расходов, их более равномерным исполнением внутри календарного года. Приток бюджетных средств на счета компаний (в рамках выплат по госконтрактам) был выше обычного в первой половине года и ниже – во второй. Это могло побуждать предприятия снижать кредитную активность в 1п25 и больше привлекать заемные ресурсы в 2п25. Также прозвучало мнение, что разворот в динамике корпоративного кредитования может указывать на избыточное смягчение денежно-кредитных условий, особенно на фоне роста оптимизма бизнеса относительно перспектив расширения спроса (согласно опросам).
- Розничное кредитование сохраняло сдержанную динамику. Хотя и здесь наблюдалось оживление, в основном в ипотечном сегменте и автокредитовании.

Участники отметили, что по итогам 2025 года рост требований банков к организациям может сложиться выше верхней границы октябрьского прогноза, а к населению – вблизи его нижней границы.

Склонность населения к сбережению оставалась высокой. При этом несколько менялась структура прироста сбережений. Снижение притока средств на срочные депозиты в последние месяцы сопровождалось ростом вложений в ценные бумаги и недвижимость, что является естественной реакцией на снижение процентных ставок. Норма сбережения с начала года несколько уменьшилась, но оставалась вблизи исторических максимумов. Высокие темпы роста доходов позволяли населению наращивать как потребление, так и сбережения. Было высказано мнение, что увеличение вложений в недвижимость может иметь проинфляционный эффект, поскольку ведет к сопутствующему росту спроса на отдельные потребительские товары и услуги (например, ремонт).

Темпы роста широкой денежной массы (с исключением валютной переоценки) увеличились в октябре – ноябре 2025 года. Это было обусловлено прежде всего ускорением роста корпоративного кредитования. Накопленный с начала года рост широкой денежной массы (с исключением валютной переоценки) с августа находится выше верхней границы диапазона его изменений, наблюдававшихся при инфляции вблизи 4% (2016–2019 годы).

Участники отдельно обратили внимание на то, что темпы роста денежной массы в национальном определении (M2) в 2025 году не только сложатся в том диапазоне, который Банк России прогнозировал в октябре (7–10%), но и будут в рамках прогнозного диапазона начала года (6–11%). При этом изменения основных ее компонентов относительно прогноза начала года были разнонаправленными. Рост корпоративного кредитования оказался в рамках прогнозного диапазона начала года, а розничного – ниже. Приток бюджетных средств в экономику был более значительным, чем предполагали первоначальные бюджетные проектировки начала 2025 года. Для сдерживания инфляционного давления, вызванного дополнительным притоком бюджетных средств, потребовалась более высокая траектория ключевой ставки, чем предполагалось в начале года, что способствовало более сдержанной динамике кредита экономике в целом. Участники также подчеркнули, что, хотя общая динамика денежных агрегатов важна для оценки степени жесткости денежно-кредитных условий, при таргетировании инфляции номинальным якорем денежно-кредитной политики является цель и прогноз по инфляции.

Участники отметили, что **оценка финансовой устойчивости банков и заемщиков существенно не изменилась за прошедший период**. По данным опубликованной на 01.10.2025 финансовой отчетности, у ряда крупнейших компаний долговая нагрузка немного увеличилась. В сегменте малого и среднего бизнеса наблюдалось некоторое ухудшение качества обслуживания кредитов. Однако качество корпоративного портфеля в целом оставалось приемлемым. Объем реструктурированных кредитов стабилизировался. Ожидаемые потери по ссудам покрыты резервами, и у банков есть достаточный запас капитала. Кроме того, более взвешенный подход банков к отбору заемщиков может способствовать улучшению качества кредитного портфеля в дальнейшем.

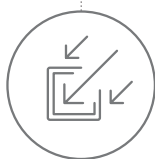
ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

По оперативным данным, рост мировой экономики в 2025 складывается лучше ожиданий Банка России и участников рынка. Инфляционное давление в ключевых экономиках менялось разнонаправленно. Цены на большинство товаров российского экспорта с начала года снизились и в среднем были ниже, чем в прошлом году. Профицит счета текущих операций в октябре сложился вблизи прошлогодних значений, а в ноябре – ниже. Рубль в ноябре немного укрепился по отношению к основным валютам, а в декабре ослаб, вернувшись к уровням конца октября 2025 года. С начала года он в среднем на 10% крепче, чем в 2024 году.

ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **негативное влияние повышения импортных пошлин на мировую экономику оказалось слабее, чем ожидалось**. Этому способствовало несколько факторов. Во-первых, эффективная тарифная ставка в США оказалась ниже анонсированной



из-за исключений по отдельным товарным группам и перестройки географических цепочек поставок. Во-вторых, улучшились деловые настроения в мире после взаимных торговых послаблений между США и Китаем. Вместе с тем неопределенность, связанная с усилением торговых противоречий, по-прежнему высокая и риск ухудшения экономической ситуации в мире сохраняется.

Инфляционная картина в крупнейших экономиках несколько ухудшилась.

В еврозоне инфляция остается вблизи цели, но риски смещены вверх. ЕЦБ допускает ужесточение денежно-кредитной политики. ФРС США продолжила осторожное смягчение денежно-кредитной политики из-за слабости рынка труда. При этом финансовые рынки ожидают более медленного снижения ставки в следующем году. Участники обсуждения отметили, что сохранение устойчивой инфляции в США выше цели и возможные эффекты от повышения импортных пошлин ограничивают пространство для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики ФРС США. Снижение ставки может оказаться меньшим и более постепенным, чем ожидает рынок.

Цены на российскую нефть в 2025 году складываются ниже октябрьского прогноза Банка России. Это связано как с ухудшением конъюнктуры на мировом нефтяном рынке из-за расширения профицита, так и с введением новых санкционных ограничений. Участники отметили, что **сохраняются риски более низких цен на нефть в ближайшие годы, чем предполагал октябрьский прогноз.**

Несмотря на ухудшение внешних условий, рубль оставался крепким.

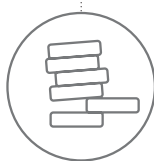
По мнению участников обсуждения, это является результатом совокупного воздействия денежно-кредитной политики, структурных изменений и ожиданий участников рынка. Во-первых, хотя денежно-кредитные условия смягчились, они сохранялись жесткими, что сдерживало рост спроса на импорт и поддерживало привлекательность рублевых активов для сбережений. Во-вторых, долгосрочный эффект оказывают структурные факторы. Развитие импортозамещения, тарифные ограничения на импорт и сокращение возможностей для инвестиций резидентов в иностранные активы формируют фундаментально более низкий спрос на иностранную валюту, что создает основу для более крепкого рубля. Наконец, краткосрочное влияние на курсовую динамику оказывали рыночные ожидания, связанные с улучшением геополитической ситуации.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники согласились, что **проинфляционные риски 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 – 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.
- *Расширение бюджетного дефицита, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой доходов и расходов бюджета.* Смягчение бюджетной политики или расширение программ льготного кредитования могут поддерживать высокий внутренний спрос и инфляцию.

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

По итогам анализа данных и их сопоставления с октябрьским прогнозом Банка России **большинство участников высказались за снижение ключевой ставки на 50 б.п., до 16,00% годовых.** В ходе дискуссии также **обсуждались варианты снижения ключевой ставки на 100 б.п., до 15,50% годовых,** и **сохранения ставки без изменений на уровне 16,50% годовых.** Все варианты решений по уровню ключевой ставки участники предлагали не сопровождать направленным сигналом о дальнейших шагах.



Основные аргументы в пользу неизменности ключевой ставки:

- Инфляционная картина в последние месяцы сильно зашумлена действием разовых факторов, а показатели устойчивой инфляции значительно колебались. Сохраняются высокие темпы роста цен на рыночные услуги (6–7% с.к.г.). В этих условиях требуется осторожность при оценке устойчивых тенденций в динамике инфляции. Кроме того, с учетом повышенных инфляционных ожиданий и значительного вклада разовых факторов в инфляцию в 2026 году для стабилизации темпов роста цен вблизи 4% может быть оправдано снижение показателей устойчивой инфляции ниже этого уровня.
- Более высокая, чем предполагалось ранее, оценка вклада проинфляционных факторов в 2026 году на фоне роста инфляционных ожиданий населения и бизнеса создает дополнительные риски для ценовой динамики. Пауза в снижении ключевой ставки позволит лучше оценить эффекты от предстоящих повышений тарифов, сборов и налогов.
- Кредитование, особенно в корпоративном сегменте, заметно активизировалось в 2п25. Рост требований к экономике по итогам 2025 года может сложиться ближе к верхней границе октябрьского прогноза. Пауза позволит оценить дальнейшую подстройку денежно-кредитных условий.
- В 4к25 наблюдается более уверенный, чем ожидалось, рост потребительского спроса. Компании стали более оптимистично оценивать перспективы роста спроса на свою продукцию. Сохраняется существенная жесткость рынка труда, а темпы роста зарплат по-прежнему опережают рост производительности труда. Все это указывает на то, что положительный разрыв выпуска может закрываться медленнее.
- Сохраняются риски со стороны бюджетной политики. События последних лет неоднократно приводили к необходимости увеличивать бюджетные расходы сверх запланированного объема. Это требует консервативного подхода и учета потенциальных рисков для ценовой динамики при принятии решений.

Основные аргументы в пользу снижения ключевой ставки:

- Фактическая инфляция в 4к25 складывается значительно ниже октябрьского прогноза, а годовая по итогам 2025 года может быть меньше 6%. Устойчивое инфляционное давление ожидается ближе к 4% с.к.г. в 4к25. Хотя проинфляционные факторы приведут к ускорению роста цен в 1к26, а их вклад, вероятно, будет больше предыдущих оценок, достигнутый уровень инфляции создает пространство для продолжения постепенного смягчения денежно-кредитной политики.
- Инфляционные ожидания остаются адаптивными, то есть ориентированными на прошлую динамику инфляции. Их недавний рост связан с разовыми факторами. Инфляционные ожидания будут снижаться по мере прекращения действия этих факторов и возобновления устойчивой дезинфляции.

- Денежно-кредитные условия в целом остаются жесткими, несмотря на некоторое смягчение. Население продолжает сберегать, меняя структуру вложений. Ускорение роста корпоративного кредитования в 2п25 согласуется с произошедшим смягчением денежно-кредитных условий, и динамика кредита в целом укладывается в рамки октябрьского прогноза Банка России.
- Перегрев спроса постепенно снижается. На это указывают как уменьшение напряженности на рынке труда, так и продолжающееся замедление роста цен. Оживление потребительского спроса в 2п25 связано с разовыми факторами (ожиданием повышения утилизационного сбора и НДС). Без учета покупок автомобилей рост потребительского спроса не ускорился. В начале 2026 года потребительская активность вновь замедлится под влиянием сохраняющихся жестких денежно-кредитных условий и более умеренного роста доходов населения. В результате закрытие положительного разрыва выпуска продолжится.
- Исходя из бюджетных проектировок, в следующем году ожидается нулевой структурный первичный дефицит бюджета, что окажет сдерживающее влияние на инфляцию. Дополнительные бюджетные расходы будут финансироваться за счет роста налоговых поступлений, а не заимствований.

Большинство участников согласилось, что **есть пространство для снижения ключевой ставки**. Они указывали, что эффекты от повышения НДС и части регулируемых цен, вероятно, можно будет точнее оценить только к мартовскому заседанию. В то же время сохранение ключевой ставки на текущем высоком уровне в течение нескольких месяцев (до марта) в условиях замедления роста экономики может оказаться неоправданным, привести к чрезмерному ее охлаждению и существенному отклонению инфляции вниз от цели в дальнейшем. Для устойчивой стабилизации инфляции на цели необходимо минимизировать циклические колебания выпуска.

При обсуждении **величины шага снижения ключевой ставки** участники, выступавшие за 100 б.п., более оптимистично трактовали снижение текущего инфляционного давления в ноябре, видя в нем признаки устойчивой дезинфляции. Они также отмечали, что при текущих высоких уровнях рыночных ставок шаги менее 100 б.п. оказывают не столь значимое влияние на подстройку денежно-кредитных условий. Однако большинство участников предлагали снизить ключевую ставку на 50 б.п. Этот более осторожный шаг позволяет учесть проинфляционные факторы, которые реализуются в ближайшие месяцы, и их возможное влияние на инфляционные ожидания и поведение экономических агентов.

При обосновании отсутствия направленного сигнала об изменении ключевой ставки на следующих заседаниях участники отметили, что на прогнозном горизонте преобладают проинфляционные риски. Банку России могут потребоваться паузы в снижении ключевой ставки. При этом для стабилизации инфляции на цели нужен продолжительный период жесткой денежно-кредитной политики. Указание на это необходимо сохранить в коммуникации.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 19 декабря 2025 года снизил ключевую ставку на 50 б.п., до 16,00% 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, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–5,0% в 2026 году. Устойчивая инфляция достигнет 4% в 2п26. В 2027 году и далее годовая инфляция будет находиться на цели.