

## Что случилось?

ЦБ ожидаемо снизил ключевую ставку с 20% до 18%, сохранив сигнал неизменным с июньского заседания «...Банк России будет поддерживать такую жесткость денежно-кредитных условий, которая необходима для возвращения инфляции к цели в 2026 году. Это означает продолжительный период проведения жесткой денежно-кредитной политики.»

Сигнал является нейтральным, но это необходимая часть общей коммуникации, балансирующая изменение прогнозов по инфляции и средней ключевой ставке. Как мы и писали на этой неделе, прогноз инфляции на 2025 снижен с 7-8% до 6-7%, а в среднем по году – с 9-9.6% до 8.6-9.2%/4.6-5.1%, что оказалось даже чуть ниже наших оценок.

Следом понижены ожидания по средней ставке на 2025/2026 - с 19.5-21.5%/13-14% до 18.8-19.6%/12-13%, предполагая её уровень в пределах 14-18% в 2025 и 10-11% в 2026. Также важно, что оценка нейтральной ставки 7.5-8.5% не изменилась – к ней ЦБ допускает вернуться уже в 2027-28.

Главное, что изменилось в прогнозе, хотя это сразу не бросается в глаза – снижение прогноза по средней реальной ставке на 2025/2026 с 10.5-11.9%/8.1-8.6% до 10-10.2%/7.4-7.9%, что грубо соответствует среднему уровням прогнозов в июле и октябре 2024 до их повышения в конце 2024-начале 2025.

Вероятно, поэтому прогнозы по экономике не понижены – прежние цифры по ВВП (1-2%/0.5-1.5%), небольшие изменения по росту кредита экономике (7-10%/6-11% вместо прежних 6-11%) и те же 8-13% в долгосрочной перспективе, денежная масса в 2025 вырастет на 6-9% (было 5-10%), в 2026 и 2027+ остались прежние 5-10% и 7-12%.

По тексту комментария концептуальные изменения также минимальны – замедление инфляции под действием жёстко ДКП и крепкого рубля, меньшее снижение инфляционных ожиданий, сокращение перегрева в экономике, сохранение жестких денежно-кредитных условий. Но ЦБ видит больше признаков охлаждения рынка труда. Абзац про баланс рисков (смещён в сторону проинфляционных) не изменился с прошлого заседания.

## Что мы думаем?

Решение полностью оправдало наши ожидания, пусть ожидания по средней номинальной ставке на 2026 и оказались чуть выше прогноза. Тем не менее, 14-15% и 10-11% доступны в этом и следующем году, что соответствует нашим ожиданиям с конца 2024-начала 2025. Самое важное – более низкие прогнозы реальной ставки на 2025-26 и неизменность нейтральных 7.5-8.5%. В итоге, потенциал для снижения ключевой ставки значителен, нейтральный сигнал лишь призван не допустить чрезмерного оптимизма на рынке и слишком быстрого/резкого смягчения финансовых условий.

Прогноз снижения доходностей бумаг индекса RGBI до 11.5-12.5% в 2025 и 10-11% сохраняем. Первая умеренно-негативная реакция рынка выглядит ошибочной, ждем дальнейшего роста в ОФЗ и акциях, хотя для последних ставка – далеко не единственный и не самый важный драйвер. Рубль справедливо ощущает поддержку – как мы неоднократно писали, чувствовать смягчение политики российская валюта может начать при ставке ЦБ не выше 14-15%.