

### Об экономическом росте, кредитно-денежной политике и не только

15 апреля 2026г.

Последняя экономическая **статистика является явно неудовлетворительной**, что, судя по двум совещаниям у президента по экономическим вопросам (23 марта и 15 апреля), постепенно дошло и до руководства страны (сколько бы там не твердили в Банке России о мягкой посадке – посадка явно выглядит жесткой, если не хуже). ВВП страны снизился в январе на 2,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, в феврале – на 1,5%, а в целом по итогам двух первых месяцев года – на 1,8%.<sup>1</sup> При этом индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности сократился в течение данного периода на 2,8% по сравнению с таким же периодом 2025 года, а промышленное производство – на 0,8% (в т.ч., обрабатывающая промышленность – на 2,9%).<sup>2</sup>

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

**ПАО ИК РУСС-ИНВЕСТ**

К тому же и **у бизнеса дела идут не очень хорошо**, что видно по годовой отчетности компаний и положению дел в отдельных отраслях (например, в сталелитейной промышленности и строительстве). Негативная тенденция последнего года сохраняется. Опубликованные данные Росстата показали, что сальдированный финансовый результат российских организаций в январе текущего года уменьшился на 29,1%<sup>3</sup> (ожидаемо, учитывая уже не только снижение спроса, высокие процентные расходы в силу завышенной ключевой ставки, но и рост налогового бремени), а индекс предпринимательской уверенности в марте по-прежнему находился в отрицательной зоне (хотя в апреле, по данным Банка России, индикатор бизнес-климата вырос до 2,2 п. «за счет улучшения как текущих оценок, так и ожиданий по выпуску и спросу»).<sup>4</sup> При этом средний уровень загрузки производственных

---

<sup>1</sup> См.:

[https://www.economy.gov.ru/material/file/download/f19076de0fe9cefe5eea477ae32b0a9c/2026\\_04\\_01.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/download/f19076de0fe9cefe5eea477ae32b0a9c/2026_04_01.pdf)

<sup>2</sup> См.: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-02-2026.pdf>

<sup>3</sup> См.: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/46\\_01-04-2026.html](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/46_01-04-2026.html)

<sup>4</sup> См.: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=28478>

мощностей составил 60% в добывающей промышленности и 62% - в обрабатывающей (это выше, чем в среднем по стране с 1995 по 2026 год, но ниже, чем в последние пять лет перед коронакризисом). И если при этом обратить внимание на динамику индекса потребительской уверенности, который в I квартале 2026 года снизился на 1 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом и снижается, начиная со II квартала 2024 года<sup>5</sup> (что, по нашему мнению, является результатом избыточно жесткой кредитно-денежной политики Банка России, выразившейся в чрезмерном взвинчивании ключевой ставки), то складывается достаточно печальная картина (а ведь предупреждали же Банк России, чем закончатся подобные эксперименты).

Дополнительно обратим внимание, что вышедшая статистика о производстве и использовании ВВП страны по итогам 2025 года<sup>6</sup> оказалась достаточно показательной. Во-первых, валовое накопление в 2025 году снизилось на 4,9% по сравнению с 2024 годом, в том числе, накопление основного капитала – на 0,4%. А, во-вторых, **наблюдаются некоторые негативные изменения в структуре ВВП**: доля валового накопления снизилась до 26,2% (год назад - 27,4%), доля прибыли и смешанных доходов упала до 43,6% (было 48,3%), а доля чистых налогов на производство и импорт выросла с 7,6% в 2024 году до 8,5% в 2025 году. Ну, и откуда взяться экономическому росту при такой кредитно-денежной и налоговой политике (при таких процентных ставках, росте налогового бремени, снижению прибыльности бизнеса и вымыванию мелкого и среднего бизнеса, и так дышащего на ладан после всех налоговых нововведений)?

Все, конечно, понятно – решаем текущие задачи (прежде всего, в связи с СВО), но нужно понимать, что стратегически сжатие экономической активности ведет к снижению налоговой базы и может создать ненужную социальную напряженность. Похоже, что **денежные власти (Банк России и министерство финансов) полностью сосредоточились на двух проблемах (инфляции и финансировании дефицита федерального бюджета)** и напрочь забыли про экономический рост (не царское это дело – пусть об этом заботится министерство экономического развития, которое, по большому счету, серьезных рычагов влияния на экономику страны не имеет). Но, как нам представляется, и здесь особых успехов не добились. Опубликованная инфляционная статистика показывает, что еженедельный прирост потребительских цен остается высоким (последний нулевой прирост, конечно, внушает осторожный оптимизм, но пока явно не является показательным – требуется подтверждение

---

<sup>5</sup> См.: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/40\\_25-03-2026.html](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/40_25-03-2026.html)

<sup>6</sup> См.: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/52\\_10-04-2026.html](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/52_10-04-2026.html)

тренда, чтобы можно было говорить о возобновлении дезинфляционной тенденции). А пока, по данным Росстата, с начала года прирост составил – 3,15%, а год к году – 5,86% (неделю назад было 5,95%).<sup>7</sup> Да и данные Банка России показывают, что трендовая инфляция, рассчитанная на пятилетнем временном горизонте, составляет 7,84%, а трехлетняя трендовая инфляция – 7,49%.<sup>8</sup> Даже прирост модифицированной базовой инфляции (4,5%)<sup>9</sup> на данный момент превышает значение инфляции накануне цикла повышения ключевой ставки в июле 2023 года (тогда инфляция составляла 3,25% год к году).<sup>10</sup>

Причем **Банк России** не только **допустил ошибку**, чрезмерно **взвинтив ключевую ставку** (выше максимально возможных на тот момент, по нашему мнению, 15-17% годовых), но и проигнорировал, что такое увеличение процентной ставки само себе вызывает рост инфляционных ожиданий населения (эффект И.Фишера), которые до сих пор остаются на достаточно высоком уровне (13,4%<sup>11</sup> – следствие сильного инфляционного импульса от СВО, взвинчивания ключевой ставки и резкого обесценения рубля, произошедшего в сентябре-декабре 2024 года). К тому же, не добившись ожидаемого результата, Банк России еще **и стал сдерживать рост денежных индикаторов**. По состоянию на 1 марта, показатель М0 вырос на 8,8% по сравнению с годом ранее, М1 – на 9,8%, а М2 – на 11,4%.<sup>12</sup> Стоит отметить, что, несмотря на рост денежной массы, с середины 2023 года по конец I квартала 2025 года годовые темпы прироста денежной массы постепенно снижались. При этом показатель М0 с 1 августа 2023 года по 1 апреля 2025 года снизился на 4,9% (т.е, кредитно-денежная политика Банка России в этот период сопровождалась не только резким увеличением ключевой ставки выше экономически обоснованного уровня, но и сокращением одного из денежных индикаторов). Хорошо, что в течение этого же периода показатели М1 и М2 выросли на 3,3% (в основном за счет резкого увеличения срочных рублевых депозитов – на 92,4% за вышеуказанный период) и 31,9% соответственно, а широкая денежная масса – на 25,2%.<sup>13</sup> Так что динамика агрегатов М0 и М1 также **свидетельствует о крайне жесткой политике Банка в**

---

<sup>7</sup> См.:

[https://www.economy.gov.ru/material/file/download/019c396a5b8e48ef364cdce33a7afe78/o\\_tekushchey\\_cenovoy\\_situacii\\_15\\_aprelya\\_2026\\_goda.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/download/019c396a5b8e48ef364cdce33a7afe78/o_tekushchey_cenovoy_situacii_15_aprelya_2026_goda.pdf)

<sup>8</sup> См.: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/60845/t\\_inflation\\_2603.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/60845/t_inflation_2603.pdf)

<sup>9</sup> См. там же.

<sup>10</sup> См.:

[https://www.economy.gov.ru/material/file/66a025ae0e82370cb46cc2bca7a53e27/o\\_tekushchey\\_cenovoy\\_situacii\\_12\\_ilyulya\\_2023\\_goda.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/66a025ae0e82370cb46cc2bca7a53e27/o_tekushchey_cenovoy_situacii_12_ilyulya_2023_goda.pdf)

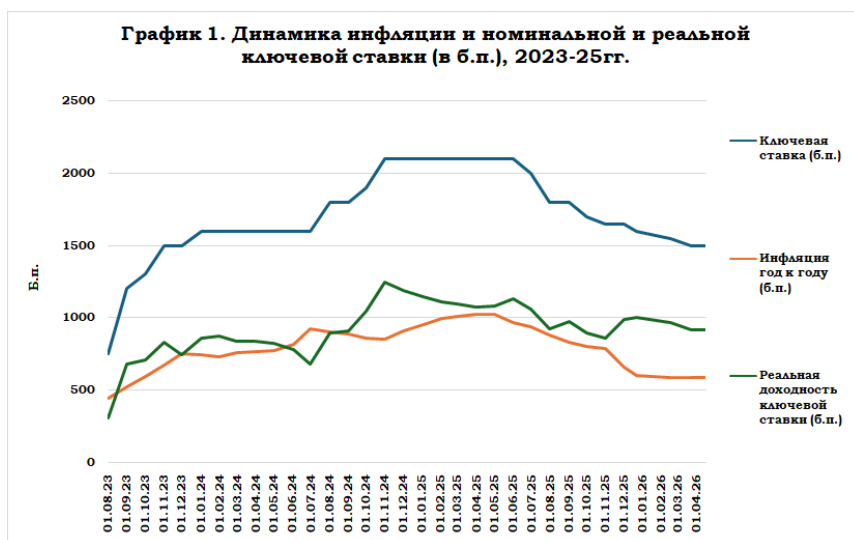
<sup>11</sup> См.: [https://cbr.ru/analytics/dkp/inflationary\\_expectations/Infl\\_exp\\_26-03/](https://cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/Infl_exp_26-03/)

<sup>12</sup> См.: <https://cbr.ru/analytics/dkp/likvid/>

<sup>13</sup> См. там же.

течение более полутора лет (особенно если пересчитать данный прирост в реальном выражении с поправкой на инфляцию), что наряду с запредельно высокой ключевой ставкой способствовало падению темпов экономического роста в стране практически до нуля.

Несмотря на такие последствия, Банк России до сих пор, по нашему мнению, перестраховывается и **крайне медленно снижает ставку**, по-прежнему ссылаясь на проинфляционные риски (ухудшение внешних условий, сохранение высоких инфляционных ожиданий, расширение бюджетного дефицита). Процентные ставки хотя и снизились, но они по-прежнему находятся на самом высоком уровне за последние 10 лет, что, с учетом реальной доходности ключевой ставки (см. график 1), подтверждает вывод о возможности дальнейшего снижения ставки и нормализации кредитно-денежной политики в целом. А вывод аналитиков Банка, что «экономика приближается к траектории сбалансированного роста»,<sup>14</sup> лично нас несколько напрягает. Если нулевые или отрицательные темпы прироста (именно их мы, по всей вероятности, увидим по итогам I квартала, когда опубликуют данные по ВВП) являются свидетельством сбалансированного роста, то тогда мы по-разному понимаем даже не экономический термин, а простое русское слово «рост» и статистические понятия положительного и отрицательного прироста. И если их модель сбалансированного экономического роста в долгосрочной перспективе генерирует околонулевые темпы, то, значит, что-то с моделью или людьми, которые ее используют (вряд ли они бы согласились прожить всю свою жизнь на одну и ту же зарплату с одной и той же старой затертой до дыр парой штиблет, а стране предлагают согласиться с таким выбором).



<sup>14</sup> См.: [https://cbr.ru/press/pr/?file=20032026\\_133000key.htm](https://cbr.ru/press/pr/?file=20032026_133000key.htm)

Мы в течение последних трех лет (с момента начала цикла повышения ключевой ставки) неоднократно обращали внимание,<sup>15</sup> что в условиях СВО, когда нарастает непроизводительное потребление, невозможно обуздать инфляцию исключительно за счет повышения ставки, а резко снизить темпы экономического роста – вполне. Что и случилось. При этом (еще раз повторим) годовая инфляция все равно остается на более высоком уровне, чем это было перед началом повышения ключевой ставки во второй половине 2023 года, а увеличение дефицита федерального бюджета, девальвация рубля и повышение налогов создают необходимые предпосылки для ее поддержания, по крайней мере, на текущем уровне. В действительности, **учитывая необходимость более высоких темпов экономического роста для решения задач по развитию страны и успешному завершению СВО, необходимо:**

1. **Изменить модель экономического роста** – перейти с экспортно-ориентированной модели на внутриэкономическую модель роста, в рамках которой необходимо сохранить определенную свободу предпринимательства, опираться на внутренние источники накопления и перейти к целевым экономическим программам с целью восстановления производственного потенциала и создания новых точек экономического роста, поставив во главу угла общественное благо (рост богатства и уровня жизни населения страны, а не интересы отдельных кланов с упором на решение проблем в их интересах узкоспециализированными технократами). Возможно, что этого сложно добиться, учитывая необходимость успешного завершения СВО, но, насколько можно, стоит придерживаться именно такой политики.
2. **Сократить увеличение налоговой нагрузки** (опять же понимаем, что речь идет о безусловном приоритете финансирования СВО) и перейти вместо этого к использованию внутренних заимствований, учитывая, что государственный долг является незначительным (вплоть до использования кредита Банка России, если нужно).
3. Наиболее быстродействующим средством является **изменение кредитно-денежной политики Банка России** (ее существенное смягчение), в т.ч. снижение ключевой ставки в течение ближайшего полугодия на 300-350 б.п. и соответственное снижение процентных ставок в сфере коммерческого кредитования.

---

<sup>15</sup> См., например, наши комментарии, размещенные на сайте ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» ([www.russ-invest.com](http://www.russ-invest.com)) в разделе «Аналитика» 28 октября 2023 года, 15 ноября 2024 года и 5 декабря 2024 года

4. **Разработка инвестиционной политики**, так как без уверенного роста инвестиций вряд ли удастся нарастить темпы экономического роста и расширить узкие места в экономике – лучше увеличить предложение (и не стоит постоянно ссылаться на недостаток рабочей силы – инвестиции для того и нужны, чтобы повысить производительность труда за счет автоматизации, а еще до сих пор сохраняется резерв в виде офисного планктона), чем гробить спрос в рамках политики охлаждения совокупного спроса, осуществляемой Банком России (опять же понятно, что в ходе СВО у государства есть бюджетные инвестиции только для оборонного и связанном с ним секторов, но тогда, по крайней мере, не стоит изымать прибыль у частного сектора путем постоянного увеличения налоговой нагрузки).

В заключение несколько **слов о выводах применительно к рынку ценных бумаг**. Во-первых, экономика для рынка сейчас является явно балластом (it's pure liability). Во-вторых, Банку России 24 апреля придется пойти на очередное снижение ключевой ставки, но вряд ли оно превысит 50 б.п. (надеемся, что выволочка, устроенная сегодня президентом страны, повлияет и, возможно, ставку снизят на 100 б.п.). В-третьих, судя по динамике экономики, деловой активности (по данным S&P Global) и делового климата, а также принимая во внимание информацию о финансовых результатах организаций, дивидендный сезон по итогам 2026 года окажется даже хуже сезона 2025 года.

---

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.com](#)Адрес: Москва, 119019, Нащокинский переулоч, 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