



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 12 СЕНТЯБРЯ 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 июльским 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. Мнения участников обсуждения основаны на данных, доступных к 12 сентября 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 августе 2025 года составил 4,1% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) после 8,4% с.к.г. в июле и 4,4% с.к.г. в 2к25. Базовая инфляция в июле – августе 2025 года снизилась в среднем до 4,1 с 4,4% с.к.г. в 2к25. Ценовые ожидания предприятий, инфляционные ожидания населения, прогнозы по инфляции профессиональных аналитиков в августе – сентябре значительно не изменились. Темп прироста ВВП снизился до 1,1% г/г в 2к25 с 1,4% г/г в 1к25. Индикатор бизнес-климата Банка России в 3к25 в среднем уменьшился по сравнению с 2к25, но оставался положительным. Уровень безработицы в июле 2025 года сохранился на историческом минимуме – 2,2% с сезонной корректировкой (с.к.). Темпы роста номинальных и реальных зарплат в июне 2025 года увеличились по сравнению с маем (г/г), но были ниже, чем в 2024 году.

ДИСКУССИЯ

Текущее инфляционное давление в августе снизилось после значительного роста в июле. Денежно-кредитная политика продолжала сдерживать рост цен. Однако в последние месяцы на ценовые колебания сильно влияли разовые факторы. Если в июле их совокупное воздействие было проинфляционным, то в августе – дезинфляционным. Участники обсуждения выделили следующие разовые факторы, которые повлияли на инфляцию.

- В июле существенное повышение тарифов на ЖКУ привело к увеличению текущих темпов роста цен в 2 раза по сравнению с июнем.
- В июле – августе фрукты и овощи дешевели сильнее обычной сезонности, что оказывало понижающее давление на инфляцию. В августе также сильнее обычного уменьшились цены на отдельные туристические услуги.
- В июле цены на авиаперевозки снизились, а в августе выросли (с.к.). Это объясняется особенностями учета. С 2025 года в расчете учитываются билеты с вылетом через 1 и 2 месяца. Соответственно, в июле из расчета начали постепенно выходить дорогие билеты с вылетом в период пика отпусков, поэтому цены снизились. Изменение методологии сдвинуло традиционную сезонность цен на авиаперевозки: регистрируемые цены на авиабилеты стали снижаться на месяц раньше, чем в прошлые годы, – в июле, а не в августе. В августе снижение цен также наблюдалось. Однако оно оказалось меньше обычного. Как следствие, с учетом сезонной корректировки цены на авиаперелеты выросли. Схожие методологические изменения произошли в учете цен на услуги гостиниц и пансионатов.

- В июле – августе высокими темпами дорожали нефтепродукты. Это было связано с временным снижением их предложения и сезонным ростом спроса. Правительство Российской Федерации приняло меры по ограничению экспорта и наращиванию предложения на внутреннем рынке. Ожидается, что это стабилизирует ситуацию.

По оценкам Банка России, **за последние 2 месяца показатели устойчивой инфляции почти не изменились и находились в диапазоне 4–6%.** Такой разброс в оценках в том числе отражает сохраняющуюся высокую неоднородность в динамике цен по компонентам. Отдельные участники обсуждения обратили внимание, что в потребительской корзине заметно больше товаров и услуг, которые дорожают высокими темпами, чем тех, которые растут в цене медленнее или дешевеют. Из-за этого оценки устойчивой инфляции могут давать заниженные результаты. Поэтому к ним следует относиться с осторожностью, особенно тщательно выбирать способы очистки показателей от разовых колебаний цен.

Участники согласились, что **основное влияние произошедшего с начала года укрепления рубля на инфляцию уже реализовалось.** Ослабление рубля в августе – начале сентября не несет значимых рисков для динамики цен, поскольку текущие уровни курса находятся в нижней части диапазона его изменений за последние 2 года.

Инфляционные ожидания населения и бизнеса в августе – сентябре существенно не изменились и оставались высокими. Это связано с тем, что инфляция продолжительное время находится выше цели, а в ожиданиях людей и бизнеса есть определенная инерция. На инфляционные ожидания населения могло также повлиять ускорение роста цен на отдельные товары-маркеры. В частности, тарифы на ЖКУ были существенно проиндексированы. Выросли цены на бензин. Высокими темпами росли цены на мясо и мясопродукты. Участники отметили, что инфляционные ожидания остаются значительно выше тех уровней, которые наблюдались при инфляции вблизи 4%. Сохранение высоких инфляционных ожиданий затрудняет возвращение инфляции к цели.

По предварительным данным Росстата, **в 2к25 рост ВВП замедлился (г/г).** По оценкам Банка России, темпы роста (с.к.) в 2к25 были слабopоложительными относительно 1к25.

Отраслевой анализ указывает на **высокую неоднородность экономической активности и финансового положения компаний с начала года.** В отраслях, ориентированных на внешний спрос, выпуск не рос или сокращался. Прежде всего такая ситуация наблюдалась в добывающих отраслях (угольной промышленности, добыче нефти и газа), а также в черной металлургии. Влияние на них оказывало снижение спроса и цен на товары российского экспорта, в том числе из-за санкционных ограничений. Финансовое положение компаний из этих отраслей несколько ухудшилось. У некоторых компаний с высокой долговой нагрузкой это было также связано с ростом процентных расходов. Но влияние этого фактора было заметно меньше, чем других факторов. В отраслях, ориентированных на внутренний рынок, рост выпуска в основном продолжился. Например,

в пищевой промышленности, фармацевтике, производстве медицинского оборудования, удобрений, отдельных видов машиностроительной продукции. Ситуация с финансовым результатом компаний этих отраслей также складывалась лучше: снижение финансового результата было менее значительным, а у некоторых компаний отмечался его рост. Участники согласились, что неоднородность динамики выпуска и финансового результата по отраслям в том числе отражает структурные сдвиги в экономике, которые произошли в последние годы. Экономика все больше переключается на внутренний спрос, а доля внешнего сектора (экспорта, импорта) в ее структуре уменьшилась.

После замедления в первой половине года, потребительский спрос активизировался в июле – августе. Его поддерживали высокие темпы роста доходов населения. Оживление спроса наблюдалось в сегменте непродовольственных товаров. В частности, выросли продажи легковых автомобилей после временного спада в начале 2025 года из-за повышения утилизационного сбора. Было высказано мнение, что, если потребительская активность останется высокой, даже при замедлении роста экономики в целом это может препятствовать снижению инфляции к 4%.

Инвестиционная активность оставалась высокой, но ее рост замедлился в 1п25. Увеличение инвестиций было неоднородным по отраслям. Высокие темпы роста наблюдались в обрабатывающих отраслях и торговле. В добыче, транспортировке и хранении инвестиции снизились. Это произошло после их существенного роста в предыдущие годы. Инвестиционный спрос поддерживали проекты с государственным участием в приоритетных секторах. Согласно опросу Банка России и публичным заявлениям компаний, значительная доля предприятий планирует нарастить инвестиции в этом году по сравнению с предыдущим годом.

Ситуация на рынке труда существенно не изменилась. При этом тенденции в динамике показателей рынка труда были разнородными.

- С одной стороны, в июне несколько ускорился рост номинальных и реальных зарплат. Хотя темпы их роста были более умеренными, чем в 2024 году, зарплаты по-прежнему росли быстрее, чем производительность труда. Безработица в июне – июле сохранялась на рекордно низком уровне.
- С другой стороны, по данным опросов предприятий, доля компаний, испытывающих дефицит кадров, продолжила снижаться. Сократилось количество вакансий при росте количества резюме. Отдельные компании переводили сотрудников на неполную рабочую неделю. После длительного периода дефицита кадров компании стремились удерживать сотрудников, опасаясь проблем с наймом в будущем.

Участники согласились, что ситуация на рынке труда в целом остается напряженной. Дефицит кадров сдерживает подстройку предложения к возросшему внутреннему спросу.

Ожидаемое дезинфляционное влияние бюджетной политики пока не проявилось. Риски для инфляции со стороны бюджета возросли. С начала года исполнение расходов федерального бюджета было близко к траектории 2023–2024 годов и сохранялся структурный первичный дефицит. Выход на анонсированные параметры расходов федерального бюджета в 2025 году предполагает отсутствие традиционного всплеска исполнения бюджетных расходов в конце года. При этом некоторые участники отметили, что доходы бюджета в 2025 году могут не достичь запланированного уровня. Нефтегазовые доходы бюджета будут меньше плана из-за более низких цен на нефть по сравнению с заложенными в прогноз при бюджетном планировании и из-за укрепления рубля. Ненефтегазовые доходы также могут быть меньше, поскольку инфляция и темпы роста экономики могут сложиться ниже прогноза Правительства Российской Федерации при сохранении их текущей динамики, а рубль – крепче. По мнению этих участников обсуждения, более низкие бюджетные доходы при полном исполнении расходов могут привести к формированию ненулевого структурного первичного дефицита.

Участники согласились, что **отклонение экономики вверх от траектории сбалансированного роста уменьшается.** Однако широкая совокупность индикаторов не позволяет говорить о закрытии положительного разрыва выпуска. Несмотря на охлаждение экономической активности, напряженность на рынке труда сохраняется, а устойчивые показатели инфляции в основном остаются выше 4%. При этом, по мнению некоторых участников обсуждения, положительный разрыв выпуска может полностью закрыться уже в 3к25.

Участники заключили, что **постепенное уменьшение перегрева экономики под влиянием проводимой денежно-кредитной политики должно способствовать дальнейшему снижению инфляции и ее закреплению вблизи 4%.**



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С июльского заседания ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ снизились. Процентные ставки по депозитам и кредитам также уменьшились. Портфель розничных кредитов в июле практически не изменился, а в августе вырос (м/м). Рост корпоративных кредитов ускорился в июле – августе (м/м). Годовые темпы роста широкой денежной массы с исключением валютной переоценки в августе увеличились.

ДИСКУССИЯ

Участники согласились, что с прошлого заседания по ключевой ставке денежно-кредитные условия в целом значительно смягчились, но оставались жесткими.

Ценовые денежно-кредитные условия смягчились и в номинальном, и в реальном выражении. Уменьшение номинальных ставок в большинстве сегментов финансового рынка было связано как со снижением ключевой ставки в предыдущие месяцы, так и с пересмотром вниз ожиданий участников рынка по ее будущей траектории. При этом подстройка процентных ставок к смягчению денежно-кредитной политики в разных сегментах рынка шла с разной скоростью.

- Доходности ОФЗ и депозитные ставки практически полностью подстроились под принятые ранее решения по денежно-кредитной политике.
- Активная подстройка наблюдалась и на рынке корпоративных облигаций, где в августе существенно уменьшились средневзвешенные доходности.
- Подстройка фиксированных ставок по кредитам только началась – их снижение было менее выраженным. Участники отметили, что в ближайшие месяцы следует ожидать дальнейшего уменьшения кредитных ставок, учитывая произошедшее снижение ставок денежного рынка и доходностей облигаций.

Ожидания рынков по дальнейшему снижению ключевой ставки и уменьшение доходностей корпоративных облигаций привели к росту активности на облигационном рынке. В летние месяцы вклад корпоративных облигаций в прирост требований к организациям увеличился.

Рост кредитования активизировался.

- В розничном кредитовании наблюдалось оживление: в ипотечном сегменте – с июля, а в неипотечном – с августа (по оперативным данным). В неипотечном сегменте быстро росло автокредитование. В летние месяцы спрос граждан на автомобили увеличился после спада в первой половине года. Произошедшее ранее ужесточение макропруденциальных требований и жесткие денежно-кредитные условия продолжали сдерживать рост потребительского кредитования. Однако снижение процентных ставок в последние месяцы привело к некоторому увеличению выдач кредитов в этом сегменте в августе после нескольких месяцев снижения.
- В корпоративном сегменте рост кредитования значительно ускорился под влиянием смягчения денежно-кредитных условий. Компании привлекали больше кредитов в ожидании дальнейшего снижения ключевой ставки, учитывая, что значительная часть их выдается по плавающим ставкам. Отчасти рост корпоративного кредитования был также связан с увеличением выдач в сегменте, где спрос менее

чувствителен к изменению ключевой ставки (кредиты крупным государственным компаниям и проектное финансирование жилищного строительства).

Темп прироста совокупного кредитного портфеля по-прежнему был ниже, чем в среднем в 2п24. Однако в последние месяцы он увеличился и складывался ближе к верхней границе прогноза Банка России. Участники отметили, что если темпы роста кредитования сохранятся такими, как в июле – августе 2025 года, то увеличение требований банковской системы к экономике в 2025 году превысит прогноз Банка России (7–10%).

Участники отметили, что, несмотря на снижение депозитных ставок, **сберегательная активность не снизилась**. На это указывает в том числе сохранение высокой доли срочных депозитов в общем объеме депозитов населения. Депозитные ставки значительно превышали фактическую и ожидаемую инфляцию, что обеспечивало привлекательность размещения средств на вкладах. Рост доходов позволял населению увеличивать как потребление, так и объем сбережений. В итоге норма сбережения оставалась вблизи исторического максимума.

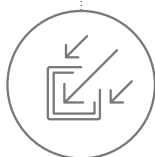
Ускорение роста кредитования в сочетании с сохранением повышенных бюджетных расходов привели к тому, что годовые темпы роста широкой денежной массы в последние месяцы не снижались. Накопленный с начала 2025 года рост широкой денежной массы (с исключением валютной переоценки) превысил верхнюю границу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

Участники отметили, что **качество кредитного портфеля несколько снизилось. Однако это по-прежнему не влияет на потенциал кредитования**. Долговая нагрузка у малых и средних компаний, а также у ряда крупных компаний немного выросла. В последние месяцы также увеличилось количество реструктуризаций задолженности крупных и средних компаний. При этом оно было ниже значений весны 2025 года, когда наблюдался пик реструктуризаций в этом году. Участники отметили, что ожидаемые потери по ссудам покрыты резервами и у банков есть достаточный запас 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. Рынки ожидали, что ФРС США снизит ставку в сентябре 2025 года. Цены на большинство товаров российского экспорта с начала года уменьшились и в среднем были ниже, чем в предыдущем году. В июле профицит счета текущих операций был вблизи значений июля 2024 года. Рубль в августе – начале сентября ослаб по отношению к основным валютам.



ДИСКУССИЯ

Участники обсуждения отметили, что **основной эффект от повышения импортных пошлин на мировую экономику, вероятно, проявится позднее**. Фактический рост импортных пошлин в США был ниже ожиданий. Это могло быть связано с исключениями по отдельным группам импортных товаров, подстройкой рынков и перенаправлением поставок через третьи страны. В результате повышение импортных пошлин пока умеренно повлияло на рост мировой экономики и инфляцию.

Хотя риски ускорения роста цен в США в ближайшие месяцы сохраняются, **возросла вероятность снижения ставки ФРС США на заседании в сентябре**. Слабая статистика по рынку труда может быть индикатором замедления экономического роста США. По ожиданиям участников финансового рынка, из-за этого ФРС США будет снижать ставку быстрее, чем предполагалось ранее. В то же время было высказано мнение, что сокращение численности рабочей силы в США могло быть связано не со снижением спроса на труд, а с ужесточением миграционной политики. Соответственно, оно не свидетельствует об охлаждении экономической активности, а отражает более сдержанную динамику потенциального роста экономики.

Участники обсуждения согласились, что ситуация на товарных рынках развивалась близко к прогнозу Банка России, но **на прогнозном горизонте сохраняются риски более низких цен на нефть**. Быстрое увеличение добычи нефти странами ОПЕК+ приводит к формированию профицита на нефтяном рынке и росту запасов. В сочетании с прогнозируемым снижением мирового спроса из-за повышения импортных пошлин это может оказать понижающее давление на нефтяные котировки в будущем.

Доли экспорта и импорта в ВВП в последние годы в среднем были ниже тех, которые наблюдались до 2022 года. По мнению участников обсуждения, это является проявлением структурных изменений в экономике – переориентации экономики на внутренний рынок. Из-за санкционных ограничений возможности экспорта российских товаров снизились. Импорт при этом стал менее привлекательным и более дорогим вследствие ужесточения санкций, развития импортозамещающих производств и смещения предпочтений государственного спроса в пользу отечественных товаров.

При этом с конца 2024 года доля импорта в ВВП заметно снизилась и была ниже средних значений последних 2 лет. Это дополнительное уменьшение доли импорта в ВВП было связано с жесткой денежно-кредитной политикой, которая сдерживала спрос на импорт, а также с разовыми факторами (коррекцией объема ввозимых транспортных средств, спрос на которые снизился после резкого всплеска перед повышением утилизационного сбора).

Участники отметили, что в силу переориентации экономики на внутренний рынок доля импорта в ВВП останется ниже средних значений, которые

наблюдались до 2022 года, даже после перехода к нейтральной денежно-кредитной политике. Более низкая доля импорта в ВВП при прочих равных означает более крепкий равновесный реальный курс национальной валюты. С одной стороны, это поддерживает конкурентоспособность отечественных производителей. С другой – ухудшает условия для компаний, ориентированных на экспорт.

Рубль ослаб после существенного укрепления в предыдущие месяцы. Участники согласились, что ослабление рубля является одним из проявлений смягчения денежно-кредитных условий, в том числе корректировки ожиданий участников рынка относительно траектории ключевой ставки. Кроме того, участники отметили, что влияние на динамику курса оказали и разовые, в том числе сезонные, факторы, а также ухудшение геополитических настроений. Среди разовых факторов называлось возможное снижение продаж валютной выручки отдельными компаниями, которым предстояли погашения валютных кредитов. Среди сезонных факторов – рост спроса на иностранную валюту для туристических поездок и авансовых платежей за будущий импорт ряда непродовольственных товаров.

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 экономики).* Это может быть результатом как сохранения повышенного внутреннего спроса, так и усиления ограничений на стороне предложения. Высокий спрос может поддерживаться возобновлением ускоренного роста кредитования. Дальнейшее расширение дефицита кадров может привести к ускорению роста реальных зарплат и увеличению их разрыва с ростом производительности труда. Усиление санкций может замедлить увеличение потенциала экономики. Независимо от причин сохранение значительного перегрева экономики или его более медленное снижение означают более высокое устойчивое инфляционное давление.
- *Длительное сохранение высоких инфляционных ожиданий или возобновление их роста.* Это может напрямую влиять на спрос и цены, а также усиливать вторичные эффекты от разовых факторов инфляции (в том числе повышенной индексации тарифов на ЖКУ).
- *Ухудшение условий внешней торговли из-за негативных изменений конъюнктуры на мировых товарных рынках и геополитической ситуации.* Замедление роста мировой экономики из-за расширения протекционистских мер и ускорение перехода на более



энергоэффективные технологии могут 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. Кроме того, значительное и устойчивое снижение мировых цен на нефть или большее замедление роста экономики, чем заложено при планировании бюджета, могут повлиять на доходы бюджета и требовать корректировки параметров бюджетной политики. Отсутствие такой корректировки может создать риски для динамики цен.

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 того, как они соотносятся с июльским прогнозом Банка России, **участники обсудили следующие варианты решения:**

- сохранение ключевой ставки на уровне 18,00% годовых;
- снижение ключевой ставки на 100 б.п., до 17,00% годовых.

Оба варианта решения участники обсуждения предлагали сопровождать нейтральным сигналом.

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

- Основное снижение устойчивых показателей инфляции произошло до летних месяцев, а летом они стабилизировались в диапазоне 4–6%. Это значительно выше цели. Сохраняются повышенная неоднородность и волатильность в динамике цен по компонентам. При этом инфляционные ожидания остаются высокими и не снижаются.
- Тенденции в экономической активности также неоднородны. Хотя рост экономики в 1п25 замедлился, потребительский и государственный

спрос остается высоким. Рост потребительского спроса даже несколько ускорился и поддерживается увеличением доходов, значительно опережающим рост производительности труда. Это может сдерживать дальнейшее снижение инфляции.

- Денежно-кредитные условия уже существенно смягчились, а рост кредитования ускорился. При этом влияние смягчения денежно-кредитной политики на динамику денежно-кредитных показателей пока не полностью реализовалось из-за лагов. Пауза в снижении ключевой ставки позволит оценить дальнейшую подстройку денежно-кредитных показателей к смягчению денежно-кредитной политики.
- Дезинфляционное влияние бюджетной политики в 2025 году пока не проявилось. Риски со стороны бюджетной политики увеличиваются. Выход на анонсированные параметры расходов федерального бюджета в 2025 году предполагает снижение бюджетных расходов в оставшиеся месяцы года, что вызывает сомнения. При этом доходы бюджета могут сложиться ниже, чем было запланировано.

Основные аргументы в пользу **снижения ключевой ставки на 100 б.п.:**

- Динамика инфляции укладывается в июльский прогноз (6–7% в 2025 году). Инфляционные ожидания достаточно инерционны. Они будут понижаться по мере снижения инфляции.
- Рост экономики существенно замедлился в 1п25. Внутренний спрос также растет более медленными темпами, чем в прошлом году. Это позволяет рассчитывать на дальнейшее снижение перегрева экономики.
- Темпы роста кредитования укладываются в прогноз Банка России. Сберегательная активность остается вблизи исторического максимума. Жесткие денежно-кредитные условия будут обеспечивать сбалансированный рост кредитования и поддерживать высокую сберегательную активность.
- Хотя есть риски со стороны бюджетной политики, пока нет весомых оснований ожидать, что она будет существенно мягче, чем заложено в прогнозе. По информации от Правительства Российской Федерации, более высокая траектория расходов в 1п25 отражает стремление к более равномерному распределению расходов в течение календарного года по сравнению с предыдущими годами.

Обсудив аргументы за оба решения по ключевой ставке, **большинство участников согласилось, что есть пространство для снижения ключевой ставки.** Хотя ускорение роста кредитования и потребительского спроса в последние месяцы вызывает некоторое беспокойство, динамика инфляции соответствует прогнозу Банка России, а экономический рост существенно замедлился. Снижение на 100 б.п. – достаточно осторожный шаг, который учитывает существующие риски. Оно не приведет к дополнительному смягчению денежно-кредитных условий, поскольку

уже учтено в рыночных процентных ставках. Оно может даже немного ужесточить их, поскольку большинство участников рынка ожидают более сильного снижения ключевой ставки. Это позволит поддержать жесткость денежно-кредитных условий, необходимую для возвращения инфляции к цели в 2026 году.

Участники также отметили, что дальнейшие решения по ключевой ставке будут в значительной степени зависеть от изменения параметров бюджетной политики на 2025 год и среднесрочный период, которые Правительство Российской Федерации будет вносить в Государственную Думу в ближайшее время. Существенное изменение параметров бюджетной политики может потребовать корректировки проводимой денежно-кредитной политики.

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.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 12 сентября 2025 года снизил ключевую ставку на 100 б.п., до 17,00% годовых.** Банк России будет поддерживать такую жесткость денежно-кредитных условий, которая необходима для возвращения инфляции к цели в 2026 году. Дальнейшие решения по ключевой ставке будут приниматься в зависимости от устойчивости замедления инфляции и динамики инфляционных ожиданий.