

### **О работе трансмиссионного механизма (рецензия)**

22 марта 2025г.

Был когда-то такой жанр – рецензия, и автор этих строк, вспомнив давно забытое старое, когда писал рецензии, в т.ч., и для уважаемого советского издательства «Прогресс», решил в данном конкретном случае вновь его использовать.

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

**ПАО ИК РУСС-  
ИНВЕСТ**

Когда в августе 2023 года Банк России перешел к резкому взвинчиванию ключевой ставки, некоторые представители Банка заявляли, что трансмиссионный механизм обеспечит снижение инфляция где-то через три квартала. И затем эту мантру (о лаге в 3-4 квартала) повторяли и в 2024 году.<sup>1</sup> И вот заканчивается уже седьмой квартал. И только сейчас (хотя, отметим, инфляционное давление по-прежнему сохраняется, а инфляция год к году не снижается) появились первые признаки незначительного улучшения ситуации, выражающиеся в снижении еженедельного темпа прироста цен и инфляционных ожиданий. Так в чем же дело? Почему трансмиссионный механизм не сработал так, как на это надеялись в Банке России?

Мы, со своей стороны, неоднократно отмечали в течение 2023-2024гг., что в условиях СВО инфляция имеет другую природу и надеяться на трансмиссионный механизм особо не стоит, так как имеет место наращивание непроедленного потребления (когда финансовые и материальные ресурсы выделяются для увеличения производства военной техники, вооружений, боеприпасов и прочей амуниции, уничтожаемой впоследствии на поле боя)<sup>2</sup>. Такое наращивание является абсолютным императивом, если Россия намерена добиться победы на поле боя и обеспечить тем самым достижение всех целей СВО, но у нее есть и издержки (в частности, инфляция), с которыми, пока не завершились военные действия, придется мириться. А потому резкое увеличение ключевой ставки и не дало результата, а только способствовало росту инфляционных ожиданий, да еще в условиях, когда на фоне снижающихся цен на нефть образовался серьезный дефицит федерального

---

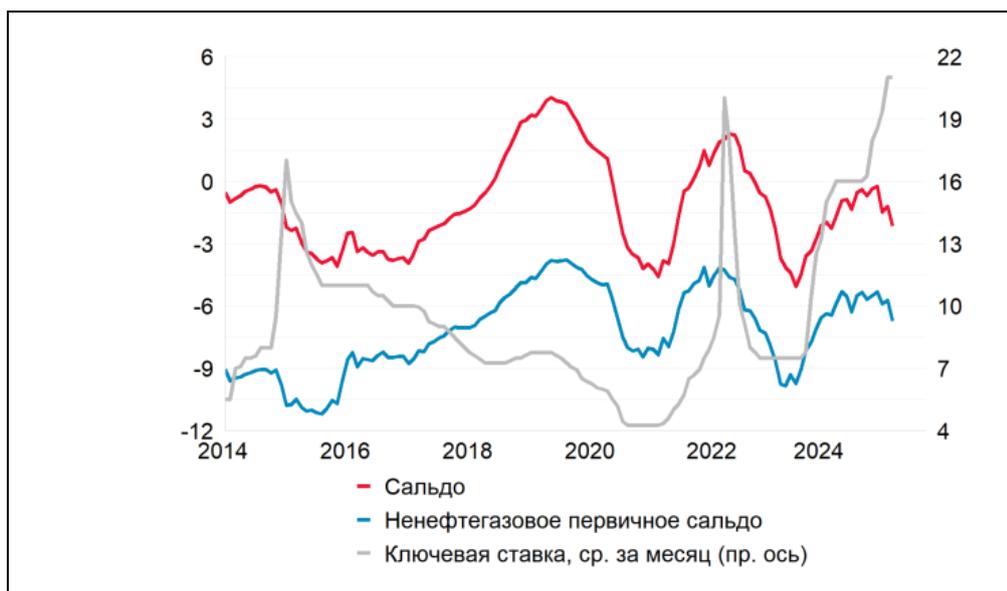
<sup>1</sup> См.: <https://aif.ru/money/economy/stavka-ekonomike-ne-pomeha-v-cb-otvetili-na-ostrye-voprosy-o-rote-cen>

<sup>2</sup> См., например, наш комментарий «Решение Банка России - послесловие» от 28 октября 2023 года: <https://www.russ-invest.com/upload/iblock/eb9/smnlly8r2fqtz6r8hzkrl6uyv14ofn8mz.pdf>

бюджета и пришлось пойти на сильную девальвацию рубля, подстегнувшую рост цен.

И только когда Банк России притормозил (уже третье заседание подряд ставку не повышают), а рубль в преддверии возможного улучшения российско-американских отношений и мирного соглашения окреп, инфляционные ожидания пошли вниз, а инфляция (год к году) стабилизировалась.

График 1. Скользящее сальдо бюджетной системы за 12 мес. (% ВВП) и ключевая ставка (%)



Источник: Банк России.

В связи с этим определенным интересом представляет опубликованная вчера аналитическая записка Банка России «Особенности работы трансмиссионного механизма в 2023-2024 годах».<sup>3</sup> Как сам Банк России оценивает то, что произошло? Надо отметить, что представители Банка, анализируя нестандартную работу трансмиссионного механизма, абсолютно правильно отмечают расширение спроса со стороны государства и отрицательное влияние (это наша оценка, а не авторов записки) крайне мягкой бюджетной политики (сальдо бюджетной системы снизилось на 3 п.п. ВВП, см. график 1)<sup>4</sup> и льготного кредитования на ценовую ситуацию в стране. Но (и их понять можно, все-таки она имеет отношение к государственной структуре) обходят стороной влияние СВО и, соответственно, непроизводительного потребления.

В целом надо отдать должное авторам записки, пришедшим к выводу, что трансмиссионный механизм не сработал так, как ожидали, в связи с изменившимися внутренними и внешними условиями и удлинением лага, что «в силу изменений трансмиссионного механизма ДКП ... может требовать более

<sup>3</sup> [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/174676/analytic\\_note\\_20250321\\_dip.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/174676/analytic_note_20250321_dip.pdf)

<sup>4</sup> См. там же, с. 16.

значительных изменений ставки и/или более длительного периода их сохранения».<sup>5</sup> Правда, последняя фраза о росте ставки по-прежнему режет слух (да хоть до 50% годовых поднимете ее, пока идет СВО, инфляция - это сопутствующее явление).

---

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](mailto:mail@russ-invest.com)Адрес: 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

---

<sup>5</sup> См. там же, с. 4.

---

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

Комментарий