

DOI: 10.37791/2687-0657-2025-19-1-122-140

В поиске эффективного решения управления инфляцией

В.Д. Смирнов^{1*}¹*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия*^{*}*vdsmirnov@fa.ru*

Аннотация. Инфляция представляет собой серьезную проблему для экономики России. В результате исследования автор приходит к выводу, что в текущих обстоятельствах достижение низких темпов роста цен установлением и поддержанием сверхвысокой ключевой ставки не представляется возможным, так как помимо некоторого влияния на спрос она сильно сдерживает возможности увеличения товарного предложения по требуемым корпоративными и розничными покупателями качеству и объему. Нехватка такого предложения и является реальной причиной инфляции. В статье обосновывается необходимость приведения ключевой ставки к уровню реальной инфляции. Предлагается экономически мотивировать коммерческие банки ужесточать потребительское и развивать корпоративное кредитование через макропруденциальное регулирование их деятельности, устанавливая более высокие требования по потребительским ссудам и более поощрительные условия по займам тем производителям средств производства и потребительских товаров, которые по соотношению «цена – качество» могут конкурировать с соответствующим импортом. В результате физические лица будут мотивироваться к более осознанному и финансово обоснованному потреблению, а та часть российской промышленности, которая способна производить конкурентные продукты и поставлять их на внутренний рынок, получит мощную кредитную поддержку, которая абсолютно необходима для содействия структурной перестройке экономики. При этом не предлагается изменять систему оценки кредитных рисков коммерческих банков.

Ключевые слова: дисбаланс спроса и предложения, ограниченность источников финансирования развития предприятий, создание более конкурентной среды, денежно-кредитная политика, макропруденциальное регулирование, управление инфляцией

Для цитирования: Смирнов В.Д. В поиске эффективного решения управления инфляцией // Современная конкуренция. 2025. Т. 19. № 1. С. 122–140. DOI: 10.37791/2687-0657-2025-19-1-122-140

In Search of an Effective Solution to Inflation Management

V. Smirnov^{1*}

¹Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

*vdsmirnov@fa.ru

Abstract. Inflation is a serious problem for the Russian economy. As a result of the study, the author comes to the conclusion that in the current circumstances, achieving low rates of price growth by setting and maintaining an extremely high key rate does not seem possible, since in addition to some impact on demand, it greatly restrains the possibility of increasing the supply of goods in the quality and volume required by corporate and retail buyers. The lack of such supply is the real cause of inflation. The article substantiates the need to bring the key rate to the level of real inflation. It is proposed to economically motivate commercial banks to tighten consumer lending and develop corporate lending through macroprudential regulation of their activities, setting higher requirements for consumer loans and more incentive terms for loans to those producers of capital and consumer goods that can compete with the corresponding imports in price/quality terms. As a result, individuals will be motivated to consume more consciously and financially justified, and that part of the Russian industry that is capable of producing competitive products and supplying them to the domestic market will receive powerful credit support, that is absolutely necessary to facilitate the structural restructuring of the economy. At the same time, it is not proposed to change the credit risk assessment system of commercial banks.

Keywords: imbalance of supply and demand, limited sources of enterprise development financing, creation of more competitive environment, monetary policy, macroprudential regulation, inflation management

For citation: Smirnov V. In Search of an Effective Solution to Inflation Management. *Sovremennaya konkurentsia*=Journal of Modern Competition, 2025, vol.19, no.1, pp.122-140 (in Russian). DOI: 10.37791/2687-0657-2025-19-1-122-140

Введение

Обычно ускоренный рост цен возникает из-за дисбаланса товарного спроса и предложения по крайней мере в трех случаях: (1) неожиданное увеличение физического спроса при неизменном предложении, (2) стабильный физический спрос, сталкивающийся с сокращением предложения, (3) увеличение денежного спроса (за счет субсидирования потребителей правительством, повышения зарплат работодателями или в результате кредитной экспансии дешевых денег) при недо-

статочном предложении. Хотя, конечно, бывают исключения, как, например, в последнем случае на зрелых рынках в годы, предшествующие пандемии, когда низкая стоимость денег не вызвала повышенной инфляции.

Логично предположить, что для решения проблем в каждом из указанных случаев вряд ли должны применяться одинаковые методы управления инфляцией, низкие уровни которой позволяют создать условия для стабильного развития экономики, поскольку предприниматели могут более реалистично рассчитать финансовую эффективность

своей деятельности и будущих проектов, а потребители успешно планировать свои расходы и приобретения как за счет собственных, так и заемных ресурсов.

Таким образом, конечной целью достижения умеренного роста цен без перехода их в дефляцию, при которой снижается мотивация бизнеса к своему развитию, а потребители откладывают свои покупки для уменьшения затрат в будущем, является создание конкурентной, уверенно растущей экономики, обеспечивающей увеличение благосостояния населения.

Задача данного исследования состоит в выявлении причин инфляции в РФ в период с 2022 г., анализе действий регулятора по управлению ею и разработке предложений по достижению указанной цели.

Причины роста цен в РФ с 2022 года

В период с февраля 2022 г. по декабрь 2024 г. регулятор поднял ключевую ставку с 9,5 до 21%¹, мотивируя это сначала шоком санкций, а затем, после ее снижения в сентябре 2022 г. – июле 2023 г. до 7,5% для помощи в адаптации экономики, увеличившимся внутренним спросом². При этом он указывает, что повышенный уровень ключевой ставки будет сохраняться длительное время для снижения аппетита к приобретениям и более сбалансированного роста экономики до появления надежных признаков движения потребительской инфляции к установленному регулятором уровню 4%.

Вместе с тем, по данным Росстата, в 2023 г. физический объем оборота роз-

ничной торговли в РФ пищевыми продуктами снизился по сравнению с 2013 г. (100%) до 94,1%, оборот непродовольственными товарами составил 102,8%, а физический объем бытовых услуг – 136,9%. Если исходить из достаточно стабильной структуры потребительских расходов населения на примере 2023 г. (38,1% приходится на продовольственные и 34,1% на непродовольственные товары, 27,8% – на услуги), то средневзвешенный индекс прироста физического объема розничного потребления составил за весь этот период чуть меньше 9%. По сравнению с 2020 г. указанные физические объемы увеличились на 3,8; 7,3 и 23,4% соответственно, а средневзвешенный индекс – на 10,4% (расчеты автора по данным Росстата³). Иными словами, говорить о взрывном физическом спросе, в особенности на продукты и товары, как за последние десять лет, так и более короткий четырехлетний период, вряд ли возможно.

В то же время совокупный рост индекса потребительских цен в 2013–2023 гг. составил (начало периода равно 100%) соответственно 208,8; 195,5 и 189,9% по указанным выше товарным группам и услугам, а за период 2020 г. – 9 месяцев 2024 г. – 152,8; 143,8 и 147,1%. По всем товарам и услугам индекс роста цен составил в 2013–2023 гг. 198,9%, или около 10% в год, в 2020 г. – 9 месяцев 2024 г. – 148,2%, а в 2022 г. – 9 месяцев 2024 г. – 131,0% (расчеты автора по данным Росстата⁴), т. е. темпы роста цен примерно сохранились.

¹ Ключевая ставка Банка России // ЦБ РФ. URL: https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 23.12.2024).

² Основные направления государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов // Банк России. Октябрь 2024. С. 48.

³ Индекс физического объема оборота розничной торговли по РФ в % к предыдущему году (в сопоставимых ценах) // Росстат; Индексы физического объема бытовых услуг населению по видам (в процентах к предыдущему году) // Росстат; Структура потребительских расходов населения по группам и товарам (услугам)-представителям для расчета ИПЦ по РФ // Росстат.

⁴ Квартальные индексы потребительских цен на товары и услуги по Российской Федерации в 2005–2024 гг. // Росстат.

Нельзя сказать, что основным драйвером увеличения цен или физического спроса были банковские кредиты. Во-первых, банковскую задолженность имеет только около четверти российских домохозяйств, во-вторых, из всех видов банковской задолженности самые крупные суммы на одно домохозяйство приходятся на ипотеку, которую имеют около 5% домохозяйств, в-третьих, необеспеченные потребительские кредиты, средняя сумма задолженности по которым почти в десять раз ниже ипотечной, имеют около 10% домохозяйств¹. Наконец, из общей суммы задолженности физических лиц по кредитам банков в 37,9 трлн рублей (данные по состоянию на 01.06.2024) на потребительские кредиты приходится 14,9 трлн рублей (39,3%), а на ипотеку и автокредиты, которые мало чем влияют на потребительскую инфляцию, как ее считает Росстат, – 19,2 трлн рублей (50,6%) и 2,1 трлн рублей (5,5%) соответственно².

Таким образом, можно заключить, что подавляющая часть домохозяйств финансирует свои покупки пищевых продуктов и непродовольственных товаров из текущих доходов или сбережений, а большая часть кредитов (56,1%) привлекается населением для приобретения товаров, стоимость которых на порядки выше их текущих доходов и имеет очень опосредованное влияние на изменение розничных цен. Ипотечное кредитование по субсидируемым процентным ставкам может раздувать цены на строящееся жилье, где со стороны предложения пока не сложилась сильная

конкуренция (по сравнению со спросом), но это рынок редких жизненных приобретений, весьма отличный от регулярных потребительских трат.

Располагаемые ресурсы населения в расчете в среднем на члена домашнего хозяйства в месяц в период 2013–2023 гг. увеличились с 21 196,5 до 39 372,7 рублей, т. е. в 1,86 раза, с 2020 г. по II квартал 2024 г. – с 29 204,5 до 41 565,7 рублей, т. е. в 1,42 раза³. Совокупные номинальные денежные доходы населения РФ увеличились за период 2020–2023 гг. с 63,7 до 94,1 трлн рублей (в 1,48 раза). Если допустить, что в I полугодии 2024 г. они увеличились на 5%, т. е. составили 98,8 трлн рублей, то рост номинальных доходов за период 2020 – I половина 2024 г. составил 1,55 раза. Если же сравнивать данные 2023 г. и I половины 2024 г. с показателями 2022 г. (83,4 трлн рублей), то рост номинальных денежных доходов населения составил 1,13 и 1,18 раза соответственно⁴.

Получается, что в период с начала 2020 г. динамика номинальных денежных доходов населения и реально располагаемых доходов домохозяйств совпадает в целом с динамикой потребительских цен и находится в диапазоне увеличения в 1,4–1,5 раза.

Вместе с тем динамика доходов с 2022 г. оказалась намного ниже роста цен, а это показывает, что инфляция в последние годы не была вызвана взрывом потребитель-

¹ Всероссийское обследование домохозяйств по потребительским финансам – 2022. Презентация Банка России // ЦБ РФ. 31.03.2023. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/145947/presentation_31-03-2023. pdf (дата обращения: 05.01.2025).

² Статистический бюллетень Банка России. № 11. 06.12.2024. С. 41 // ЦБ РФ. URL: <https://cbr.ru/collection/collection/file/54894/bbs2411r.pdf> (дата обращения: 05.01.2025).

³ Доходы и расходы домашних хозяйств на потребление. Уровень и структура располагаемых ресурсов домашних хозяйств различных социально-экономических групп 2003–2023 // Росстат; Уровень и состав располагаемых ресурсов и расходов на потребление домашних хозяйств // Росстат.

⁴ Основные показатели денежных доходов населения. Таблица 1. Номинальные и располагаемые денежные доходы населения по России и по субъектам РФ за 2020–2022 гг. // Росстат; Основные показатели денежных доходов населения. Таблица 1. Номинальные и располагаемые денежные доходы населения по России и по субъектам РФ за 2022–2023 гг. // Росстат.

ской активности, поскольку при практически неизменном физическом спросе цены в последние годы росли быстрее доходов граждан. Следовательно, источники формирования ускорения инфляции находятся не в росте физического спроса, а в недостатке предложения и связанных с ним факторах, которые разделяются на внешние и внутренние для российской экономики.

Среди внешних причин уменьшения предложения стоит отметить следующие:

1. Санкции на импорт товаров и уход из страны многих западных компаний, которые имели производственные мощности в РФ, существенно снизили товарное предложение внутри страны, которое удовлетворяло привычный спрос корпоративных и розничных потребителей. Так, только в обрабатывающей промышленности доля ушедших из страны иностранных компаний составила в 2023 г. 35% по выручке. При этом для многих предприятий, право собственности на которые перешло российским компаниям, особенно в высокотехнологичных отраслях, остается проблематичным вопрос легитимного использования ранее применяемых технологий [1, с. 203–204].

2. Многие российские предприятия в рамках международного разделения труда включены в глобальные цепочки поставок материалов и комплектующих для производства конечной продукции для внутреннего рынка. Влияние этого фактора может быть крайне существенным для объемов и качества такой продукции: доля промежуточных товаров в общем импорте в 2013–2021 гг. сохранялась на уровне 37%, а инвестиционных товаров – в районе 21%¹. Как результат, возможна если не остановка производства, то уменьшение количества создаваемой внутри страны продукции. Д. Ко-

мин, Р. Джонсон и К. Джонс обнаруживают на примере США в 2021–2022 гг., что такого рода ограничения объясняют около половины роста инфляции в этот период (примерно 2 из 4 процентных пунктов общей инфляции) [6, с. 4–5].

3. Проблемы с логистикой товарных поставок по внешнеторговым операциям и расчетов по ним в связи с ограничениями, накладываемыми западными странами на банковские учреждения во всем мире, вынуждают некоторых контрагентов российских компаний отказываться от заключения сделок или увеличивать цену.

Важными внутренними причинами, влияющими на наполнение предложения для российских розничных и корпоративных потребителей, являются следующие:

1. Сложности для российских предприятий в производстве продукции такого качества и в таком объеме, которые до введения санкций поставлялись на внутренний рынок иностранными компаниями в РФ или импортировались в связи с ранее проводимой государством политикой открытого рынка и свободной конкуренции. Без адекватной защиты многие российские предприятия не могли в предыдущий период конкурировать с превосходящими на порядки по технологическому развитию, финансовой обеспеченности и маркетинговым умениям транснациональными корпорациями, что во многих случаях приводило к упадку или потере компетенций не только в отдельных компаниях, а и в целых отраслях. Для устранения этой проблемы потребуются время и инвестиции.

2. Стагнация доли высокотехнологичных и наукоемких отраслей в ВВП РФ в 2013–2023 гг. на уровне 21–25% с пиком в 2020 г.² Это отражается в динамике производственной эффективности страны: если

¹ Удельный вес потребительских, промежуточных и инвестиционных товаров в общем объеме импорта Российской Федерации // Росстат.

² Доля продукции высокотехнологичных и наукоемких отраслей в валовом внутреннем продукте Российской Федерации (Данные по ОКВЭД 2) // Росстат.

за указанный период ВВП РФ на одного занятого по паритету покупательной способности в ценах 2021 г. увеличился с 73,5 до 82,9 тыс. долл. США, т.е. в 1,13 раза, то в КНР этот показатель вырос с 23,5 до 42,1 тыс. долл. США, т.е. в 1,79 раза, а в США – с 131,2 до 151,8 тыс. долл. США, т.е. в 1,16 раза¹. Получается, что российская экономика отстает по темпам роста эффективности не только от КНР, которая пока находится на более низком уровне по показателю совокупной производительности, но ускоренно движется вперед, а и от США, которым наращивать этот показатель труднее, поскольку абсолютная его величина у них почти в 2 раза выше, чем в РФ. При сохранении таких темпов, которые регулятор называет «сбалансированным ростом», сложно рассчитывать на быстрое создание в стране современной экономики и «технологического суверенитета» и успешно конкурировать на мировых рынках продукции высоких технологических переделов.

3. Ряд российских производителей некоторых товаров, которых в стране в избытке и которые экспортируются, стремятся к выравниванию прибыли во внутренних операциях с экспортными через завышение цен в РФ. При этом их конкурентоспособность на мировом рынке возникает из пользования ими всеми преимуществами российской экономики, но в результате они наказывают за это российских потребителей, заставляя их платить повышенную цену за условия, которые сложились на мировом, а не на домашнем рынке, и ограничивают возможности других отраслей отечественной экономики увеличить свою конкурентоспособность. Ситуация, называемая «экспортным нетбэком», очевидно

корректна с точки зрения микроэкономики, но вряд ли справедлива на уровне макроэкономики.

4. С 2021 по 2023 г. произошло уменьшение доли поступлений в свободно конвертируемых валютах в расчетах за экспорт (с 84,6% в 2021 г. до 39,0% в 2023 г.) и увеличение доли рубля (с 14,3 до 39% соответственно) при уменьшении роли указанных валют в расчетах за импорт (67,6 и 34,0%) и одновременно практически неизменившейся доли рубля (28,1 и 30,0%)². Параллельно власти освободили экспортеров от обязанности продавать значительную часть валютной выручки: в 2024 г. дважды был снижен порог выручки, которую экспортеры должны продавать в РФ – с 80 до 60%, а затем с 60 до 40%³. Между тем соответствующий Указ Президента России, как отмечало Правительство РФ⁴, принимался в октябре 2023 г. для поддержки курса рубля на фоне его резкого ослабления, а использовался он в дальнейшем в прямо противоположном направлении, что содействовало улучшению положения экспортеров, но резко понизило наряду с указанными выше факторами возможности импортеров по покупке оборудования и комплектующих для улучшения обеспечения потребностей внутреннего рынка, так как уменьшило наличие доступной иностранной валюты для соответствующих расчетов.

² Валютная структура расчетов за поставки товаров и оказание услуг по внешнеторговым контрактам по географическим зонам и валютам государств в соответствии с распоряжением Правительства РФ от 05.03.2022 № 430-р // Банк России. 16.12.2024.

³ Мордовина М. Что привело к ослаблению рубля в 2024 году и что будет с курсом в 2025-м // РБК. 31.12.2024. URL: <https://www.rbc.ru/finances/31/12/2024/676d80649a79478511232f48?from=newsfeed> (дата обращения: 23.12.2024).

⁴ Для стабилизации валютного курса устанавливается обязательная продажа валютной выручки экспортеров // Правительство России. 11.10.2023. URL: <http://government.ru/news/49778/> (дата обращения: 23.12.2024).

¹ GDP per person employed (constant 2021 PPP \$) // World Bank Group. URL: https://data.worldbank.org/indicator/SL.GDP.PCAP.EM.KD?end=2023&locations&name_desc=false&start=2019 (дата обращения: 05.01.2025).

5. Девальвация национальной валюты за последние годы была очень существенной: с 33 рублей за 1 долл. США в конце 2013 г. до 74 рублей в 2020 г., небольшого восстановления до 70 рублей в 2022 г. и затем падения до 105 рублей в конце 2024 г., т.е. в 3 раза с 2013 г. и на 50% с 2022 г. Учитывая высокую долю экспорта и импорта в ВВП страны (23,3¹ и 19%², или 40,1 и 32,7 трлн рублей в 2023 г. соответственно при оценке ВВП в текущих ценах в 172,1 трлн рублей³), понижение курса рубля не могло не отразиться на российских ценах иностранных товаров и желании экспортеров выровнять эффективность своих внешнеторговых операций с продажами внутри страны.

6. Многие российские компании, работающие на внутренний рынок, которым для увеличения объемов производства и повышения качества продукции необходимы финансовые ресурсы для пополнения оборотного капитала и приобретения нового оборудования, чтобы удовлетворить спрос, который ранее обеспечивался импортом или иностранными производствами в РФ, ограничены в собственных средствах. В то же время привлечение кредитных ресурсов для многих таких компаний стало запретительным из-за высокой процентной ставки.

Между тем в списке 100 крупнейших российских корпораций по чистой прибыли⁴

почти нет компаний, производящих товары для потребительского рынка, хотя есть много инфраструктурных и экспортно-ориентированных компаний. Мы можем гордиться российскими компаниями, которые зарабатывают больше всего прибыли, однако делают они это не через уменьшение товарного дефицита населения, который и является причиной инфляции, и одновременно поддерживают валюту, столь необходимую производителям товаров для внутреннего рынка. У таких крупных компаний нет проблем с собственными средствами за счет высокого курса иностранных валют, в которых они получают значительную часть выручки. Поэтому им кредит либо не нужен, либо они его берут, так как девальвация рубля делает беспроblemным для них выплату высоких процентов. Регулятор это подтверждает, указывая, что «рост корпоративного кредитования в 2024 г. во многом происходит за счет крупных компаний, чей спрос менее чувствителен к процентной ставке. Размер обязательств 6 крупнейших российских компаний перед отечественными банками вырос с 46% капитала сектора в начале 2022 г. до 68% на 1 октября 2024 года»⁵. При этом прирост банковских ссуд иным нефинансовым заемщикам оказался в этот период минимальным.

7. Проблемы с занятостью представляются вторичными по сравнению с необходимостью модернизации производственного парка страны и его расширения для удовлетворения внутренних потребностей преимущественно за счет не импорта, а производства основных средств производства и потребительских товаров местными предприятиями. Выровнять спрос и предложение на рынке труда экстенсивными методами с сохранением устаревших машин невозможно, и решение находится только в направлении существенного увеличения производительности труда за счет приоб-

¹ Ткачёв И., Виноградова Е. Зависимость экономики России от экспорта стала минимальной с 1990-х // РБК. 01.04.2024. URL: <https://www.rbc.ru/economics/01/04/2024/66069b9a9a7947ce87588aff> (дата обращения: 05.01.2025).

² Рожкова Е. Как и почему снижается доля импорта в российской экономике // РБК. 10.08.2024. URL: <https://www.rbc.ru/economics/10/08/2024/66b518a89a7947309468e5ec> (дата обращения: 04.01.2025).

³ Валовой внутренний продукт // Росстат.

⁴ 100 самых прибыльных компаний России – 2024 // Forbes. 2024. № 10. С. 59–73. URL: <https://www.forbes.ru/biznes/521880-100-krupnejshih-kompanij-rossii-po-cistoj-pribyli-2024-rejting-forbes> (дата обращения: 19.12.2024).

⁵ Обзор финансовой стабильности. II–III кварталы 2024. Банк России, 2024. С. 44.

ретения и внедрения современного автоматизированного и роботизированного оборудования, в том числе за счет кредита.

Чем больше инвестиций в технологии и новое оборудование, тем выше производительность. Чем выше производительность, тем выше потенциал роста экономики. И наоборот, если инвестиции тормозятся, то и производительность не растет, возникают проблемы с занятостью и темпами роста экономики. В РФ доля инвестиций в основной капитал в ВВП страны, по данным Росстата, устойчиво держится на уровне 19–22% в 2011–2023 гг. Между тем, согласно исследованию консультационной компании McKinsey¹, в быстроразвивающихся экономиках (Китай, Индия, некоторые страны Центральной и Восточной Европы и развивающиеся страны Азии) она достигает 40% ВВП.

Приведенные выше факты указывают на превалирующую значимость нехватки предложения в увеличении инфляции, что противоречит ранее указанному мнению о большом влиянии спроса на этот процесс. Поэтому целесообразно рассмотреть теоретические предпосылки, которые определяют роль каждого из этих факторов.

Теории управления инфляцией

Банк России, как следует из его материалов, стремится к достижению цели «сбалансированного роста» российской экономики, возникающего при равновесии спроса и предложения, которое устраняет основания для роста цен. В свою очередь, соответствующий уровень предложения определяется устанавливаемым регулятором «потенциалом» экономики, и отклонения от него вверх означает перегрев экономики, который необходимо подавлять сдерживанием спроса.

Теоретической основой такой позиции являются концепции потенциального выпуска и разрыва выпуска (в частности А. Оукена [12]), которые занимают центральное место в аналитической работе Международного валютного фонда (далее – МВФ) по предоставлению рекомендаций по политике правительствам стран – членов этой организации. МВФ исходит из того, что потенциальный выпуск представляет собой максимальный объем производства, который экономика, включая трудовые ресурсы, может поддерживать, не вызывая роста инфляции. Считается, что в среднесрочной перспективе предполагаемая тенденция потенциального выпуска помогает определить темпы устойчивого роста. В краткосрочной перспективе оценки разрыва между фактическим и потенциальным выпуском служат ключевым ориентиром для оценки инфляционного давления [7].

Эти концепции имеют, однако, ряд несовершенств, связанных с тем, что любая конкретная оценка потенциального роста, а следовательно, и отклонений от нее является результатом некой экстраполяции исторических цифр, множественных допущений в таких негарантированных математическими расчетами показателях будущего, как цены на ресурсы, технологический прогресс, дефицит либо излишек спроса или предложения, валютный курс.

К. Фонтанари, А. Палумбо и К. Сальватори, тщательно проанализировав имеющиеся теоретические представления и текущую практику по этим вопросам, приходят к заключению [9, с. 3, 10, 36–39], что сделанные таким образом оценки роста потенциального выпуска вообще не отражают никакого реального процесса, а устойчивой связи между инфляцией и безработицей не существует, несмотря на глубоко укоренившееся теоретическое убеждение в этом. Официальные показатели потенциального выпуска не следует, по их мнению, ошибочно принимать за порог, за которым взрывается неконтролируемая

¹ Investing in productivity growth: Report // McKinsey Global Institute. March 2024. P. 1, 7–8, 12, 33. URL: <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/investing-in-productivity-growth> (дата обращения: 27.05.2024).

инфляция. Его в целом не нужно определять как предел, который никогда не следует пересекать, поскольку создание дополнительных ресурсов может постепенно устранить те самые узкие места, которые в короткий период могут создать инфляционное давление. Перспектива роста допускает концептуальный пересмотр производственных возможностей экономики, что подразумевается в самом значении слова «потенциал». Так же как экономика, которая пережила глубокие рецессии и длительные периоды медленного роста, замедлила темпы создания своих мощностей или даже разрушила часть их, тем самым сократив свои собственные перспективы роста, так она может, по их мнению, и развить свои мощности за пределы, которые сейчас кажутся непреодолимыми. Потенциальный выпуск должен измерять эти возможности, как бы далеки они ни были от того, что было реализовано, как бы сложно ни было их точно измерить, как бы трудно ни было определить надлежащий набор мер, которые позволят преодолеть разрыв между тем, что есть, и тем, что могло бы быть.

Российская экономика, столкнувшаяся в последние годы с серьезными внешними вызовами, которые оказали огромное воздействие на возможности предложения широкого круга товаров для корпоративных и розничных потребителей, срочно нуждается в увеличении промышленного производства на новом уровне качества выпуска и в увеличенных объемах. Стандартным решением этой проблемы является для бизнеса привлечение долгового финансирования. Однако, как отмечала К. В. Юдаева еще в 2014 г., «выбор сценариев на основе использования денежно-кредитной политики у России: это либо низкий рост и низкая инфляция, либо стагфляция, то есть низкий рост и высокая и растущая инфляция. Сценарий с высоким ростом и ограниченной инфляцией методами денежно-кредитной политики не реализуем». Соответственно, «снижение ставок вряд ли окажет значи-

мый стимулирующий эффект на инвестиции в реальную экономику» [5, с. 8]. Причиной такого вывода, по мнению Д. В. Тулина, является убежденность в том, что «рост банковского кредитования (по любым процентным ставкам, пусть даже самым низким) и следующий за этим рост денежной массы в обращении сами по себе не обязательно приводят к увеличению физических объемов промышленного производства и росту производственных инвестиций» [4, с. 6].

В основе таких убеждений, представляется, находятся указанные выше рекомендации МВФ, несмотря на признание их неоптимальными в принципе и неприемлемыми для стран с несовершенными рыночными экономиками. Именно поэтому МВФ, разработавший их с учетом опыта зрелых экономик, предлагает выбирать тот метод оценки выпуска и отклонений от него, который «наилучшим образом соответствует экономическим факторам в соответствующей стране» [7, с. 44].

Д. В. Тулин отмечает, что денежно-кредитная политика (далее – ДКП) регулятора «была скопирована с зарубежных образцов, которые утвердились в наиболее богатых странах с развитой рыночной экономикой с начала 1990-х годов», где имеется сильная конкуренция предложения, как правило, с запасом мощностей, свободный переток товаров между странами и обширные рынки долгового финансирования. Более того, эта модель ДКП в РФ «была сформирована на свободном движении трансграничных капиталов, отсутствии внутренних валютных ограничений и банковском «дерегулировании»» [4, с. 14].

Проблема в том, что в настоящее время в России совсем другие условия функционирования экономики и возникают обоснованные сомнения в эффективности применения в текущей обстановке этой модели ДКП, согласно которой «траекторией сбалансированного роста являются темпы в 1,5–2,5%, а всё что выше этого

уровня, является перегревом экономики»¹. Очевидно, что регулятор берет за основу исторические данные динамики ВВП страны (исходя из данных Росстата, совокупный среднегодовой темп прироста ВВП в ценах 2021 г. составлял, по расчетам автора, в 2014–2023 гг. 1,2%, в 2020–2023 гг. – 2,7%, а в 2022–2023 гг. – 3,6%) и не рассматривает возможным крайне востребованное ускорение роста экономики для обеспечения ее безопасности и процветания.

При этом Банк России указывает, что «кредитование является не основным источником финансирования инвестиций в основной капитал и это характерно для большинства стран мира»². В некоторых странах ситуация может быть и такая, а в РФ у большинства российских компаний возникают сложности с привлечением акционерного капитала, и они испытывают недостаток собственных средств для пополнения оборотного капитала и оплаты нового оборудования без рассрочки. Поэтому привлечение заемных ресурсов для развития производства является приоритетом.

Более того, кредит играет важную роль и в экономически развитых странах. Соотношение объема банковского кредитования нефинансовых организаций и ВВП показывает, что в РФ оно значимо ниже (32,7% в 2020 г. и 38,4% в 2024 г. – расчеты автора по данным Банка России и Росстата), чем в ФРГ – 84,5%, в США – 53,8%, в Японии – 121,9% и в Китае – 183,4% в 2020 г. При этом оно существенно дополняется у них привлечением прямого частного кредитования, облигационных и других займов с рынков капиталов: общий объем долгового финансирования таких организаций из всех источников в 2020 г.

в ФРГ составил 131,8% от ВВП страны, в США – 164,8%, в Японии – 239,4%, в Китае – 222,6% [3, с. 615]. Если к банковским кредитам нефинансовым организациям в РФ в 2024 г. добавить задолженность по корпоративным облигациям, выпущенным на российском рынке (29,9 трлн рублей на конец ноября 2024 г.)³, то совокупное долговое финансирование нефинансового сектора экономики составляет в настоящее время около 55% от ВВП страны (расчет автора), что в разы меньше, чем в странах с развитыми финансовыми рынками.

Как видно, на зрелых рынках ситуация более благоприятная с точки зрения помощи кредитом экономическому развитию. Поэтому констатация регулятором исторически невысокой доли банковских кредитов как источника финансирования деятельности корпоративного сектора в нашей стране корректна, но не является основанием для утверждения, что аналогичная картина наблюдается в других странах, которые Россия хочет экономически превзойти, и это «достаточно способствует структурной перестройке экономики»⁴. Между тем российские компании, на которые приходится 2/3 себестоимости «по экономике», зависят в своей деятельности от банковского кредита⁵.

Как известно, управление кредитной деятельностью банков находится в руках регулятора. Для домохозяйств кредит не является, как указано выше, основным источником финансирования текущих расходов,

¹ Основные направления государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Банк России. Октябрь 2024. С. 3.

² О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки // Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Банк России. Декабрь 2024 г. С. 24.

³ Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Информационно-аналитический комментарий. Банк России. Ноябрь 2024 г. С. 6.

⁴ О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Банк России. Декабрь 2024 г. С. 24.

⁵ Причины повышения ключевой ставки, из-за чего растут цены и почему дешевые кредиты не спасут от инфляции: в Центробанке ответили на главные вопросы // Банк России. 10.12.2024. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=23222> (дата обращения: 23.12.2024).

но регулятор поощряет потребительские кредиты в разных формах (ипотека не связана с фондированием потребительских расходов), которые и увеличивают навес спроса над предложением, что, в частности, подтверждают С. М. Дробышевский, Ю. Н. Перевышин, С. Г. Синельников-Мурылев, П. В. Трунин [2]. Реакция ДКП на дисбаланс между спросом и предложением касается только ограничения спроса, а на предложение, считается, должны влиять структурные изменения в экономике и действия правительства. Между тем указанный выше объем корпоративной задолженности на порядок превышает размеры государственных стимулов предприятиям в развитии их производства: например, субсидируемые государством кредиты нефинансовым организациям составляли в 2024 г. около 5% ВВП¹, а, как показано выше, кредиты коммерческих банков таким организациям – 38,4% ВВП. Отношение активов к капиталу банков показывает², что резервы увеличения кредитной поддержки экономики, под которой понимается прежде всего содействие развитию товарного предложения, существуют.

Помимо объема кредита, существует и проблема его стоимости, тесно связанная с управлением ростом цен. Существует два общих подхода к управлению инфляцией центральным банком: (1) согласно Дж. Тейлору [14], регулятор должен повышать ставки, когда инфляция выше целевого уровня или когда рост ВВП выше потенциального, и снижать, когда инфляция ниже целевого уровня или когда рост ВВП ниже потенциального вне зависимости от причины (спроса или предложения); (2) Б. Хофманн, К. Манеа и Б. Мо-

жон полагают [11, с. 3, 9], что необходимо по-разному реагировать на инфляцию, обусловленную спросом и предложением, и называют это «правилом оптимальной таргетинговой политики», или «целевым правилом Тейлора», которое подразумевает агрессивное таргетирование инфляции, обусловленной спросом, и лишь слабое реагирование на инфляцию, обусловленную предложением. Они показывают, что это новое правило всегда аппроксимирует лучшую оптимальную политику при наличии как шоков спроса, так и шоков предложения, чем обычное (безусловное) правило Тейлора. Уточненное правило было сформулировано по результатам анализа деятельности ФРС США, реакция которой процентной ставкой на инфляцию, обусловленную спросом, была примерно в четыре раза выше, чем на инфляцию, обусловленную предложением.

Представляется, что в таком подходе к управлению инфляцией существенную роль сыграло понимание того, что кредит, доступный бизнесу, позволяет обновить производственные фонды, повысить производительность и улучшить предложение по качеству, объему и цене, а, как показывает А. Оукен [13, с. 42], тенденция к росту производительности допускает тенденцию к росту заработной платы без необходимости появления тенденции к росту цен на потребительские продукты.

Необходимо отметить, что в основе концепции управления сбалансированным ростом находится идея функционирования зрелой рыночной экономики, которая может достаточно чутко реагировать на меры ДКП, потому что, с одной стороны, подавляющая часть корпоративных и розничных потребителей зависят от кредита (даже если он не банковский, то всё равно ориентируется на стоимость и другие условия ссуд депозитно-кредитных организаций), а с другой – у производителей имеются возможности к быстрому наращиванию выпуска и обновлению производственных мощностей. В РФ условия совершенно иные.

Казалось бы, чисто теоретический вопрос определения потенциала экономики

¹ Основные направления государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Банк России. Октябрь 2024 г. С. 98.

² Двойной удар. Российский банковский сектор: прогноз на 2024 год // АКРА. 27 декабря 2023 г. С. 13. URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/886/7ehk2k9l9ndsg67tytdyamgiev8302vj/20231227_RFIVP.pdf (дата обращения: 11.06.2024).

становится очень практическим с негативным результатом, если при произвольном установлении потенциала роста предпринимаются шаги по выравниванию линии фактического роста реальной экономики с математически рассчитанной, но признаваемой многими учеными и практиками необоснованной траекторией. С другой стороны, на темпы роста экономики влияет инфляция, управление которой неразрывно связано со стоимостью кредита корпорациям, являющегося, в свою очередь, если он использован для расширения и обновления производственных мощностей, одним из основных драйверов устранения причин роста цен при недостатке предложения. Неполный учет многогранного взаимного влияния указанных экономических факторов может приводить к принятию мер, реализация которых препятствует экономике успешно развиваться.

Практика управления инфляцией в РФ

В конце 2024 г. Банк России указал, что экономика страны находится в состоянии «значительного перегрева», а производственные мощности и трудовые ресурсы задействованы почти полностью, что ограничивает возможности удовлетворения растущего спроса и определяет высокое инфляционное давление¹.

В качестве одного из главных аргументов перегрева регулятор приводит цифру загрузки производственных мощностей в III квартале 2024 г. в 80,4% с детализацией этого показателя по обрабатывающей промышленности около 60%, в строительстве – около 78%, в добыче полезных ископаемых и сельском хозяйстве – по 81% и розничной торговле – 84%. Однако розничная торговля сама по себе не создает новую товарную массу, а только продвигает населению уже

произведенные внутри страны или импортируемые товары, кроме того, в стране нет недостатка в продовольствии и полезных ископаемых. Из перечисленных отраслей только обрабатывающая промышленность может создавать новое качество в экономике в условиях внешних ограничений. И если в добывающем секторе экономики индекс деловых барьеров, отражающий совокупные предпринимательские оценки факторов, лимитирующих деятельность предприятий, составлял, по данным Росстата, в декабре 2024 г. 104,4%, то предприятия обрабатывающей промышленности чувствовали себя намного лучше – 90,7%, как и в течение последних двух лет. Наконец, Росстат указывает, что средний уровень использования производственных мощностей в добывающем секторе экономики в 2024 г. не превышал 58%², и он существенно отличается от данных регулятора, на основании которых последний делает свои выводы.

Для сравнения: показатель использования производственных мощностей в США в ноябре 2024 г. составлял 76,8% при среднем показателе за 1972–2023 гг. 79,7%³, в еврозоне – 76,9 и 80,4% в среднем в 1980–2024 гг.⁴, в КНР – 75,1% и находился в диапазоне 67,3–78,4% в 2013–2024 гг.⁵ Сопоставление показателей по России с данными крупнейших стран не свидетельствует о перегреве ее

² Деловая активность организаций в России в декабре 2024 года // Росстат. 28.12.2024. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/205_28-12-2024.html (дата обращения: 12.01.2025).

³ Industrial Production and Capacity Utilization – G.17 // Federal Reserve Economic Data. December 17, 2024. URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/g17/current/> (дата обращения: 12.01.2025).

⁴ Euro Area Capacity Utilization // Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/euro-area/capacity-utilization> (дата обращения: 29.12.2024).

⁵ China Industrial Capacity Utilization // Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/china/capacity-utilization#:~:text=Capacity%20Utilization%20in%20China%20averaged,the%20first%20quarter%20of%202020> (дата обращения: 29.12.2024).

¹ Основные направления государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Банк России. Октябрь 2024 г. С. 27, 37–38.

экономики. Скорее всего речь идет о недоиспользовании имеющихся производственных мощностей и, что не менее важно, невозможности использования части из них в связи с устареванием оборудования, которое не позволяет удовлетворить спрос прежде всего по требуемому потребителями качеству продукции и, соответственно, требует замены на современное.

Тем не менее регулятор утверждает, что экономика находится на пределе своих возможностей и ее необходимо охладить прежде всего с помощью повышенной ключевой ставки для выравнивания спроса с недостаточным предложением. Такая постановка вопроса означает, что надо смириться с имеющимся предложением и ограничивать спрос, который его превышает. Предполагая, что спрос угнетается высокой ключевой ставкой, регулятор как бы отстраняется от того факта, что розничный кредит не является, как показано ранее, доминирующим инструментом в фондировании потребительского спроса, что ограничивает его влияние на снижение последнего, но одновременно высокая стоимость кредита не позволяет промышленным компаниям, для которых долговое финансирование важно при обновлении производственного оборудования, увеличить предложение. Таким образом, можно, конечно, стремиться к снижению инфляции, но точно не получится содействовать увеличению предложения, а следовательно, радикально изменить его баланс со спросом.

Более того, похоже регулятор с осторожностью относится к перспективам «новой индустриализации» страны и ее быстрого выхода на передовые научно-технические рубежи, поскольку, как указывает Д. В. Тулин, «из стандартных статистических формул расчета ВВП, из исторического опыта следует, что при неизменной численности занятого в экономике населения, заданном уровне производительности труда и ограниченных возможностях привлечения внешних ресурсов (в счет чистого импорта) ускоренный, опере-

жающий рост валового накопления в экономике, как правило, происходит на фоне стагнации или снижения конечного потребления. При успешном развитии в более отдаленной перспективе произойдет рост производительности труда, и потребление вновь сможет увеличиться. Однако в течение достаточно длительного периода времени (от нескольких лет до нескольких десятилетий) определенные жертвы для конечного потребления домохозяйств неизбежны» [4, с. 15–16].

В результате реализации такого подхода в настоящее время физическое потребление практически не увеличивается в связи с ограниченным предложением, домохозяйства испытывают финансовые затруднения в связи с инфляцией, которая порождена недостатком предложения, и регулятор отказывает им в перспективе решения этой проблемы, ссылаясь на необходимость избежать некоторых жертв в будущем, как будто сейчас домохозяйства процветают. Тем самым, пытаясь решить проблему текущей инфляции, регулятор уменьшает шансы предложения на полноценное развитие в более долгой перспективе.

Коллизия процентной ставки, инфляции и роста экономики возникает во многих странах. Поэтому можно прислушаться к выводам С. Айкмайер и Б. Хоффманна, которые приходят к заключению, что «неблагоприятные финансовые потрясения, которые наступают после ужесточения денежно-кредитной политики, могут снизить экономическую активность, но мало помогают в сдерживании инфляционного давления» [8, с. 28].

Регулятор ставит себе задачу снижения инфляции до уровня 4%, который должен создать условия для устойчивого роста экономики и стабилизации курса национальной валюты. Однако за последние 20 лет (с 2005 г.) цены за календарный год не увеличились более чем на 4% только 3 раза (2017–2019 гг.)¹,

¹ Квартальные индексы потребительских цен на товары и услуги по Российской Федерации в 2005–2024 гг. // Росстат.

т. е. и в период таргетирования инфляции (с 2014 г.). На зрелых рынках перегрев экономики связывается с избытком физического спроса, который подпитывается потребительским кредитом, и поэтому его подавление через высокую процентную может быть эффективно, но только в тех странах, в которых он играет существенную роль в финансировании расходов домохозяйств. Если в Великобритании соотношение долга домохозяйств к ВВП в июне 2024 г. составляло 77,5%, в США – 70,7%, в КНР – 62,1%, в Еврозоне – 52,2%, то в РФ – только 22,5%¹. Соответственно, и реакция экономики на изменение процентной ставки в финансово развитых странах в разы более быстрая и острая, чем в нашей стране.

Можно говорить о негативном влиянии внешних факторов в указанный период, а можно о недостаточном учете обстоятельств и целей развития экономики собственной страны. Например, анализируя уязвимости и устойчивость российского нефинансового сектора, регулятор обращает внимание² на крупнейшие публичные компании, которые сохраняют умеренный уровень долговой нагрузки. При этом указывается, что рост стоимости долга является ключевым только для компаний с высокой закредитованностью, хотя такими компаниями являются главным образом средние и малые компании, которые работают на внутреннем рынке и испытывают проблемы: доля «плохих» кредитов (IV–V категорий качества) крупному бизнесу составляла 3,4% по состоянию на 1 октября 2024 г., а по МСП – 6,4%. Соответственно, банки с высокой готовностью сотрудничают с крупными компаниями, прирост ссудной задолженности которых, например, в апреле-октябре 2024 г. составил большую сумму,

чем увеличение долга всех других нефинансовых организаций вместе взятых. Если же некрупным компаниям кредит недоступен, то он просто не входит в статистику выданных ссуд, что позволяет делать вывод о финансовой устойчивости всего корпоративного сектора. Однако такой вывод не означает, что у бизнеса МСП финансовое положение такое же благополучное, как у крупного.

Регулятор также отделяет свою ответственность за инфляцию от обязанности государства по обеспечению структурной перестройки экономики, которое для этого перераспределяет собранные налоги для стимулирования создания новых производств и товаров и повышения конкурентоспособности отечественных предприятий (госзаказы не включаются в эту сферу работы государства). Одновременно государство принимает меры через субсидированную ипотеку по улучшению благосостояния граждан. Эффект от этих действий государства очень разный, но регулятор относит все программы льготного кредитования к категории проинфляционных³. Ранее в данном исследовании указывалось, что повышение предложения снижает риски роста цен, а ипотечное кредитование имеет незначительное отношение к потребительской инфляции. Эконометрический анализ М. Гасибие и Ф. Занетти подтверждает [10, с. 22], что материальное воздействие государства, стимулирующее увеличение совокупного предложения при его недостатке, является контрциклическим. Поэтому с точки зрения этой цели деятельности регулятора и государства не противоречат друг другу.

У государства имеются и другие задачи. Более высокие темпы роста экономики (не 1,5–2,5%) нужны, чтобы выигрывать международную конкуренцию в условиях четвертой промышленной революции, а это озна-

¹ Households' debt to GDP. G20 // Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/households-debt-to-gdp?continent=g20> (дата обращения: 12.01.2025).

² Обзор финансовой стабильности. II–III кварталы 2024 г. Банк России, 2024. С. 3, 45.

³ Основные направления государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Банк России. Октябрь 2024 г. С. 98.

чает, что страна разрабатывает и внедряет новые технологии, может финансово эффективно производить большинство товаров, которые ей нужны. Медленный рост обрекает страну на постоянное отставание и зависимость от передовых стран. Высокие темпы роста появляются в результате увеличения конкурентоспособности и производительности труда в экономике, предприятиям в которой для достижения этих целей необходима прежде всего кредитная поддержка, а не только государственные субсидии.

С другой стороны, государство сосредоточено прежде всего «на обеспечении сто процентного технологического суверенитета, но только там, где этого требует вопрос национальной безопасности», как отметил Д. В. Мантуров, первый зампред Правительства РФ¹. Иными словами, государство, сосредоточившись на стратегически важных технологиях и товарных позициях, оставило другую часть экономики во власти рыночных сил. Одновременно происходит размежевание в области финансирования экономики, где управление рыночными процессами остается за мегарегулятором, в то время как государственный сектор и связанные с ним поставщики сырья, материалов и компонентов живут своей собственной, во многом независимой от остальной экономики жизнью. Поэтому для многих последних действия регулятора, например, в части стоимости кредита не так критичны, как для остальной экономики, а влияние государственного сектора на удовлетворение потребительского спроса весьма ограничено.

Получается, что апелляция к действиям государства в части влияния на эффективность ДКП не совсем корректна. Государство будет радо низкой инфляции и стоимости кредита (поскольку это облегчит решение проблем

структурной перестройки экономики), однако оставляет заботу о них регулятору. Восприятие им воздействия бюджетной политики государства на ДКП может в значительной мере измениться, если регулятор более объективно оценит все обстоятельства, влияющие на достижение им своей главной цели по уменьшению роста цен. Ведь если, например, шире посмотреть на последствия привлечения гражданами ипотечных кредитов, то суммы платежей по их погашению (как правило, занимающие очень существенную долю в семейном бюджете) сильно ограничивают их спрос на потребительские товары, что является скорее дефляционным фактором.

В целом результативность сдерживания инфляции высокой процентной ставкой представляется не совсем очевидной. Во-первых, как уже отмечалось, кредит играет ограниченную роль в фондировании потребительских расходов. Во-вторых, высокая ставка финансово непосильна многим предприятиям, что препятствует более широкому использованию кредита для увеличения предложения, которое сможет снизить дисбаланс со спросом. В-третьих, аргумент стерилизации части спроса такой ставкой на банковских депозитах корректен, но одновременно привлечение банками дорогих денег означает неизбежное их обязательство размещать эти средства в активы по еще более высоким ставкам. Это вынуждает заемщиков, которые могут себе позволить такой кредит и являются преимущественно корпоративными, отражать увеличение себестоимости в повышенной цене на свои товары, чтобы сохранить свою маржинальность. В-четвертых, повышенные издержки производителей и трата полученных потребителями высоких процентных выплат по депозитам будет конвертироваться в высокую инфляцию в будущем. В-пятых, если производители пойдут на снижение своей маржи, чтобы компенсировать высокие процентные выплаты и не увеличивать цены, то при прочих равных это уменьшит источник погашения долга и увеличит риски банков-кредиторов.

¹ Денис Мантуров рассказал об обеспечении технологического лидерства страны // РБК. 27.12.2024. URL: <https://www.rbc.ru/industries/news/676ec1b79a7947aede38e7d1> (дата обращения: 12.01.2025).

Такое развитие событий уже может повысить риски финансовой стабильности.

Получается, что высокая процентная ставка в российских условиях не гарантирует снижения инфляции, так как не решает проблему увеличения предложения, дисбаланс которого со спросом и является источником инфляции. При этом регулятор опасается ее снижать, так как инфляционные ожидания, на которые он ориентируется и которые являются в результате опросов розничных и корпоративных акторов, очень высокие¹. Но ведь в большинстве случаев такие ответы представляют собой экстраполяцию респондентами текущей ситуации с перспективой ее ухудшения. Если ориентироваться на такие ожидания, мы войдем с повышательную спираль инфляции: высокие ожидания будут стимулировать регулятора повышать ставку. Такую логику подтверждает и глава Банка России, признающий, что «ожидания населения и бизнеса являются во многом назад-смотрящими, то есть формируются прошлой динамикой цен, возникает самораскручивающийся эффект. Высокие ожидания через повышенный спрос ведут к высокой инфляции, которая, в свою очередь, подпитывает дальнейший рост ожиданий»².

Альтернативу в борьбе с инфляцией в виде низкой процентной ставки, по мнению регулятора, нельзя допускать, поскольку она приведет к «раздаче кредита всем желающим в неограниченном объеме», что выразится «в постоянном росте цен в масштабах всей экономики. Когда в стране практически все физические ресурсы задействова-

ны, кредитная накачка не позволит быстро нарастить производство. Выигрыша с точки зрения инвестиций и экономического роста не будет»³. Такие выводы представляются весьма спорными в связи со следующим:

1. Потребительский кредит и кредит промышленным предприятиям по-разному воздействуют на экономику. Потребительский кредит тратится сразу, и в случае импортных товаров деньги уходят и не возвращаются в страну. Более того, подразумевается повторение этих действий. Кредит предприятию не оказывает негативного воздействия на инфляцию, а через некоторое время, будучи использованным для расширения и модернизации производства, только увеличивает товарное предложение, которое усиливает конкуренцию на рынке.

2. Приобретение за счет кредита иностранных товаров инвестиционного характера может помочь решить проблему повышения технологического уровня российской экономики и уменьшить потребность в иностранной валюте, а следовательно, будет являться фактором, укрепляющим рубль и экономику, в отличие от потребительского импорта. Современное автоматизированное оборудование требует, как правило, меньшего количества рабочих для его обслуживания, т.е. решается и вопрос напряжения на рынке труда.

3. Последовательное наполнение экономики с помощью кредита новыми производственными мощностями как за счет импорта, так и отечественных разработок позволит наращивать и затем создавать излишек предложения, а рост в этой связи конкуренции будет заставлять производителей думать о снижении издержек и цен.

4. Структурные изменения в экономике быстро не происходят, но и без кредитной

¹ Причины повышения ключевой ставки, из-за чего растут цены и почему дешевые кредиты не спасут от инфляции: в Центробанке ответили на главные вопросы // Банк России. 10.12.2024. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=23222> (дата обращения: 12.01.2025).

² Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 20 декабря 2024 года // Банк России. 20.12.2024. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=23249> (дата обращения: 12.01.2025).

³ Причины повышения ключевой ставки, из-за чего растут цены и почему дешевые кредиты не спасут от инфляции: в Центробанке ответили на главные вопросы // Банк России. 10.12.2024. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=23222> (дата обращения: 23.12.2024).

поддержки, полагаясь только на государственные стимулы, они в принципе произойти не могут.

5. Тезис о «раздаче кредитов всем желающим» не соответствует практике коммерческих банков, которые тщательно выбирают надежных заемщиков, чтобы быть в состоянии вернуть деньги вкладчикам, средствами которых они фондируют кредиты.

6. «Неограниченные объемы кредитования» также являются преувеличением, поскольку объем кредитов банков определяется суммой средств, привлеченных главным образом от физических и корпоративных клиентов. Банки не создают деньги из воздуха, а помощь регулятора касается в основном вопросов поддержания ликвидности, а не фондирования кредитных операций.

Из вышеизложенного следует, что в текущих обстоятельствах достижение низких темпов роста цен сверхвысокой ключевой ставкой не представляется возможным. Оптимальным решением триединой проблемы укрощения инфляции, снижения стоимости кредита и структурной перестройки экономики представляются следующие действия регулятора (с учетом принципиально разных задач использования кредита населением и компаниями):

1. Смещение акцента с управления спросом на управление предложением для увеличения возможностей промышленных предприятий расширять и модернизировать свои производственные мощности для насыщения товарных рынков.

2. Установление ключевой ставки на уровне фактической инфляции.

3. Определение разных условий кредитования коммерческими банками физических лиц и тех производителей средств производства и потребительских товаров, которые по соотношению «цена – качество» смогут конкурировать с соответствующим импортом, через резервирование по классам рисков и использование других форм макропруденциального регулирования: более вы-

сокие требования к ссудам первым и более мягкие требования по займам последним, что будет экономически мотивировать банки уменьшать потребительское кредитование и увеличивать корпоративные ссуды.

4. Сохранение правил адекватной оценки кредитных рисков потенциальных заемщиков.

Заключение

Регулятору успешно удалось создать и поддерживать финансовую стабильность, обеспечить устойчиво прибыльную работу коммерческих банков, содействовать их быстрому технологическому развитию. Вместе с тем его усилия по обузданию инфляции пока не привели к таким же успехам.

Обстоятельства функционирования российской экономики существенно изменились в 2022 г., что сделало затруднительным эффективное использование ранее применяемых методов управления инфляцией и балансом спроса и предложения, который ее определяет. В этой связи необходимо по-новому взглянуть на денежно-кредитную политику с тем, чтобы, используя ее инструменты, повлиять на реальную причину инфляции, которая кроется в недостатке предложения со стороны отечественных предприятий. В условиях неразвитости рынков акционерного и небанковского долгового финансирования большинство компаний испытывают потребность в кредитной поддержке для пополнения оборотного капитала и, что самое главное, модернизации своей технологической базы и оборудования для удовлетворения спроса по качеству и количеству. Изменение макропруденциального регулирования деятельности коммерческих банков в направлении удовлетворения такого спроса на кредитные ресурсы с сохранением правил адекватной оценки кредитных рисков, представляется, имеет решающее значение для содействия структурной перестройке российской экономики наряду с приведением ключевой ставки к уровню реальной инфляции. Некоторое

ограничение потребительского кредита будет способствовать усилению мотивации физических лиц к более осознанному и финансово обоснованному потреблению.

Акцент на управлении предложением поможет существенно повысить конкурентоспособность российских промышленных предприятий, что не только позволит насы-

тить внутренний рынок необходимыми товарами по объему и качеству, а и создаст основу при масштабировании производства для экспортных поставок своей технологичной продукции. Соответственно, появится шанс на изменение структуры российского экспорта с преимущественно сырьевого на продукцию высоких технологических переделов.

Список литературы

1. Бобровский Р. О. Роль уходящих иностранных компаний в экономике регионов России // Федерализм. 2023. Т. 28. № 2 (110). С. 197–219. DOI: 10.21686/2073-1051-2023-2-197-219.
2. Дробышевский С. М., Перевышин Ю. Н., Синельников-Мурылев С. Г., Трунин П. В. Причины повышенной инфляции в российской экономике // Вопросы экономики. 2025. № 1. С. 5–31. DOI: 10.32609/0042-8736-2025-1-5-31.
3. Смирнов В. Д. Информационная асимметрия и баланс интересов банков, их клиентов и экономики // Финансы и кредит. 2023. Т. 29. № 3 (831). С. 601–622. DOI: 10.24891/фс.29.3.601.
4. Тулин Д. В. В поисках сеньоража, или легких путей к процветанию (Обзор полемики вокруг политики Банка России) // Деньги и кредит. 2014. № 4. С. 6–16.
5. Юдаева К. В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4–12. DOI: 10.32609/0042-8736-2014-9-4-12.
6. Comin D., Johnson R., Jones C. Supply chain constraints and inflation // NBER working paper series, 2024. Working Paper no. 31179. P. 1–70. DOI: 10.3386/w31179.
7. De Masi P. IMF Estimates of potential output: Theory and practice. – In: Staff Studies for the World Economic Outlook. – International Monetary Fund, 1997. P. 40–46.
8. Eickmeier S., Hofmann B. What drives inflation? Disentangling demand and supply factors // Deutsche Bundesbank, 2022. Discussion Paper no. 46/2022. P. 1–45. URL: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/898686/3ebad2e318758de8983be5b78be5c80f/mL/2022-11-29-dkp-46-data.pdf> (дата обращения: 12.01.2025).
9. Fontanari C., Palumbo A., Salvatori C. Potential output in theory and practice: A revision and update of Okun's original method // Institute for New Economic Thinking, 2019. Working Paper Series no. 93. P. 1–53. DOI: 10.2139/ssrn.3419280.
10. Ghassibe M., Zanetti F. State dependence of fiscal multipliers: the source of fluctuations matters R // Journal of Monetary Economics. 2022. Vol. 132. P. 1–23. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2022.09.003.
11. Hofmann B., Manea C., Mojon B. Targeted Taylor rules: Some evidence and theory // Bank for International Settlements, December 2024. Working Papers no. 1234. P. 1–38. URL: <https://www.bis.org/publ/work1234.pdf> (дата обращения: 12.01.2025).
12. Okun A. M. Potential GNP: Its measurement and significance // Proceedings of the Business and Economic Statistics Section of the American Statistical Association. 1962. P. 98–103.
13. Okun A. M. Prices and quantities: A macroeconomic analysis. – Washington, D. C.: The Brookings Institution, 1981. – XIII + 367 p.
14. Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39. P. 195–214. DOI: 10.1016/0167-2231(93)90009-L.

Сведения об авторе

Смирнов Владимир Дмитриевич, ORCID 0000-0002-1243-5349, канд. экон. наук, доцент кафедры мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия, vdsmirnov@fa.ru

Статья поступила 16.01.2025, рассмотрена 20.02.2025, принята 28.02.2025

References

1. Bobrovsky R. O. The role of withdrawing foreign companies in the economy of Russian regions. *Federalism*, 2023, vol.28, no.2(110), pp.197-219 (in Russian). DOI: 10.21686/2073-1051-2023-2-197-219.
2. Drobyshevsky S. M., Perevyshin Yu. N., Sinelnikov-Murylev S. G., Trunin P. V. Reasons for accelerating inflation in the Russian economy. *Voprosy Ekonomiki*, 2025, no.1, pp.5-31 (in Russian). DOI: 10.32609/0042-8736-2025-1-5-31.
3. Smirnov V. D. Information asymmetry and the balance of interests of banks, their customers and the economy. *Finansy i kredit*=Finance and Credit, 2023, vol.29, no.3(831), pp.601-622 (in Russian). DOI: 10.24891/fc.29.3.601.
4. Tulin D. V. In search of seigniorage, or Easy paths to prosperity (Review of the controversy surrounding the policy of the Bank of Russia). *Den'gi i kredit*=Russian Journal of Money and Finance, 2014, no.4, pp.6-16 (in Russian).
5. Yudaeva K. V. On the opportunities, targets and mechanisms of monetary policy under the current conditions. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no.9, pp.4-12 (in Russian). DOI: 10.32609/0042-8736-2014-9-4-12.
6. Comin D., Johnson R., Jones C. Supply chain constraints and inflation. NBER working paper series, 2024, Working Paper no.31179, pp.1-70. DOI: 10.3386/w31179.
7. De Masi P. IMF Estimates of potential output: Theory and practice. In: *Staff Studies for the World Economic Outlook*. International Monetary Fund, 1997, pp.40-46.
8. Eickmeier S., Hofmann B. What drives inflation? Disentangling demand and supply factors. Deutsche Bundesbank, 2022, Discussion Paper no.46/2022, pp.1-45. Available at: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/898686/3ebad2e318758de8983be5b78be5c80f/mL/2022-11-29-dkp-46-data.pdf> (accessed 12.01.2025).
9. Fontanari C., Palumbo A., Salvatori C. Potential output in theory and practice: A revision and update of Okun's original method. Institute for New Economic Thinking, 2019, Working Paper Series no.93, pp.1-53. DOI: 10.2139/ssrn.3419280.
10. Ghassibe M., Zanetti F. State dependence of fiscal multipliers: the source of fluctuations matters R. *Journal of Monetary Economics*, 2022, vol.132, pp.1-23. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2022.09.003.
11. Hofmann B., Manea C., Mojon B. Targeted Taylor rules: Some evidence and theory. Bank for International Settlements, December 2024, Working Papers no.1234, pp.1-38. Available at: <https://www.bis.org/publ/work1234.pdf> (accessed 12.01.2025).
12. Okun A. M. Potential GNP: Its measurement and significance. *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section of the American Statistical Association*, 1962, pp.98-103.
13. Okun A. M. *Prices and quantities: A macroeconomic analysis*. Washington, D. C., The Brookings Institution, 1981, XIII + 367 p.
14. Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, vol.39, pp.195-214. DOI: 10.1016/0167-2231(93)90009-L.

About the author

Vladimir D. Smirnov, ORCID 0000-0002-1243-5349, Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor at World Economy and World Finance Department, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia, vdsmirnov@fa.ru

Received 16.01.2025, reviewed 20.02.2025, accepted 28.02.2025