

10(192) МАЙ 2025

ИНФЛЯЦИЯ ЗАМЕДЛЯЕТСЯ, ОДНАКО ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ ОСТАЮТСЯ ВЫСОКИМИ

Горюнов Е.Л., к.э.н., заведующий лабораторией денежно-кредитной политики
Института Гайдара;

Трунин П.В., д.э.н., в.н.с. научного направления «Макроэкономика и финансы»
Института Гайдара;

Чембулатова М.Е., м.н.с. лаборатории денежно-кредитной политики
Института Гайдара

На заседании 25 апреля 2025 г. Банк России сохранил ключевую ставку на уровне 21% годовых. В апреле инфляция замедлилась до 10,2% с двухлетнего максимума в 10,3%, зафиксированного в марте. Однако инфляционное давление остается высоким. Замедление мирового экономического роста и снижение цен на нефть в случае эскалации напряженности в мировой торговле могут усилить проинфляционные риски в российской экономике в результате ослабления курса рубля.

25 апреля 2025 г. Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21,0% годовых¹, что совпало с ожиданиями большинства аналитиков². Таким образом, ставка остается неизменной с октября 2024 г., на максимальном уровне за весь период ее существования с 2013 г. В I квартале 2025 г. продолжилось замедление роста кредитования (объем потребительских кредитов сократился на 0,9% м/м в феврале и 0,3% м/м в марте, а прирост портфеля за предшествующие 12 месяцев снизился с 7,9 до 5,6%) и рост склонности населения к сбережениям (в марте средства населения на вкладах увеличились на 0,8%, или 0,5 трлн руб.)³.

Сохранение жесткой денежно-кредитной политики и укрепление рубля в феврале-марте привели к снижению инфляционных ожиданий впервые с сентября 2024 г. (в марте медианная оценка инфляционных ожиданий населения на годовом горизонте снизилась до 12,9%, на 5-летнем – до 12,1%)⁴. По мере замедления роста издержек снизились и ценовые ожидания предприятий. Годовая общая инфляция с поправкой на сезонность замедлилась с 12,9% в IV квартале 2024 г. до 8,3% в I квартале 2025 г., базовая инфляция – с 13,4 до 8,9%.

1 Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21,00% годовых // Банк России. 2025. URL: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=25042025_133000key.htm

2 ЦБ РФ снова сохранил ключевую ставку на уровне 21% // Интерфакс. 2025. URL: <https://www.interfax.ru/business/1022752>

3 О развитии банковского сектора Российской Федерации в марте 2025 г. // Банк России. 2025. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55576/razv_bs_25_03.pdf

4 Инфляционные ожидания и потребительские настроения // Банк России. 2025. URL: https://cbr.ru/Analytics/dkp/inflationary_expectations/Infl_exp_25-03/

Мониторинг экономической ситуации в России

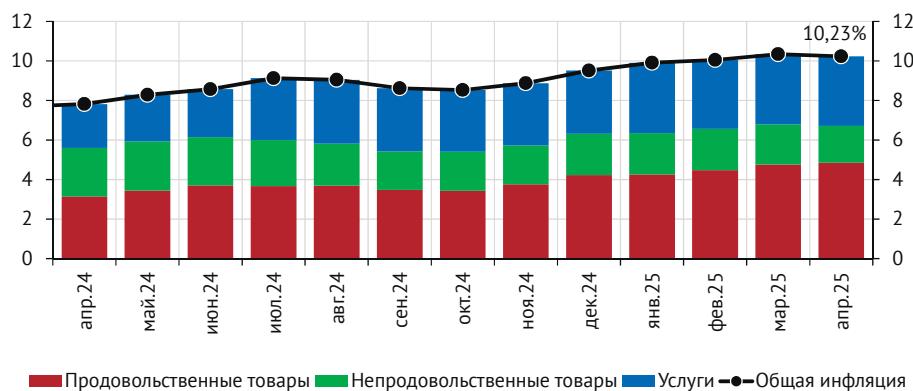


Рис. 1. Вклад компонент в потребительскую инфляцию за последние 12 месяцев, п.п.

Источник: Росстат.

Банк России смягчил сигнал о направленности денежно-кредитной политики с умеренно жесткого на нейтральный, подчеркнув, что сохранение жесткой монетарной политики возможно и при снижении ключевой ставки в случае снижения инфляционных ожиданий¹. Однако инфляционное давление остается повышенным. Важным фактором сохранения высокой инфляции выступает фискальная политика, поддерживающая расширение внутреннего спроса и денежного предложения (в марте вклад бюджетных операций в формирование денежного предложения сохранился на уровне января-февраля)².

В обновленном прогнозе ЦБ РФ в рамках базового сценария диапазон среднегодовой ключевой ставки на 2025 г. сужен до 19,5–21,5%, при этом центр диапазона остался на уровне февральского прогноза³. Прогноз среднегодовой инфляции на 2025 г. снижен с 9,1–9,8% до 9,0–9,6%. Средняя реальная ставка процента по-прежнему прогнозируется на уровне выше 10%. В рамках базового сценария предполагается снижение среднегодовой ключевой ставки до 13–14% в 2026 г., что обеспечит возвращение среднегодовой инфляции к 4,9–5,4% в 2026 г.

В апреле годовая инфляция за последние 12 месяцев составила 10,23%⁴ (рис. 1), снизившись на 0,11 п.п. с двухлетнего максимума в 10,34%, наблюдавшегося в марте. Основной вклад в инфляцию по-прежнему вносит рост цен на продовольственные товары – 4,85 п.п. (что согласуется с их наибольшим весом в потребительской корзине – 38,8%). Вклад услуг в годовую инфляцию уменьшился на 0,03 п.п. до 3,52 п.п., а непродовольственных товаров – на 0,17 п.п. до 1,87 п.п.

В апреле уровень потребительских цен увеличился на 0,4% по сравнению с марта. Основной вклад в месячную инфляцию (0,28 п.п.) обеспечил рост цен на продовольственные товары. Заметно ускорилось подорожание плодово-овощной продукции – до 1,48% после роста на 0,25% в марте, что добавило 0,08 п.п. к общей инфляции. Устойчивый вклад в инфляцию (0,02 п.п. в апреле)

1 Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Банк России. 2025. URL: https://cbr.ru/collection/collection/file/55866/dku_2504-34.pdf

2 Резюме обсуждения ключевой ставки // Банк России. 2025. URL: https://cbr.ru/dkp/mp_dec/decision_key_rate/summary_key_rate_12052025/

3 Среднесрочный прогноз Банка России // Банк России. 2025. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/175397/forecast_250425.pdf

4 Об оценке индекса потребительских цен в апреле 2025 // Росстат. 2025. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/70_16-05-2025.html

Инфляция замедляется, однако проинфляционные риски остаются высокими

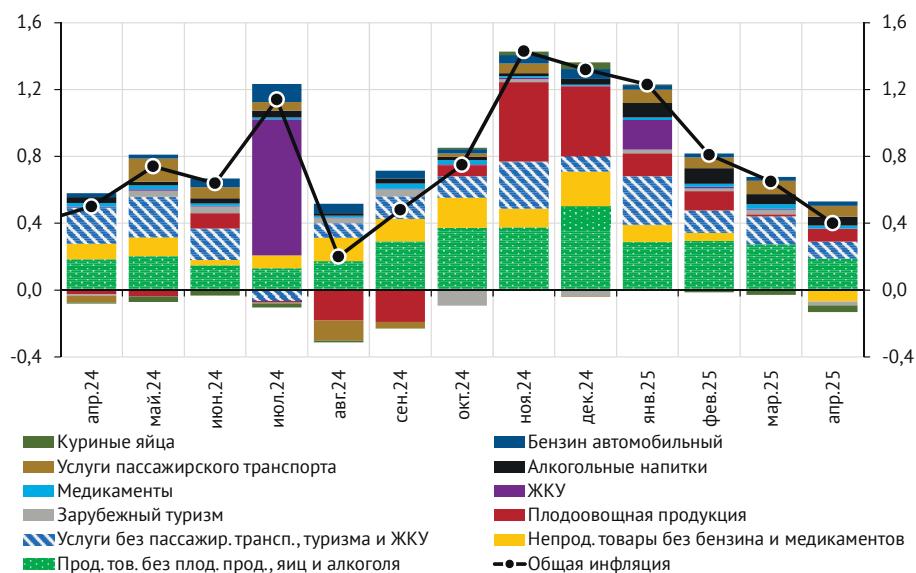


Рис. 2. Вклад отдельных компонент в инфляцию по отношению к предыдущему месяцу, п.п.

Источник: Росстат, расчеты авторов.

на протяжении последних месяцев вносит рост цен на рыбу и морепродукты, а также хлеб и хлебобулочные изделия. Кроме того, из-за повышения акцизов на спирт с 1 января 2025 г. продолжает дорожать алкогольная продукция¹ – рост цен на 1,28% в апреле добавил 0,05 п.п. к месячной инфляции. В годовом выражении вклад алкоголя в инфляцию достиг 0,5 п.п. при общем годовом росте цен на алкогольную продукцию на 12,97%.

Одновременно в апреле ускорилось снижение цен на куриные яйца с 3,98% в марте до 6,91%. Несмотря на их небольшой вес в потребительской корзине (0,59%), это привело к снижению инфляции на 0,04 п.п. Снижение цен на яйца в России обусловлено отменой импортной пошлины в 2024 г., увеличившей рыночное предложение². С начала года яйца подешевели на 12%, а с апреля 2024 г. – на 17,18%, что способствовало снижению годовой инфляции на 0,1 п. п. (рис. 2).

Снижение цен на непродовольственные товары в апреле на 0,07% привело к замедлению месячной инфляции на 0,02 п.п. В частности, из-за укрепления курса рубля электротовары подешевели на 2,6% и внесли отрицательный вклад в инфляцию в размере 0,02 п.п. В то же время цены на бензин выросли в апреле на 0,6%, а медикаменты подорожали на 0,9%, что добавило в месячную инфляцию 0,03 п.п. и 0,02 п.п. соответственно.

Вклад услуг в рост уровня цен по итогам апреля сократился с 0,28 п.п. до 0,15 п.п. из-за снижения стоимости услуг зарубежного туризма на 2,32%. Однако в апреле подорожали услуги пассажирского транспорта (2,98%), что привело к росту месячной инфляции на 0,07 п.п. Кроме того, сезонно выросли цены на гостиничные (3,18%) и санаторно-оздоровительные услуги (4,45%), но из-за их малой доли в потребительской корзине (0,4%) совокупный вклад ограничился 0,03 п.п.

1 Производители крепкого алкоголя спрогнозировали рост цен в 2025 году // РБК. 2025. URL: <https://www.rbc.ru/wine/news/673ca7639a794760324171fb>

2 Роспицесоюз пожаловался на снижение закупочных цен на яйца // РБК. 2025. URL: <https://www.rbc.ru/business/14/03/2025/67d31a339a794785d9e30b59>

Мониторинг экономической ситуации в России

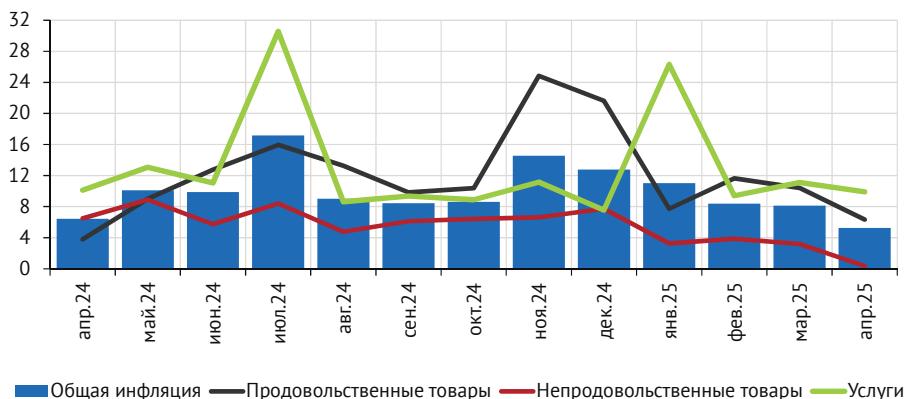


Рис. 3. Динамика общей инфляции и ее основных компонент, % с.к.г.

Источник: Росстат, расчеты авторов.

По нашим оценкам, сезонно скорректированная годовая инфляция (с.к.г.) в апреле уменьшилась до 5,26% (рис. 3), что значительно ниже уровней, наблюдавшихся в марте (8,13%) и феврале (8,38%). Таким образом, с ноября 2024 г. показатель демонстрирует устойчивую тенденцию к замедлению.

Основной причиной повышенной инфляции последних лет является превышение совокупного спроса над совокупным предложением. При этом в конце 2024 г. отклонение российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста было более значительным, чем предполагалось ранее, – Росстат повысил оценку темпа прироста ВВП в IV квартале 2024 г. до 4,5%, а в целом за 2024 г. до 4,3%. По оценкам ЦБ РФ, пик перегрева экономики в IV квартале 2024 г. был пройден, поскольку в I квартале 2025 г. положительный разрыв выпуска начал снижаться. Рост реального ВВП в I квартале 2025 г. на 1,4% г/г¹, по нашим оценкам, привел к сокращению разрыва выпуска на 1,6 п. п. до 0,1%, что стало одной из причин ослабления инфляционного давления в начале 2025 г.

По оперативным данным Министерства экономического развития РФ, за первые 12 дней мая общий уровень цен вырос на 0,08%, указывая на снижение ценового давления (инфляция в начале мая 2024 г. составляла 0,3%)². По мере накопления эффектов от ужесточения денежно-кредитных условий, замедления роста заработных плат и потребительского кредитования мы прогнозируем снижение инфляции до 8,34% в III квартале и до 6,99% в IV квартале 2025 г. Некоторое дезинфляционное давление может оказать также улучшение экономических условий в случае снижения геополитической напряженности.

При этом нарастание бюджетного дефицита остается проинфляционным фактором. В январе-апреле 2025 г. дефицит федерального бюджета составил 3,2 трлн руб. (1,5% ВВП), что на 2,1 трлн руб. больше, чем за аналогичный период 2024 г. Расходы федерального бюджета при этом выросли на 20,8% г/г до 15,5 трлн руб., что связано с авансированием расходных статей и сокращением нефтегазовых доходов (на 10,3% г/г) из-за снижения

1 О предварительной оценке динамики ВВП в I квартале 2025 года // Росстат. 2025. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vvp_16-05-2025.html

2 Предварительная оценка исполнения федерального бюджета в январе-апреле 2025 года // Министерство финансов Российской Федерации. 2025. URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39699-predvaritel'naya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_v_yanvare-aprele_2025_goda

Инфляция замедляется, однако проинфляционные риски остаются высокими

цен на нефть¹. Согласно принятым в апреле поправкам бюджетный дефицит в 2025 г. увеличен с 1,2 трлн руб. (0,5% ВВП) до 3,8 трлн руб. (1,7% ВВП)². Дополнительными проинфляционными рисками остаются напряженность на рынке труда, где рост зарплат опережает повышение производительности, а также потенциальное ослабление рубля в условиях снижения цен на нефть при эскалации напряженности в мировой торговле либо при ухудшении геополитической ситуации.

Таким образом, несмотря на снижение инфляционного давления в последние месяцы, проинфляционные риски остаются высокими, и быстрого смягчения ДКП в 2025 г. вполне может не случится.▲

1 О предварительной оценке динамики ВВП в I квартале 2025 года // Росстат. 2025. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vvp_16-05-2025.html

2 На заседании Правительства России одобрены изменения в показатели федерального бюджета на 2025 год // Министерство финансов Российской Федерации. 2025. URL: https://minfin.gov.ru/press-center/?id_4=39696-na_zasedanii_pравitelstva_rossii_odobreny_izmeneniya_v_pokazateli_federalnogo_byudzheta_na_2025_god