



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 20 ДЕКАБРЯ 2024 ГОДА

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

Департамент денежно-кредитной политики и Департамент исследований и прогнозирования представили результаты анализа текущей экономической ситуации в стране и в мире, а также свои оценки того, как складывающиеся экономические тенденции соотносятся с октябрьским базовым макроэкономическим прогнозом на 2024–2027 годы и его вариациями. Главные управления Банка России представили информацию о ситуации в регионах, в том числе на основе опросов бизнеса и банков. Дополнительно участники обсуждения рассмотрели информацию Департамента финансовой стабильности и Департамента организации международных расчетов.

Материал отражает ключевые моменты обсуждения.

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	4
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	7
▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ	8
▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	10



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в октябре – ноябре составил в среднем 11,1% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) после 11,3% с.к.г. в III квартале 2024 года. Устойчивые показатели инфляции менялись разнонаправленно, но большинство из них выросло. Базовая инфляция в октябре – ноябре увеличилась в среднем до 10,9% с 7,6% с.к.г. в III квартале 2024 года. По оперативным данным, в октябре – ноябре российская экономика росла темпами, близкими к значениям III квартала 2024 года. Основной вклад в увеличение экономической активности по-прежнему вносил высокий потребительский и инвестиционный спрос. Индикатор бизнес-климата Банка России в декабре снизился по сравнению с предыдущими месяцами. Уровень безработицы в октябре обновил исторический минимум – 2,3% с сезонной корректировкой. Сальдированный финансовый результат крупных и средних компаний (за исключением кредитных организаций) за 9 месяцев 2024 года снизился на 18,0% по сравнению с аналогичным показателем 2023 года.

ДИСКУССИЯ

Инфляционное давление в октябре – ноябре усилилось. По предварительным оценкам, в первые недели декабря инфляция осталась на высоком уровне. Ускорение роста цен отчасти было связано с временными факторами. Так, из-за более низкого урожая в текущем году высокими темпами росли цены на плодоовощную продукцию и некоторые другие продукты питания. Значительный вклад в инфляцию в ноябре внесло повышение тарифов на услуги связи. В то же время рост цен был связан не только с волатильными компонентами и временными факторами. Большинство показателей устойчивой инфляции выросли до максимальных с начала года значений. Участники обсуждения согласились, что **усиление инфляционного давления в устойчивой части является отражением перегретого спроса, нараставшего в течение большей части этого года.** На росте цен в последние недели также сказалось произошедшее ослабление рубля. Участники дискуссии отметили, что поскольку инфляция является последним звеном в цепочке трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, то существенное ужесточение денежно-кредитных условий в последние месяцы пока не успело отразиться на динамике цен.

В декабре продолжился рост инфляционных ожиданий. Ценовые ожидания предприятий увеличились до максимума с начала года. Инфляционные ожидания населения также выросли. Аналитики повысили прогноз по инфляции на 2025–2026 годы. Участники обсуждения отметили, что на инфляционных ожиданиях в декабре сказалось в том числе ослабление рубля. Они согласились, что **высокие инфляционные ожидания создают вторичные эффекты в динамике цен,** когда даже разовые факторы инфляции приобретают устойчивый характер. Повышение инфляционных ожиданий ведет к смягчению денежно-кредитных условий, росту спроса, ускорению инфляции и усилению ее инерции.

Экономика продолжала расти высокими темпами. Существенно возросшие доходы, бюджетные стимулы и высокие темпы роста кредитования прошлых месяцев поддерживают увеличение внутреннего спроса. Он по-прежнему вносит основной вклад в рост экономики. При этом **усиление инфляционного давления указывает на сохранение положительного разрыва выпуска.** По мнению участников дискуссии, положительный разрыв мог сохраняться не только из-за высокого внутреннего спроса, но и в результате усиления ограничений на стороне предложения. В частности, новые санкции дополнительно усложняют логистику и увеличивают стоимость поставок, что ограничивает возможности по расширению производственных мощностей и использованию новых технологий. При этом рост предложения товаров и услуг по-прежнему ограничивают дефицит трудовых ресурсов, высокая загрузка производственных мощностей, необходимость выполнения соглашений ОПЕК+ и снижение объема урожая в 2024 году.

Участники обсуждения отметили, что, **хотя дефицит трудовых ресурсов сохраняется, есть отдельные признаки изменения ситуации на рынке труда.** В некоторых отраслях и на отдельных предприятиях спрос на рабочую силу снижается. Высвободившиеся трудовые ресурсы задействуются предприятиями тех отраслей, в которых дефицит кадров остается высоким. Продолжает снижаться количество вакансий при росте количества резюме. По мнению участников дискуссии, пока эти изменения на рынке труда существенно не отразились на динамике заработных плат: темпы роста зарплат несколько снижаются, но остаются высокими и по-прежнему превышают темпы роста производительности труда. При этом компании в ходе опросов сообщают о планах более умеренно увеличивать зарплаты в 2025 году по сравнению с 2024 годом. Участники согласились, что, поскольку сохраняется значительный дефицит рабочей силы, зарплаты какое-то время продолжат расти темпами, существенно опережающими рост производительности труда.

В последние месяцы **появилось больше свидетельств перехода к постепенному охлаждению экономической активности.** Участники дискуссии указали на некоторые из них. Так, продолжает уменьшаться железнодорожная погрузка стройматериалов, что может говорить об ослаблении инвестиционного спроса. Кроме того, в декабре вновь снизился индикатор бизнес-климата. Его снижение происходит уже два квартала подряд. По словам ряда участников обсуждения, в ходе оперативных опросов компании отмечают некоторый рост задержек платежей и, как следствие, сокращение поставок с отсрочкой оплаты и рост поставок по предоплате. Дополнительно к этому все больше представителей главных управлений Банка России сообщают о том, что предприятия в их регионах формируют более умеренные производственные планы и чаще откладывают новые проекты на более поздний срок. Наконец, снижение прибыли компаний также может быть сигналом наметившегося охлаждения экономической активности, поскольку ограничивает возможности для увеличения спроса компаний на факторы производства, в том числе на трудовые ресурсы.

Участники заключили, что из-за эффекта базы годовая инфляция в начале 2025 года продолжит расти и, вероятно, достигнет пика в апреле. По оценке Банка России, текущие темпы роста цен в ближайшие месяцы перейдут к снижению, и этот процесс будет усиливаться по мере проявления эффектов от существенного ужесточения денежно-кредитных условий. Значимым дезинфляционным фактором в следующем году также станет нормализация бюджетной политики и возврат к формированию бюджетных расходов в соответствии с бюджетным правилом.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С октябряского заседания ставки денежного рынка и доходности ОФЗ выросли. Инверсия кривой ОФЗ увеличилась: доходности ОФЗ на коротких и средних сроках существенно повысились при незначительном изменении доходностей ОФЗ на длинных сроках. Реальные доходности ОФЗ-ИН оставались на исторически высоких уровнях. Трансфертные кривые банков сдвинулись вверх существенно больше, чем повышение ставок денежного рынка. Процентные ставки по депозитам и кредитам значительно увеличились. Темпы роста кредита заметно снизились во всех сегментах рынка, включая корпоративный. Сохранялся значительный приток средств населения на срочные вклады.

ДИСКУССИЯ

В ноябре – декабре денежно-кредитные условия существенно ужесточились (как ценовые, так и неценовые). Номинальные процентные ставки во всех сегментах финансового рынка значительно выросли. Банки более консервативно подходили к оценке рисков заемщиков и повышали требования к ним. Участники дискуссии выделили следующие основные факторы, которые привели к существенному ужесточению денежно-кредитных условий.

Во-первых, повлияло октябрьское решение по денежно-кредитной политике, включая как само повышение ключевой ставки с жестким сигналом, так и сдвиг вверх ее прогнозной траектории на ближайшие годы. По мере выхода данных по инфляции и с учетом наблюдавшегося ослабления рубля участники рынка дополнительно пересматривали вверх ожидания по будущей траектории ключевой ставки.

Во-вторых, значительное влияние на денежно-кредитные условия оказали автономные от денежно-кредитной политики факторы: плановая нормализация банковского регулирования и ужесточение макропруденциальной политики. Среди них: постепенная отмена послаблений по нормативу краткосрочной ликвидности (НКЛ); постепенное восстановление надбавки к капиталу за системную значимость; введение антициклической надбавки и уточнение графика ее повышения; планы по установлению надбавок к коэффициентам риска

по кредитам банков крупным компаниям с высоким уровнем долговой нагрузки; планируемое введение более высокого уровня минимального коэффициента риска по кредитам крупнейшим компаниям для банков, использующих для расчета величины кредитного риска подходы на основе внутренних рейтингов (ПВР-подход). Хотя меры банковского и макропруденциального регулирования не направлены на решение задач денежно-кредитной политики, их влияние на денежно-кредитные условия учитывается при принятии решений по денежно-кредитной политике. Участники обсуждения отметили, что **влияние обозначенных автономных факторов на денежно-кредитные условия было более существенным, чем предполагал октябрьский прогноз Банка России.**

Большинство из перечисленных мер анонсировались заранее. Они направлены на повышение устойчивости банков и банковского сектора в условиях нарастающего в этом году кредитного перегрева. В последние два года население и бизнес предъявляли повышенный спрос на кредиты. При этом накопленный ранее запас капитала и регуляторные послабления давали возможность банкам ускоренными темпами наращивать кредитные портфели без соразмерного увеличения собственного капитала. Быстрый рост кредитования привел к сокращению накопленной подушки капитала, а также к снижению доли высоколиквидных активов на балансах банков. В результате для выполнения регуляторных требований банкам нужно нарастить капитал и повысить ликвидность своих балансов.

Необходимость соблюдать НКЛ существенно усилила конкуренцию банков за депозиты, в том числе корпоративных клиентов. С октября банки начали значительно увеличивать ставки по вкладам. Больше, чем предполагала подстройка к повышению ключевой ставки. В результате трансфертные кривые банков сдвинулись вверх, увеличился спред между трансфертными ставками и ставками денежного рынка, а также спреды для плавающих ставок по кредитам за счет возросшей премии за ликвидность.

В свою очередь рост трансфертных ставок, необходимость повышения достаточности капитала для выполнения регуляторных требований и более консервативная оценка банками рисков заемщиков привели к значительному увеличению премий, включаемых в кредитные ставки для конечных заемщиков, и, соответственно, к общему существенному росту кредитных ставок.

По оценкам Банка России, под влиянием совокупности автономных факторов спред между ключевой и кредитной (плавающей) ставками для наиболее надежных категорий заемщиков повысился в ноябре – декабре в среднем с 2–3 до 5–6 процентных пунктов. Участники дискуссии отметили, что, по сути, произошедшее существенное ужесточение денежно-кредитных условий равнозначно повышению ключевой ставки до 24% годовых или выше, если бы спреды, которые наблюдались до октября, не изменились.

Участники обсуждения отметили, что **именно конечная ставка для заемщика влияет на спрос на кредиты. Ее существенный рост за прошедший период привел к заметному охлаждению кредитной активности.** В ноябре замедление кредитования наблюдалось уже во всех сегментах рынка.

- В ноябре впервые с начала 2024 года сильно замедлился рост корпоративного кредитования. Эффекты изменения банковского регулирования и решений по денежно-кредитной политике привели к снижению темпов роста корпоративного кредита. При этом некоторые участники отметили, что охлаждение корпоративного кредитования частично может быть связано с более высокими, чем предполагает обычная сезонность, бюджетными расходами в конце осени.
- Рост розничного кредитования продолжил замедляться. Охлаждение этого сегмента наблюдается уже достаточно продолжительный период – с июля. Практически приостановился рост необеспеченного потребительского кредитования под влиянием проводимой денежно-кредитной политики и ужесточения макропруденциальных требований. Темпы роста ипотечного кредитования остаются относительно низкими. Здесь рост сдерживают как высокие процентные ставки, так и завершение программы безадресной льготной ипотеки и изменение параметров других льготных программ. Темпы роста автокредитования, хотя и остаются высокими, также снизились.

Оперативные данные за декабрь подтверждают продолжение тенденций на кредитном рынке, наблюдавшихся в ноябре.

Участники дискуссии согласились, что за прошедший период **возникла вероятность более существенного замедления кредитования в 2025 году, чем предполагал октябрьский прогноз Банка России**. После фазы активного расширения кредитования банки сейчас переходят к фазе более умеренного и рационального использования капитала и ликвидности. В дальнейшем темпы роста кредитования будут определяться в том числе возможностями банков по наращиванию капитала. В ходе опросов банки уже сообщают о более сдержанных намерениях по наращиванию кредитного портфеля в следующем году (снижение предложения кредита). Компании также говорят о более умеренных планах по привлечению кредитов в условиях высоких процентных ставок (снижение спроса на кредит). По оценке Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики и эффектов автономных факторов общий прирост кредитования по итогам 2025 года может сложиться вблизи нижней границы октябрьского прогнозного диапазона 8–13%. При этом участники согласились, что необходимо время, чтобы оценить устойчивость сформировавшихся тенденций на кредитном рынке. В ближайшие месяцы статистические данные по динамике кредита могут быть «зашумлены» из-за влияния сезонных факторов (бюджетных выплат по государственным контрактам, низкого спроса на кредиты в начале года).

Участники отметили, что **оперативные индикаторы не указывают на значимое ухудшение качества кредитного портфеля**. Оно в целом остается высоким. При этом наблюдается некоторый рост количества компаний малого и среднего бизнеса, имеющих проблемы с обслуживанием долга. Появляется оперативная информация, что и более крупные компании стали чуть чаще обращаться за реструктуризацией. Участники согласились, что **необходимо продолжить тщательный мониторинг развития ситуации и анализ тенденций на кредитном рынке**.

Рост процентных ставок по депозитам привел к ускорению притока средств населения на срочные депозиты. Наряду с замедлением роста необеспеченного потребительского кредитования, это ведет к увеличению нормы сбережения. При этом рост доходов населения позволял одновременно поддерживать и высокие темпы роста потребления.

Участники заключили, что **сформировавшиеся более жесткие денежно-кредитные условия являются значимым дезинфляционным фактором**. Они будут способствовать возобновлению снижения инфляции в следующем году.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

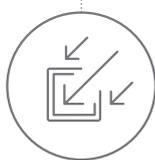
Рост мировой экономики плавно замедляется. Рыночные ожидания по ставкам ФРС США предполагают более медленную нормализацию денежно-кредитной политики, чем раньше. С октябрьского заседания по ключевой ставке цены на большинство товаров российского экспорта несколько снизились. Профицит счета текущих операций в октябре – ноябре 2024 года уменьшился и был ниже прошлогодних значений. Стоимостный объем экспорта в ноябре был вблизи прошлогодних значений, но снизился по сравнению с октябрем. Стоимостный объем импорта также снизился в ноябре, но меньше, чем экспорта.

ДИСКУССИЯ

Участники отметили, что рост мировой экономики по-прежнему остается неоднородным по регионам. Экономики США и ряда крупных развивающихся стран уверенно растут. В то же время рост в еврозоне остается слабым. Рост экономики Китая складывается ниже ожиданий из-за сдержанного расширения внутреннего спроса. Однако стимулирующие государственные меры со временем должны оказать поддержку китайской экономике.

Участники обсуждения согласились, что нормализация денежно-кредитной политики в США может происходить более медленно, чем ожидал Банк России и участники рынка в октябре. Это связано как с более высокой инфляцией, так и с результатами выборов в США. Рынки не исключают более высокого бюджетного дефицита в США в ближайшие годы и роста пошлин на импорт. Это может сказаться на инфляции и ограничить скорость снижения ставки ФРС США.

Участники дискуссии учитывали, что на рынке нефти усилилось влияние ряда факторов, которые оказывают понижающее давление на цены: увеличились рыночные опасения более слабого мирового спроса на нефть и расширения добычи вне ОПЕК+.



Участники обсуждения обратили внимание на то, что положительное сальдо счета текущих операций в ноябре находилось вблизи минимума последних лет. Стоимостный объем экспорта уменьшился под влиянием снижения цен на нефть и в условиях ограничений по наращиванию физических объемов экспорта из-за выполнения соглашений ОПЕК+. Рост стоимостного объема импорта в сентябре – октябре в ожидании повышения утильсбора сменился его снижением в ноябре. При этом стоимостный импорт оставался на уровне выше прошлого года, что в том числе отражает сохранение высокого внутреннего спроса.

Участники дискуссии констатировали, что **произошедшее в ноябре – начале декабря ослабление рубля является проинфляционным фактором**. Помимо ухудшения торгового баланса, оно было вызвано временными дисбалансами на рынке после введения очередных санкций. Усиление санкционного давления привело к снижению продажи валюты экспортерами и активизации ее покупок импортерами, которые стремились подстраховаться и запастись валютой для будущих расчетов. Дополнительно спрос на валюту в ноябре вырос со стороны компаний, которые погашали свои валютные обязательства. Для снижения волатильности на валютном рынке Банк России до конца 2024 года приостановил покупку иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках зеркалирования регулярных операций Минфина России, связанных с реализацией бюджетного правила. Участники отметили, что по мере адаптации к новым санкциям, а также охлаждения внутреннего спроса, в том числе на импорт, под влиянием проводимой денежно-кредитной политики можно ожидать более стабильной динамики курса рубля.



ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники обсуждения пришли к заключению, что **баланс рисков по-прежнему остается существенно смещенным в сторону проинфляционных. Однако возросли дезинфляционные риски.**

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

- *Сохранение значительного положительного разрыва выпуска (перегрева) в экономике.* Это может быть результатом как сохранения высокого внутреннего спроса, так и усиления ограничений на стороне предложения. Высокий внутренний спрос может быть поддержан возобновлением ускоренного роста кредитования, в том числе из-за увеличения доли кредита, нечувствительного к изменению денежно-кредитных условий. Дальнейшее расширение дефицита кадров может привести к большему отставанию производительности

труда от роста реальных заработных плат. Усиление санкций может оказать сдерживающее влияние на темпы роста потенциала экономики. Сохранение значительного положительного разрыва выпуска в экономике, независимо от причин, означает сохранение повышенного инфляционного давления. Для его снижения может потребоваться дополнительное ужесточение денежно-кредитной политики.

- *Сохранение высоких инфляционных ожиданий в течение длительного времени или их дальнейший рост.* Это может как напрямую влиять на динамику спроса и цен, так и усиливать вторичные эффекты от разовых факторов в динамике инфляции.
- *Ухудшение условий внешней торговли под влиянием негативных изменений конъюнктуры на мировых товарных рынках и геополитической ситуации.* В частности, более сильное замедление роста крупнейших экономик мира и ускорение перехода на более энергоэффективные технологии могут привести к снижению спроса и, как следствие, к уменьшению цен на сырьевые товары. Кроме того, удешевление товаров российского экспорта может происходить из-за ускоренного увеличения добычи нефти вне ОПЕК+, а также усиления фрагментации мировой экономики под влиянием протекционистских мер и роста санкционного давления. В результате стоимостный объем российского экспорта снизится. При одновременном сохранении высокого рублевого спроса на импорт это может создать риски для курса рубля и инфляции.
- *Расширение бюджетного дефицита, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой доходов и расходов бюджета.* В случае смягчения бюджетной политики или расширения программ льготного кредитования может потребоваться ужесточение денежно-кредитной политики для ограничения проинфляционных эффектов.
- *Урожай 2025 года.* Осенью 2024 года из-за неблагоприятных погодных условий озимые культуры были засеяны на меньшей площади по сравнению с прошлым годом и планами посевов. При этом оценки состояния посевов менее благоприятные, чем в последние годы. Это может стать дополнительным проинфляционным фактором.

Ключевой **дезинфляционный риск** связан с возможным, более быстрым и существенным замедлением роста кредитования. Это может быть результатом более жестких ценовых и неценовых условий кредитования, в том числе из-за уменьшения риск-аппетитов банков под влиянием совокупности принятых Банком России решений, а также более значимого снижения спроса на кредит со стороны заемщиков. Быстрое замедление роста кредитования приведет к более существенному охлаждению внутреннего спроса и ускорит возвращение инфляции к цели.



ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

С учетом статистических данных, вышедших с октябрьского заседания, и оценки развития ситуации относительно октябрьского прогноза Банка России, участники обсудили следующие варианты решения в части уровня ключевой ставки:

- Сохранение ключевой ставки на уровне 21,00% годовых.
- Повышение ключевой ставки на 100 б.п., до 22,00% годовых.
- Повышение ключевой ставки на 200 б.п., до 23,00% годовых.

Обсуждение решения строилось вокруг того, какие из факторов будут иметь большее значение для дальнейшей динамики инфляции: более высокая текущая инфляция и возросшие инфляционные ожидания или свидетельства существенного ужесточения денежно-кредитных условий и замедления роста кредитования.

Рассматривая варианты **повышения ключевой ставки**, участники обсуждения называли следующие основные аргументы:

- Инфляционное давление, в том числе устойчивое, усилилось. Это говорит о том, что значительный положительный разрыв выпуска не сокращается. Российская экономика входит в 2025 год с более высокой инфляцией и более высоким разрывом выпуска, чем прогнозировалось в октябре. Это означает, что возвращение инфляции к цели в 2026 году может потребовать дополнительного ужесточения денежно-кредитной политики, несмотря на уже достигнутую жесткость денежно-кредитных условий.
- Инфляционные ожидания широкого круга экономических агентов продолжают расти. Это может снижать уровни реальных процентных ставок в экономике и, как следствие, препятствовать созданию достаточных предпосылок для устойчивого охлаждения кредитования и спроса. Кроме того, при высоких инфляционных ожиданиях разовые факторы инфляции приобретают устойчивый характер через вторичные эффекты. Все это может свидетельствовать о необходимости дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики для снижения инфляционных ожиданий.
- Большинство участников рынка ожидают повышения ключевой ставки в декабре, учитывая усиление инфляционного давления в последние месяцы. Это означает, что такой шаг уже учтен в ценах финансовых активов. В такой ситуации сохранение ключевой ставки неизменной может привести к смягчению денежно-кредитных условий. Повышение ключевой ставки, вероятно, более целесообразно для того, чтобы дополнительно закрепить набранную жесткость денежно-кредитных условий.

Участники дискуссии, выступавшие за **более резкий шаг в +200 б.п.**, указывали на то, что такое решение более соразмерно произошедшему ускорению инфляции даже с учетом более сильного ужесточения денежно-кредитных условий. Инфляция слишком долго находится выше цели, что влияет на ожидания и поведение экономических агентов и ведет к раскручиванию инфляционной спирали. **Более умеренный шаг в +100 б.п.** в основном обосновывался тем, что он последователен с точки зрения реакции на рост инфляции и инфляционных ожиданий, но одновременно демонстрирует достаточную осторожность с учетом продолжающейся подстройки денежно-кредитных условий.

Участники обсуждения называли следующие аргументы в пользу **сохранения ключевой ставки на уровне 21,00% годовых**:

- В последние месяцы денежно-кредитные условия ужесточились сильнее, чем предполагал октябрьский прогноз Банка России. Достигнутая жесткость денежно-кредитных условий уже привела к значительному охлаждению кредитной активности во всех сегментах рынка. В 2025 году ужесточение денежно-кредитных условий, в том числе из-за автономных факторов, будет сильнее сдерживать кредитную активность, чем оценивалось ранее. Это будет значимым фактором охлаждения спроса в экономике, что обеспечит снижение инфляции.
- Сонаправленное ужесточение (или смягчение) денежно-кредитной политики и пруденциального регулирования всегда имеет нелинейное влияние на экономику и инфляцию. То есть дезинфляционные эффекты от жесткой денежно-кредитной политики будут более выраженными в ситуации, когда параллельно ужесточается банковское регулирование. В условиях высоких ставок и сильного влияния автономных факторов более оправданно взять паузу, чтобы оценить дальнейшую подстройку денежно-кредитных условий.
- За последние полгода значительно сократился объем льготных программ кредитования. Это уже привело к повышению эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики в различных сегментах кредитного рынка. При этом Правительство Российской Федерации демонстрирует намерение продолжать оптимизацию действующих льготных программ, особенно в корпоративном сегменте. Это, в частности, предполагает повышение чувствительности льготных механизмов к изменению уровня ключевой ставки. Наряду с нормализацией бюджетной политики и возвратом к формированию расходов бюджета в соответствии с бюджетным правилом, это будет иметь значимый дезинфляционный эффект в 2025 году.

Взвешивая риски обсуждаемых решений, участники отметили, что на текущем этапе они серьезнее в случае повышения ключевой ставки, чем при ее сохранении. Так, в случае сохранения в декабре ключевой ставки нельзя исключить риск того, что в ближайшие месяцы рост кредитования вновь ускорится, а инфляция и инфляционные ожидания продолжат расти. В такой ситуации Банк России возобновит ужесточение денежно-кредитной политики. И для изменения тенденций в кредитовании

и инфляции, вероятно, потребуется значительное повышение ключевой ставки. Напротив, в случае повышения в декабре ключевой ставки есть риск переужесточения денежно-кредитных условий с учетом текущих оценок их жесткости. В результате может реализоваться сценарий избыточного охлаждения экономической активности, которое приведет к последующему значительному отклонению инфляции вниз от 4%. Это противоречило бы принципам денежно-кредитной политики Банка России в рамках режима таргетирования инфляции: для устойчивой стабилизации инфляции на цели денежно-кредитная политика должна способствовать снижению циклических колебаний выпуска (контрциклическая роль денежно-кредитной политики). Поэтому пауза в изменении ключевой ставки сейчас является более взвешенным решением.

Вместе с тем участники отметили, что, несмотря на неизменность ключевой ставки в декабре, необходимо **сохранить указание на возможность ее повышения на ближайшем заседании**. При этом использовать умеренно жесткую форму сигнала, предполагающую менее высокую вероятность такого шага. Рост инфляции и инфляционных ожиданий, сохраняющийся значительный перегрев экономики вызывают беспокойство. Если к февральскому заседанию сформировавшиеся тенденции в динамике кредитования не получат продолжения и возобновится его ускоренный рост, а тенденции в динамике инфляции не развернутся, можно будет вернуться к вопросу о повышении ключевой ставки. Кроме того, умеренно жесткий сигнал не позволит сформироваться ожиданиям ускоренного снижения ключевой ставки в будущем, что закрепит необходимую жесткость денежно-кредитных условий.

По итогам состоявшейся дискуссии **Совет директоров Банка России 20 декабря 2024 года сохранил ключевую ставку на уровне 21,00% годовых и дал направленный сигнал об оценке целесообразности повышения ключевой ставки на ближайшем заседании с учетом дальнейшей динамики кредитования и инфляции**. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4% в 2026 году и будет находиться на цели в дальнейшем.