

Этюд 2. Инфляция и антиинфляционная политика¹

Суть проблемы

Особенностями последних лет стал не только довольно высокий уровень инфляции, но, скорее, её «упорство»: не то, чтобы прирост потребительских цен нельзя было всерьёз снизить до целевого уровня Банка России – 4% (Рисунок 1).

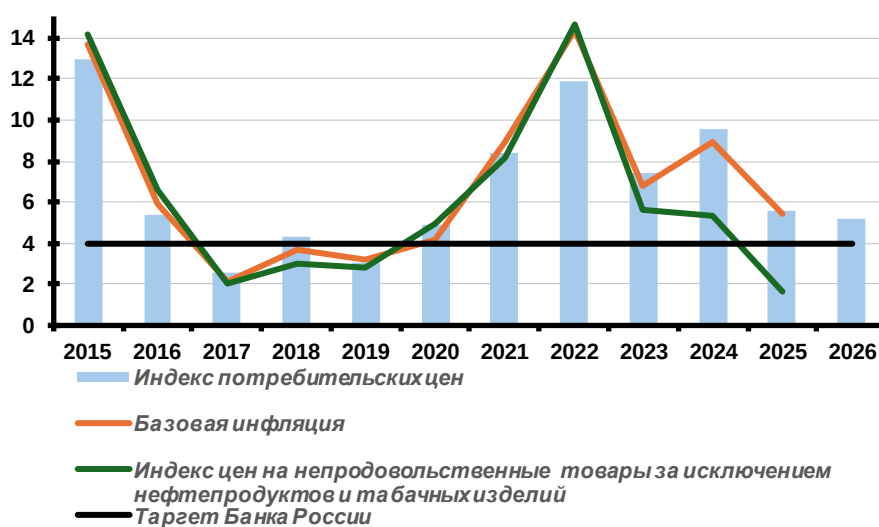


Рисунок 1. Уровень инфляции и ее основных индикаторов (темпы прироста, %).

Такие прецеденты были: дважды в течение последнего десятилетия (в 2017 и 2019 гг.) уровень инфляции оказывался ниже 4%, причем в 2017 г. оказался намного ниже таргета (порядка 2.5%).

Проблема в том, что форсированное снижение инфляции, требующее жесткой денежно-кредитной политики и укрепления рубля, ведёт к несоразмерно значительным потерям в динамике экономического роста и, прежде всего, в динамике наиболее ценного его компонента – инвестиций в основной капитал.

¹ В данной работе используются результаты проекта HSE-BR-2025-63, выполняемого в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2025-2027 гг.

Соответственно возникает вопрос – какие дополнительные факторы и механизмы обеспечивают устойчивость уровня инфляции, что и ведёт к достаточно слабой реакции на антиинфляционные стимулы?

Ответ на этот вопрос сильно различается в зависимости от временного горизонта анализа.

Краткосрочный аспект

В краткосрочном аспекте уже сейчас возникла (подробнее см. Этюд 1) околостагфляционная ситуация: когда из-за чрезмерно жесткой денежно-кредитной политики инвестиции начали сокращаться, «потянув за собой» общее торможение экономической динамики. Соответственно, уже в I квартале текущего года российская экономика «ушла в спад» на фоне довольно высокой инфляции – и не вполне понятно, удастся ли выйти из этого режима во II кв. (Рисунок 2)

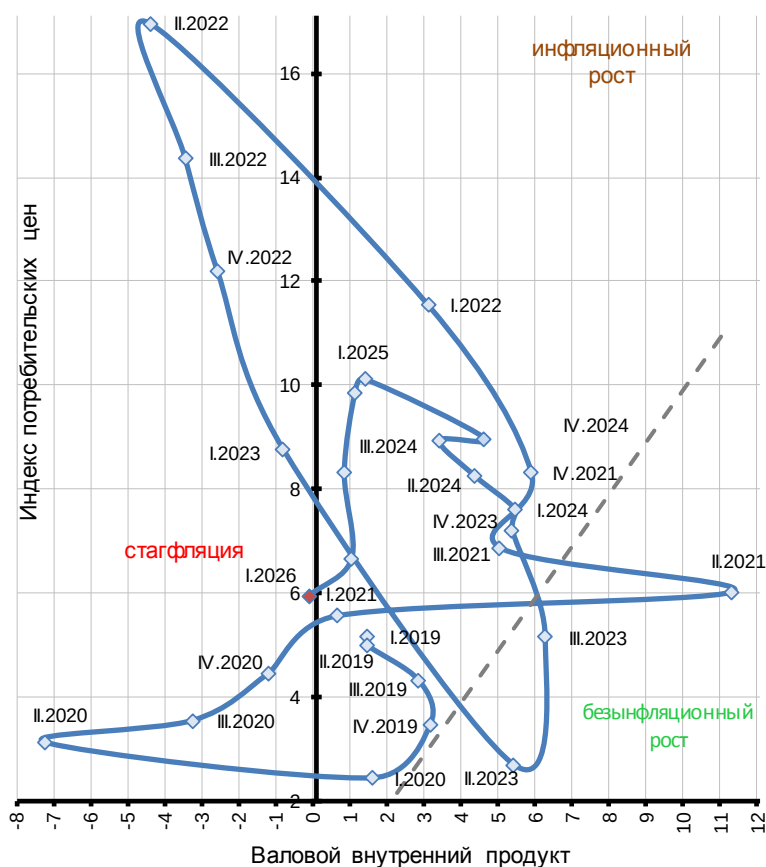


Рисунок 2. Динамика инфляции и экономического роста, квартал к соотв. кварталу предшествующего года (темпы прироста, %)

По соотношению *монетарных условий* (реальной ключевой ставки и индекса реального эффективного обменного курса) российская экономика с 2024 г. остаётся в квадранте «растущий эффективный курс – высокая реальная ставка» (Рисунок 3). Ключевая ставка снижается параллельно с инфляцией, оставаясь тем самым «стабильно высокой». Как уже отмечалось, такая ситуация очень выгодна для сдерживания инфляции, но сильно тормозит рост (и особенно – частных инвестиций).

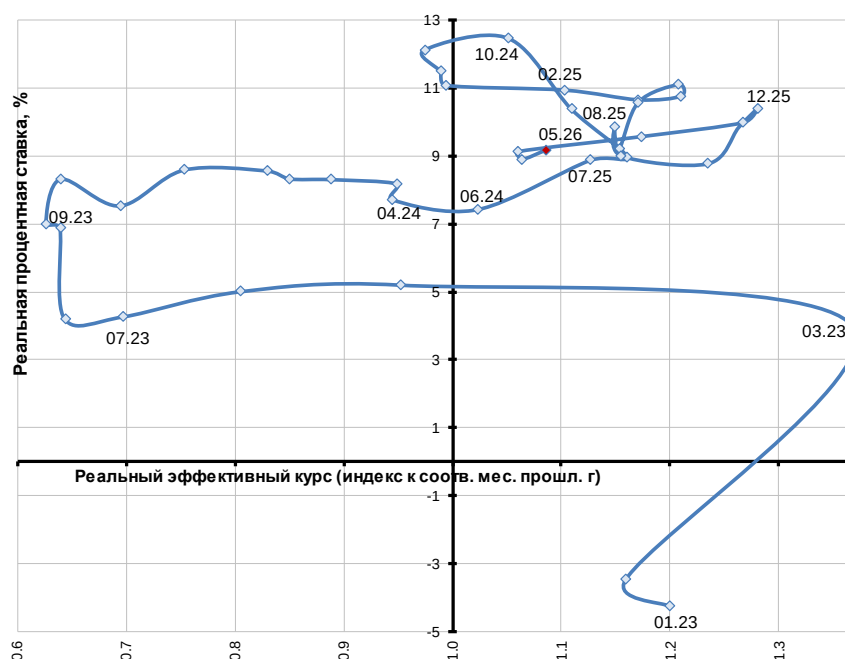


Рисунок 3. Соотношение реальной ключевой ставки и реального эффективного курса рубля

1. Политика «дорогих денег» ведёт к стабильно высокой, выше доходности по инвестиционным проектам практически во всех отраслях, доходности по безрисковым финансовым инструментам – ОФЗ и депозитам предприятий. Соответственно, средства предприятий остаются в безрисковых инструментах², но «не идут» в (неизбежно рискованные) инвестиции в реальные активы.

² Это порождает известный по 2026 г. феномен: рост широкой денежной массы М2 (частью которой являются депозиты компаний) идёт на фоне очень низкой деловой и инвестиционной активности.

2. Укрепление рубля, с одной стороны, ведёт к сжатию собственных доходов компаний-экспортёров³, что (в условиях «закупоренности» межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов), уменьшает собственные средства компаний как источника инвестиций. С другой, «при прочих равных условиях», укрепление рубля повышает ценовую конкурентоспособность импорта и ведёт к его экспансии на растущие потребительские рынки.

Необходимо отметить, что в российской экономике наблюдается два феномена, дополнительно ослабляющих возможности монетарного подавления инфляции.

Первое. Наличие значительной группы товаров со специфическими факторами роста цен, слабо зависящими от действия монетарных факторов. Так, на рисунке 4 хорошо видно, что единый, в теории, инфляционный процесс – вовсе не един. Уже год подряд хорошо «считываются» две группы товаров и услуг: очень быстро дорожающие бензин, регулируемые и бытовые услуги⁴ – и основная масса товаров и услуг⁵ с гораздо более низкой динамикой цен.

³ Что особенно жестко для компаний из отраслей, для которых не работал фактор высоких мировых цен на ресурсы из-за событий в регионе Персидского залива

⁴ Отметим, что рыночные услуги являются не очень удачными с точки зрения анализа инфляции как системного процесса: так, потребление ряда из них либо почти полностью неэластично к цене (стоматология, авторемонт), либо эластично лишь частично (парикмахерские). Этим они отличаются от непроизводственных товаров, где рост цен может в довольно значительных пределах вести к отсрочиванию покупки (товары длительного пользования), либо к уменьшению ее масштабов (предметы гардероба).

⁵ Не считая, естественно, удорожания плодоовощной продукции, имеющей предельно сезонный характер.

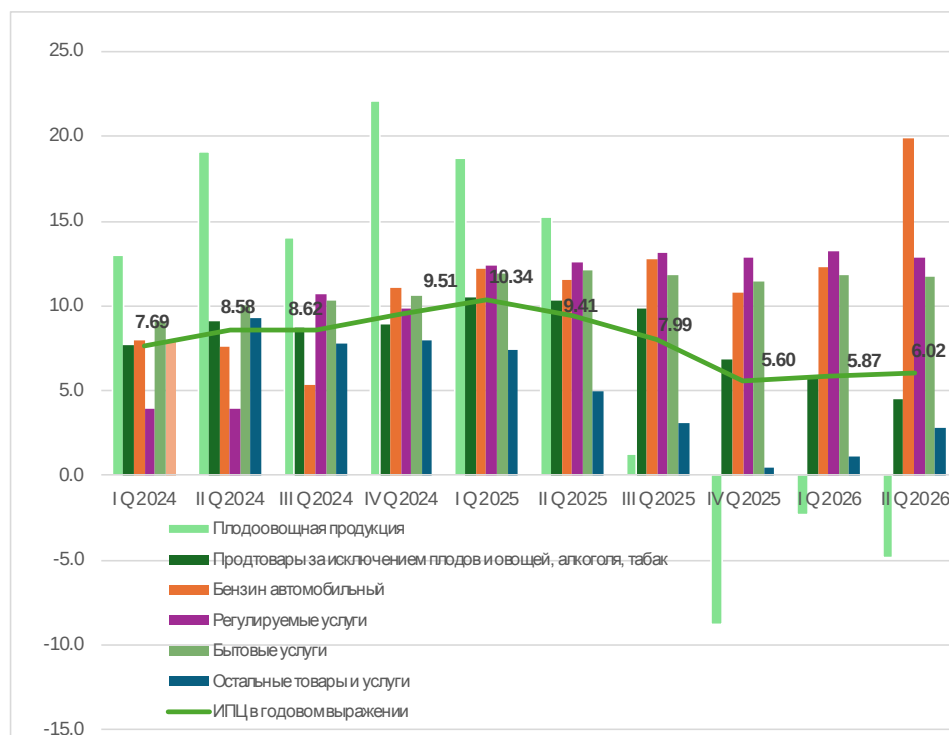


Рисунок 4. Инфляция на потребительском рынке и её отдельные компоненты (темпы прироста в годовом выражении в %)

По сути дела, возникла своеобразная «разорванная» модель инфляции: с одной стороны, на отдельных рынках цены растут автономно, под влиянием специфических факторов (и малочувствительны, в связи с этим, к монетарным ограничениям), с другой стороны, для основной массы товаров и услуг наблюдается, скорее дефицит спроса, что ведет к низким темпам роста цен.

Этой ситуацией, сформировавшейся ещё в 2025 г., объясняется разрыв в динамике различных ценовых агрегатов (Рисунок 1): если на уровне инфляции в целом темпы роста цен составили в 2024 и 2025 гг., соответственно, 9.5% и 5.6%, то инфляция по группе «непродовольственные товары без нефтепродуктов и сигарет», являющейся наиболее адекватным показателем (монетарной) инфляции⁶ – всего 5.3% и 1.6%, соответственно.

⁶ Данный индикатор не содержит, «по построению», сезонного удорожания / удешевления продовольствия, динамики тарифов на услуги, включая рекреационные, цен на подакцизные сигареты и на топливо.

Такой уровень, особенно применительно к 2025 г., означает кризисный дефицит спроса – причём на уровне заметной инфляции.

Второе. Сильные эффекты «переноса» проинфляционных факторов на динамику цен, включая, казалось бы, вопреки логике, повышение процентной ставки. Сочетание закредитованности и локального монополизма крупных компаний в ряде случаев ведёт к тому, что (и это ярко проявилось во время скачка инфляции в 2024 г., Рисунок 5) происходит не замедление инфляции, а перенос в цены дополнительных издержек, связанных с ростом как самих процентных платежей, так и тесно связанных с процентными ставками ставок по лизингу и аренде.

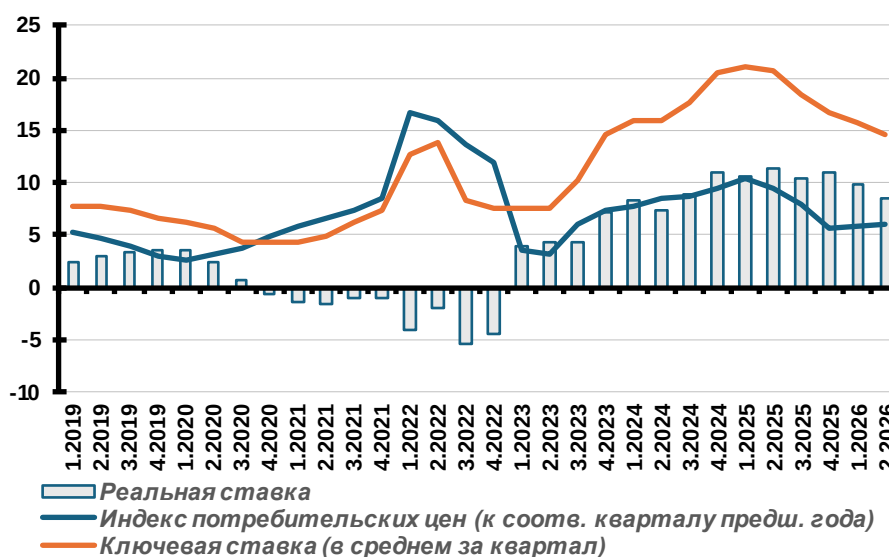


Рисунок 5. Инфляция на потребительском рынке и ключевая ставка (темп прироста в годовом выражении в %)

Из прошлогодних Тезисов («Тезис 11. Инфляция: краткий обзор»)⁷

Летом 2024 г., по результатам повышения административно регулируемых тарифов Банк России принял вполне объяснимое, но стратегически, на наш взгляд, ошибочное решение о повышении ключевой ставки.

Проблема, однако, в том, что в силу сочетания «закредитованности» и локального монополизма крупных индустриализованных сельскохозяйственных предприятий (парниковых хозяйств, птицефабрик, ...), специализированных автопредприятий и торговых сетей импульс повышения выплат, связанных с процентными ставками, стал интенсивно переноситься на цены продукции.
<...>

В результате (дополнительным фактором стало сезонное ослабление рубля) парадоксальным итогом повышения ставок стало усиление, а не вроде бы очевидное ослабление, инфляционных процессов. Уже в декабре ключевая ставка вышла на уровень 21%, а инфляция продолжала расти, и уже в 2025 г. в течение трех месяцев (февраль-апрель) превышала 10% в годовом выражении.
<...>

В 2024 г. именно гонка «повышение ключевой ставки – рост ставок по кредитам, аренде и лизингу – перенос их в цены компаний с доминирующим положением на рынке – новое повышение ставки» во многом определила общий высокий уровень инфляции.

Средне- и долгосрочные аспекты

В среднесрочном плане ключевым является высокая среднесрочная «цена», связанная с краткосрочной по характеру антиинфляционной политикой, в то время как наиболее серьёзные эффекты для спроса связаны со снижением инвестиций.

Инфляцию, по большому счету, действительно удалось сбить за счет сочетания жесткой денежно-кредитной политики и укрепления рубля⁸.

⁷ http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Mon_13/2025/TT11_2025.pdf

Однако ценой этого стал шок спроса «разгрузивший» производственный аппарат до нормальной загрузки мощностей в среднем по экономике⁹. И пришелся этот шок в большей степени на инвестиционные товары.

В конечном счёте, это означает, что ограничения по выпуску товаров не просто реализуются сегодня, а перекладываются на следующий период. Если предприятия не обновляют оборудование, то спустя время столкнутся с как минимум устареванием производственного аппарата, как максимум – с его выбытием.

Соответственно, Банк России, который оценивает инфляционный потенциал через разрыв между фактическим и потенциальным выпуском, в собственных действиях почему-то не учитывает, что потенциальная динамика ВВП формируется, в том числе, производственными мощностями, уровень которых «завтра» формируется инвестициями в машины и оборудование «сегодня». А за счет жесткой денежно-кредитной политике ЦБ основной удар пришелся как раз на частные инвестиции в машины и оборудование, то есть на воспроизводство производственного аппарата¹⁰.

В итоге, потребительский спрос, с которым столкнется рынок через год, два или три, будет в большей степени удовлетворяться либо за счет импорта, то есть за счет девальвационного давления и инфляции, либо за счёт непосредственно инфляции. А это значит, что Центробанк снова будет проводить политику повышения процентных ставок, которая опять станет,

⁸ Использованы материалы к статье «Не любой ценой: какой должна быть антиинфляционная политика в России» в журнале Forbes <https://www.forbes.ru/mneniya/557465-ne-luboj-cennoj-kakoj-dolzna-byt-antiinflacionnaa-politika-v-rossii>

⁹ Как уже отмечалось в Этюде 1, уровень загрузки производственных мощностей (в среднем по экономике; это, конечно, не исключает перегрузки в отдельных секторах) упал до нормального. Это, в сочетании с имеющим структурный характер большим, многомиллионным, «запасом» неэффективного и низкооплачиваемого труда (фактически, скрытой безработицы) формально опровергает тезис о «перегреве» российской экономики (хотя в отдельных отраслях он, очевидно, есть), см. «Тринадцать тезисов (этидов) об экономике. Этуд 1: Экономический рост и его стимулирование» http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Mon_13/2026/TT1_2026.pdf

¹⁰ Инвестиции в строительство жилья, до недавнего времени основанные на перегретой ипотеке (плюс восстановлении разрушенных городов ДНР), государственные инвестиции в инфраструктуру и в ОПК до недавнего времени маскировали начавшийся еще в середине 2025 г. кризис инвестиций в производственный аппарат. Уровень инвестиций в машины и оборудование снижается уже с середины 2025 г. (сезонность устранена), причём это хорошо подтверждается динамикой предложения машин и оборудования»

скорее, негативно влиять на инвестиции, опять будет тормозить экономический рост и вновь создавать инфляционный потенциал следующего периода.

В более широком плане речь, очевидно, должна идти об инфляционной «плате» за модернизацию.

При прочих равных условиях возникновение новых отраслей сопровождается перетоком в них ресурсов через канал «лидерства в ценах» – из-за монополизма, «эффекта моды» / «бренда», роста выплат работникам дефицитных специальностей (что ускоряет рост издержек, естественно) и т.д. Соответственно, эти процессы определяют высокую динамику цен, ведущую к перераспределению в сторону отраслей-лидеров доходов от старых отраслей, с высоким уровнем конкуренции и отсутствием, соответственно, возможности повышать цены.

Соответственно, возникает не решенный на сегодняшний день вопрос – как совместить интенсивный промышленный рост и низкую инфляцию¹¹. Во всяком случае, опыт показывает, что сочетание рост / инфляция может быть, по меньшей мере, разным.

Так, в Турции – стране в основном с мягкой и крайне непоследовательной денежно-кредитной политикой за 2005-2022 гг. промышленное производство возросло в 2.7 раза, причем возникли современные производства в целом ряде секторов: автомобильной промышленности¹², двигателестроении, ОПК, включая производство БПЛА, судостроении, химической промышленности. Ценой этого рывка стал скачок инфляции: за этот период цены увеличились в 8.9 раз¹³, что

¹¹ В принципе, в отдельных экономиках возникала возможность поддерживать интенсивный рост во вновь формируемых секторах за счет неценового (налогового, например) перераспределения ренты из традиционных. Для России такой ресурс, в принципе, мог быть связан с перераспределением нефтегазовой ренты (насколько можно понять, соответствующая идея закладывалась в планировавшуюся модернизацию начала 2020-х, после наполнения ФНБ резервами) из топливных отраслей, имеющих ограниченный потенциал роста, во вновь возникающие.

¹² Отметим, что в 2022 г. обнаружилось, что российский автопром существенно зависит от поставок компонентов из Турции.

¹³ Необходимо отметить, что высокий уровень инфляции в Турции был связан не только со структурными эффектами очень своеобразной ДКП: весьма существенную роль внесла и избыточная открытость (недостаточного зрелого для этого уровня) финансового рынка страны для глобальных финансовых спекуляций и «игры против лиры».

означает, что за этот рост заплатило, во-многом, население – особенно бедные слои, не имеющие валютных активов или предпринимательских доходов.

В России за этот период цены выросли вдвое слабее (в 4.2 раза – что тоже совсем не мало и тоже «социально непросто»). Но и промышленный рост за период был полуторакратным, а не почти трехкратным, как в Турции (см. рисунки 6 и 7). И, главное, нельзя сказать, что в России за это время возникли новые сектора экономики...¹⁴

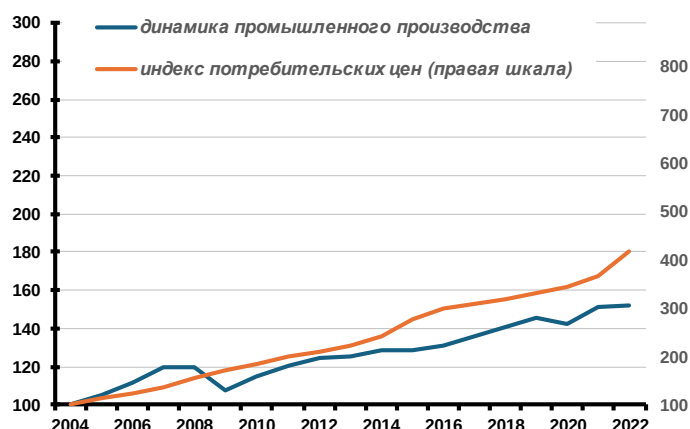


Рисунок 6. Динамика промышленного производства и уровень инфляции в России (2004 г. = 100)

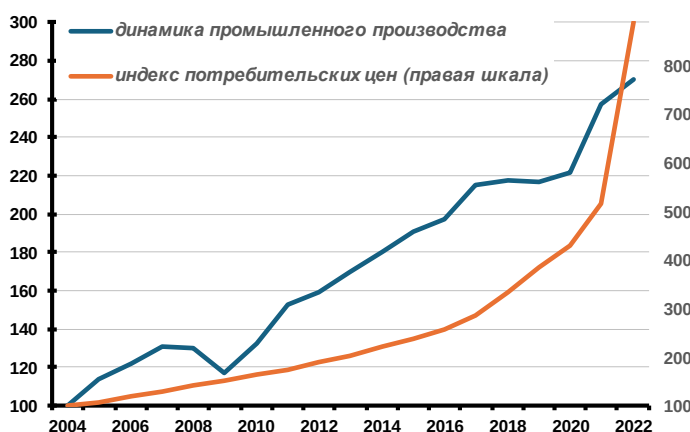


Рисунок 7. Динамика промышленного производства и уровень инфляции в Турции (2004 г. = 100)

¹⁴ Отметим, что в 2023-2024 гг. в России произошел рывок в промышленности, связанный в основном с ОПЕК.

Что делать¹⁵

На краткосрочном периоде основной идеей, как уже отмечалось, может стать направленное снижение немонетарной инфляции, связанной с дефицитом отдельных видов товаров и услуг на рынках, (локальными) монопольными эффектами и т.д. Оно, в свою очередь, «открывает дорогу» постепенному снижению процентных ставок.

Ограничение роста цен и тарифов на продукцию (услуги) естественных монополий, тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства и городского пассажирского транспорта, индексируемые плановым уровнем инфляции (с ограничением возможного превышения 1.0-1.5 проц. пунктами, не выше). Возможность превышения целевого уровня должна обуславливаться реализацией субъектами естественных монополий программ повышения собственной эффективности. Включение в мандат ФНБ возможности софинансирования инвестиционных проектов субъектов естественных монополий, при условии наличия у последних фактически реализуемых программ повышения собственной эффективности.

Формирование на постоянной основе отраслевых ценовых совещаний с участием отраслевых ассоциаций и/или крупнейших участников рынка с целью обеспечения заключения, в условиях возникновения риска скачка цен, соглашений о сдерживании (фиксации на период 3-4.5 месяца) цен по социально значимым товарам (продовольствие, лекарства, топливо) между производителями с одной стороны, и с корпоративными, включая торговые сети, потребителями – с другой.

Привлечение к прямым поставкам в крупные города сельскохозяйственной продукции независимых производителей, включая крестьянские (фермерские) хозяйства, минуя систему торговых посредников¹⁶. Стимулирование, прежде всего,

¹⁵ Предлагаемые меры частично пересекаются с ранее опубликованными, в том числе, в Этюде 1 http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Mon_13/2026/TT1_2026.pdf и другими ранее опубликованными ЦМАКП материалами

¹⁶ Соответственно, включить в КПЭ глав субъектов Российской Федерации показатели доли продукции независимых производителей (включая фермерские хозяйства), реализуемых в крупных городах, в том числе напрямую.

на уровне городов – субъектов Российской Федерации, распространения форматов розничной торговли типа «дискаунт».

Продолжить и расширить практику «целевого» снижения импортных пошлин по товарам с высокой динамикой цен на внутреннем рынке.

На средне- и долгосрочном периоде речь идет о выходе из цикла «подавление инфляции – сдерживание инвестиций – снижение потенциала роста».

Рассмотреть вопрос о расширении практики применения государственных гарантий при заключении долгосрочных госконтрактов и (или) Соглашений о защите и поощрении капиталовложений. Расширение на промышленные рынки опыта соглашений о сдерживании цен по производственным цепочкам. Расширение практики включения в программы поддержки отраслей национальной экономики субсидирования части платежей за лизинг транспортных средств и другой техники, аренду складских и производственных помещений и др.

Разработать проект типового Соглашения о защите и поощрении капитальных вложений на уровне субъектов Российской Федерации, включив в него обязательства по неухудшению для инвесторов условий ведения бизнеса, в том числе региональные налоги и сборы, неналоговые условия.

Сформировать (масштабировать) адекватную систему сельскохозяйственного страхования на случай неблагоприятного изменения погодных условий и (или) иных независящих от производителей факторов. Данная мера, помимо положительного влияния на производство сельхозпродукции, будет иметь и долгосрочный антиинфляционный эффект, снижая потребности сельхозпроизводителей в финансовых «подушках безопасности», формируемых, в том числе, за счет ускоренного повышения цен.

*Материал подготовил:
руководитель направления Д.Р. Белоусов*