



Банк России



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Октябрь 2025

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Краткое содержание</b>	<b>3</b>
<b>1. Инфляция</b>	<b>5</b>
1.1. Устойчивое инфляционное давление остается повышенным	6
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>11</b>
2.1. Плавное замедление экономического роста продолжается	12
2.2. Оживление корпоративного кредитования	14
<b>3. Финансовые рынки</b>	<b>16</b>
3.1. Рынки не ждут быстрого снижения ключевой ставки	17
3.2. Страны ОПЕК+ продолжили выходить из ограничений на добычу	19
<b>В фокусе. О чём говорят устойчивые показатели инфляции?</b>	<b>23</b>

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 10.10.2025.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.  
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу: [dip1@cbr.ru](mailto:dip1@cbr.ru).

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

## Краткое содержание

### Итоги

- Опубликованная экономическая статистика и опросные данные указывают на то, что в III квартале замедление экономической активности продолжилось. Динамика продолжает сильно различаться от сектора к сектору. В частности, в потребительском сегменте рост в августе – сентябре, возможно, даже несколько усилился на фоне ускорения роста номинальных и реальных зарплат. В сентябре ряд показателей роста потребительских цен возрос по сравнению с августом. В летние месяцы замедление роста цен, помимо сезонности, пришлось на разовые дезинфляционные факторы. Теперь их действие заканчивается и, напротив, реализуются разовые, но заметные проинфляционные факторы. Вместе с тем, показатели *устойчивого* роста цен изменились разнонаправлено, так что в целом инфляционное давление осталось без изменения, хотя и на повышенном уровне.
- Уверенный рост потребительского спроса на товары и услуги сохраняет возможности для производителей и розницы переносить растущие издержки в цены. Как следствие, торможение месячного роста потребительских цен происходит лишь постепенно и пока не достигло целевых 4% в пересчете на год. Об этом наглядно свидетельствует сентябрьская динамика цен.
- Происходящее с середины года оживление как корпоративного, так и розничного кредитования и расширение программы госзаимствований в 2025 г. для компенсации выпадающих ненефтегазовых доходов бюджета поддержат спрос в экономике в IV квартале. Этому же способствует произошедшее смягчение ценовых денежно-кредитных условий. В такой ситуации ожидается дальнейшее плавное замедление экономики с последующим выходом на траекторию устойчивого роста в 2026 году.
- Российские рынки облигаций и акций после бурного роста в летние месяцы заметно скорректировались в сентябре на ожиданиях более плавного смягчения ДКП в последние месяцы 2025 г. и в 2026 г., планах по увеличению налоговой нагрузки в 2026 г. и сохранении сложного геополитического фона. В сентябре рубль был в среднем несколько слабее к ключевым валютам. Но их обменные курсы к рублю остаются в нижней части диапазона значений за последние два года.

### В фокусе. О чём говорят устойчивые показатели инфляции?

- Центральные банки на регулярной основе различными методами оценивают уровень устойчивого инфляционного давления, очищенный от влияния разовых и временных факторов. На практике ни один показатель устойчивого роста цен не может рассматриваться как единственно верный, наилучший. Каждый из показателей имеет свои сильные и слабые стороны в зависимости от той или иной ситуации.

- Решения по денежно-кредитной политике должны приниматься с пониманием, что метрики ненаблюдаемых показателей, к которым относятся в том числе индикаторы устойчивого ценового давления, необходимо интерпретировать в совокупности и исходя из контекста значимых временных интервалов, а не отдельно взятых месяцев. Текущие оценки баланса среднесрочных рисков для ценовой стабильности на базе широкого спектра показателей устойчивого компонента ИПЦ указывают на то, что, вероятнее всего, инфляционное давление с поправкой на разовые и временные факторы еще не приблизилось к уровню 4%, хотя и существенно снизилось с конца 2024 года.
- Как следствие, скорость наблюдаемых дезинфляционных тенденций следует рассматривать как постепенную. Чтобы снижение месячных темпов роста цен продолжилось в ближайшие месяцы и кварталы решения по ДКП должны быть выверенными, осторожными и направлены на сохранение такой степени жесткости ДКУ, которая позволит закрепить тенденцию к замедлению роста цен и достичь его устойчивого снижения к цели в 2026 году.

## 1. Инфляция

Как и предполагалось, текущий рост потребительских цен пока не смог закрепиться на значениях июля – августа с поправкой на сезонность. К сентябрю исчез или ослаб ряд разовых дезинфляционных факторов (более сильное, чем предполагает сезонная норма, удешевление фруктов и овощей, сдвиг сезонности в учете цен на авиаперелеты и услуги гостиниц, эффект переноса от укрепления рубля, произошедшего в первые пять месяцев года). В результате потребительские цены формально ускорили рост с поправкой на сезонность. В реальности же – они вернулись к более высокой, хотя и по-прежнему снижающейся траектории роста, которая лучше характеризуется показателями устойчивой инфляции, которые в сентябре изменились разнонаправленно.

По нашей оценке, баланс разовых факторов становится проинфляционным (в части цен на топливо и, вероятно, цен на фрукты и овощи, которые могут компенсировать значительное удешевление летом более активным сезонным удорожанием осенью). Это означает, что текущий рост цен может временно оказаться выше, чем рост устойчивых компонентов цен. На это нужно делать поправку при оценке устойчивого инфляционного давления и при проведении ДКП.

Влияние на рост ИПЦ осенью окажут решения по дополнительному повышению утильсбора на легковые автомобили. Процесс ограничения импорта с целью расширить рынок для отечественной продукции для потребителей в большинстве случаев представляет из себя шок предложения из-за сокращения доступности импорта<sup>1</sup>. В результате цена таких товаров увеличивается относительно цен других товаров. Чтобы при этом не происходило более быстрого общего повышения роста цен, необходимо, чтобы цены других товаров росли более медленно. Это при прочих равных требует достаточной степени жесткости ДКП, особенно в условиях уже высоких и незакоренных инфляционных ожиданий. При этом важно напомнить, что при снижении инфляции жесткость ДКП может поддерживаться и при снижающихся процентных ставках.

Объявленное повышение базовой ставки НДС до 22% увеличит цены на 0,6–0,8 п.п. в декабре 2025 – январе 2026 г., по нашей оценке. По опыту повышения НДС в 2019 г., равно как и по опыту других стран, оно не в полной мере будет перенесено в цены «на полке». Частично дополнительный НДС будет абсорбирован за счет маржи производителей и торговли. Тем не менее, это несколько затрудняет задачу достижения 4%-ной инфляции в 2026 г. с учетом лагов, с которыми действует ДКП, и направления собранных дополнительных доходов на финансирование расходов. Но если бы тот же уровень бюджетных расходов финансировался за счет бюджетного дефицита, а не НДС и других налоговых мер, то для возвращения к низкой инфляции потребовалось бы дополнительное ужесточение ДКП.

<sup>1</sup> Со временем, по мере увеличения импортозамещенного производства, предельные издержки, как правило, снижаются – проявляется эффект масштаба.

Кроме того, повышение НДС дополнительно охладит внутренний спрос. Это выступит дезинфляционным фактором, который постепенно проявится в течение 2026 г. и частично компенсирует первоначальный эффект на цены от повышения НДС.

В условиях наложения нескольких разовых временных проинфляционных факторов ДКП в первую очередь должна принимать во внимание их кумулятивное влияние на процесс снижения инфляционных ожиданий. Сроки и пространство для снижения ключевой ставки будут зависеть от того, каково будет это влияние. По мере продолжения снижения опасений граждан и бизнеса относительно будущей инфляции и последовательного замедления устойчивых компонентов роста цен пространство для снижения жесткости ДКП будет увеличиваться.

### 1.1. Устойчивое инфляционное давление остается повышенным

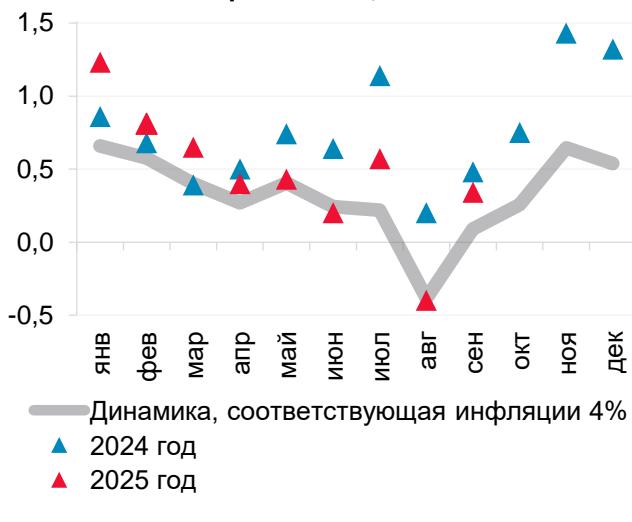
- Рост цен в сентябре повысился относительно низкого августовского темпа с поправкой на сезонность. Это связано с тем, что закончилось действие некоторых временных дезинфляционных факторов и стало проявляться влияние новых проинфляционных. Вместе с тем, устойчивый рост цен, очищенный от влияния временных и разовых факторов в целом не изменился. Он остается выше уровня 4% в пересчете на год и ниже уровня, который был в первом полугодии.
- Повышение роста цен в сентябре затронуло все сегменты. Значительное сезонное удешевление фруктов и овощей в августе сменилось более быстрым, чем обычно, временным «компенсирующим» удорожанием в сентябре. Несколько повысились темпы роста цен на непродовольственные товары, отчасти под влиянием исчерпания переноса в цены укрепления рубля. Усилился вклад в рост цен со стороны топлива. Сохраняется высокий рост цен на рыночные услуги.
- Повышение основной ставки НДС до 22 с 20%, по нашим оценкам, краткосрочно добавит к росту цен 0,6–0,8 процентного пункта. Ключевое влияние на цены проявится в I квартале 2026 года. В дальнейшем ожидается дезинфляционное влияние НДС на спрос и цены.

В сентябре рост потребительских цен увеличился до 6,7 с 4,0% м/м SAAR в августе, уйдя выше траектории 4% (Таблица 1, Рисунок 1). Динамика цен на базовую корзину Росстата (БИПЦ) ускорилась до 4,7 с 4,1% м/м SAAR. Более высокие темпы роста цен связаны преимущественно с временными факторами: аналитические показатели изменились разнонаправленно. Поэтому преждевременно говорить об усилении инфляционного давления в устойчивой части. При этом годовая инфляция из-за эффекта высокой базы снизилась до 8,0 с 8,1%. Для уверенного замедления инфляции до 4% по итогам 2026 г. требуется возврат месячных темпов роста цен на траекторию 4% в IV квартале 2025 года.

**Таблица 1. Инфляция и ее компоненты**

	Сент.	Сент.	Июл.	Авг.	Сент.
	2023	2024	2025		
<b>% г/г</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	<b>6,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>
<b>Базовая инфляция</b>	<b>4,6</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,7</b>
Продовольственные товары	4,9	9,2	10,8	9,8	9,5
Непродовольственные товары	4,6	5,6	4,1	3,9	3,8
Услуги	9,7	11,6	11,9	11,1	11,1
<b>% м/м SAAR</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	<b>14,5</b>	<b>9,0</b>	<b>8,4</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>
<b>Базовая инфляция</b>	<b>12,4</b>	<b>9,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>
Продовольственные товары	16,9	9,8	2,4	2,9	5,5
– без плодоовощей	<b>11,2</b>	<b>11,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>
Непродовольственные товары	12,7	6,5	3,1	4,5	6,1
– без нефтепродуктов	<b>9,7</b>	<b>5,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>
Услуги	13,8	11,0	24,4	5,2	9,2
– без ЖКУ	<b>17,2</b>	<b>13,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>5,6</b>	<b>12,0</b>

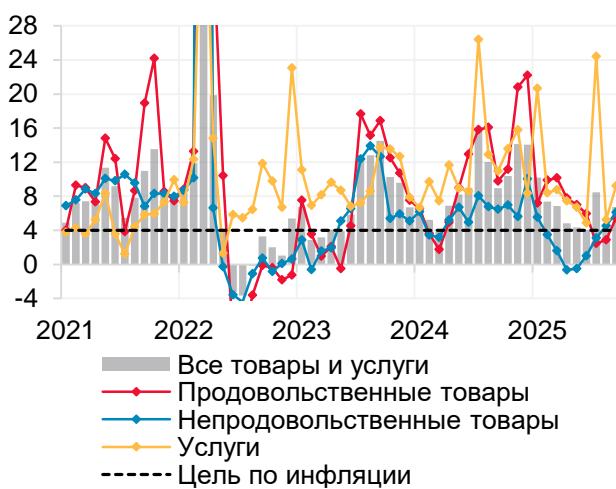
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м**

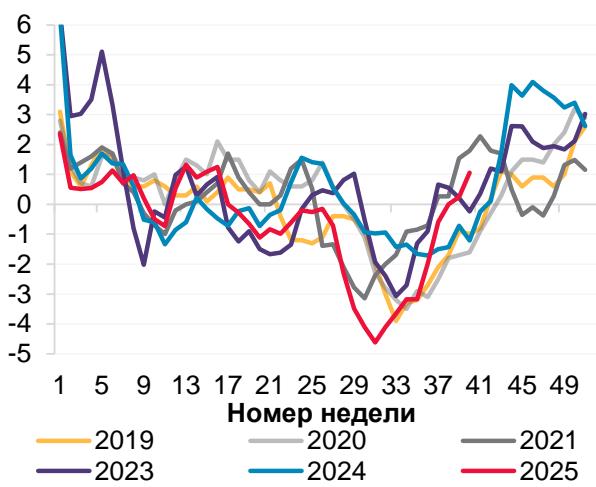
Примечание. Сезонность оценена для 2024 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост цен на продовольственные товары в сентябре повысился до 5,5 с 2,9% м/м SAAR в августе (Рисунок 2). Динамика цен на овощи и фрукты в сентябре стала превышать нормальную сезонность после необычно сильного снижения цен в летние месяцы (Рисунок 3). На прочее продовольствие темпы роста цен практически не изменились: 5,3% после 5,2% м/м SAAR. Стали дорожать яйца, ускорился рост цен на мясопродукты и хлебобулочные изделия.

**Рисунок 2. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR**

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 3. Темп роста цен на плодоовощную продукцию, % н/н**

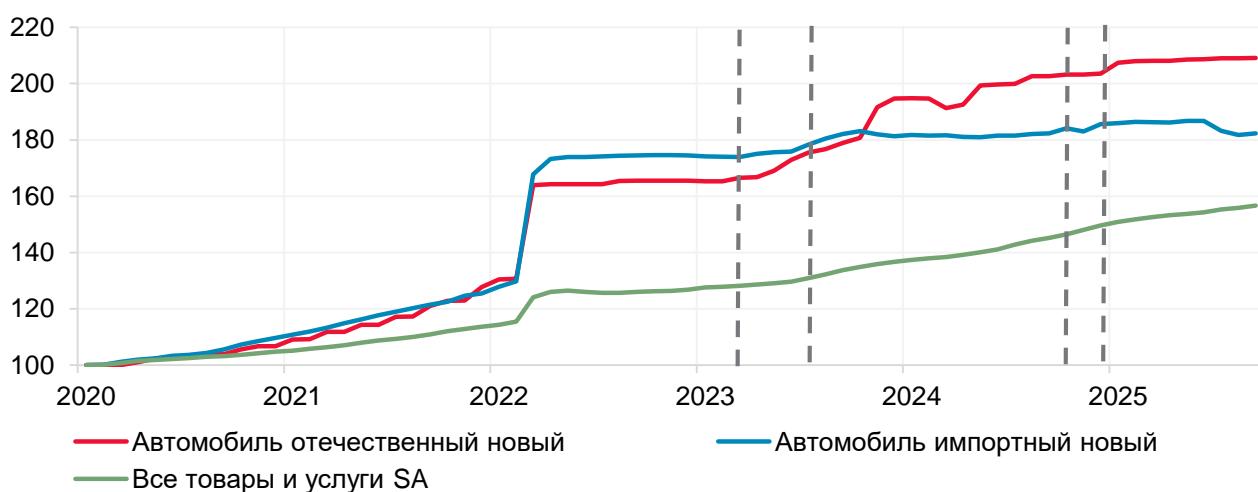
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В непродовольственном сегменте рост цен ускорился до 6,1 с 4,5% м/м SAAR. Продолжили разгоняться темпы удорожания топлива. В ответ российское правительство

продлило запрет на экспорт бензина и дизеля до конца года, также был введен запрет на обнуление выплат по демпферу и приняты другие меры. Без учета нефтепродуктов рост цен на непродовольственные товары остается сдержанным (1,8% после 1,7% м/м SAAR в августе). Цены на электронику продолжили расти, при этом, по данным Росстата, продажи электроники постепенно восстанавливаются (Рисунок 5). С учетом сезонности заметно подорожали медикаменты. Цены на автомобили не изменились, при этом ситуация на авторынке стабилизируется: сокращаются избыточные запасы, уменьшаются скидки, при этом продажи остаются довольно высокими.

Проинфляционное влияние в ближайшие месяцы могут оказать возможное повышение утилизационного сбора и [поправки к порядку его расчета, учитывающие не только объем двигателя, но и его мощность](#). При этом, как это происходило и ранее, перенос в цены с высокой вероятностью, будет распределенным во времени и неполным (Рисунок 4).

**Рисунок 4. Индекс цен на все товары и услуги и новые автомобили, индекс SA (январь 2020 г. = 100)**

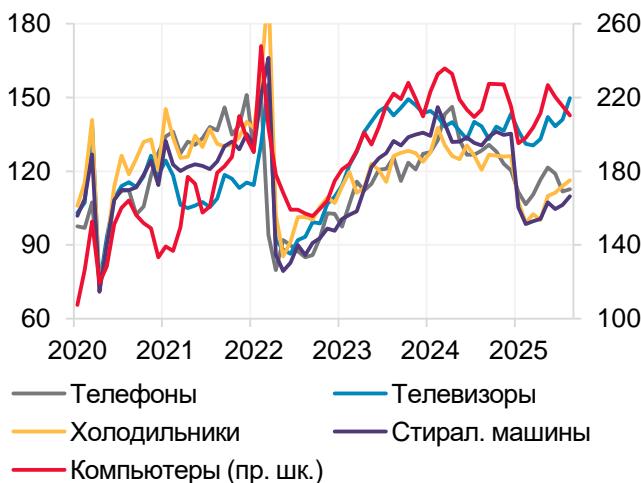


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Медиана роста цен на товары и услуги с высокой чувствительностью к динамике валютного курса немного снизилась, разрыв с динамикой цен слабозависимых от курса рубля товаров сокращается (Рисунок 6). По нашим оценкам, эффект переноса в цены от укрепления рубля, которое наблюдалось в первом полугодии, практически исчерпался.

Рост цен в сегменте услуг ускорился до 9,2 с 5,2% м/м SAAR августе. В менее волатильных и нерегулируемых компонентах динамика цен замедлилась, однако осталась высокой: в бытовых услугах 8,0% после 10,1% м/м SAAR, в медицинских – 10,0% после 13,2% м/м SAAR в августе.

**Рисунок 5. Продажи отдельных видов электроники, SA, декабрь 2019 г. = 100**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

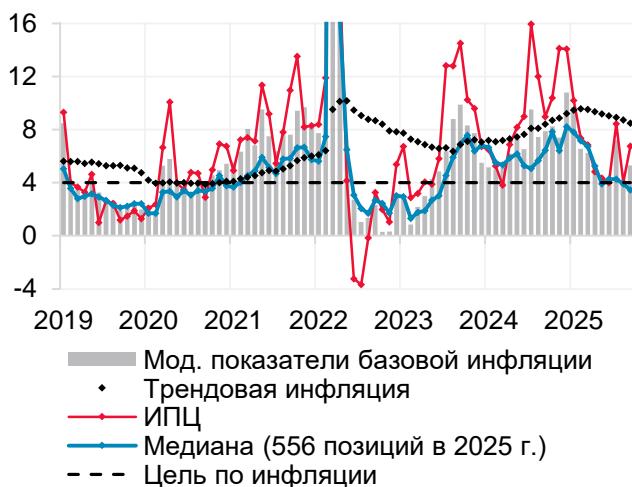
**Рисунок 6. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курс доллара (%)**



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Аналитические показатели устойчивого инфляционного давления в сентябре изменились разнонаправленно. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции увеличилось до 5,3 с 4,2% в годовом выражении (Рисунок 7). Медианный рост цен понизился (3,5% после 3,9%). Суммарный вес позиций, дорожающих ускоренными темпами почти не изменился (Рисунок 8). Оценка трендовой инфляции снизилась до 8,50 с 8,72% г/г.

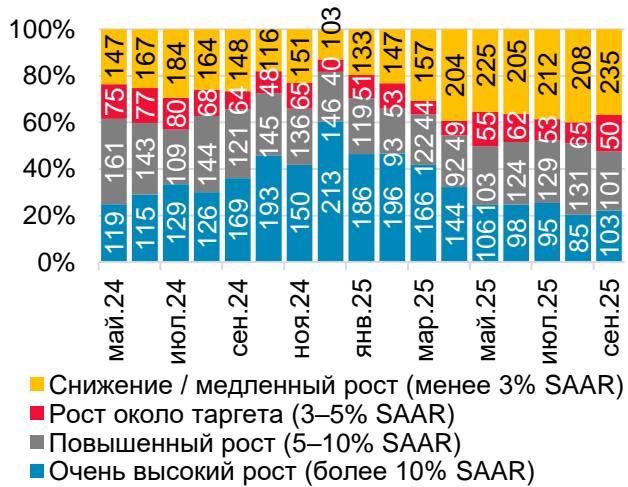
**Рисунок 7. Показатели\* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)**



\* Показатели рассчитаны методом исключения наименее волатильных компонентов и методом усечения.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 8. Суммарный вес товаров и услуг\*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен**

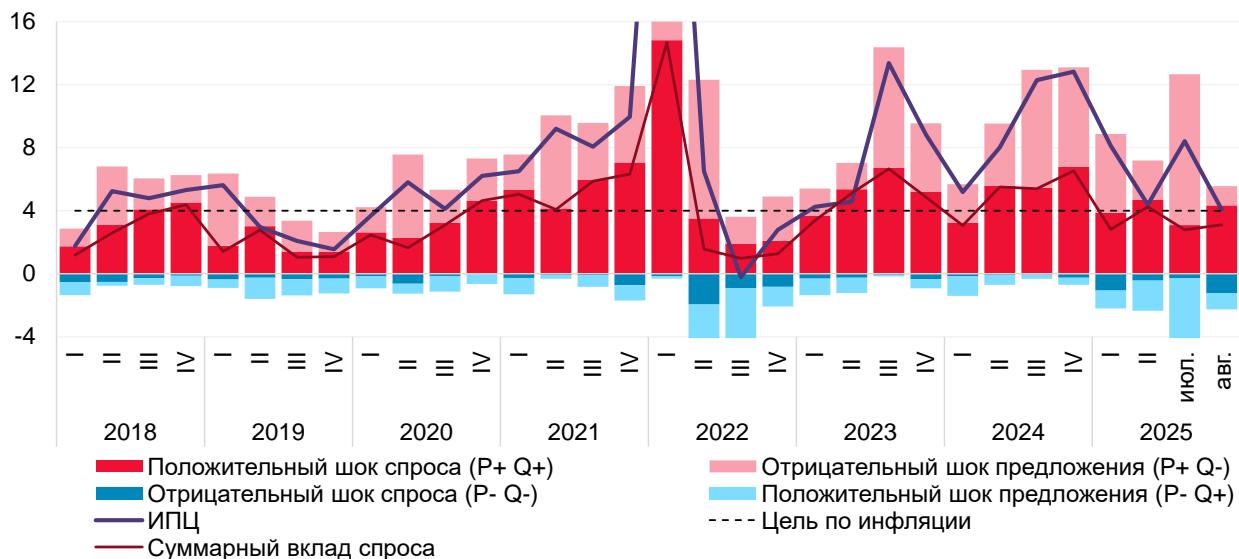


\* Без плодовоощной продукции и регулируемых услуг.  
Примечание. Числа – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Согласно декомпозиции<sup>2</sup>, в августе рост цен, близкий к траектории 4%, во многом сложился из-за факторов на стороне предложения. При этом проинфляционный вклад факторов спроса был близок к уровню I квартала 2025 г. и оставался значительно ниже уровней второго полугодия 2024 года (Рисунок 9).

**Рисунок 9. Декомпозиция роста цен\*, % к/к SAAR**



\* Используются данные Росстата по ИПЦ и физическим объемам розничных продаж по 45 категориям товаров и услуг с суммарным весом более 80% потребительской корзины. Идея метода основана на базовой модели совокупного спроса и предложения: если изменение цены ( $P$ ) и объема потребления ( $Q$ ) происходит разнородно, преимущественно причиной этих изменений считается сдвиг кривой предложения, при соправленной динамике – кривой спроса. В отличие от основного метода исходной статьи, удаление тренда не производится.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

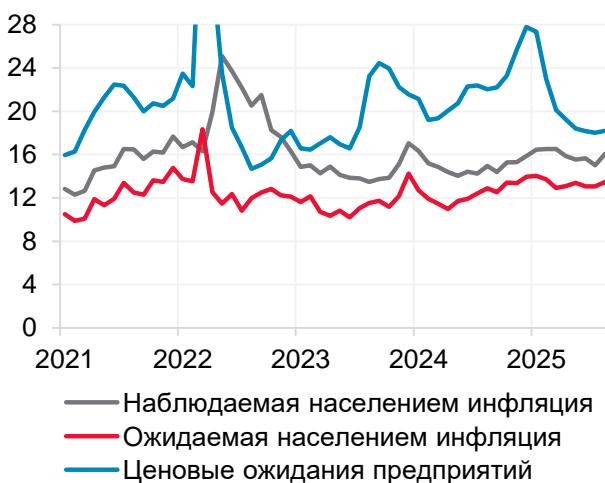
В августе рост цен производителей в обрабатывающей промышленности остался оклонулевым, однако в потребительских отраслях наметилось небольшое ускорение за счет продуктов и напитков. Опросные показатели (PMI, мониторинг предприятий Банка России, ИНП РАН) показывают различную динамику издержек и отпускных цен, при этом в целом они остаются относительно низкими. На фоне сезонного удешевления овощей и фруктов и удаления от периода существенной индексации тарифов на ЖКУ инфляционные ожидания и оценки наблюдаемой инфляции населением снизились до минимума за год (Рисунок 10).

Дополнительный вклад в рост цен внесут налоговые новации. Повышение с 2026 г. базовой ставки НДС до 22 с 20% затронет 2/3 наблюдаемой Росстатом корзины (Рисунок 11) и, по нашим оценкам, основанным в том числе на опыте 2019 г., добавит к ИПЦ около 0,6–0,8 п.п. с учетом неполного переноса в цены и вторичных эффектов. В основном это влияние проявится в I квартале 2026 г. сразу после повышения. Этот фактор носит ра-

<sup>2</sup> Sheremirov V. (2022). Are the Demand and Supply Channels of Inflation Persistent? Evidence from a Novel Decomposition of PCE Inflation. Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives. November 4, 2022.

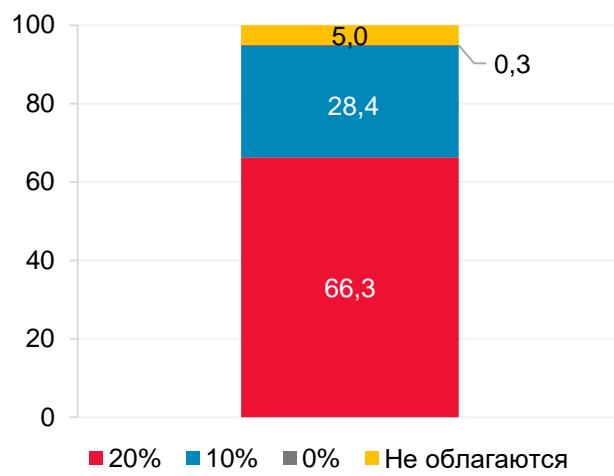
зовый характер и после его реализации окажет нейтральное или слабодезинфляционное влияние из-за сдерживания спроса. Реакция ДКП требуется только для минимизации вторичных эффектов на инфляцию через инфляционные ожидания.

**Рисунок 10. Инфляционные ожидания населения (% г/г) и предприятий (баланс ответов, % SA)**



Источники: Банк России, ООО «инфоМ».

**Рисунок 11. Доли различных ставок НДС внутри корзины Росстата в 2025 году, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 2. Экономическая динамика

Специфика текущего момента в отечественной экономике состоит в том, что агрегированный внешний спрос на товары российского экспорта снизился. Это выражается в уменьшении объемов экспорта как в натуральном, так и в стоимостном выражении. По ряду позиций (например, уголь, промышленные металлы, зерно) экспортные цены уменьшились, хотя, конечно, есть и исключения (например, удобрения, программное обеспечение), внешний спрос на которые, как и экспорт, увеличился.

Что касается агрегированного внутреннего спроса, то он продолжает расти. Особенно это заметно в потребительском сегменте и в ряде отраслей промышленности. Такая неоднородность экономической динамики приводит к тому, что перегрев (разрыв выпуска) в целом по экономике уходит оперативнее, чем в отраслях внутреннего спроса. Как следствие, общий рост цен в экономике замедляется быстрее, чем в потребительском сегменте.

Из-за данной структурной особенности текущего момента достижение цели по потребительской инфляции, вероятно, произойдет при более низких темпах роста ВВП, чем они были бы, если бы внешний спрос был стабилен или возрастал. Но это не будет означать избыточного охлаждения внутреннего спроса, а лишь будет отражать вычет из роста ВВП со стороны ухудшения условий внешней торговли. Такое ухудшение, если оно носит устойчивый характер, – это вычет из потенциального ВВП. Потенциальный ВВП при этом в целом останется на восходящей траектории за счет инвестиций и роста

производительности труда в других отраслях. И после того как он сравняется с достигнутым уровнем спроса, экономика перейдет на траекторию сбалансированного роста при устойчиво низкой инфляции.

## 2.1. Плавное замедление экономического роста продолжается

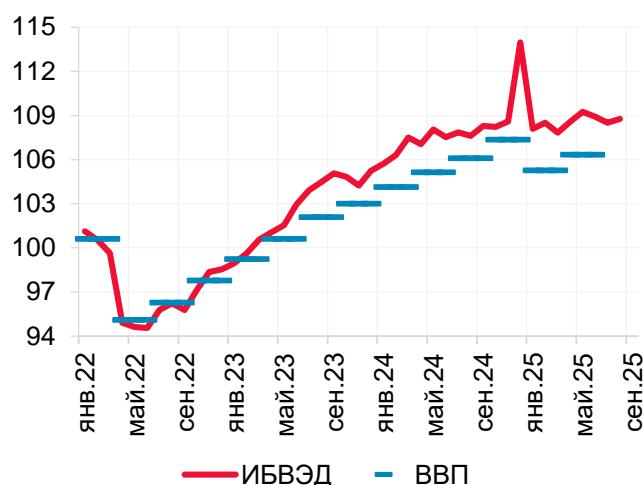
- Судя по данным оперативной статистики, постепенное замедление экономической активности продолжилось в III квартале (Рисунок 12). При этом динамика по секторам оставалась разнородной. Высокий уровень выпуска поддерживается в отраслях, ориентированных [на государственный спрос](#), в то время как частный внутренний спрос характеризовался более сдержанной динамикой, а внешний оставался пониженным.
- В середине III квартала значительно выросли отдельные инвестиционные отрасли. Потребительские отрасли промышленности в целом стабилизировали выпуск продукции. Промежуточные отрасли (в том числе ориентированные на внешний спрос) в основном демонстрировали некоторое снижение (Рисунок 15).
- [Данные опросов](#) (ИНП РАН, PMI, ИБК Банка России) зафиксировали ухудшение динамики внутреннего спроса и сокращение экспортных заказов в конце III квартала (Рисунок 13). Ухудшение оценок текущей ситуации отчасти объяснялось действием разовых факторов, сокративших выпуск в добыче (Рисунок 14), нефтепереработке, оптовой торговле и грузообороте<sup>3</sup>.
- Эффект от жесткой ДКП в динамике потребления проявляется пока в большей мере через повышенную норму сбережений. Например, доля предпочтитающих откладывать, несмотря на снижение ставок, достигла максимума с 2023 г. (Рисунок 17). При этом повышенная сберегательная активность сочетается с дальнейшим увеличением потребления (Рисунок 16). Оно происходит за счет высокого роста трудовых доходов из-за сохраняющегося значительного дефицита на рынке труда.
- Уровень безработицы в августе обновил очередной исторический минимум (Рисунок 18). В результате сохраняется высокая конкуренция за кадры даже на фоне охлаждения активности во многих секторах, а темпы роста реальных заработных плат остаются высокими (+0,9% м/м SA в июле). При этом данные опросов<sup>4</sup> и резкое охлаждение рекрутинговой активности указывают на перспективы постепенной нормализации ситуации на рынке труда в обозримом будущем (Рисунок 19). Это должно сблизить темпы роста заработных плат и производительности труда, что является необходимым условием закрепления низкой инфляции.

<sup>3</sup> Ремонты на НПЗ, перебои в поставках продукции ТЭК и другие экспортные ограничения (перестройка логистики из-за тарифной политики США в отношении цветной металлургии).

<sup>4</sup> В сентябре прогнозы изменения численности персонала в конъюнктурных опросах ИНП РАН продолжили набирать пессимизм, а зарплатные планы опустились до ковидных минимумов. Часть автопроизводителей анонсировали переход на сокращенную рабочую неделю, а, согласно данным PMI, занятость в обработке в сентябре продолжила снижаться за счет закрытия вакансий уволившихся работников.

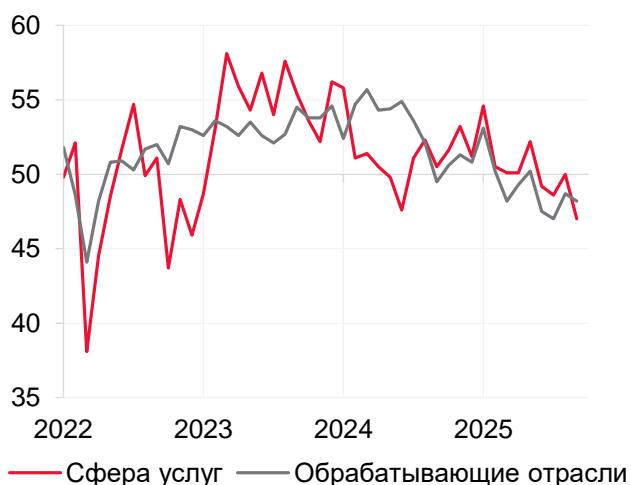
Новые бюджетные проектировки, по нашей оценке, в целом нейтральны для динамики экономической активности. Они приведут лишь к дополнительному перераспределению ресурсов и спроса в экономике: более высокий объем бюджетных расходов будет профинансируется за счет увеличения налоговой нагрузки. При этом для траектории инфляции важно, что в проектировках заложено возвращение объема расходов к параметрам, определяемым по бюджетному правилу. Это означает, что в 2026 г. устойчивое дезинфляционное влияние бюджета усилятся, что будет способствовать достижению цели по инфляции, даже с учетом разовой добавки в рост цен от повышения ставки НДС.

**Рисунок 12. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100**



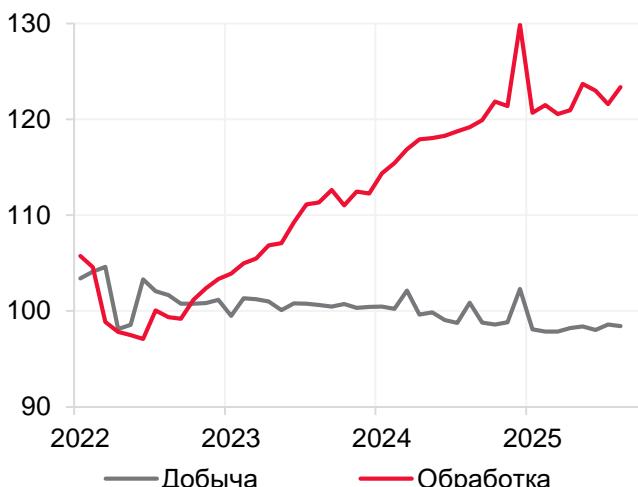
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 13. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.**



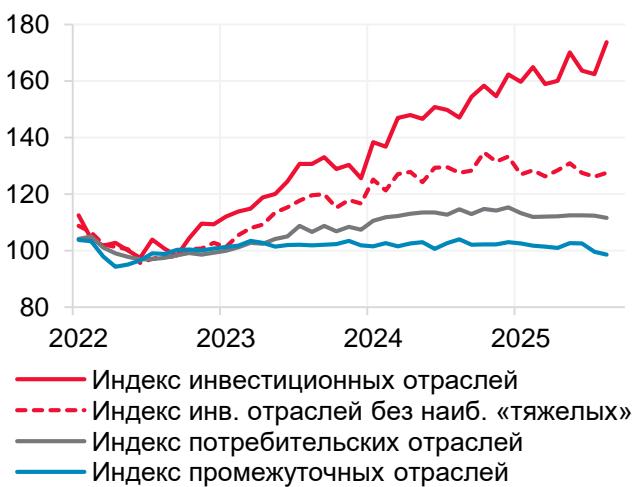
Источник: S&P Global.

**Рисунок 14. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство, 2021 г. = 100, SA, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП

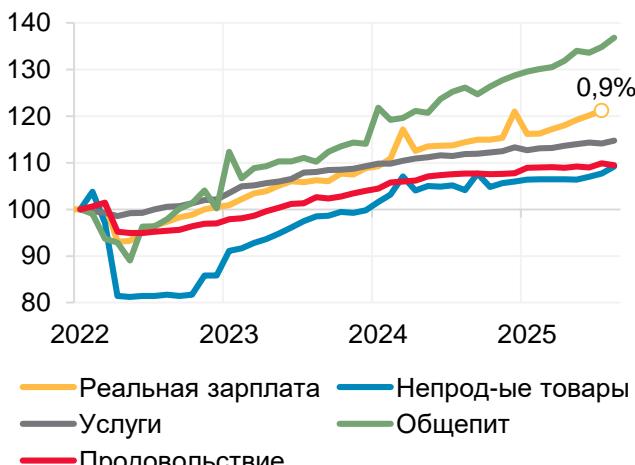
**Рисунок 15. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, 2021 г. = 100, SA, %<sup>5</sup>**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>5</sup> Под наиболее тяжелыми в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

**Рисунок 16. Динамика оборота розничной торговли, сегментов услуг и общепита и реальной зарплаты, январь 2022 г. = 100, SA, %**



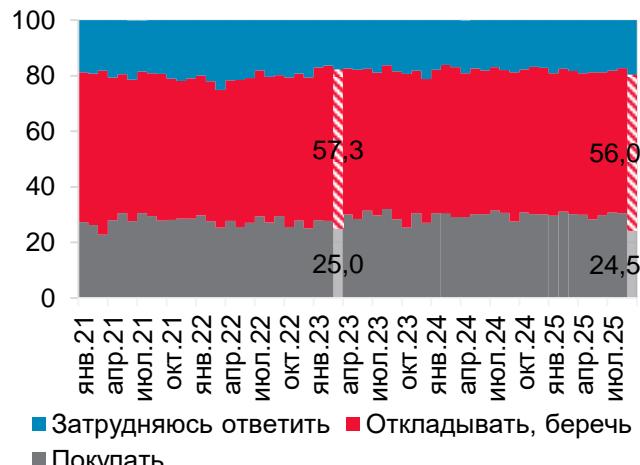
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 18. Уровень безработицы, %**



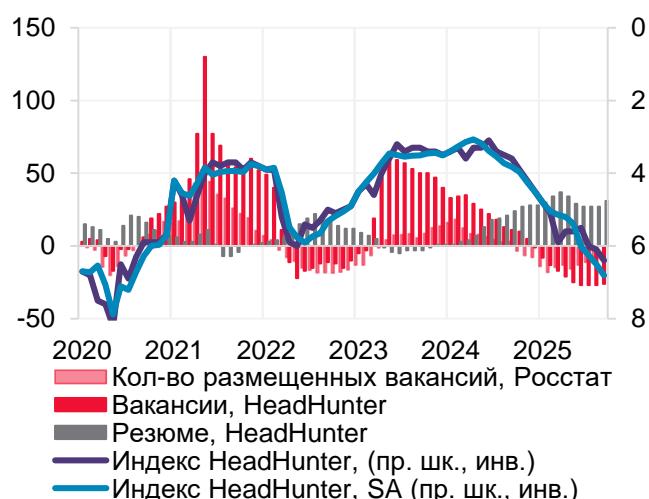
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 17. «Как сейчас лучше распоряжаться свободными деньгами: откладывать, беречь или покупать на них дорогостоящие товары?», %**



Источник: ООО «инФОМ».

**Рисунок 19. Количество резюме, вакансий (%), г/г) и индекс HeadHunter**



Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

## 2.2. Оживление корпоративного кредитования

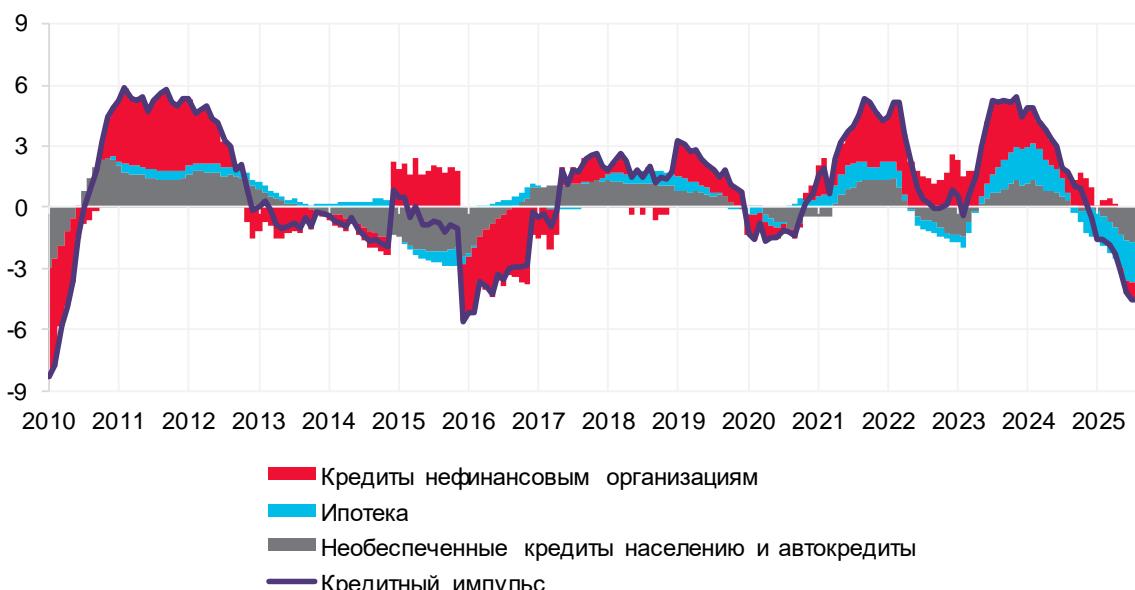
- В августе вклад кредитования в динамику совокупного спроса практически не изменился. Кредитный импульс в корпоративном сегменте продолжил снижение из-за более сдержанного роста требований по сравнению с рекордными темпами первых 10 месяцев прошлого года. Вместе с тем на фоне смягчения денежно-кредитных условий импульс в ипотеке немного вырос, а в прочих сегментах розничного кредитования не изменился (Рисунок 20).
- Рост корпоративных требований с исключением влияния валютной переоценки ускорился до 1,4 с 1,3% м/м SA в июле (Рисунок 21). Это объясняется увеличением

темпа роста рублевых требований к нефинансовым организациям на фоне снижения ставок и некоторого оживления деловой активности – до 1,2 с 0,8% м/м SA. Прирост требований к финансовым организациям остался на высоком июльском уровне – 1,9% м/м SA. В целом рублевые корпоративные требования увеличиваются медленнее, чем в 2024 г., однако текущие темпы превышают средние значения 2016–2019 годов. Кроме того, в августе активно росли валютные требования – в частности, кредиты сырьевым компаниям и отдельным финансовым организациям.

- Объем требований к домашним хозяйствам в августе вернулся к росту, но был небольшим (+0,2% м/м SA). Темп роста ипотечного портфеля держится выше среднего уровня за IV квартал 2024 – II квартал 2025 г. (Рисунок 22). При этом увеличение отмечается и в льготном, и в рыночном сегментах, что может быть связано с ожиданием дальнейшего смягчения ДКП.
- Рост портфеля автокредитов в августе немного ускорился (Рисунок 23), что согласуется с наблюдающимся оживлением спроса на рынке автомобилей. Темпы роста портфеля кредитных карт по-прежнему отстают от паттернов прошлых лет: на фоне низкого аппетита к риску и действия макропруденциальных лимитов банки стремятся привлекать новых клиентов с ПДН ниже 50% и средние лимиты по новым картам, по данным БКИ, снизились на 0,6%.

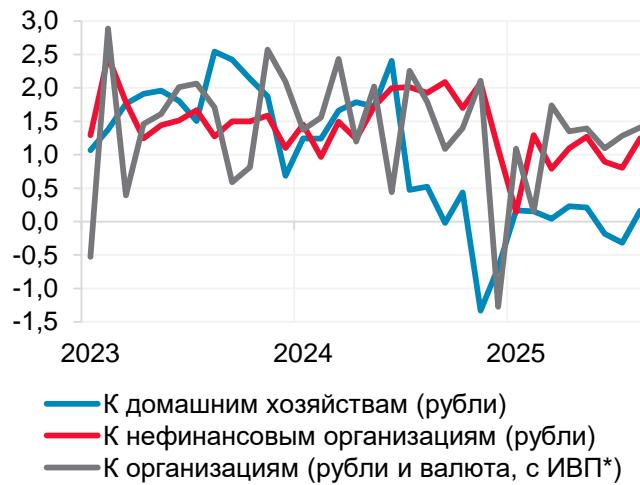
Рост денежной массы в августе замедлился до 0,8 с 1,5% м/м SA, широкой денежной массы – до 0,8 с 1,9% м/м SA (Рисунок 24). Важными факторами замедления динамики стало уменьшение объема требований к нерезидентам, а также некоторое сокращение объема чистых требований к органам государственного управления. При этом поддержка экономике и влияние на денежную массу со стороны бюджета остаются заметными. По предварительной оценке, в сентябре месячный рост широкой денежной массы с исключением валютной переоценки замедлился, а годовой рост снизился.

**Рисунок 20. Кредитный импульс, % от ВВП**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

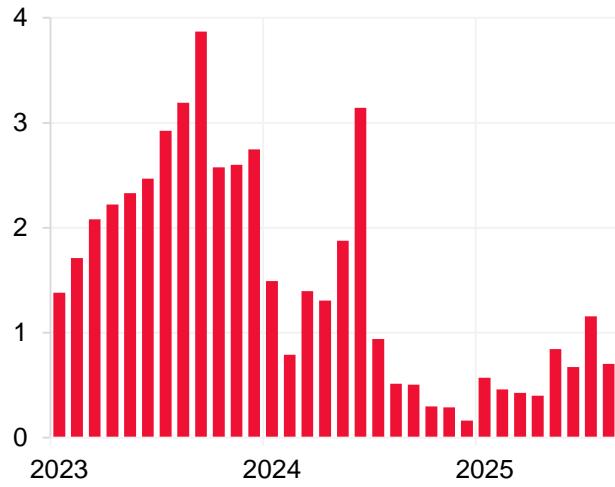
**Рисунок 21. Требования к домашним хозяйствам и организациям, % м/м SA**



\* ИВП – исключение валютной переоценки.

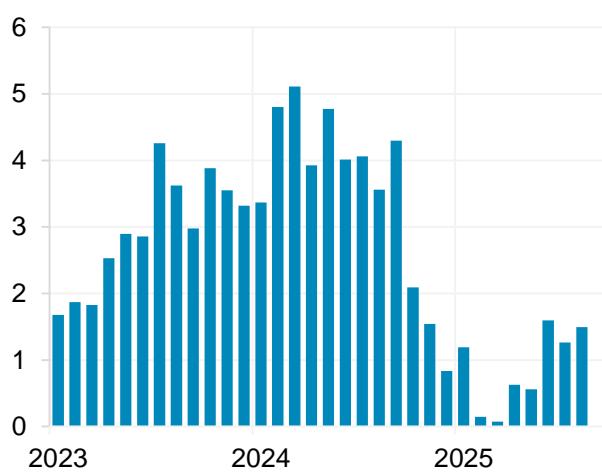
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 22. Прирост ипотечного портфеля с корректировкой на секьюритизацию, % м/м SA**



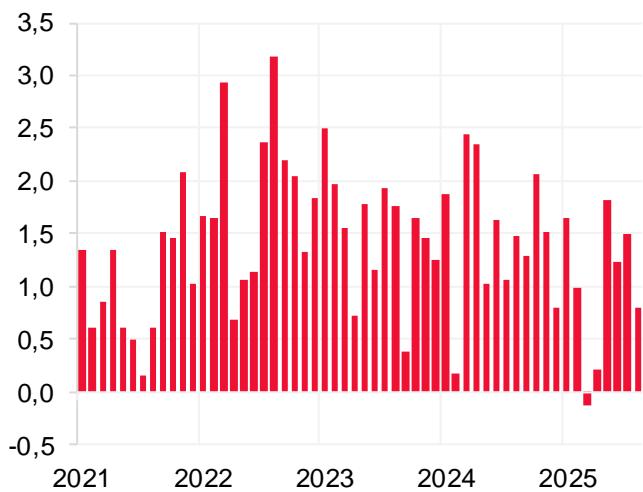
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 23. Портфель автокредитов, % м/м SA**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 24. Денежный агрегат М2, % м/м SA**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### 3. Финансовые рынки

В сентябре – начале октября российские финансовые рынки находились под давлением продавцов. На цены акций и облигаций неблагоприятно повлияли геополитические новости, пересмотр ожиданий участников рынка в сторону более плавного смягчения ДКП, а также налоговые новации. Несколько возросла волатильность валютного курса рубля.

### 3.1. Рынки не ждут быстрого снижения ключевой ставки

- Денежно-кредитные условия к началу октября ужесточились по сравнению с началом сентября. В сентябре Банк России снизил ключевую ставку меньше, чем ожидали участники финансового рынка.
- Рынки пересмотрели вверх ожидаемую траекторию ключевой ставки. Так, в стоимость процентных свопов не закладывается ее понижение на ближайшем заседании, к концу 2025 г. инвесторы не ждут ключевую ставку ниже 16% (Рисунок 26). На этом фоне кривая доходностей ОФЗ поднялась на 92–122 б.п. относительно уровней, достигнутых после 12 сентября – даты объявления решения по ставке (Рисунок 25). Наиболее заметно выросли доходности средне- и долгосрочных ОФЗ, так как бюджетные корректировки на 2025 г. предполагают увеличение плана заимствований сразу на 2,2 трлн рублей. Кроме того, инвесторы отреагировали на повышение недельных приростов цен в сентябре – начале октября и сильную статистику по рынку труда, которая может указывать на ослабление дезинфляционных трендов.
- Рост реальных доходностей ОФЗ-ИН отставал от увеличения номинальных доходностей ОФЗ, что привело к повышению оценок вмененной инфляции (на трехлетнем горизонте она выросла до 4,5%). В то же время кредитные спреды расширились почти во всех рейтинговых эшелонах, так как доходности корпоративных облигаций выросли сильнее в сравнении с доходностями ОФЗ с аналогичной дюрацией.
- Минфин России полностью выполнил индикативный план по размещениям ОФЗ в III квартале, разместив бумаги почти на 1,56 трлн руб. (по номиналу). При этом спрос на аукционах в конце августа и сентябре снизился, инвесторы получили повышенные премии к доходностям на вторичном рынке. С учетом рассматриваемого увеличения плана заимствований на 2025 г. до 6,98 трлн руб. он выполнен на 55%<sup>6</sup>. В связи с этим инвесторы ожидают крупных размещений флоатеров (ОФЗ-ПК) до конца года.
- В условиях увеличения стоимости рублевых заимствований компании вернулись к практике размещения флоатеров и продолжали активно размещать квазивалютные облигации<sup>7</sup>. В сентябре размещенный объем корпоративных облигаций и цифровых финансовых активов (ЦФА) составил 1,2 трлн руб., что сопоставимо с результатами июня – августа<sup>8</sup> (Рисунок 27). В то же время нетто-размещения (за вычетом погашений) снизились до 0,3 трлн руб., что является минимумом с января

<sup>6</sup> Выручка от размещений ОФЗ без учета накопленного купонного дохода по состоянию на 10 октября.

<sup>7</sup> Инвестирование и выплаты по бумагам производятся в рублях, но в привязке к курсу иностранной валюты.

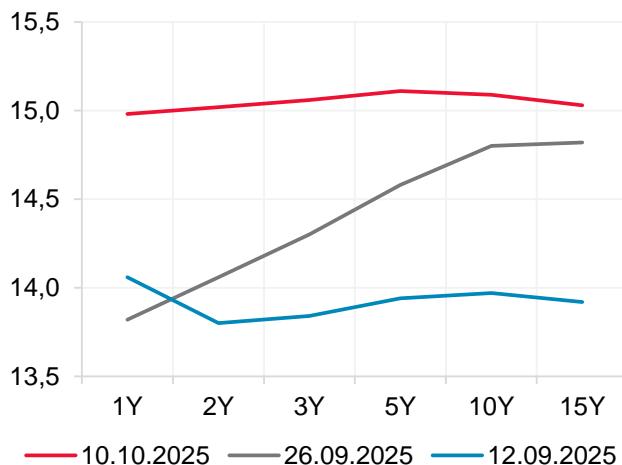
<sup>8</sup> Расчеты на основе данных Cbonds без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком до погашения менее 1 месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России на дату размещения и погашения.

2025 года. Около половины от размещенного объема облигаций пришлось на рублевые бумаги с фиксированным купоном, однако крупные эмитенты предлагали флоатеры, которые были размещены с минимальной премией к ключевой ставке в этом году. Кроме того, повышенным спросом среди инвесторов пользовались квазивалютные облигации экспортёров, валовый объем размещения которых в сентябре был рекордным за все время наблюдений.

- В сентябре рубль оказался в среднем несколько слабее к ключевым валютам. Но их обменные курсы к рублю остаются в нижней части диапазона значений за последние два года. В сентябре средний курс доллара США вырос с 80,16 до 82,96 руб., а юаня – с 11,13 до 11,61 рубля. Волатильность обменного курса рубля остается повышенной из-за напряженного геополитического фона (Рисунок 28).
- Мировые финансовые рынки настроены на дальнейшее снижение ставки ФРС с текущих 4,00–4,25 до 3,50–3,75% к концу года<sup>9</sup>, несмотря на повышенное инфляционное давление. В августе уровень безработицы в США достиг максимума с конца 2021 г., число созданных рабочих мест также остается невысоким. На этом фоне доходности 10-летних государственных облигаций США с начала сентября опустились с 4,24 до 4,05%, а доллар США продолжил ослабевать к основным валютам.
- В этом году инвесторы не ожидают от ЕЦБ снижения процентных ставок. В сентябре годовая инфляция в еврозоне выросла с 2,0 до 2,2% и превысила целевой уровень ЕЦБ, причем базовая инфляция была по-прежнему на уровне 2,3%. Кроме того, рынки обеспокоены бюджетной устойчивостью отдельных крупных стран еврозоны из-за значительных бюджетных дефицитов, которые в основном финансируются государственными заемствованиями. На этом фоне доходности 10-летних государственных облигаций Германии с начала сентября оставались вблизи 2,7%, Франции – около 3,5%.
- Ситуация на финансовых рынках СФР неоднородная. С одной стороны, ожидания более быстрого снижения ставки ФРС США временно поддержали спрос на рисковые активы. В начале октября доходности государственных облигаций Бразилии и Мексики уменьшились почти на 30 б.п. (до 13,8 и 8,6% соответственно) относительно уровней начала сентября, однако впоследствии они скорректировались вверх до прежних значений. С другой стороны, доходности государственных бумаг Китая и Индии немного выросли из-за неопределенности относительно торговых соглашений с США.

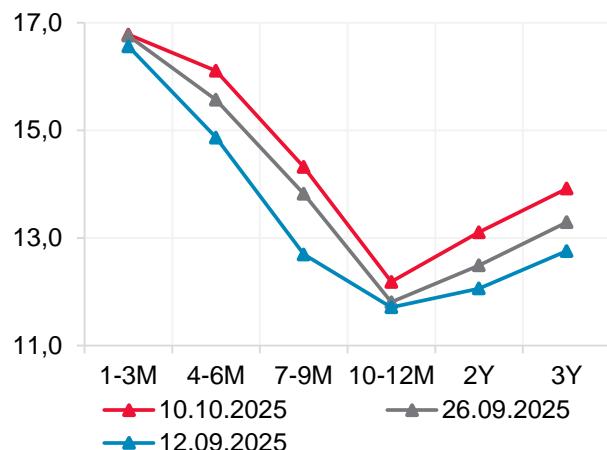
<sup>9</sup> Данные СМЕ FedWatch.

**Рисунок 25. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых**



Источник: ПАО Московская Биржа.

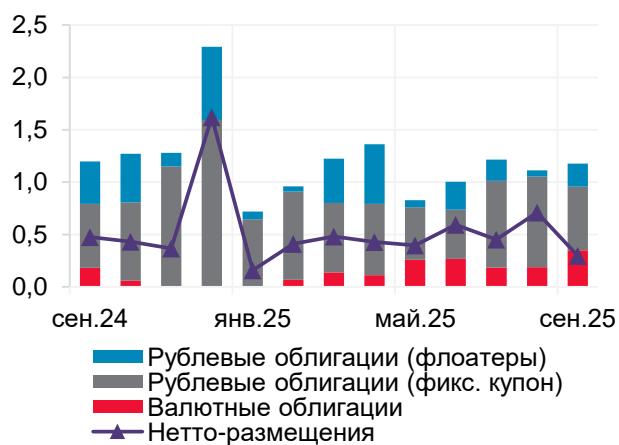
**Рисунок 26. Ожидания по ключевой ставке из процентных свопов, % годовых**



Примечание. Рассчитано по фиксированным ставкам процентных свопов IRS RUB против RUB KEYRATE (МБ СПФИ) с очисткой от капитализации процентов и без очистки от премии за срок.

Источники: Банк России, Cbonds.

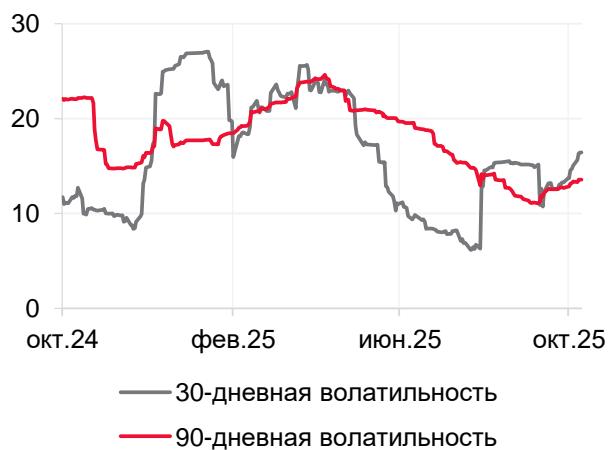
**Рисунок 27. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.**



Примечание. Учитывались бумаги со сроком до погашения/оферты более 1 месяца.

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

**Рисунок 28. Волатильность официального курса доллара США к рублю, %**



Источник: Банк России.

### 3.2. Страны ОПЕК+ продолжили выходить из ограничений на добычу

- С начала сентября цены сырьевых товаров демонстрировали разнонаправленную динамику. Общее понижательное давление на котировки сырьевых товаров в начале октября оказала эскалация торговой напряженности между США и Китаем. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg с 1 сентября по 10 октября вырос на 1% за счет роста котировок промышленных и драгоценных металлов на 5 и 14% при

снижении цен на сельскохозяйственные и энергетические товары на 4 и 5% соответственно (Рисунок 29). Спрос на драгоценные металлы как защитные активы усилился из-за возросших геополитических рисков и снижения привлекательности государственных облигаций развитых стран на фоне смягчения ДКП в них. Цена на нефть марки Urals<sup>10</sup> уменьшилась на 5%, до 59 долл. США / барр., а природный газ на крупном европейском хабе подешевел на 1%, до 32 евро / МВт·ч (Рисунок 30).

- Композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта Центра цено-вых индексов Газпромбанка<sup>11</sup> снизился на 2% из-за преобладающей доли нефти в структуре и отсутствия в индексе котировок металлов. Понижательный вклад в изменение индекса внесли цены на нефть, природный газ, пшеницу и удобрения. Сдержало сокращение композитного индекса повышение цен на нефтепродукты, уголь и подсолнечное масло.
- Страны ОПЕК+ с октября начали постепенно выходить из добровольных ограничений, действовавших с апреля 2023 г. (объем: 1,66 млн б/с, в том числе 0,5 млн б/с у России). Участники ОПЕК+ отметили перспективы роста мировой экономики и благоприятное состояние нефтяного рынка, в частности низкий уровень мировых запасов нефти. При этом в условиях сезонного сокращения спроса на жидкое топливо страны ОПЕК+ замедлят темпы наращивания добычи нефти в октябре – ноябре до 0,14 млн б/с с 0,55 млн б/с в августе – сентябре.
- Ведущие энергетические агентства ухудшили прогнозы состояния рынка жидкого топлива. Минэнерго США, Международное энергетическое агентство (МЭА) и BloombergNEF прогнозируют расширение излишка жидкого топлива на рынке до 2,7 млн б/с в IV квартале 2025 г. и ускоренный рост запасов (Рисунок 31, Рисунок 32). В этих условиях важную поддержку рынку обеспечивает Китай, активно наращивающий стратегические и коммерческие нефтяные запасы (Рисунок 33). По оценкам МЭА, в II квартале 2025 г. на Китай пришлось более 90% прироста мировых запасов нефти.
- Увеличение добычи нефти странами ОПЕК+ может привести к вытеснению ряда производителей с высокой себестоимостью добычи – сланцевой нефти и нефтеносных песков, что поможет сбалансировать рынок. Сокращение цен на нефть ниже уровня прибыльности<sup>12</sup> добычи сланцевой нефти (60 долл. США / барр. против 63 долл. США / барр.) вынудило американских сланцевых производителей снизить буровую активность, сократить часть сотрудников буровых бригад и пересмотреть инвестиционные планы на 2026 год. По оценкам Минэнерго США и ОПЕК, добыча нефти в США может уменьшиться в 2026 г. на 0,1 млн б/с.
- Европейские страны подготовились к новому отопительному сезону лучше, чем многие ожидали, что вызвало снижение котировок голубого топлива. Рекордные закупки СПГ в 2025 г. помогли заполнить подземные газовые хранилища к началу октября на 85% при требуемых 90% к 1 ноября (Рисунок 34).

<sup>10</sup> На базисе CIF в порту Аугуста.

<sup>11</sup> Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

<sup>12</sup> С учетом капитальных затрат.

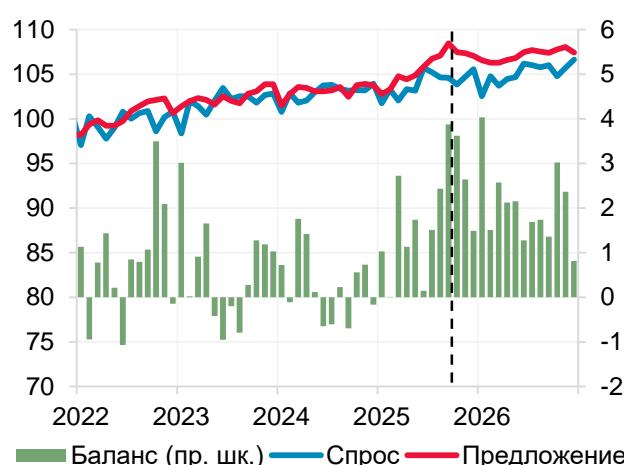
- Среди сельскохозяйственных товаров в наибольшей степени подешевели пшеница, соевые бобы и сахар вследствие улучшения прогнозов по урожаю в крупных странах-производителях.
- Котировки большинства цветных металлов выросли<sup>13</sup> на фоне сокращения производственных планов Китая на 2025–2026 гг.<sup>14</sup> в рамках усилий по сдерживанию избыточного предложения. Дополнительный импульс ценам придали перебои поставок меди и олова из Индонезии. Котировки меди на Лондонской бирже приблизились к многолетним максимумам из-за внеплановой остановки работы крупного рудника в Индонезии, причем восстановление производства может затянуться до 2027 года.

**Рисунок 29. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2025 = 100)**



Источники: *Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.*

**Рисунок 31. Основные показатели мирового рынка жидких углеводородов, млн б/с**



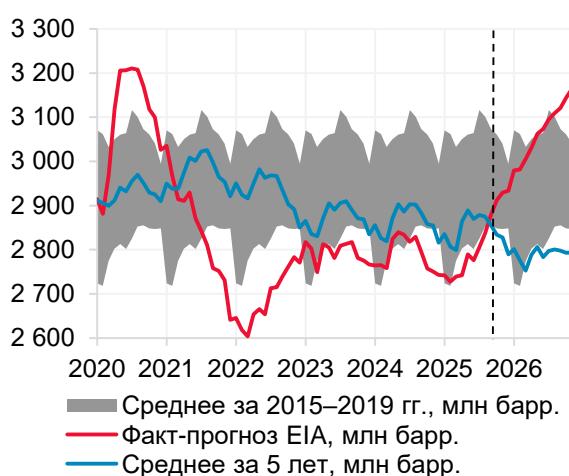
Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

**Рисунок 30. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе**



Источники: *Investing.com, расчеты ДИП.*

**Рисунок 32. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР**



Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

<sup>13</sup> Цены на цинк и олово выросли на 6%, алюминий и медь – на 5%.

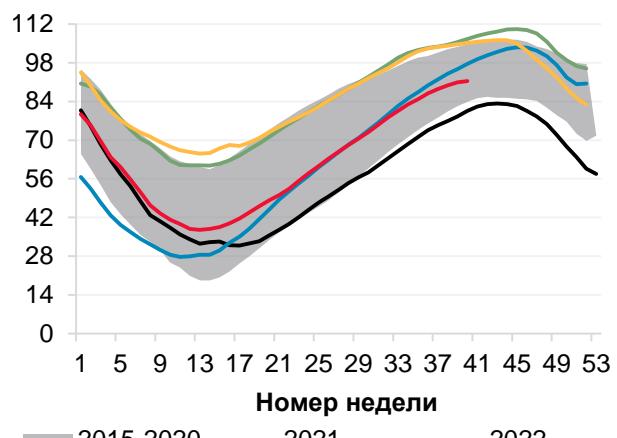
<sup>14</sup> Средние темпы роста производства 10 основных цветных металлов в Китае снижены с 5,0 до 1,5%.

**Рисунок 33. Запасы нефти Китая на суше, млрд барр.**



Источники: Kpler, Bloomberg.

**Рисунок 34. Запасы природного газа в ПХГ стран ЕС, млрд куб. м**



Источники: Bruegel, расчеты ДИП.

## В фокусе. О чём говорят устойчивые показатели инфляции?

- Центральные банки на регулярной основе различными методами оценивают уровень устойчивого инфляционного давления, очищенный от влияния разовых и временных факторов. На практике ни один показатель устойчивого роста цен не может рассматриваться как единственно верный, наилучший. Каждый из показателей имеет свои сильные и слабые стороны в зависимости от той или иной ситуации.
- Решения по денежно-кредитной политике должны приниматься с пониманием, что метрики ненаблюдаемых показателей, к которым относятся в том числе индикаторы устойчивого ценового давления, необходимо интерпретировать в совокупности и исходя из контекста значимых временных интервалов, а не отдельно взятых месяцев. Текущие оценки баланса среднесрочных рисков для ценовой стабильности на базе широкого спектра показателей устойчивого компонента ИПЦ указывают на то, что, вероятнее всего, инфляционное давление с поправкой на разовые и временные факторы еще не приблизилось к уровню 4%, хотя и существенно снизилось с конца 2024 года.
- Как следствие, скорость наблюдаемых дезинфляционных тенденций следует рассматривать как постепенную. Чтобы снижение месячных темпов роста цен продолжилось в ближайшие месяцы и кварталы решения по ДКП должны быть выверенными, осторожными и направлены на сохранение такой степени жесткости ДКУ, которая позволит закрепить тенденцию к замедлению роста цен и достичь его устойчивого снижения к цели в 2026 году.

На динамику индекса потребительских цен часто влияют различные факторы временного или разового характера. ДКП должна реагировать на них, только если они создают вторичные эффекты на инфляцию. При незаякоренных инфляционных ожиданиях всплески цен на отдельные товары или услуги повышают ожидания, что может транслироваться в дополнительный рост цен, на который реагирует центральный банк. Одна из его задач – очищать динамику цен от влияния временных и разовых факторов. Это дает лучшее понимание того, где находится устойчивое инфляционное давление, которое отражает действие всех принятых ранее решений по ДКП, других видов экономической политики и состояния совокупного спроса (разрыва выпуска). Оценки текущего и прогноз будущего уровня устойчивого давления – одни из наиболее важных показателей для принятия решений по ДКП.

Банк России регулярно рассчитывает и публикует ряд показателей инфляционного давления. Например, оценки трендовой инфляции на трех- и пятилетнем скользящем окне<sup>15</sup>, базовой инфляции методом исключения наиболее волатильных компонентов и методом усечения, а также медианы распределения по наиболее дезагрегированным

<sup>15</sup> Эконометрическая процедура оценивания реплицирована в соответствии с Cristadoro et al. (2005), расчет на трех- и пятилетнем скользящем окне (36 и 60 месяцев).

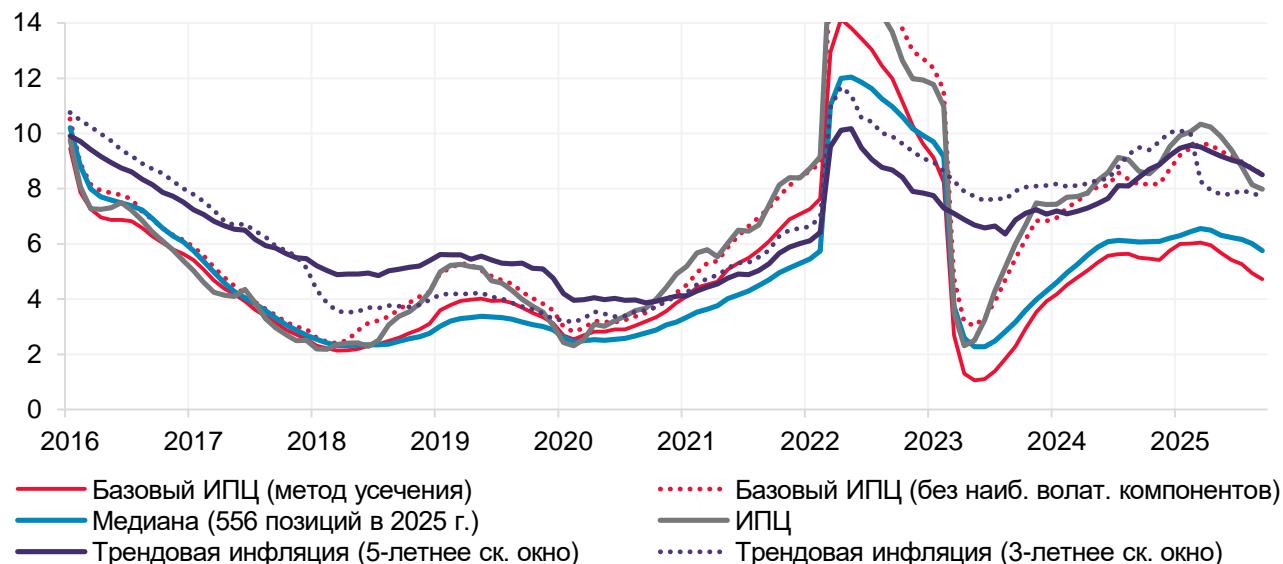
компонентам ИПЦ. Перечисленные показатели представляют собой различные подходы к выделению устойчивого компонента в динамике цен.

Мировая практика показывает, что идеальных метрик устойчивой инфляции нет. В силу своего построения показатели обладают различными характеристиками и в зависимости от ситуации могут давать разные сигналы.

Например, в период активного замедления роста цен 2016–2017 гг. показатели трендовой инфляции держались существенно выше большинства прочих индикаторов устойчивого роста цен и самого ИПЦ (Рисунок 35). В 2025 г. оценки трендовой инфляции демонстрируют схожую динамику. Они оставались в диапазоне 7,2–8,9% м/м SAAR (на трех- и пятилетнем скользящем окне). Снижение показателя с начала года составило в среднем около 0,5 п.п. и было гораздо меньшим, чем по многим другим показателям. В периоды, когда динамика цен ускорялась, трендовая инфляция также демонстрировала постепенный рост.

Базовый ИПЦ, рассчитанный методом усечения<sup>16</sup>, гораздо быстрее реагирует на изменения в динамике совокупного ИПЦ. Его особенность в российских реалиях в том, что он оказывается устойчиво ниже динамики совокупного ИПЦ. Это значит, что в правую часть усекаемого «хвоста» распределения (компоненты с максимальным ростом цен) очень часто попадают компоненты с большим весом в структуре ИПЦ, которые значительно влияют на динамику совокупного ИПЦ. Таким образом, именно этот показатель может в некоторые периоды занижать оценку уровня устойчивого инфляционного давления. Показатель, рассчитанный методом усечения, в последние месяцы держится стабильно ниже 4% и совокупного роста цен (SA).

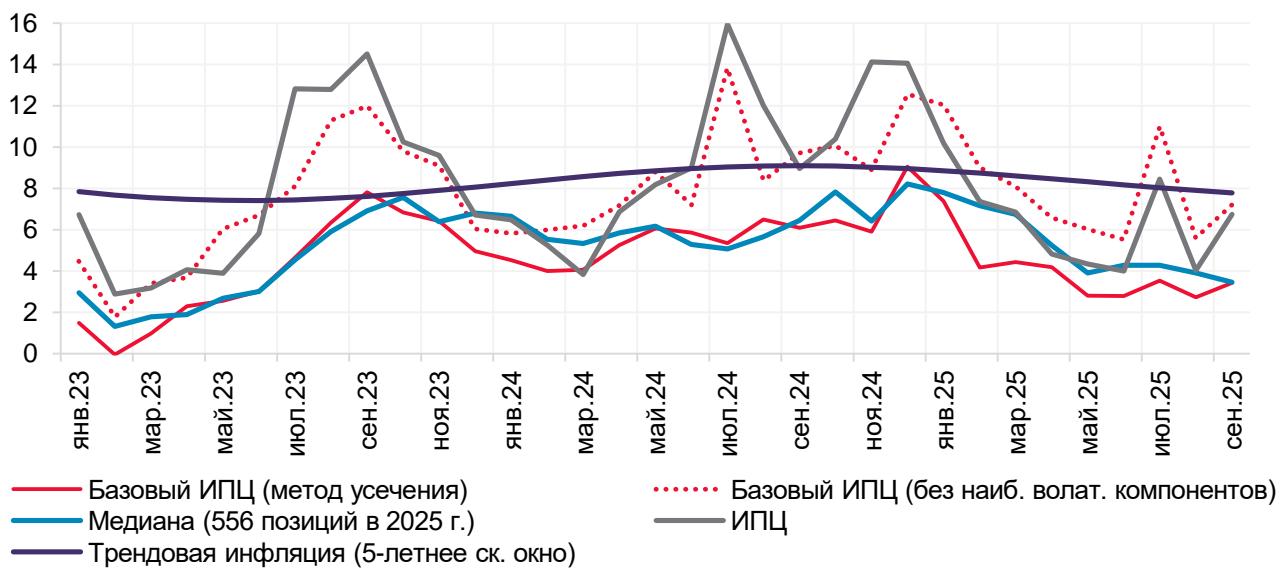
Рисунок 35. ИПЦ и устойчивые показатели роста цен, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>16</sup> Отсекаются «хвосты» месячного распределения – компоненты с самой высокой и низкой динамикой цен за месяц. Далее рассчитывается средняя или медиана из оставшихся компонентов.

Рисунок 36. ИПЦ и устойчивые показатели роста цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Ближе всего на истории за изменениями ИПЦ следовал базовый ИПЦ без наиболее волатильных компонентов, при этом показатель характеризовался и большей волатильностью. Мы рассчитываем этот показатель с учетом работы Банка Канады<sup>17</sup>. Доля исключаемых компонентов относительно совокупного числа агрегированных компонентов у нас сопоставима с оригинальной статьей: 19% (8 из 43) vs 15% (8 из 54). Отдельный интерес представляет состав наиболее часто исключаемых компонентов. Рассмотрим три периода: 2006–2014 гг. (период управляемого валютного курса), 2015–2021 гг. (переход к плавающему курсу и относительно невысокой инфляции) и 2022 – сентябрь 2025 г. (период постпандемийного шока и волатильного валютного курса) (Таблица 2).

Продовольственные товары наиболее часто исключались в период 2006–2014 гг., а к 2022–2025 гг. среди таких товаров остались только сахар, фрукты и овощи. Снижается и частота исключения цен на нефтепродукты с 60% в выборке 2006–2014 гг. до 18% в выборке 2022 – сентябрь 2025 г., что, вероятно, связано с введением демпферного механизма. Частота исключения прочих групп непродовольственных товаров, цены на которые зависят от динамики валютного курса, напротив, возросла с незначительной доли в период, когда колебания валютного курса были невелики, до 53–100%. Это означает, что действие эффекта переноса укрепления рубля в цены в динамике указанного показателя в 2025 г. в значительной степени вычищено. Базовый ИПЦ без наиболее волатильных компонентов в 2025 г. снижался, но не так сильно, как ИПЦ, и в последние

<sup>17</sup> Lafleche T., Armour J. (2006). Evaluating measures of core inflation // Bank of Canada Review. Основная идея метода – в исключении ежемесячно обновляемого набора наиболее волатильных компонентов, а не заданного набора, который может терять актуальность. Спорным аспектом этого подхода является необходимость заранее задавать точное число исключаемых компонентов. Мы, как и в оригинальной работе, используем 8 компонентов. Наши оценки в целом устойчивы, и вариант с 8 компонентами характеризуется наименьшей дисперсией (Рисунок 37).

месяцы (за исключением июля<sup>18</sup>) держался на уровне 5,5–6,0%. Таким образом, этот показатель сигнализирует о том, что устойчивое инфляционное давление уже существенно снизилось с очень высоких уровней конца 2024 г., но все еще остается серьезным относительно цели Банка России.

Значительное расхождение в уровне показателей устойчивой инфляции во многом определяется методологическими особенностями расчета показателей и в целом подтверждает, что сложно найти какой-то один идеальный показатель, который можно было бы использовать для оценки того, где в текущем моменте находится инфляционное давление. В нашем анализе нетронутым оказался пласт показателей, которые рассчитываются в рамках прогнозных моделей (КПМ или DSGE), используемых в Банке России. Тем не менее их динамика тоже может сильно различаться и существенно зависит от оценок большого количества наблюдаемых переменных (например, потенциальный уровень выпуска, его темпы роста и разрыв, оценка нейтральной ставки, инфляционные ожидания).

Все сказанное выше не означает, что центральные банки не должны прикладывать усилия для расчета показателей устойчивого инфляционного давления. Важно понимать их особенности расчета и при принятии решений опираться на их совокупную динамику, причем не за отдельный месяц, а за более длинные интервалы. Все показатели, рассмотренные нами выше, указывают на постепенное снижение устойчивого инфляционного давления в России на протяжении 2025 г. с высоких уровней конца 2024 года. Однако они сильно отличаются в оценке его текущего уровня. Вероятнее всего, инфляционное давление с поправкой на разовые и временные факторы еще не приблизилось к уровню 4%. Как следствие, скорость наблюдаемых дезинфляционных тенденций следует рассматривать как постепенную. Чтобы снижение месячных темпов роста цен продолжилось в ближайшие месяцы и кварталы, решения по ДКП должны быть выверенными, осторожными и направлены на сохранение такой степени жесткости ДКУ, которая позволит закрепить тенденцию к замедлению роста цен и достичь его устойчивого снижения к цели в 2026 году.

<sup>18</sup> В июле 2025 г. метрика показала значительный рост, так как в ее расчет вошли резко подорожавшие ЖКУ из-за особенностей методологии. Это несколько континтуитивный результат, так как индексация ЖКУ – это очевидный разовый фактор, а значит, должен быть исключен при расчете любой меры истинной инфляции. Однако цены на регулируемые тарифы не являются волатильными на окне в 245 месяцев, которое используется при расчете, а характеризуются разовыми сдвигами уровня цен. При расчете аналогичной метрики, но с ручным исключением ЖКУ получаем схожие результаты, выделяются только месяцы индексации ЖКУ (Рисунок 38).

**Таблица 2. Наиболее часто исключаемые компоненты при расчете базовой инфляции методом очистки от наиболее волатильных компонентов**

	2006–2014	2015–2021	2022–сен. 2025
Яйца	100%	100%	47%
Сахар	100%	100%	100%
Плодовоощная продукция, включая картофель	100%	100%	100%
Масло и жиры	73%	19%	29%
Сыр	72%	2%	0%
Молоко и молочная продукция	55%	0%	0%
Макаронные и крупуяные изделия	51%	98%	4%
Хлеб и хлебобулочные изделия	48%	0%	0%
Нефтепродукты	60%	32%	18%
Телерадиотовары	1%	64%	100%
Персональные компьютеры	1%	33%	56%
Электротовары и другие бытовые приборы	1%	29%	58%
Средства связи (телефоны, часы, наушники)	0%	0%	89%
Легковые автомобили	0%	0%	53%
Услуги связи	34%	0%	24%
Услуги пассажирского транспорта	23%	45%	4%
Услуги в сфере туризма	15%	100%	9%
Прочие услуги	0%	1%	96%

**Рисунок 37. Расчет базовой инфляции\* без различного числа компонентов**



\* Методом очистки от наиболее волатильных компонентов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

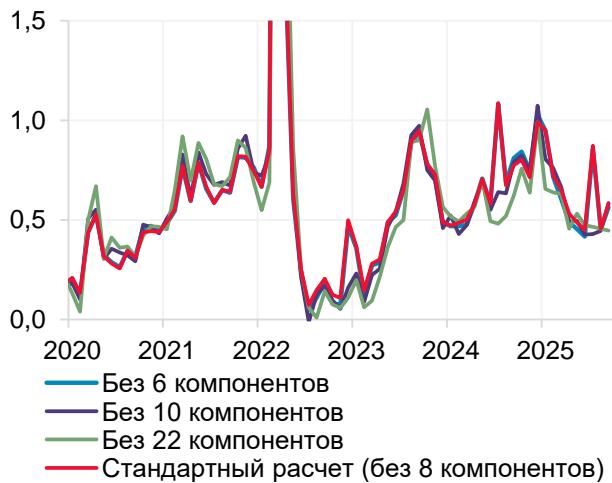
**Рисунок 38. Расчет базовой инфляции\* без ЖКУ**



\* Методом очистки от наиболее волатильных компонентов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 39. Расчет базовой инфляции\* без различного числа компонентов**



**Рисунок 40. Расчет базовой инфляции\* без ЖКУ**



\* Методом очистки от наиболее волатильных компонентов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Методом очистки от наиболее волатильных компонентов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Татьяна Кузьмина

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев