



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 13 ФЕВРАЛЯ 2026 ГОДА

Участники обсуждения: члены Совета директоров Банка России, руководители Департамента денежно-кредитной политики, Департамента исследований и прогнозирования, других департаментов и главных управлений Банка России.

Департамент денежно-кредитной политики и Департамент исследований и прогнозирования представили результаты анализа текущей экономической ситуации в стране и в мире, а также предложения по базовому макроэкономическому прогнозу на 2026–2028 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 основаны на данных, доступных к 13 февраля 2026 года.

Материал отражает **ключевые моменты обсуждения**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	6
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	9
▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ	10
▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	11



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в 4к25 снизился в среднем до 3,9% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) с 6,5% с.к.г. в 3к25. Базовая инфляция в аналогичный период в среднем составила 4,7% с.к.г. после 4,1% с.к.г. в 3к25. По оценке на основе недельных данных, текущее инфляционное давление существенно увеличилось в начале 2026 года. Ценовые ожидания предприятий снизились в феврале после 4 месяцев роста, вернувшись к среднему значению 2025 года. Инфляционные ожидания населения в январе не изменились. Профессиональные аналитики немного увеличили прогнозы по инфляции на 2026–2027 годы. Рост ВВП в 2025 году замедлился до 1,0 с 4,9% в 2024 году (при этом Росстат повысил оценку роста ВВП в 2024 году с 4,3%). По оперативным данным, в 4к25 рост экономики ускорился (кв/кв с сезонной корректировкой, с.к.). Индикатор бизнес-климата Банка России в январе – феврале 2026 года в среднем был ниже, чем в 4к25. Безработица в декабре 2025 года оставалась на исторически минимальном уровне – 2,1% с.к. Темпы роста номинальных и реальных зарплат в ноябре 2025 года снизились (г/г) после повышения в сентябре – октябре 2025 года.

ДИСКУССИЯ

В начале 2026 года инфляционное давление заметно усилилось под влиянием разовых факторов. На росте цен сказались повышение НДС, индексация акцизов и регулируемых тарифов, а также изменение в динамике цен отдельных волатильных компонентов (плодоовощной продукции). В условиях отсутствия полных данных об инфляции за месяц участники оценивали текущую ценовую динамику на основе недельных данных. Они согласились, что **ускорение роста цен в начале года в основном отражает перераспределение ценовых эффектов между концом 2025 и началом 2026 года:** часть роста цен, не реализовавшегося в декабре, пришлась на январь.

- Во-первых, судя по статистике цен, **большинство компаний не переносили повышение НДС в цены в декабре, а сделали это в начале текущего года.** Было высказано мнение, что компании в конце года стремились распродать накопленные запасы и не спешили закладывать рост налоговой нагрузки в цены, предлагая более привлекательные ценовые условия. В результате основная корректировка цен пришлась на январь. В целом это соответствовало предыдущему эпизоду изменения ставки НДС (с 1 января 2019 года). Однако в текущих условиях сохранение перегрева спроса позволяло компаниям в большей мере переносить возросшие из-за повышения НДС издержки в цены. Кроме того, в этот раз масштаб переноса оказался более выраженным, поскольку повышение налога коснулось большего числа товаров и услуг, в частности банковских услуг, а также расширился круг производителей, обязанных уплачивать НДС в связи со снижением порога применения упрощенной системы налогообложения.

- Во-вторых, **после декабрьского замедления в январе значительно ускорился рост цен на плодоовощную продукцию.** В конце года мягкие погодные условия сдерживали рост цен на тепличную продукцию. В январе цены на нее резко выросли на фоне похолодания и повышения затрат производителей.

Участники отметили, что из-за указанных факторов инфляция в конце 2025 года оказалась более низкой, чем ожидал Банк России, и в 2026 году будет более высокой, чем октябрьские оценки. Но если рассматривать изменение цен за последние несколько месяцев, с ноября по январь, то **накопленный рост общего уровня цен соответствует октябрьскому прогнозу.**

Существенная **часть обсуждения была посвящена оценке устойчивого инфляционного давления в начале года.** Большинство участников считали, что оно значимо не изменилось по сравнению с 4к25. По их мнению, январская динамика отражала преимущественно разовую подстройку цен, а не формирование новой тенденции ускорения инфляции. Они отмечали, что в январе статистические показатели устойчивой инфляции ожидаемо вырастут, поскольку методология их расчета не позволяет исключить эффект повышения НДС. Однако само по себе это не свидетельствует о развороте устойчивой инфляции вверх. Участники обращали внимание на то, что пик роста цен пришелся на первые недели января, после чего ценовая динамика затухала (по недельным данным). Кроме того, инфляционные ожидания населения не изменились в январе, а ценовые ожидания предприятий после роста 4 месяца подряд в феврале снизились. В совокупности это указывает на то, что основная часть влияния разовых факторов, вероятно, уже реализовалась, а их вторичные эффекты будут ограничены. По оценкам большинства участников обсуждения, устойчивое инфляционное давление при исключении вклада НДС и волатильных компонентов можно оценить в диапазоне 4–5%, то есть вблизи уровней конца 2025 года. С учетом сохранения жестких денежно-кредитных условий по-прежнему можно ожидать возвращения устойчивой инфляции к 4% в 2п26.

Другие участники подчеркивали, что на текущем этапе сделать однозначный вывод об устойчивой инфляции затруднительно, поскольку используемые показатели невозможно корректно очистить от влияния повышения НДС. Недельные данные ограниченно отражают изменение цен на услуги, где перенос повышения НДС и регулируемых тарифов мог быть более выраженным, в том числе со стороны компаний, перешедших с упрощенной на общую систему налогообложения. Кроме того, инфляционные ожидания населения оставались повышенными, а существенная индексация регулируемых цен в 2026 году может препятствовать их снижению и замедлить устойчивую дезинфляцию. Для уверенного вывода об отсутствии вторичных эффектов необходимо не только отсутствие роста, а дальнейшее снижение показателей устойчивой инфляции.

Участники согласились, что более надежную оценку устойчивого инфляционного давления можно будет получить лишь в 2к26.

Во время обсуждения участники **уделили внимание пересмотру оценки ВВП за 2024 год и первой оценке ВВП за 2025 год**. Было высказано мнение, что более высокий рост в 2024 году и результат 2025 года на верхней границе прогноза могут указывать на более значительный положительный разрыв выпуска в 2025 году, чем оценивалось ранее. Однако большинство участников отметили, что более высокий рост в 2025 году при снижении инфляции может свидетельствовать о большем приросте потенциала экономики, в том числе благодаря рекордным темпам наращивания инвестиций в последние годы, что привело к запуску новых проектов и росту производственных возможностей экономики.

Отдельно обсуждалась внутригодовая динамика выпуска. Было отмечено, что Росстат пока не актуализировал разбивку ВВП в 2025 году по кварталам (она традиционно будет обновлена в апреле). Формальное сопоставление опубликованных ранее данных за первые 3 квартала с годовой оценкой может создать впечатление существенной активизации экономической активности в конце года. Вместе с тем опыт предыдущих лет и оценки на основании оперативных показателей позволяют предполагать, что динамика внутри года была более плавной. Вероятно, часть продукции, отраженной в статистике лишь в конце 2025 года, была произведена в течение года, в том числе в рамках исполнения государственных заказов. Соответствующий спрос формировался и оказывал влияние на экономическую активность на протяжении всего года – через выплаты заработной платы, закупки промежуточных товаров и инвестиционные расходы компаний. В этом смысле экономическая активность представляет собой непрерывный процесс, тогда как ее отражение в статистике может быть смещено во времени.

В конце 2025 года наблюдалась активизация потребительского спроса, что прежде всего было связано с предстоящим повышением утильсбора и НДС. Часть домохозяйств стремилась осуществить крупные покупки заранее, по старым ценам. Участники отметили, что факторы, дополнительно поддерживавшие спрос в 4к25, носили временный характер. Поэтому в начале 2026 года можно ожидать более умеренных темпов роста потребления или даже более сильного замедления его роста, поскольку часть спроса уже реализовалась в конце прошлого года. По данным мониторинга предприятий, в январе – феврале компании больше отмечали сдержанный спрос как фактор, влияющий на их деятельность, по сравнению с предыдущими месяцами.

Участники обсудили гипотезу об ускоренной распродаже запасов в конце 2025 года. По оценкам, в отдельных категориях непродовольственных товаров, включая бытовую технику и электронику, объемы продаж в декабре продемонстрировали существенный рост с поправкой на сезонность. При этом в ноябре – декабре наблюдалось лишь незначительное снижение запасов в розничной торговле с учетом сезонности. Было высказано мнение, что такое изменение запасов не опровергает гипотезу о стремлении их распродать. Заказы на непродовольственные товары формируются за несколько месяцев до их поступления в розницу. Товары, реализованные в ноябре – декабре,

как правило, заказывались летом, исходя из ожиданий более высокого спроса в период предновогодних продаж. Если фактический спрос оказался ниже, чем предполагалось при формировании заказов, то даже при активной тактике продаж и гибкой ценовой политике сокращение запасов могло быть ограниченным.

Инвестиционная активность становится более сдержанной. По данным опросов, компании пересматривают вниз инвестиционные планы на 2026 год. Часть участников отмечали, что и в начале 2025 года инвестиционные планы были очень осторожными, однако в течение года корректировались вверх по мере развития экономической ситуации. Было отмечено, что даже с учетом более сдержанной динамики объемные показатели инвестиций останутся рекордными по историческим меркам.

Напряженность на рынке труда постепенно снижается. Уровень безработицы сохраняется на исторических минимумах и может быть низким продолжительное время в условиях структурного дефицита рабочей силы и наблюдающегося перераспределения трудовых ресурсов между предприятиями. Вместе с тем, по данным опросов, дефицит кадров продолжает сокращаться и находится на минимальных значениях с середины 2023 года. Снижается количество вакансий. Номинальные зарплаты продолжают увеличиваться высокими темпами, опережая рост производительности труда, однако их динамика ниже, чем в 2023–2024 годах. Кроме того, по данным опросов, планы компаний по индексации зарплаты в 2026 году стали более умеренными, чем в предыдущие несколько лет. Это свидетельствует о постепенном снижении давления на издержки бизнеса со стороны рынка труда.

В 2025 году **параметры бюджета реализовались в соответствии с обновленными осенью 2025 года бюджетными проектировками.** Структурный первичный дефицит сложился незначительно меньше, чем в 2024 году. Участники отметили, что дезинфляционное влияние бюджета оказалось существенно менее выраженным, чем предполагалось в начале прошлого года.

В 2026 году также ожидается дезинфляционное влияние бюджетной политики. Вместе с тем есть риски недополучения доходов бюджета по сравнению с прогнозными параметрами. Если макроэкономическая ситуация сложится слабее прогноза, лежащего в основе бюджета, бюджетные доходы могут оказаться ниже запланированного уровня. При неизменных расходах это будет означать сохранение ненулевого структурного первичного дефицита. В результате влияние бюджета на совокупный спрос будет менее сдерживающим, а его дезинфляционный эффект – ниже ожидаемого.

Участники обсуждения согласились, что **положительный разрыв выпуска сокращался в 2025 году.** На это прежде всего указывает динамика устойчивой части инфляции. Было отмечено, что в 2к25 устойчивые показатели существенно снизились по сравнению с 1к25, и значительный вклад в это внесло укрепление рубля. Во второй половине 2025 года дезинфляционное влияние курса постепенно ослабевало. Однако

показатели устойчивого инфляционного давления не выросли и даже немного снизились, что может указывать на нарастающий вклад снижения перегрева спроса в изменение цен. В то же время часть участников полагали, что масштаб положительного разрыва в 2025 году мог быть несколько больше, чем оценивалось ранее, в том числе с учетом более высоких темпов роста потребления в конце года. Несмотря на это, оценка траектории разрыва выпуска существенно не изменилась у большинства участников: они по-прежнему ожидают закрытие положительного разрыва в 1п26. Часть участников также отметили, что при высоких и незаякоренных инфляционных ожиданиях экономика редко возвращается к равновесному состоянию после периода перегрева без кратковременного отклонения в сторону отрицательного разрыва выпуска. Поэтому при принятии решений важно поддерживать баланс: с одной стороны – обеспечивать снижение инфляции к цели, с другой – избегать чрезмерного ужесточения финансовых условий, способного привести к избыточному охлаждению экономической активности.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С декабрьского заседания ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ преимущественно выросли. При этом к концу января кратко- и среднесрочные индикаторы денежного рынка продолжили снижаться. В декабре процентные ставки по депозитам немного увеличились, а в январе, по оперативным данным, уменьшились. Процентные ставки по кредитам в декабре снизились. Портфель розничных кредитов в декабре вырос (м/м), а корпоративных кредитов уменьшился (м/м). Годовой темп роста широкой денежной массы с исключением валютной переоценки в декабре – январе снизился.

ДИСКУССИЯ

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

Было отмечено, что **ценовые индикаторы менялись разнонаправленно** с прошлого заседания.

- Ставки денежного рынка и доходности ОФЗ преимущественно выросли. Среди возможных факторов – пересмотр вверх рыночных ожиданий по инфляции на 2026 год, а также рост премий за риск в условиях возможного увеличения потребности государства в заимствованиях.
- Ставки по депозитам уменьшились с декабрьского заседания вслед за снижением ключевой ставки. Участники отметили, что после продолжительного периода нетипично небольшого спреда между доходностями ОФЗ и ставками по депозитам и даже его перехода

в отрицательную область (декабрь 2024 – июль 2025 года), с августа 2025 года отмечается расширение положительного спреда. По мнению участников, это может указывать на более сдержанный спрос на кредит и снижение конкуренции банков за депозиты. Часть участников связывали нормализацию спреда с тем, что основная фаза адаптации банков к восстановлению пруденциальных требований и ужесточению макропруденциальной политики в значительной степени пройдена.

- Процентные ставки по кредитам в декабре снизились, что отражало произошедшее ранее смягчение денежно-кредитной политики.
- Доходности корпоративных облигаций в декабре выросли, что было связано преимущественно с крупными размещениями отдельных эмитентов. В январе их снижение возобновилось. Участники отметили, что происходившее в течение прошлого года более выраженное снижение доходностей на облигационном рынке по сравнению со ставками по банковским кредитам способствовало перераспределению спроса части компаний на заемные ресурсы в пользу рыночных заимствований. Ставки по кредитам снижались медленнее, чем доходности облигаций, в том числе из-за ужесточения банками требований к качеству заемщиков.

Участники согласились, что несмотря на разнонаправленное изменение номинальных процентных ставок с прошлого заседания, **с учетом повышения инфляционных ожиданий ценовые денежно-кредитные условия в реальном выражении смягчились, хотя и оставались жесткими.** В рыночном сегменте кредитования они более жесткие, чем это следует из агрегированных показателей ставок, что связано с существенной долей нерыночных программ, где средства привлекаются на льготных условиях.

Неценовые условия кредитования также были жесткими. При этом в 4к25 они несколько ужесточились для крупного бизнеса в части размера предоставляемых кредитов и требований к качеству заемщиков.

Участники обсуждения отметили, что **кредитная активность в целом складывалась в рамках прогноза Банка России.**

- По итогам 2025 года корпоративное кредитование замедлилось по сравнению с предыдущим годом, но сложилось вблизи верхней границы прогнозного диапазона (г/г). После ускорения роста в осенние месяцы в условиях смягчения денежно-кредитной политики портфель корпоративных кредитов в декабре снизился (м/м). С исключением разовых эффектов динамика портфеля оставалась положительной, но более слабой, чем осенью. В январе, по предварительным данным, требования банков к организациям снизились (м/м). На корпоративное кредитование в декабре – январе влияла бюджетная сезонность. В декабре наблюдался традиционный рост бюджетных расходов, хотя и менее выраженный, чем в предыдущие годы. Компании получали оплату по выполненным государственным контрактам и погашали кредиты. В январе они также получили авансовые платежи по новым контрактам, что снизило их потребность в привлечении заемных средств.

- Розничное кредитование по итогам 2025 года сложилось в рамках прогнозного диапазона Банка России (г/г). В декабре и январе в розничном сегменте наблюдалось оживление в основном за счет ипотечного сегмента. Ускорение роста ипотеки происходило в ожидании изменения условий семейной ипотеки с 1 февраля 2026 года. Участники отметили, что подобные эпизоды уже наблюдались при предыдущих корректировках параметров льготных программ: рост выдач носил временный характер, сопровождался переносом спроса на более ранний срок и, как правило, сменялся коррекцией вниз в последующие месяцы. Такие всплески не приводили к формированию устойчивой тенденции ускорения роста розничного кредита.

Участники согласились, что дальнейшая динамика кредитования будет определяться складывающимися денежно-кредитными условиями и реакцией спроса на них, а также предложением кредита со стороны банков. В этих условиях рост корпоративного кредитного портфеля будет более умеренным, чем в предыдущие годы.

Сберегательная активность населения оставалась высокой. Это проявлялось в устойчивом интересе к различным инструментам накопления. В начале года приток средств на депозиты замедлился. В структуре рублевых депозитов по-прежнему преобладали краткосрочные депозиты. Они были более привлекательными для вкладчиков, поскольку на длинные сроки банки устанавливали ставки на более низких уровнях в ожидании дальнейшего снижения инфляции и смягчения денежно-кредитной политики. Одновременно с этим наблюдался приток средств на текущие счета и расширение вложений в альтернативные инструменты накопления, включая облигации и недвижимость. Таким образом, менялась структура сбережений, тогда как норма сбережения сохранялась вблизи исторических максимумов.

Рост денежной массы в 2025 году замедлился по сравнению с 2023–2024 годами, хотя оказался несколько выше октябрьского прогноза. В начале 2026 года он был ниже соответствующих показателей начала 2023 – 2025 годов и соответствовал диапазону 2016–2019 годов.

Участники обсудили **финансовую устойчивость компаний и банковского сектора.** В конце 2025 года наблюдалось увеличение числа реструктуризаций долга. В начале 2026 года оно снизилось. Финансовые результаты нефинансовых организаций за 11 месяцев 2025 года сложились ниже, чем за аналогичный период прошлого года. При этом большинство компаний сохраняло финансовую устойчивость, а ухудшения носили точечный характер и затрагивали отдельные сегменты. По оценкам крупнейших банков, структура корпоративного кредитного портфеля по уровням риска в 2п25 существенно не изменилась. Отмечалась переоценка рисков в отдельных отраслях, однако в целом качество портфеля оставалось стабильным. Показатели стоимости риска по корпоративным кредитам сохранялись на умеренных уровнях.



ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

По оперативным данным, рост мировой экономики в 2п25 складывался лучше ожиданий Банка России и участников рынка. Инфляционное давление в ключевых экономиках менялось разнонаправленно. Цены на большинство товаров российского экспорта с начала 2026 года выросли, но были ниже, чем в среднем в прошлом году. Цены на нефть незначительно скорректировались вверх после существенного снижения в 4к25. Рубль с начала года немного укрепился по отношению к основным валютам.

ДИСКУССИЯ

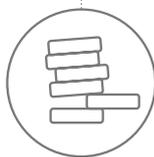
Ситуация в мировой экономике складывается лучше ожиданий. По мнению участников обсуждения, это объясняется несколькими факторами. Во-первых, компании в мире адаптируются к изменению торговых условий, перестраивая цепочки поставок. Во-вторых, фактическая эффективная тарифная ставка на импорт в США – ниже первоначальных оценок, в том числе из-за исключений по отдельным категориям товаров и торговым партнерам. Дополнительную поддержку мировой экономике оказывают инвестиции, связанные с развитием технологий искусственного интеллекта, а также бюджетные стимулы в отдельных странах. Вместе с тем неопределенность остается высокой. Риски ухудшения ситуации в мировой экономике сохраняются.

Участники отметили, что эффекты от повышения пошлин начали проявляться в динамике инфляции крупнейших экономик. Однако пока влияние наблюдается лишь в отдельных компонентах. Федеральная резервная система США в январе приостановила смягчение денежно-кредитной политики, указывая на необходимость оценки инфляционных рисков. Европейский центральный банк сохранил ставку без изменения. Большинство других центральных банков также взяли паузу в изменении процентных ставок.

Мировые цены на нефть с декабрьского заседания немного выросли. Это было связано с усилением геополитической напряженности, а также дополнительными ограничениями предложения со стороны отдельных стран-производителей. Однако если посмотреть на более длинный период, 2025 год, то цены на нефть существенно снизились. При умеренном росте спроса на мировом нефтяном рынке сформировалось избыточное предложение, что оказывало давление на цены. При этом на котировки российской нефти дополнительно влияло ужесточение санкций в 4к25. Участники согласились, что с учетом сохраняющегося профицита на мировом рынке целесообразно снизить прогноз цен на нефть.

В 4к25 экспорт сложился ниже 4к24 из-за снижения цен на нефть. Уменьшение нефтегазовых поступлений отчасти компенсировалось увеличением поступлений от экспорта других товаров, цены на которые выросли.

С декабряского заседания рубль немного укрепился. По мнению участников обсуждения, курс рубля по-прежнему формировался под влиянием циклических и структурных факторов. К числу циклических факторов участники относили жесткость денежно-кредитной политики, что ограничивало рост спроса на импорт и поддерживало привлекательность рублевых активов для сбережений. Среди структурных факторов они выделяли ограниченные возможности резидентов для размещения средств в иностранные активы, развитие внутреннего производства, замещающего импорт, усиление импортных ограничений. Эти факторы формировали устойчиво более низкий спрос на иностранную валюту. Кроме того, в условиях снижения цен на нефть на динамику курса рубля также влияли рост цен на другие товары российского экспорта и операции по продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила.



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. Поддержат высокий спрос может увеличение кредитного и бюджетного импульса. Хотя риски со стороны рынка труда несколько снизились, сохраняющийся дефицит кадров по-прежнему может привести к ускорению роста реальных зарплат и увеличению его отрыва от роста производительности труда. 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.* Хотя в начале 2026 года инфляционные ожидания населения не продемонстрировали заметной дополнительной реакции на повышение НДС и регулируемых тарифов, полностью исключить вероятность возникновения вторичных эффектов от данных разовых факторов нельзя. При их возникновении устойчивая инфляция может ускориться.
- *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 сильнее ожиданий, оказывая влияние на курс рубля и инфляцию через валютный канал.

- *Расширение бюджетного дефицита, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой доходов и расходов бюджета.* Отклонение фактических доходов бюджета от прогнозных параметров в 2026 году может привести к формированию структурного первичного дефицита бюджета. В результате дезинфляционный эффект бюджетной политики будет ниже ожидаемого. Кроме того, смягчение бюджетной политики или расширение программ льготного кредитования может поддержать 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

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 16,00% годовых;
- снижение ключевой ставки на 50 б.п., до 15,50% годовых.

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

- Сложно сделать однозначный вывод о динамике цен в январе, поскольку полные данные отсутствуют. Из недельных данных видно, что текущее инфляционное давление заметно выросло в январе из-за разовых факторов. Оценки показывают, что в 2026 году годовая инфляция будет выше октябрьского прогноза и выше цели. Кроме того, в последние кварталы 2025 года показатели устойчивой инфляции не снижались, оставаясь выше 4%, и пока сложно оценить их динамику в начале 2026 года. Чтобы дальше снижать ставку, необходимо убедиться в дальнейшем уменьшении устойчивой инфляции.
- Сохраняется неопределенность в отношении вторичных эффектов от повышений тарифов, сборов и налогов. Хотя инфляционные ожидания населения в январе не выросли, полностью исключать их возможную реакцию в последующие месяцы нельзя. Закрепление повышенных ожиданий может замедлить возвращение инфляции к цели.



- Вероятно, требуется пауза для оценки дальнейшей подстройки денежно-кредитных условий. Рост кредитования в последние месяцы замедлился, однако это во многом отражает особенности исполнения бюджета на рубеже года. По мере исчерпания влияния этих факторов ускоренный рост кредита может возобновиться.
- Пересмотр вверх роста ВВП в 2024 году и оценка роста ВВП по верхней границе прогноза в 2025 году могут означать, что положительный разрыв выпуска был больше, чем оценивалось ранее, а его закрытие может происходить медленнее. В этом случае повышенное устойчивое инфляционное давление может сохраняться дольше.
- Выросли риски со стороны бюджетной политики. Дезинфляционное влияние бюджета в 2026 году может оказаться меньше в случае отклонения фактических доходов вниз от прогнозных параметров при сохранении расходов или превышении ими запланированного объема. В прошлые годы бюджет был более проинфляционным или менее дезинфляционным по итогам года, чем оценивалось в его начале. Это требует консервативного подхода и учета потенциальных рисков для инфляции при принятии решений.

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

- Накопленная динамика цен за ноябрь – январь в целом соответствует прежним оценкам и отражает перераспределение инфляции между концом 2025 и началом 2026 года. Январское ускорение было ожидаемым и во многом связано с разовой подстройкой цен, а не с формированием новой инфляционной тенденции.
- Вторичные эффекты повышения НДС, по всей вероятности, будут ограниченными. Инфляционные ожидания населения в январе существенно не изменились, а ценовые ожидания бизнеса после краткосрочного повышения значительно снизились и вернулись к уровням октября 2025 года. По мере исчерпания влияния разовых факторов на цены можно ожидать возобновления устойчивой дезинфляции.
- Рубль остается крепким. На него влияет как денежно-кредитная политика, так и структурные факторы.
- Накопленная жесткость денежно-кредитной политики продолжает оказывать дезинфляционное воздействие. Денежно-кредитные условия остаются жесткими, особенно в рыночном сегменте. Кредитная активность сдержанная и складывается в рамках прогноза. Склонность к сбережению сохраняется высокой. Под влиянием жестких денежно-кредитных условий устойчивая инфляция снизится к 4% уже в 2026. Попытка добиться 4% по годовой инфляции в 2026 году может привести к избыточному охлаждению спроса и отклонению инфляции вниз от цели в 2027 году.

- Экономическая активность постепенно возвращается к траектории сбалансированного роста. После некоторой разовой активизации потребления в 4к25 ожидается более умеренный рост спроса. Инвестиционная активность становится более сдержанной, напряженность на рынке труда постепенно снижается.

Большинство участников согласилось, что, несмотря на зашумленность данных, связанную с сезонными и разовыми факторами, **есть пространство для снижения ключевой ставки**. Имеющиеся данные позволяют говорить о том, что ситуация в целом развивается по прогнозу Банка России. Сохранение ключевой ставки неизменной в течение продолжительного времени может увеличить риски чрезмерного охлаждения экономической активности. Необходимо обеспечить плавное возвращение экономики на траекторию сбалансированного роста, а инфляции – к цели.

Участники обсудили, стоит ли сопроводить текущее решение по ключевой ставке **умеренно мягким сигналом с указанием на оценку целесообразности снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях или по-прежнему не давать сигнала о направленности дальнейших шагов**. Высказываясь за отсутствие направленного сигнала, участники отмечали, что неопределенность в оценке текущей ситуации остается повышенной, прежде всего в части устойчивых тенденций в инфляции и динамике экономической активности. В этих условиях лучше сохранять большую гибкость на будущее и не давать указание на возможные дальнейшие шаги. Кроме того, сочетание снижения ключевой ставки и перехода к более мягкому сигналу после длительного периода его отсутствия может привести к избыточному оптимизму участников финансовых рынков и более значительному смягчению денежно-кредитных условий. Опыт первой половины 2024 года свидетельствует о необходимости учитывать такие риски. Те, кто предлагал перейти к умеренно мягкому сигналу, отмечали, что он лучше соответствует логике базового сценария, который предполагает плавное снижение ключевой ставки в 2026–2027 годах и в том числе возможность ее снижения на ближайших заседаниях. Отсутствие сигнала о направленности дальнейших шагов в этих условиях может затруднять понимание функции реакции Банка России.

По итогам обсуждения было отмечено, что в настоящее время уверенность в возможности продолжить снижение ключевой ставки на ближайших заседаниях повысилась. При этом подчеркивалось, что формулировка сигнала, указывающая на готовность оценивать целесообразность дальнейшего снижения ставки, не является обязательством по определенным шагам и не привязана к конкретному заседанию.

Участники также отметили, что для обеспечения устойчивого возвращения инфляции к цели **в 2027 году может потребоваться более высокая средняя ключевая ставка**, чем предполагалось ранее. Это связано с более сдержанной оценкой скорости снижения инфляционных ожиданий в 2026 году. Их динамика может быть более инерционной, в том числе с учетом индексаций регулируемых цен и тарифов в 2026–2027 годах существенно выше цели по инфляции. В этих условиях требуется более плавная траектория снижения ключевой ставки, чем в ситуации более быстрого снижения инфляционных ожиданий.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 13 февраля 2026 года снизил ключевую ставку на 50 б.п., до 15,50% годовых**. Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях в зависимости от устойчивости замедления инфляции и динамики инфляционных ожиданий.

Базовый сценарий предполагает среднюю ключевую ставку в диапазоне 13,5–14,5% годовых в 2026 году и 8,0–9,0% в 2027 году. По мере прекращения действия разовых факторов, постепенного уменьшения перегрева спроса под влиянием проводимой денежно-кредитной политики снижение инфляции возобновится. По прогнозу Банка России, годовая инфляция снизится до 4,5–5,5% в 2026 году. Устойчивая инфляция сложится вблизи 4% во втором полугодии 2026 года. В 2027 году и в последующие годы годовая инфляция будет находиться на цели. Темп роста ВВП в 2026 году составит 0,5–1,5%. В 2027 году и в последующие годы 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](#).