



КОММЕНТАРИЙ • ЭКОНОМИКА

Минус один

ЦБ РФ снизил ставку. Но инфляция еще не побеждена. И вообще – все будет зависеть от бюджета



Фото: Агентство «Москва»

13:17, 13 сентября 2025,

Дмитрий Прокофьев

редактор отдела экономики



12 сентября 2025 года совет директоров Банка России принял решение о снижении ключевой ставки на 1 процентный пункт – до 17,00% годовых.

Всего было два основных варианта: снижение до 17% или сохранение ставки на прежнем уровне. Некоторые аналитики допускали более радикальный сценарий – снижение на 200 базисных пунктов, то есть до 16%, однако ЦБ выбрал путь постепенного и осторожного смягчения.

Из пресс-релиза ЦБ РФ

«Совет директоров Банка России 12 сентября 2025 года принял решение снизить **ключевую ставку** на 100 б.п., до 17,00% годовых. Устойчивые показатели текущего роста цен значимо не изменились и в основном остаются выше 4% в пересчете на год. Экономика продолжает возвращаться к траектории сбалансированного роста. В последние месяцы активизировался рост кредитования. Высокими остаются инфляционные ожидания.

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. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 6,0–7,0% в 2025 году, вернется

к 4,0% в 2026 году и будет находиться на цели в дальнейшем».

Анализ тональности заявлений финансового регулятора позволяет сделать вывод, что сигнал носит не просто нейтральный, а **умеренно жесткий характер**. Центральный банк сознательно ограничил пространство для маневра, не открывая возможности для снижения ставки в конце года. Более того, не исключена пауза на следующем заседании, что подчеркивает отсутствие «автоматизма» в процессе смягчения денежно кредитной политики.

Так инфляция есть или инфляции нет?

Ключевой парадокс текущей ситуации заключается в значительном расхождении между официальными показателями инфляции и ее устойчивыми компонентами.

Если годовая инфляция, по оценке на 8 сентября, составила 8,2%, а в июле-августе текущий рост цен с поправкой на сезонность — 6,3% в пересчете на год, то большинство устойчивых показателей остаются в диапазоне 4–6%.

Объясняет Эльвира Набиуллина:

«В августе общий индекс цен традиционно уменьшился. Это во многом объясняется сезонным снижением цен на овощи и фрукты. Если очистить данные от сезонного фактора, то рост цен составил

около 4% в пересчете на год. Однако это не значит, что мы достигли цели.

Замедление в августе в значительной степени было связано с разовыми и волатильными факторами. Те же овощи и фрукты дешевели больше обычной сезонности из-за резкого роста в первой половине года. Сильнее обычного уменьшилась стоимость услуг гостиниц. Снижались и наиболее волатильные цены на зарубежные турпоездки и отдельные продовольственные товары.

Мы смотрим, прежде всего, на устойчивую инфляцию, показатели которой в последние месяцы держатся в диапазоне 4–6%. Проводимая денежно-кредитная политика привела к тому, что индикаторы устойчивой инфляции с начала года заметно снизились. Но нам требуется время для закрепления дезинфляционного тренда».



Фото: Агентство «Москва»

СПРАВКА

Устойчивые показатели инфляции — это комплекс оценок, которые позволяют отделить постоянную, базовую динамику цен от временных, сезонных или административных скачков. Если упростить, это «инфляция без шумов».

Что входит в устойчивые показатели?

1. Базовая инфляция

Рассчитывается **без учета** изменений цен на:

- Плодоовощную продукцию (овощи, фрукты)

- Топливо (бензин, дизель)
- Коммунальные тарифы (ЖКХ)
- Регулируемые государством товары и услуги

2. Сезонно-сглаженные данные

Исключают резкие колебания, вызванные:

- Сезонностью (урожай, туризм, праздники)
- Единовременными изменениями (например, скачок цен на бензин из-за ограничения экспорта)

3. Медианная инфляция и прочие статистические метрики

Показывают **тиpичный** рост цен в экономике, а не средний (который может искажаться из-за резких скачков отдельных товаров)

Зачем это нужно?

Центральные банки (включая Банк России) используют эти показатели, чтобы:

- **Отличить временное падение/рост цен от тренда**

Например: летнее удешевление овощей — это не победа над инфляцией, а сезонный фактор.

- **Принимать взвешенные решения по ставкам**

Реакция на временные изменения может навредить экономике.

- **Оценивать, насколько инфляция действительно**

приближается к цели (4% в случае ЦБ РФ).

Расхождение между официальными показателями инфляции и ее устойчивыми компонентами имеет фундаментальное значение. Оно свидетельствует, что:

1. Разовые факторы (индексация коммунальных тарифов, сезонное удешевление плодоовощной продукции) маскируют структурные инфляционные процессы.
2. Базовые инфляционные тенденции остаются устойчивыми и требуют продолжения жесткой денежной политики.
3. Простого монетарного воздействия недостаточно для решения глубинных проблем экономики.

Инфляционные ожидания: психологический барьер на пути дезинфляции

Особую озабоченность ЦБ вызывают инфляционные ожидания бизнеса и населения, которые «в последние месяцы существенно не изменились» и «сохраняются на повышенном уровне». Этот фактор приобретает ключевое значение, поскольку формирует «самосбывающиеся» прогнозы: предприятия закладывают ожидаемую инфляцию в цены, а домохозяйства ускоряют потребительские расходы.

Экономическая психология здесь важнее формальных показателей. Как отмечается в пресс-релизе, высокие инфляционные ожидания «могут препятствовать устойчивому замедлению инфляции», создавая замкнутый круг, который невозможно разорвать исключительно монетарными

методами.

Объясняет Эльвира Набиуллина:

«Они [инфляционные ожидания] остаются высокими и почти не снижаются у всех групп: населения, бизнеса и финрынков. Негативно на ожиданиях граждан в августе могла сказаться двузначная индексация коммунальных тарифов. Свою роль мог сыграть и бензин. Он является важным товаром-маркером, который влияет на представления людей о будущем росте цен. Летом наблюдался всплеск цен на топливо».

Действительно, ценовые ожидания РФ-бизнеса, которые традиционно опережают фактическую инфляцию, перестали снижаться, об этом говорят сентябрьские данные Оперативной [справки](#) по итогам Мониторинга предприятий ЦБ РФ. После периода активного снижения с декабря 2024-го по апрель 2025 года ожидания стабилизировались на уровне около 18 пунктов. Хотя это и является минимальным значением с мая 2023 года, это все еще почти вдвое выше докризисные показателей 2017–2019 годов (тогда было 8,68 пункта).

Что означает показатель в 18 пунктов?

Для понимания: **ценовые ожидания бизнеса трансформируются в фактическую инфляцию с коэффициентом примерно 0,5**. То есть текущие ожидания соответствуют инфляции около 9% в годовом выражении. Это существенно выше целевого ориентира ЦБ РФ в 4%.

Напомним:

- В 2017–2019 гг. средний показатель инфляционных ожиданий был 8,68 пункта
- В 2021 году — 20,65 пункта
- В 2023 году — 19,98 пункта
- В 2024 году — 22,7 пункта

Текущие 18 пунктов — это улучшение по сравнению с пиковыми значениями, но все еще значительно выше нормы.

В периоды, когда ожидания бизнеса были ниже 18 пунктов (июнь 2022 г. — май 2023 г.), ключевая ставка в среднем составляла 7,9%. Сейчас она значительно выше, что отражает более сложную инфляционную картину.



Фото: Игорь Онучин / ТАСС

Почему бизнес не верит в устойчивое снижение инфляции?

Стагнация ожиданий с апреля 2025 года свидетельствует о психологическом барьере. Предприниматели, особенно в

потребительском секторе, не воспринимают недавнее снижение инфляции (до 8,2% в начале сентября) как устойчивый тренд. Происходит «заякоривание» высоких ожиданий, что особенно заметно в ключевых секторах:

- Розничная торговля: ожидания выросли до 34,76 пункта (максимум с апреля 2025)
- Сфера услуг: сохраняются повышенные ожидания.

Именно эти секторы имеют наибольшее влияние на восприятие инфляции, так как непосредственно формируют потребительские цены.

Регулятор не скрывает, что недавнее замедление инфляции во многом обусловлено временными факторами:

1. Укрепление рубля снизило цены на импортные товары.
2. Сезонное падение цен на овощи оказало временный эффект.
3. Замедление роста цен на непродовольственные товары — до 1,3% в годовом выражении.

Однако базовая инфляция остается высокой:

- **Продукты питания:** 7,3%.
- **Услуги:** 10%.
- **Устойчивая инфляция** (без сезонных и курсовых факторов): 8,2%.

Ожидания бизнеса — инерционны. Стабилизация на высоком уровне означает, что предприниматели закладывают в свои планы повышенную инфляцию. И в то время как цены на одни

товары замедляются, другие (особенно услуги и продукты) продолжают расти высокими темпами. Смягчение денежно-кредитной политики (ДКП) до закрепления ожиданий на низком уровне может быстро развернуть инфляцию вверх.

Текущая ситуация напоминает «ловушку ожиданий»: да, формально инфляция снижается, но бизнес не верит в долгосрочность этого тренда. Поэтому ЦБ обещает сохранить жесткую ДКП (что бы кто ни говорил о замедлении экономического роста). Слишком раннее смягчение может обернуться быстрым возвращением инфляции к двузначным значениям.

Рынок труда и экономическая динамика

Эльвира Набиуллина опровергла представления о технической рецессии во II квартале, отметив: «Есть охлаждение, то есть замедление роста экономики, но это естественно при выходе из перегрева». Глава ЦБ призвала смотреть на «более многогранную картину», учитывая не только ВВП, но и уровень безработицы.

СПРАВКА

О чем рассказал Росстат (на момент выступления главы ЦБ эти данные еще не были официально опубликованы)

Абсолютный объем ВВП в текущих ценах во II квартале 2025 года составил 49516,8 млрд рублей, индекс физического объема ВВП к соответствующему периоду 2024 года — 101,1%, индекс-дефлятор — 103,6%.

Да, рост ВВП во II квартале 2025 года по сравнению со II кварталом 2024 года есть. Он составил +1,1%. Однако это очень скромный, а местами и противоречивый рост, который скрывает за собой разные тенденции в экономике.

Чтобы понять картину, нужно разложить данные на составляющие.

Номинальный vs Реальный ВВП

- **Абсолютный объем ВВП (49516,8 млрд руб.)** — это номинальный ВВП, то есть стоимость всех произведенных товаров и услуг в **текущих ценах**. Он вырос, но это рост во многом за счет **инфляции**.
- **Индекс физического объема (101,1%)** — это и есть реальный ВВП, очищенный от влияния цен. Он показывает, насколько реально выросло производство. Рост на 1,1% означает, что экономика производит на 1,1% больше товаров и услуг, чем год назад.
- **Индекс-дефлятор (103,6%)** подтверждает, что цены в экономике за этот год выросли в среднем на 3,6%. Именно из-за этого номинальный ВВП (в деньгах) растет быстрее, чем реальный (в штуках).

То есть экономика растет, но очень медленно. Большая часть роста «в деньгах» — это не рост производства, а просто инфляция.



Фото: Александр Река / ТАСС

СПРАВКА

Драйверы роста: кто тянет экономику вверх

Росстат выделяет отрасли, которые внесли наибольший вклад в этот +1,1%.

1. Гостиницы и рестораны (+9,2%). Оборот общественного питания вырос на 9,1%. Это говорит о том, что потребительский спрос на услуги остается высоким. Люди продолжают тратить деньги на выходы «в свет», несмотря на общую сдержанность в расходах.

2, Обрабатывающие производства (+3,8%). Ну вы поняли. Бюджетное финансирование приоритетных

секторов работает

- Прочие транспортные средства и оборудование (+25,4%)
- Компьютеры, электронные и оптические изделия (+17,7%)
- Готовые металлические изделия (+16,3%)
- Лекарственные средства (+12,8%)

3. Строительство (+2,7%). Рост связан с реализацией крупных государственных и инфраструктурных проектов, объясняет Росстат.

Что еще выросло

- **Финансы и страхование (+11,0%).** Рост может быть связан с высокой маржой банков на фоне ранее высоких ключевых ставок и кредитной деятельностью.
- **Информация и связь (+3,5%).** С этим ростом тоже все понятно

Тормоза экономики: кто показал спад

Здесь картина очень показательная.

1. Оптовая и розничная торговля (-2,0%). Это ключевой индикатор, который ставит под сомнение силу потребительского спроса. Он означает, что, несмотря на рост общепита, люди в целом **сокращают покупки товаров** (особенно длительного пользования).
Причины: высокие кредитные ставки, исчерпание сбережений, осторожность.

2. Добыча полезных ископаемых (-1,2%). Отрасль

сталкивается с ограничениями на экспорт и сложностями с логистикой. Снижение добычи ведет к падению экспортных доходов и доходов бюджета.

3. Водоснабжение, утилизация отходов (-3,9%). Эта отрасль тесно связана с реальным производством и потреблением домохозяйств. Ее спад — косвенное подтверждение снижения общей экономической активности.

Так что рост есть, но...

1. Рост обеспечен правительственным финансированием.

Строительство (госпроекты) и обрабатывающая промышленность — главные драйверы. Это «точечный», а не повсеместный рост.

2. Потребительский спрос слаб и противоречив. Люди ходят в кафе (+9,2%), но экономят на покупке товаров в магазинах (-2,0%). Это говорит о выборочном потреблении и отсутствии уверенности в завтрашнем дне.

3. Сырьевой сектор ослабевает. Падение добычи — это удар по главному источнику валюты и бюджета..

4. Экономика в состоянии «стагфляции-лайт». Есть небольшой рост (стагнация в чистом виде — это 0%), но он происходит на фоне сохраняющейся инфляции (дефлятор 3,6%), что является непростым сочетанием.

Данные Росстата показывают **слабое и неравномерное восстановление**. Экономика не в рецессии, но и не в уверенном росте. Она движется за счет отдельных точек роста (госзаказ), в то время как широкий потребительский и сырьевой секторы испытывают трудности.

В то же время Эльвира Набиуллина в своем выступлении сделала очень важный комментарий по поводу «безработицы».

Эльвира Набиуллина:

«Безработица остается на минимальных уровнях. При этом есть отдельные компании, которые перевели сотрудников на неполную рабочую неделю. Пока применение таких подходов крайне ограничено. Мы понимаем мотивацию предприятий, которые после длительного периода кадрового голода стремятся удерживать сотрудников, опасаясь проблем с наймом в будущем. **Важно, чтобы эти меры не замедляли процесс перемещения рабочей силы в те компании, спрос на продукцию которых высок, не ограничивали переток кадров между регионами и секторами экономики. Такой переток будет способствовать росту производства в целом».**

То есть в условиях недостатка трудовых ресурсов охлаждение в «неправительственном секторе» экономики высвободит рабочие руки для приоритетных секторов.

Кредитная активность – парадоксальный рост

Несмотря на сохраняющуюся жесткость денежно-кредитных условий, кредитная активность демонстрирует признаки оживления, отмечает ЦБ РФ.

- Рост портфеля корпоративных кредитов значимо ускорился.
- Наблюдается некоторое оживление в розничном сегменте.

- Общий рост требований к экономике может достичь 10% по итогам года.

По оценке Банка России, в текущем году общий рост требований к экономике, вероятно, сложится ближе к верхней границе июльского прогнозного диапазона 7,0–10,0%.



Фото: Алексей Орлов / Ведомости / ТАСС

Переведем с «банкирского» на «русский».

СПРАВКА

«Требования» — это банковский термин. Для банка выданный кредит — это его «требование» к заемщику вернуть деньги. То есть это совокупный объем всех выданных кредитов (как юридическим лицам (бизнесу), так и физическим (населению)).

- «Рост требований» = Рост кредитного портфеля банковской системы. Проще говоря, на сколько больше рублей банки одолжили экономике в этом году по сравнению с прошлым.

Июльский прогнозный диапазон 7,0–10,0%.

- Летом (в июле) Банк России дал прогноз: к концу 2025 года общий объем кредитов в экономике должен вырасти на 7–10% по сравнению с концом 2024 года.
- Такой «вилкой» ЦБ показывает неопределенность. Рост может быть скромным (7%) или очень бодрым (10%), в зависимости от множества факторов.

Вероятно, сложится ближе к верхней границе... 10,0%

- Теперь, спустя несколько месяцев, ЦБ видит, что кредиты разлетаются «как горячие пирожки».
- Фактические данные настолько сильные, что ЦБ вынужден признать: **рост будет не 7–8%, а почти 10%.** Кредитование активизировалось сильнее, чем ожидалось.

Все это ключевой индикатор, который говорит о двух возможных и часто противоположных процессах:

Сценарий 1 (позитивный): «Экономика оживает и

требует инвестиций»

- Бизнес берет кредиты, чтобы расширяться, открывать новые цеха, запускать продукты. Это признак **уверенности в будущем** и роста деловой активности.
- Люди берут ипотеку и кредиты на машины, что говорит о **доверии к своей финансовой стабильности**.
- В этом случае быстрый рост кредитования — это **хороший знак**, двигатель экономики.

Сценарий 2 (рисковый): «Экономика накачивается долгами»

- Бизнес берет кредиты не на развитие, а чтобы просто «залатать дыры» в бюджете или рефинансировать старые долги.
- Люди берут потребительские кредиты, потому что им **не хватает денег** из-за инфляции, а не потому, что они хотят купить что-то новое.
- В этом случае быстрый рост кредитования — это **опасный сигнал**. Он ведет к росту долговой нагрузки и создает риски для финансовой стабильности.

Финансовый регулятор смотрит на этот показатель с двойным чувством:

1. **Одобрение.** Кредитование — это кровь экономики. Без него нет роста.
2. **Опасение.** Слишком быстрый рост кредитов может **разогнать инфляцию** (компании и люди получают много денег и начинают активно тратить, поднимая цены) и **создать «пузырь»** на рынке, который потом может лопнуть.

ЦБ РФ констатирует, что кредитная активность оказалась **очень высокой**. Теперь его главная задача — определить, по какому из двух сценариев развивается ситуация и не опасно ли это для

инфляции и финансовой стабильности. Эта оценка будет напрямую влиять на их дальнейшие решения по **ключевой ставке**.

Главный фактор рисков

Проинфляционные риски по-прежнему преобладают, объясняет Эльвира Набиуллина.

Эльвира Набиуллина:

«Среди них — инфляционные ожидания, которые по-прежнему повышенные, несмотря на замедление инфляции с начала года. Значимым риском остается рынок труда, напряженность на котором может долго не снижаться или даже нарастать. Кроме того, есть риски со стороны чрезмерного роста кредита.

Важным фактором является спрос со стороны госсектора. В нашем базовом сценарии мы рассчитываем, что влияние госрасходов в этом году будет дезинфляционным. Однако пока оно не проявилось. Если дефицит бюджета будет выше, чем заложено в нашем базовом сценарии, мы будем ограничены в своих возможностях снижать ключевую ставку».

В комментариях к решению Эльвира Набиуллина подчеркнула, что для ЦБ «не столь важно повышение налогов, сколько балансировка бюджета». Этот тезис приобретает особую актуальность на фоне дискуссий о *возможном повышении налогов*. Так что результаты октябряского заседания по ставке во многом будут зависеть от параметров бюджета на 2026 год,

который должен быть представлен в конце сентября. «Мы принимаем участие в обсуждении с правительством направлений бюджетной политики, но окончательные решения объявит правительство», — [сказала](#) глава ЦБ РФ.

Другими словами, если правительству понадобятся деньги и ресурсы, финансовый регулятор сделает так, чтобы деньги для людей оставались дорогими, а для правительства — дешевыми.

ЧИТАЙТЕ ТАКЖЕ:



[Пугало девальвации](#)

Правительству не нужно обесценивать рубль: деньги все-таки есть, что бы там ни говорили в кулуарах ВЭФ

16:31, 6 сентября 2025, Дмитрий Прокофьев



[Скинуться на триллион](#)

Текущую ситуацию с дефицитом федерального бюджета разбирает Дмитрий Прокофьев

11:40, 11 сентября 2025, Дмитрий Прокофьев