

О процентной ставке, инфляции и инфляционных ожиданиях и не только

24 сентября 2026г.

В течение последних четырех лет мы неоднократно затрагивали некоторые аспекты кредитно-денежной политики Банка России (в основном касаясь динамики номинальной и реальной ключевой ставки, как основного элемента оной политики) и последствий ее резкого ужесточения для экономики страны. В общем-то, что прогнозировали,¹ то и получили: никакой мягкой посадки, скорее, приземлились на брюхо, явно наблюдается стагнация (в некоторых отраслях экономики и промышленности в частности имеем минус²) и сдается нам, что при сохранении столь жесткой кредитно-денежной и налоговой политики рецессии не миновать (кстати, последние данные показали, что индекс потребительской уверенности в III квартале снизился на три процентных пункта по сравнению с предыдущим кварталом, а индекс ожидаемых изменений экономической ситуации потерял четыре процентных пункта³ – плохой признак). Перейдем от общего вывода к другим макроэкономическим релизам для того, чтобы понять, произойдет ли изменение экономической динамики к лучшему при сохранении прежнего вектора в деятельности Банка России.

Арутюнян А.Т.,
главный экономист
aarutyunyan@russ-invest.com
+7-495-3639380
ПАО ИК РУСС-ИНВЕСТ

То, что вектор остается неизменным видно и по последним заявлениям руководящего состава Банка России, и по проекту основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики, и по опубликованному резюме обсуждения ключевой ставки по итогам последнего заседания совета директоров.⁴ В ходе заседания участники обсуждения согласились, что проинфляционные риски (включающие дисбаланс спроса и предложения, длительное сохранение высоких инфляционных ожиданий, увеличение первичного бюджетного дефицита и ухудшение внешних условий) усилились и по-прежнему преобладают над дезинфляционными на среднесрочном горизонте.

¹ См., например, наши комментарии на сайте ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» (<https://www.russ-invest.com>) от 28 октября 2023 года («Решение Банка России – послесловие») или от 15 ноября 2024 года («Об инфляции, ключевой ставке и курсе рубля»).

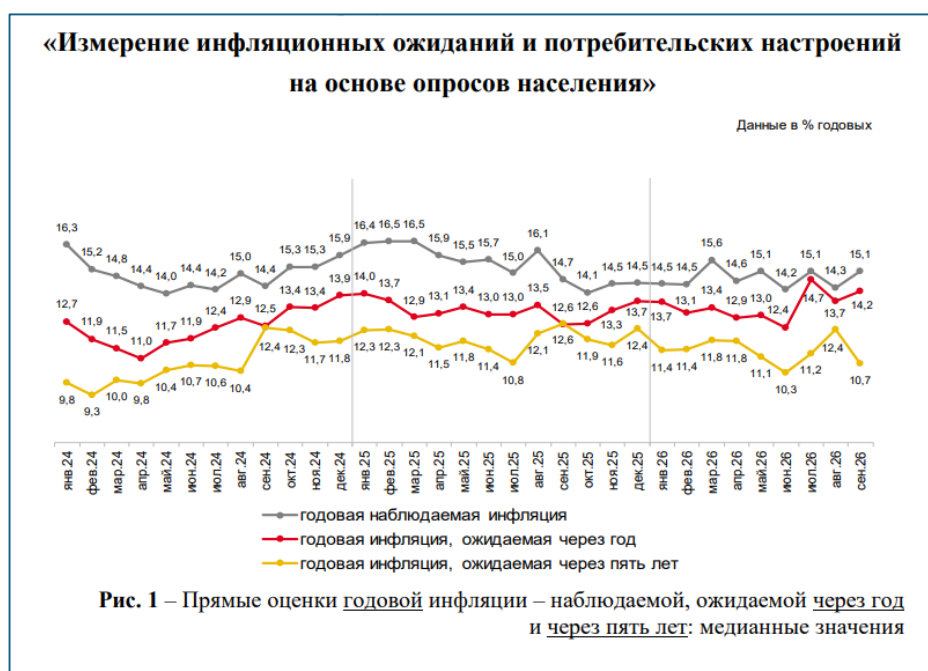
² Например, по последним данным министерства экономического развития России, в течение января-августа 2026 года объем производства в добывающей промышленности снизился на 0,1%, в металлургии – на 0,1%, в пищевой промышленности – также на 0,1%, в легкой промышленности – на 2,9%, в деревообработке – на 6,1%, а производство кокса и нефтепродуктов упало на 10,3% (правда, здесь сказываются последствия ударов ВСУ по НПЗ).

³ См.: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/144_23-09-2026.html

⁴ См.: https://cbr.ru/dkp/mp_dec/decision_key_rate/summary_key_rate_23092026/

В связи с этим совет директоров принял решение оставить ключевую ставку на прежнем уровне и «не давать сигнала о направленности дальнейших шагов».⁵

И поскольку в Банке России уделяют так много внимания инфляционной статистике, то стоит еще раз ее обновить и проанализировать. По нашему мнению, с учетом нарастания непроизводительного потребления в ходе СВО (когда произведенные боеприпасы, амуниция и бронетехника, на которые были потрачены ресурсы и денежные средства, уничтожаются на поле боя и не увеличивают таким образом национальное богатство страны) инфляция остается вполне умеренной: в течение прошедшей недели ее прирост составил 0,06%, с начала года – 4,81%⁶, а год к году – 6,22%⁷ (обеспечив, таким образом, крайне высокую реальную ставку на уровне 778 б.п.). Что касается инфляционных ожиданий, то, по данным оперативной справки Банка России,⁸ годовая наблюдаемая инфляция и годовые инфляционные ожидания населения в сентябре выросли до 15,1% и 14,2% (см. нижеприведенный рис. 1). Сдается нам, что, по всей вероятности, если сверху не надавят, при такой динамике показателей ключевую ставку так и оставят на уровне 14% годовых до конца года.



Источник: Банк России.

Как нам представляется, вот здесь и зарыта собака! Классическая точка зрения, восходящая к И.Фишеру, основана на предположении о взаимосвязи процентной ставки и инфляции (не подвергаем сомнению данный постулат),

⁵ Там же.

⁶ См.: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/148_23-09-2026.html

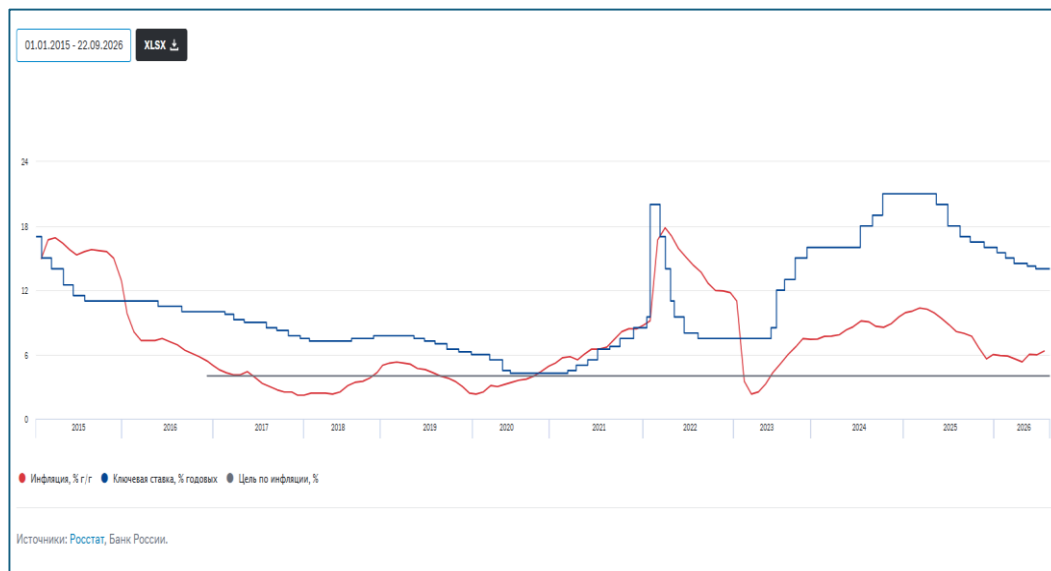
⁷ См.:

https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/ekonomicheskie_obzory/o_tekushchey_cenovooy_situacii_23_sentyabrya_2026_goda.html

⁸ См.: https://cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/#a_62825

суть которой состоит в том, что инфляция снижается при повышении процентных ставок и растет при снижении оных. Вместе с тем, хотели бы напомнить, что ряд зарубежных экономистов (например, М.Урибе⁹), пришли к выводу, что в краткосрочной перспективе¹⁰ монетарный шок (по его оценке, на него приходится 45% случаев инфляции), связанный с резким ростом процентной ставки, ведет к одновременному росту инфляции.¹¹

График 1. Динамика ключевой ставки и инфляции в 2015-26гг.



Источник: Банк России

Возможно, что это спорный вывод, но, кстати, именно это у нас и произошло - когда Банк России в период с июля 2023 года по октябрь 2024 года взвинтил ключевую ставку с 7,5% до 21,0% годовых, инфляция подпрыгнула с 3,5% до 9,92%.¹² К тому же, как мы понимаем, при классическом подходе инфляция должна двигаться в противоположном направлении при изменении процентной ставки, т.е. их корреляция должна быть негативной (отрицательной). Так ли это в реальности? Ставить под сомнение в целом данный постулат не станем, но проверим его применительно к России по данным Банка России в течение периода 2015-26гг.¹³ Расчет показал, что корреляция является положительной и составляет 0,441 (44,1%). Т.е., при повышении ставки наблюдался рост инфляции и наоборот (см. график 1). Конечно, на инфляцию влияют многие факторы, включая изменение денежной массы, курса рубля и шоковые события (включая нарастание того самого непроизводительного потребления в ходе СВО,

⁹ См.: Uribe, Martín. 2022. «The Neo-Fisher Effect: Econometric Evidence from Empirical and Optimizing Models». American Economic Journal: Macroeconomics 14 (3): 133–62.

¹⁰ Отметим, что речь идет исключительно о краткосрочной перспективе, так в долгосрочной перспективе (и здесь экономисты почти единодушны) закономерность несколько другая: повышение процентной ставки ведет к росту инфляции, учитывая стабильность реальной процентной ставки..

¹¹ Так называемая теория неофишеризма (neo-fisherism).

¹² См.:

https://cbr.ru/hd_base/infl/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2015&UniDbQuery.To=22.09.2026

¹³ См. там же.

о котором шла речь выше), которых в течение данного исторического периода в стране хватало и которые могли повлиять на такое «нетипичное» поведение. Но факт остается фактом. Так, может быть, потому и выросли у нас инфляционные ожидания в сентябре, так как ключевую ставку оставили на неизменном уровне и даже стали обсуждать возможность ее повышения (т.е. формировать соответствующие ожидания у бизнеса и населения)?

И, может быть, тогда стоит действовать не по учебнику (хотя многие сторонники неофишеризма использовали ту же самую неокейнсианскую модель, которую используют центральные банки), а все же скорректировать свою политику с учетом полученных результатов? А пока мы имеем дело с продолжающимся «экспериментом» Банка России в области кредитно-денежной политики, где во главу угла поставлен только один экономический показатель (инфляция). Мы же можем только повторить свой вывод, содержащийся в предыдущем комментарии, выложенном на сайте компании:¹⁴ если понимать, что инфляция и занятость, являясь целями кредитно-денежной политики, в действительности должны способствовать достижению стабильных темпов экономического роста, то тогда становится ясно (особенно глядя на данные вышеприведенной статистики, подтверждающей фактическую стагнацию в стране), что ставку необходимо срезать.

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

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: [HYPERLINK "mailto:mail@russ-invest.com"](mailto:mail@russ-invest.com) mail@russ-invest.comАдрес: Москва, 119019, Нащокинский переулок, д.5, стр. 4

¹⁴ См.: <https://www.russ-invest.com/analytics/stranichka-glavnogo-ekonomista/497840/>

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий

