

### **Очевидный результат кредитно-денежной политики Банка России**

3 октября 2025г.

Вышедшая в среду статистика показала, что прирост основных компонентов ВВП страны во II квартале текущего года снизился по сравнению со II кварталом 2024 года: прирост расходов на конечное потребление снизился до 2,5% (по сравнению с 5,3%), а валового накопления основного капитала - до 1,0% (было 3,9%).<sup>1</sup> Да и данные очередного выпуска «Социально-экономического положения России» Росстата подтверждают тенденцию резкого замедления экономического роста – в течение первых восьми месяцев 2025 года прирост индекса выпуска товаров и услуг по базовым видам экономического деятельности составил 0,8% по сравнению с таким же периодом прошлого года (а в 2024 году было 5,6%, далее в скобках данные за 2024 год в сравнении с соответствующим периодом 2023 года), индекс промышленного производства - 0,8% (5,3%), оборот розничной торговли - 2,2% (8,9%). И только прирост сельскохозяйственного производства оказался на уровне 1,2%, в то время как в 2024 году он в течение августа-сентября сократился на 1,9%.<sup>2</sup>

При этом индикатор S&P Global Manufacturing PMI снизился до 48,2 пункта,<sup>3</sup> в сфере услуг (S&P Global Services PMI) и совокупный индекс (S&P Global Composite PMI, см. диаграмму 1) по итогам сентября также оказались хуже, чем в августе – 47,0 и 46,6 пункта соответственно.<sup>4</sup> Таким образом, если судить исключительно по российской статистике, то даже в этом случае не приходится говорить о мягкой посадке российской экономики. Скорее, это жесткая посадка, причем на брюхо. А опережающие индикаторы S&P показывают, что с начала года экономика страны замедляется, а в течение последних четырех месяцев уже наблюдается сжатие экономической активности (т.е., вполне возможно, что по итогам III квартала мы уже увидим либо нулевые, либо отрицательные темпы прироста - кстати, прирост ВВП с исключением

Арутюнян А.Т.,  
главный экономист  
[aarutyunyan@russ-  
invest.com](mailto:aarutyunyan@russ-invest.com)  
+7-495-3639380

**ПАО ИК РУСС-  
ИНВЕСТ**

<sup>1</sup> См.: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/152\\_01-10-2025.html](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/152_01-10-2025.html)

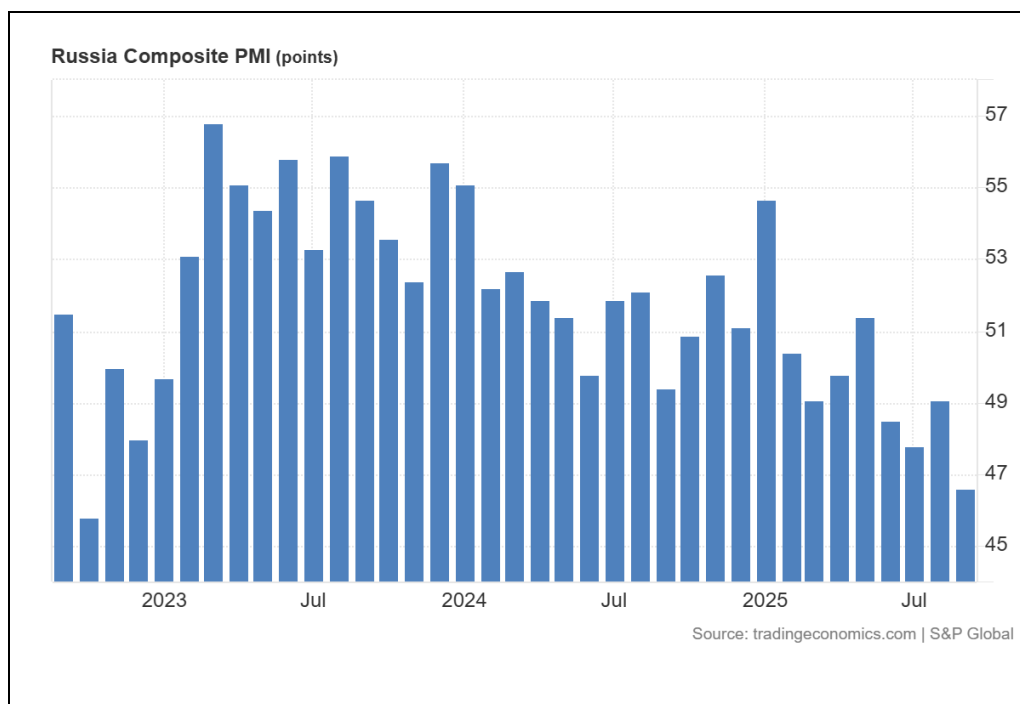
<sup>2</sup> См.: <https://rosstat.gov.ru/compendium/document/50801>

<sup>3</sup> См.: <https://tradingeconomics.com/russia/manufacturing-pmi>

<sup>4</sup> См.: <https://tradingeconomics.com/russia/composite-pmi>

сезонного фактора, по данным министерства экономического развития, в августе оказался как раз нулевым<sup>5</sup>).

Диаграмма 1. Динамика индикатора S&P Global Russia Composite PMI, 2022-2025гг.



Источник: <https://tradingeconomics.com/calendar>

Так что взвинчивание ключевой ставки Банком России в течение 2023-24гг. точно дало свой эффект, но не столько в виде замедления инфляции, сколько в виде резкого снижения экономического роста. И если кому-то наш вывод кажется ложным или несправедливым, то напомним, что, по последним данным, прирост инфляции год к году составляет 8,01%,<sup>6</sup> а в сентябре 2023 года (после начала цикла повышения ключевой ставки в июле того же года) по итогам сентября 2023 года инфляция составила 6,0% год к году.<sup>7</sup> Так что, взвинтив в свое время ставку до 21% годовых (с 7,5%, см. график 1) и сохраняя жесткую кредитно-денежную политику, Банк России не особенно-то и сбил инфляцию за последние два года (причем, 9 кварталов - это более чем достаточный срок для того, чтобы понять, сработал трансмиссионный механизм в отношении инфляции или нет), а вот экономику довел до ручки (и не стоит в качестве довода в пользу жесткой кредитно-денежной политики ссылаться на минимальную безработицу - безработица минимальна, потому что значительная часть рабочих рук ушла на СВО и в оборонную промышленность).

<sup>5</sup> См.:

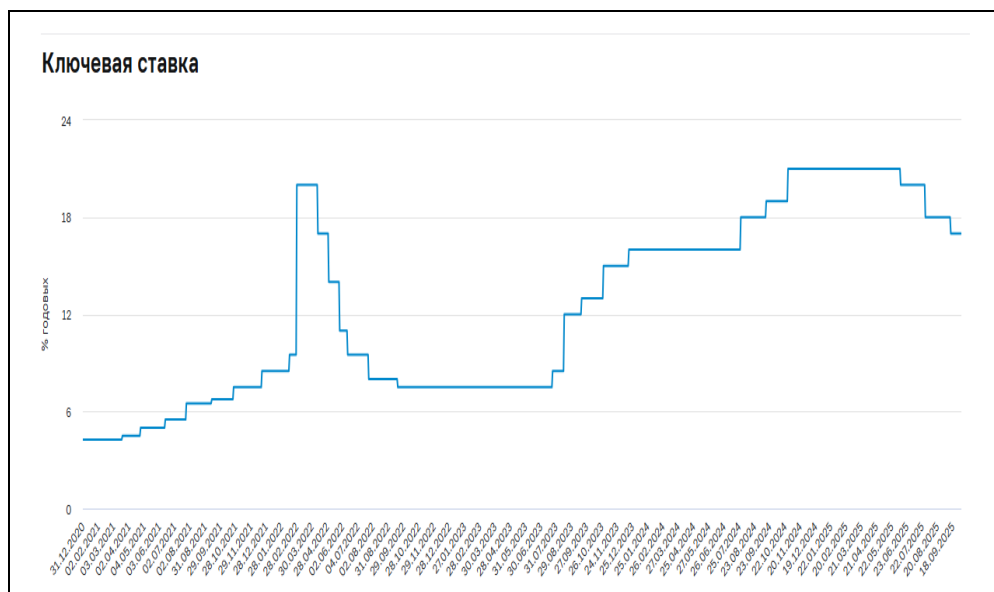
[https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/ekonomicheskie\\_obzory/o\\_teku\\_shchey\\_situacii\\_v\\_rossiyskoy\\_ekonomike\\_avgust\\_2025\\_goda.html](https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/ekonomicheskie_obzory/o_teku_shchey_situacii_v_rossiyskoy_ekonomike_avgust_2025_goda.html)

<sup>6</sup> См.:

[https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/ekonomicheskie\\_obzory/o\\_teku\\_shchey\\_cenovoy\\_situacii\\_1\\_oktyabrya\\_2025\\_goda.html](https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/ekonomicheskie_obzory/o_teku_shchey_cenovoy_situacii_1_oktyabrya_2025_goda.html)

<sup>7</sup> См.: <https://www.rbc.ru/economics/11/10/2023/65269aff9a79472b438b99d8>

График 1. Динамика ключевой ставки Банка России, 2021-2025гг.



Источник: <https://cbr.ru>

Осталось теперь только дождаться соответствующего эффекта от ужесточения налоговой политики, которое, с нашей точки зрения, вряд ли повлияет на динамику инфляции, но совершенно точно станет еще одним фактором, тормозящим экономический рост. Напомним, что представленный федеральный бюджет на 2026 год сформирован с дефицитом в размере 3,8 трлн. руб. (или 1,6% от планового ВВП)<sup>8</sup> – в процентах это не так много, но, с учетом текущего дефицита 2025 года и его периодического пересмотра, возникает вопрос, не окажется ли представленный проект, особенно, если СВО продолжится, не совсем точным, тем более, что запланированы значительные долговые заимствования. И, если мы в конце года увидим рецессию, то, видимо, только тогда руководство страны наконец-то осознает плоды такой политики экономического блока.

<sup>8</sup> См.: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=39953-anton\\_siluanov\\_na\\_zasedanii\\_pravitelstva\\_rf\\_predstavil\\_proekt\\_federalnogo\\_byudzheta\\_na\\_2026\\_god\\_i\\_planovyi\\_period\\_2027\\_i\\_2028\\_godov](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39953-anton_siluanov_na_zasedanii_pravitelstva_rf_predstavil_proekt_federalnogo_byudzheta_na_2026_god_i_planovyi_period_2027_i_2028_godov)

---

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

## **ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ**

[www.russ-invest.com](http://www.russ-invest.com)

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: [HYPERLINK](#)  
"mailto:mail@russ-invest.com" mail@russ-invest.comАдрес: Москва, 119019,  
Нащокинский переулок, д.5, стр. 4  
© 2017 | ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»  
Лицензия № 045-11769-001000 Лицензия № 045-08757-000100 Лицензия № 045-06310-100000 Лицензия № 045-06312-010000

---

## **ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»**

Комментарий