

Резюме

Более быстрое, чем ожидалось, сокращение инфляции, скорее всего, будет отражено в снижении «ключа» до 18% на ближайшем заседании Совета Директоров Банка России. Однако внешние и внутренние финансово-кредитные условия остаются сложными, и ждать быстрого перехода даже к «нейтральной» денежно-кредитной политике в ближайшие полгода не стоит. В отсутствие геополитических шоков «ключ» может снизиться максимум до 16% к концу года, однако в случае новых внешних шоков, «ключ» может не измениться и даже вырасти обратно до диапазона 20%-22%.

Решение Банка России на заседании Совета Директоров регулятора 25 июля 2025 года будет определяться в первую очередь результатами продолжительного следования жесткой денежно-кредитной политике, динамикой бюджетных расходов и балансом между проинфляционными и дезинфляционными факторами, сложившимися в российской экономике с начала 2025 года. На наш взгляд, ключевыми драйверами инфляции продолжают оставаться (1) сложный внешний геополитический фон, ведущий к росту транзакционных издержек; (2) высокие бюджетные расходы и значительный объем денежного агрегата M2; (3) превышение роста реальных денежных доходов населения над ростом производительности труда; (4) сохраняющийся кадровый дефицит; (5) растущая неопределенность в мировой экономике. Существенным проинфляционным фактором также является индексация тарифов ЖКХ в среднем на 11,9% начиная с июля 2025 года, при этом в некоторых регионах (включая Москву) этот рост может составить 15% и более. Инфляционные ожидания населения и бизнеса по-прежнему остаются на высоком уровне, хотя наблюдается тренд к их снижению. Продолжительный период низких цен на сырьевые товары, агрессивная политика США в области тарифов и пошлин и высокий риск новых санкций против сырьевого сектора России существенно негативно влияют на налоговые поступления от ресурсных компаний. Негативное давление на эти поступления, возможно, усилится в течение следующих 12 месяцев, что может привести к дополнительным расходам бюджета, существенному истощению ФНБ. Все это может вызвать новый существенный всплеск инфляции.

К дезинфляционным факторам можно отнести (1) осязаемое снижение темпов прироста совокупного спроса и торможение потребительского спроса, включая уменьшение интереса к покупке недвижимости и формирующийся тренд по сдерживанию ипотечного и потребительского кредитования; (2) сокращение темпов роста потребительских цен, в первую очередь в сегменте непродовольственных товаров за счет укрепления рубля; (3) стабилизацию кредитования на фоне сдержанного роста агрегата М2. Однако торможение инфляции в большей степени вызвано эффектом высокой базы и укреплением рубля, при этом последний фактор может быть крайне волатильным.

 **НРА ожидает, что Банк России в этот раз примет решение снизить ставку на 2% до уровня 18% и пошлет рынку нейтральный сигнал.** Потенциал снижения ключевой ставки возрос при предположении снижения прогнозируемой инфляции на 2025 год в диапазон 6,5%-7,5%. Тем не менее в случае роста риска наложения «жестких санкций» со стороны недружественных стран снижение может составить всего 100 базисных пунктов или даже не случиться.

О таком решении косвенно свидетельствуют и заявления высших должностных лиц Банка России. Так, председатель Банка России в недавнем выступлении отметила видимое замедление инфляции, причем в ее устойчивом компоненте. Она уточнила, «если ничего не произойдет непредвиденного и сохранятся те тенденции, которые сейчас сформировались, с наибольшей вероятностью будем рассматривать снижение ставки и обсуждать шаг этого снижения». Поэтому на текущем заседании 25 июля на столе будет находиться, на наш взгляд, несколько вариантов решений, включая сохранение ставки на текущем уровне, снижение ставки на одну или несколько ступеней. Также очень важной информацией для рынка станет обновленный прогноз по инфляции и траектории ключевой ставки. Он закрепит возможные изменения в денежно-кредитной политике.

Аргументами за снижение ставки могут являться:

- 
1. Ставка уже выше, чем средняя доходность на капитал у среднего и малого бизнеса. Возрастающие кредитные риски бизнеса в этих сегментах.
 2. Сокращение инфляционного давления начиная с мая 2025 года на фоне высокой базы соответствующих периодов 2024 года, сокращение инфляции по устойчивым компонентам.
 3. Формирование устойчивых трендов по сокращению кредитования.
 4. Видимое снижение совокупного спроса, особенно в товарах длительного пользования. Существенное торможение продаж в жилищном строительстве, возрастание кредитных рисков у застройщиков.
 5. Высокое значение нормы сбережений, отсутствие перетекания денежных средств из депозитов в другие инструменты накоплений и инвестирования.

6. Стабилизация рубля в диапазоне 75-80 рублей за доллар США, несмотря на низкую стоимость сырьевых товаров.
7. Снижение напряженности в международной торговле, которое, однако, может носить временный характер.
8. Сокращение инвестиционной активности существенно усложнит дальнейший выход экономики России на траекторию устойчивого роста.
9. Появившийся тренд снижения инфляционных ожиданий населения и бизнеса
10. Стабилизация денежной массы M2.

☑ Аргументами за продолжение жестких денежно-кредитных условий могут являться:

1. Проинфляционное влияние финансирования расходов федерального бюджета.
2. Продолжающееся снижение цен на сырьевые товары. Высоко вероятно некоторое ослабление рубля в случае усиления импортных потоков или введения новых жестких санкций.
3. Продолжающийся дефицит на рынке труда, рекордно низкие уровни безработицы.
4. Ограничения в проведении трансграничных платежей и сложности в логистике. Геополитические риски остаются на очень высоком уровне, риск новых санкций, направленных на сокращение доходов от продажи ресурсов, продолжает нарастать.
5. Прибыли компаний находятся на высоком уровне, а доля проблемных кредитов по всем видам кредитования выросла незначительно, что может говорить о возможном поддержании жестких денежно-кредитных условий в течение длительного времени.
6. Экономика продолжает демонстрировать умеренные темпы роста на базе созданного инвестиционного задела.

Сейчас сформировался баланс «за» весомое снижение ключевой ставки. Тем не менее ситуация меняется крайне быстро и окончательное решение регулятора будет зависеть от поступающих данных. Прогноз НРА по уровню ключевой ставки выглядит сейчас следующим образом:

Период	3 кв. 2025	4 кв. 2025	1 кв. 2026	2 кв. 2026	3 кв. 2026	4 кв. 2026	1 полуг. 2027	2 полуг. 2027
Ставка, %	18	17	16	14	14	12	12	10

 **НРА предполагает, что на ближайшем заседании Совета Директоров Банка России вероятность сохранения ставки на текущем уровне равна 10%, вероятность понижения ставки до 19% составляет около 30% и вероятность понижения ставки до 18% – около 60%. НРА также допускает снижение ставки до 18,5% как компромиссный вариант. На данном этапе потенциал повышения ключевой ставки отсутствует.**

Мы пересчитали прогноз и в настоящий момент оцениваем ключевую ставку на конец 2025 года на уровне 16%-17% ближе к верхней границе диапазона. На 2026 год мы ожидаем среднюю ключевую ставку около 14%, а в 2027 году ставка снизится до уровня 10%-12%, скорее всего, ближе к нижней границе. Мы также считаем, что исходя из номинального значения нейтральной ставки около 8% и целей по инфляции в 4% к 2027 году ключевая ставка вряд ли окажется ниже значения номинального уровня нейтральной ставки в 12% в ближайшие 3 календарных года.

Ожидаемая инфляция по итогам 2025 года (измеряемая ростом ИПЦ) оценивается агентством на уровне около 6,5%-7,5% при предположении о возвращении темпов роста цен к «средним» историческим значениям. По данным Росстата, в мае 2025 года месячный рост цен с исключением сезонности продолжил замедляться и в годовом выражении составил 4,5%, то есть впервые с марта 2024 года приблизился к целевому значению 4%. Годовая инфляция снизилась до 9,88% с 10,23% в апреле 2025 года, при этом базовая инфляция уменьшилась до 8,94% с 9,23% месяцем раньше, а ИПЦ за исключением волатильных компонентов сократился на 0,26 процентных пунктов. Однако это замедление инфляции не должно вводить в заблуждение: оно вызвано снижением цен на непродовольственные товары (бытовую технику и электронику) в связи с укреплением рубля. В свою очередь услуги и продовольственные товары дорожали значительными темпами: 12,43% и 11,42% соответственно. Лидерами роста в продовольствии оставались плодоовощная продукция и рыбопродукты, существенно дорожало куриное мясо. В связи с этим Агентство отмечает, что дезинфляционный тренд может прекратиться или даже развернуться в случае ослабления рубля. Поэтому жесткая ДКП должна продолжаться, но с меньшим уровнем ставки, чем текущая.

Недельные значения ИПЦ в июне 2025 года также продолжают указывать на некоторое замедление инфляции, однако волатильность недельных показателей вызывает беспокойство. После замедления роста цен в первые недели июня 2025 года (0,03% и 0,04% соответственно) стало наблюдаться ускорение роста цен (недельная инфляция за последнюю неделю июня практически удвоилась до 0,07%). Причины те же: рост цен в продовольствии и услугах. На наш взгляд, ключевыми причинами роста ИПЦ стали такие факторы, как рост платы в домах государственного и муниципального жилищных фондов, рост тарифов на проезд в общественном транспорте.



Инфляция ускорится в июле 2025 года на фоне роста тарифов ЖКХ. Мы видим уже, что рост тарифов ЖКХ в среднем на 11,9% при дифференциации этого роста по регионам привел к всплеску недельной инфляции на первой неделе июля до 0,8%, при этом без влияния тарифов инфляция на отчетной неделе была бы близка к нулю. Поэтому по итогам июля годовая инфляция (год к году) вновь вырастет до 9,8%-10%, а инфляционные ожидания населения вновь «подскочат». В таких условиях мы не ожидаем, что регулятор вернется к понижению ставки ранее чем 24 октября 2025 года.

Продолжает формироваться тренд на «охлаждение» потребительского кредитования, однако он пока не является выраженным. По данным Банка России за май 2025 года, портфель потребительских кредитов в этом месяце стабилизировался после сокращения 0,7% в апреле и 0,2% в мае. Эту динамику мы объясняем сезонным спросом на отдых в майские праздники, а также возобновлением интереса потребителей к бытовой технике и электронике. Из-за эффекта высокой базы прошлого года прирост портфеля потребительских кредитов сократился до 1% по сравнению с 18,1% годом ранее. Маркетинговые акции автодилеров и укрепление рубля позволили усилить активность в сфере автокредитования – портфель автокредитов вырос в мае на 0,5% и апреле на 0,4%. Рост задолженности населения по ипотеке сократился до 6,6% год к году, при этом более 85% выдач составляет льготная ипотека. В июле-августе 2025 года рост ипотечного портфеля банков будет около 0%, так как наиболее крупные финансовые институты прекратили взимать комиссии с застройщиков, что делает выдачу семейной ипотеки менее маржинальной.

Тренды снижения корпоративного кредитования становятся очевидными. Корпоративный портфель за 5 месяцев 2025 года прирос на 0,4%, существенное замедление с 1,1% в апреле 2025 года). Итоговый прирост за 5 месяцев 2025 года составил 1,3 трлн рублей (+1,5%). Надо отметить, что активность проявляли в основном экспортеры: более половины прироста кредитования пришлось на валютные кредиты, выданные компаниям-экспортерам. Прирост же рублевого кредитования составил всего 0,1%. Можно констатировать: прирост портфеля за двенадцать месяцев составил всего 12,2% по сравнению с 22% в апреле 2024 года.

Прибыль в банковском секторе сокращается, что также говорит о существенном замедлении кредитования, в первую очередь инвестиционного. С начала года банки заработали 1,3 трлн руб., что на 10% ниже прибыли за 5 месяцев 2024 года (1,4 трлн руб. за вычетом дивидендов от российских дочерних банков). Существенное торможение корпоративного кредитования возможно во второй половине года, так как выплаты по текущему долгу у компаний уже практически приблизились к прибылям. В зоне риска средние и небольшие банки.



Ситуация с денежной массой остается управляемой. Годовой темп прироста денежной массы М2 сократился до 15,1% с 15,3% месяцем раньше, по итогам года мы ожидаем рост денежной массы в 8%-10%, что практически вдвое ниже 2024 года. Однако наблюдается тренд изменения структуры прироста М2 в пользу текущих счетов, что может создать инфляционное давление в будущем. Поэтому несмотря на то, что ДКП достигла своей цели (скорость обращения денежной массы снизилась через концентрацию в срочных депозитах), снижать ставку Банк России будет очень осторожно.

Рост экономики крайне неравномерен по секторам, от жесткой ДКП существенно «страдают» гражданские отрасли. За 5 месяцев 2025 года наибольший рост индексов промышленного производства наблюдается в отраслях готовых металлических изделий (+12,8%), компьютеров, электронных и оптических изделий (+15,6%) и прочих транспортных средств и оборудования (+37,6%). В остальных отраслях особенно настораживает падение индексов в производстве одежды (-2,3%), мебели (-4,2%), бумаги (-1,6%), пищевой промышленности (-0,9%) и напитков (-3,3%). Все возможности от импортозамещения в этих отраслях уже реализованы, а в условиях высоких ставок расти они больше не могут. Наибольший провал виден в отрасли автомобильной промышленности, падение индекса составляет уже -13,7%. Снижение ставки начать необходимо для избегания «переохлаждения» экономики.

Драйвером поддержания жесткости ДКП продолжает являться структурная перестройка экономики, необходимость в которой вызвана экономическими санкциями. Эта перестройка сопровождается фронтальным ростом издержек производителей (за счет удлинения маршрутов поставок, увеличения «рыночной силы» поставщиков из-за смены последних, увеличения числа посредников в цепочке поставок, дополнительных затрат на обслуживание и запасные части для оборудования, роста затрат на финансовые транзакции, увеличения оборотных средств). Для поддержания рентабельности на приемлемом уровне производители вынуждены «перекладывать» увеличение затрат на потребителя.

Внешние условия остаются неблагоприятными и неопределёнными. Основной проблемой является уже не ужесточение санкций против России, а распространение вторичных санкций, что негативно повлияет на цепочки поставок, и, скорее всего, приведет к ускорению инфляции из-за переноса увеличивающихся коммерческих и логистических расходов в цены. Неопределенность усиливается на фоне протекционистских действий отдельных крупных экономик, заключающихся в увеличении пошлин и создании препятствий для свободной торговли. Результатом может стать резкое снижение цен на биржевые товары, что негативно для рубля и российской инфляции.



Инфляционные ожидания населения остаются на высоком уровне. Ощущаемая населением инфляция в июне 2025 года остается ниже 16%, инфляционные ожидания незначительно снизились. Ожидаемый населением рост цен в последующие 12 месяцев в мае 2025 года (медиана) составлял 13% (13,1% в апреле и 12,9% в марте 2025 года). Инфляционные ожидания населения на ближайшие 5 лет стабильно выше 11% и составляют около 11,4% (медиана), в сравнении с 11,5 в апреле 2025 года. Хорошим знаком является небольшое снижение ценовых ожиданий предприятий на следующие 12 месяцев до 18,1% в июне против 18,3 в мае 2025 года и 20,1% в марте 2025 года, а рознице – до 34,3% против 43,1% в первом квартале 2025 года. Очевидно, что укрепление рубля и надежда на снижение ставки положительно влияют на ценовые ожидания экономических субъектов, но резкое повышение тарифов на ЖКХ может все перечеркнуть.

Ожидания по снижению ставки уже нашли отражение в стоимости денег для населения и бизнеса. В ближайшие 1,5–2 месяца рыночные ставки по ипотеке без учета льготных программ снизятся. Индикативные ставки составят 20%-22% на покупку новостроек, 21%-23% и 22%-24% на индивидуальное жилищное строительство. В сегменте автокредитования (без учета промоусловий), средние ставки будут находиться в диапазоне 25%-28% по новым автомобилям, но достигать до 39% по подержанным. Рыночная ставка по необеспеченным потребительским кредитам составит в диапазоне 20%–38% для работников по найму (без оформления договора страхования), при этом средний размер ставки составляет около 30%. В сегменте кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в 22%–28%.

Процентные ставки по депозитам также уже отражают пониженный уровень «ключа». По данным Банка России, максимальная ставка по депозитам по вкладам физических лиц до года в десяти крупнейших банках сократилась до 18,3%. При этом годовые ставки уже сократились до 15%-17%, а ставки на два года и более упали до 12%. Мы ожидаем дальнейшее снижение ставок на 0,5%-1% в конце июля 2025 года.

Контакты для СМИ

E-mail: pr@ra-national.ru

Клиентская служба

Тел. +7 (495) 122-22-55,

E-mail: commercial@ra-national.ru

СЕРГЕЙ ГРИШУНИН

Управляющий директор рейтинговой
службы НРА



115191, г. Москва, Гамсоновский пер., д.2, стр.7

тел./факс: +7 (495) 122-22-55

www.ra-national.ru

Ограничение ответственности Агентства

© 2025

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»), является его интеллектуальной собственностью, и все права на него охраняются действующим законодательством РФ. Вся содержащаяся в нем информация, включая результаты расчетов, выводы, методы анализа и др., предназначена исключительно для ознакомления; их распространение любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НРА» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «НРА» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «НРА» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: www.ra-national.ru

ООО «НРА» и любые его работники не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у лиц, ознакомившихся с настоящим аналитическим обзором, в результате их самостоятельных действий в связи с полученной из него информацией, в том числе за любые убытки или ущерб иного характера, прямо или косвенно связанные с такими действиями. Вся содержащаяся в аналитическом обзоре информация представляет собой выражение независимого мнения ООО «НРА» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «НРА» считает надежными. Любые сделанные в нем предположения, выводы и заключения не имели целью и не являются предоставлением рекомендаций по принятию инвестиционных решений и проведению операций на финансовых рынках или консультацией по вопросам ведения финансово-хозяйственной деятельности.

ООО «НРА» не несет ответственности за точность и достоверность сведений и данных, полученных из использованных источников, и не имеет обязанности по их верификации, а также по регулярному обновлению информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре.