

О решении Банка России и перспективах снижения ключевой ставки

19 декабря 2025г.

Совет директоров Банка России сегодня **принял решение снизить ключевую ставку** на 50 б.п. до 16,0% годовых и заявил, что с учетом проинфляционных рисков намерен и дальше осуществлять жесткую кредитно-денежную политику. И вроде бы грех жаловаться – в течение года ключевую ставку срезали на 500 б.п. с 21% до 16% годовых (мы в своей стратегии на 2025 год, как раз предполагали, что Банк России снизит ставку, как минимум, до 17% годовых¹ к концу года), но, тем не менее, как нам представляется, такое крайне осторожное решение Банка является спорным.

Арутюнян А.Т.,
главный экономист
aarutyunyan@russ-invest.com
+7-495-3639380
ПАО ИК РУСС-ИНВЕСТ

График 1. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России (% , год к году)



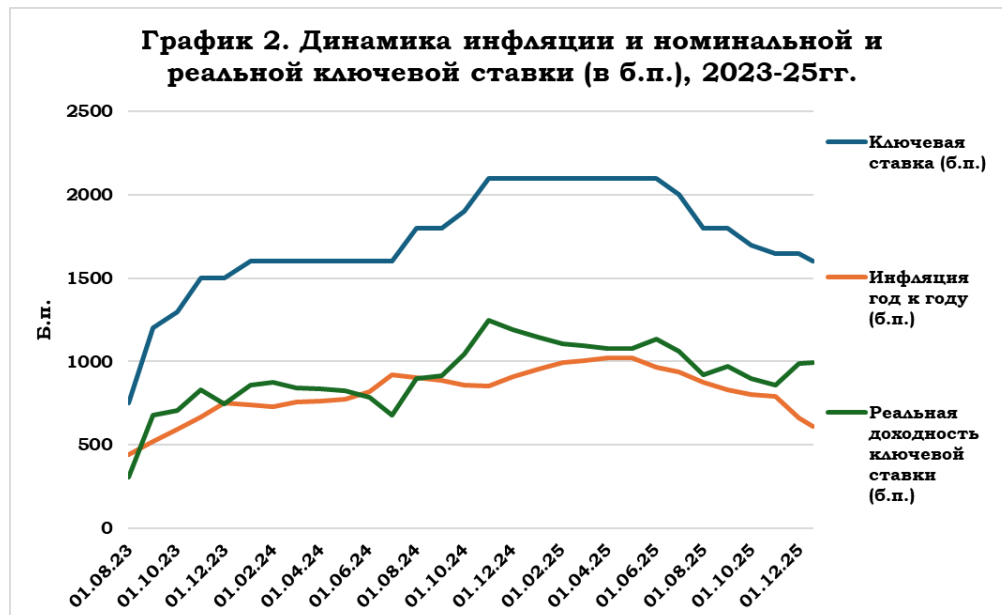
Источник: Банк России

В связи с этим хотели бы в очередной раз обратить внимание на два принципиальных фактора, позволяющих Банку России более агрессивно снижать ключевую ставку. **Одним из них является уверенное снижение**

¹ См.: <https://www.russ-invest.com/upload/iblock/308/tdj6ra018cc3nznr644ng6utsrmmexwi.pdf>

темпов прироста потребительских цен, в результате чего при такой номинальной ключевой ставке ее реальная доходность сохраняется на крайне высоком уровне. Последняя статистика Росстата показала, что прирост индекса потребительских цен с начала года составил 5,37%, а год к году – 6,08%.² И, по данным самого Банка России³, инфляция снижается с марта текущего года: медиана показателей базовой инфляции в октябре 2025 года уже находилась на уровне 4,3% и в течение текущего года достаточно быстро приближалась к прогнозной траектории инфляции на уровне 4% в год (см. график 1). Так что, глядя на данную статистику, нам не совсем понятно, почему при таких показателях инфляции ключевую ставку Банка России снизили всего лишь до 16,0 % годовых (если только Банк не поменял ориентир, и вместо индекса потребительских цен не стал ориентироваться на инфляционные ожидания, что не совсем корректно, так как сами ожидания зависят от величины процентных ставок).

Реальная доходность ключевой ставки по-прежнему является запредельно высокой (даже если бы инфляция постепенно росла бы, а мы наблюдаем дезинфляционную тенденцию). Уже в ноябре 2023 года она составляла 831 б.п., достигнув пика на уровне 1247 пунктов в ноябре 2024 года, и с тех пор ни разу не опускалась ниже 800 б.п., а в данный момент составляет 992 б.п. (напомним, что, по оценке самих аналитиков Банка России, необходимая жесткость достигается уже при 600 б.п.). При этом отметим, что в последнее время стало просматриваться расхождение реальной доходности с динамикой инфляции (см. график 2). Все это свидетельствует, что Банк России запаздывает и явно перестраховывается, не получив необходимого результата в ходе цикла повышения ставки в 2023-24гг.



Источник: данные Росстата и Банка России.

² См.:

https://www.economy.gov.ru/material/file/download/bcef4381ebbae62a149b6e0759fd4d3e/o_tekushchey_cenovoy_situacii_17_dekabrya_2025_goda.pdf

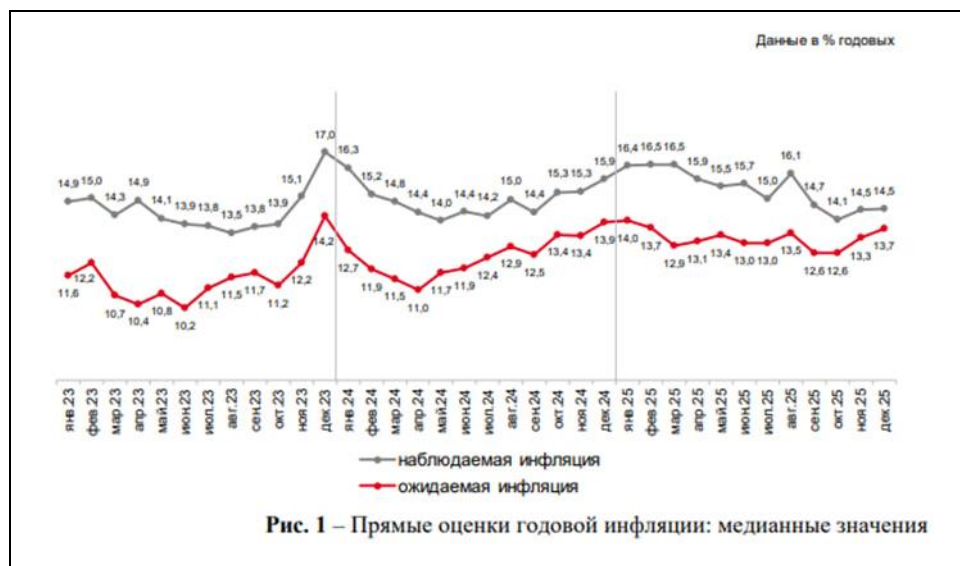
³ https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59485/t_inflation_2511.pdf

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий

С одной стороны, можно понять такую осторожность Банка России, так как вышедшая недавно оперативная справка Банка России об инфляционных ожиданиях показала, что в декабре наблюдаемая населением инфляция выросла до 14,5%, а инфляционные ожидания – до 13,7%⁴ (см. график 3). Кстати, по данным Банка России, ценовые ожидания предприятий в течение последних трех месяцев также растут.⁵

График 3. Динамика инфляционных ожиданий и инфляции, наблюдаемой населением в 2023-25гг (%)



Источник: Банк России

С другой стороны, если Банк России при расчете реальной ставки действительно стал ориентироваться на инфляционные ожидания, то такой подход, с нашей точки зрения, является ошибочным вследствие того, что, во-первых, сами инфляционные ожидания зависят от размера номинальной процентной ставки (если вспомнить что собой представляет эффект И.Фишера). Поддерживая последнюю на столь высоком уровне в течение года, трудно ожидать быстрого снижения инфляционных ожиданий. Во-вторых, мы неоднократно отмечали, что существующая инфляция в России имеет другую природу, и ее всплеск спровоцирован СВО, когда резко увеличилось непроизводительное потребление (производство бронетехники, вооружений, боеприпасов и т.п., уничтожаемого в ходе военных действий). А потому бороться с такой инфляцией, используя классические кредитно-денежные методы было бы не совсем правильно (потому они и не дали того эффекта, на который рассчитывал Банк России при осуществлении своей политики в 2023-24гг.).

И, похоже, население интуитивно это понимает, вследствие чего, пока продолжается СВО, инфляционные ожидания могут находиться на высоком

⁴ https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59510/inFOM_25-12.pdf

⁵ <https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59509/1225.pdf>

уровне. Так что, для того, чтобы сбить инфляционные ожидания необходимо не держать ставку высокой, а снизить до уровня, когда бы реальная доходность ключевой ставки не превышала бы 600-650 б.п. (а сегодня, напомним еще раз, она составляет 992 б.п.).

Также возможно, что Банк России опасается продолжения военных действий в 2026-27 гг., в результате чего дефицит федерального бюджета останется на крайне высоком уровне, а инфляция в очередной раз может подскочить. Но такой исключительно высокий уровень реальной доходности позволяет существенно снизить ключевую ставку даже с учетом данного риска.

Вторым фактором, вызывающим необходимость снижения ключевой ставки является **резкое снижение прироста ВВП страны** с 4,3% по итогам 2024 года до 1,0% в 2025 году (а по году, видимо, окажется еще меньше), кое не является той самой мягкой посадкой, о которой так часто заявляют в Банке России. Здесь самое время вспомнить что собою представляет мягкая посадка (по крайней мере, обратиться к самому определению макроэкономического термина). Ее неотъемлемыми характеристиками является три элемента: а) достижение целевого ориентира по инфляции (в нашем случае 4%, и этого пока не произошло ни по оценке Росстата, ни по оценке самого Банка России); б) недопущения резкого роста безработицы (здесь был полный порядок и до начала цикла повышения ключевой ставки в 2023 году, так что никакой заслуги Банка России в поддержке высокой занятости просто нет); в) при этом темпы экономического роста должны снизиться до потенциальных (по ВВП это, как правило $\pm 2\%$, и $+0,6\%$ ⁶ по итогам III квартала текущего года никак не вписываются в данный критерий) и квартальные темпы роста (квартал к кварталу) не должны быть отрицательными (а у нас уже в I квартале текущего года было зафиксировано снижение ВВП по сравнению с предыдущим кварталом на 0,6%). Так что, при всем уважении к Банку России то, что он сделал, пока никак не тянет на «мягкую посадку» (в лучшем случае, наполовину).

Подводя итог, отметим, что даже сегодня Банк России вполне мог бы снизить ключевую ставку до 15,5% годовых, в результате чего восстановился бы соответствующий инфляции тренд реальной доходности ключевой ставки. А с учетом принятого решения, по нашей оценке, в течение следующего года Банк России вполне может урезать ключевую ставку еще на 350-400 б.п. при условии сохранения существующей инфляционной ситуации.

⁶ См.: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/192_12-12-2025.html

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ

www.russ-invest.com

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: [HYPERLINK "mailto:mail@russ-invest.com"](mailto:mail@russ-invest.com) mail@russ-invest.comАдрес: Москва, 119019, Нащокинский переулок, д.5, стр. 4
© 2017 | ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»
Лицензия № 045-11769-001000 Лицензия № 045-08757-000100 Лицензия № 045-06310-100000 Лицензия № 045-06312-010000

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий