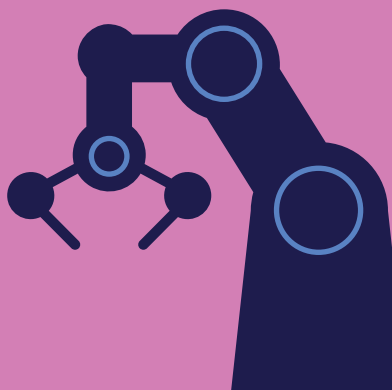
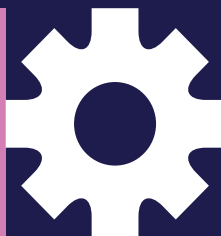
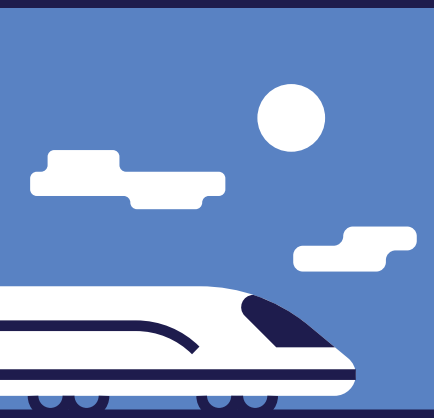


Денежно-кредитная и
бюджетная политика в России:
особенности взаимодействия
Научный доклад ИНП РАН



Москва
2026



ИНП
РАН



Институт
Народнохозяйственного
Прогнозирования
Российской Академии Наук

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ И БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА В РОССИИ: ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

Научный доклад ИНП РАН

Москва, 2026 г.

УДК 338, 336
ББК 65.050, 65.054
Д33

Серия основана в 2021 году.

Учредитель: Федеральное государственное бюджетное учреждение науки
Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН

Рекомендовано к печати Ученым советом ИНП РАН

Рецензенты: Аганбегян А.Г. — академик РАН, д.э.н., профессор,
Российская академия народного хозяйства и государственной службы при
Президенте Российской Федерации
Головнин М.Ю. — член-корреспондент РАН, д.э.н.,
Институт экономики Российской академии наук

Д33 **Денежно-кредитная и бюджетная политика в России: особенности взаимодействия.** Научный доклад / Под ред. члена-корреспондента РАН А.А. Широа. — М.: Клуб печати, 2026. — 404 с. — (Научный доклад ИНП РАН).

ISBN 978-5-908107-26-6
ISSN 2712-9209
DOI 10.47711/sr1-2026

Доклад посвящен вопросам взаимодействия бюджетной и денежно-кредитной политики. Рассматриваются перспективы перехода на новую модель экономического развития. В основе модели – качественные изменения денежно-кредитной и бюджетной политики, способные сформировать их новый совместный функционал, обеспечить тесную интеграцию со структурной политикой. Рассматриваются теоретико-методологические аспекты взаимодействия денежно-кредитной и бюджетной политики. Оценивается влияние бюджетной и денежно-кредитной политики на темпы экономического роста. Учтены особенности влияния денежно-кредитной и бюджетной политики на развитие отдельных территорий нашей страны, разных секторов ее экономики. Показаны возможности и ограничения использования различных инструментов денежно-кредитной и бюджетной политики в целях обеспечения экономического роста при сохранении макроэкономической стабильности в экономике России.

Доклад предназначен для научных работников, преподавателей, государственных служащих и других специалистов, работающих в области анализа и прогнозирования национальной экономики, аспирантов, студентов и магистрантов экономических специальностей вузов, а также широкого круга читателей, интересующихся вопросами макрофинансовой стабильности и проблемами развития российской экономики.

УДК 338, 336
ББК 65.050, 65.054

Monetary and Fiscal Policy in Russia: Features of Interaction. Scientific report / ed. corresponding member of the Russian Academy of Sciences A.A. Shirov — М.: Print Club, 2026. — 404 p. — (Scientific Report — Institute of Economic Forecasting RAS)

The report is devoted to the issues of interaction between fiscal and monetary policy. The prospects of transition to a new model of economic development are considered. The model is based on qualitative changes in monetary and fiscal policy that can form their new joint functionality and ensure close integration with structural policy. The theoretical and methodological aspects of the interaction of monetary and fiscal policy are considered. The impact of fiscal and monetary policy on economic growth is estimated. The peculiarities of the influence of monetary and budgetary policy on the development of regions of our country and various sectors of its economy are taken into account. The possibilities and limitations of using various monetary and budgetary policy instruments in order to ensure economic growth while maintaining macroeconomic stability in the Russian economy are shown.

The report is intended for researchers, teachers, government officials and other specialists working in the field of analysis and forecasting of the national economy, graduate students, undergraduates and undergraduates of economic specialties of universities, as well as a wide range of readers interested in issues of macro-financial stability and problems of development of the Russian economy.

ISBN 978-5-908107-26-6
ISSN 2712-9209

© Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, 2026

СОДЕРЖАНИЕ

Авторский коллектив	6
Сокращения, термины и определения	8
Резюме для экономической политики	12
Введение	24
Раздел 1. Российская экономика в условиях структурных сдвигов производства, доходов и цен	26
1.1 Особенности развития российской экономики в условиях внешнеэкономических ограничений	26
1.2 Структурные особенности и ограничения развития российской экономики	37
1.3 Структурная несбалансированность инфляции и перетоки капитала	48
1.4 Пространственное развитие в условиях жестких финансовых ограничений	55
1.5 Ретроспективная динамика продовольственной инфляции и основные факторы ценообразования на внутренних рынках агропродовольственной продукции	63
Выводы для экономической политики	83
Раздел 2. Теоретические аспекты взаимодействия бюджетной и денежно-кредитной политики	85
2.1 Эффективность макроэкономического регулирования	92
2.2 Эволюция режимов ДКП	89
2.3 Таргетирование инфляции и альтернативные режимы	106
2.4 Возможные направления эволюции ДКП в России	119
2.5 Денежно-кредитная политика в условиях системных структурных сдвигов: ограничения и императивы трансформации	128
Выводы для экономической политики	136
Раздел 3. Ретроспективный анализ вклада бюджетной и денежно-кредитной политики в экономическую динамику в России	137
3.1 Режимы и условия взаимодействия фискальной и монетарной политики в России	137

3.2	Вклад бюджетной политики в формирование экономической динамики в условиях трансформации бюджетных принципов	144
3.3	Региональные особенности воздействия денежно-кредитной политики на экономический рост	152
3.4	Финансовое поведение российских домохозяйств в условиях современной денежно-кредитной и бюджетной политики	184
	Выводы для экономической политики	192
Раздел 4. Современный инструментарий бюджетной политики: возможные подходы и российские реалии		195
4.1	Изменения институциональных условий реализации финансовой политики после внешних шоков 2022 года	195
4.2	Особенности формирования текущей бюджетно-налоговой политики Российской Федерации	212
4.3	Межбюджетные отношения в России: проблемы реализации в контексте обеспечения устойчивого экономического роста	223
4.4	Взаимосвязь налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики: пространственные аспекты	228
	Выводы для экономической политики	242
Раздел 5. Современный инструментарий денежно-кредитной политики: возможные подходы и российские реалии		244
5.1	Общая логика действующей в России «концепции» ДКП	244
5.2	Среднесрочные последствия реализации действующей «концепции» ДКП (2022–2025 гг.)	245
5.3	Долгосрочные последствия реализации действующей «концепции» ДКП (с 2013 г.)	258
5.4	Необходимость подключения ДКП к повестке экономического развития	266
5.5	Возможность корректировки целей и инструментов ДКП	278
5.6	Потенциальная роль ДКП и других политик ЦБ в формировании новой модели воспроизводства российской экономики	288
5.7	Потенциал использования национальных сбережений в целях стимулирования экономического роста	291
	Выводы для экономической политики	302

Раздел 6. Эффективная конфигурация бюджетной и денежно-кредитной политики и ее влияние на структурные характеристики развития экономики	305
6.1 Реализация структурно-инвестиционной политики и научно-технологического развития в рамках реализации национальных проектов	305
6.2 Развитие жилищного строительства и его финансовое обеспечение	317
6.3 Влияние бюджетной и денежно-кредитной политики на деятельность отраслей ТЭК	325
6.4 Задачи и механизмы перспективного развития АПК России в контексте ограничений денежно-кредитной и бюджетной политики	342
6.5 Перспективы усиления финансового влияния на процессы в комплексе конструкционных материалов	351
6.6 Взаимосвязь макрофинансовой и климатической политики для поддержания устойчивого экономического роста	368
Выводы для экономической политики	377
Заключение	379
Список использованных источников	382
Приложение. Сопоставление эффективности различных видов ДКП в условиях шоков на основе сценарного анализа DSGE-модели для России	391

АВТОРСКИЙ КОЛЛЕКТИВ

член-корр. РАН Широ́в А.А.	Общ. ред. доклада, Введение, Разделы 1, 3, 4, Заключение
академик РАН Порфи́рьев Б.Н.	Раздел 6
д.э.н., проф. РАН Кузнецова О.В.	Разделы 1,4
д.э.н. Блохин А.А.	Раздел 4
д.э.н. Борисов В.Н.	Раздел 6
д.э.н. Буданов И.А.	Раздел 6
д.с.н. Иванова Е.И.	Раздел 3
д.э.н. Ксенофонтов М.Ю.	Разделы 1, 6
д.э.н. Кувалин Д.Б.	Раздел 1
д.э.н. Михеева Н.Н.	Разделы 1, 3
д.э.н. Узяков М.Н.	Раздел 1
д.э.н. Фролов И.Э.	Раздел 6
к.э.н. Белоусов Д.Р.	Раздел 1
к.э.н. Будник А.С.	Раздел 6
к.э.н. Гайворонская М.С.	Раздел 6
к.э.н. Ганичев Н.А.	Раздел 6
к.э.н. Гусев М.С.	Разделы 1, 3
к.э.н. Дранев С.Я.	Раздел 4
к.э.н. Зинченко Ю.В.	Общ. ред. доклада
к.э.н. Клепач А.Н.	Раздел 5
к.э.н. Колпаков А.Ю.	Раздел 6
к.э.н. Королев И.Б.	Общ. ред. доклада
к.э.н. Липин А.С.	Раздел 2
к.э.н. Макушкин А.Г.	Раздел 2
к.э.н. Минченко М.М.	Раздел 6
к.э.н. Михеева О.М.	Раздел 5
к.э.н. Ноздрина Н.Н.	Раздел 6
к.э.н. Ордынская Е.В.	Раздел 4
к.э.н. Панкова В.А.	Раздел 5
к.э.н. Ползиков Д.А.	Разделы 1, 6
к.э.н. Полонский А.Э., Институт ВЭБ	Раздел 5
к.э.н. Рутковская Е.А.	Общ. ред. доклада
к.э.н. Савчишина К.Е.	Раздел 4
к.э.н. Сальников В.А.	Разделы 1, 5
к.э.н. Саенко В.В.	Раздел 6
к.э.н. Семикашев В.В.	Раздел 6
к.э.н. Солнцев О.Г.	Разделы 3, 5
к.э.н. Тресорук А.А.	Раздел 6
к.э.н. Устинов В.С.	Раздел 6
к.г.н. Черковец М.В.	Раздел 4
к.э.н. Шокин И.Н.	Общ. ред. доклада, Разделы 1, 4

к.э.н. Янков К.В.	Раздел 4
Аблаев Э.Ю.	Раздел 2
Ахметов Р.Р.	Раздел 5
Власов С.В., Институт ВЭБ	Раздел 5
Горст М.Ю., Институт ВЭБ	Раздел 5
Галимов Д.И.	Раздел 5
Дешко А.В.	Раздел 5
Ломоносов Д.К.	Раздел 5, Приложение
Медведев И.Д.	Раздел 5, Приложение
Орлова Е.А., ЭФ МГУ им. М.В. Ломоносова	Раздел 5, Приложение
Шалимов В.О.	Раздел 6
Шварева Н.В., Институт ВЭБ	Раздел 5

СОКРАЩЕНИЯ, ТЕРМИНЫ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ

АО	автономный округ
АПК	агропромышленный комплекс
БМР	Банк международных расчетов
БП	бюджетная политика
БНП	бюджетно-налоговая политика
ВВЗ	валовые внутренние затраты
ВВП	валовой внутренний продукт
ВДС	валовая добавленная стоимость
ВИП ГЗ	важнейший инновационный проект государственного значения
ВНОК	валовое накопление основного капитала
ВПК	военно-промышленный комплекс
ВРП	валовой региональный продукт
ВЦИОМ	Всероссийский центр изучения общественного мнения
ВЭД	вид экономической деятельности
ГК	государственная корпорация
ГП	государственное потребление
ДКП	денежно-кредитная политика
ДНР	Донецкая Народная Республика
ДПМ	договор о предоставлении мощности
ДФО	Дальневосточный федеральный округ
ЕЦБ	Европейский Центральный Банк
ЕАЭС	Евразийский экономический союз
ЕМИСС	Единая межведомственная информационно-статистическая система
ЕС	Европейский союз
ЕТС	единая тарифная сетка
ЖД	железные дороги
ЖКХ	жилищно-коммунальное хозяйство
ЗВР	золото-валютные резервы
ИБВО	индекс выпуска базовых отраслей

ИЖС	индивидуальное жилищное строительство
ИИ	искусственный интеллект
ИИО	индекс инфляционных ожиданий
ИП	индивидуальный предприниматель
ИТ	информационные технологии
ИиР	исследования и разработки
ИКТ	информационно-коммуникационные технологии
ИНП РАН	Институт народнохозяйственного прогнозирования Российской академии наук
ИПЦ	индекс потребительских цен
ККМ	комплекс конструкционных материалов
КНР	Китайская Народная Республика
КПДХ	конечное потребление домашних хозяйств
ЛНР	Луганская Народная Республика
МВФ	Международный валютный фонд
МКД	многоквартирные дома
МОБ	межотраслевой баланс
МРОТ	минимальный размер оплаты труда
МСК	машиностроительный комплекс
МСП	малое и среднее предпринимательство
НДС	налог на добавленную стоимость
НДФЛ	налог на доходы физических лиц
НИОКР	научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы
НТП	научно-технический прогресс
НТР	научно-технологическое развитие
НП	национальный проект
ОКВЭД	Общероссийский классификатор видов экономической деятельности
ОКОНХ	Общесоюзный классификатор отраслей народного хозяйства
ООН	Организация Объединенных Наций
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
ОЭЗ	особая экономическая зона
ПДХ	потребление домашних хозяйств
ПО	программное обеспечение

ППС	паритет покупательной способности
ПФО	Приволжский федеральный округ
РЖД	Российские железные дороги
РФ	Российская Федерация
СВО	специальная военная операция
СЗКО	системно-значимые кредитные организации
СЗФО	Северо-Западный федеральный округ
СКФО	Северо-Кавказский федеральный округ
СФО	Сибирский федеральный округ
СМИ	средство массовой информации
СНС	система национальных счетов
СНГ	Содружество Независимых Государств
СПГ	сжиженный природный газ
СЦУ	социальная цена углерода
США	Соединенные Штаты Америки
СЭВ	Совет экономической взаимопомощи
СЭЗ	свободная экономическая зона
ТИ	таргетирование инфляции
ТКО	твердые коммунальные отходы
ТНК	крупные транснациональные корпорации
ТОР	территория опережающего развития
ТЭК	топливно-энергетический комплекс
УФО	Уральский федеральный округ
ФАС	Федеральная антимонопольная служба
ФЗ	федеральный закон
ФНБ	Фонд национального благосостояния
ФРП	Фонд развития промышленности
ФРС	Федеральная резервная система США
ФРТ	Фонд развития территорий
ФТС	Федеральная таможенная служба
ФО	Федеральный округ
ФЗП	Федеральные целевые программы
ЦБ	Центральный банк
ЦМАКП	Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования

ЦФО	Центральный федеральный округ
ЮФО	Южный федеральный округ
COVID-19	коронавирусная инфекция 2019 г. (COronaVirus Disease 2019)
DSGE- модель	динамическая стохастическая модель общего равновесия
GDP	Gross Domestic Product
GVC	Global Value Chain
IPF	Integrated Policy Framework
NGDP	Nominal Gross Domestic Product
R&D	Research and Development
YCC	Yield Curve Control

РЕЗЮМЕ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Развитие российской экономики характеризуется значительными структурными трансформациями, связанными с изменением механизмов взаимодействия с внешним миром и проведением Специальной военной операции (СВО). В этих условиях меняются не только механизмы развития экономики, но и экономическая и структурная политика, которая должна адекватно реагировать на вновь возникающие вызовы.

Основной вывод Доклада состоит в том, что в условиях многокомпонентных шоков спроса и предложения, а также активной структурной политики как автономная ДКП, так и фискальная политика перестают быть достаточными инструментом стабилизации без чрезмерных издержек для выпуска, инвестиций и бюджета. В этих условиях требуется дополнение традиционных мер макрофинансовой политики формализованным механизмом координации ДКП с бюджетной, макропруденциальной и отраслевой политикой. Задача такой координации — снизить издержки дезинфляции за счет ограничения немонетарных инфляционных импульсов и расширения предложения.

Такой подход соответствует и действующей системе государственных приоритетов. Указ Президента РФ от 7 мая 2024 г. № 309 закрепляет в числе национальных целей обеспечение «устойчивой и динамичной экономики» и «технологического лидерства». Эффективность макроэкономической политики должна оцениваться не только по критерию среднесрочной стабилизации, но и по тому, в какой мере она создает условия для достижения стратегических целей.

В резюме Доклада рассматриваются текущая конфигурация макроэкономической политики, возможные сценарии ее трансформации, пределы автономной ДКП и бюджетной политики, а также предлагается режим их координации, необходимый для снижения инфляции без подрыва макрофинансовой стабильности.

Текущая ситуация в экономике РФ. В 2022 г. санкционное давление, резкая смена условий внешней торговли привели к росту неопределенности, скачкам курса, инфляции и других показателей. В этой ситуации усилия органов макроэкономического регулирования были направлены на достижение стабилизации. ЦБ РФ отреагировал временным повышением ставки до 20%, используя инструменты финансовой стабильности. Правительство приостановило ряд положений бюджетного правила, запустило масштабные меры поддержки бизнеса и населения. Значительным источником нестабильности стала трансформация валютного рынка: санкционные ограничения на использование резервных валют сделали невозможными ряд биржевых операций по сглаживанию курса. Были введены валютные ограничения в качестве контрсанкционных мер и мер стабилизации финансового рынка.

В 2023 г. ключевым фактором стала активная бюджетная политика, включая рост расходов и программы импортозамещения, в том числе направленные на адаптацию и расширение производственного потенциала. В условиях ограниченных ресурсов, низкой безработицы и высокой загрузки мощностей это одновременно увеличивало агрегированный спрос, т.е. усиливало инфляцию. ДКП во второй половине 2023 года была ужесточена в ответ на ускорение инфляции по каналу спроса, а также по курсовому каналу из-за ослабления торгового баланса. Рост ВВП в 2023 г. (+4,1%) обеспечивался преимущественно бюджетным импульсом и спросом в секторе ВПК, тогда как гражданские сегменты частного сектора начали демонстрировать более слабую динамику. Сформировались признаки фрагментации экономики.

В 2024 г. наблюдалось сочетание активной бюджетной политики с жесткой ДКП при чувствительности инфляции к внутренним ресурсным и внешнеэкономическим ограничениям. Такая ДКП привела к вытеснению частных инвестиций в неприоритетных секторах, что способствовало торможению роста, прежде всего в сегментах, не связанных с ВПК и бюджетным финансированием. Продолжали действовать субсидируемые кредитные

программы (особенно ипотека и отдельные корпоративные проекты), что частично ослабляло жесткость ДКП.

В 2025 г. бюджетная политика оставалась активной с запланированной на 2026 г. консолидацией. ДКП большую часть года сохраняла ригидность, при этом ближе к концу года проявились ожидания ее смягчения на фоне замедления инфляции и бюджетной консолидации. Замедление роста стало выраженным и приблизилось к стагнации, что обострило проблему устойчивости факторов роста и цене дезинфляции при продолжающихся ограничениях предложения и неоднородной трансмиссии изменения ДКП на спрос и инфляцию. Одновременно сохранялись повышенные инфляционные ожидания и рост долгосрочных ставок по сравнению с докризисным периодом.

К 2026 г. направленность ДКП и бюджетной политики изменилась. Бюджетная политика теперь нацелена на достижение сбалансированности, что меняет ее влияние на экономический рост по сравнению с 2023–2025 гг., когда бюджет имел выраженный стимулирующий характер. В свою очередь на фоне бюджетной консолидации происходит постепенное смягчение ДКП. При этом при повышении дефицита бюджета или усилении внешних ограничений скорость смягчения ДКП может оказаться ниже ожидаемой. Структура инвестиций не гарантирует быстрого расширения производственных мощностей в гражданском секторе, так как инвестиционный рост, опережавший ВВП в 2022–2024 гг., закончился вместе с бюджетным импульсом.

Таким образом, за 2022–первую половину 2026 гг. экономика прошла путь от ускоренной стабилизации к ситуации неустойчивого баланса, в которой макроэкономическая политика одновременно решает три задачи: сдерживание инфляции, финансирование структурной адаптации и удержание устойчивости бюджета. Именно совмещение этих задач, а не каждая из них по отдельности, формирует нынешние ограничения и новые задачи для бюджетной политики и ДКП.

Вызовы, стоящие перед макроэкономической политикой.

В целом адаптационная модель роста, ориентированная на компенсацию внешних ограничений, исчерпала свой потенциал.

Перераспределение ресурсов в пользу приоритетных направлений и сжатие остальных имеет свои пределы. На смену должна прийти модель, ориентированная на сбалансированный экономический рост и повышение эффективности производства, способная преодолеть ограничения по мощностям, уровню используемых технологий и дефициту труда.

Ключевые вызовы для макроэкономической политики, на которые она призвана дать эффективные ответы, можно разделить на три группы. Во-первых, это устойчивые шоки предложения, которые одновременно увеличивают инфляцию и снижают потенциальный выпуск. Во-вторых, бюджетные ограничения, возникающие из-за низких темпов роста доходов, увеличения обязательств, высокого уровня оборонной нагрузки, роста процентных расходов и сужения пространства бюджетного финансирования. В-третьих, проблемы внешнего контура, связанные с превращением валютного рынка, трансграничных расчетов и санкционных ограничений в самостоятельный и значимый источник инфляционных и финансовых рисков.

Основные контуры ДКП. Банк России де-факто придерживается режима гибкого таргетирования инфляции, однако период сходимости к цели 4% уже превышает стандартные 2–3 года. Несмотря на замедление инфляции, жесткая ДКП к началу 2026 г. не привела к устойчивому снижению инфляционных ожиданий населения и предприятий, которые остаются выше уровней 2018–2020 гг. (в 1,2–1,4 и 2,5–3 раза соответственно), что ослабляет трансмиссионный механизм (влияния действий ЦБ на финансовый рынок и реальный сектор экономики).

Сформировавшиеся высокие долгосрочные ставки по кредитам (15–22%) отражают не только ожидаемую траекторию ключевой ставки, но и высокий уровень инфляционных ожиданий, дополненный премиями за риск и срок. При этом ДКП практически не влияет на внешние (санкционные, геополитические) компоненты этих премий.

В Докладе показано, что семейство режимов инфляционного таргетирования (ТИ) наиболее эффективно работает при шоках спроса или разовых шоках предложения. И до 2022 г. в целом

режим ТИ так или иначе стабилизировал экономику России. После 2022 г. сформировались условия, в которых стабилизация инструментами автономной ДКП стала недостаточна¹.

Активная бюджетная политика, поддерживающая структурные реформы, увеличивает инвестиционный спрос. А при высокой загрузке мощностей и ресурсных ограничениях в нынешней экономике России, это неизбежно сформирует проинфляционный импульс. Инфляция реализуется быстрее, чем произойдет рост потенциала производства. ДКП, реагируя на рост цен, повышает ставки, увеличивая стоимость реформ для бюджета и снижает инвестиции частного сектора. Таким образом, инструменты макроэкономической политики работают в противофазе.

Санкции, являясь своеобразными *многократными негативными шоками предложения*, снижают потенциал роста экономики, ускоряют инфляцию. Жесткая ДКП, не имея возможности напрямую влиять на предложение, подавляет спрос высокой ставкой. В этих условиях дальнейшие шоки предложения и сохранение ригидности ДКП могут привести к неприемлемому уровню падению выпуска, доходов бюджета и системному кризису экономики.

Высокая инфляция осложняет проведение как ДКП, так и бюджетной политики. Отказ от борьбы с ней приводит к обесценению бюджетных расходов и формированию устойчиво высоких инфляционных ожиданий. Однако если в качестве инструмента противодействия используется только высокая ставка, это приводит к росту бюджетных расходов на программы развития и стоимости инвестиций для всей экономики, вытесняя из нее частный сектор. В обоих случаях потери для экономики оказываются слишком высокими. Поскольку дезинфляция безальтернативна, но затратна для экономики, необходимо снизить издержки дезинфляции, ограничив другими инструментами ин-

¹ Анализ различных режимов ДКП показал, что при многокомпонентных шоках не существует режима, который автономно стабилизирует экономику без высоких издержек или негативных эффектов на другие политики. Лучшими с этой точки зрения являются семейства режимов ТИ и номинального ВВП. Поэтому перспективным является учет преимуществ обоих типов режимов.

фляционный импульс по масштабу и длительности.

Кроме внешних обстоятельств, важно отметить еще два важных аспекта ДКП — сегментацию кредитного рынка, осложняющую трансмиссию ставки, и изменения функционирования валютного рынка.

Эффекты сегментации кредита. Расширение льготного кредитования искажает ключевой процентный канал ДКП: часть кредитного рынка и ставок реагирует на изменение условий заметно слабее, чем «чисто» рыночные сегменты². Компенсация неоднородности трансмиссии происходит с помощью макропруденциальных мер.

Более высокая сегментация еще сильнее искажает трансляцию сигналов ДКП: льготное кредитование (и на более долгий срок) почти не реагирует на ставку, а основная нагрузка приходится на рыночных заемщиков, что повышает макроэкономическую цену каждого ужесточения ДКП. После некоторого уровня предельный антиинфляционный эффект ставки будет уменьшаться (все меньшая доля кредита и спроса остается эластичной по ставке), тогда как снижение выпуска и риски финансовой стабильности увеличатся.

Внешний контур: валютный рынок и расчеты. Уязвимость внешнего контура определяется сочетанием стагнации экспортных поступлений и ограниченной мобильности капитала, что повышает риск резких курсовых колебаний, увеличивает премии за риск и инфляционные ожидания.

Внешние расчеты происходят в валютах с неоднородной ликвидностью и конвертируемостью. Крупные валютные остатки у экспортеров и финансового сектора несут дополнительные риски переоценки и ограничений на использование. Дополнительно растет роль альтернативной платежной инфраструктуры (в т.ч. стейблкоинов и криптоинструментов) во внешней торговле, что повышает неоднородность внешнеторговых издер-

² Банк России прямо отмечает, что в 2022–2024 гг. выраженное замедление в розничном кредитовании проявилось лишь после ужесточения условий льготных программ, которые из-за своей процикличности существенно ослабляли трансмиссию в этом сегменте.

жек и усложняет управление валютным спросом и потоками капитала.

Это означает, что часть инфляционных и финансовых рисков формируется вне стандартного процентного канала. Следовательно, попытка смягчить эти риски исключительно через ДКП завышает цену дезинфляции и усиливает потребность в специальных инструментах управления валютной ликвидностью и внешними расчетами.

Основные контуры бюджетной политики. Обязательства государственного бюджета значительно расширились — прирост намеченной на 2026 г. величины расходов бюджетной системы к фактическим показателям 2019 г. составляет до 40% в реальном выражении. Совокупный объем расходов консолидированного бюджета составляет до 40% от ВВП. При этом реализация основной части новых обязательств относится к сферам национальной обороны, социальной политики, национальной экономики и ЖКХ. В 2025 г. вследствие роста ключевой ставки увеличились расходы на обслуживание госдолга и субсидирование льготных кредитов до 14% от всех расходов федерального бюджета.

Структурное расширение расходов государственного бюджета обусловило необходимость соответствующего увеличения его доходного потенциала. Эффект проведенной налоговой реформы, запланированное изменение цены отсечения в бюджетном правиле позволяет покрывать прирост бюджетных обязательств, но ограничивает потенциал влияния государственных расходов на экономический рост. Дальнейшее увеличение налоговой нагрузки ограничено, так как налоговая база в гражданских секторах экономики демонстрирует низкие темпы роста, доходы от экспорта волатильны.

Для ДКП бюджет перестает быть внешним фоном и становится одним из ключевых параметров (влияние структуры расходов и доходов, сегментация трансмиссии). Усиление косвенных налогов дает инфляционный импульс и сужает пространство для ДКП, продлевая период высокой ставки и повышая стоимость обслуживания долга. В текущей конфигурации

рост налоговой нагрузки может улучшать текущий баланс, но одновременно будет повышать издержки экономики и ухудшать динамику доходной базы.

Источники финансирования дефицита бюджета в целом ограничены. ФНБ трансформировался в механизм финансирования инфраструктурных проектов: совокупные инвестиции из него в 2022–2025 гг. составили порядка 4 трлн руб., что существенно для поддержки экономического роста; однако при этом ликвидная часть ФНБ снизилась до 40%. Внутренние заимствования теоретически доступны, но при высокой ставке становятся дорогими, а рост процентных расходов усиливает бюджетную инерцию. Внешние заимствования в условиях санкций и геополитических потрясений фактически закрыты, включая ограничения со стороны «дружественных» рынков.

С учетом запланированной с 2026 г. консолидации бюджета устойчивое продолжение прежнего объема стимулирования без изменения архитектуры приоритетов малореализуемо. Для нормализации бюджетной конструкции требуется интенсификация темпов роста в гражданском сегменте российской экономики.

Переход бюджетной политики в среднесрочной перспективе в режим консолидации облегчает проведение дезинфляции инструментами ДКП. При этом ключевой риск состоит в том, что снижение инфляции будет сопровождаться стагнацией экономики на фоне избыточного сокращения государственных расходов. Для устойчивой реализации структурной политики требуется расширение и уточнение списка приоритетов бюджетной политики.

Предложения по макроэкономической политике. Современная среда, в которой шоки стали многоканальными, длительными и плохо идентифицируемыми, диктует то, что ни одна из существующих политик по отдельности не может стабилизировать экономику без существенных издержек. В результате ее стабилизация все более зависит от координации взаимодополняющих мер различных политик, способных воздействовать не на симптомы, а на источник проблем.

Практически такая координация направлена на минимизацию инфляционного импульса путем воздействия на немонетарные факторы инфляции как со стороны спроса, так и предложения по пяти взаимосвязанным направлениям действий. Во-первых, сжатие наименее приоритетных и наиболее проинфляционных компонентов спроса, прежде всего в сегментах, в наименьшей степени связанных с расширением предложения. Во-вторых, пересмотр параметров льготного кредитования и субсидий с точки зрения их вклада в агрегированный спрос и расширение мощностей. В-третьих, концентрация бюджетных ресурсов на расшивке узких мест в реализации инфраструктурных, технологических и логистических проектов (цепочек), ограничивающих предложение. В-четвертых, использование макроprudенциальных мер для повышения точности перераспределения финансовых потоков между секторами. В-пятых, формирование процедур координации между ЦБ и Правительством с заранее определенным набором мер, сроков и критериев результата.

Балансировка спроса означает не его подавление, а изменение структуры: расширение компонентов, связанных с будущим ростом предложения, при одновременном ограничении необеспеченного и неприоритетного спроса через налоговые, макроprudенциальные и кредитные инструменты.

Содержательно предлагается дополнить гибкое таргетирование инфляции ограничением на действия (программы, планы, проекты) с риском невозвратного ущерба предложению и потенциалу экономического роста. Это актуально при негативных шоках предложения, когда гибкое таргетирование инфляции в автономном режиме значительно усиливает спад выпуска. Логика введения такого ограничения близка к учету при проведении политики параметров финансовой стабильности. Отличие в том, что речь идет не о новой цели ЦБ или изменении инфляционного мандата, а о дополнении существующих механизмов формальным механизмом переключения в режим активной координации действий ЦБ и Правительства.

Для практического применения механизм координации должен опираться не на общий диагноз, а на набор наблюдаемых

индикаторов. К ним могут относиться: сочетание ускорения инфляции (в т.ч. устойчивое превышение инфляционных ожиданий над целевым уровнем; рост долгосрочных ставок и риск-премий, не объясняемый одной лишь траекторией ключевой ставки) с падением выпуска ниже нижней границы динамики номинального ВВП и/или индикаторов необратимого снижения потенциала выпуска или инвестиционной и производственной динамики в чувствительных к ставке сегментах. Именно комбинация таких индикаторов должна служить основанием для запуска координационного режима.

Соответственно, при срабатывании триггеров запускается механизм координации с Правительством. Падение выпуска и риск невозвратного ущерба потенциалу выпуска не могут быть устранены инструментами ЦБ и требуют запуска программы антиинфляционного расширения предложения.

Целесообразно рассмотреть формальное разделение ответственности за инфляцию между ведомствами. ЦБ диагностирует источники инфляции вне периметра ДКП. Мандат ЦБ не меняется, но реакция ставки может быть меньше, если в рамках координации Правительство берет на себя меры против вторичных эффектов (индексация тарифов, рост цен на отдельных рынках и т. д.).

Содержательно для ЦБ этот режим представляет собой расширение действия механизма гибкого таргетирования инфляции на координацию с Правительством для компенсации негативных шоков предложения. В рамках него ЦБ может увеличить срок сходимости цели, как часть механизма координации. Коммуникационно этот шаг должен быть прозрачно обусловлен: более плавное ужесточение ДКП возможно только как условная мера при реализации ожидаемых результатов мер, а не механизм отсрочки дезинфляции без реальных мер на стороне предложения.

Меры быстрого запуска роста. В краткосрочной перспективе приоритет следует отдать мерам, снижающим инфляционное давление без резкого общего сжатия экономики. К ним относятся: редизайн льготного кредитования — повышение

адресности, ужесточение лимитов, увязка параметров программ с вкладом в расширение предложения и обязательная оценка их влияния на агрегированный спрос, а также дифференцированное макропруденциальное регулирование с учетом отраслевой и пространственной неоднородности. Это позволит ограничивать кредитную экспансию в проинфляционных сегментах и одновременно снижать барьеры для направлений, значимых для адаптации экономики и роста предложения.

Дополнительно необходима более жесткая приоритезация бюджетно-налоговых и инвестиционных решений с учетом ограничений по мощностям, трудовым ресурсам и технологиям. В этих условиях более реалистично сочетание адресных бюджетно-налоговых мер в пользу секторов с потенциалом расширения предложения с прямыми государственными инвестициями в модернизацию, инфраструктуру и устранение узких мест. Такая конфигурация лучше соответствует задаче структурной трансформации, чем широкое стимулирование спроса.

Меры среднесрочной перестройки. Ключевое значение имеет формирование каналов, обеспечивающих более эффективную трансформацию национальных сбережений в долгосрочные инвестиции, а также перераспределение активов в пользу направлений, повышающих производительность и национальный контроль над критически важными цепочками создания стоимости. Необходимо развивать стимулирующее рефинансирование и регуляторные механизмы, важную роль может играть и рынок акционерного капитала, включая IPO как форму финансирования. Дополнительным источником могут выступать репатриация ранее выведенных резидентами средств и привлечение внешнего капитала в тех сегментах, где это возможно без усиления макрофинансовой уязвимости.

В среднесрочной перспективе необходим переход к инструментам, снижающим стоимость финансирования структурной адаптации без создания нового инфляционного импульса. Одним из таких направлений является формирование более устойчивых ориентиров для финансового рынка через развитие коммуникации параметров долгосрочных доходностей — долго-

срочной реальной нейтральной ставки, инфляционных ожиданий, премий за риск, срочности и ликвидности. Это может снизить волатильность длинных ставок и повысить предсказуемость инвестиционных решений.

Отдельного внимания требует развитие инструментов хеджирования и страхования эндогенной части риск-премии, включая государственные гарантии и иные формы распределения рисков, особенно для проектов, критичных для технологической и логистической адаптации.

Заключение. В текущих условиях ключевая проблема состоит не в выборе между более жесткой и более мягкой ДКП. Требуется построение режима, в котором бюджет, макропруденциальные, отраслевые меры и ДКП работают в координации, а не противофазе. Это соответствует поручениям Президента РФ о восстановлении темпов роста экономики, инвестиционной активности и решении структурных проблем в отраслях экономики с учетом необходимости удержания уровня инфляции³.

Из проведенного анализа следуют три вывода. Во-первых, автономная ДКП сохраняет роль номинального якоря инфляционных ожиданий, но при повторяющихся шоках предложения и активной структурной политике ее возможностей недостаточно для достижения декларируемых целей без чрезмерных издержек. Во-вторых, необходим формализованный координационный режим между дезинфляционными действиями ЦБ и Правительства с заранее определенными триггерами, условиями реализации и критериями результата. В-третьих, решающими становятся не только масштаб, но и целевая функция и состав мер поддержки экономики: ресурсы должны направляться на расширение предложения, снижение инфляционных ограничений и поддержку стратегических целей развития. В-четвертых, может быть самое главное — требуется вернуть цель обеспечения устойчивого и динамичного роста экономики в число наиболее важных приоритетов экономической политики.

³ Перечень поручений по итогам заседания Совета по стратегическому развитию и национальным проектам от 8 декабря 2025 г.

ВВЕДЕНИЕ

Текущее развитие российской экономики характеризуется значительными структурными трансформациями, связанными с изменением механизмов взаимодействия с внешним миром и проведением Специальной военной операции (СВО). В этих условиях существенные изменения происходят не только в механизмах развития экономики, но и в экономической политике, которая должна адекватно реагировать на вновь возникающие вызовы.

Кризисы 2008–2009 гг., 2014–2015 гг., 2020 г. сопровождались все более активной антикризисной политикой российских властей. Практика показала, что за счет своевременных действий можно существенно снизить негативные последствия даже очень серьезных шоков внеэкономической природы. Однако вплоть до 2022 г. кризисы, которые переживала российская экономика, были относительно короткими (не более 4-х кварталов), что позволяло концентрировать имевшиеся ресурсы в узком диапазоне времени.

События 2022 г. потребовали принципиально иного уровня концентрации усилий по противодействию внешнему давлению на Россию и обеспечения целей национальной безопасности. Длительность периода контрциклической политики в рамках данного шока была несопоставима с предыдущими кризисами. В результате форсирования бюджетной и денежно-кредитной политики оказалось недостаточно для того, чтобы обеспечить устойчивый экономический рост.

Структурные сдвиги, которые возникли в российской экономике в 2022–2023 гг., привели к существенному изменению системы межотраслевых взаимодействий, распределения доходов, системы относительных цен. Это сформировало для экономической политики серьезный вызов, требующий не только интенсивных действий, но и осмысления того, как можно наиболее эффективно эшелонировать действия по поддержке экономики в среднесрочной перспективе.

«Охлаждение» экономики в 2025 г. показало, что далеко не всегда те действия в области бюджетной и денежно-кредитной политики, которые были успешными в предыдущие периоды, дают положительный результат. Сформировался определенный набор противоречий в рамках различных направлений экономической политики. Вновь обострилась дискуссия о принципах макрофинансовой стабилизации.

В этих условиях представляется важным вновь обсудить принципы взаимодействия бюджетной и денежно-кредитной политики в современных условиях и определить пути их наиболее эффективной интеграции в общую стратегию развития экономики.

Авторы доклада выражают благодарность всем сотрудникам ИНП РАН, принимавшим участие в его подготовке.

РАЗДЕЛ 1. РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА В УСЛОВИЯХ СТРУКТУРНЫХ СДВИГОВ ПРОИЗВОДСТВА, ДОХОДОВ И ЦЕН

1.1. Особенности развития российской экономики в условиях внешнеэкономических ограничений

С весны 2022 г. российская экономика развивается в условиях беспрецедентного внешнего давления. Введение санкций сопровождалось возросшей оборонной и мобилизационной нагрузкой на экономику. Это предъявляет высокие требования к качеству проводимой бюджетной и денежно-кредитной политики.

Поведенческий шок, связанный с началом СВО, привел к скачку спроса на валюту и ажиотажному спросу на товары, что обусловило немедленный скачок инфляции — на максимуме (в апреле 2022 г.) до 18%. При этом инфляция имела почти исключительно монетарный характер: уровень базовой инфляции превысил уровень общей инфляции почти на 4 проц. п. — уникально высокая величина за последние годы.

В этой ситуации основные усилия Банка России и Правительства России были приложены к стабилизации ситуации на валютном рынке — за счет резкого повышения ключевой ставки (скачком с 8,5% до 20%, что обесмысливало «игру против рубля» за счет заемных средств) и введения ограничений на вывоз капитала (Рисунок 1.1).

В итоге, хотя на пике кризиса существовали ожидания повышения инфляции до 25–28%, ее фактический уровень стал быстро снижаться, и к концу 2023 г. составил 11% в годовом выражении.

В силу фронтального характера вводимых экономических ограничений торговый баланс в 2022 г. оказался довольно сильным, поскольку эффект санкций на импорт был даже сильнее, чем на экспорт товаров.

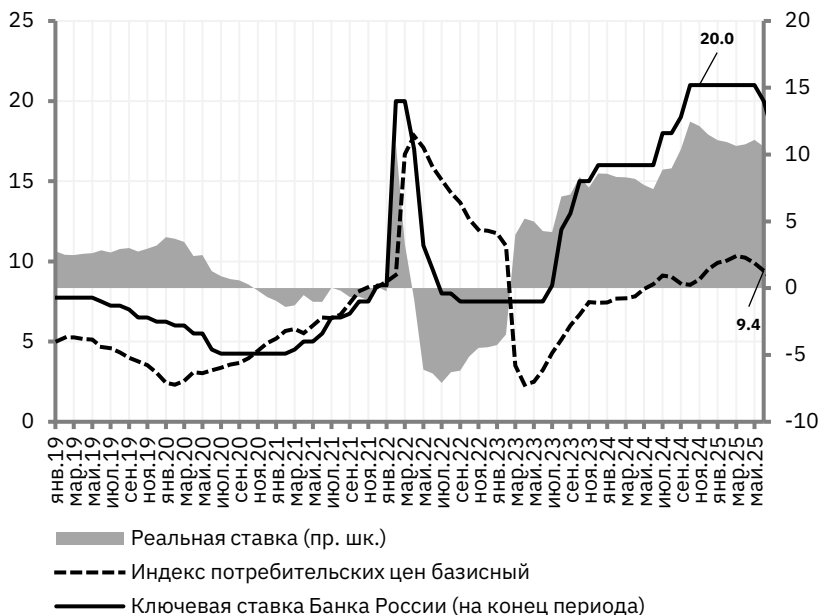


Рис. 1.1. Ключевая ставка и уровень инфляции, %

Источник: ЦБ РФ.

В целом же уже с середины 2022 г. шок предложения был преодолен, и возникли проблемы с дефицитом спроса (маркером здесь является очень существенное замедление инфляции в середине 2022 г.).

В этой связи можно сказать, что вплоть до конца 2022 — начала 2023 гг. «санкционный кризис» развивался примерно по траектории «ковидного» кризиса (и резко отличался от кризиса 2008 г.): быстрый вход — начало оживления с третьего квартала кризиса — более-менее полное восстановление в шестом квартале (см. Рис. 1.2).

Однако уже в 2023 г. начала прослеживаться тенденция к активному росту цен. Во втором полугодии динамика цен стала быстро ускоряться и по итогам первого полугодия 2023 г. составила 7,5% в годовом выражении. На этом фоне летом 2023 г. Банк России принял решение о повышении ключевой ставки.

Проблема, однако, состояла в том, что в силу сочетания «закредитованности» и локального монополизма крупных произво-

дителей потребительской продукции индустриализованных сельскохозяйственных предприятий импульс повышения выплат, связанных с процентными ставками, стал интенсивно переноситься на цены продукции. В результате одним из следствий повышения ставок стало усиление инфляционных процессов⁴.

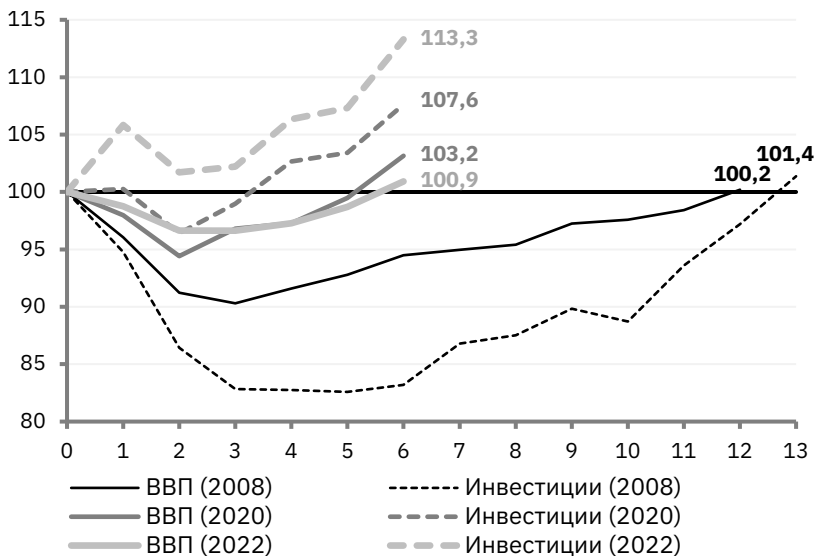


Рис. 1.2. Динамика основных макроэкономических показателей на отдельных этапах преодоления шоков 2008, 2020 и 2022 гг. (по кварталам, % к предкризисному значению)

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата.

Можно констатировать, что в середине 2024 г. возникли предпосылки к замедлению экономического роста, вызванному макроэкономической стабилизацией.

В этот период ситуацию в экономике определял новый тренд — сочетание все более активного поиска бизнесом новых способов работы на внешних и внутреннем рынках с ограниченным стимулированием роста со стороны «расширенного государства»⁵. При этом политика Банка России, скорее, сдерживала рост за

⁴ В декабре 2024 г. ключевая ставка вышла на уровень 21%.

⁵ Под ним здесь понимается совокупность собственно государства (так называемого «расширенного правительства»), Банка России, государственных институтов развития.

счет умеренно жесткой кредитно-денежной политики, а бюджетная политика и действия институтов развития «отвечали» за стимулирование. Это выразилось в значительном бюджетном импульсе, оценить который в первом приближении позволяет поддерживаемый на протяжении 2020–2024 гг. структурный дефицит федерального бюджета (Рисунок 1.3).

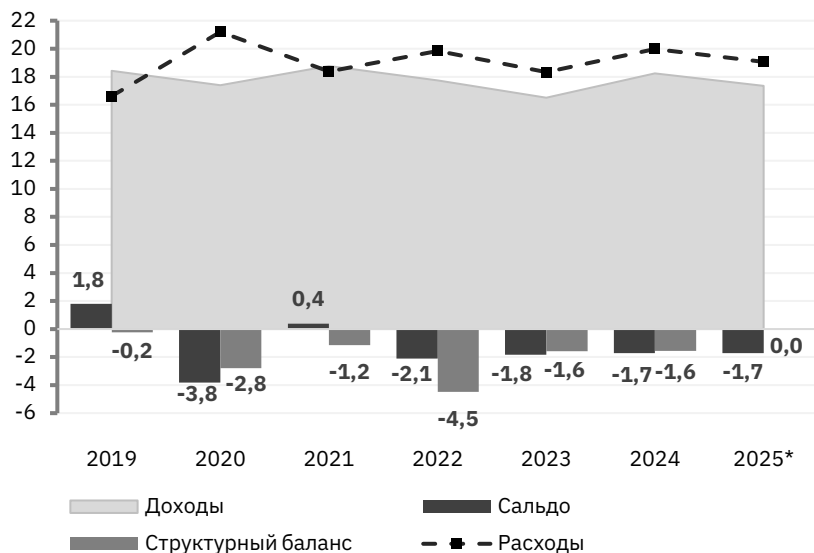


Рис. 1.3. Основные параметры федерального бюджета в 2019–2025 гг.

Источник: Федеральное казначейство.

Адаптация к произошедшим событиям потребовала существенной перестройки бюджетной модели. Отметим наиболее важные изменения.

I. Обязательства государственного бюджета значительно расширились — прирост намеченной на 2025 г. величины расходов бюджетной системы к фактическим показателям 2019 г. составляет +36,6% в реальном выражении (Рисунок 1.4). При этом произошла реализация значительной части новых обязательств, относящихся к сферам национальной обороны, социальной политики, национальной экономики и жилищно-коммунального строительства.

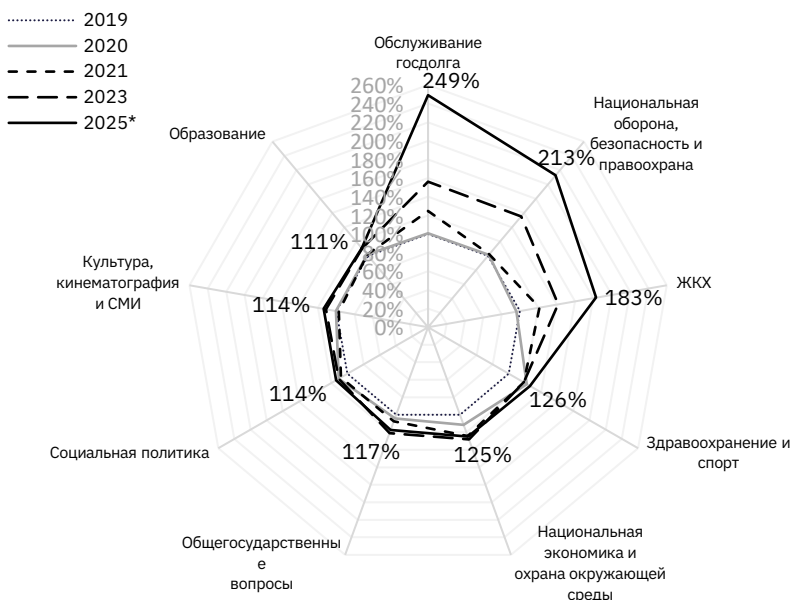


Рис. 1.4. Прирост расходов бюджетной системы в разрезе функциональной классификации в 2019–2025 гг., в ценах 2019 г.

Источник: Минфин России, «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики».

Отдельно отметим значительный рост расходов на обслуживание госдолга и субсидирование льготных кредитов, совокупный объем которых в 2025 г. может, по нашим оценкам, составить 5,9 трлн руб., или 14% всех расходов федерального бюджета (Рисунок 1.5).

Величина данных обязательств зависит от уровня процентных ставок, что при условии их снижения способно частично сократить нагрузку на бюджет. Тем не менее, активное применение программ льготного кредитования, по всей видимости, стало одним из основных инструментов экономической политики. Это объясняется эволюцией роли бюджета: в условиях санкций и дефицита ресурсов он компенсирует ограниченный доступ к рынкам капитала, обеспечивая точечное финансирование приоритетов структурной перестройки.

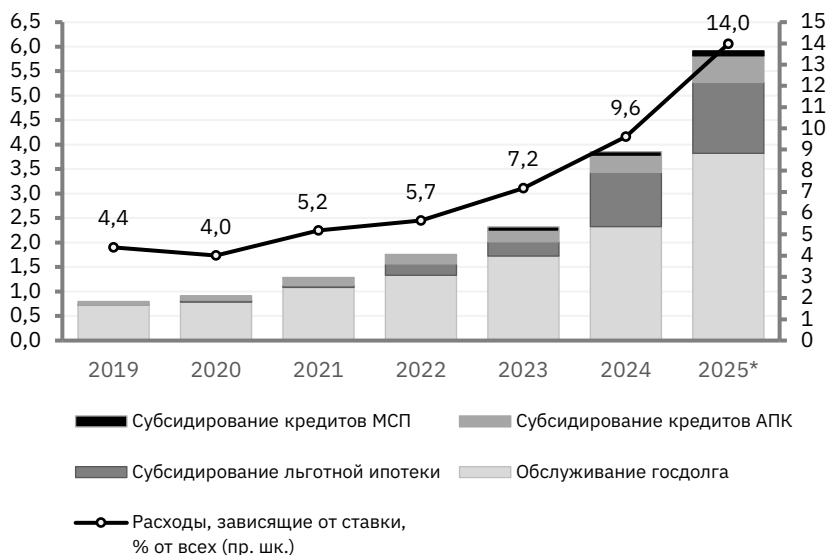


Рис. 1.5. Расходы федерального бюджета, зависящие от ключевой ставки в 2019–2025 гг., трлн руб. и %

Источник: Федеральное казначейство, расчеты ИНП РАН.

II. Льготное кредитование также стало активно применяться в рамках межбюджетных отношений через механизм бюджетных кредитов. Это позволило, с одной стороны, повысить бюджетную устойчивость субъектов РФ за счет заблаговременного замещения дорогостоящих коммерческих долгов (Рисунок 1.6). С другой стороны, инфраструктурные бюджетные и специальные казначейские кредиты, совокупный объем которых превышает 1 трлн руб., обеспечили финансирование инфраструктурных проектов в сфере ЖКХ, транспорта, производства, туризма и т. д.

Несмотря на наличие определенных недостатков, механизм льготной поддержки строительства региональной инфраструктуры на возвратной основе становится на долгосрочную перспективу одним из основных инструментов реализации межбюджетных отношений⁶.

⁶ «Правительство утвердило механизм выдачи казначейских инфраструктурных кредитов до 2030 года» / Правительство России. URL: <http://government.ru/doc/54171/>

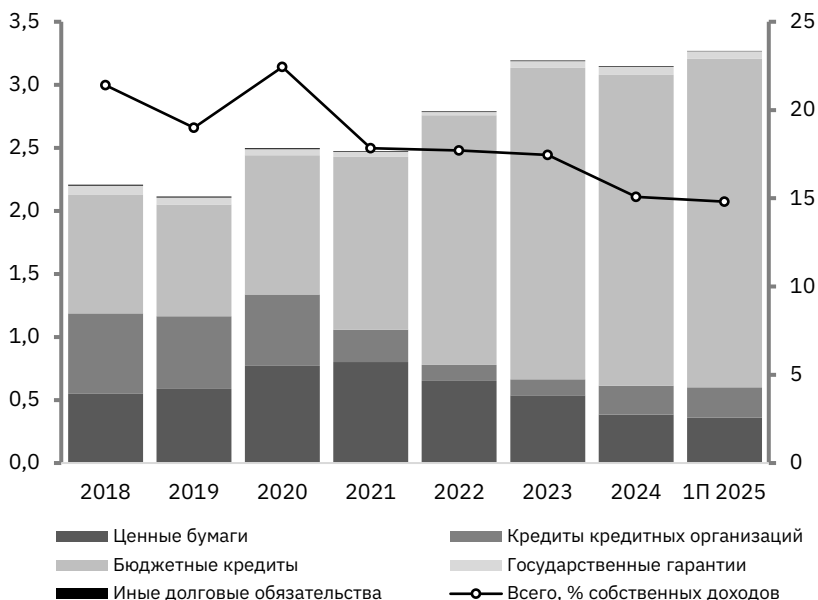


Рис. 1.6. Динамика и структура государственного долга субъектов РФ в 2018–июнь 2025 гг., % ВВП

Источник: Федеральное казначейство, расчеты ИНП РАН.

III. Структурное расширение расходов государственного бюджета обусловило необходимость соответствующего увеличения его доходного потенциала. Поскольку устойчивое финансирование долгосрочных расходов невозможно за счет временных мер или конъюнктурных поступлений, это требует структурной перестройки доходной базы. На текущем этапе эффект проведенной налоговой реформы (расширение прогрессивной шкалы НДФЛ, повышение ставки налога на прибыль, корректировка упрощенной системы налогообложения) позволяет покрывать прирост долгосрочных бюджетных обязательств.

IV. Стратегия управления средствами ФНБ претерпела значительные (и долгожданные) изменения, следствием чего стала трансформация Фонда в работающий механизм финансирования инфраструктурных проектов. Совокупные инвестиции ФНБ в 2022–2025 гг. составили порядка 4 трлн руб. и были направ-

лены на строительство объектов дорожно-транспортной, энергетической и социальной инфраструктуры. При этом инвестирование происходит на возвратной основе — за счет приобретения долговых бумаг российских компаний, которые отражаются в составе неликвидных активов Фонда (Рисунок 1.7).

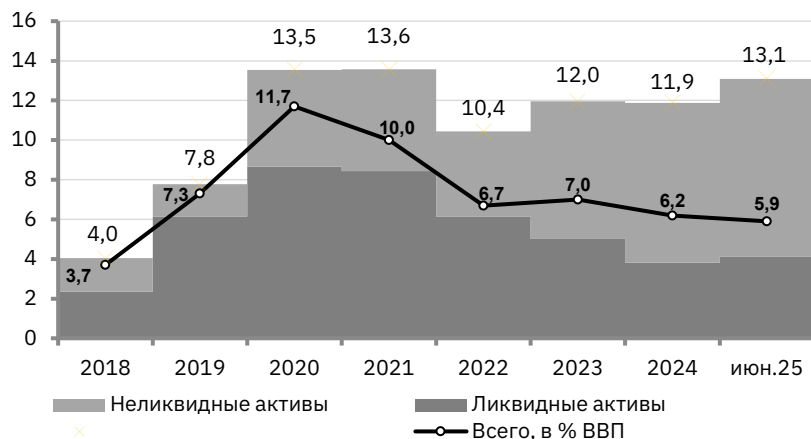


Рис. 1.7. Динамика и структура ФНБ в 2018–июнь 2025 гг., трлн руб. и % ВВП

Источник: Минфин, Федеральное казначейство.

В то же время механизм бюджетного стимулирования имел лишь ограниченную эффективность. Основными выгодополучателями новой ситуации стали: производства, связанные с ОПК, сектор ИКТ, строительство. Для значительной массы производств⁷, особенно из среднего частного бизнеса, ситуация постепенно усложнялась.

В 2022–2023 гг. в экономике России возник примечательный феномен: динамика инвестиций в основной капитал начала заметно обгонять прирост ВВП (Рисунок 1.8). За пять лет (2020–2024 гг.) физический объем инвестиций возрос более чем на треть (36,5%) при увеличении ВВП лишь на 10,1%. Позитивный «инвестиционный разрыв» (разница между темпа-

⁷ Показательно, что российский автопром не смог воспользоваться ситуацией, возникшей после ухода с рынка автопроизводителей из недружественных стран: освободившиеся ниши (по разным оценкам, от 50% до 70% рынка) в основном заняли китайские автомобили.

ми прироста инвестиций и ВВП) достиг рекордных за последние 15 лет значений⁸.

Такой режим развития можно было бы назвать «инвестиционно-ориентированным ростом», за которым стоит не только адаптация к новым внешним условиям, но и нацеленная на развитие структурная трансформация экономики.

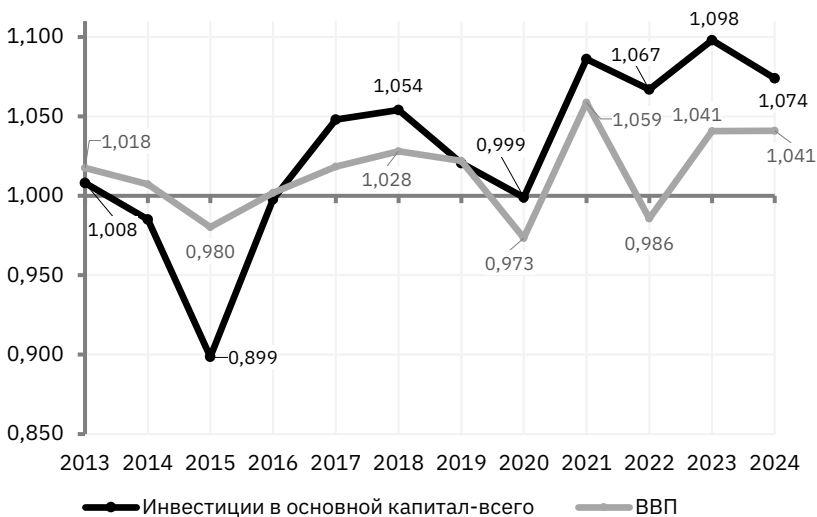


Рис. 1.8. Динамика инвестиций и ВВП (темпы роста)

Источник: Росстат.

Однако за высокими темпами роста инвестиций скрывается ряд явлений, не позволяющих оценивать ситуацию как однозначно позитивную ввиду ряда обстоятельств, среди которых:

- **Технологическая стагнация.** Отсутствие значимого прогресса в повышении «уровня технологичности» инвестиций. Вложения в машины и оборудование (активную часть основного капитала) сократились в 2022 г., стагнировали в 2023 г. и лишь в 2024 г. восстановились до уровня 2021 г., оставаясь исторически ниже уровня 2013 г. (Рисунок 1.9). Накапливалось существенное недоинвестирование в тех-

⁸ Сопоставимый или более интенсивный рост инвестиций относительно ВВП наблюдался лишь в период инвестиционного бума 2000-х годов (в 2000–2001, 2004 и 2006–2007 гг.).

нологическую модернизацию, в то время как инвестиции в пассивную часть основного капитала (строительство зданий, сооружений, включая инфраструктуру) в 2022–2024 гг. устойчиво и быстро росли.



Рис. 1.9. Ключевые элементы инвестиций в основной капитал (в физическом выражении, 2013=100)

Источник: Росстат.



Рис. 1.10. Региональные особенности динамики инвестиций в основной капитал (в физическом выражении, 2013=100)

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

- **Региональная сверхцентрализация.** Инвестиции активно стягиваются в московскую агломерацию (рост в 2,72 раза в Москве), в то время как по РФ без учета Москвы рост инвестиций гораздо ниже (в 1,2 раза) (Рисунок 1.10).
- **Вынужденная цифровизация.** Галопирующий рост инвестиций в объекты интеллектуальной собственности (особенно ПО) был вынужденным (адаптация к COVID-19, уход иностранных вендоров), что компенсирует потери, но не создает новую стоимость (Рисунок 1.11).

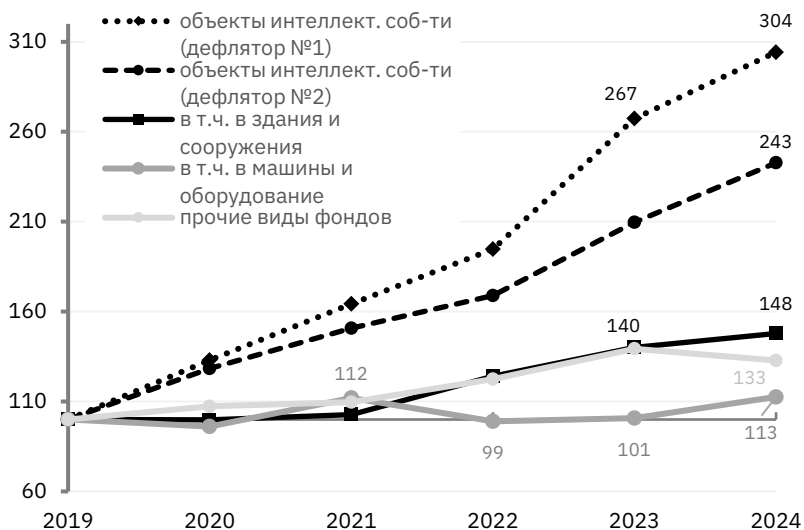


Рис. 1.11. Динамика инвестиций в основной капитал по видам фондов (в физическом выражении, 2013=100)

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

- **Концентрация («суверенизация») источников финансирования и сужение «ресурсной базы».** Из-за резкого сокращения иностранных источников финансирования подавляющая часть прироста инвестиций была обеспечена за счет собственных средств предприятий и бюджетных источников, роль которых в течение последних пяти лет практически непрерывно увеличивалась, достигнув в 2024 г. рекордных 80,5% (против 75,0% в 2019 г. и 71,7% в

2017 г.)⁹. С одной стороны, это обуславливает отток ресурсов развития от внутренне-ориентированного гражданского частного сектора. С другой стороны, общее сокращение ресурсной базы развития (из-за упомянутого резкого сокращения вклада иностранных источников финансирования) и ожидаемое в ближайшем будущем снижение доходов, как компаний, так и государства могут привести к резкому сжатию возможностей повышения инвестиционной активности.

1.2. Структурные особенности и ограничения развития российской экономики

Замедление темпов роста российской экономики 2024–2025 гг. вновь поставило вопрос о ее потенциальных возможностях и тех направлениях экономической политики, которые могли бы способствовать преодолению комплекса накопившихся ограничений развития.

Со второй половины 2024 г. в экономике стали отчетливо проявляться признаки торможения роста, прежде всего, в той части экономики, которая не связана с ОПК или финансированием из бюджета. Ключевыми факторами торможения роста стали: ограничение конкурентоспособных мощностей в гражданском сегменте экономики, жесткая денежно-кредитная политика, внешнеэкономические ограничения.

Ужесточение денежно-кредитной политики стало ответом на сформировавшийся разрыв между спросом и предложением на внутреннем рынке и вызванное им ускорение роста цен. Однако существенное ужесточение условий кредитования слабо повлияло на параметры инфляции.

Адаптационная модель роста, направленная на парирование различных аспектов санкционного давления и мобилизацию имевшихся массовых ресурсов, исчерпала свой потенциал. Ей

⁹ Данный тренд имеет долгую историю: так, в 2013 г. на данные источники приходилось 64,5%, а в 2011 г. — 61,5%.

на смену должна прийти модель, ориентированная на расширение предложения и рост эффективности производства. Традиционно фундаментальными ограничениями являются демография (труд), капитал (состояние производственных фондов), первичные ресурсы и наличие рынков сбыта продукции. Соответственно экономическая политика должна быть ориентирована именно на эти ограничения.

На протяжении десятилетий Россия не испытывала серьезных ограничений по трудовым ресурсам. Однако в последние десятилетия демография стала одним из ключевых факторов, сдерживающих экономическое развитие. Наиболее серьезную озабоченность вызывают снижение общей численности населения на фоне сокращения рождаемости, старение населения, высокая смертность мужчин в трудоспособном возрасте¹⁰.

Демографические ограничения влияют на потенциальные возможности роста российской экономики, как через совокупные параметры спроса населения, так и через параметры рынка труда.

В области демографии ключевой задачей является поддержание численности населения России в долгосрочной перспективе. Ключевыми направлениями здесь являются увеличение рождаемости и борьба со смертностью, миграция может иметь лишь поддерживающий характер.

Демографическая ситуация определяет базовые характеристики рынка труда. Сдвиг в структуре ВВП, произошедший в 2022–2024 гг. не мог не привести к разбалансировке на рынке труда. Экономике потребовалось больше работников в реальном секторе, при том что в течение ряда лет их подготовка ориентировалась на другую структуру экономики. В отдельные месяцы 2024 г. численность доступной рабочей силы в стране оказалась меньше, чем спрос на нее.

В среднесрочной перспективе баланс спроса и предложения на рынке труда будет определяться динамическими и структур-

¹⁰ Подробнее см. *Сбережение населения России: проблемы, задачи, пути решения*. Научный доклад / под ред. академика РАН Б.Н. Порфирьева. — М: Арктик Принт, 2022. — 168 с. — (Научный доклад ИНП РАН).

ными характеристиками развития экономики, а также изменениями в структуре высшего и профессионального образования.

В условиях ограничений по трудовым ресурсам возрастает роль основного капитала, в первую очередь его активной части. Россия уже не может, как это было не раз в нашей истории, заменять недостаток современных машин и оборудования на вовлечение в экономику дополнительных трудовых ресурсов. Модернизация производства и рост его эффективности не имеют альтернатив в современной экономике России. Вот почему действия, направленные на развитие производственного потенциала, должны иметь абсолютный приоритет.

В то же время особенность инвестиционных процессов в сегодняшней России состоит в том, что бюджетные инвестиции в основном ориентированы на крупные инфраструктурные проекты. В них преобладают строительно-монтажные работы. Не отрицая высокий мультипликатор ВВП у строительства, следует подчеркнуть, что строительство не создает значительного краткосрочного потенциала роста, то есть лишь в ограниченной степени решает задачу расширения предложения.

Основной объем инвестиций в машины и оборудование, которые являются главным инструментом решения этой задачи, зависит от поведения бизнеса, для которого рост экономики является главным фактором и одновременно индикатором благоприятного инвестиционного климата.

В последние годы наша страна развивается в условиях ограничений технологического характера. Это привело к тому, что доля машин и оборудования в структуре инвестиций сократилась до уровня в 33–35%, что меньше, чем необходимо даже для простого воспроизводства этой части основных фондов (свыше 40%), не говоря уже о модернизации (Рисунок 1.12).

Рост уровня налогообложения в 2025–2026 гг., позволил сбалансировать бюджет в условиях жестких ограничений, профинансировать значительную часть национальных проектов. Однако дальнейший рост уровня налоговой нагрузки на бизнес может быть контрпродуктивным. Запуск нового инвестиционного цикла может потребовать расширения налогового стимулирования.

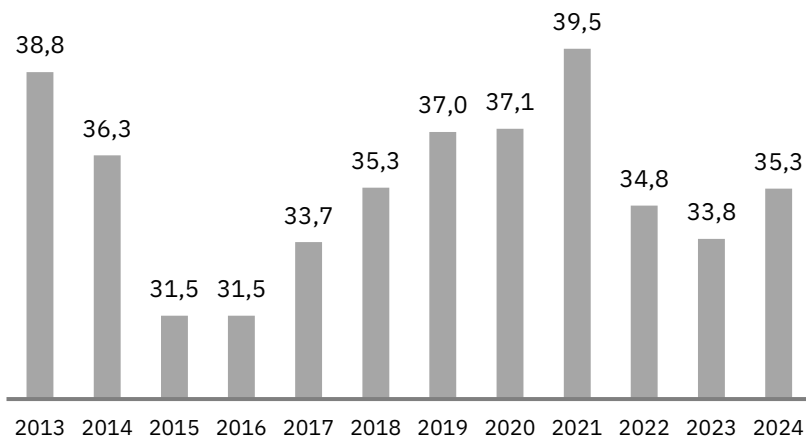


Рис. 1.12. Доля машин и оборудования в структуре ВВП, %

Источник: Росстат.

Что касается системы стимулирования НИОКР, недостаточно просто увеличивать бюджетные вложения в науку. Требуется, чтобы эти действия поддержал бизнес. Кроме того, необходимо создание сети организаций, способных эффективно расширять исследования по приоритетным направлениям. Должна быть создана действенная вертикаль управления наукой¹¹.

Несмотря на ограничения технологического характера, рост эффективности остается ключевой целью развития экономики. В противном случае возрастающий спрос на сырье и энергию будет требовать вовлечения все новых и новых их объемов, что будет сопровождаться неэффективным использованием инвестиционных ресурсов и увеличением цен, оказывая все более и более серьезное давление на издержки предприятий.

¹¹ Подробнее см.: *О долгосрочном научно-технологическом развитии России*. Монография / Под ред. Белоусова Д.Р. и Фролова И.Э. — М: Арктик Принт, 2022. — 168 с. — (Научный доклад ИНП РАН); Клепач А.Н., Водоватов Л.Б., Дмитриева Е.А. Российская наука и технологии: взлёт или прогрессирующее отставание (Часть II) // Проблемы прогнозирования. 2023. № 1(196). С. 6–15; Порфирьев Б.Н., Широв А.А., Ленчук Е.Б. Научно-технологический прогноз как основа национальной стратегии социально-экономического развития // Вестник РАН. 2026. №4. (в печати).

Внутренний рынок будет основой для развития российской экономики в ближайшие годы. В настоящее время он ограничивается дефицитом предложения и несовершенной структурой спроса, особенно потребительского. Наличие населения в 146 млн. чел. делает коммерчески эффективными многие инвестиционные проекты, что снимает ряд ограничений, связанных с емкостью рынков сбыта. Однако решение части инвестиционных задач требует усложнения структуры экономики и ее дальнейшей диверсификации. Это, прежде всего, имеет отношение к таким важным направлениям, как добыча и производство редкоземельных металлов, микроэлектроника и т. д. Требуется сформировать эффективную модель ценообразования в секторе производства высокотехнологичной продукции.

Важным направлением развития внутреннего рынка должна стать трансформация структуры спроса населения. В настоящее время в потребительской корзине российских граждан всех уровней доходов чрезвычайно высока доля примитивных товаров и услуг. Это связано не только с недостаточным уровнем доходов населения, но и с опережающим ростом цен на продовольствие, услуги ЖКХ, общественный транспорт. Их вклад в рост инфляции также очень существенный. Было бы целесообразно определить в отношении механизмов ценообразования в этих сегментах экономики.

Изменение структуры спроса населения будет зависеть и от трансформации социальной политики в рамках вторичного распределения доходов в пользу наименее богатых российских семей.

В условиях охлаждения экономики государственный бюджет должен оставаться важным инструментом поддержки экономической активности. Например, при снижении геополитической напряженности было бы целесообразно увеличивать расходы на развитие гражданской экономики на величину уменьшения расходов на оборону, а не сокращать общий объем расходов.

Развитие цифровых технологий будет способствовать постепенному снижению вклада в формирование ВВП секторов

торгово-посреднической деятельности: логистики, транспорта, финансов и страхования. Эта тенденция позволит более эффективно перераспределять ресурсы, как на решение производственных задач, так и на развитие человеческого капитала.

Уязвимость платежного баланса будет оставаться одной из основных проблем отечественной экономики. Стагнация экспорта, устойчивый отток капитала и «узость» валютного рынка создают риски высокой волатильности курса рубля. Тем не менее, наращивание импорта не производимой в России продукции может стать существенным фактором поддержки экономики в среднесрочной перспективе. В дальнейшем потребуются действия по сбалансированной защите внутреннего рынка. Необходимы мероприятия по ограничению оттока капитала, в том числе направленные на инвестирование доходов отечественных компаний в России. Одним из условий этого должен стать стабильный курс рубля.

Требуется расширение международного научно-технологического сотрудничества. Регионализация мировой экономики дает возможности для расширения международной кооперации и встраивания в переформатируемые цепи создания стоимости. Для этого целесообразно поддерживать создание крупных финансово-промышленных групп на основе крупнейших российских компаний с диверсифицированной структурой производства.

Высокая ключевая ставка является инструментом перераспределения ресурсов в экономике¹². Она серьезно ограничивает возможности гражданского сектора экономики, постепенно сокращает параметры спроса населения. Так или иначе, денежно-кредитную политику придется смягчать. При этом принципиально важно определиться с ее целями и ориентирами. В сложившихся условиях роста цен для достижения целевого уровня инфляции в 4% может потребоваться несколько лет с низкими темпами роста (1–1,5%), что неприемлемо с точки зрения императива национальных целей развития России до 2030 г. и

¹² См.: *Россия 2035: к новому качеству национальной экономики*. Научный доклад / Под ред. члена-корреспондента РАН А.А. Широва. М.: Артик Принт, 2024. 264 с. (Научный доклад ИНП РАН).

на перспективу 2036 г., поставленных в Указе Президента Российской Федерации от 7 мая 2024 г. № 309.

По нашим расчетам, российская экономика имеет потенциал роста в среднесрочной перспективе до 4%. Он определяется потенциалом инвестиционного и потребительского спроса, характеристиками государственных финансов, рынка труда. Такая динамика обеспечивает достижение значительной части национальных целей развития. ВВП — это, прежде всего, доходы, которые можно использовать на решение широкого спектра задач, стоящих перед страной. Отсутствие доходов, в свою очередь, ограничивает наши возможности. Вот почему чрезвычайно важно обеспечить приоритет целей роста экономики при формировании экономической политики на среднесрочную перспективу.

Рост экономики темпами на уровне среднемировых и выше потребует дальнейших структурных сдвигов, а значит, сохраняется необходимость реализации последовательной макроструктурной политики.

Структура экономики многогранна и многоаспектна. Целе направленное воздействие на нее предполагает наличие определенной цели, которую можно достичь за счет изменения структурных пропорций. Такими целями могут быть: индустриализация; обеспечение национальной безопасности; достижение необходимого уровня самодостаточности; повышение занятости или решение проблемы дефицита трудовых ресурсов; повышение производительности труда и уровня жизни, сохранение макроэкономической сбалансированности.

В текущих российских условиях структурные пропорции могут существенно меняться под воздействием внешних факторов. Например, ужесточение санкционного давления может привести к дальнейшему сокращению экспорта и производства широкого перечня продукции, от углеводородов до металлов, удобрений и зерновых. Обратная ситуация (рост экспорта и производства) может произойти при смягчении санкционного давления.

Ключевыми факторами изменения структуры экономики являются инвестиции и научно-технологическое развитие.

В российской экономике сформировался ряд структурных диспропорций, сдерживающих экономический рост. Именно на эти диспропорции следует обращать внимание при оценке происходящих структурных сдвигов и формировании образа перспективной структуры российской экономики. К наиболее важным из таких структурных пропорций можно отнести:

- низкий уровень затрат на НИОКР не обеспечивает необходимый уровень конкурентоспособности российской экономики. Большая часть всех инноваций поступает по импорту в виде готовых продуктов, инвестиционного оборудования и технологий. Низкие внутренние затраты на НИОКР связаны со смещением спроса на инновации в пользу импорта готовых решений вместо инвестиций в разработку собственных решений, а также с деградацией отраслевой науки в связи сокращением бюджетного финансирования в 1990-е годы; хронической недоинвестированностью отечественного машиностроения в результате проигрыша конкуренции импортной продукции в 1990-х;
- низкая, по меркам передовых стран, доля в структуре выпуска отраслей, связанных с формированием человеческого капитала (наука, образование, здравоохранение). По данным ОЭСР, в 2021 г. доля этих отраслей в выпуске составляла 9%, в Германии — 16%, в Японии — 13%, в США — 18%, в России — 9%¹³. Также существенно ниже по сравнению с развитыми странами доли затрат консолидированного бюджета на образование и здравоохранение;
- устойчиво высокая доля затрат населения на продовольствие, транспорт, коммунальные платежи, моторное топливо (более 30% совокупных потребительских расходов), что сдерживает увеличение потребительского спроса по другим направлениям, в том числе в части затрат на товары длительного пользования, жилье, услуги образова-

¹³ По оценкам академика Аганбегяна А.Г. на 2022 г. доля этих инвестиций в ВВП России составляла 14% против 15–20% в развивающихся странах и 30–40% — в развитых странах.

ния и здравоохранения;

- невысокая и сокращающаяся доля машин и оборудования в структуре инвестиций в основной капитал, что сдерживает обновление производственных мощностей и повышение эффективности использования первичных ресурсов, ограничивает производственный потенциал экономики;
- повышенный инфляционный фон и соответственно более высокие процентные ставки из-за роста регулируемых цен и тарифов, что сокращает прибыль в отраслях экономики;
- отсутствие достаточного количества эффективных каналов перетока капитала из финансово избыточных в финансово-дефицитные отрасли, о чем свидетельствует доля собственных средств в финансировании инвестиций в основной капитал — 60% в среднем по экономике. По нашим оценкам, с 2005 г. российский бизнес инвестирует только 40% из генерируемого чистого денежного потока, 60% выплачиваются в виде доходов от собственности, из которых более половины трансформируется в отток капитала. Изменение структуры использования денежных средств российским бизнесом в пользу инвестиций является необходимым условием для стимулирования инвестиционного роста и снижения напряженности при формировании платежного баланса.

Значительная доля сырьевых товаров в структуре экспорта (около 70%) ограничивает динамику самого экспорта (спрос на сырье в мире растет медленнее мировой экономики в целом), что в случае быстрого развития российской экономики и увеличения спроса на импорт приводит к дефициту платежного баланса. Балансировка платежного баланса за счет девальвации означает повышение инфляции, ужесточение ДКП и замедление экономического роста. Структура экспорта и динамика несырьевого экспорта являются одними из ключевых показателей, отражающих трансформацию российской экономики.

Существенная доля импорта (выше 40%) во внутреннем спросе приходится на продукцию машиностроения, что приводит к формированию технологической зависимости от импорта и разбалансировке платежного баланса при ускорении экономического роста. Там, где инвестиционный импорт больше недоступен и невозможно его замещение внутренним производством в необходимых объемах, происходит снижение эффективности производства, что оборачивается повышенным спросом на факторы производства и снижением прибыли в отраслях с высокой добавленной стоимостью.

Таблица 1.1. Динамика компонентов использования ВВП, %.

	2026	2027	2028	2029	2030
ВВП	3,6	3,7	3,8	3,7	3,7
Потребление домашних хозяйств	4,7	5,1	4,6	4,3	4,2
Государственное потребление	1,1	0,9	1,2	1,5	1,4
Валовое накопление инвестиций в основной капитал	6,4	7,5	5,3	5,3	5,4
Экспорт	3,0	2,4	2,5	2,5	2,6
Импорт	8,3	8,9	4,0	4,4	4,2

Источник: оценки ИНП РАН.

Таблица 1.2. Структура использования ВВП в ценах 2021 г.

	2026	2027	2028	2029	2030
Потребление домашних хозяйств	52,5	53,2	53,6	53,9	54,2
Государственное потребление	18,3	17,8	17,4	17,0	16,6
Валовое накопление инвестиций в основной капитал	22,5	23,3	23,7	24,1	24,5
Экспорт	21,4	21,1	20,8	20,6	20,4
Импорт	19,2	20,1	20,2	20,3	20,4

Источник: оценки ИНП РАН.

Таблица 1.3. Структура выпуска в ценах 2021 г., %

	2026	2027	2028	2029	2030
Сельское хозяйство	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2
Добыча полезных ископаемых	7,7	7,5	7,3	7,2	7,1
Обрабатывающая промышленность: высокотехнологичные отрасли	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5
Обрабатывающая промышленность: среднетехнологичные отрасли	10,7	10,8	11,0	11,2	11,4
Обрабатывающая промышленность: низкотехнологичные отрасли	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
Производство и распределение электроэнергии	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6
Строительство	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5
Транспорт	10,8	10,8	10,7	10,6	10,5
Торговля	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8
Финансы и страхование	3,7	3,9	4,0	4,2	4,3
Операции с недвижимостью	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0
Государственное управление	5,7	5,6	5,4	5,3	5,2
Образование	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1
Здравоохранение	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2
Прочие услуги	11,0	11,1	11,1	11,1	11,2

Источник: оценки ИНП РАН.

Высокая доля занятых в строительстве и торговле при низкой производительности труда в данных отраслях формируют дополнительное давление на рынок труда. Без существенного повышения производительности труда в этих отраслях в российской экономике (даже при умеренных темпах роста в 2%) будет сохраняться дефицит трудовых ресурсов и опережающий рост зарплат. Это будет способствовать смещению в использовании создаваемых в экономике доходов от инвестиций в пользу конечного потребления.

Таблицы 1.1–1.3 характеризуют динамику ВВП, изменения в структуре использования ВВП и в структуре выпуска в целевом

сценарии развития до 2030 г., который предполагает обеспечение темпов экономического роста выше среднемировых.

В целевом сценарии в структуре использования ВВП будет происходить увеличение доли инвестиций в основной капитал, потребления домашних хозяйств и импорта при снижающейся доли экспорта (из-за низких темпов роста добычи и экспорта сырьевой продукции) и государственного потребления. В период до 2030 г. зависимость экономики от импорта, особенно в части инвестиционной продукции, будет сохраняться. Это означает, что ускорение экономического роста будет приводить к повышению доли импорта в ВВП, без чего не удастся добиться стабилизации цен на внутреннем рынке в целевом сценарии.

В рамках данного сценария повысится роль финансовых услуг в части расширения кредитования экономики. Одновременно с этим на бюджетную систему будет ложиться все возрастающая нагрузка по обеспечению развития отраслей человеческого капитала при сохранении приоритетов в области национальной безопасности и социальной политики.

1.3. Структурная несбалансированность инфляции и перетоки капитала

Структурная несбалансированность экономики в макроэкономической теории, проявляющаяся в том числе как структурное несоответствие динамики спроса и предложения, порождает рост цен на дефицитных рынках (понимаемых как рынки с относительно большим приростом спроса относительно предложения). Этот локальный рост цен способствует увеличению прибыльности бизнесов и, соответственно, должен провоцировать приток дополнительного капитала (инвестиций в производство). Согласно теории общего равновесия, в перспективе это должно приводить к восстановлению локального баланса спроса и предложения и снижению относительных цен.

Отсюда, одним из ключевых условий для поддержания приемлемого общего уровня инфляции в экономике являет-

ся развитый механизм перетока капиталов в производства, работающие на дефицитные рынки. Однако есть основания полагать, что в экономике РФ такой механизм функционирует либо недостаточно эффективно, либо стоит признать, что действуют специфические воспроизводственные процессы, которые постоянно генерируют и поддерживают инфляционное давление. Эти процессы осуществляются не только в финансово-кредитной сфере, но и, прежде всего, в реальном секторе. Существующая же ДКП реализуется как средство противодействия этим процессам, что и порождает ее хроническую неэффективность. Но это во многом вынужденная политика.

Предварительно отметим ряд теоретических положений.

1. Современная экономика — это экономика разделения труда. Производители удовлетворяют не свои собственные, а «чужие» потребности. Производство является «общественным». Признанием факта удовлетворения чужой потребности служит оплата произведенного товара или услуги потребителем.

К каноническим функциям денег принято относить меру стоимости; средство обращения; средство платежа; средство накопления. Иногда к приведенному перечню функций добавляют и другие, от средства накопления богатства до средства международных расчетов. Общее всегда одно — все эти функции вытекают из акта обмена между единичными субъектами.

Однако в рыночной экономике деньги выполняют также роль *распределительных прав*, т.е. прав на получение определенной доли в общем объеме произведенных продуктов/благ. Макроэкономическая функция денег состоит в том, что они являются ресурсо-распределительными правами, правами на получение и использование ресурсов. Другой стороной макроэкономической функции денег является *ограничение* частных потребностей. В сбалансированной экономике общественно-легитимными признаются только те частные потребности, которые основаны на «заработанных» деньгах, то есть деньгах, полученных в результате

оплаченного удовлетворения «чужих» потребностей. Из этого следует, что если бы все эмитируемые деньги были долговыми (кредитная эмиссия), они инвестировались бы в только окупаемые проекты и своевременно возвращались, и динамический макроэкономический баланс не нарушался. Злоупотребление «созданием денег» (кроме кредитных) ведет к дисбалансам в экономике, в том числе и к инфляции.

2. Мировое разделение труда делает необходимым установление и поддержание *структурной* пропорциональности. Его нарушение порождает не один, а два варианта формирования инфляционного давления. Первый — создание «лишних» денег. Второй — не столь очевидный и намного более деструктивный по своим последствиям — недостаточно эффективный механизм движения капитала.

Соответственно, в рыночной экономике, где базовый механизм достижения и поддержания пропорциональности работает неудовлетворительно, где межотраслевое движение капитала ограничено, неизбежно формируются замещающие и компенсирующие механизмы. Но, поскольку интенсивность движения капитала в производственных секторах невелика, происходит «перенос» замещающих и компенсирующих механизмов в денежно-кредитных и финансовых сферах. Главное свойство настройки структуры производства на спрос и, соответственно, общественные потребности через цены (ценовые пропорции, пропорции обмена) состоит в том, что цены будут хронически расти. Причем чем интенсивнее будут структурные сдвиги в спросе и предложении, тем интенсивнее будут расти цены. Инфляция становится неизбежной — она является «основой основ» экономического механизма, приоритетным способом настройки предложения на спрос.

Следствия. Инвестируется, прежде всего, «свое» производство (или, в более широком смысле, «своя» хозяйственная деятельность). Развивается «синдром простого воспроизводства» с приоритетом вложений в поддержание действующих технологических процессов и объемов выпуска. Инвестирование «в

себя» имеет ограничения по емкости рынка, доли в рынке, повышению технологического уровня и внедрению инноваций.

Консервируется технологическая и продуктовая структура выпуска. Происходит быстрое «инвестиционное насыщение» успешных отраслей (бизнесов). А именно успешные отрасли (бизнесы) располагают финансовыми ресурсами для финансирования инвестиций. Диверсификация замещается «выталкиванием» доходов на финансовые рынки (в том числе, зарубежные) и выплатой повышенных дивидендов. Формируется низкая норма накопления даже в успешных отраслях. Меняется сам образ успешной отрасли (или успешного бизнеса): в реальном секторе это бизнес с невысокой потребностью в НТП (инновациях) и относительно высокой доходностью текущей хозяйственной деятельности (пример: черная металлургия, часть химического производства и т.п.). Результат: «консервативные» технологии «накапливаются», новые технологии отстают в распространении, в том числе возникает тенденция к накоплению «расточительных технологий», снижению эффективности использования ресурсов.

Структурным последствием является также уход капитала в высокооборотные отрасли (виды деятельности). Оптовая и розничная торговля, финансовый сектор, автомобильный транспорт, пищевая промышленность и др. становятся «зонами притяжения» капитала. Иначе говоря, в условиях даже невысокой, но хронической инфляции, капитал стремится в сферы деятельности, для которых характерна высокая доля оборотного капитала и, соответственно, высокая оборачиваемость авансированного капитала в целом.

Закрепляется тенденция к консервации технологического уровня действующих производств (применяемых технологий). Однако наиболее серьезным последствием является дестимулирование внедрения «продуктовых» инноваций. Продуктовые инновации активно внедряются только в высокооборотных и, соответственно, быстрокупаемых видах деятельности.

В условиях консервации технологической и продуктовой структуры выпуска роль импорта из дополняющей трансфор-

мируется в *замещающую*. Импорт компенсирует пассивность межотраслевого движения капитала, *заполняет возникающие бреши* в производственно-технологических цепочках. Компенсация за счет готовых технологических решений, с точки зрения оборачиваемости капитала, является (причем практически всегда) более *эффективной*, нежели формирование собственной (внутренней) системы производственно-технологических связей. Импорт замещает не отдельные продукты; он замещает достаточно длинные фрагменты производственно-технологических цепочек. Импортозамещение становится не просто задачей производства конкретного продукта, но задачей формирования (восстановления) хозяйственных связей.

Комплексная оценка эффективности работы механизма перетока капиталов затруднена. В то же время представляется, что интенсивность работы отдельных частей этого механизма может быть косвенно оценена следующим образом.

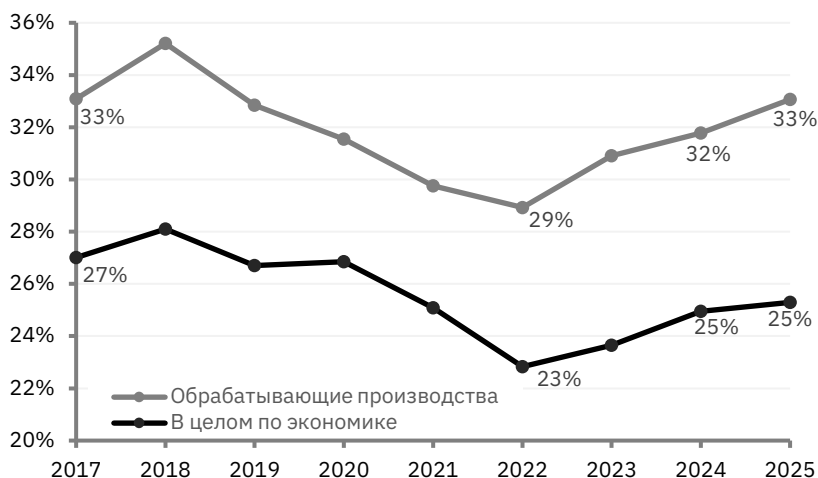


Рис. 1.13. Соотношение кредитов банков и капитала в реальном секторе¹⁴

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата.

¹⁴ Обрабатывающие производства — без нефтепереработки, в целом по экономике — без финансового сектора и секторов с преобладанием нерыночного сегмента (государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение, образование, здравоохранение и социальные услуги).

Во-первых, интенсивность работы банковской системы как поставщика заемных ресурсов можно оценить через отношение банковских кредитов¹⁵ к общему объему капитала. Оценки показывают, что никакого прогресса в этом отношении в последние годы *не наблюдалось* (в целом по экономике был даже некоторый регресс (Рисунок 1.13).

Во-вторых, уровень кредитования частного сектора в России остается кратно ниже развитых стран: в 2021 г.¹⁶ кредиты частному сектору в России составили 55% ВВП против 160% в странах ОЭСР и 220% в США (Рисунок 1.14).

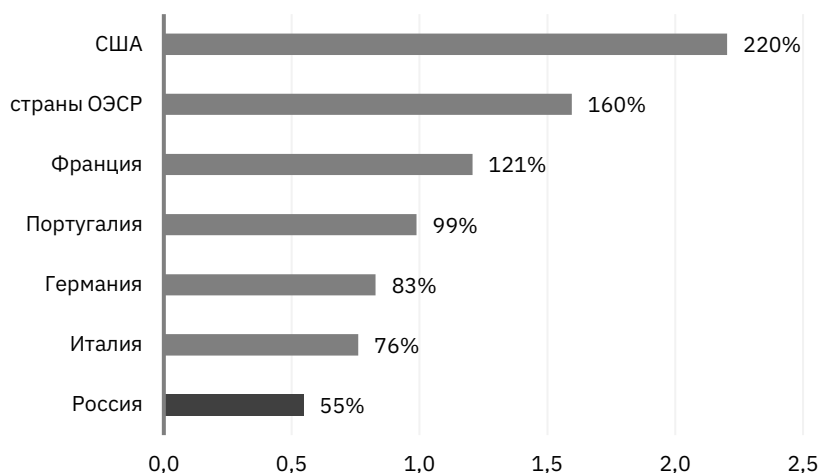


Рис. 1.14. Кредиты частному сектору (% ВВП, 2021)

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата, данные ОЭСР.

Дополнительно отметим, что возможности по перетоку капитала характеризуют развитость фондового рынка. Здесь у России наблюдается отставание от развитых стран, сопоставимое с отставанием в части кредитования: капитализация фондового рынка в 2023 г. оценивается в 31% ВВП в России против 135% в среднем по ОЭСР и 177% в США.

¹⁵ В данном случае мы не рассматриваем отдельно кратко- и долгосрочные кредиты ввиду известной условности их разделения в отчетности (распространены случаи оформления долгосрочного займа как серии краткосрочных, с автоматической пролонгацией).

¹⁶ Последние доступные данные Мирового Банка по России.

Наконец, в-третьих, косвенную оценку потенциальной роли перетока капитала в финансировании структурных изменений можно получить, рассматривая структуру источников финансирования инвестиций в основной капитал. Результаты анализа (Рисунок 1.15) показывают, что в последние годы трендом является уменьшение роли банковского кредитования как одного из каналов перетока капитала.

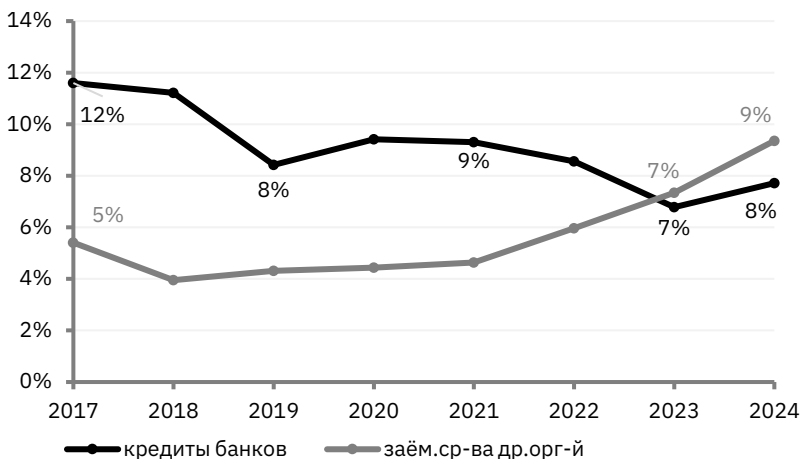


Рис. 1.15. Доля отдельных источников в финансировании инвестиций в основной капитал¹⁷

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата.

Среди рассмотренных индикаторов единственное позитивное исключение — это рост доли заемных средств других организаций (с 4–5% в 2017–2021 гг. до 9% к 2024 г.). Однако этот рост достаточно слабый, а кроме того, данный канал — это во многом перераспределение средств внутри групп компаний, отраслевая структура которых не является диверсифицированной, так что этот канал вряд ли следует рассматривать как значимый канал именно межотраслевого перераспределения капитала.

Таким образом, рассмотренные индикаторы подтверждают тезис о высокой «структурной ригидности» российской эконо-

¹⁷ Данные по крупным и средним предприятиям за вычетом строительного сектора (для устранения влияния расширения проектного финансирования жилищного строительства).

мики. В рассматриваемом контексте это означает, что для российской экономики должен быть характерен повышенный фоновый уровень инфляции. В случае же необходимости активных структурных преобразований вследствие многочисленных шоков, с которыми сталкивается наша страна, естественный уровень инфляции, обеспечивающий такую структурную перестройку без отхода от принципов рыночной экономики, должен быть, вероятно, выше «обычных стандартов» и составлять не менее 5–6% в год.

1.4. Пространственное развитие в условиях жестких финансовых ограничений

Изменения в российской экономике, происходившие в 2022–2025 гг. в процессе адаптации к новым внешним и внутренним условиям, касаются всех аспектов социального и экономического развития, включая пространственные. Высокая инерционность территориального распределения населения и производства остается важнейшим фактором, формирующим пространственные пропорции. Тем не менее, под воздействием экономических санкций, переориентации на новые рынки и роста оборонного комплекса меняются территориальное распределение экономической активности и относительное положение регионов, формируются новые условия экономического роста.

Возможности адаптации регионов к новым условиям зависели, в первую очередь, от структуры производства, направленности и интенсивности внешнеэкономических связей регионов. В 2022 г. падения суммарного ВРП не произошло, прирост в 0,2% был обеспечен за счет всех федеральных округов, исключая Центральный и Северо-Западный, при этом стабильность ситуации в целом была обеспечена за счет восточных регионов страны.

Прирост суммарного ВРП в 2023 г. составил 5,2%, в 2024 г. — 4,5%. После шока 2022 г. более успешно к санкциям

адаптировались западные регионы страны, для крупнейших экспортно-ориентированных ресурсодобывающих регионов в восточной части страны — Урала и Сибири — давление санкций имело отложенный характер, их влияние усилилось в 2023–2025 гг., результатом чего стало прогрессирующее отставание темпов роста ВРП в восточных регионах от среднероссийских.

На уровне крупных макрорегионов — федеральных округов происходящие изменения пространственной структуры макроэкономических показателей невелики, они находятся в русле долгосрочных трендов пространственного развития, которые оцениваются как негативные¹⁸. Продолжился процесс концентрации производства в крупнейших субъектах РФ. В 2021 г. на долю первых 10 субъектов РФ приходилось 54,6% суммарного ВРП, в 2024 г. — 55,8%, причем состав регионов, занимающих первые позиции практически не изменился.

В региональной структуре ВРП продолжился сдвиг в сторону западных регионов за счет увеличения доли в суммарном ВРП Центрального федерального округа и снижения доли восточных округов (УФО, СФО, ДФО), что произошло преимущественно за счет уменьшения доли Сибири. В целом за 2022–2024 гг. 79,7% суммарного прироста ВРП было обеспечено за счет западных регионов страны.

Экономическая политика, направленная на адаптацию экономики к новым условиям, реализованная Правительством РФ на федеральном уровне, определяла общие для всех регионов условия функционирования экономики и формировала вклад общенациональных факторов в экономическую динамику. Региональные правительства также предпринимали усилия по стабилизации ситуации в регионах, что вместе с особенностями отраслевой структуры определило соотношение вклада национальных и региональных факторов в прирост ВРП (Рис. 1.16).

Негативный вклад в прирост суммарного ВРП в 2022–2024 гг. внесли только отрасли добывающего сектора, что стало резуль-

¹⁸ *Россия 2025: пространство развития*. Научный доклад / Под редакцией чл.-корр. РАН А.А. Широ́ва. М.: Динамик Принт, 2025. 364 с. (Научный доклад ИНП РАН).

татом сокращения добычи полезных ископаемых в восточных регионах, в наибольшей степени за счет Урала, при стагнации добычи в западных регионах (Таблица 1.4). Нулевой вклад в общероссийскую динамику сельского хозяйства восточных регионов был компенсирован ростом в западных регионах, прежде всего в Приволжье и ЦФО.

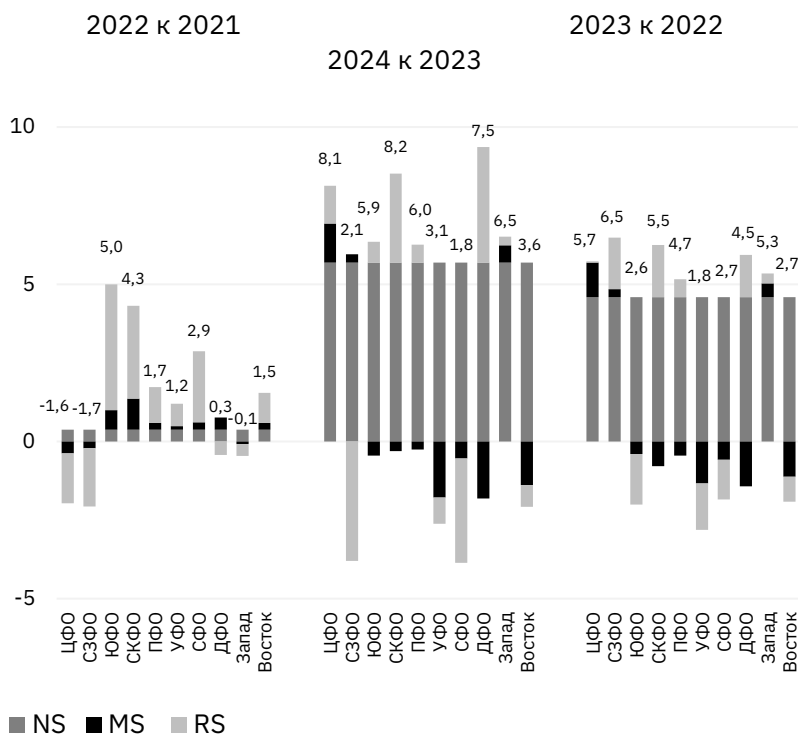


Рис. 1.16. Темп прироста ВРП по отношению к предыдущему году, вклад национального и региональных факторов в прирост¹⁹, %

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата

¹⁹ Прирост ВРП разложен на три составные части: $\Delta = NS + MS + RS$, национальный компонент (NS), компонент отраслевой структуры (отраслевой сдвиг, MS), региональный компонент (региональный сдвиг, RS). Особенности использования метода структурных сдвигов для оценки вклада национальных и региональных факторов в экономический рост см. Esteban, J. Regional convergence in Europe and the industry mix: a shift-share analysis. *Regional Science and Urban Economics*, 2000, № 30(3), pp. 353–364.

Таблица 1.4. Структура вклада регионов и отраслей в прирост ВДС в 2024 г. по отношению к 2021 г., %

	РФ	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО	Запад	Восток
Реальный сектор	51,2	13,4	1,2	5,3	2,7	13,9	4,6	4,7	5,5	36,5	14,8
в том числе:											
сельское хозяйство	2,8	0,8	-0,2	-0,1	0,5	1,8	0,3	0,0	-0,2	2,8	0,0
ДПИ	-1,5	-0,6	-0,4	0,0	0,0	1,1	-1,4	-1,2	1,0	0,1	-1,6
обработка	22,0	7,0	2,4	1,5	0,4	5,5	2,8	2,2	0,2	16,7	5,2
энергетика	0,8	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,6	0,2
строительство	13,7	1,4	1,7	1,2	1,1	2,1	1,7	1,8	2,7	7,5	6,2
торговля	7,3	3,7	-3,5	1,8	0,4	2,3	0,6	0,9	1,0	4,8	2,5
транспорт	6,2	1,0	1,0	0,8	0,2	1,0	0,6	1,0	0,7	4,0	2,3
Коммерческие услуги*	40,6	27,0	3,2	2,9	0,3	2,8	2,4	0,8	1,3	36,2	4,5
Социальные услуги	8,1	4,6	1,1	0,6	0,4	0,4	0,6	0,3	0,2	7,0	1,1
Всего	100,0	45,0	5,5	8,8	3,3	17,1	7,6	5,7	7,0	79,7	20,3

* К коммерческим услугам отнесены: разделы I-N, S ОКВЭД2: деятельность гостиниц и предприятий общественного питания, деятельность в области информации и связи, деятельность финансовая и страховая, деятельность по операциям с недвижимым имуществом, деятельность профессиональная, научная и техническая, деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги, предоставление прочих видов услуг. Социальными услугами названы: разделы O-R ОКВЭД2: государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение, образование, деятельность в области здравоохранения и социальных услуг, деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений.

Источник: расчеты ИНП РАН.

Максимальный вклад в суммарный прирост ВРП внесли отрасли коммерческих услуг, причем четверть совокупного прироста ВРП обеспечено за счет сектора коммерческих услуг западных регионов страны, прежде всего за счет Москвы. Опережающими темпами в ЦФО и в стране в целом росли деятельность в области информации и связи, гостиничный бизнес и общественное питание, финансы и страхование.

Драйвером роста реального сектора экономики является обрабатывающая промышленность. Более 80% прироста производства в обработке было обеспечено западными регионами страны, в наибольшей мере Центральным и Приволжским округами. В восточных регионах примерно одинаковый вклад в прирост внесли Урал и Сибирь.

В 2022–2024 гг. опережающими темпами росло производство в двух группах обрабатывающих отраслей: отраслях, преимущественно ориентированных на потребительский рынок, в которых происходило активное импортозамещение (производство одежды, мебели, лекарственных средств и материалов, полиграфии), и отраслях, связанных с выполнением оборонзаказа (готовые металлические изделия, компьютеры, электронные и оптические изделия, прочие транспортные средства и оборудование).

Динамика производства в обрабатывающих отраслях сильно дифференцирована по регионам. Половину совокупного прироста производства в обработке обеспечили 9 крупнейших центров обрабатывающей промышленности: Московская область, Москва, Татарстан, Свердловская область, Санкт-Петербург, Тульская, Нижегородская, Самарская и Ленинградская области. В ряде дальневосточных и северных регионов обрабатывающее производство не восстановилось полностью, его объемы в 2024 г. не достигли уровня 2021 г. На Дальнем Востоке такая ситуация сложилась в обрабатывающей промышленности Магаданской области, Бурятии, Камчатском и Забайкальском краях, на Северо-Западе — в Мурманской, Новгородской, Калининградской областях, Карелии, Республике Коми.

В 2025 г., когда факторы, обеспечивавшие рост экономики в 2023–2024 гг., оказались исчерпанными, рост практически остановился²⁰, дифференциация показателей экономической динамики отдельных регионов значительно усилилась.

Приоритеты пространственной политики определяются национальными целями развития страны на долгосрочный период²¹, они конкретизированы в Стратегии пространственного развития²². Однако динамика производства и его пространственное распределение в каждый конкретный момент зависит от реализуемой экономической политики, в первую очередь, от ее влияния на распределение ресурсов. В сложившихся в настоящее время условиях пирамида приоритетов в распределении качественных ресурсов строится следующим образом: национальная безопасность, макрофинансовая стабильность, технологический суверенитет, экономический рост²³. Именно распределение ресурсов, в первую очередь, инвестиционных, определяет возможности адаптации регионов к современным условиям и происходящие изменения пространственных пропорций.

Реальным приоритетом пространственного распределения инвестиционных ресурсов в настоящих условиях стал опережающий рост инвестиций в экономику центральных и дальневосточных регионов. В структуре накопленных за 2022–2024 гг. инвестиций по сравнению с периодом до начала СВО увеличились доли только Центрального и Дальневосточного округов, практически на прежнем уровне осталась доля Сибири. За счет опережающего роста инвестиций в экономику Дальнего Востока

²⁰ Квартальный прогноз ВВП. Выпуск №67. Сентябрь 2025 г. ИНП РАН. <https://ecfor.ru/publication/kvartalnyj-prognoz-vvp-vypusk-67/>

²¹ Указ Президента РФ от 7 мая 2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года»

²² Стратегия пространственного развития Российской Федерации на период до 2030 года с прогнозом до 2036 года. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 28.12.2024 г. N 4146-п.

²³ Шилов А.А. Взаимодействие бюджетной и денежно-кредитной политики. Выступление на Ученом совете ИНП РАН от 25 сентября 2025 г. / <https://ecfor.ru/publication/uchenyj-sovet-makrofinansovaya-politika/>.

в региональной структуре инвестиций увеличилась доля восточных регионов страны (Таблица 1.5).

Таблица 1.5. Региональная структура распределения накопленных инвестиций в основной капитал, %

Округ	Инвестиции в ОК, накопленные за соответствующий период					
	Всего		За счет кредитов		За счет бюджетов всех уровней	
	2014–2021	2022–2024	2014–2021	2022–2024	2014–2021	2022–2024
РФ	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
ЦФО	29,6	32,6	30,4	43,4	38,2	40,6
СЗФО	10,8	9,1	5,9	10,8	11,0	8,2
ЮФО	8,1	7,0	8,9	6,0	11,7	11,4
СКФО	3,2	3,1	2,8	2,2	7,2	6,6
ПФО	15,3	14,2	16,3	9,3	12,4	17,3
УФО	16,4	15,3	22,6	11,0	6,2	5,7
СФО	9,0	9,1	5,3	3,2	6,5	5,1
ДФО	7,6	9,7	7,8	14,1	6,7	5,2
Запад*	67,0	65,9	64,3	71,7	80,5	84,0
Восток*	33,0	34,1	35,7	28,3	19,5	16,0

* Запад: ЦФО, СЗФО, ЮФО, СКФО, ПФО; Восток: УФО, СФО, ДФО.

Источник: расчет ИНП РАН на основе данных Росстата.

В число лидеров по темпам роста инвестиций входят Амурская, Ленинградская, Свердловская, Тверская области, Хабаровский и Пермский края, Республика Татарстан. Во всех регионах сильны позиции оборонных отраслей, либо отраслей, реализуются крупные инвестиционные проекты.

В условиях роста ключевой ставки ЦБ РФ и ужесточения условий кредитования изменилась структура источников инвестиций. Доля собственных средств предприятий увеличилась с 52,2% в 2014–2021 гг. до 54,6%, в 2022–2024 гг., при этом доля кредитных ресурсов в структуре инвестиций в тот и другой периоды оставалась неизменной (порядка 10%), однако изменилась региональная структура кредитных ресурсов. Более 80% инвестиций, накопленных в 2022–2024 гг. за счет кредитных ресурсов, было вложено в западные регионы страны, при этом 43,4% – в экономику Центрального округа.

Пространственное распределение бюджетных инвестиций определяется политикой федеральных и региональных властей. Доля бюджетных средств в структуре накопленных инвестиций увеличилась с 17,1% в 2014–2021 гг. до 18,8% в 2022–2024 гг., из них 9,0% составляют инвестиции из федерального бюджета, 8,6% — инвестиции из бюджетов субъектов РФ.

Рост доли западных регионов в структуре инвестиций из бюджетов всех уровней был обусловлен перераспределением бюджетных инвестиций в пользу Центрального и Приволжского округов. Лидерами по привлечению бюджетных ресурсов выступают Москва, Татарстан, Санкт-Петербург, Московская, Ростовская, Нижегородская, Свердловская области, Краснодарский край, Республика Башкортостан. Эти же регионы лидируют по абсолютной величине инвестиций из федерального бюджета.

В процессе адаптации российской экономики к новым условиям, сложившимся после начала СВО, усилилась пространственная поляризация страны. Продолжилась концентрация экономической активности в ограниченном числе крупнейших центров (Москва, Московская область, Санкт-Петербург, Татарстан и др.), неуклонно растет доля в ВРП топ-10 регионов.

Усилились процессы сдвига экономической активности с востока на запад. Несмотря на стабилизирующую роль восточных регионов в условиях шока 2022 г., западные регионы (особенно Центральный и Приволжский округа) стали главными бенефициарами формирующейся модели роста, обеспечив подавляющую часть прироста ВРП и обрабатывающей промышленности. Усилилось отставание от среднероссийских показателей восточных регионов, особенно сырьевых.

Успешная адаптация экономики большинства регионов к новым условиям в 2023–2024 гг. оказалась неустойчивой и не переросла в долгосрочное развитие. Формирующаяся модель пространственного роста привела к усилению зависимости от государственных расходов, росту межрегионального неравенства.

В условиях жесткой денежно-кредитной и бюджетной политики ресурсное обеспечение роста стало менее сбалансированным. Рост инвестиций обеспечивается в основном за счет

собственных средств предприятий, при этом кредитные ресурсы сконцентрированы в ограниченном числе регионов. Это создает риски для инвестиционного развития регионов, для которых доступ к кредитным ресурсам ограничен, усиливая их зависимость от бюджетных ресурсов, которые также распределяются неравномерно.

Заявленные в официальных документах приоритеты пространственного развития вступают в очевидное противоречие с реальными экономическими трендами, когда ресурсы распределяются в соответствии с наиболее значимыми в настоящий момент приоритетами (безопасность, макрофинансовая стабильность, технологический суверенитет), в рамках которых сбалансированное региональное развитие не является основной.

1.5. Ретроспективная динамика продовольственной инфляции и основные факторы ценообразования на внутренних рынках агропродовольственной продукции

Ретроспективная динамика продовольственной инфляции в России характеризуется значительными колебаниями — от +0–2% (к аналогичному периоду предыдущего года) в отдельные месяцы 2012, 2017–2018, 2023 гг. до +20–24% в 2015 и первой половине 2022 г. (Рисунок 1.17). В 2023–2024 гг. продовольственная инфляция находилась на высоком уровне (+8–12% к аналогичному периоду прошлого года), но во второй половине 2025 г. имела тенденцию к снижению.

За период 2010–2025 гг. рост розничных цен на продовольствие превысил на 8–10% рост цен на все потребительские товары и услуги в целом (Рисунок 1.18). Основной разрыв в динамике цен на продовольствие и цен на потребительские товары и услуги сформировался в 2014–2015 гг. (в результате продовольственных контрсанкций, девальвации рубля и удорожания импорта продовольствия, сельхозсырья, производственных ресурсов для АПК, повышения доходности аграрного экспорта) и впоследствии существенно не менялся.



Рис. 1.17. Индексы потребительских цен в России, % к аналогичному периоду предыдущего года

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата

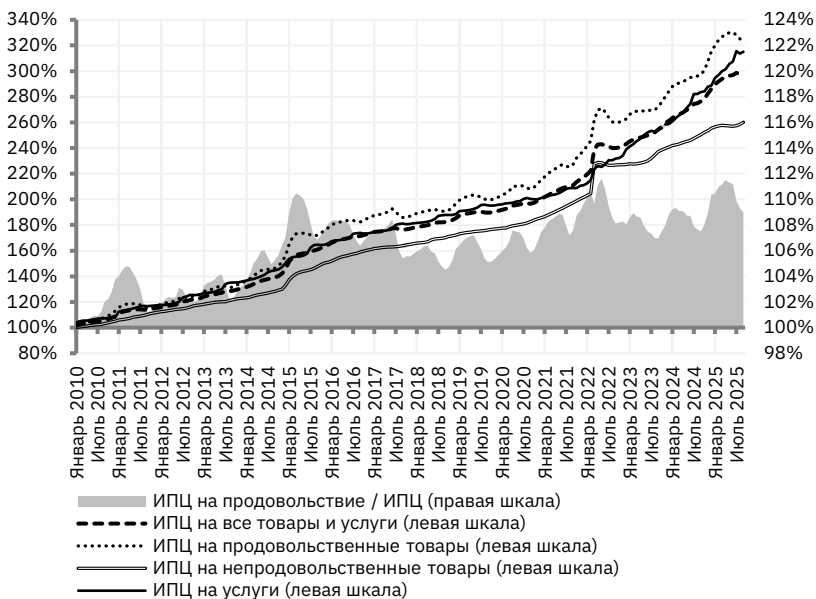


Рис. 1.18. Базисные индексы потребительских цен в России, % к уровню декабря 2009 г.

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата.

Наблюдаются высокие различия в динамике розничных цен на отдельные продукты питания и значительные сезонные и циклические колебания цен на определенные виды продовольствия (плодоовощную продукцию, молочные продукты, яйца, сахар). Вместе с тем, в среднем с начала 2010-х годов по всем группам продовольствия отмечается превышение целевого уровня инфляции (+4% год к году) и по большинству продуктов — превышение фактического уровня общей потребительской инфляции (накопленным итогом).

Таким образом, в кратко-, средне- и долгосрочной ретроспективе на потребительском рынке в целом и в особенности на продовольственном рынке сохранялось повышенное инфляционное давление. Вклад продовольственной инфляции в прирост ИПЦ свыше таргета составлял около 40–45%, что выше удельного веса индекса цен на продовольствие в формуле расчета ИПЦ (30%). С учетом относительно высокой доли расходов на продукты питания в общей структуре потребительских расходов российского населения²⁴ следует говорить о напряженной ценовой ситуации на внутреннем продовольственном рынке и о его чувствительности к колебаниям розничных цен. В частности, об этом свидетельствуют повышенное внимание общества и жесткие меры государства в ответ на резкий рост цен на картофель (в конце 2024 — начале 2025 гг.), яйца (в конце 2023 — начале 2024 гг.), сахар и подсолнечное масло (в 2020 г.), несмотря на то, что по отдельности эти товарные группы вносят небольшой вклад в увеличение общей стоимости потребительской корзины.

Динамика роста цен производителей в сельском хозяйстве с начала 2010 г. в целом соответствовала динамике роста розничных цен на продовольственные товары (Рисунок 1.19). При этом в период 2022–2024 гг. продовольственная инфляция существенно опережала повышение цен сельхозорганизаций. Более того, в сравнении с ценами на промышленные товары и услуги

²⁴ По данным Росстата, в IV квартале 2024 г. доля расходов на продукты питания (без учёта алкогольных изделий и питания вне дома) в общей структуре потребительских расходов в целом по России составляла 32,4% для всего населения и превышала уровень 40% для первых пяти доходных децилей.

для сельскохозяйственного производства относительные цены на аграрную продукцию устойчиво снижались. За период 2000–2024 гг. это снижение составило минус 26%. Таким образом, несмотря на довольно высокие темпы повышения цен на продукцию сельхозорганизаций (по сравнению с таргетом), сельское хозяйство выступало в роли сектора, смягчающего еще более масштабный рост цен в секторах-поставщиках ресурсов текущего производственного и инвестиционного потребления, а также в сфере обращения.

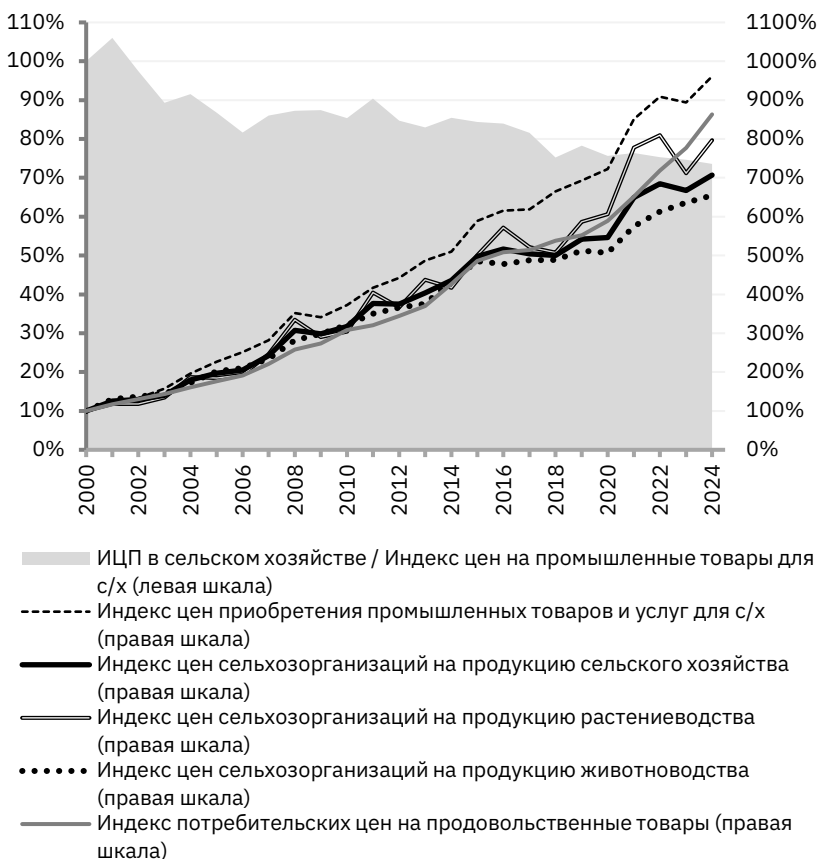


Рис. 1.19. Индексы потребительских цен на продовольствие и цен на сельхозпродукцию и ресурсы производства для сельского хозяйства в России, % к уровню 2000 г.

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата.

Это было обусловлено как повышением эффективности, так и ростом объемов аграрного производства (в результате его технологической модернизации), предопределившим усиление внутренней конкуренции в условиях приближения к насыщению российского рынка продовольствия и сохранения инфраструктурных и экономических ограничений на экспорт продукции АПК²⁵. Именно внедрение современных технологий сделало возможным опережающий рост цен на производственные ресурсы и позволило сельскому хозяйству в целом успешно к нему адаптироваться. В 2024 г. индекс продуктивности в растениеводстве (определяемый нами как отношение базисного индекса физических объемов производства в растениеводстве к базисному индексу посевных площадей и площадей многолетних насаждений, с 2000 г. в качестве базового периода) составил 209% во всех категориях хозяйств и 355% в сельхозорганизациях; индекс продуктивности в животноводстве (отношение базисного индекса физических объемов производства в животноводстве к базисному индексу потребления кормов всех видов, с 2000 г. в качестве базового периода) — 159% во всех категориях хозяйств и 257% в сельхозорганизациях. В результате, даже при ухудшении ценовых пропорций с начала 2000-х годов средняя рентабельность продаж в растениеводстве и животноводстве демонстрировала тренд на повышение (Рисунок 1.20).

Значительные различия в ретроспективной динамике розничных цен на отдельные продукты питания (Рисунок 1.21) свидетельствуют о высокой неоднородности развития секторов АПК и о разных факторах ценообразования в отдельных сегментах рынка продовольствия.

В частности, в сегментах с экспортно-ориентированным производством (к примеру, на рынках подсолнечного масла, рыбы и морепродуктов, сахара) ориентиром для внутренних цен

²⁵ Также следует отметить удорожание производственных ресурсов для сельского хозяйства в связи с уходом с российского рынка после начала СВО отдельных зарубежных поставщиков семян, средств защиты растений, сельхозтехники, а также с введением квот на импорт семян и ужесточением требований к импорту племенного скота в 2024 г., кратным повышением утильсбора на сельхозтехнику с 2025 г.

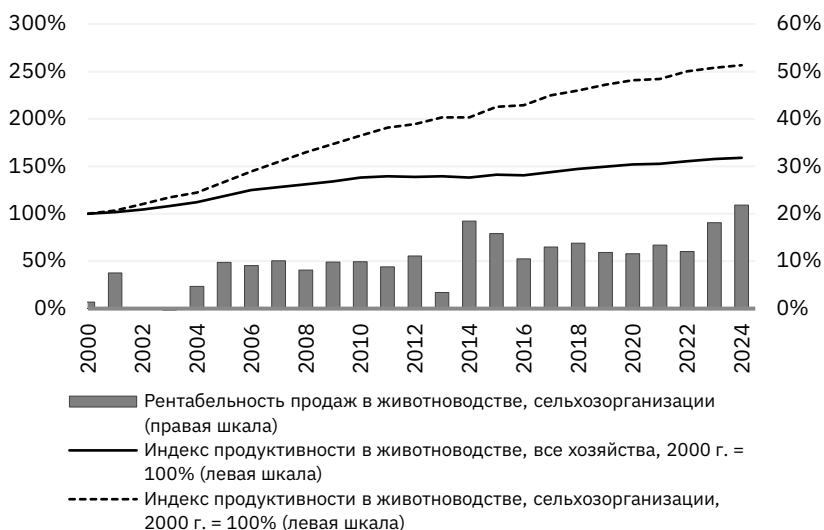
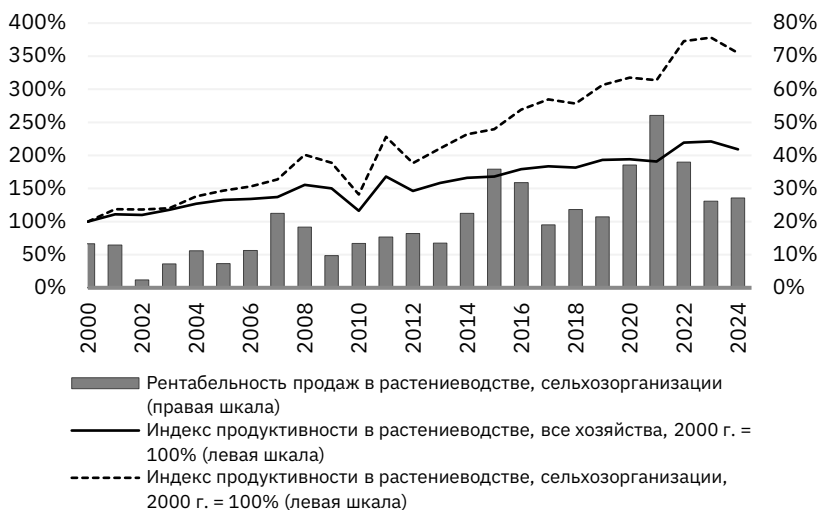


Рис. 1.20. Рентабельность продаж и индексы продуктивности производства в растениеводстве и животноводстве в целом по России

Источник: Минсельхоз РФ, расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата.

выступают цены экспортного паритета, обеспечивающие равнодоходность внешних и внутренних поставок. Ключевыми параметрами ценообразования являются цены экспорта соот-

ветствующей продукции и курс рубля. При этом в случае значительных отклонений объемов внутреннего производства в данных секторах от средних многолетних значений — под влиянием разных природных факторов — внутренние цены могут сильно отличаться от цен экспортного паритета: в большую сторону — при дефиците предложения, в меньшую сторону — при перепроизводстве, с учетом ограниченных возможностей экспорта.

На рынках импортируемых продуктов питания (тропических фруктов и ягод, орехов, чая, кофе, какао, шоколада) внутренние цены формируются в привязке к ценам импортного паритета, т.е. исходя из динамики мировых цен и курса рубля.

Внутренние цены на картофель, овощи и бахчевые культуры, а также на семечковые и косточковые плоды зависят, прежде всего, от валовых сборов соответствующих культур. При высоком урожае сокращаются потребности в импорте, а внутренние цены находятся на низком уровне, тогда как при низком урожае равновесие между предложением и спросом достигается при более высоком уровне цен. Для этих секторов характерна ярко выраженная сезонность внутреннего производства, предложения и розничных цен (ввиду актуальных ограничений по мощностям длительного хранения плодовоовощной продукции).

Внутренние цены на мясную и молочную продукцию, яйца, хлебобулочные изделия и крупы в большей степени определяются уровнем производственных издержек, которые, в свою очередь, зависят от динамики цен на основные ресурсы текущего производственного и инвестиционного потребления, а также от эффективности использования этих ресурсов.

Зависимость динамики цен на базовые продукты питания от объемов их внутреннего производства и предложения представляется нетривиальной. На Рисунке 1.21 показана динамика внутреннего производства по сравнению с изменением реальных располагаемых денежных доходов населения (прокси-показателем физической динамики спроса на продовольствие).

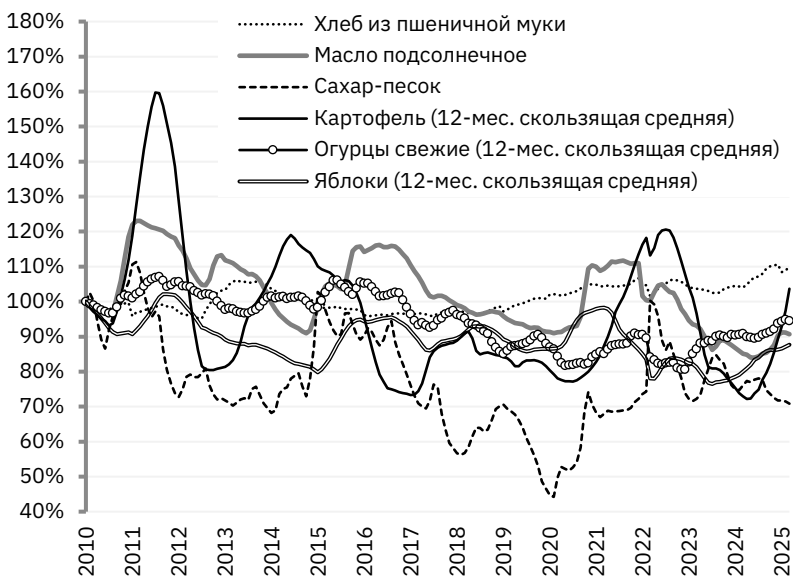
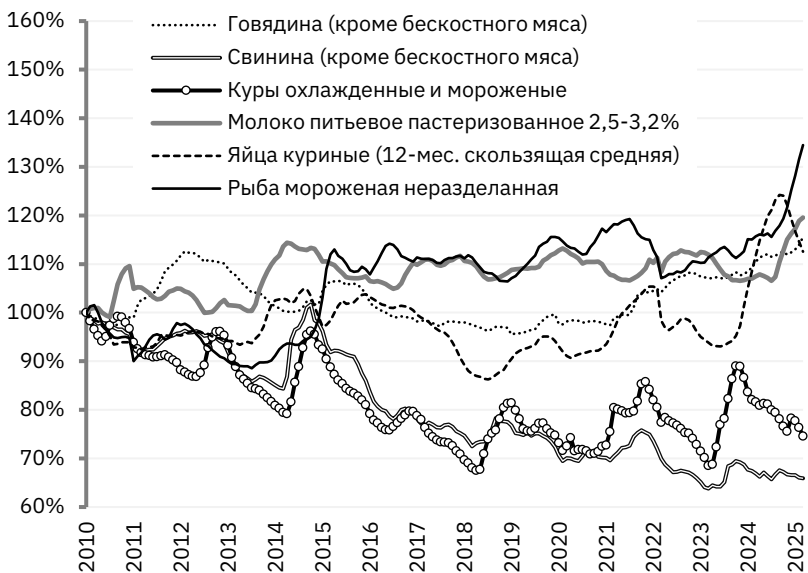


Рис. 1.21 а), б). Отношение базисных индексов внутреннего производства отдельных видов агропродовольственной продукции к базисному индексу реальных располагаемых денежных доходов населения (100% соответствует уровню 2009 г.)

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата.

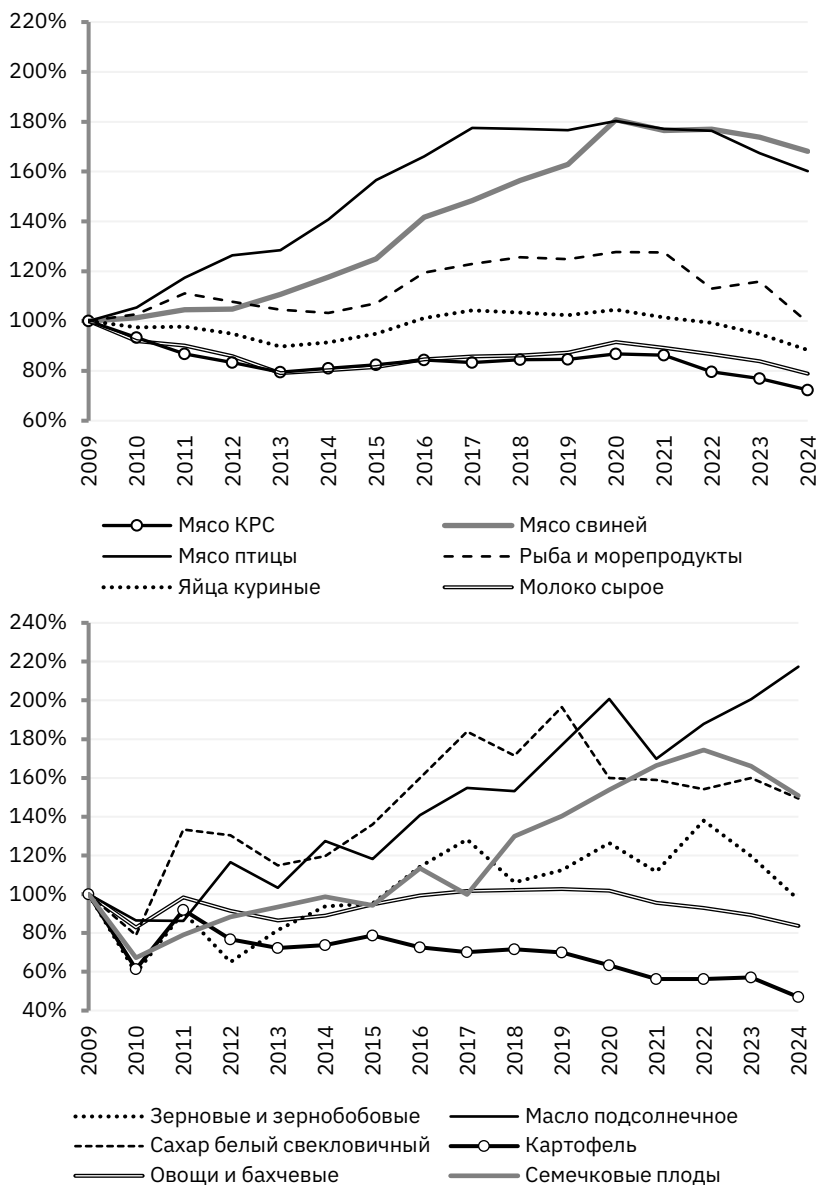


Рис. 1.21 в), г). Отношение базисных индексов внутреннего производства отдельных видов агропродовольственной продукции к базисному индексу реальных располагаемых денежных доходов населения (100% соответствует уровню 2009 г.)

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата.

С одной стороны, есть пример опережающего роста внутреннего производства и предложения мяса птицы и свинины (по сравнению с общим ростом благосостояния населения) и последовательного снижения относительных цен на эти виды мяса. Похожая ситуация наблюдалась на рынках сахара и яблок. Обратный пример — изменения на рынках молочных продуктов и мяса крупного рогатого скота: сравнительно низкая динамика внутреннего производства данной продукции (в сочетании с дополнительным сокращением предложения из-за введения продовольственных контрсанкций в 2014 г.) сопровождалась повышением относительных цен в этих сегментах. С другой стороны, опережающий рост внутреннего производства подсолнечного масла, зерна или рыбы и морепродуктов не обеспечил уменьшение относительных цен на соответствующие продукты питания. Это объяснялось, прежде всего, влиянием экспортной альтернативы.

Вместе с тем, наряду с ростом внутреннего производства и усилением конкуренции отечественных сельхозпроизводителей, важной предпосылкой для реализации концепции сдерживания продовольственной инфляции за счет развития «экономики предложения» является значимое снижение производственных издержек при внедрении новых технологий производства. В случае мясного животноводства уменьшение относительных цен на мясо птицы и свинину стало возможным благодаря кратному сокращению удельного расхода кормов на единицу продукции²⁶. Для тех секторов, где современные технологии не имеют большого запаса конкурентоспособности по сравнению со сложившимися технологиями, потенциал снижения относительных цен за счет структурно-технологической модернизации оказывается весьма скромным, по крайней мере, на этапе возврата вложенных средств. В частности, в молочном ското-

²⁶ Например, в свиноводстве расход кормов всех видов на 1 кг привеса в сельхозорганизациях снизился с 10,3 корм. ед. в 2000 г. до 3,1 корм. ед. в 2022 г. Поскольку расходы на корма составляют порядка 60–80% себестоимости, то кратное снижение удельного расхода кормов (даже с учётом роста доли высокобелковых компонент и использования более дорогих высокопродуктивных пород и гибридов) обеспечило существенное сокращение производственных издержек и возможности для уменьшения относительных цен на мясо свиней.

водстве рост внутреннего производства в настоящее время обеспечивается посредством строительства крупных молочных комплексов с высоким уровнем автоматизации производственных процессов и продуктивностью коров, превышающей среднеотраслевые показатели в 1,5–2 раза. При этом в силу повышенных затрат на импортное оборудование и ремонт стада, а также из-за использования квалифицированной рабочей силы и более дорогих кормов себестоимость сырого молока на таких предприятиях оказывается приблизительно на том же уровне, что и у традиционных молочных хозяйств.

Итоговое влияние реализуемых в АПК инвестиционных проектов на инфляционные процессы будет определяться особенностями применяемых технологий (капиталоемкостью и импортоемкостью, уровнем производственных издержек по сравнению со сложившимися технологиями), параметрами ценовой системы (пропорциями цен на различные производственные ресурсы), ситуацией на соответствующих товарных рынках. При этом примеры роста производства в «успешных» секторах АПК, таких как птицеводство и свиноводство, тепличное овощеводство, свеклосахарное производство, показывают, что сдерживание потребительской инфляции в данных сегментах оказалось весьма скромным. Розничные цены на соответствующие продукты росли в 2010–2025 гг. среднегодовыми темпами, превышающими установленный таргет по ИПЦ, и оставались чувствительными к различным внутренним и внешнеэкономическим шокам.

Высокая чувствительность розничных цен на продовольствие к разным шокам сама по себе является фактором потребительской инфляции — в силу асимметрии движения цен («эффекта храповика»). Влияние проинфляционных факторов, например, ослабления рубля и временного сокращения внутреннего предложения, легко переносится в рост розничных цен, тогда как дефляционные факторы, как правило, не приводят к уменьшению цен, лишь снижая темпы инфляции.

В контексте волатильности цен на продовольственном рынке необходимо упомянуть политику плавающего валютного курса,

которая проводится с конца 2014 г. В соответствии с концепцией Центрального Банка РФ плавающий валютный курс должен обеспечивать стабильность внутренних цен на сырьевые товары, включая продукцию АПК²⁷, в условиях высокой волатильности цен на мировых рынках. В периоды снижения экспортных цен курс рубля должен снижаться (в логике платежного баланса), а в периоды роста экспортных цен — повышаться. В этом случае рублевые цены экспорта и цены экспортного паритета — как ориентира для внутренних цен в экспортно-ориентированных секторах — будут оставаться стабильными. Иными словами, колебания экспортной конъюнктуры должны сглаживаться согласованными изменениями курса рубля.

Такое стабилизирующее влияние плавающего валютного курса на динамику цен в отдельных сегментах агропродовольственного рынка отмечалось в конце 2014–начале 2016 гг., во второй половине 2022 г. и в 2023 г., т.е. когда цены на глобальных рынках продукции АПК снижались, а курс доллара к рублю рос (Рисунок 1.22)²⁸. Но можно выделить годы, когда динамика валютного курса и изменений цен на мировых рынках была синхронизирована. Например, во второй половине 2020 г., первой половине 2022 г. и второй половине 2024 г. наблюдался рост курса доллара к рублю на фоне роста глобальных цен на продукцию АПК. В 2024–2025 гг. имела место обратная ситуация — уменьшение курса доллара к рублю при снижении цен на глобальном агропродовольственном рынке. В эти периоды плавающий курс рубля выступал не амортизатором, а «резонатором» колебаний цен на мировых товарных рынках, дополнительно повышая цены экспортного паритета в условиях высокой внешнеторговой конъюнктуры и снижая цены экспортного паритета в условиях низкой внешнеторговой конъюнктуры.

²⁷ Мировые цены на агропродовольственные товары имеют высокую корреляцию с мировыми ценами на энергетические ресурсы, в значительной мере определяющими состояние российского торгового баланса.

²⁸ При этом подобная стабилизация цен за счёт девальвации рубля в указанные периоды была на пользу российским производителям и экспортёрам зерна и масложировой продукции, а не внутренним потребителям.

Важным фактором повышения волатильности внутреннего агропродовольственного рынка на протяжении последних двух десятилетий было увеличение физических объемов экспорта зерна, шротов и растительных масел. В 2024 г. на внешние рынки отправлено 57% валовых сборов зерна и 68% объемов внутреннего производства подсолнечного масла. Таким образом, если в начале 2000-х годов волатильность мировых агропродовольственных рынков отражалась в динамике внутренних цен на продукты питания преимущественно через изменение цен импорта сельхозсырья и продовольствия, то в настоящее время гораздо более значимым каналом передачи колебаний внешнеторговой конъюнктуры стал экспорт продукции АПК. В этом контексте особую значимость обретают усилия государства по сглаживанию шоков для внутреннего рынка, возникающих на экспортных направлениях. Важным механизмом такой политики сглаживания представляются плавающие экспортные пошлины на пшеницу, ячмень, кукурузу, подсолнечное масло и шрот²⁹ (рассчитываемые как 70% положительной разницы между фактическими и индикативными ценами экспорта). Поскольку размер экспортных пошлин увеличивается в периоды высоких экспортных цен и уменьшается вплоть до нуля в периоды низких экспортных цен, то этот механизм резко сокращает волатильность цен экспортного паритета и во многом ориентирующихся на них цен в соответствующих сегментах внутреннего агропродовольственного рынка.

Вместе с тем, колебания внешнеторговой конъюнктуры — это лишь часть источников волатильности цен на российском агропродовольственном рынке. Плавающие экспортные пошлины, «срезая» пики цен экспортного паритета³⁰, формируют ограничения «сверху» на увеличение внутренних цен в логике

²⁹ С 25 июля 2025 г. действие плавающих экспортных пошлин на подсолнечное масло и шрот было временно приостановлено постановлением Правительства РФ в целях стимулирования экспорта и поддержки масложировой промышленности и сельхозпроизводителей.

³⁰ Цены экспортного паритета определяются как произведение долларовых цен экспорта и курса доллара к рублю за вычетом экспортных пошлин, расходов на транспортировку до границы и перевалку на экспорт, но с учётом внутренних налогов (НДС, акцизы) и расходов на транспортировку до потребителей.

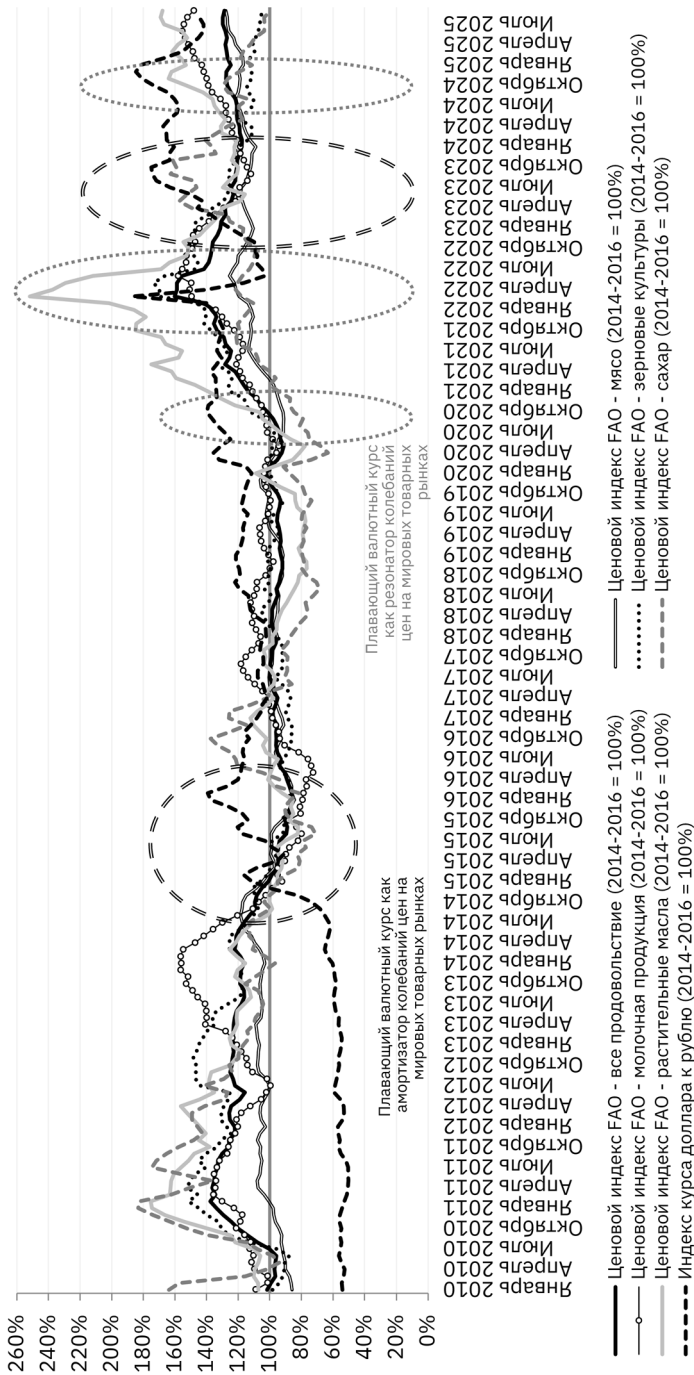


Рис. 1.22. Индексы мировых продовольственных цен FAO и курса доллара к рублю (100% соответствует среднему уровню 2014-2016 гг.)

Источник: Всемирная продовольственная организация ООН (FAO), расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата.

выравнивания доходности внешних и внутренних поставок зерна и масложировой продукции. Но пошлины не создают ограничения «снизу» на уменьшение внутренних цен на аграрное сырье в ситуации его перепроизводства.

Одной из особенностей аграрных рынков является высокая чувствительность цен к дисбалансам спроса и предложения. В случае перепроизводства цены на сельхозпродукцию могут уменьшаться до уровня ниже себестоимости в силу ограниченных сроков хранения этой продукции, кредитной нагрузки, цикличности и инерционности производственного процесса.

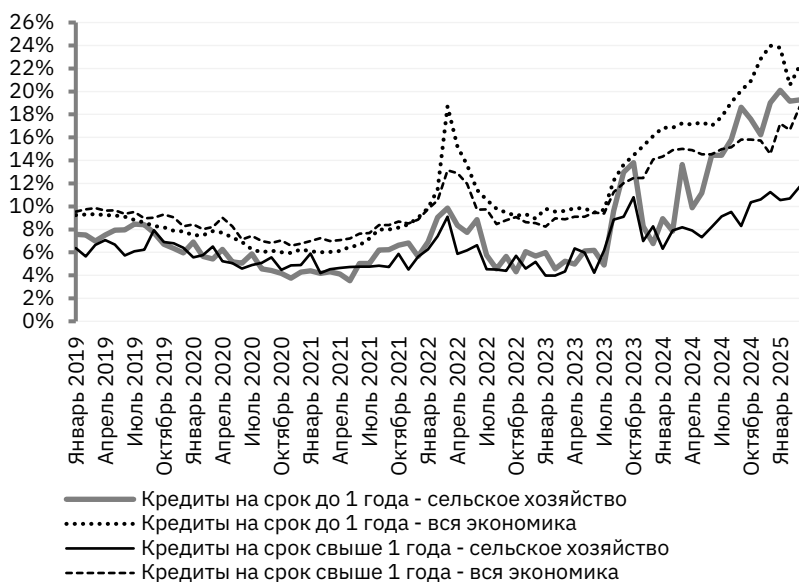


Рис. 1.23. Средневзвешенные процентные ставки по кредитам в рублях, предоставленным нефинансовым организациям в целом по России

Источник: Центральный банк РФ.

При этом движение рынка к более высоким уровням цен, сложившимся до возникновения кризиса перепроизводства, в результате снижения объемов производства до средних многолетних значений часто рассматривается обществом и регулятором не как возврат к «норме», а как обострение инфляционных процессов, требующее оперативного реагирова-

ния. В качестве примеров разбалансировки внутренних аграрных рынков можно привести ситуации роста цен на сахар в 2020 г. или на картофель в 2024 г. В этих случаях несколько лет с высокими урожаями и низкими ценами сменились неурожайным годом и восстановительным ростом относительных цен (Рисунок 1.23), который в силу своих высоких темпов предопределил введение временных ограничений (утверждение предельных оптовых и розничных цен на сахар, заключение в отдельных регионах соглашений о предельных розничных ценах на картофель) и ослабление регулирования импорта (беспшлинный ввоз сахара, сахара-сырца и картофеля в установленных объемах). Подобная политика была направлена не на решение исходной проблемы высокой волатильности внутренних цен в условиях нестабильного производства и предложения аграрного сырья, а на борьбу с отдельными ее проявлениями, фиксирующую ценовые пропорции, неблагоприятные для сельского хозяйства.

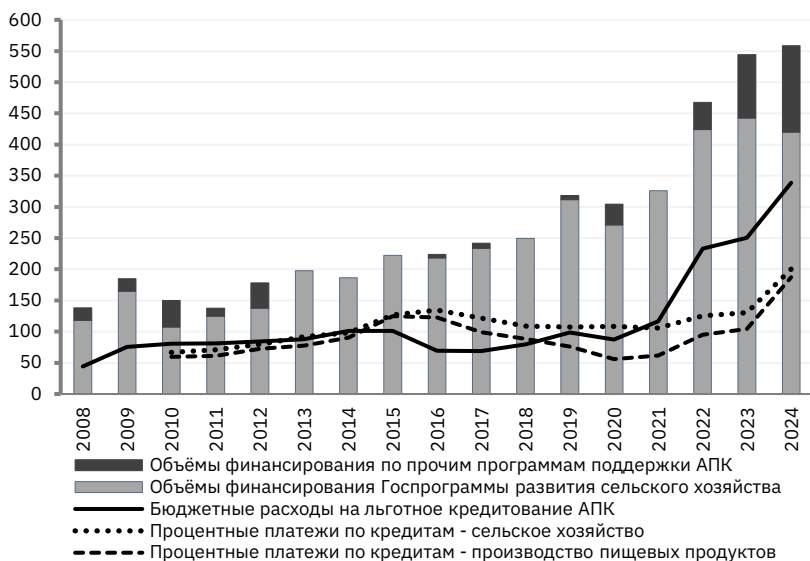


Рис. 1.24. Бюджетные расходы на поддержку АПК и процентные платежи по кредитам в сельском хозяйстве и пищевой промышленности (млрд руб. в ценах соответствующих лет)

Источник: Минсельхоз РФ, Росстат.

Важным фактором продовольственной инфляции стало также повышение стоимости кредитов в 2023–2025 гг. (Рисунок 1.23), наряду с увеличением бюджетных расходов на льготное кредитование АПК, отчасти за счет перераспределения ресурсов с других направлений поддержки в рамках Государственной программы развития сельского хозяйства (Рисунок 1.24).

Ввиду субсидирования процентных ставок по оборотным и долгосрочным кредитам предприятия сельского хозяйства и пищевой промышленности в ретроспективе активно использовали средства банковской системы для финансирования текущего производства и инвестиционных проектов. Доля кредитов банков в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал в сельском хозяйстве и пищевом производстве в 2023 г. была на уровне 27,4% и 18,5% против 8,7% в целом по экономике РФ. Задолженность по кредитам и займам крупных и средних предприятий в растениеводстве и животноводстве в 2024 г. составила 2,6 трлн руб. или 65% объемов их выручки от продажи товаров.

Вместе с тем, существует проблема ограниченного доступа предприятий АПК к льготным кредитам, обусловленная их высокой востребованностью и недостаточными для удовлетворения этих потребностей лимитами бюджетных ассигнований. Более того, из-за повышения ключевой ставки ЦБ РФ в 2023–2024 гг. данная проблема обострилась, так как увеличение удельных бюджетных расходов на возмещение банкам процентной маржи (разницы между рыночной и льготной ставкой) по ранее выданным кредитам привело к сокращению в 2024 г. количества новых краткосрочных и инвестиционных льготных кредитов (на 40% по сравнению с 2023 г.) и сумм предоставленных по этим договорам средств (на 20%). Доля льготных кредитов в общем объеме кредитования сельского хозяйства и пищевой промышленности, по нашим оценкам на основе данных Минсельхоза РФ и Центрального Банка России, уменьшилась с 41% в 2023 г. до 31% в 2024 г.

В связи с возросшими бюджетными расходами на обслуживание льготных кредитов предприятиям АПК в начале 2024 г.

изменились условия субсидирования новых кредитов: была введена плавающая льготная ставка, размер которой варьируется в зависимости от направления кредитования и рассчитывается в привязке к уровню ключевой ставки ЦБ РФ.³¹ Эти изменения перенесли часть финансовой нагрузки по обслуживанию льготных кредитов с бюджета на сельхозпроизводителей. Наряду с ростом ставок по рыночным кредитам, это привело к увеличению процентных платежей предприятий АПК и создало предпосылки для повышения цен на продовольствие в логике инфляции издержек. В целом по сельскому хозяйству процентные платежи по кредитам в ретроспективе составляли от 3% до 7% выручки от продаж и от 20% до 70% сальдированного финансового результата. Но в ряде секторов — в частности, в зерновом производстве или птицеводстве — на фоне роста ставок по кредитам и уменьшения рентабельности продаж процентные платежи в 2025 г. стали превышать объемы валовой прибыли (Рисунки 1.25 и 1.26).

Как отмечалось ранее, не во всех сегментах российского агропродовольственного рынка рост затрат сельхозпроизводителей отражается в ценах реализации их продукции. Например, при ценообразовании в привязке к ценам импортного или экспортного паритета издержки производства не являются определяющим параметром. Вместе с тем, в текущих условиях низкой внешнеторговой конъюнктуры растет значимость внутренних факторов, влияющих на ценовую конкурентоспособность и эффективность производства, в том числе в экспортно-ориентированных секторах. Более важным следствием жесткой денежно-кредитной и бюджетной политики представляется сокращение экономических стимулов и финансовых возможностей сельхозпроизводителей закупать в нужных объемах производственные ресурсы, что ведет к упрощению («архаизации») агротехнологий и/или уменьшению объемов произ-

³¹ Для приоритетных секторов АПК льготная процентная ставка устанавливается на уровне 30% ключевой ставки ЦБ РФ плюс 2 проц.п., для остальных секторов — на уровне 70% ключевой ставки плюс 2 проц.п. Ранее на федеральном уровне действовала программа льготного кредитования по ставкам не выше 5%.

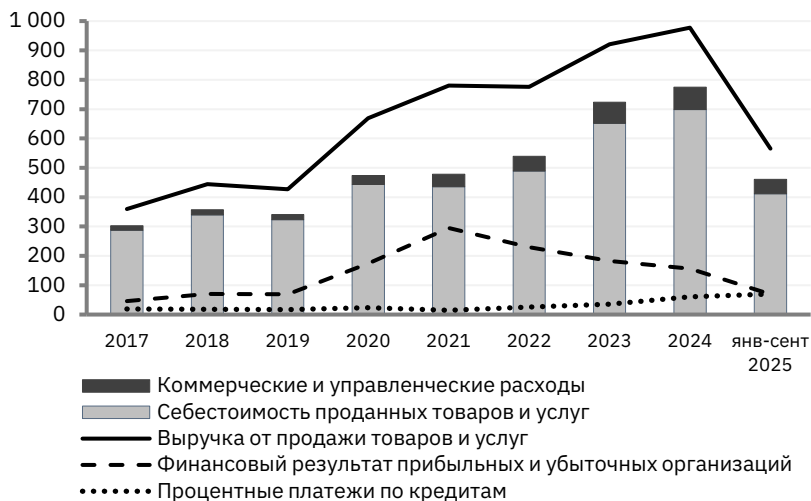


Рис. 1.25. Финансовые показатели организаций по виду экономической деятельности «выращивание зерновых культур» в целом по РФ, млрд руб. в текущих ценах

Источник: Росстат.

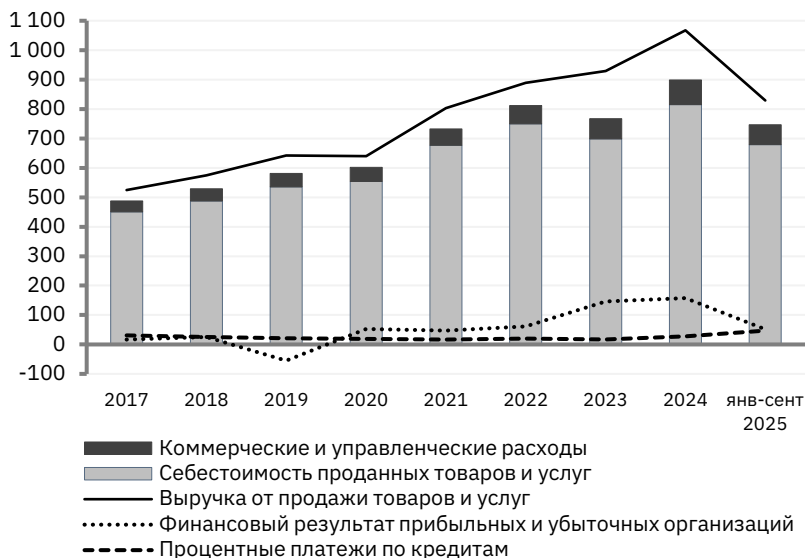


Рис. 1.26. Финансовые показатели организаций по виду экономической деятельности «разведение сельскохозяйственной птицы» в целом по РФ, млрд руб. в текущих ценах

Источник: Росстат.

водства. В условиях низкой доступности заемных средств и высоких ставок по банковским депозитам минимизируются расходы на приобретение дорогих ресурсов текущего производственного и инвестиционного потребления, повышается нагрузка на естественное плодородие почв, нарушается процесс воспроизводства основных фондов, растет физический и моральный износ сельхозтехники и оборудования.

Наиболее яркой иллюстрацией данных тенденций стало уменьшение продаж сельхозтехники в 2025 г.³². Физические объемы инвестиций в основной капитал в сельском хозяйстве сократились за 2022–2024 гг. на 18%, в производстве пищевых продуктов — на 19% (к уровню 2021 г.). Отчасти эта тенденция была обусловлена торможением роста аграрного производства в связи с приближением отечественного продовольственного рынка к пределам насыщения. Но снижение инвестиционной активности в АПК негативно влияет на производственный потенциал, который будет определять динамику внутренних цен на продовольствие в будущем.

Период 2022–2024 гг. также характеризовался ростом среднедушевых денежных доходов населения: в номинальном выражении — на 60% к уровню 2021 г., в реальном выражении — на 22%. Номинальные потребительские расходы, несмотря на увеличение доли сбережений в структуре использования денежных доходов, повысились на 49%, а номинальные денежные расходы на продовольствие — на 41%. Растущий потребительский спрос смог лишь отчасти трансформироваться в повышение физических объемов потребления продуктов питания — прежде всего, в тех секторах, где расширялось внутреннее производство за счет запущенных в конце 2010-х годов инвестпроектов (в свиноводстве, мясном и яичном птицеводстве, молочном скотоводстве, садоводстве). Неспособность АПК удовлетворить этот спрос в полной мере поддерживала повышенный уровень продовольственной инфляции в последние несколько лет.

³² <https://www.kommersant.ru/doc/8161555>

Выводы для экономической политики

- К концу 2025 г. краткосрочное влияние на экономику контрциклической политики было полностью исчерпано. Это означает, что требуется формирование новой модели управления экономикой, ориентированное на новое качество взаимодействия денежно-кредитной и бюджетной политики.
- Новая модель экономического роста должна быть ориентирована на расширение предложения и рост эффективности производства.
- В условиях ограничений по трудовым ресурсам возрастает роль основного капитала, прежде всего его активной части (машин и оборудования). Действия, направленные на развитие и модернизацию производственного потенциала, должны иметь абсолютный приоритет.
- Эффективное решение значительной части существующих инвестиционных задач предполагает дальнейшую диверсификацию отечественной экономики, удлинение производственно-технологических цепочек и усложнение ее структуры.
- Требуется сформировать эффективную модель ценообразования в секторе производства высокотехнологичной продукции.
- В условиях жесткой денежно-кредитной и бюджетной политики заявленные в официальных документах приоритеты пространственного развития вступают в очевидное противоречие с реальными экономическими трендами, что препятствует сбалансированному экономическому развитию.
- Итоговое влияние реализуемых проектов на инфляционные процессы будет определяться особенностями применяемых технологий, параметрами ценовой системы, ситуацией на соответствующих товарных рынках.

- Успешная адаптация экономики большинства регионов к новым условиям в 2023–2024 гг. оказалась неустойчивой и не переросла в устойчивое долгосрочное развитие, что показывает статистика 2025 г. Формирующаяся модель пространственного роста привела к усилению зависимости от государственных расходов, росту межрегионального неравенства.
- Жесткая денежно-кредитная политика и ресурсные ограничения для роста экономики усилили имеющиеся дисбалансы пространственного развития и привели к появлению новых диспропорций. Среднесрочная региональная политика должна нацеливаться в первую очередь на селективную поддержку наиболее проблемных регионов для купирования в них угроз и рисков экономического и социального характера и создания условий для роста.

РАЗДЕЛ 2. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ БЮДЖЕТНОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

2.1. Эффективность макроэкономического регулирования

Эффективность макроэкономического регулирования во многом зависит от степени и характера координации бюджетно-налоговой (фискальной) и денежно-кредитной (монетарной) политиками. Приоритетной целью такой координации является достижение устойчивого экономического роста при низкой инфляции и устойчивости государственных финансов. Несогласованность действий Правительства и Центрального банка способна подрывать ценовую стабильность и бюджетную устойчивость.

В последние годы для большинства стран мира отмечается актуализация проблемы координации между целями фискальной и монетарной политики. Накопление высокого уровня государственного долга определяет для формально независимых друг от друга монетарных и фискальных властей необходимость выбора формы координации своих решений, позволяющей достичь ценовой стабильности и долговой устойчивости. Сочетание масштабного фискального импульса и беспрецедентного ужесточения денежно-кредитных условий на фоне устойчивой высокой инфляции актуализирует проблему координации фискальной и монетарной политики в России.

Бюджетно-налоговая политика России 2020-х годов характеризуется значительным стимулирующим воздействием ввиду реализации масштабных мер государственной поддержки экономики и населения в период с начала пандемии COVID-19, а затем — в условиях многочисленных антироссийских санкций.

С одной стороны, это помогло предотвратить значительный спад национальной экономики, которая к середине 2023 г., после годового снижения, вернулась к росту. С другой стороны,

побочные действия проявились в виде роста инфляции и последовавшего за этим ужесточения денежно-кредитной политики. Ключевая ставка Банка России за неполные полтора года была повышена с 7,5% в середине 2023 г до 21% к октябрю 2024 г. В 2025 г., несмотря на начатый цикл снижения ключевой ставки, денежно-кредитные условия остаются жесткими, при этом достижение цели по инфляции вновь откладывается. По итогам 2025 г., дефицит федерального бюджета составил 5,7 трлн руб., или 2,6% ВВП, что выше показателей 2022–2024 гг.

Исследование проблем координации действий монетарных и фискальных властей представляется крайне актуальным в рамках анализа проблем, сложившихся в большом количестве стран мира и, в том числе, в России. Необходимо идентифицировать координационные режимы в России в период 2014–2025 гг., а также на среднесрочную перспективу 2026–2028 гг. на основании актуальных планов и прогнозов Минфина России и Банка России. Выявление тех или иных координационных режимов позволит обеспечить релевантность выбора мер по достижению ценовой стабильности.

Т. Сарджент и Н. Уоллес были первыми, кто продемонстрировал, как решения фискальных властей могут препятствовать монетарным властям в достижении цели по стабилизации уровня цен³³. В центре своей теории они поместили предпосылку о том, что центральный банк не желает допустить дефолта по суверенному долгу. Результатом этого, помимо монетарного доминирования, может быть обратная ситуация — фискальное доминирование. В рамках такого режима фискальные власти по тем или иным причинам действуют без оглядки на обеспечение устойчивости государственных финансов, наращивая государственный долг. В это же время монетарные власти вынуждены учитывать риски бюджетной устойчивости. Как следствие фискальное доминирование приводит к тому, что центральный банк при определении траектории ключевой

³³ Sargent T., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*. 1981. Vol. 5. No. 3. Pp. 1–17.

ставки может отклониться от собственной цели по стабилизации уровня цен для предотвращения долгового кризиса. Крайней формой фискального доминирования становится ситуация, при которой инструментов денежно-кредитной политики уже недостаточно для достижения целевого уровня инфляции, что потребует изменения параметров налогово-бюджетной политики.

Идея о значимости фискальной политики получила развитие в рамках фискальной теории уровня цен (Fiscal Theory of Price Level). Данная теория утверждает, что инфляция определяется, в первую очередь, бюджетной политикой государства³⁴. Поскольку экономические агенты уверены, что центральный банк не допустит дефолт суверенного долга, наращивание дефицита бюджета определяет их ожидания относительно разгона инфляции в будущем в целях сохранения долговой устойчивости. Это обеспечивает то, что основное бюджетное ограничение всегда соблюдается — за счет подстройки динамики цен.

Представленные выводы систематизируются и развиваются в работе Э. Липера³⁵, который классифицировал режимы монетарной и фискальной политики и определил возможные варианты взаимодействия между ними. На основании наличия или отсутствия цели по обеспечению устойчивости государственного долга Э. Липер выделяет пассивный и активный режимы политики.

В рамках пассивной фискальной политики фискальные власти стремятся выполнять межвременное бюджетное ограничение, ввиду чего проявляют чувствительность к изменению уровня государственного долга. Активная фискальная политика, напротив, предполагает отсутствие реакции правительства в виде укрепления первичного баланса бюджета в ответ на рост долговой нагрузки.

³⁴ Woodford M. Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy. *Economic theory*. 1994. Vol. 4. No. 3. Pp. 345–380. DOI: 10.1007/BF01215377; Cochrane J. *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton University Press, Princeton, 2023. 584 p. DOI: 10.1007/s00712-023-00825-y.

³⁵ Leeper E. Equilibria under «Active» and «Passive» Monetary Policies. *Journal of Monetary Economics*. 1991. Vol. 27. No. 1. Pp. 129–147. DOI:10.1016/0304-3932(91)90007-B.

Характеристика режима монетарной политики определяется также поведением относительно долговой устойчивости. Так, монетарная политика является активной, если центральный банк при проведении ДКП никак не учитывает величину государственного долга, а все внимание уделяет инфляции. В случае инфляционного таргетирования активная монетарная политика описывается правилом Тейлора. Согласно ему реальная процентная ставка реагирует на отклонение инфляции от целевого уровня и разрыв выпуска. В свою очередь, режим пассивной монетарной политики, которая принимает во внимание уровень суверенного долга, предполагает отсутствие или недостаточную реакцию центрального банка в ответ на рост инфляции.

Сочетание того или иного режима монетарной и фискальной политики определяет формы их координации, в рамках которых предполагается определенное состояние ценовой стабильности (Таблица 2.1).

Таблица 2.1. Варианты взаимодействия монетарной и фискальной политики

		Монетарная политика	
		Активная	Пассивная
Фискальная политика	Активная	Отсутствие ценовой стабильности	Ситуация фискального доминирования. Ценовая стабильность определяется решениями правительства
	Пассивная	Ситуация монетарного доминирования. Ценовая стабильность определяется решениями центрального банка	Неопределенность траектории цен

Источник: составлено по работам: Белова Е.А., Перевышин Ю.Н. Устойчивость государственного долга и инфляции в рамках взаимодействия фискальной и монетарной политики // Аудит и финансовый анализ. 2017. № 2. С. 171–179; Leeper E. M. Fiscal Dominance: How Worried Should We Be? / Mercatus Policy Brief Series. 2023. URL: <http://dx.doi.org/10.213/ssrn.4665190>

В рамках теории наилучшей ситуацией является сочетание активных режимов монетарной и фискальной политики — такая ситуация может привести к гиперинфляции³⁶. В случае пассивного режима монетарной и фискальной политики цены не определяются посредством механизмов макроэкономического регулирования, оказываясь в зависимости от внешних факторов. Целенаправленное достижение низкой инфляции возможно в ситуации, когда лишь одна из политик носит активный характер.

Отметим, что в рамках фискальной теории уровня цен допускается возможность достижения ценовой стабильности в случае фискального доминирования. Предполагается, что в краткосрочном периоде активная фискальная политика приведет к всплеску инфляции, но при условии неизменности процентных ставок³⁷ уже в среднесрочной перспективе рост цен замедлится до прежних показателей³⁸. Тем не менее, результаты эмпирических исследований носят неоднозначный характер. Авторы обнаруживают как примеры низкой инфляции в условиях фискального доминирования, так и случаи гиперинфляции³⁹. Фискальное доминирование рассматривают в качестве одного из факторов ускорения глобальной инфляции в 2021–2022 гг.⁴⁰.

Эмпирическая идентификация режимов политики основывается на оценке влияния ключевых параметров (инфляции, процентной ставки, денежной базы, уровня долга и дефицита) на

³⁶ Blanchard O. J. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil // NBER Working Paper No. w10389. 2004. DOI:10.2139/ssrn.518265.

³⁷ В рамках теории также предполагается, что центральный банк таргетирует процентную ставку.

³⁸ Leeper E. Equilibria under «Active» and «Passive» Monetary Policies. *Journal of Monetary Economics*. 1991. Vol. 27. No. 1. Pp. 129–147. DOI:10.1016/0304-3932(91)90007-B.

³⁹ Sachdeva P., Ahmad W. The Active and Passive Fiscal-Monetary Policy Regimes and India's Government Expenditure Shocks: Which Stand Matters the Most? *SSRN Electronic Journal*. 2023. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4527103>; Hoooley J., Nguyen L., Saito M., Towfighian S. N. Fiscal Dominance in Sub-Saharan Africa Revisited // IMF Working Paper No. 2021/017. International Monetary Fund, 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3799609>.

⁴⁰ Горюнов Е.Л., Дробышевский С.М., Кудрин А.Л., Трунин П.В. Причины и уроки ускорения глобальной инфляции // *Вопросы экономики*. 2023. №7. С. 5–34. DOI: 10.32609/0042-8736-2023-7-5-34.

действия фискальных и монетарных властей⁴¹.

Режимы активной или пассивной фискальной политики определяются через оценку того, насколько принимаемые решения демонстрируют приверженность долговой устойчивости. Так, для активной фискальной политики предшествующая динамика долга не определяет текущие и будущие параметры бюджета. В свою очередь, реакцией пассивной фискальной политики на рост государственного долга будет укрепление бюджетного баланса, проведение консолидации. Другими словами, в рамках пассивного режима фискальной политики текущие бюджетные параметры определяются с учетом межвременного бюджетного ограничения.

В свою очередь, режимы активной или пассивной монетарной политики определяются через оценку строгости выполнения правила денежно-кредитной политики. Проведение активной монетарной политики предполагает, что решения центрального банка, в том числе по ключевой ставке, направлены исключительно на достижение целевого показателя (инфляции, валютного курса, денежной массы). В случае пассивного режима правила монетарной политики не соблюдаются. Другими словами, наблюдается отклонение от траектории достижения целевого показателя. При этом может наблюдаться значимая роль других факторов и, в том числе, содействие устойчивости бюджетной системы или финансового сектора.

Проблема координации монетарной и фискальной политики на данных по России исследовалась в относительно небольшом перечне работ. Однако применявшиеся подходы и полученные результаты представляют интерес.

В работе В. Крейнделя⁴² понятия активного режима фискаль-

⁴¹ Tanner E, Ramos A. Fiscal Sustainability and Monetary versus Fiscal Dominance: Evidence from Brazil, 1991–2000. *Applied Economics*. 2003. Vol. 35. Pp. 859–873. DOI: 10.1080/0003684032000056832; Shaheen R. Testing fiscal dominance hypothesis in a structural VAR specification for Pakistan. *Scientific Annals of Economics and Business*. 2018. Vol. 65. No. 1. Pp. 51–63. DOI: 10.2478/saeb-2018-0003; Jurkšas L., Peireira F. G. Do the projected fiscal deficits play a role in ECB monetary policymaking? // REM Working Paper 0258–2023. Portugal, 2023.

⁴² Крейндель В.М. Диагностика доминирующего режима бюджетной политики субъектов Российской Федерации // *Экономическая политика*. 2008. № 1. С. 141–151.

ной политики и фискального доминирования представляются синонимами и означают ситуацию, при которой первичный дефицит бюджета не уменьшается при росте государственного долга. Посредством оценки функции фискальной реакции автор выявляет режим активной фискальной политики для субъектов РФ в период 2000–2005 гг., что может объясняться наличием мягких бюджетных ограничений.

В рамках своего доклада Ю. Перевышин⁴³ моделирует режимы взаимодействия между бюджетно-налоговой и монетарной политиками в России в 2014–2022 гг. посредством сопоставления периодов проведения активной и пассивной политики. Автор обнаруживает, что в период монетарного доминирования наблюдались дезинфляция и укрепление баланса бюджета. При этом в периоды фискального доминирования рост цен превосходил целевой уровень Банка России.

В рамках данного раздела осуществляется идентификация режимов взаимодействия фискальной и монетарной политики в России в период 2014–2024 гг., а также на среднесрочную перспективу 2026–2028 гг. на основании актуальных планов и прогнозов Минфина России⁴⁴ и Банка России⁴⁵. В качестве релевантного подхода был выбран способ сопоставления режимов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, представленный в работе Ю. Перевышина⁴⁶. Однако нам представляется необходимым внести в него некоторые корректировки. Так, доклад определяет режим фискальной политики, соотнося изменение первичного баланса федерального бюджета относительно прошлого года и изменение госдолга в прошлом году относительно позапрошлого года. В качестве активной бюджетно-налоговой политики он определяет случаи, когда пер-

⁴³ Перевышин Ю.Н. Особенности взаимодействия денежно-кредитной и фискальной политики при режиме инфляционного таргетирования. Доклад. 8-й Воркшоп по экономическим исследованиям. Банк России, 2023.

⁴⁴ На основании законопроекта о федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов.

⁴⁵ Среднесрочный макроэкономический прогноз, опубликованный по итогам заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке 24 октября 2025 года.

⁴⁶ Перевышин Ю.Н., см. сноску № 43.

вичный бюджетный баланс не увеличивается после роста государственного долга.

В свою очередь, мы полагаем, что изменение государственного долга корректнее сопоставлять с уровнем первичного баланса ввиду того, что оба данных показателя являются потоковыми и соразмерными. Наличие первичного профицита свидетельствует об усилиях правительства по стабилизации уровня долга. На основании этого в качестве режима активной фискальной политики мы рассматриваем формирование первичного дефицита бюджета при увеличении размера государственного долга относительно ВВП.

2.2. Эволюция режимов ДКП

Эволюция режимов ДКП показывает, что взаимодействие практики и теории носит двусторонний характер. Кризисы подрывают устойчивость существующих моделей и стимулируют развитие теоретических подходов, которые постепенно интегрируются в практику.

В частности, внедрение режима таргетирования инфляции (ТИ) в Новой Зеландии, институционально закрепленное в конце 1980-х годов, опиралось на совокупность формирующихся научных и практических представлений о роли правил ДКП, роли центрального банка и ценовой стабильности. При этом дизайн режима и его теоретическое закрепление произошло позднее⁴⁷. В то же время базовые версии динамических стохастических моделей общего равновесия (DSGE), широко использовавшиеся в рамках ТИ, в ограниченной степени учитывали финансовые фрикции и финансовые циклы, что во многом способствовало недооценке системных рисков, проявившихся в кризисе 2008–2009 гг.

⁴⁷ См. теоретические основы режима ТИ — Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1661–1707, операционализация — Svensson, L. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *EJ*, 106(446), 1111–1146.

Эволюция режимов ДКП может быть интерпретирована как последовательность реакций на доминирующие источники неопределенности. Периодизация опирается на идеи о роли доверия Мишкина (2009) и финансового цикла Борио (2014), и предлагает их обобщение в виде единой периодизации:

- 1945–1971 гг. Внешняя (курсовая) неопределенность, управляемая через систему фиксированных валютных курсов;
- 1972–1989 гг. Инфляционная неопределенность, требующая поиска эффективных дезинфляционных стратегий;
- 1990–2008 гг. Внутренняя структурная неопределенность и институционализация режима таргетирования инфляции;
- 2009–2019 гг. Неопределенность, связанная с финансовой нестабильностью;
- 2020–2025 гг. Неопределенность, связанная с глобальными шоками: пандемия, деглобализация.

В период с 1945 до 1971 г. большинство стран в основном придерживалось режимов ДКП в рамках Бреттон-Вудской системы — с номинальным «якорем» в виде валютного курса, привязанного к доллару США, который, в свою очередь, имел привязку к золоту по курсу 35 долларов за унцию.

Режим ДКП с фиксированными номинальными курсами валют (внешней стабильности) обеспечивался валютными интервенциями, которые определяли внутреннюю ликвидность. В логике трилеммы Манделла-Флеминга по мере восстановления текущей конвертируемости с конца 1950-х годов и постепенного расширения международной мобильности капитала пространство для автономной ДКП сокращалось, а сама ДКП во многих странах приобретала подчиненный по отношению к курсовой цели характер.

США для снижения безработицы в конце 1960-х начали проводить экспансионистскую политику. Хотя эти меры были обусловлены преимущественно внутренними факторами (борьба с безработицей, война во Вьетнаме), они усиливали напряжения, описываемые дилеммой Триффина для страны-эмитента

резервной валюты. Это привело к росту инфляции в США (с 1,2% в конце 1950-х до 6,1% в конце 1960-х), торговый баланс стал отрицательным. В условиях фиксированных валютных курсов приток долларовой ликвидности в другие страны через валютные интервенции способствовал расширению денежного предложения, импорту инфляционного давления и изменению реальных обменных курсов.

Со второй половины 1960-х фиксируется активный рост цен (см. Рисунок 2.1). В более широком смысле это стало ранней формой того, что будет названо влиянием глобальных финансовых циклов. Как показано в работах Хелены Рей (2016), влияние смягчения ДКП в развитых странах после 2008 г. на остальные страны передавалось прежде всего через глобальные финансовые условия — потоки капитала, кредит, принятие риска и цены активов — и в ряде случаев способствовало перегреву локальных рынков активов и кредитных рынков.

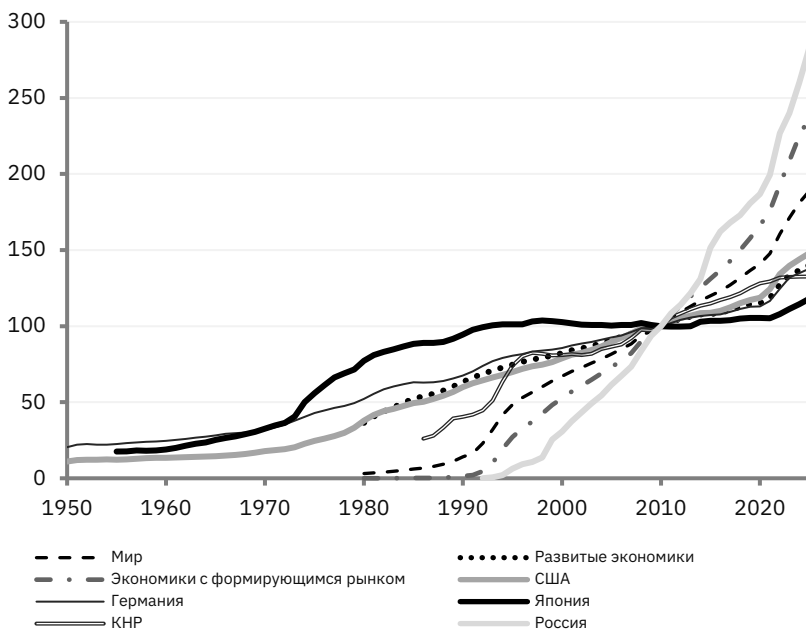


Рис. 2.1. Индекс потребительских цен в 1950–2024 гг. по отдельным странам и агрегатам, 2010=100%

Источник: данные МВФ.

Альтернативой был пересмотр валютных паритетов, что начало регулярно наблюдаться с конца 1960-х годов — ревальвации — в экономиках с устойчивыми внешними профицитами и высоким экспортным потенциалом, таких как ФРГ и Япония, и девальвации — в странах, испытывавших давление на внешний баланс и курс национальной валюты, прежде всего в Великобритании.

На фоне накопления долларовой ликвидности за рубежом и ослабления доверия к доллару как якорю Бреттон-Вудской системы возрос спрос на рынке золота. Поддержка курса доллара к золоту посредством золотых интервенций, обмена долларовых резервов иностранных ЦБ на золото значительно снизила золотые резервы США⁴⁸. На этом фоне после отказа США от золотого обеспечения доллара в 1971 г. и нескольких неудачных попыток реанимировать валютные паритеты⁴⁹, система Бреттон-Вудса перестала действовать.

Таким образом, ориентация на внешнюю стабильность в условиях растущей мобильности капитала и внутренних макроэкономических дисбалансов ограничивала возможности проведения автономной ДКП и со временем стала источником нарастающих макроэкономических дисбалансов. В теоретической и практической повестке появился вопрос поиска новых режимов.

В период с 1971 до 1989 г., после окончания действия Бреттон-Вудских соглашений начался период поиска и апробации различных режимов ДКП. На начало периода, если не брать в расчет страны СЭВ и ряд их союзников, более 80% стран имели либо фиксированные курсы, либо вариации валютных коридоров (Рисунок 2.2).

Согласно классификации Кобхем (2024)⁵⁰ к концу 1980-х годов соотношение поменялось — 64% стран использовали

⁴⁸ С 1950 г. по 1970 г. — вдвое, до 10 млрд долл.

⁴⁹ Смитсоновское соглашение 1971 г., Ямайское соглашение 1976 г.

⁵⁰ Cobham, D. (2024). "Monetary policy frameworks since Bretton Woods, across the world and its regions". *Review of World Economics*, 160(3), 873–903.

разные варианты дискреции⁵¹, режимы фиксированного курса и плавания в коридоре — 31% (из них 8% — Африканские валютные союзы). Количество стран, использующих монетарное таргетирование или смешанный набор таргетов — менее 6%. Это изменение предпочтений отражает практические результаты использования различных режимов ДКП в 1970–1980-х годах и новых теоретических представлений о роли ожиданий, правил и ограничений ДКП.

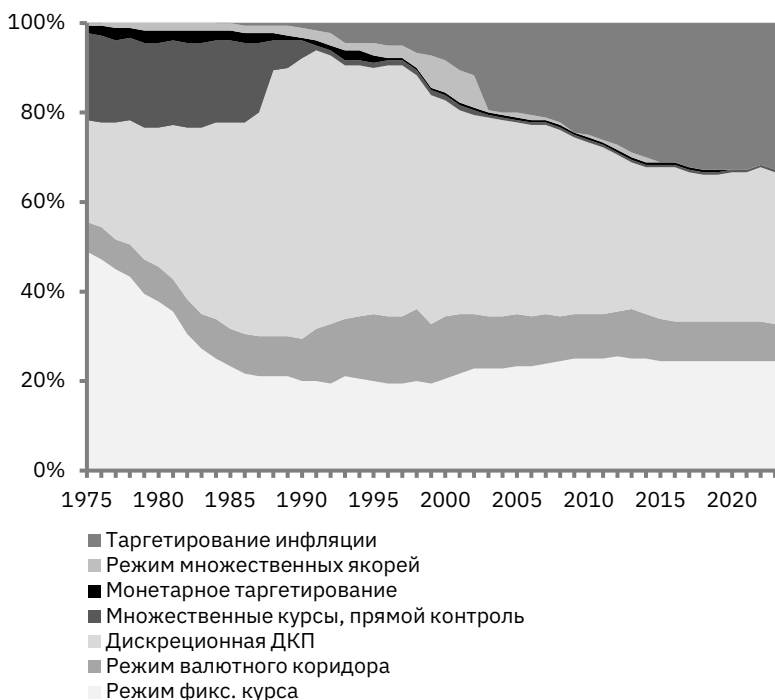


Рис. 2.2. Режимы ДКП в 1975–2023 гг. для 180 стран.

Источник: Cobham, 2024, расчеты ИНП РАН.

Устранение курсового якоря в 1971 г. совпало с двумя нефтяными шоками (1973 г. и 1979 г.), резким ростом цен на сырье, т.е. шоком предложения. В сочетании с политикой управления совокупным спросом, опиравшейся на стабильность связи между

⁵¹ Cobham, D. (2023). “Monetary policy frameworks, monetary policy instruments and the problem of the residual category (‘loosely structured discretion’).” SSRN 4467150.

инфляцией и безработицей, это привело к формированию стагфляции — сочетанию замедления экономического роста и ускорения инфляции. Во многих странах инфляция вышла из-под контроля, достигнув двухзначных значений.

Традиционная кейнсианская интерпретация кривой Филлипса в ее исходной форме оказалась неспособной адекватно объяснить наблюдаемую динамику, что стимулировало развитие новых теоретических подходов, учитывающих роль ожиданий, а также поиск более устойчивых режимов ДКП. Включение инфляционных ожиданий в анализ изменило интерпретацию кривой Филлипса и позволило объяснить наблюдаемые сдвиги зависимости между инфляцией и безработицей, эффект стагфляции. Это стимулировало переход к моделям, в которых долгосрочный эффект ДКП на реальные показатели ограничен.

В ряде работ⁵² было показано, что дискреционная политика (ДКП без жестких обязательств), получившая широкое распространение после 1971 г. (см. Рисунок 2.2), при рациональных ожиданиях порождает проблему временной несостоятельности. Это означает, что экономические агенты, ожидая стимулы органов монетарного регулирования отклониться от ранее заявленных ориентиров, формируют более высокие инфляционные ожидания. Тем самым, формируется более высокая инфляция без увеличения экономического роста. Работы обосновали необходимость институциональных механизмов, ограничивающих дискрецию, включая использование правил и повышение прозрачности ДКП. Далее это стало предпосылкой институциональной независимости ЦБ. В практическом плане реакцией монетарных властей на этот кризис стал сдвиг к дезинфляционной ДКП в начале 1980-х годов — акцент на контроле денежного предложения и инфляции. В США дезинфляционная политика П. Волкера к середине 1980-х стабилизировала инфляцию до уровня 3–4%. В Великобритании правительство М. Тэтчер про-

⁵² Kydland, F. E., Prescott, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–492. Barro, R. J., Gordon, D. B. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91(4), 589–610.

водило дезинфляционную политику с ориентацией на монетарные цели, инфляция упала до 3–5%. Германия продолжала монетарное таргетирование, стала антиинфляционным якорем Европы, имея инфляцию ниже 3%. 1980-е годы завершились значительным снижением инфляции в крупнейших развитых экономиках.

К концу 1980-х годов сформировались ключевые элементы новой парадигмы — приоритет ценовой стабильности и независимость центрального банка как институциональные условия ее реализации. Для достижения ценовой стабильности применялись разные режимы: монетарное таргетирование, фиксированные курсы, а также различные формы дискреционного управления политикой. Практический опыт выявил недостатки каждого из режимов и определил направление поиска режима, который должен сочетать четкую номинальную цель и позволять гибко реагировать на шоки. Эти требования подготовили почву для таргетирования инфляции.

В 1989 г. Новая Зеландия первой институционально закрепила режим ТИ. ЦБ был обязан достичь определенного численного значения инфляции и поддерживать ее в заданном диапазоне, действуя операционно независимо и открыто разъясняя свои решения. Управляющий нес персональную ответственность за выполнение согласованных целей.

К середине 1990-х годов уже 10 развитых экономик перешли на ТИ. ФРС США проводила политику низкой инфляции, но без формально закрепленных номинальных «якорей». К 2007 году ТИ применяли 25 стран и еще 13 стран в составе еврозоны, режим ДКП которой близок к ТИ.

В течение 1990-х годов одновременно шла практическая реализация режима ТИ и его теоретическое осмысление. В работах Тейлора было предложено правило реакции ДКП на основании практического опыта ЦБ⁵³. Ротемберг и Вудфорд разработали одну из ключевых ранних микрообоснованных

⁵³ Taylor, John B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195–214.

новокейнсианских DSGE моделей (NK-DSGE), оценили для экономики США⁵⁴. Реакция ДКП, близкая к правилу Тейлора, была обоснована как эффективная, а в ряде предпосылок — как оптимальная. Кларида, Гали, Гертлер (1999), Жианнони, Вудфорд (2002, 2003)⁵⁵ систематизировали этот подход и сформулировали реакцию ЦБ при дискреции и обязательствах, условия сходимости в широком классе моделей.

Центральным моментом базовых формулировок NK-DSGE было так называемое «божественное совпадение» (*divine coincidence*) — когда стабилизация инфляции на цели автоматически означала стабилизацию выпуска на потенциальном уровне и максимизацию благосостояния. В этих условиях достижение цели по инфляции рассматривалось как достаточное для макроэкономической стабилизации (Бланшар, Гали 2007)⁵⁶, что поддерживало реализацию режима ТИ.

Далее к стандартной структуре NK-DSGE с номинальными жесткостями добавлялись реальные, появился фискальный сектор⁵⁷. Вместе с тем используемые модели, как правило, не учитывали финансовые фрикции и накопление финансовых дисбалансов, что ограничивало их способность описывать взаимодействие ДКП и финансовых рынков.

Макроэкономический фон в этот период был благоприятный, отражал глобальную дезинфляцию (глобализация, дешевый импорт из Китая, рост производительности). Волатильность

⁵⁴ Rotemberg, J. J., & Woodford, M. (1997). An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy. *NBER Macroeconomics Annual*, 12, 297–346.

⁵⁵ Giannoni, M. & Woodford, M. (2002). Optimal Interest-Rate Rules: I. General Theory. *Journal of Monetary Economics*, 50(3), 549–583, Giannoni, M., & Woodford, M. (2003). Optimal Interest-Rate Rules: II. Applications. *Journal of Monetary Economics*, 50(3), 685–711.

⁵⁶ Данный результат опирался на ряд строгих предпосылок и нарушался при включении дополнительных фрикций, что в дальнейшем стало предметом развития моделей, см. Blanchard, O., & Galí, J. (2007). “Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, Supplement 1, pp. 35–65.

⁵⁷ Woodford, M. (1995). Price level determinacy without control of a monetary aggregate. In *Handbook of Macroeconomics* (eds. J. B. Taylor & M. Woodford). Amsterdam: Elsevier, Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2007). Optimal simple and implementable monetary and fiscal rules. *Journal of Monetary Economics*, 54(6), 1702–1725.

макропеременных (так называемая «Великая умеренность») за этот период упала вдвое⁵⁸, негативных шоков (в том числе со стороны предложения) стало меньше. Снижение волатильности интерпретировалось либо как результат более эффективной политики, либо как следствие более благоприятной структуры шоков. Это создало комфортную среду для реализации ДКП — ожидания закорены, стоимость компромисса между инфляцией и выпуском — ниже.

Исследования⁵⁹ отмечали положительные эффекты ТИ: страны с ТИ быстрее снижали инфляцию, при этом режим ТИ не усилил циклы — волатильность выпуска не возросла. Позже выводы были подвергнуты критике: эффект самоотбора при формировании панелей стран, отсутствие структурных уравнений, корректность идентификации и устранения индивидуальных страновых шоков.

Успешность реализации ТИ необходимо оценивать с учетом улучшения внешних условий — разделять эффекты общего замедления инфляции в условиях глобальной дезинфляции со второй половины 1980-х от эффекта реализации ДКП. На примере США оценки показывают⁶⁰, что до 50% снижения волатильности выпуска с середины 1980-х объясняется удачным стечением обстоятельств — снижением количества и амплитуды негативных шоков, на долю эффекта от ДКП приходится не выше 25%. Успех ТИ во многом был продуктом эпохи глобальной дезинфляции.

Итак, две декады реализации ТИ повлияли на снижение инфляции и волатильности выпуска, закоренение инфляционных ожиданий, повысили дисциплину реализации макроэкономической политики. Однако сохранялась проблема с накоплением

⁵⁸ Cecchetti, Stephen G., Alfonso Flores-Lagunes, and Stefan Krause. (2006). Assessing the Sources of Changes in the Volatility of Real Growth. NBER Working Paper No. 11946.

⁵⁹ Levin, A., Natalucci, F., & Piger, J. (2004). The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. *Review of Economics and Statistics*, 86(4), 930–944. Roger, S., & Stone, M. (2005). On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets. IMF Working Paper WP/05/163, Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does Inflation Targeting Make a Difference? NBER Working Paper No. 12876

⁶⁰ Сток, Вотсон 2002.

финансовых дисбалансов (кредитных и ипотечных пузырей), которые не проявлялись в инфляции потребительских цен. В этих условиях концентрация центральных банков на инфляции рассматривалась как один из факторов, ограничивающих учет рисков в финансовом секторе, что стало предметом последующей критики.

Кризис 2007–2009 гг. стал важным этапом переосмысления задач ДКП, в частности роли центральных банков в обеспечении финансовой стабильности и ее взаимодействия с режимом таргетирования инфляции. Кристиано, Мотто, Ростаньо⁶¹ показывают, что даже при стабильной инфляции финансовые шоки и изменения в риске активов могут играть ключевую роль в формировании экономических колебаний и приводить к значительным спадам. В свою очередь, Вудфорд⁶² показал ограничения процентной ставки как единственного инструмента ДКП в условиях наличия финансовых фрикций, что усилило аргументы в пользу использования дополнительных инструментов и развития макропруденциальной политики.

В рамках контрциклического реагирования ЦБ в развитых странах столкнулись с приближением к нулевой границе номинальных процентных ставок: например, ФРС к концу 2008 г. снизила ставку до 0–0,25%, Банк Англии — до 0,5%, ЕЦБ — до 1%. Низкие уровни ставок ограничивают возможность применения стимулирующих мер ДКП.

В литературе по ловушке ликвидности, первоначально во многом опиравшейся на опыт Японии, рекомендовалось иметь буфер для минимизации риска приближения к нулевой границе — более высокую цель по инфляции⁶³. Для снижения риска попадания в ловушку ликвидности Эггертсон и Вудфорд рекомендуют проактивное управление инфляционными ожида-

⁶¹ Christiano, L., Motto, R., & Rostagno, M. (2014). Risk Shocks. *American Economic Review*, 104(1), 27–65

⁶² Michael Woodford. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press, 2003.

⁶³ Reifschneider, D., & Williams, J. (2000). Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era. *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(4), 936–966.

ниями (forward guidance) и модификацию таргета по инфляции⁶⁴. Более поздние практические интерпретации этой логики включали также таргетирование средней инфляции. Это является следствием оптимальной реакции — ориентирование ожиданий обещает более высокую инфляцию, а изменение цели гарантирует, что ЦБ после периода низкой инфляции обеспечит «перегрев» экономики — более высокую инфляцию. Обе меры позволяют ЦБ отойти от нулевой границы.

Вудфорд (2011)⁶⁵ показал, что рядом с нулевой границей повышается эффективность государственных расходов, так как из-за нулевой ставки не происходит вытеснения частных инвестиций. Таким образом, неизбежно усиление координации ДКП и фискальной политики для выхода из ловушки ликвидности.

Даже на фоне продолжительных мер нетрадиционной ДКП в 2010-х восстановление развитых экономик происходило медленно, ставки оставались близкими к нулю, инфляция сохранялась ниже целевых уровней. Это усилило дискуссии о возможном повышении цели по инфляции как способе расширить пространство для реализации ДКП⁶⁶. Хотя официально ни один крупный центральный банк не повысил численную цель по инфляции, произошли важные изменения в операционной трактовке цели. Ряд центральных банков стал более явно подчеркивать симметричность отклонений инфляции от цели и важность управления ожиданиями (ЦБ Японии в 2013 г., ФРС США в 2012 г. и 2020 г., ЕЦБ в 2013 и 2021 г.).

Кризис 2007–2009 гг. выявил ограничения подхода, ориентированного преимущественно на динамику потребительских цен, и поставил вопрос о способности центральных банков учитывать накопление финансовых дисбалансов. Финансовая стабильность требует применения инструментов, воздейст-

⁶⁴ Eggertsson, G., & Woodford, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 139–211.

⁶⁵ Woodford, M. (2011). Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1), 1–35.

⁶⁶ Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., & Mauro, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note SPN/10/03*.

вующих не только на макроэкономические параметры, но и на отдельные сектора (контрциклические надбавки, буферы капитала и др.), что предполагает координацию ДКП, надзорной и в ряде случаев фискальной политики.

В международной практике выделяются различные институциональные модели такой координации: интегрированная модель, в которой центральный банк выполняет функции мега-регулятора (как в России); модель координационного органа (США — Financial Stability Oversight Council); а также гибридные модели, при которых центральный банк играет ключевую роль, но решения принимаются в рамках коллегиальных структур с участием других регуляторов (Великобритания).

Таргетирование инфляции пока остается доминирующим режимом ДКП, доказав свою гибкость, сумев функционировать даже при нулевых ставках с помощью нетрадиционных инструментов. Финансовая стабильность признана необходимым условием эффективности ДКП. Однако расширение мандата привело к необходимости повышенной координации действий ЦБ с другими регуляторами, что с ростом количества активов на балансе ЦБ создает риски ограничения независимости ЦБ.

Пандемия COVID-19 в 2020 г. вызвала резкий глобальный спад экономической активности. Центральные банки отреагировали масштабным смягчением ДКП, включая возобновление или расширение программ покупки активов. Значительные объемы выкупа государственного долга усилили дискуссии о границах между ДКП и бюджетной политикой, а также о рисках фактической монетизации долга. Масштабное расширение балансов центральных банков дополнительно актуализировало вопрос о фискальных рисках нетрадиционных мер и о степени координации между ДКП и бюджетной политикой.

Восстановление спроса после пандемии в 2021–2022 гг. на фоне множественных шоков предложения (сбои в цепочках поставок, торговые и геополитические факторы) привело к ускорению инфляции до максимумов за последние 20–40 лет в большинстве стран. На начальном этапе центральные банки в рамках режимов таргетирования инфляции недооценивали

устойчивость инфляционного давления, рассматривая его как временное, что обусловило запаздывание ужесточения ДКП, пересмотр ожиданий и повышенную волатильность на финансовых рынках.

Осмысление последствий множественных шоков предложения в теоретических работах показало, что негативные шоки предложения могут вести себя существенно сложнее, чем в базовой постановке NK-DSGE. Они не сводятся к стандартным TFP-шокам, а представляют собой сложные процессы, в которых взаимодействуют нарушения цепочек поставок, финансовые условия и динамика инфляционных ожиданий. В этих условиях реакция центрального банка не может строиться на механическом восприятии происходящего как обычного шока предложения: оптимальная калибровка политики зависит от риска вторичных эффектов и степени заякоренности ожиданий.

Работы Кабальеро и Симсек (2021)⁶⁷ показали, что рост издержек и снижение выпуска ухудшают рынок активов, что сужает кредит и снижает агрегированный спрос через финансовый рычаг. Гуриерри с соавторами продемонстрировали, что дефицит предложения на одних рынках может привести к падению спроса на других рынках⁶⁸. В ситуации высокой дополняемости товаров дефицит предложения вызывает большее падение агрегированного спроса. Аналогичный вывод делают Бакае и Фари в моделях с сетевыми производственными структурами и промежуточными товарами — нарушение цепочек поставок снижает выпуск и вызывает сокращение совокупного спроса⁶⁹.

Форнаро и Вольф меняют стандартное предположение о восстановлении потенциала при негативных шоках совокупной

⁶⁷ Caballero, R. J., & Simsek, A. (2021). "A Model of Asset Price Spirals and Aggregate Demand Amplification." NBER Working Paper No. 29288.

⁶⁸ Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., & Werning, I. (2022). "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?" *American Economic Review*, 112(5), 1437–1474.

⁶⁹ Baqaee, D., & Farhi, E. (2022). "Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the COVID-19 Crisis." *American Economic Review*, 112(5), 1397–14

факторной производительности на инвестиционный гистерезис⁷⁰. Ошибочная идентификация последствий шока в такой постановке приводит к росту ставки, что далее ведет к снижению инвестиций, которые, в свою очередь, снижают потенциал, и экономика попадает в негативное циклическое снижение потенциала, низкий уровень капитала.

ФРС США в 2024 г. начала официальный пересмотр режима ДКП, введенного в 2020 г., так как он был настроен на низкоинфляционную среду 2010-х, плохо структурирован и некорректно применялся в условиях высокой инфляции⁷¹.

Эволюция режимов ДКП демонстрирует отход от простых правил к более комплексным и гибким стратегиям. На середину 2020-х годов таргетирование инфляции остается доминирующей парадигмой: по имеющимся классификациям оно охватывает около трети стран мира, а при взвешивании по ВВП — более 70% мировой экономической активности. Пока ни одна альтернативная рамка пока не вытеснила ТИ как доминирующий международный стандарт, поэтому ЦБ эволюционируют внутри этого режима.

Из 35 лет применения ТИ первая половина характеризовалась сравнительно благоприятными внешними условиями, тогда как вторая половина связана с множественными вызовами: финансовая стабильность усиливает значение координации денежно-кредитной и макроprudенциальной политики; использование нетрадиционных инструментов расширяет балансы центральных банков и усиливает запрос на координацию с фискальным блоком; множественные шоки предложения, связанные с фрагментацией мировой экономики, климатическими и геополитическими рисками, ставят вопрос о достаточности стандартной реакции ЦБ и горизонте принятия решений.

Трансформация режима ТИ в ответ на эти вызовы отражает сохранение его ключевой черты — способности адаптироваться

⁷⁰ Fornaro, Luca, and Martin Wolf. “The Scars of Supply Shocks: Implications for Monetary Policy.” *Journal of Monetary Economics*, 140 (2023): 18–36

⁷¹ Powell, J. H. (2024). *Monetary Policy in an Uncertain World*. Speech at the Jackson Hole Economic Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.

к новым шокам как в прикладном, так и в институциональном измерении. Многие вызовы еще предстоит оценить и операционализировать в рамках ТИ, что определяет повестку следующего этапа эволюции ДКП.

2.3. Таргетирование инфляции и альтернативные режимы

Сравнение режимов ДКП, рассмотренных в разделе 2.2, позволяет выделить подходы, демонстрирующие большую устойчивость к современным макроэкономическим шокам, и режимы, эффективность которых оказывается ограниченной в условиях множественных и взаимосвязанных шоков. Результаты анализа также позволяют сформулировать ключевые требования к режимам ДКП.

Классификация стратегических вызовов ДКП сформирована на основе анализа материалов международных организация и центральных банков за 2021–2025 гг.⁷², в которых рассматриваются источники макроэкономических шоков и рисков, а также механизмы их передачи. Отмечается рост значимости множественных и взаимосвязанных шоков, включая шоки предложения, риски финансовой стабильности, фискальное давление и долгосрочные структурные трансформации.

Исходя из этих источников выделены четыре кластера вызовов, определяющих пределы эффективности режимов

⁷² Bank for International Settlements, Annual Economic Report 2022, Basel: BIS, 2022; Bank for International Settlements, Annual Economic Report 2023, Basel: BIS, 2023; Bank for International Settlements, Annual Economic Report 2024, Basel: BIS, 2024; Bank for International Settlements, Annual Economic Report 2025, Basel: BIS, 2025. МВФ, Обзор мировой экономики: Война замедляет глобальное восстановление, Вашингтон: МВФ, апрель 2022; МВФ, Обзор мировой экономики: Неустойчивое восстановление, Вашингтон: МВФ, апрель 2023; МВФ, Обзор мировой экономики: Стабильный, но медленный рост, Вашингтон: МВФ, апрель 2024; МВФ, Перспективы развития мировой экономики: Критический момент на фоне изменений в политике, Вашингтон: МВФ, апрель 2025. Основные направления единой государственной ДКП на 2023 год и период 2024–2025 годов, Москва: Банк России, 2022; Основные направления единой государственной ДКП на 2024 год и период 2025–2026 годов, Москва: Банк России, 2023; Основные направления единой государственной ДКП на 2025 год и период 2026–2027 годов, Москва: Банк России, 2024. Основные направления единой государственной ДКП на 2026 год и период 2027–2028 годов, Москва: Банк России, 2025.

ДКП: (1) шоки предложения и относительных цен; (2) финансовый цикл и финансовые дисбалансы; (3) фискальное давление и долговые ограничения; (4) структурные изменения и долгосрочные тренды (Таблица 2.2).

Таблица 2.2. Кластеризация вызовов ДКП

Кластер	Вызовы
1. Шоки предложения и шоки относительных цен	Деглобализация, разрывы цепочек поставок, климатические шоки, волатильность сырьевых рынков, технологические сдвиги предложения (ИИ, автоматизация)
2. Финансовый цикл и финансовые дисбалансы	Кредитное расширение и сжатие, пузыри на рынке активов, рост роли небанковского сектора, концентрация госдолга на балансах банков, риски, связанные с расширением баланса ЦБ (долгосрочные операции), киберриски финансовой инфраструктуры
3. Фискальное давление и долговые ограничения	Фискальное доминирование, хронический бюджетный дефицит, рост госдолга
4. Структурные изменения и долгосрочные тренды	Технологические изменения, демография, структурные реформы, инвестиционный цикл, координация со структурной политикой

Источник: оценки ИНП РАН.

Вызовы, приведенные в Таблице 2.1. формируют набор требований к режиму ДКП, соответствие которым гарантирует желаемую реакцию ДКП на каждый из вызовов:

- 1а. корректность реакции ДКП при верной идентификации шоков спроса и предложения;
- 1б. устойчивость режима ДКП к неопределенности и ошибкам идентификации шоков спроса и предложения;
- 1с. устойчивость к структурным сдвигам;
2. контрцикличность реакции ДКП по отношению к кредитному циклу и финансовым дисбалансам;
3. устойчивость к фискальному давлению и долговым ограничениям;
4. заякоренность инфляционных ожиданий и предсказуемость ДКП;
5. стабильность долгосрочных процентных ставок;
6. операционная реализуемость.

Условие 1а. оценивает, обеспечивает ли режим ДКП близкую к оптимальной реакцию на шоки спроса и предложения при их корректной идентификации.

Условие 1б. отражает не техническую способность модели идентифицировать шоки, а устойчивость реакции режима ДКП к неопределенности относительно природы наблюдаемых изменений макроэкономических переменных.

Условие 1с. оценивает способность режима ДКП сохранять макроэкономическую стабильность в условиях структурных сдвигов, включая ситуации неполной или систематически ошибочной идентификации трендов и потенциальных уровней переменных.

Условие 2. оценивает, в какой степени режим ДКП способствует сглаживанию финансового цикла и ограничению накопления кредитных дисбалансов. Это не сводится к наличию макропруденциальных инструментов: параметры реакции процентной ставки определяются самим режимом ДКП и могут существенно различаться по степени контрцикличности по отношению к кредитному рынку.

Условие 3. оценивает способность режима ДКП обеспечивать независимую дезинфляционную реакцию в условиях ухудшения фискальной позиции, роста государственного долга и усиления бюджетного стимулирования. Устойчивость к фискальному давлению предполагает предотвращение монетизации долга, сохранение контроля над инфляцией при росте процентных расходов бюджета и снижение вероятности перехода к режиму фискального доминирования.

Условие 4. оценивает способность режима ДКП обеспечивать заякоренность инфляционных ожиданий и предсказуемость реакции на шоки. Заякоренность означает, что краткосрочные отклонения инфляции не приводят к пересмотру долгосрочных ожиданий, а ожидаемая траектория инфляции остается согласованной с целевым уровнем. Предсказуемость определяется прозрачностью функции реакции и наличием четко интерпретируемого номинального якоря.

Условие 5. оценивает, обеспечивает ли режим ДКП предсказуемую и устойчивую траекторию долгосрочных процентных ставок, включая ограничение их избыточной волатильности.

Условие 6. оценивает реализуемость режима ДКП на практике с учетом ограничений статистической базы, качества и своевременности данных, возможностей оперативного прогнозирования и доступности надежных высокочастотных аппроксимаций.

Оценки по критерию складываются по каждому условию: -1 — режим не удовлетворяет условию и приводит к ухудшению макроэкономических результатов по соответствующему измерению; 0 — режим не удовлетворяет условию, но не приводит к систематическому ухудшению ситуации (нейтральный эффект). +1 — режим устойчиво удовлетворяет условию. Шаг оценки — 0,5 для более точного разделения.

Перечень рассматриваемых режимов ДКП опирается на международную классификацию МВФ и БМР, выделяющую типы номинальных якорей:

Перечень рассматриваемых режимов ДКП основан на международной классификации МВФ и БМР, выделяющей типы номинальных якорей, расширенной для целей анализа:

- режимы фиксированного обменного курса (exchange rate targeting, ERT);
- монетарное таргетирование (monetary targeting, MT);
- семейство режимов ДКП, ориентированных на инфляцию (строгое таргетирование инфляции — IT, таргетирование уровня цен — PLT, таргетирование средней инфляции — AIT, гибкое таргетирование инфляции — FIT);
- семейство режимов ДКП, ориентированных на номинальный ВВП (таргетирование темпа роста номинального ВВП — NGDP-T, таргетирование уровня номинального ВВП — NGDP-PL, таргетирование среднего темпа роста номинального ВВП — NGDP-AT).

Анализ данных режимов по критерию позволяет оценить, насколько существующие конструкции режимов отвечают на стратегические вызовы (см. Таблицу 2.3).

Таблица 2.3. Сравнение режимов ДКП

	ERT	MT	СемействоТИ				СемействоНВВП		
			IT	PLT	AIT	FIT	NGD P-T	NGD P-LT	NGD P-AT
1а. корректность реакции ДКП при верной идентификации шоков спроса и предложения	-1	0	0	0,5	0,5	1	0,5	1	0,5
1б. робастность режима ДКП к неопределенности и ошибкам идентификации шоков предложения/спроса	-1	-1	-1	-1	-0,5	0	0,5	1	0,5
1в. устойчивость к структурным сдвигам	-1	-1	-0,5	-0,5	0	0	0,5	-0,5	0
2. контрцикличность реакции ДКП по отношению к кредитному циклу и финансовым дисбалансам	-1	-1	-1	-0,5	-1	0	0,5	0,5	0,5
3. устойчивость к фискальному давлению и долговым ограничениям	-1	-0,5	-0,5	0,5	0,5	0	0,5	1	0,5
4. заякоренность инфляционных ожиданий и предсказуемость ДКП	0,5	0	1	1	1	1	0	0,5	0
5. стабильность долгосрочных ставок	-0,5	-1	1	0,5	0,5	0,5	-0,5	0,5	0
6. операционная реализуемость	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-1	-1	-1
Оценка	-4,0	-4,0	-0,5	1	1,5	3,0	1,0	3,0	1,0

Источник: составлено ИНП РАН.

Фиксированный курс. Фиксированный валютный курс. Режим импортирует ДКП страны-эмитента якорной валюты, что ограничивает возможности центрального банка по проведению независимой ДКП и компенсации внутренних шоков. Фиксированный курс процикличен по отношению к глобальному финансовому циклу, что усиливает волатильность экономической динамики через канал финансовых условий. На этом фоне ограниченная способность к внутренней макроэкономической

стабилизации в сочетании с повышенной уязвимостью к фискальному давлению способствует накоплению макроэкономических и финансовых дисбалансов, что повышает вероятность валютных кризисов.

Таким образом, режим фиксированного валютного курса в чистом виде в современных условиях обладает ограниченной эффективностью, несмотря на его использование рядом стран (в частности, странами Ближнего Востока). Его устойчивость возможна лишь при выполнении жесткого набора условий: наличие фискального якоря, значительные международные резервы, ограничение движения капитала (или высокая управляемость потоков капитала), а также экспортно-ориентированная структура экономики с высоким уровнем производительности и устойчивыми внешними поступлениями.

Монетарное таргетирование. Режим опирается на предпосылку стабильного и предсказуемого спроса на деньги, которая в современных условиях, как правило, не выполняется. Структурные сдвиги в финансовой системе, развитие финансовых инструментов и изменения в поведении экономических агентов приводят к нестабильности связи между денежными агрегатами, номинальным выпуском и инфляцией.

Кроме того, режим характеризуется ограниченной циклическостью по отношению к кредитному циклу и может сопровождаться повышенной волатильностью краткосрочных процентных ставок вследствие необходимости поддержания целевых ориентиров по денежным агрегатам.

В результате в большинстве развитых и развивающихся экономик режим утратил практическую значимость уже в 1990-е годы. После глобального финансового кризиса 2008 г. его применимость дополнительно снизилась в условиях возросшей финансовой нестабильности, нестандартных инструментов ДКП и размывания границ между денежными агрегатами.

Анализ семейства режимов таргетирования инфляции. Семейство режимов таргетирования инфляции представляет собой совокупность режимов ДКП, в рамках которых центральный банк минимизирует функцию потерь, зависящую от

отклонения инфляции от целевого уровня и разрыва выпуска относительно потенциального уровня. Финансовые и кредитные дисбалансы, как правило, не входят в функцию потерь напрямую и учитываются опосредованно через их влияние на инфляцию и выпуск.

Реакция ДКП направлена на возвращение инфляции к цели, при этом горизонт (скорость сходимости) определяется структурными характеристиками экономики, степенью доверия к центральному банку и механизмами формирования инфляционных ожиданий. В стандартный набор инструментов входят процентная ставка и коммуникационная политика; к нестандартным инструментам относятся программы покупки активов, операции рефинансирования, поддержка отдельных сегментов финансового рынка, элементы управления кривой доходности, валютные интервенции и, в отдельных случаях, меры по регулированию движения капитала. Центральный банк институционально независим, но подотчетен.

Различия внутри семейства определяются формулировкой целевого ориентира, что задает различия в реакции на шоки и неопределенность. Строгое таргетирование инфляции (IT) ориентировано преимущественно на минимизацию отклонения инфляции от цели. Гибкое таргетирование инфляции (FIT) учитывает разрыв выпуска и допускает более плавное возвращение инфляции к цели. Таргетирование уровня цен (PLT) и таргетирование средней инфляции (AIT) предполагают межвременную компенсацию отклонений: периоды инфляции ниже цели требуют последующего превышения цели, что требует управление инфляционными ожиданиями, особенно в условиях нулевой нижней границы процентных ставок.

В Таблице 2.4 представлены сильные и слабые стороны режимов данного семейства. Наиболее устойчивым и универсальным режимом является гибкое таргетирование инфляции (FIT), обеспечивающее адаптивную реакцию ДКП на шоки предложения без избыточного усиления процикличности выпуска. Однако степень этой гибкости ограничена. В условиях множественных и значимых шоков предложения возникает

риск снижения доверия к режиму, разъякоревания инфляционных ожиданий и необходимости перехода к более жесткой ДКП, что наблюдалось в 2022–2024 гг.

Строгое таргетирование инфляции (IT) и таргетирование уровня цен (PLT) обеспечивают более сильное заякоривание инфляционных ожиданий, но демонстрируют меньшую устойчивость в среде множественных шоков предложения.

Таблица 2.4. Сравнение семейства режимов таргетирования инфляции

Режим	Сильные стороны	Уязвимости	Оценка
IT	Лучшее заякорение ожиданий. Высокая предсказуемость реакции ДКП. Высокая стабильность долгосрочных процентных ставок.	Процикличность при шоках предложения. Зависимость от точной идентификации шоков и стабильной макроэкономической среды. Уязвимость к фискальному давлению и ограничениям долговой устойчивости при высоком уровне долга.	-0,5
PLT	Жесткое межвременное якорение ожиданий. Снижение инфляционной премии. Стабильность долгосрочных ставок.	Процикличность при шоках предложения. Низкая робастность к ошибкам идентификации шоков и нестабильности среды.	+1
AIT	Межвременное якорение ожиданий в низкоинфляционной среде. Гибкость по сравнению с PLT. Стабильность долгосрочных ставок.	Процикличность при шоках предложения. Низкая робастность к ошибкам идентификации шоков и нестабильности среды. Повышенный риск потери доверия при длительном отклонении инфляции от цели.	+1,5
FIT	Сбалансированная реакция на инфляцию и разрыв выпуска. Относительная устойчивость к множественным шокам предложения. Снижение процикличности ДКП. Относительная стабильность долгосрочных ставок.	Уязвимость при длительно высокой инфляции. Риск разъякоревания ожиданий при затяжной высокой инфляции и длительном горизонте возврата к цели.	+3,0

Источник: оценки ИМП РАН.

Семейство режимов таргетирования номинального ВВП представляет собой совокупность режимов ДКП, близких к таргетированию инфляции по используемым инструментам, но отличающихся целевым ориентиром: в качестве номинального

якоря выступают показатели, основанные на динамике номинального ВВП (НВВП).

Принципиальное различие состоит в том, что данные режимы ориентированы на стабилизацию номинального дохода, а не только инфляции, что меняет свойства реакции ДКП на шоки. В сравнении со стандартным ТИ такие режимы, как правило, более устойчивы к сочетанию шоков спроса и предложения. При шоке спроса, сопровождающемся ростом выпуска и дефлятора, номинальный ВВП заметно отклоняется от целевой траектории и требует реакции ДКП. При неблагоприятном шоке предложения рост дефлятора частично компенсируется снижением выпуска, поэтому отклонение номинального ВВП может быть меньше, а требуемая реакция — менее жесткой. Это снижает процикличность ДКП и повышает устойчивость режима к шокам предложения.

Таблица 2.5. Сравнение семейства режимов таргетирования номинального ВВП

Режим	Сильные стороны	Уязвимости	Оценка
NGDP-T	Не усиливает процикличность при шоках предложения. Робастность к ошибкам идентификации шоков.	Более слабое заякорение инфляционных ожиданий, чем в режимах семейства ТИ. Повышенная волатильность долгосрочных ставок. Низкая операционная применимость.	+1
NGDP-AT	Не усиливает процикличность при шоках предложения. Робастность к ошибкам идентификации шоков. Межвременное управление ожиданиями.	Более слабое заякорение инфляционных ожиданий, чем в режимах семейства ТИ. Меньшая предсказуемость долгосрочных ставок. Низкая операционная применимость.	+1
NGDP-LT	Сглаживает процикличность при шоках предложения. Высокая робастность к ошибкам идентификации шоков. Относительная устойчивость к фискальному давлению. Более предсказуемая траектория долгосрочных ставок	Слабее заякоривает инфляционные ожидания, чем PLT и IT. Уязвимость к структурным сдвигам и необходимость корректировки целевой траектории. Низкая операционная применимость.	+3

Источник: составлено ИНП РАН.

Наилучшую комбинацию устойчивости, контрцикличности и предсказуемости внутри семейства режимов таргетирования НВВП демонстрирует таргетирование уровня НВВП; по итоговой оценке этот режим сопоставим с FIT, но опирается на иную логику устойчивости. В отличие от режимов ТИ, он не требует явного различения шоков спроса и предложения, поскольку стабилизирует траекторию номинального дохода. Это может повышать устойчивость долговой динамики и уменьшать цикличность реакции ДКП.

Вместе с тем режимы таргетирования НВВП обладают двумя существенными недостатками. Первый — низкая операционная применимость, поскольку статистика национальных счетов публикуется с лагом и подвержена пересмотрам. Второй — менее прямое заякорение инфляционных ожиданий, поскольку целевой ориентир задается в терминах номинального дохода, а не инфляции. Если первая проблема может быть частично смягчена повышением оперативности расчетов и использованием текущих оценок, то вторая носит более фундаментальный характер. При стабильной динамике реального ВВП таргетирование НВВП обычно совместимо со стабильной инфляцией. Однако при множественных негативных шоках предложения стабильный НВВП может достигаться через сочетание более высокого дефлятора и более низкого выпуска, на что ДКП будет реагировать слабее, чем в режимах жесткого ТИ.

Несмотря на активные дискуссии в 2010-х — начале 2020-х годов, на данный момент ни один центральный банк не использует полноценный режим ДКП с таргетированием НВВП. Это связано, во-первых, с операционными проблемами статистики и пересмотров данных, а во-вторых, с тем, что для центральных банков, уже использующих ТИ, потенциальные преимущества перехода пока не выглядят достаточными, чтобы компенсировать коммуникационные и репутационные риски смены режима.

На Рисунке 2.3 представлены стилизованные свойства режимов обоих семейств, где для каждого критерия выделены наиболее сильные характеристики.

Режимы ТИ лучше заякоривают инфляционные ожидания, обеспечивают более предсказуемую реакцию ДКП и в большей степени способствуют стабильности долгосрочных ставок. Вместе с тем они менее устойчивы в среде множественных шоков предложения, ошибок идентификации природы шоков⁷³ и в ряде случаев более уязвимы к фискальному давлению.

В свою очередь, режимы таргетирования номинального ВВП лучше адаптированы к смешанным шокам спроса и предложения, более устойчивы к неопределенности природы шоков и в ряде случаев демонстрируют большую устойчивость к фискальному давлению, могут проявлять большую контрцикличность по отношению к кредитному циклу через стабилизацию номинального дохода. Однако они слабее заякоривают инфляционные ожидания, в меньшей степени ориентированы на прямую стабилизацию инфляции и долгосрочных ставок и сопряжены со значительными операционными сложностями.

Режимы ТИ демонстрируют ограниченную способность сглаживать финансовый цикл, поскольку ставка реагирует преимущественно на отклонения инфляции и разрыва выпуска, тогда как кредитная динамика и цены активов в базовой рамке оказываются вне прямой функции реакции ДКП. Режимы таргетирования НВВП могут обеспечивать более выраженную контрциклическую реакцию, поскольку стабилизируют траекторию совокупного номинального дохода, а не только отдельные номинальные индикаторы. Однако эффекты ДКП в обоих случаях носят преимущественно косвенный характер: реакции ставки недостаточно для управления кредитными потоками и рисками активов. Поэтому для предотвращения нарастания дисбалансов используется макропруденциальная политика, нацеленная на прямое регулирование кредитного и финансового цикла.

⁷³ Во-первых, при множественных и разнонаправленных шоках снижается наклон кривой Филлипса, что ослабляет связь между отклонениями выпуска и инфляцией и делает реакцию ставки менее эффективной. Во-вторых, усиливается неопределенность в оценке разрыва выпуска, что повышает вероятность ошибок идентификации шоков и процикличности реакции ДКП. В-третьих, волатильность цен и изменения относительных цен повышают чувствительность инфляционных ожиданий, что приводит к снижению заякоренности.

В условиях роста государственного долга, расширения дефицитов и повышения премий за риск ДКП сталкивается с риском фискального доминирования. Вне зависимости от режима возникает конфликт с бюджетной политикой, а пространство для контроля над номинальными переменными — инфляцией и номинальным доходом — сокращается. Разница между режимами заключается в том, как быстро этот конфликт становится макроэкономически значимым. В режимах ТИ с более жесткой реакцией на шоки конфликт может проявляться быстрее⁷⁴. Режимы НВВП могут отодвигать риск фискального доминирования за счет большей предсказуемости траектории номинального дохода и менее проциклической реакции на шоки предложения, но не устраняют сам конфликт. В таких условиях ДКП способна лишь частично сглаживать динамику, но не может восстановить макроэкономическую устойчивость без параллельных действий бюджетной, структурной и макропруденциальной политики.

Структурные сдвиги требуют адаптации любого режима ДКП. Однако если в режимах ТИ обычно пересматриваются параметры реакции, оценки равновесных переменных и горизонт возврата к цели, тогда как цель по инфляции меняется редко, то в режимах таргетирования НВВП структурные изменения могут потребовать корректировки самой целевой траектории номинального дохода.

Анализ реакции режимов ДКП показывает, что в рамках принятых критериев, в среде множественных и плохо идентифицируемых шоков⁷⁵, режимы ТИ, как правило, уступают режимам таргетирования НВВП по робастности. Однако при достаточно крупных и продолжительных шоках предложения оба семейства сталкиваются с фундаментальным ограничением: ДКП воздействует первоначально на агрегированный спрос и сталкивается с ограничением способности одновременной стабилизации инфляции и выпуска.

⁷⁴ В PLT и в меньшей степени в АIT, конфликт может проявляться быстрее, поскольку возврат к целевой траектории требует более резкого роста ставок и, соответственно, сильнее увеличивает стоимость обслуживания долга. Гибкое ТИ сохраняет устойчивость дольше.

⁷⁵ При росте количества, амплитуды и длительности шоков предложения.

При ТИ реакция процентной ставки может привести либо к чрезмерному ужесточению и углублению спада, либо к более длительному снижению выпуска с риском снижения потенциала⁷⁶. При таргетировании НВВП происходит иное распределение негативных эффектов — от рецессии к инфляции, что повышает риск более высокой и более устойчивой инфляции, а также разъякорования ожиданий.

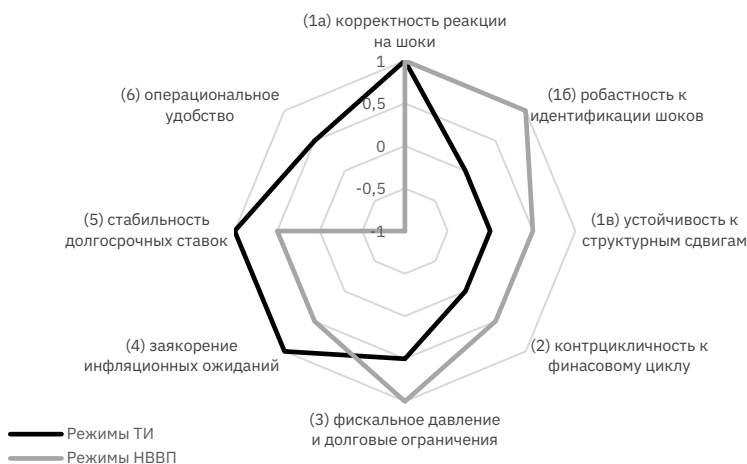


Рис. 2.3. Стилизованные характеристики режимов

Источник: составлено ИНП РАН

В такой среде шоков бюджетная и структурная политика становятся ключевыми каналами стабилизации, если они воздействуют на сам источник шока — рост издержек и ограничения предложения. Целевые субсидии, снижение издержек производителей, инфраструктурные инвестиции, налоговые стимулы для повышения производительности и устранение барьеров смягчают влияние шока на выпуск и уменьшают давление на цены.

⁷⁶ См. моделирование невозвратных инвестиции — Fornaro, Luca, and Martin Wolf. “The Scars of Supply Shocks: Implications for Monetary Policy.” *Journal of Monetary Economics* 140 (2023): 18–36, механизм усиления рецессий — Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., & Werning, I. (2022). “Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?” *American Economic Review*, 112(5), 1437–1474.

Период структурных шоков предложения требует перехода к комплексной макрополитике, способной воздействовать не на симптомы, а на источник дисбалансов. В результате стабилизация все в большей степени зависит от координации ДКП, фискальной, структурной и макропруденциальной политики. Именно это позволяет смягчать шоки предложения, сбалансировать кредитный цикл, снижать долговую уязвимость и адаптировать экономику к долгосрочным изменениям трендов.

Годовые доклады МВФ и БМР в 2023–2025 гг. акцентируют внимание на необходимости именно такого комплексного подхода. В среде, в которой шоки стали многоканальными, длительными и плохо идентифицируемыми, ни один из «чистых» режимов ДКП не способен автономно обеспечить устойчивость экономики — центральный банк оказывается перед дилеммой, которую невозможно разрешить исключительно процентной ставкой. В рамках многоуровневой системы стабилизации общая устойчивость определяется согласованностью политик, а не жесткостью каждой из них.

2.4. Возможные направления эволюции ДКП в России

ЦБ РФ реализует режим ТИ, соответствующий гибкому ТИ: сохраняется таргет по инфляции в 4%; горизонт сходимости к цели сходимости к цели является переменным и в стрессовых условиях может растягиваться от нескольких кварталов до порядка двух лет⁷⁷; подчеркивается компромисс между достижением цели по инфляции и сглаживанием масштаба циклических колебаний выпуска⁷⁸; Банк России в явном виде анализирует природу шоков спроса и предложения, а скорость возврата инфляции к цели может различаться в зависимости от их характера⁷⁹.

⁷⁷ См. базовые прогнозы банка России в 2020–2025 гг.

⁷⁸ Здесь и далее — «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 гг.».

⁷⁹ См. пресс-релиз по итогам заседания Совет директоров Банка России 24.10.2025, или М. Ступин «Оценка вклада шоков спроса и предложения в динамику экономической активности на основе оперативных данных», ЦБРФ, 2025.

Из Таблицы 2.6 видно, что инфляционные ожидания и долгосрочные ставки с 2021 г. значительно возросли. Изменение долгосрочных ставок объясняется ростом реальной равновесной ставки (+2,5%), премии за риск (+2–3,5%) и инфляционных ожиданий (+2–3%). Влияние ДКП на первые два компонента ограничено, поскольку они в значительной степени определяются структурными факторами, долгосрочными шоками и санкционными рисками.

Таблица 2.6. Декомпозиция долгосрочной ставки в III кв. 2021 г., III кв. 2025 г.

	2021 г.	2025 г.	Изменение
Реальная равновесная ставка	1–2%	3,5–4,5%	2,5%
Инфляционные ожидания (средне- и долгосрочные)	4%	6–7%	2–3%
Премия за риск	1–1,5%	3–5%	2–3,5%
Нейтральная долгосрочная номинальная ставка	5–6%	7,5–8,5%	2,5%
Наблюдаемая долгосрочная номинальная ставка	6,5–7,3%	14,5%	7,2–8%

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 г., 2026 г., данные Мосбиржи, расчеты ИМП РАН.

Инфляция с 2021 г., кроме 5 месяцев в 2023 г., находится выше таргета. Инфляционные ожидания с июля 2024 г. находятся на повышенном уровне⁸⁰. Инфляционные ожидания населения демонстрируют признаки незаякоренности, что подтверждается их анализом в период до 2022 г.⁸¹

Влияние на инфляционные ожидания — одна из центральных задач режима гибкого ТИ. Современная литература показывает, что длительное превышение инфляцией целевого уровня (более 12–18 мес.) повышает риск дрейфа инфляционных ожиданий

⁸⁰ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 гг.».

⁸¹ Грищенко В., Кадрова О., Поршаков А., Чернядьев Д. «Оценка заякоренности инфляционных ожиданий для России», Аналитическая записка. Банк России. Июль 2022.

вверх, особенно у домохозяйств⁸². Это можно интерпретировать как переход части домохозяйств от рационального невнимания к более частому отслеживанию цен. Ожидания становятся адаптивными, и они начинают следовать фактической инфляции. Поэтому ситуацию, когда инфляция длительное время находится выше цели, а ожидания населения устойчиво повышены, корректнее интерпретировать как признак ослабления закоренности ожиданий отдельных групп экономических агентов и возросшей нагрузки на режим ТИ в условиях затяжных шоков.

Анализ, представленный в главах 1 и 3, показывает, что начиная с 2022 г. российская экономика переживает сочетание внешних и внутренних шоков. Из раздела 2.3 следует, что комбинация множественных негативных шоков спроса и предложения, структурных изменений и роста неопределенности выходит за рамки условий, в которых режим гибкого ТИ способен эффективно самостоятельно обеспечивать макроэкономическую стабилизацию. В частности, проявилось одно из ограничений режима — ослабление закоренности инфляционных ожиданий в условиях затяжной высокой инфляции и длительного горизонта возврата к цели. Отдельным вопросом является анализ влияния длительного периода жесткой ДКП на динамику выпуска и возможные долгосрочные последствия для потенциала. Перераспределение ресурсов в пользу приоритетных направлений и сжатие остальных секторов имеет пределы, задаваемые ограничениями по мощностям, используемым технологиям и дефициту труда. В этих условиях дальнейшая траектория экономики требует перехода к модели, ориентированной на более сбалансированный рост и повышение эффективности производства.

Ключевые вызовы для макроэкономической политики можно разделить на несколько групп. Во-первых, это устойчивые шоки предложения, которые одновременно поднимают инфляцию и снижают потенциальный выпуск. Во-вторых, бюджетные огра-

⁸² Coibion, O., & Gorodnichenko, Y. (2015). Information rigidity and inflation expectations. *Review of Economics and Statistics*, 97(2), 520–541.

ничения, возникающие из-за низких темпов роста доходов, увеличения обязательств, роста процентных расходов и сужения пространства бюджетного финансирования. В-третьих, внешний контур, в котором валютный рынок, трансграничные расчеты и санкционные ограничения становятся самостоятельным источником инфляционных и финансовых рисков. В-четвертых, поиск условий для достижения стратегических целей по инвестиционному и технологическому развитию.

Именно совмещение этих вызовов формирует нынешние ограничения и новые задачи для ДКП. Необходимо комплексное и взаимосвязанное использование не только инструментов ДКП, но и системы макроэкономической политики (ДКП, бюджетной, макропруденциальной) и отдельных отраслевых мер. Такой подход соответствует логике указа Президента РФ от 7 мая 2024 г. № 309 закрепляет в числе национальных целей развитие «устойчивой и динамичной экономики» и обеспечение «технологического лидерства». Макроэкономическую политику поэтому целесообразно оценивать не только по ее способности обеспечивать среднесрочную стабилизацию, но и по тому, в какой мере она создает условия для достижения стратегических целей.

Анализ в разделе 2.2 показывает, как экономические вызовы исторически формировали изменения режимов ДКП. В настоящее время изменение структуры внешних шоков — рост интенсивности шоков предложения в 2020-х также привел к переосмыслению эффективности режимов ТИ не только в теоретической литературе, но и в практике центральных банков. Показателен пример ФРС США. Введенный режим гибкого таргетирования средней инфляции в 2020 г., был пересмотрен в 2025 г.⁸³ В аналитическом смысле это можно интерпретировать как признак того, что режим, сконструированный под низкоинфляционную среду, стал менее робастным в условиях

⁸³ ФРС США в 2025 г. официально завершила пересмотр режима ДКП 2020 г. и 22 августа 2025 г. опубликовала обновленное Заявление о долгосрочных целях и стратегии ДКП (Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy).

бюджетного смягчения и негативных шоков предложения⁸⁴.

Режим координации

Задача трансформации режима ДКП состоит в: (1) снижении уязвимостей режима гибкого ТИ в условиях крупных шоков предложения, ошибок их идентификации и структурных сдвигов; (2) создании пространства для структурных реформ без подрыва доверия к ценовой стабильности.

Ограничения гибкого ТИ, связанные с меньшей устойчивостью и процикличностью при шоках предложения, в существенно меньшей степени выражены у режимов таргетирования НВВП. Однако переход от гибкого ТИ к режиму НВВП, вероятно, не является эффективным решением в силу операционных ограничений последнего и репутационных рисков смены режима ДКП. Вместе с тем трансформация гибкого ТИ за счет учета динамики номинального дохода в функции реакции ДКП может компенсировать часть этих недостатков.

Содержательно предлагается дополнить гибкое ТИ ограничением на траектории дезинфляции, создающие риск необратимых потерь выпуска и потенциала. Логика введения такого ограничения близка к учету финансовой стабильности: речь идет не о новой конечной цели, а о дополнительном ограничении на реакцию ДКП в ситуации, когда источник инфляции лежит вне периметра прямого воздействия процентной ставки. Риск падения выпуска и ухудшения потенциала не может быть устранен только инструментами центрального банка и требует запуска программы неинфляционного расширения предложения. Имеется в виду формальный механизм переключения не мандата, а процедурного режима — от автономной стабилизации инфляции к координационному режиму при приближении к определенным триггерам.

⁸⁴ Кроме этого, были ошибки в коммуникации, оценке структурных изменений. Подробнее см. Duncan, R., Martínez-García, E., & Miller, R. (2025). "Tempting FAIT: Average Inflation Targeting and Post-COVID Macroeconomics." Dallas Fed Working Paper No. 2502.

1. ЦБ формирует доклад с диагностикой источников инфляции и перечнем мер вне периметра ДКП, критичных для дезинфляции.
2. Правительство разрабатывает программу структурных мер, направленных на неинфляционное расширение предложения (труд, технологии, цепочки поставок, инфраструктура):
 - оперативная разработка и принятие;
 - подтвержденное финансирование;
 - фиксированный горизонт;
 - достаточность мер, подтвержденной прогнозом эффектов, КРІ;
 - набор быстрых мер снижения инфляционного давления.
3. ЦБ удлиняет горизонт схождения к цели — допускает более длительное отклонение инфляции от таргета при сохранении номинального якоря, но только при наличии верифицируемой программы мер.
4. При ухудшении инфляционных ожиданий, усилении вторичных эффектов или неисполнении программы мер ЦБ реализует ДКП в полном соответствии с мандатом ценовой стабильности.
5. Коммуникация координации охватывает траекторию инфляции и выпуска, горизонт возвращения к цели, а также действия ДКП и бюджетной политики при срабатывании негативных триггеров.

Для практического применения механизм координации должен опираться не на общий диагноз, а на набор наблюдаемых триггеров. К ним могут относиться: сочетание ускорения инфляции, включая устойчивое превышение инфляционных ожиданий над целевым уровнем; рост долгосрочных ставок и риск-премий, не объясняемый одной лишь траекторией ключевой ставки; а также существенное отклонение динамики НВВП или потенциала вниз относительно базового диапазона и признаки перехода временного спада в устойчивое ослабление инвестиционной и производственной динамики в чувствительных к ставке сегментах. Именно комбинация таких индикаторов должна служить основанием для запуска координационного режима.

Дополнительным эффектом механизма координации может являться снижение стоимости структурных реформ. Активная бюджетная политика, поддерживающая структурные реформы, увеличивает инвестиционный спрос. А при российской высокой загрузке мощностей и ресурсных ограничениях, это с высокой вероятностью формирует проинфляционный импульс. Проинфляционный эффект таких мер проявляется быстрее, чем рост потенциала и последующее ослабление ценового давления. Реагируя на ускорение инфляции, ДКП повышает ставку, что увеличивает стоимость финансирования реформ для бюджета и квазибюджетной поддержки и сдерживает инвестиции частного сектора. В результате инструменты макрополитики могут работать в противофазе

Координация при наличии эффективной программы неинфляционного расширения предложения способна снизить стоимость дезинфляции для экономики. В этой связи целесообразно рассмотреть формализованное распределение ответственности за антиинфляционные меры между ведомствами. Мандат ЦБ при этом не меняется, однако реакция ставки может быть менее жесткой, если в рамках координации Правительство берет на себя меры по ограничению вторичных эффектов, включая индексацию, тарифные решения и динамику бюджетных заработных плат.

Ключевым условием успешности координации макроэкономической политики является сохранение доверия к номинальному якорю. Координационный режим должен восприниматься не как отказ центрального банка от мандата и не как признание пределов эффективности процентной ставки, а как заранее определенный условный механизм достижения цели в ситуации, когда дезинфляция исключительно средствами ДКП становится чрезмерно дорогостоящей или частично неработающей.

В этом случае доверие поддерживается не только демонстрацией готовности к ужесточению ДКП, но и прозрачностью и внутренней непротиворечивостью самого координационного режима: заранее определенными триггерами входа, условиями реализации мер, допустимым горизонтом отклонения инфляции

от цели и правилами возврата к автономному режиму гибкого ТИ. В противном случае рынок будет интерпретировать координацию как де-факто ослабление режима и повышать вероятность восприятия такой конфигурации как движения к фискальному доминированию.

В коммуникационном плане этот шаг должен быть жестко обусловлен: более плавное ужесточение ДКП допустимо только как условная мера при наличии реализуемой и верифицируемой программы действий на стороне предложения, а не как механизм отсрочки дезинфляции без реальных мер. Поэтому при отсутствии подтвержденного финансирования, срыве сроков или недостаточности мер ЦБ должен возвращаться к автономному режиму гибкого ТИ.

Границы допустимой координации

Координационный режим не должен принимать форму таргетирования долгосрочных ставок (Yield Curve Control, YCC). Опыт YCC показывает, что этот инструмент работает лишь в условиях устойчиво низкой инфляции, слабой волатильности инфляционных ожиданий и предсказуемой бюджетной траектории. В среде растущей инфляции, повышенных премий за риск и внешних шоков YCC становится уязвимым, поскольку требует готовности центрального банка к потенциально крупным и длительным покупкам государственного долга⁸⁵.

Японский опыт показывает, что даже длительно применявшийся YCC в конечном счете был свернут по мере изменения инфляционной среды и роста значимости побочных эффектов в 2021–2023 гг.⁸⁶, а опыт Австралии 2021 г. продемонстрировал, насколько быстро режим таргетирования доходности может потерять устойчивость при пересмотре инфляционных ожиданий и рыночной оценки будущей траектории ставок⁸⁷.

⁸⁵ Nakaso, Hiroshi. 2021. "Yield Curve Control: Learning from the Past." *International Journal of Central Banking* 17 (5): 1–14, Reis, Ricardo. 2021. "The Constraint on Public Debt When $r < g$ but $g < m$." ECB Working Paper No. 2532

⁸⁶ Adam, Klaus, and Takushi Kurozumi. 2022. "Why Abandon Yield Curve Control? Lessons from Japan." TCER Working Paper E-208

⁸⁷ Debelle, Guy. 2022. "Review of the Yield Target." Reserve Bank of Australia, March

В текущих российских условиях длительная поддержка определенного уровня долгосрочных ставок означала бы фактическое принятие центральным банком на баланс части премии за риск по государственному долгу. Это создало бы прямой конфликт между достижением цели по инфляции и удержанием доходности государственных обязательств, а также повысило бы риск восприятия такой политики как формы монетизации долга и движения к фискальному доминированию. Поэтому координация должна строиться не через фиксацию длинной ставки, а через условное удлинение горизонта дезинфляции при наличии верифицируемой программы мер на стороне предложения.

Отказ от УСС не означает отказа от работы с длинным концом кривой; более мягкой альтернативой может быть коммуникационный коридор долгосрочных доходностей, основанный не на таргетировании уровня, а на объяснении фундаментально обоснованного диапазона для 5–10-летних ставок. Логика опирается на современную литературу по ожиданиям⁸⁸: если рынок понимает фундаментальные параметры — долгосрочную реальную нейтральную ставку, среднесрочные инфляционные ожидания и премии за риск, то волатильность доходности может снизиться, даже если ее уровень ставок остается высоким.

Публикация такого диапазона может помочь интерпретировать отклонения доходностей не как новый равновесный уровень, а как реакцию на санкционные ограничения, проблемы ликвидности, фискальные риски или геополитическую премию. Это соответствует выводам литературы о том, что прозрачность ДКП и коммуникация центрального банка влияют на структуру кривой через канал ожиданий и временную премию⁸⁹.

Декомпозиция долгосрочных ставок с выделением отдельных премий (риск, срочность, ликвидность) может позволить

⁸⁸ Подробнее о влиянии коммуникации ЦБ на длинный конец кривой, см. Gürkaynak, Refet S., Brian Sack, and Eric Swanson. 2005. "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements." *International Journal of Central Banking* 1 (1): 55–93.

⁸⁹ См. Bauer, Michael D., and Glenn D. Rudebusch. 2016. "Monetary Policy Expectations at the Zero Lower Bound." *Journal of Money, Credit and Banking* 48 (7): 1423–1451.

точнее отделять монетарные факторы от немонетарных и через коммуникацию частично влиять на ту часть волатильности, которая связана именно с монетарной неопределенностью. В первую очередь это относится к компонентам доходности, связанным с ожиданиями политики и премией за ликвидность, а не с суверенным или геополитическим риском.

Коммуникационный коридор не требует покупок активов и не является вторым номинальным якорем. Его задача — сделать прозрачной структуру долгосрочных ставок, отделить макроэкономические факторы от немонетарных рисков и снизить неопределенность. Если же центральный банк начнет покупки активов для удержания уровня долгосрочных ставок, возникнет риск восприятия такого инструмента как скрытой формы поддержки бюджета, что приблизит его уже не к коммуникации, а к УСС. Соответственно, при недоверии к фундаментальным оценкам ЦБ или при росте бюджетных рисков одна лишь коммуникация не будет способна заметно снизить волатильность доходностей.

2.5 Денежно-кредитная политика в условиях системных структурных сдвигов: ограничения и императивы трансформации

Фундаментальной причиной структурных сдвигов, к которым адаптируется мировая экономика и политика, является отказ основных мировых игроков от теории и практики глобализации в ее прежней форме. Этот процесс не является хаотичным распадом; он сопровождается параллельной пересборкой и интеграцией новой конфигурации активов в рамках реформированных экономических и политических союзов. Конечная цель этой пересборки — создание условий для долгосрочного, устойчивого и суверенного развития отдельных стран и макрорегионов.

Геоэкономическая фрагментация за последние годы перешла в новое качество, связанное с переходом политической

инициативы от стран с развивающейся экономикой к таким странам, как США. Теперь можно говорить о формировании новой, доминирующей парадигмы, в рамках которой ведутся основные экономические дискуссии⁹⁰. Процессы, описываемые через геоэкономическую фрагментацию, не просто влияют на научные и политические дебаты — они заново переопределяют их структуру и научный язык.

Стратегический нарратив, определяющий повестку управления структурными преобразованиями, определяется стремлением ведущих центров мирового влияния не превратиться из субъекта мировой политики в объект чужих интересов. В части экономической повестки речь идет о политике формирования крупных программ развития, разрабатываемых и контролируемых государственными институтами, основанных на стратегических инвестициях и внутренней повестке «пространств стратегической автономии».

Геоэкономическая фрагментация и стремление стран-лидеров к стратегической автономии уже привели к важным изменениям: потере доверия к чисто рыночным подходам в вопросах структурных сдвигов; легитимации элементов государственного вмешательства и проактивной промышленной политики; смещению целей экономической политики с максимизации «эффективности» и роста ВВП в краткосрочной перспективе на обеспечение устойчивости, безопасности и суверенитета; фактическому объединению экономических дискуссий по вопросам внешней политики и национальной безопасности, ставших сферой общей стратегической повестки.

Эксперты, политики и бизнесмены работают в парадигме, где принципы рыночной экономики сосуществуют с императивами геоэкономической политики.

Термин «стратегическая автономия» стал новым трендом для выработки гибридной модели управления структурными

⁹⁰ «ФРС пора признать: деглобализация — это надолго. Их модели должны включать перманентный рост издержек из-за локализации производств». Абби Джонсон (Abby Johnson), CEO Fidelity Investments, Financial Times (март 2023). URL: <https://www.ft.com/content/8d3a5e7c-1a4b-4e8a-9d7c-1b0e8d8c9b9a>

изменениями. Он означает способность страны действовать самостоятельно в ключевых областях, не будучи полностью самодостаточной, преодолевая при этом возможное внешнее давление.

Термин «реиндустриализация» означает не только технологическую модернизацию и восстановление значения обрабатывающей промышленности, но и свертывание многолетней практики офшорной оптимизации издержек. Вопрос об экономической эффективности рассматривается в общем контексте национальной безопасности; технологической независимости; социальной устойчивости и эффективного суверенитета.

Все это можно охарактеризовать как «эффективный суверенитет», который представляет собой ответ на кризис глобализации. В институциональном плане это *пересмотр* статуса глобальных цепочек создания стоимости (global value chain, GVC) и роли трансграничных перетоков ресурсов, людей и капитала. В макроэкономическом плане это означает кардинальную переориентацию структурной политики для стран с высокой долей внешнеэкономической деятельности в национальной экономике. Главной целью структурной политики становится не просто экономический рост, но формирование *новой экономической системы*, способной к самовоспроизводству в ключевых, стратегических сегментах.

Роль структурной политики в данном контексте возрастает до уровня системообразующего элемента национальной безопасности. Это потребует координации действий в области бюджетного планирования, инвестиционной и торговой политики, что предполагает формирование новых институтов и механизмов принятия решений в рамках государственной политики. Таким образом, эффективный суверенитет через призму макроэкономики — это создание новой архитектуры народного хозяйства, сочетающей в себе конкурентоспособность на внешних рынках с фундаментальной устойчивостью к внешним шокам и долгосрочным вызовам.

Закономерности, механизмы и последствия формирования новой глобальной конфигурации активов составляют основу

для государственной политики, рассчитанной на структурные преобразования на долгосрочную перспективу. В этой новой реальности денежно-кредитная политика должна найти свою новую, подчиненную стратегическим целям роль, превратившись в гибкий инструмент комплексной и ориентированной на перспективу экономической модели.

Объединение денежно-кредитной и структурной политики в рамках системной координации представляет собой одну из самых сложных теоретических задач при разработке современной макроэкономической стратегии. Эта проблема возникает из-за различий во временных горизонтах, структурах стимулирования и институциональных мандатах каждого типа политики, особенно в поиске компромиссов между краткосрочной макроэкономической стабильностью и долгосрочными производственными преобразованиями.

В содержательном плане главная сложность состоит в теоретических и институциональных основаниях ДКП, позволяющих стать частью долгосрочной стратегии структурных преобразований, поддержав смену вектора на эндогенную модель инвестиционного роста⁹¹.

Такой разворот является императивом не только для экономики России, попавшей под внешние санкции, но и для других экономик мира, на которых сказываются последствия геоэкономической фрагментации и пересборки прежних глобальных цепочек создания стоимости.

В настоящее время идет речь о формировании стратегических пулов капитала для таких стран, как США и ЕС, чтобы поддержать соответствующие программы «национальной конкурентоспособности» и «реиндустриализации», а это, в свою очередь, потребует значительных реформ в системе государственного администрирования. В целом речь идет о нехватке капитала для структурных преобразований в США и ЕС, оце-

⁹¹ Примером системного исследования в этом отношении является отчет McKinsey Global Institute. Out of balance: What's next for growth, wealth, and debt? McKinsey & Company, October 9, 2025. URL: <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/out-of-balance-whats-next-for-growth-wealth-and-debt>

ниваемых в триллионы долларов на среднесрочную перспективу. Это явление получило название «инвестиционного шока», а стратегия ответа — «инвестиционный импульс».

С теоретической точки зрения идея «инвестиционного импульса» означает переход от реактивной макрофинансовой стабилизации к проактивной стратегии накопления капитала как источника роста производительности и «эффективного суверенитета». Это попытка синтезировать кейнсианскую идею автономного инвестиционного импульса с современной парадигмой технологического государства, способного влиять на направление инноваций.

Традиционная ДКП не ставит перед собой целью обеспечить конкретную программу структурных преобразований. На практике ДКП жертвует стратегическими приоритетами ради достижения показателей внутренней логики борьбы с инфляцией и высвобождением агрегированного свободного капитала для расширенного предложения товаров и услуг.

ДКП в ее перспективном виде призвана отвечать на вызовы структурных изменений, ориентируя сбережения и инвестиции в конкретные конечные результаты, связанные с формированием потенциалов безопасного и устойчивого развития в рамках стратегии эффективного суверенитета и стратегической автономии.

Ключевая проблема современной ДКП состоит в том, что краткосрочная проциклическая логика финансового регулирования применяется к структурным сдвигам, вызванным не циклическими колебаниями, а *системными проблемами*, которые включают долгосрочные трансформации экономики — от перестройки глобальных цепочек создания стоимости до технологического суверенитета и энергетического перехода.

Эффективность ДКП в условиях структурной трансформации: компромисс между ростом и устойчивостью. В новом качестве денежно-кредитная политика должна стимулировать изменения структуры экономики. Ее цель — обеспечить переход к новой конфигурации без чрезмерного обесценения активов,

сохраняя приемлемый уровень жизни населения и без раздувания спекулятивных пузырей на фондовом рынке (Таблица 2.7).

Таблица 2.7. Различия традиционной и новой ДКП в условиях геоэкономической фрагментации

	Глобализированная экономика	Регионализованная экономика
Цель политики		Стратегическая автономия и устойчивость
Координационный механизм	Трансграничная финансовая дисциплина; таргетирование инфляции	Региональное руководство по кредитованию; выборочная промышленная защита
Риски	Снижение суверенитета, побочные эффекты проциклической политики	Фрагментация, инфляционное давление
Сильные стороны	Эффективность распределения капитала	Безопасность цепочки поставок, способность к адаптации
Парадигматический результат	“Координация в соответствии с рынком” (основанная на правилах)	“Координация, ориентированная на миссию” (основанная на долгосрочных целях)

Источник: составлено ИНП РАН.

Проблема системной координации заключается не столько в объединении денежно-кредитной и структурной политики, сколько в построении логики общей кратко-, средне- и долгосрочной политики, где макроэкономическая стабильность является не самодостаточной целью, а условием, помогающим в реализации системных структурных преобразований. Достижение этого синтеза требует более гибких мандатов центрального банка, надежных финансовых рычагов, связанных с инвестиционными мультипликаторами, и институциональных механизмов для динамичной адаптации к росту и устойчивости в условиях регионализации мировой экономики.

Мировая экономика в перспективе будет демонстрировать умеренную устойчивость, чему способствуют, прежде всего, доверие к политике, диверсифицированные потоки капитала и интегрированные сети поставок. Развивающиеся рынки стали

более устойчивыми к шокам благодаря более сильной денежно-кредитной независимости и скоординированности структурных реформ, которые защитили их от шоков и снизили риски⁹².

Кластеризация «регионального» производства и специализированные фонды стабилизации и развития повышают способность экономики проходить внешние шоки за счет сокращения цепочек поставок и согласования монетарных и промышленных стимулов на уровне соответствующего макрорегиона. В подобных конфигурациях устойчивость носит структурный и институциональный характер: она сохраняется благодаря диверсифицированной производственной базе и региональным сетям социальной защиты, даже ценой снижения эффективности и более высокой инфляции (Таблица 2.8).

Таблица 2.8. Детерминанты устойчивости новой ДКП

	Глобализированная экономика	Регионализированная экономика
Основной источник устойчивости	Мобильность капитала, диверсифицированные рынки	Местные производственные сети, налоговая солидарность
Фокус координации политики	Таргетирование инфляции и управление потоками капитала	Модернизация промышленности и безопасность цепочки поставок
Тип устойчивости	Адаптивный, основанный на рыночных принципах	Структурный, основанный на потенциале
Основная уязвимость	Распространение и зависимость от глобальной ликвидности	Жесткость инфляции и снижение эффективности
Долгосрочные перспективы	Устойчивая стабильность, медленные преобразования	Замедление роста, усиление автономии и рост надежности

Источник: составлено ИМП РАН.

⁹² World Economic Outlook: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim. International Monetary Fund. Washington, DC. (2025). URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/10/14/world-economic-outlook-october-2025>

Выводы для экономической политики

- Ситуация геоэкономической фрагментации и системного кризиса будет определять развитие мировой экономики на многие годы вперед. В условиях геоэкономической фрагментации роль ДКП состоит в корректировке структурных преобразований в экономике России. ДКП должна быть интегрирована в комплексную систему стратегического планирования и управления, где ее задачи будут подчинены долгосрочным целям структурной трансформации.
- Осмысление последствий множественных шоков последних лет показало, что реакция ЦБ на такие шоки только как на шоки предложения ошибочна, требуется более широкий анализ факторов роста и эффективное реагирование на их изменение.
- Эволюция режимов ДКП демонстрирует переход от простых правил к комплексным и более гибким стратегиям. На середину 2020-х годов таргетирование инфляции остается доминирующей парадигмой ДКП: ее используют треть стран мира, совокупный вклад которых в мировой ВВП превышает 70%. При этом, однако, приоритет и функции самой ДКП в реализации экономической политики в странах мира существенно отличаются. Международная практика свидетельствует о необходимости повышенной координации действий ЦБ с другими регуляторами, что, помимо прочего, создает условия для ограничения независимости ЦБ.
- Ключевая проблема современной ДКП состоит в том, что краткосрочная про- или антициклическая логика финансового регулирования применяется к структурным сдвигам, вызванным не циклическими колебаниями, а системными проблемами — от перестройки глобальных цепочек создания стоимости до технологического суверенитета и энергетического перехода. В этих условиях разные, но стандартные формы таргетирования инфляции не работают эффективно. Необходимо более многофакторное. Приоритетность того

или иного элемента таргета может меняться в зависимости от состояния экономики и целей экономической политики.

- В своем перспективном виде ДКП призвана отвечать на вызовы структурных изменений, ориентируя сбережения и инвестиции в конкретные конечные результаты, связанные с формированием потенциалов безопасного и устойчивого развития.

РАЗДЕЛ 3. РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ АНАЛИЗ ВКЛАДА БЮДЖЕТНОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ЭКОНОМИЧЕСКУЮ ДИНАМИКУ В РОССИИ

3.1. Режимы и условия взаимодействия фискальной и монетарной политики в России

При анализе временного периода 2014–2025 гг. делается вывод об активном характере бюджетно-налоговой политики, проводившейся в 2015 г., 2020 г. и 2023–2025 гг. (Рисунок 3.1.). В целом данный результат согласуется с известным фактом о том, что данные периоды характеризовались бюджетным стимулированием, финансированием дефицита бюджета за счет долга, отменой или ослаблением бюджетных правил.

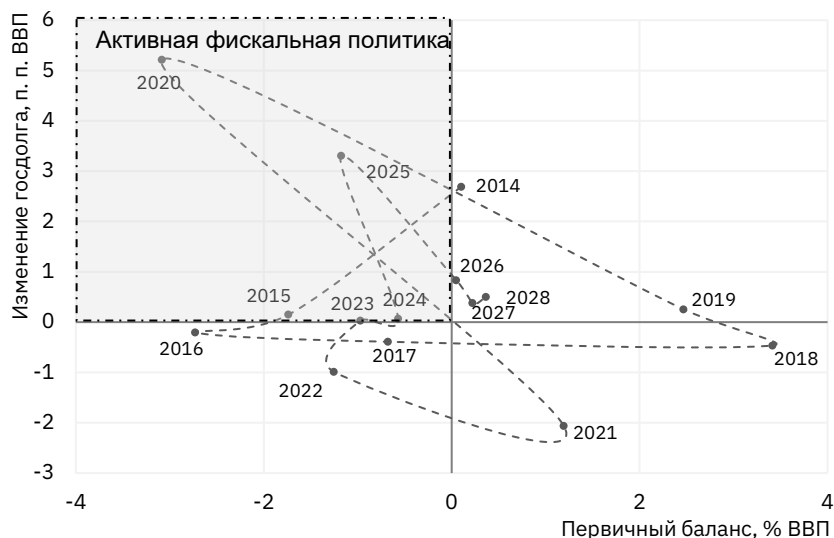


Рис. 3.1. Режимы фискальной политики в России в 2014–2025 гг. и в перспективе 2026–2029 гг.

Источник: расчеты ИНП РАН.

В другие годы бюджетная политика имела пассивный характер, поскольку в большей степени способствовала устойчивости уровня государственного долга, в том числе, посредством финансирования дефицита бюджета за счет средств суверенных фондов (в 2017 г. — Резервный фонд, в 2022 г. — Фонд национального благосостояния). Отметим, что согласно актуальному проекту федерального бюджета на 2026–2028 гг. предполагается поддержание (и наращивание) первичного профицита бюджета, что позволяет ограничить рост государственного долга величиной процентных расходов (Рисунок 3.2).

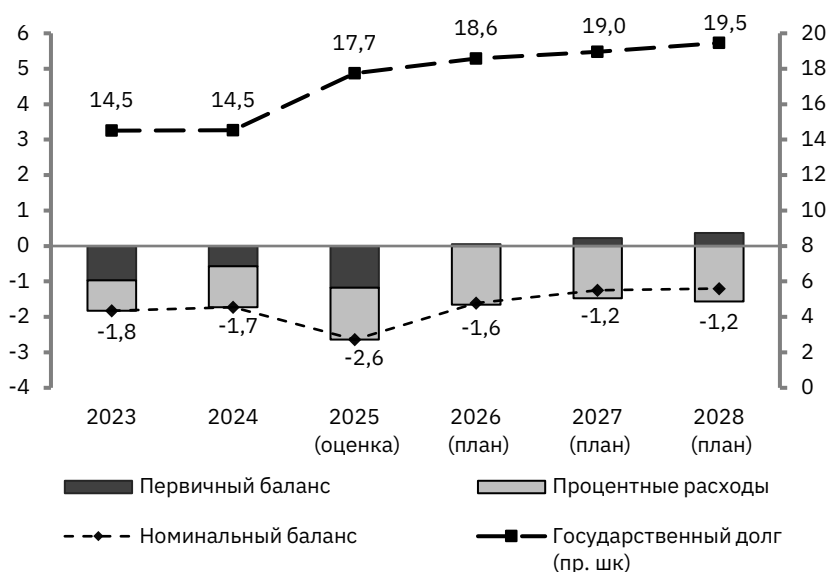


Рис. 3.2. Параметры федерального бюджета в 2023–2025 гг. и в перспективе 2026–2028 гг., % ВВП

Источник: составлено по данным Минфина России.

В свою очередь, в условиях инфляционного таргетирования активная монетарная политика определяется выполнением принципа Тейлора. Согласно ему повышение реальной процентной ставки должно происходить в ответ на положительное отклонение фактической инфляции от целевого показателя, и наоборот.

Полученные результаты определяют наличие активной монетарной политики в периоды 2014 г., 2016 г., 2018 г., 2020 г.,

2023–2025 гг. (Рисунок 3.3). Параметры базового сценария среднесрочного прогноза Банка России также предполагают сохранение активной монетарной политики на горизонте 2027–2028 гг.⁹³

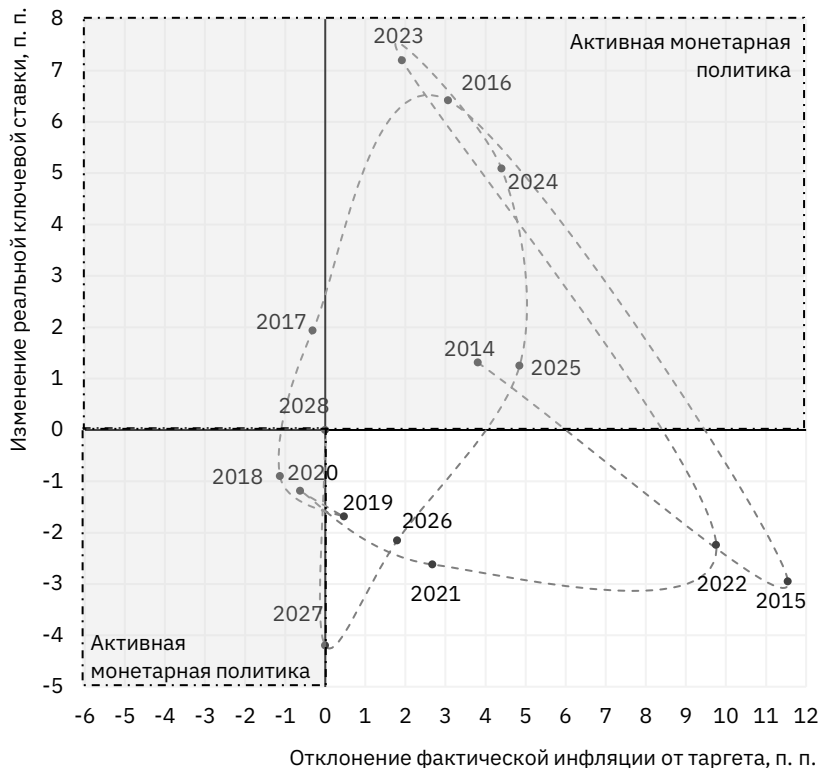


Рис. 3.3. Режимы монетарной политики в России в 2014–2025 гг. и в перспективе 2026–2028 гг.

Источник: составлено ИНП РАН.

Режим пассивной монетарной политики наблюдается преимущественно, когда принятых Банком России решений по ключевой ставке оказалось недостаточно для изменения реальной ключевой ставки в условиях отклонения от цели. Такой режим наблюдается для 2015 г., 2017 г., 2019 г., 2021–2022 гг., а также ожидается в 2026 г.

⁹³ Среднесрочный прогноз Банка России от 24.10.2025 г.

Отметим, что вывод о невыполнении правила Тейлора Банком России в 2015–2017 гг. ранее уже находил эмпирическое подтверждение⁹⁴. В свою очередь, проводимая денежно-кредитная политика в 2021–2022 гг. представляется относительно мягкой и объясняется в первом случае обеспечением восстановительного роста экономики, а во втором — потребностями структурной трансформации и сдерживания масштабов спада экономической активности.

Сопоставив полученные характеристики режимов монетарной и фискальной политики, можно идентифицировать конфигурации их взаимодействия в тот или иной период (Таблица 3.1).

Периоды фискального доминирования преимущественно отсутствовали с момента перехода к режиму инфляционного таргетирования. Исключением является первый год полноценной реализации нового режима в 2015 г. Это может объясняться сохранением более мягких денежно-кредитных условий и бюджетной политики для стимулирования экономики в острой фазе экономического кризиса.

Таблица 3.1. Соотношение режимов монетарной и фискальной политик в России в 2014–2024 гг. и в перспективе 2026–2028 гг.

		Монетарная политика	
		Активная	Пассивная
Фискальная политика	Активная	Отсутствие координации: 2020 г., 2023 г., 2024 г., 2025 г.	Фискальное доминирование: 2015 г.
	Пассивная	Монетарное доминирование: 2014 г., 2016 г., 2018 г., 2027 г., 2028 г.	Отсутствие координации: 2017 г., 2019 г., 2021 г., 2022 г., 2026 г.

Источник: оценки ИНП РАН.

⁹⁴ Korhonen I., Nuutilainen R. Breaking monetary policy rules in Russia // Russian Journal of Economics. 2017. Vol. 3. Pp. 366–378. DOI: 10.1016/J.RUJE.2017.12.004

Тем не менее, основной проблемой является именно отсутствие устойчивой координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политиками в рамках уже довольно продолжительного периода 2019–2025 гг.

Проведение одновременно активной бюджетно-налоговой политики, допускающей дефицит бюджета и наращивание госдолга, и активной денежно-кредитной политики, приоритизирующей подавление роста цен посредством повышения ключевой ставки, обострило конфликт целей и увеличило издержки достижения ценовой стабильности.

Таким образом, координация денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики представляется необходимым фактором для обеспечения ценовой стабильности. Актуальный проект федерального бюджета на 2026–2028 гг. и среднесрочный прогноз Банка России предполагают возвращение координации в рамках режима монетарного доминирования только в 2027 г. Об этом свидетельствует сохранение высокой ключевой ставки при укреплении структурной сбалансированности федерального бюджета, в том числе значительном сокращении нефтегазового дефицита (Рисунок 3.4).

В дальнейшем ожидается комбинация пассивной денежно-кредитной политики и пассивной бюджетно-налоговой политики. При сохраняющемся превышении инфляции над целевым уровнем реальная ключевая ставка будет снижаться, что может отражать приоритизацию поддержки экономической активности. В то же время в рамках бюджетной политики предполагается укрепление первичного профицита для ограничения роста государственного долга. Такое сочетание может быть направлено на снижение макроэкономических рисков, однако не обеспечивает внутренней согласованности в ценовой динамике.

Сочетание пассивных режимов ДКП и БП в теоретической литературе рассматривается как наиболее уязвимое с точки зрения устойчивости ценового равновесия. В условиях, когда центральный банк снижает интенсивность реакции на инфляционный разрыв, а бюджет ограничивает совокупный спрос через консолидацию, уровень цен становится во многом эндо-

генным результатом ожиданий частного сектора и внешних факторов. Это увеличивает неопределенность траектории инфляции и может привести к повышенной волатильности ценовой динамики, особенно при шоках со стороны внешней конъюнктуры.

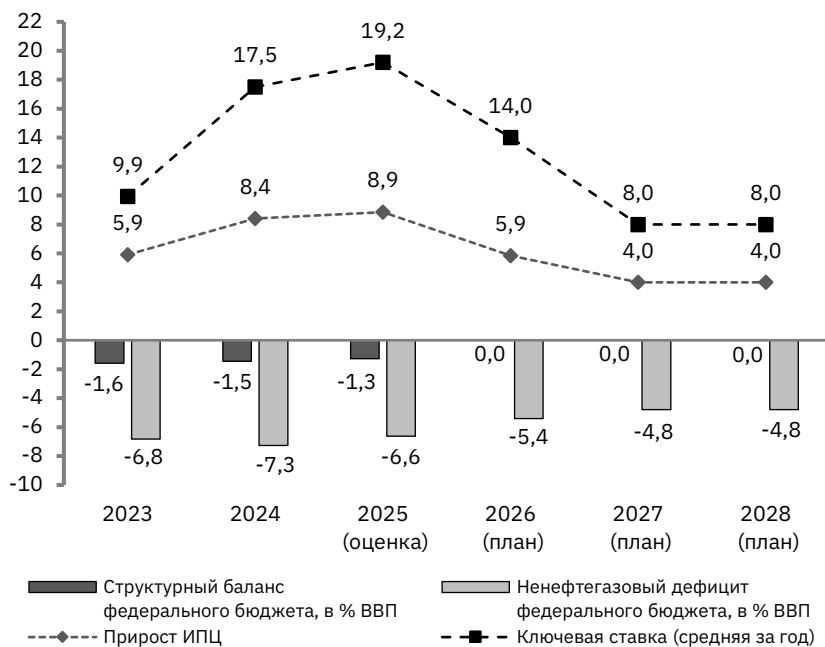


Рис. 3.4. Фактические значения ключевых параметров ДКП и БНП в 2023–2025 гг. и прогнозируемые значения на 2026–2028 гг.

Источник: составлено на основании данных Минфина России и Банка России.

Следует отметить, что важным условием для реализации плана по повышению координации политики является выполнение бюджетного правила. Достижение целевого показателя в виде структурного первичного баланса бюджета обеспечивает предсказуемость бюджетной политики и, как следствие, реакцию на нее со стороны монетарных властей.

На важность данного механизма также указал Президент России, заявив в своем выступлении на совещании по эконо-

мическим вопросам, что возвращение к бюджетному правилу должно оказать сдерживающее влияние и на инфляцию⁹⁵.

Рассматривая потенциально действенные способы предотвращения возникновения фискального доминирования, Э. Липер также указывает на механизм бюджетного правила⁹⁶. При этом автор обращает внимания на два условия эффективной реализации данного механизма. Бюджетные правила должны учитывать как актуальные макроэкономические условия (например, посредством привязки целевого показателя к уровню инфляции), так и сдерживать неэкономические мотивы при принятии решений в рамках фискальной политики.

В свою очередь, существующие эмпирические исследования подтверждают комплементарность механизма бюджетного правила режиму инфляционного таргетирования. На данных по 140 развитым и развивающимся странам в период 1990–2009 гг. обнаружено, что применение бюджетных правил повышает эффективность инфляционного таргетирования, обеспечивая координацию действий правительства и центрального банка. Результатом сочетания бюджетных правил и инфляционного таргетирования становится достижение ценовой стабильности и устойчивости государственных финансов⁹⁷.

Результаты оценивания модифицированного правила Тейлора для развитых стран-экспортеров сырья демонстрируют, что центральные банки рассматриваемых стран в случае перехода к режиму таргетирования инфляции переключались преимущественно в активный режим ДКП⁹⁸. В ситуации проведения активной монетарной политики правительству целе-

⁹⁵ Совещание по экономическим вопросам от 28.10.2024. URL: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/74935> (Дата обращения: 30.10.2024).

⁹⁶ Leeper E. M. Fiscal Dominance: How Worried Should We Be? // *Mercatus Policy Brief Series*. 2023. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4665190>

⁹⁷ Combes J., Debrun X., Minea A., Tapsoba R. Inflation Targeting, Fiscal Rules and the Policy Mix: Cross-effects and Interactions // *The Economic Journal*. 2018. Vol. 128. Issue 615. Pp. 2755–2784. DOI: 10.1111/eoj.12538

⁹⁸ Белова Е.А., Перевышин Ю.Н. Устойчивость государственного долга и инфляции в рамках взаимодействия фискальной и монетарной политики // *Аудит и финансовый анализ*. 2017. №. 2. С. 171–179.

сообразно применять бюджетные правила. Это позволит перейти к пассивной фискальной политике и, как следствие, снизить риски высоких темпов инфляции и проблем с государственным долгом.

Тем не менее, практическая реализация бюджетного правила в России сталкивается с существенными проблемами, снижающими результативность данного механизма. Частые корректировки и приостановки действия бюджетных правил препятствуют выполнению координационной функции. Применяющаяся конструкция бюджетного правила нуждается в совершенствовании, целью которого должно стать обеспечение гибкости ограничительного механизма, позволяющего оперативно реагировать на изменения экономической конъюнктуры и внешние шоки.

3.2. Вклад бюджетной политики в формирование экономической динамики в условиях трансформации бюджетных принципов

В качестве основных направлений бюджетной политики в последние годы выделялись мероприятия, направленные на содействие достижению национальных целей развития⁹⁹. Однако в 2022 г. в связи с обострением геополитической ситуации принципиально изменились условия реализации экономической политики, что привело к частичному изменению подходов к использованию ряда инструментов фискальной политики. В частности, произошло перераспределение налоговой нагрузки между различными группами налогоплательщиков при ожидаемом общем увеличении налоговой нагрузки на экономику.

Среди мер, способствующих повышению налоговой нагрузки, можно выделить увеличение основной налоговой ставки по налогу на прибыль организаций; введение прогрессивной

⁹⁹ «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов» (разработаны Минфином России).

шкалы налогообложения по налогу на доходы физических лиц; повышение основной налоговой ставки по налогу на добавленную стоимость. Также финансовыми властями начали реализовываться меры по оценке эффективности фискальных преференций и по отмене неэффективных льгот. Кроме того, изменилась структура бюджетных расходов, как в части дополнительных бюджетных ассигнований, так и приоритизации расходов действующих государственных программ¹⁰⁰.

Российская бюджетная система аккумулирует в виде бюджетных доходов порядка 34–38% ВВП, что обеспечивает значимый потенциал ее вклада в формирование экономической динамики через перераспределение национального дохода. При этом, на наш взгляд, такой потенциал следует оценивать не только с точки зрения влияния непосредственно на показатели конечного спроса и выпуска, но и в более глобальном контексте — через формирование предпосылок для повышения качества человеческого капитала, так как деятельность соответствующих секторов экономики (образование, здравоохранение, наука) реализуется преимущественно через государственное финансирование. При этом последнее является определяющим фактором обеспечения долгосрочного устойчивого экономического развития в условиях ужесточающихся ограничений демографического характера.

Влияние бюджетной политики на экономическую динамику в последние пять лет определялось изменениями некоторых ее принципов: достаточно продолжительный период отказа от главенства принципа стабильности для интенсификации бюджетных расходов в условиях внеэкономических ограничений (сначала пандемийных, затем — условий функционирования экономики при проведении СВО и преодоления санкций). Так, расходы бюджетной системы возросли с 33–34% к ВВП во

¹⁰⁰ «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (разработаны Минфином России); «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов» (разработаны Минфином России).

второй половине 2010-х годов до 39% в 2020 г. и 35–39% в 2022–2025 гг.

Это стало причиной повышения значимости динамики государственного потребления в формировании динамики ВВП (с 0,3 проц.п. в 2020–2021 гг. до 1,2 проц.п. в 2022 г. и в 2023 г., 0,9 проц.п. в 2024 г.). Кроме того, рост бюджетных расходов опосредованно влиял на потребление домашних хозяйств через повышение доходов населения (заработная плата бюджетников, пенсии и социальные выплаты, выплаты участникам СВО и пр.), а также на динамику инвестиций, финансируемых как напрямую из бюджета, так и из ранее накопленных средств Фонда национального благосостояния, когда его ликвидная часть переводится в ценные бумаги российских компаний.

Масштабное расширение оборонзаказа не только увеличивало выпуск соответствующей продукции, но и обеспечивало рост заработных плат и инвестиций в этом секторе. Например, наиболее динамичный рост среднемесячной заработной платы в 2022–2024 гг. фиксировался по виду деятельности «Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования»: +81% к 2021 г. против +56% в среднем по экономике.

При этом финансирование увеличившихся расходов осуществлялось за счет расширения внутреннего госдолга (с 9% к ВВП в конце 2010-х годов до 12–14% в 2020–2024 гг.) и повышения налоговой нагрузки в части нефтегазовых доходов (увеличение ставок налога на прибыль и таможенных пошлин на неэнергетический экспорт, введение прогрессивной ставки НДФЛ и расширение налогооблагаемой базы, например налогообложение доходов по вкладам, прочие «квазиналоговые» новации, такие, как утилизационный сбор).

Снижение нефтегазовых доходов (% к ВВП) также накладывало дополнительные требования к повышению поступлений по прочим бюджетным доходам. В результате, нефтегазовые доходы бюджетной системы возросли с 26% к ВВП в 2022 г. до 30% в 2024–2025 гг., и в перспективе до 2028 г., по оценкам ИНП РАН, зафиксируются на уровне 30–31%.

Значимость бюджетной политики для обеспечения долгосрочного роста экономики требует также дополнительного учета роста спроса на услуги сектора «экономики знаний», который будет продиктован объективными факторами: рост продолжительности жизни и необходимость пролонгации «активной» фазы жизни; снижение рождаемости и повышение демографической нагрузки на работающее население со стороны пенсионной системы; общее снижение численности населения; существенное расширение «демографической нагрузки» в рамках бюджетной системы (к которой относятся не только расходы на пенсионную систему, но и меры по поддержке семей с детьми), которое ограничивает поле маневра по изменению структуры бюджетных расходов.

В этих условиях необходимым фактором долгосрочного устойчивого экономического развития станет рост расходов (как частных, так и государственных) на развитие здравоохранения (увеличение нагрузки на эту систему в связи с увеличением доли населения в старшем возрасте) и образования (в первую очередь, как системы повышения квалификации и переориентации на смежные профессии для обеспечения трудовой мобильности внутри одной отрасли или между отраслями).

Необходимость в увеличении объемов финансирования здравоохранения и образования потребует соответствующего роста производительности в прочих видах деятельности (с соответствующим ростом доходов), что, в свою очередь, потребует повышения доли расходов на научное обслуживание, которое позволит нарастить эффективность использования факторов производства.

Высокая дифференциация населения по уровню доходов вкупе с высокой долей расходов на продукты питания и услуги ЖКХ не позволила кардинально расширить рынок платных услуг к началу 2020-х годов. Их доля в сфере образования сократилась с 20% в 2000-х годах до 10–14% к началу 2020-х годов; аналогичный показатель в здравоохранении снизился с 20–25% до 17–18% соответственно. В связи с этим с точки зрения

формирования источников финансирования сферы услуг по развитию человеческого капитала внебюджетная деятельность может играть только вспомогательную роль, тогда как государственное финансирование имело и будет иметь приоритетный характер. Так, в здравоохранении объем государственного финансирования в течение последних 20 лет, по крайней мере, в 6–7 раз превышал объем частных расходов без учета расходов на лекарственное обеспечение, и вдвое — если их учитывать (Рисунок 3.5).

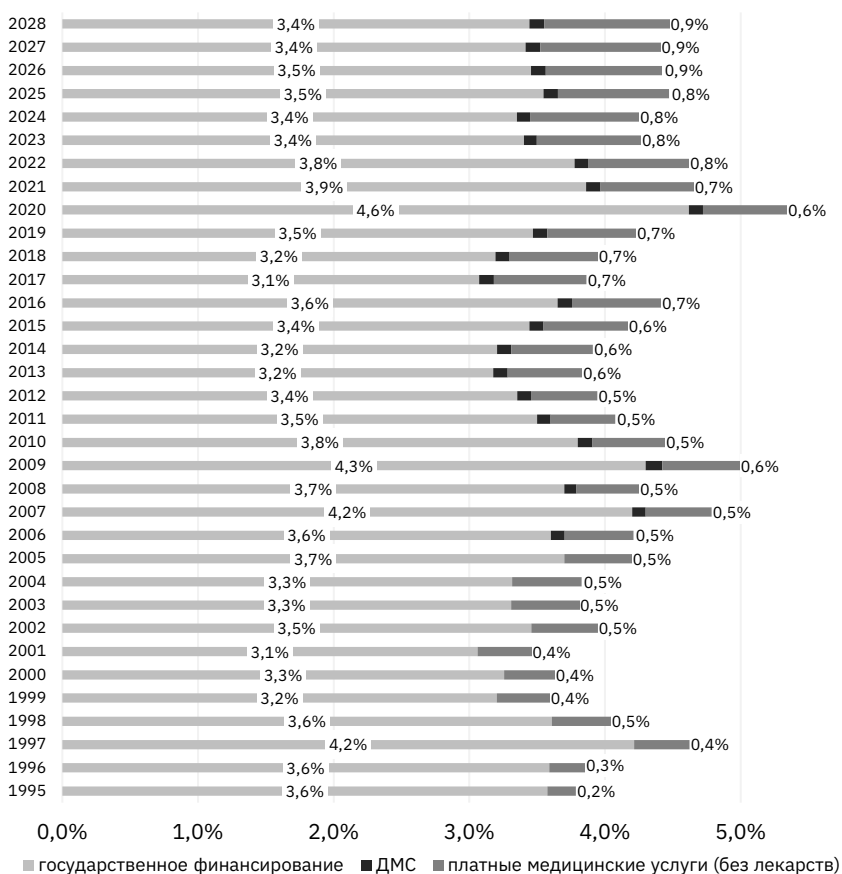


Рис. 3.5. Государственные и частные расходы на здравоохранение в России, % к ВВП

Источник: Федеральное казначейство России, Росстат и оценки ИНП РАН.

В сфере образования объем государственного финансирования также многократно превышает частные расходы населения (Рисунок 3.6).

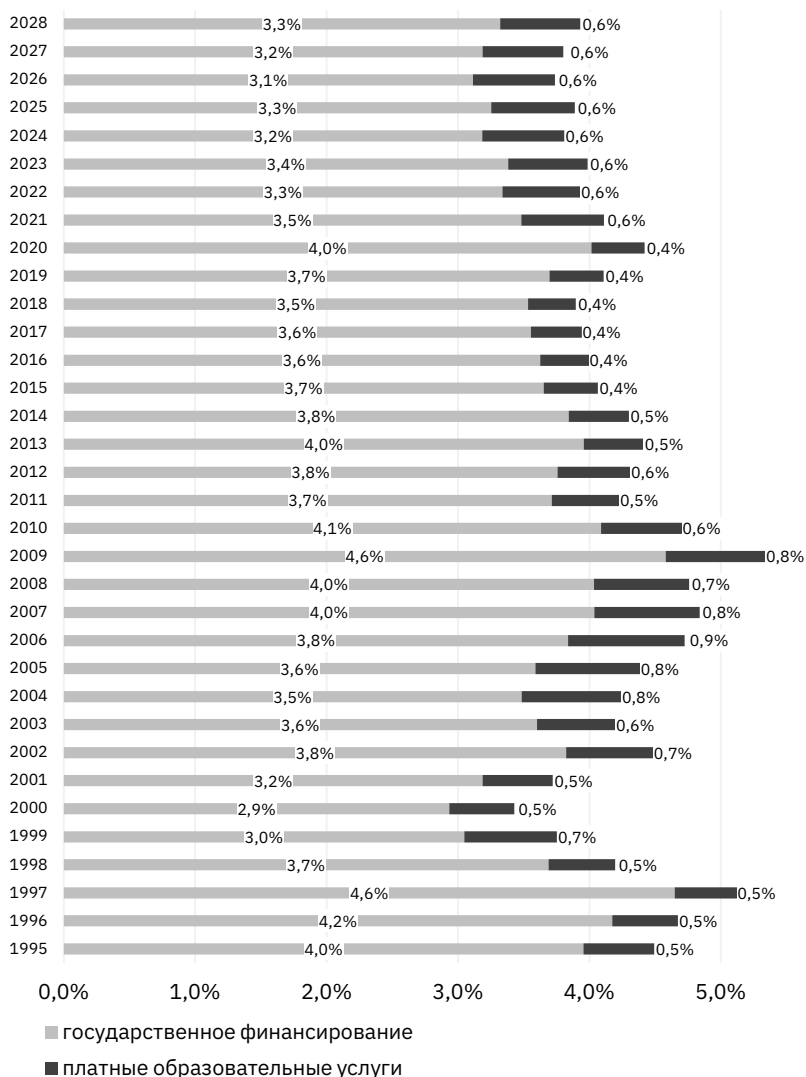


Рис. 3.6. Государственные и частные расходы на образование в России, % к ВВП

Источник: Федеральное казначейство России, Росстат и расчеты автора (оценки на 2025–2028 гг. ИНП РАН и Минфин РФ).

Результаты государственных вложений в развитие человеческого капитала представляются неоднозначными. За период с 1995 г. по 2024 г. удалось в 3,7 раза (в реальном выражении) увеличить подушевые объемы государственного финансирования здравоохранения (в 2 раза — за период 2001–2006 гг.), в 3,9 раза — бюджетные расходы на одного обучающегося при росте ВВП за тот же период в 2,2 раза (Рисунок 3.7–3.8). При этом фактор снижения численности населения обеспечил не более 10 проц.п. общего вклада на всем периоде прироста подушевого финансирования.

Однако анализ динамики бюджетных расходов показывает, что государственное финансирование медицины и образования осуществлялось не столько исходя из потребностей населения в получении соответствующих услуг, а зачастую определялось имеющимися в наличии ресурсами бюджетной системы. В результате, бюджетные расходы на здравоохранение в течение 2011–2024 гг. колебались в диапазоне 3,1–3,9% к ВВП (исключение — 2020 г., период пандемии), а государственные расходы на образование — на уровне 3,3–4% к ВВП.

Что касается перспектив частного финансирования видов деятельности, влияющих на качество человеческого капитала, то здесь объективным ограничением является недостаточность уровня доходов населения. Тем не менее, расходы населения на платные образовательные и медицинские услуги демонстрировали относительную стабильность в течение последних 25 лет: их суммарный объем не снижался ниже 1% к ВВП даже в период сокращения реальных доходов населения.

При этом в период активного экономического роста и повышения уровня благосостояния (2002–2008 гг.) уровень затрат населения на образование и здравоохранение значительно увеличивался (до 1,4–1,8% к ВВП). Однако в дальнейшем этот тренд не удалось сохранить в силу длительного периода снижения реальных доходов населения после 2014 г. Наши оценки показывают, что в среднесрочной перспективе при умеренных темпах экономического роста и, соответственно, реальных

доходов населения значительно повысить размер платных услуг по развитию человеческого капитала не удастся.

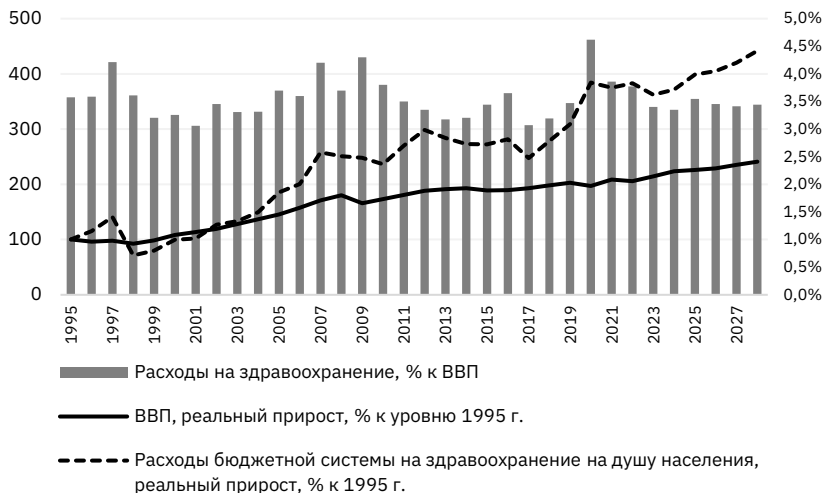


Рис. 3.7. Динамика реального ВВП России и расходов бюджетной системы на здравоохранение, % к уровню 1995 г.

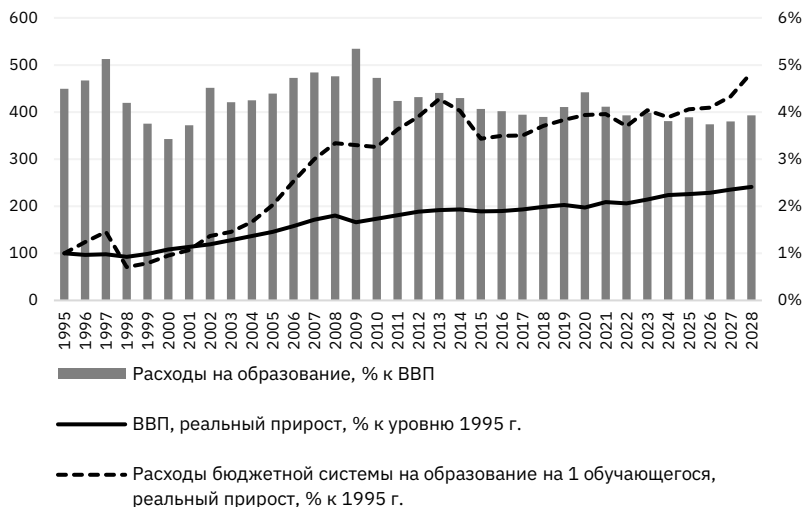


Рис. 3.8. Динамика реального ВВП России и расходов бюджетной системы на образование, % к уровню 1995 г.

Источник: Федеральное казначейство России, Росстат и расчеты ИНП РАН (оценки на 2025–2028 гг. — ИНП РАН и Минфин РФ).

Также необходимо констатировать тот факт, что даже при появлении финансовых возможностей для существенного расширения частного спроса на образовательные услуги реализовать этот спрос по широкому профилю профессиональных компетенций вряд ли удастся. Долговременным трендом с середины 1995 г. стало сокращение числа обучающихся, в том числе в бюджетных образовательных учреждениях: если в 1995 г. численность учащихся по всем уровням образования (дошкольное, среднее, среднеспециальное, высшее) достигало 33,8 млн чел., то к 2024 г. она снизилась до 29,6 млн чел., пройдя минимальные значения в (26,5–27 млн чел.) в середине 2010-х годов. С одной стороны, это стало следствием демографических изменений, а именно снижением уровня рождаемости и сокращения численности населения в возрасте до 18 лет. С другой стороны, до сих пор не принята массовый характер концепция смены профессионального трека или повышения квалификации, которая могла бы повысить численность обучающихся за счет населения среднего и старшего возраста. Однако существующего уровня расходов на образование будет недостаточно в случае, если потребуется массовая кампания по переобучению и повышению квалификации работающего населения.

Резюмируя, можно с достаточной уверенностью говорить о необходимости расширения списка приоритетов бюджетной политики, включив в него расширенное финансирование видов деятельности по повышению качества человеческого капитала, в противном случае решение проблемы дефицита трудовых ресурсов в средне- и долгосрочной перспективе только за счет повышения качества основного капитала становится малореализуемым.

3.3. Региональные особенности воздействия денежно-кредитной политики на экономический рост

Российские регионы характеризуются высокой степенью дифференциации по показателям экономического и социального

развития, поэтому реализуемые ЦБ РФ на федеральном уровне меры ДКП оказывают различное влияние на динамику цен и экономический рост регионов¹⁰¹.

Особенности отдельных регионов искажают действие трансмиссионного механизма ДКП, что может приводить к противоположной реакции экономик различных регионов на изменение параметров денежной политики¹⁰². ЦБ РФ считает, что региональный вклад в динамику ИПЦ невелик, в целом он не препятствует реализации ДКП¹⁰³. Однако для отдельных регионов влияние ДКП оказывается очень значимым, как с точки зрения формирования спроса и ограничений предложения, так и достижения целевого показателя ДКП — темпов инфляции.

Межрегиональная дифференциация показателей инфляции.

Масштабы инфляции, ее экономические и социальные последствия для отдельных регионов существенно различаются. Регионы с более высокой инфляцией несут потери в благосостоянии, рост цен вызывает увеличение социальной напряженности. Федеральные и региональные власти «сопротивляются» инфляции путем индексации социальных выплат, заработных плат в бюджетном секторе, региональных мер социальной поддержки населения, что вносит искажения в работу трансмиссионного механизма. Существенным фактором искажения работы трансмиссионного механизма ДКП может являться бюджетная политика на федеральном и региональном уровнях, направленная на стимулирование потребительского и инвестиционного спроса, различные меры государственной поддержки, связанные с субсидированием процентных ставок, льготными кредитами и пр.

¹⁰¹ Все приводимые в данном подразделе и далее данные не включают в себя информацию по ДНР, ЛНР, Запорожской и Херсонской областям.

¹⁰² Зверева В. Региональная неоднородность экономики России и работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Аналитическая записка. Банк России. Декабрь 2024 г.; Напалков В., Новак А., Шульгин А. Различия в эффектах единой денежно-кредитной политики: случай регионов России // Деньги и кредит. 2021. № 1. С. 3–45.

¹⁰³ В. Зверева. Указ. соч.

Эконометрический анализ вклада общероссийских и региональных факторов в динамику ИПЦ показывает, что за счет общероссийских факторов может быть объяснено порядка половины вариации инфляции в регионах¹⁰⁴, что подтверждает значимость региональных особенностей, определяющих межрегиональные различия индексов потребительских цен.

Основные факторы, определяющие межрегиональную дифференциацию инфляционных процессов, включают следующие особенности регионов¹⁰⁵: отраслевая структура экономики региона и размер предприятий в регионе; конкуренция производителей на региональном рынке; географическое положение и транспортная сеть региона, определяющая стоимость логистики и транспортные затраты; среднедушевые доходы населения; структура доходов населения и внутрирегиональное неравенство по доходам; различия домохозяйств в предельной склонности к сбережениям и потреблению в регионе; структура потребительских расходов населения; доступность финансовых услуг в регионе; уровень кредитного риска и закредитованности в регионе; бюджетные расходы в регионе и доля в них социальных выплат; зависимость региона от импорта потребительских товаров, сырья и комплектующих и внешнего спроса (экспорта).

Факторы структурного характера (отраслевая специализация, географическое положение и логистические затраты) с точки зрения среднесрочного периода почти индифферентны к изменению ДКП. Факторы социально-экономического характера (доходы населения, потребительские расходы, уровень закредитованности, бюджетные расходы) более динамичны и эластичны по отношению к ДКП. С одной стороны, они существенно влияют на уровень инфляции и, соответственно, на денежно-кредитную политику, с другой стороны, оказыва-

¹⁰⁴ Перевышин Ю., Егоров Д. Влияние общероссийских факторов на региональную инфляцию // Экономическое развитие России. Т. 23. № 10. Октябрь–ноябрь 2016. С. 44–50.

¹⁰⁵ В. Зверева. Региональная неоднородность экономики России и работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Аналитическая записка. Банк России. Декабрь 2024 г.

ют непосредственное или опосредованное воздействие на ее результаты.

Месячные данные по динамике ИПЦ в субъектах РФ показывают, что вплоть до форс-мажорных условий 2020 г. индексы потребительских цен в регионах последовательно снижались вместе с ключевой ставкой, оставаясь ниже ставки (Рисунок 3.9). Для федеральных округов темпы инфляции были достаточно близкими, различия ИПЦ в отдельных субъектах РФ находились в пределах 3–4 проц.п. Начавшийся в 2020 г. рост инфляции также был повсеместным, прирост ИПЦ составил 4,2% на Урале и 6,1% на Северном Кавказе; разрыв между максимальным и минимальным показателями в субъектах РФ достиг 5,4 проц.п. (Республика Дагестан и Чукотский автономный округ).

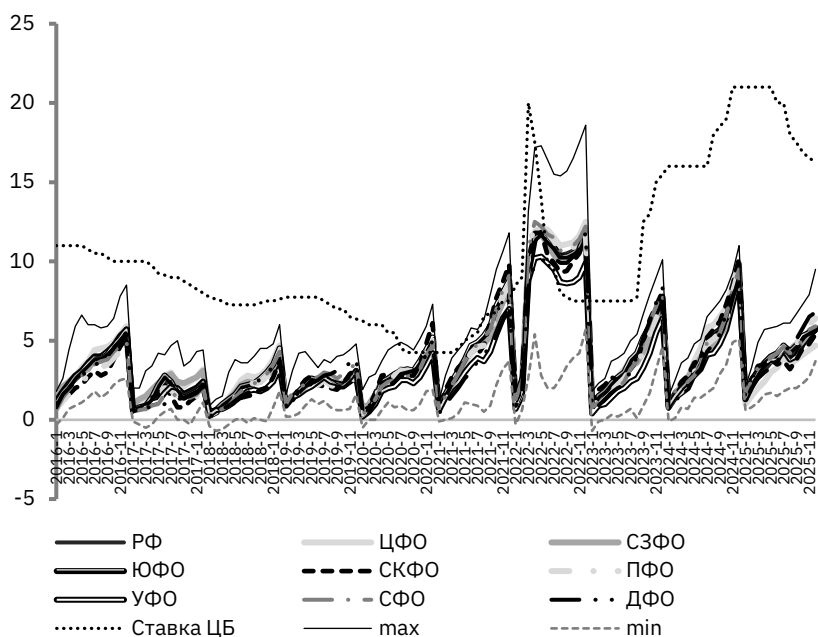


Рис. 3.9. Индексы потребительских цен на товары и услуги в федеральных округах, ключевая ставка ЦБ и диапазон изменения ИПЦ (max и min) в субъектах РФ (прирост, % к декабрю предыдущего года)

Источник: ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИНП РАН.

Активно использовать повышение ключевой ставки в качестве инструмента подавления инфляции ЦБ начал во второй половине 2021 г., когда средний по РФ ИПЦ превысил 4%. К концу 2021 г. инфляция в целом по РФ составила 8,4%, самый низкий темп роста цен был на Урале — 7%, самый высокий на Северном Кавказе — 9,8%.

Резкий рост потребительских цен в 2022 г. был вызван всем комплексом изменений внешних и внутренних условий для российской экономики. Инфляция в 2022 г. составила 11,9%, минимальный уровень — 9,9% наблюдался на Урале, максимальный — 12,5%, в ЦФО. Различия в темпах роста ИПЦ в субъектах РФ, достигшие максимальных значений за весь период — от 18,6% в Ингушетии до 5,7% на Чукотке, определялись разной скоростью адаптации регионов к новым условиям, а также инфляционными ожиданиями населения в условиях роста неопределенности.

В 2023 г. после существенного ужесточения ДКП соотношения между ИПЦ и ключевой ставкой вернулись к положению, характерному для периода до 2020 г., однако со значительным опережением роста ключевой ставки над темпами инфляции. С августа 2023 г. ЦБ РФ начал последовательно повышать ключевую ставку, доведя ее в октябре 2024 г. до рекордных 21%. Инфляция в 2023 г. снизилась до 7,4%, сблизились показатели ИПЦ в федеральных округах (минимум 6,4% на Урале и максимум 8,3% на Дальнем Востоке), сократился разрыв между субъектами РФ, от 4,6% в Тюменской области до 10,1% в Забайкальском крае. Динамика потребительских цен в 2024 г. не отличалась кардинально от 2023 г., рост цен за 2024 г. составил 9,5% в диапазоне от 8,7% на Дальнем Востоке до 10,2% в СКФО. В 2023–2024 гг. уровень инфляции, сопоставимый с показателями 2021 г., был достигнут в условиях, когда ключевая ставка ЦБ более чем вдвое превысила ставку 2021 г. В изменившихся условиях влияние ключевой ставки как инструмента для сдерживания инфляции заметно снизилось.

На Рисунке 3.10 представлены среднегодовые темпы ИПЦ в субъектах РФ за период таргетирования инфляции. Минималь-

ные темпы роста цен наблюдались в северных ресурсодобывающих регионах: на Чукотке, Ямало-Ненецком и Ненецком автономном округах, ХМАО-Югре, Тюменской области. Однозначно увязать высокий уровень инфляции с географическим положением регионов не удастся. В числе регионов с высокой инфляцией оказываются республики Северного Кавказа, ряд южных регионов Сибири и Дальнего Востока, большинство регионов ЦФО.

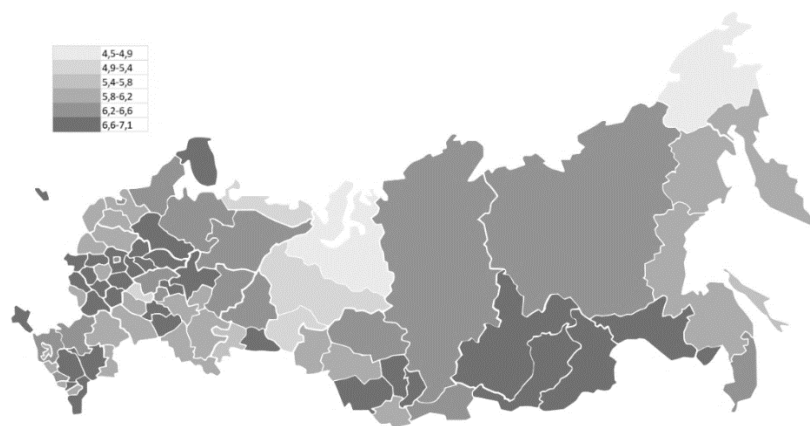


Рис. 3.10. Среднегодовой темп прироста ИПЦ в субъектах РФ за период 2016–2024 гг., %

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Несмотря на относительно небольшие межрегиональные различия темпов ИПЦ, пространственное распределение эффектов от ДКП и ее влияние на инфляцию в конкретных регионах зависит от изменения политики достаточно сильно (Таблица 3.2).

В 2022 г. дифференциация региональных показателей ИПЦ достигла максимальных значений. Лидерами роста цен оказались ЦФО и СФО, минимальный рост инфляции сохранялся в Уральском округе. В 2023–2024 гг. распределение округов по темпам инфляции существенно не менялось, минимальные темпы роста цен сохранялись на Урале, темпы роста выше среднероссийских — на Северном Кавказе и в Сибири.

Таблица 3.2. Прирост ИПЦ и вклад в него федеральных округов, %

ФО	Прирост ИПЦ					Вклад в прирост				
	2016–2020	2021	2022	2023	2024	2016	2021	2022	2023	2024
РФ	4,0	8,4	11,9	7,4	9,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
ЦФО	4,3	8,3	12,5	7,4	9,9	37,2	34,7	36,1	34,2	35,8
СЗФО	4,0	8,5	11,9	7,1	9,3	9,6	10,6	10,5	10,3	10,3
ЮФО	4,0	8,8	11,7	7,7	9,3	11,1	11,6	11,0	11,9	11,4
СКФО	4,1	9,8	11,6	8,1	10,2	4,9	5,5	4,8	5,3	5,3
ПФО	3,7	8,6	11,9	7,2	9,5	14,3	16,4	16,1	15,6	15,8
УФО	3,7	7,0	9,9	6,4	8,8	9,1	6,8	6,7	6,9	7,4
СФО	3,9	9,1	12,2	8,0	9,5	8,0	9,4	9,2	9,7	8,9
ДФО	4,0	7,2	11,8	8,3	8,7	5,9	4,9	5,7	6,1	5,1

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата.

Начиная с 2020 г. в первую десятку регионов с минимальными темпами инфляции стабильно входят добывающие регионы Уральского и Дальневосточного округов: Ямало-Ненецкий и Ханты-Мансийский автономные округа, Тюменская область, Чукотка, Якутия, Магаданская, Сахалинская области, в отдельные годы к их числу относятся Камчатский край, Мурманская, Архангельская области, т.е. регионы в высокими денежными доходами, значительная часть которых тратится за пределами регионов. По логике географическое положение, природные условия, отраслевая специализация, транспортная доступность данных регионов создают условия для опережающего роста цен, тем не менее, в условиях жестких экономических санкций, перестройки внешнеэкономических и межрегиональных связей указанные особенности регионов сдерживали инфляцию.

Перечень регионов с наиболее высокими темпами инфляции менее стабилен, в их числе в разные годы оказываются отдельные регионы Северного Кавказа и Сибири, отличающиеся низкими денежными доходами, а также регионы сильно пострадавшие от санкций: Калужская и Калининградская области, причины роста инфляции в которых не связаны напрямую с ДКП.

Вклад отдельных макрорегионов в формирование суммарного по РФ показателя ИПЦ распределяется примерно пропорционально численности их населения, более трети суммарного прироста ИПЦ обеспечивается за счет ЦФО, вклад двух крупнейших по численности населения округов – Центрального и Приволжского – составляет более 50%.

Опережающий рост цен на Северном Кавказе и в Сибири является серьезной проблемой для экономики и социальной сферы самих регионов, однако вклад каждого из них в суммарные показатели составляет порядка 5–9%, их влияние на общероссийскую ситуацию невелико.

Таблица 3.3. Прирост ИПЦ и вклад децильных групп регионов в прирост ИПЦ РФ, %

Дециль	Прирост ИПЦ					Вклад в прирост				
	2016–2020	2021	2022	2023	2024	2016	2021	2022	2023	2024
РФ	4,0	8,4	11,9	7,4	9,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1	3,9	8,6	12,1	7,4	9,8	6,6	8,1	13,7	11,4	6,3
2	4,0	8,9	11,9	7,4	9,5	31,6	39,2	40,9	39,6	35,1
3	3,9	8,6	11,3	7,9	9,4	24,0	18,1	12,3	15,4	24,9
4	4,1	6,2	11,1	6,6	9,2	11,5	1,8	7,8	8,1	0,7
5–10	4,0	7,7	10,7	6,6	8,9	2,9	8,5	1,4	1,3	8,6
Москва и МО	4,3	7,9	12,4	7,5	10,0	23,3	24,3	24,0	24,2	24,4

Источник: расчеты ИМП РАН на основе данных Росстата.

Особенностью пространственного распределения инфляционных процессов являются более высокие темпы и уровень инфляции в регионах с невысокими доходами, при этом в регионах с относительно высокими доходами темпы инфляции ниже. Этот вывод подтверждают результаты анализа динамики ИПЦ в разрезе децильных групп регионов¹⁰⁶, сформированных по

¹⁰⁶ Высокий уровень межрегиональной дифференциации денежных доходов населения обеспечивается за счет отрыва от средних показателей небольшого

уровню среднедушевых доходов населения в субъектах РФ (Таблица 3.3). Стандартным объяснением более высокой инфляции в регионах с высокими доходами может служить недостаток предложения на потребительском рынке, а также уровень ставок по депозитам, недостаточный для стимулирования сбережений.

В 2016–2020 гг. темпы роста ИПЦ во всех децильных группах оказываются близкими к среднероссийским, в 4-й группе, в которой среднедушевые доходы превышают средние по стране, темп ИПЦ немного выше.

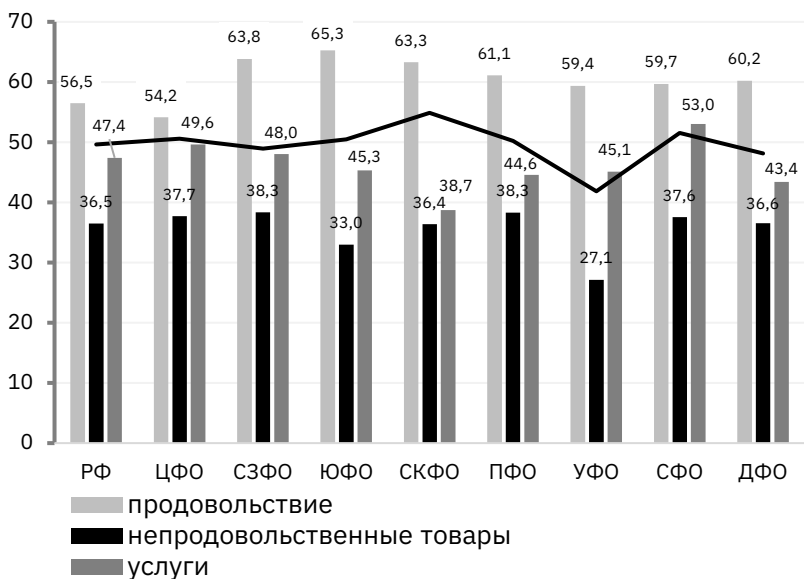


Рис. 3.11. Прирост ИПЦ в 2024 г. по отношению к 2019 г., %

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата.

Москва и Московская область формируют почти четверть совокупного прироста ИПЦ. Москва входит в 8-ю децильную

числа регионов с самыми высокими доходами, это, прежде всего, северные дробяющиеся и столичные регионы. Децильные интервалы различаются по годам, но оказываются довольно близкими. В первый дециль попали регионы со среднедушевыми доходами в среднем ниже 70% среднероссийских, 2-й дециль — в интервале 70–90%, 3-й дециль — 90–110%, 4-й — интервал 110–130%. В 1–4-й децили входят примерно 80% числа всех регионов. В каждую из децильных групп выше 4-й входит небольшое количество регионов с доходами, существенно превышающими среднероссийские. В таблице данные по 5–10 группам, исключая Москву и Московскую область, приведены в агрегированном виде.

группу по доходам, но темпы инфляции в ней выше, чем в других регионах 4–10-й групп. При исключении Московской агломерации для регионов из 4–10-й децильных групп темпы роста потребительских цен ниже средних, темпы инфляции снижаются по мере роста среднедушевых доходов. Самые многочисленные по количеству регионов 2 и 3 децильные группы обеспечивают более 50% суммарного прироста инфляции. Таким образом, среднероссийский показатель ИПЦ на три четверти формируется динамикой цен в регионах второй и третьей децильных групп, а также в Московской агломерации.

Основным фактором, определяющим опережающий рост потребительских цен в «бедных» регионах, является продуктовая структура ценовой динамики (Рисунок 3.11).

Структура потребительских расходов домохозяйств, которая является существенным фактором межрегиональной дифференциации ИПЦ, находится в прямой зависимости от величины их доходов¹⁰⁷. В низкодоходных группах домохозяйств в структуре потребительских расходов доминируют расходы на продукты питания и услуги, поэтому в более «бедных» регионах, в которых высока доля децильных групп с низкими доходами, основная часть доходов тратится на продовольствие и оплату услуг. Цены на услуги являются существенным фактором, определяющим межрегиональную дифференциацию потребительских цен, при том, что значительную долю расходов на услуги представляет оплата коммунальных услуг и транспорта, тарифы на которые регулируются государством. Для регионов с высокими доходами значительная доля услуг в структуре потребительских расходов определяется ростом потребления платных услуг различного рода, спрос на которые зависит от роста доходов.

Таким образом, денежно-кредитная политика, реализуемая ЦБ РФ на федеральном уровне, оказывает различное влияние

¹⁰⁷ А. Шилов, В. Поталенко, Парадокс российского потребления // ЭКО. 2020. Т. 50. № 6. С. 8–25. DOI: 10.30680/ЕCO0131-7652-2020-6-8-25. Е.С. Узякова, Р.М. Узяков, Доходы населения как фактор экономического роста в Российской Федерации // Проблемы прогнозирования. 2025. № 3 (210). С. 35–45. DOI: 10.47711/0868-6351-210-35-45.

на регионы из-за их высокой дифференциации по экономическим и социальным показателям. Межрегиональная дифференциация темпов роста потребительских цен определяется объективными различиями регионов, которые влияют на восприимчивость регионов к изменениям ключевой ставки ЦБ.

После 2020 г. сформировалась устойчивая отрицательная корреляция между доходами населения в регионе и темпами инфляции. Цены растут быстрее в регионах с низкими доходами населения (Северный Кавказ, Сибирь) и медленнее — в регионах с высокими денежными доходами и высокой долей добывающих производств (Урал, Дальний Восток). Главная причина этого явления — опережающий рост цен на продовольствие и услуги, которые составляют основу потребительской корзины низкодоходных групп.

В условиях шоков 2020–2022 гг. традиционно «проблемные» с логистической и стоимостной точки зрения добывающие регионы (Дальний Восток, Север) оказались в числе лидеров по сдерживанию инфляции. Это говорит о том, что такие факторы, как высокие доходы (часть которых тратится за пределами региона) и отраслевая специализация, в новой реальности могут играть стабилизирующую роль для ценовой динамики.

Несмотря на существенную дифференциацию темпов роста потребительских цен, общероссийская инфляция в основном формируется регионами со средними доходами (2-я и 3-я децильные группы) и столичной агломерацией вследствие их высокой доли в численности населения и совокупном спросе.

Вклад каждого отдельного региона в общероссийскую инфляцию невелик, но для самого региона последствия инфляции могут быть очень значимыми, определяя возможности его экономического роста и социальную стабильность в регионе.

Особенности отдельных регионов и высокий уровень межрегиональной дифференциации ограничивают влияние монетарных инструментов на ценовую динамику. Для сглаживания негативных экономических и социальных последствий инфляции недостаточно только мер ДКП, требуется адресная ре-

гиональная и социальная политика, направленная на поддержку низкодоходных групп и регионов.

Влияние ДКП на потребительский спрос и сберегательное поведение населения. Наиболее важным каналом трансмиссионного механизма ДКП, воздействующим на потребительский спрос, является процентный канал, связанный с влиянием процентных ставок на решения о потреблении, инвестировании и сбережении¹⁰⁸.

Основными факторами, определяющими потребительский спрос, являются доходы населения и пропорции их распределения на текущее потребление и сбережения. Прямое воздействие изменений ключевой ставки на доходы населения ограничено доходами от собственности, которые зависят от доходности акций, облигаций, других финансовых инструментов. Их доля в доходах невелика, но в динамике она увеличивается, в 2016 г. она составляла 5,1%, в 2024 г. — 9,6%, для отдельных регионов вклад доходов от собственности в суммарный доход более существенный. Доходы от собственности концентрируются, прежде всего, в ЦФО и на Северо-Западе.

Опосредованно ДКП влияет на рост оплаты труда и социальных пособий. Доля оплаты труда в структуре доходов населения сильно различается даже на уровне макрорегионов. В 2024 г. она составляла на Дальнем Востоке 69%, на Северном Кавказе — 35,4%, при среднероссийском показателе 60%. На динамику оплаты труда изменения ключевой ставки прямого воздействия не оказывают. Опосредованное влияние реализуется через взаимосвязь ключевой ставки и инфляции. Определенную часть фонда оплаты труда составляет заработная плата работников бюджетной сферы, индексация которой не следует прямо за динамикой потребительских цен, но по мере роста инфляции периодически проводится. Индексация оплаты труда, которая также прямо не привязана к ключевой ставке, но связана с инфляцией, проводится и в небюджетных секторах. Значительную

¹⁰⁸ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Банк России. 30 октября 2024 г. https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027 (с. 83).

часть денежных доходов составляют социальные выплаты, их доля в СКФО составляет 22,6%, в СФО — 21,2% при среднероссийском показателе 16,6%.

Начавшийся в 2022 г. рост денежных доходов населения основывался на росте их реального наполнения, прежде всего, на увеличении заработной платы. Денежные доходы населения в 2024 г. по отношению к 2021 г. в среднем по РФ возросли на 58%, лидерами роста оказались ЦФО и Сибирь (65,2% и 57,3% соответственно), минимальный прирост на Северо-Западе (+50%). Прирост реальных доходов в среднем по РФ составил 20%, этот показатель был превышен только на Урале (+24,3%) и в ЦФО (+22,9%), во всех остальных округах темп был ниже среднероссийского, минимальный прирост — на Дальнем Востоке (+17,3%).

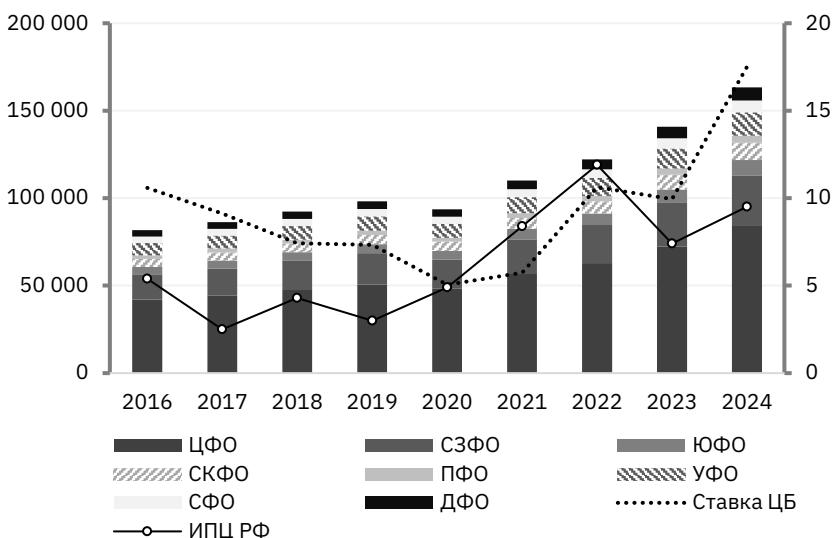


Рис. 3.12. Динамика и региональная структура потребительских расходов (млрд руб.), ключевая ставка ЦБ РФ и ИПЦ (правая ось, %)

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Рост доходов стал основным фактором роста потребительских расходов, которые увеличивались опережающими темпами в округах с невысоким уровнем денежных доходов —

Южном, Северо-Кавказском, Сибирском. Суммарный потребительский спрос стабильно увеличивался во всех округах как в ситуации 2023 г., когда ключевая ставка и ИПЦ снижались, так и в 2024 г. на фоне их роста (Рисунок 3.12).

Рост доходов населения в 2022–2024 гг. привел изменению пропорций между потреблением и сбережениями, снижению доли потребительских расходов в доходах во всех округах и росту банковских депозитов, исключением стал Южный округ. Максимальное сокращение доли потребительских расходов отмечалось в округах с высокими доходами: ЦФО (–7,8 проц.п.), на Урале (–4,8), минимальное – на Северном Кавказе (–0,8) и Северо-Западе (–2,3).

Динамика депозитов физических лиц обнаруживает прямую зависимость от роста доходов населения и изменения ключевой ставки (Рисунок 3.13).

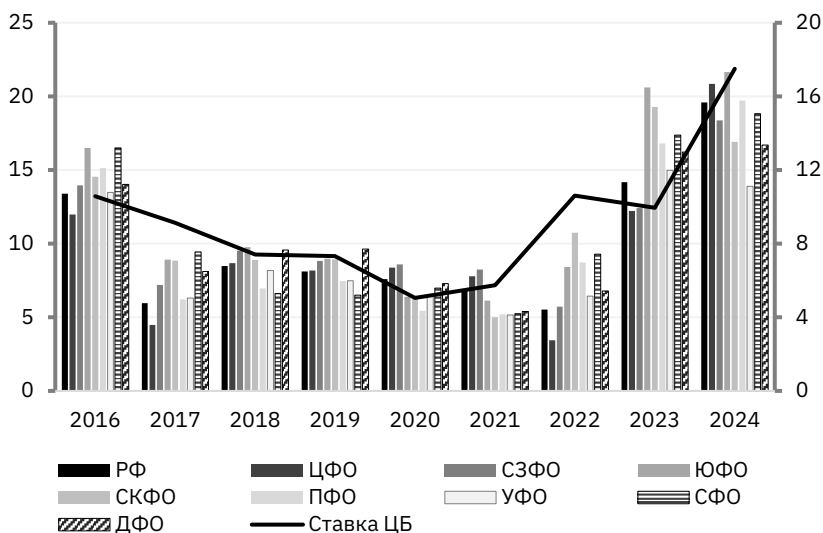


Рис. 3.13. Темп прироста депозитов физических лиц и ключевая ставка ЦБ (правая ось), %

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИНП РАН

Доля доходов, направленных на депозиты, менялась в соответствии с динамикой ключевой ставки, достигнув в 2024 г. в среднем по РФ 11,7%.

Стимулируемый увеличением ключевой ставки рост депозитов является важным фактором снижения потребительского спроса и уменьшения давления растущих доходов населения на инфляцию. Сумма денежных средств, вложенных в банковские депозиты в 2023–2024 гг., составляет примерно половину прироста денежных доходов населения. В среднем по РФ прирост депозитов в 2023 г. составил 47,8% абсолютного прироста денежных доходов, в 2024 г. — 48,6%. В ЦФО соответствующие показатели составили 59 и 49%. Однако даже в округе с наиболее низкими доходами — СКФО — на депозиты было направлено в 2023 г. 27,8% прироста доходов и 17,5% в 2024 г.

Другим следствием роста ключевой ставки является изменение кредитной активности населения, которая является фактором, стимулирующим рост потребительского спроса. В общем случае рост ключевой ставки и процентных ставок по кредитам ведет к снижению темпов кредитования, при снижении ставок размеры кредитования увеличиваются. Эта закономерность соблюдалась для всех округов в период 2017–2022 гг., когда объемы новых кредитов следовали за динамикой ключевой ставки, исключая шок 2020 г. (Рисунок 3.14). Резкое падение темпов кредитования населения в 2022 г. было вызвано форсмажорными обстоятельствами, а не ростом ключевой ставки, поскольку в 2023 г. на фоне незначительного сокращения ставки темпы роста предоставленных кредитов существенно превысили показатели 2021 г.

Снижение темпов кредитования произошло только в 2024 г., когда среднегодовая ставка достигла 17,5%. Несмотря на это абсолютные объемы предоставленных кредитов снизились только в восточных округах — Уральском, Сибирском и Дальневосточном.

Последовательное снижение ключевой ставки и рост кредитования физических лиц сопровождалось ростом кредитной нагрузки, отношение задолженности по кредитам физических лиц к годовой сумме денежных доходов возросло в целом по РФ с 19,3% в 2016 г. до 31,4% в 2021 г., на Северо-Западе, Приволжье и Урале превысило 35%, в Сибири — 40,4% (Таблица 3.4).

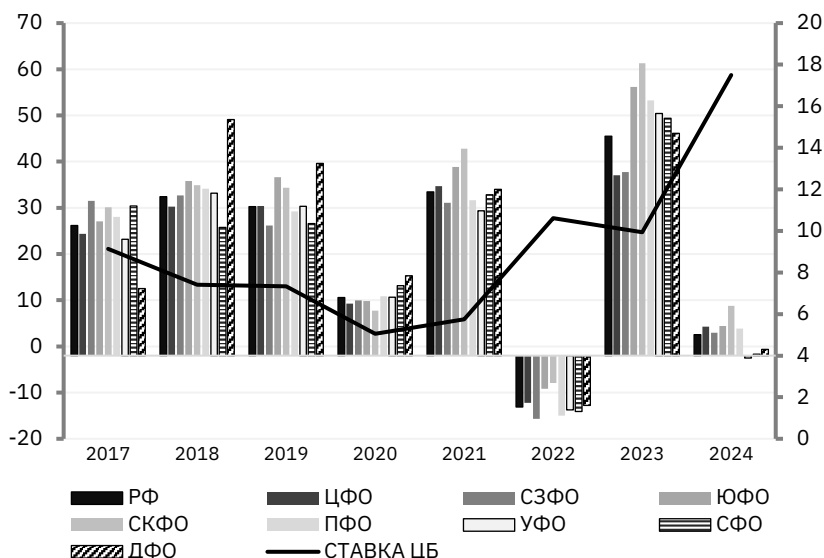


Рис. 3.14. Темп прироста кредитов, предоставленных физическим лицам в течение года, и ключевая ставка ЦБ (правая ось), %
 Источник: расчеты ИНП РАН по данным ЦБ РФ.

Таблица 3.4. Отношение задолженности по кредитам, предоставленным физическим лицам, к денежным доходам населения, %

ФО	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
РФ	19,3	20,2	22,8	25,8	29,3	31,4	30,7	31,9	30,8
ЦФО	15,7	16,6	18,8	21,4	24,6	26,3	26,1	26,4	24,5
СЗФО	21,3	22,5	25,7	29,8	33,6	35,4	34,7	35,4	33,2
ЮФО	16,8	17,4	19,8	22,8	26,0	27,6	28,0	30,6	30,9
СКФО	11,1	11,7	13,8	15,8	18,0	19,6	18,6	20,6	21,4
ПФО	21,4	22,9	26,5	29,9	34,1	36,8	35,6	37,3	37,0
УФО	25,0	25,4	28,1	31,2	35,1	37,8	36,3	37,6	36,1
СФО	26,8	27,1	30,0	33,4	37,4	40,4	38,5	39,9	38,6
ДФО	21,8	22,4	24,5	27,4	31,0	34,5	33,9	36,5	36,2

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата и ЦБ РФ.

В 2023 г. на фоне роста денежных доходов, несмотря на увеличение процентных ставок по кредитам, задолженность по кредитам, а также отношение суммарной задолженности к полученным доходам возросли во всех округах. В 2024 г. сни-

жение темпов кредитования не привело к заметному сокращению кредитной нагрузки на доходы населения, на Юге и Северном Кавказе отношение задолженности к доходам даже увеличилось. Наиболее высок уровень задолженности в Сибири и Приволжье, где он близок к 40% годового дохода домохозяйств, минимальный — на Северном Кавказе и в ЦФО.

Региональная структура кредитов физическим лицам более диверсифицирована, чем региональная структура депозитов. Если в 2024 г. в структуре депозитов 49% общей суммы приходилось на ЦФО, то в структуре кредитов доля ЦФО составляет только 30%, доля Приволжья в структуре депозитов составляет 12%, тогда как в кредитах 18%, доля в кредитах существенно выше, чем доля в депозитах, для Сибири.

Важным фактором, определяющим реакцию кредитной активности на изменения ДКП, является структура предоставленных кредитов, соотношение потребительских и жилищных кредитов.

В структуре кредитов физическим лицам преобладают потребительские кредиты, доля которых последовательно снижалась вплоть до 2024 г. за счет роста жилищных кредитов (Таблица 3.5).

Таблица 3.5. Доля потребительских кредитов в общей сумме кредитов, предоставленных физическим лицам в течение года, %

ФО	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
РФ	79,4	78,4	76,5	79,0	71,3	72,4	73,2	70,2	81,7
ЦФО	81,1	79,5	77,0	78,6	70,2	71,3	74,0	71,7	82,8
СЗФО	78,3	78,1	76,2	77,8	70,1	72,1	73,8	72,3	82,3
ЮФО	82,0	81,1	79,7	82,0	75,5	76,0	73,8	69,4	81,3
СКФО	81,1	81,8	81,0	82,3	75,7	74,1	72,2	69,6	84,0
ПФО	76,0	75,4	74,1	77,9	70,3	72,2	72,1	68,6	81,0
УФО	77,5	76,7	75,1	78,7	71,6	72,6	72,4	68,7	80,9
СФО	80,0	79,3	77,4	80,0	73,0	74,0	74,4	71,1	82,7
ДФО	79,7	78,1	76,5	79,3	70,9	70,4	68,8	66,5	76,4

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных ЦБ.

Региональная структура жилищных кредитов стабильна и соответствует структуре распределения населения, примерно 29% суммарной задолженности по жилищным кредитам приходится на ЦФО, 18% — на Приволжье, 12% — на Сибирь. Самая высокая доля жилищных кредитов на Дальнем Востоке, где действует программа дальневосточной ипотеки, однако на регион приходится лишь порядка 6% общей суммы задолженности по жилищным кредитам.

Потребительские кредиты более чувствительны к изменениям ДКП, они активно реагируют на изменения ключевой ставки (Рисунок 3.15), вместе с тем, как показывает опыт 2020 и 2022 г., сильное воздействие на потребительское кредитование оказывают внешние шоки.

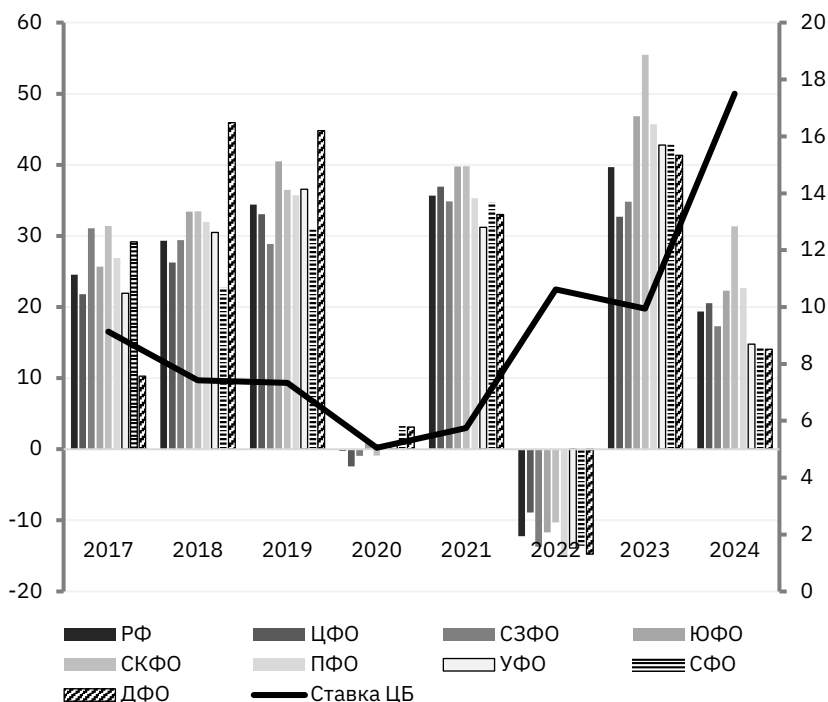


Рис. 3.15. Темпы прироста потребительских кредитов, предоставленных физическим лицам в течение года, и ключевая ставка ЦБ (правая ось), %

Источник: расчеты ИНП РАН по данным ЦБ РФ.

Региональная структура задолженности по потребительским кредитам относительно стабильна, в ней доминируют ЦФО и ПФО, на долю которых приходится половина задолженности.

Влияние потребительских кредитов на экономический рост неоднозначно. С одной стороны, они являются важным фактором формирования потребительского спроса в регионах, обеспечивая его существенную часть (Таблица 3.6). С другой стороны, дополнительный спрос создает инфляционное давление на потребительские цены.

Таблица 3.6. Отношение потребительских кредитов, предоставленных физическим лицам за год, к потребительским расходам населения, %

ФО	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
РФ	11,8	14,4	18,3	22,4	24,3	29,3	21,5	27,8	24,2
ЦФО	11,3	13,4	16,5	20,0	21,5	25,7	19,2	23,0	19,9
СЗФО	14,2	17,8	22,3	26,8	28,4	33,1	23,8	29,3	25,7
ЮФО	9,5	11,7	15,1	19,6	21,0	25,8	20,1	28,1	24,9
СКФО	5,8	7,3	9,7	12,3	13,1	17,1	12,8	18,8	17,7
ПФО	12,3	15,5	20,3	24,9	27,4	33,2	23,9	32,8	29,3
УФО	13,4	16,1	20,6	25,4	27,9	33,6	24,6	32,9	27,2
СФО	15,3	19,4	23,5	28,1	31,1	37,8	26,8	35,5	29,9
ДФО	10,9	11,9	16,8	22,0	24,8	30,7	22,3	29,5	25,4

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных ЦБ РФ.

В наибольшей мере потребительский спрос зависит от потребительских кредитов в восточных регионах страны. В течение всего периода максимальный вклад в формирование потребительского спроса кредиты внесли в Сибири и на Урале. Несмотря на высокие темпы роста потребительского кредитования на Северном Кавказе и Юге, доля этих регионов в потребительских кредитах незначительна как и вклад кредитных ресурсов в формирование потребительского спроса.

Кредитная нагрузка максимальна в Сибири, на Урале и в Приволжье (около 40% годового дохода), что делает население этих регионов более уязвимым к ужесточению мер ДКП. При этом в

этих же регионах велик вклад потребительских кредитов в формирование спроса.

В регионах с низкими доходами (СКФО, ЮФО) наблюдается активный рост потребительского кредитования, но их доля в общей сумме задолженности невелика. В то же время в ЦФО сосредоточена половина всех депозитов, но лишь 30% всех кредитов.

В зависимости от реакции регионов на меры ДКП можно выделить три типа регионов.

В регионах со «сберегательным типом» реакции на ДКП (ЦФО, СЗФО) население гибко реагирует на изменение ставок, переводя средства между финансовыми инструментами. Рост ставок приводит к увеличению депозитов, что сдерживает потребительский спрос.

Для регионов с «кредитно-потребляющим» типом реакции (Сибирь, Урал, Приволжье) характерны высокая зависимость потребительского спроса от кредитов и высокая кредитная нагрузка. Ужесточение ДКП негативно сказывается на домохозяйствах этих регионов, но из-за льготных программ ипотеки и структурных особенностей спрос не всегда адекватно реагирует на ставку.

Для регионов с низкими доходами (Юг, СКФО) основным драйвером спроса является рост доходов, а не кредитов. Доля сбережений в них невысока, но быстро растет. Потребительское кредитование активно развивается, но с низкой базы. Вклад этих регионов в формирование суммарного потребительского спроса невелик, однако потребительский спрос в самих регионах оказывается довольно чувствительным к мерам ДКП.

Влияние ДКП на инвестиции в регионах. Основным каналом воздействия ДКП на инвестиции в регионах также является процентный канал. Процентные ставки по кредитам напрямую зависят от ключевой ставки ЦБ, а степень их влияния на динамику инвестиций в регионах зависит от доли кредитных ресурсов в инвестициях. Вместе с тем, инвестиционные кредиты имеют долгосрочный характер. Крупные инвестиционные проекты, как правило, кредитуются на особых условиях.

В этой связи возможности влияния ДКП на инвестиции в основной капитал весьма ограничены.

В 2016–2020 гг. динамика инвестиций была нестабильной, темпы роста инвестиций уходили в отрицательную область в отдельных округах.

Рост инвестиций начался в 2021 г., в целом по РФ прирост составил по отношению к 2016 г. 22,4%, опережающими темпами росли инвестиции в ЦФО, СФО и ДФО.

После 2021 г. динамика инвестиций была положительной во всех округах, в 2024 г. прирост по отношению к 2021 г. составил в реальном выражении 25,8%.

Кредитные ресурсы не являются доминирующим источником для инвестиций; в целом по стране их доля в суммарных инвестициях составляет порядка 10%, но для отдельных регионов кредитный источник является более значимым (Таблица 3.7).

Таблица 3.7. Доля кредитов банков в структуре инвестиций в основной капитал, %

ФО	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
РФ	10,4	11,2	11,2	9,7	10,0	11,0	10,2	9,8	10,9
ЦФО	10,0	9,5	8,9	11,4	11,0	11,6	13,4	13,2	14,3
СЗФО	3,6	5,8	5,2	5,0	4,7	8,0	10,8	11,8	13,7
ЮФО	7,6	8,0	13,0	9,3	15,3	9,9	9,1	7,6	9,6
СКФО	7,3	3,6	5,5	11,0	14,8	13,9	13,3	7,9	2,1
ПФО	13,5	12,7	8,8	9,1	9,4	7,9	6,2	6,6	7,3
УФО	17,8	23,1	24,0	12,8	7,8	12,9	9,1	6,0	7,0
СФО	5,9	4,5	8,0	5,3	5,2	4,1	3,3	3,4	4,2
ДФО	6,1	4,4	5,9	9,3	17,7	20,1	13,7	14,4	16,3

Источник: данные Росстата.

Рост инвестиций после 2021 г. был обусловлен, в том числе, ростом инвестиций из кредитных источников. До 2021 г. лидирующие позиции по объемам привлеченных кредитных ресурсов занимали ЦФО, Урал и Приволжье. В 2022 г. после введения санкций доступность кредитных ресурсов резко сократилась, что отразилось в наибольшей мере на экспортно-ориенти-

рованных регионах Урала, Приволжья, Сибири, а также регионов, из которых уходили иностранные компании.

В 2023–2024 гг. в число лидеров по доле банковских кредитов в инвестициях вошел Дальний Восток, объем привлеченных для инвестирования кредитов в регионе превысил показатели Урала и Приволжья, уступив по величине только ЦФО (Рисунок 3.16).

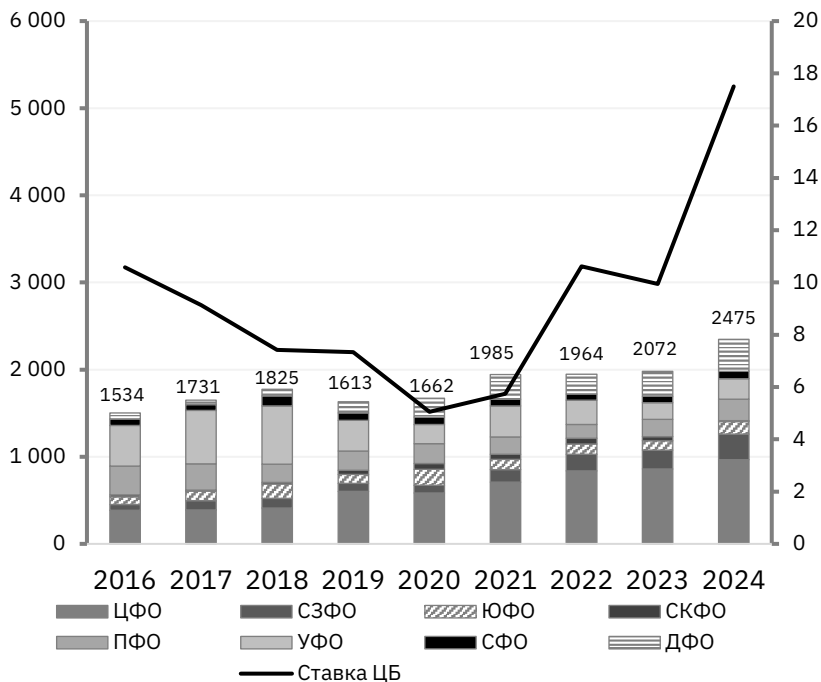


Рис. 3.16. Инвестиции в основной капитал за счет кредитных ресурсов (текущие цены, млрд. руб.), ключевая ставка (правая ось), %

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата и ЦБ РФ.

В динамике доля кредитов, направленных на инвестиции, в общем объеме кредитов, предоставленных юридическим лицам, снизилась по стране в целом с 4,9% в 2016 г. до 2,6% в 2021 г., и до 3% в 2024 г. На уровне отдельных регионов ситуация различается. В 2024 г. по сравнению с 2016 г. доля кредитов, направляемых на инвестиции, снизилась во всех

округах, исключая Северо-Запад, где снижение составило менее 1 проц.п., и Дальний Восток, для которого ситуация отличается от других округов радикально.

Ситуация в инвестиционной сфере Дальнего Востока связана с преференциальным режимом хозяйствования в регионе, предполагающим льготы, в том числе и в кредитной сфере. Доля инвестиционных кредитов в общей сумме кредитов в ДФО в 2016 г. составила 11%, 2024 г. — 15%. Кардинальным образом изменилась структура формирования инвестиционных ресурсов для Уральского округа, где доля инвестиционных кредитов сократилась с 27,6% в 2016 г. до 5% в 2024 г. Нефтегазодобывающие компании оказались под мощным санкционным давлением, существенно затруднившим доступ к кредитам. Наиболее низка доля инвестиционных кредитов в ЦФО, где она составляет порядка 2%.

Динамика инвестиций в основной капитал в региональном разрезе не показывает прямой зависимости от изменений ключевой ставки ЦБ РФ. Инвестиции продолжали расти даже в периоды повышения ставки, что указывает на доминирование иных, нежели стоимость кредита, факторов, влияющих на привлечение финансовых ресурсов в инвестиционную сферу. Важным фактором, определяющим реакцию инвестиций на меры ДКП, является отраслевая структура экономики региона, а также специфика реализуемых в регионах инвестиционных проектов. Крупные инвестиционные проекты часто кредитуются на особых условиях, что ограничивает воздействие на них процентной политики ЦБ РФ.

В силу значительного влияния на инвестиции нефинансовых факторов воздействие ДКП на инвестиции сильно варьируется от региона к региону. Решения об инвестициях в большей степени определяются общеэкономическими условиями, геополитической ситуацией и действиями государства, нежели стоимостью заемных средств.

Влияние ДКП на кредитование производства в регионах. Стоимость заемных средств является важным фактором, определяющим издержки производства. Рост ключевой ставки ЦБ,

ограничивающий доступ предприятий к кредитным ресурсам, оказывает резко негативное влияние на экономическую динамику, что признается в экспертных источниках¹⁰⁹, опросах предприятий¹¹⁰ и в официальных документах¹¹¹. Несмотря на универсальный характер ДКП, доступность кредитных ресурсов, их региональное распределение и влияние на экономическую динамику существенно зависят от соотношения крупного, среднего и малого бизнеса в регионе, которые имеют различный доступ к качественным ресурсам, в том числе, кредитным¹¹².

Сумма кредитов юридическим лицам последовательно увеличивалась при снижении ключевой ставки в 2016–2021 гг. Сокращение объема кредитования юридических лиц произошло в 2022 г., но связывать это только с ужесточением ДКП не следует, оно определялось адаптацией экономики к изменению внешних и внутренних условий. В 2023 г. рост кредитования отмечался на фоне небольшого снижения ставки, что также связано не только с понижением ставки, но с адаптацией предприятий к новым условиям. «Правильная реакция» кредитования юридических лиц на изменение ключевой ставки была нарушена в 2024 г., когда в условиях быстрого восстановления производства объем предоставленных кредитов увеличился в целом по РФ и во всех округах, исключая Дальний Восток и Северный Кавказ, несмотря на рост ключевой ставки (Рисунок 3.17).

¹⁰⁹ Квартальный прогноз ВВП. Выпуск №67. ИМП РАН. Сентябрь 2025. <https://ecfor.ru/publication/kvartalnyi-prognoz-vvp-vypusk-67/>; Эффекты от ужесточения денежно-кредитной политики Банка России. Сентябрь 2024. Институт ВЭБ. https://inveb-docs.ru/attachments/article/2024_09/Effekty_ot_uzhestocheniya_DKP.pdf.

¹¹⁰ Д.Б. Кувалин, Ю.В. Зинченко, П.А. Лавриненко, Ш.Ш. Ибрагимов, А.А. Зайцева. Российские предприятия в конце 2024 года: обострение проблем в условиях внешнеэкономических санкций и высокой ключевой ставки // Проблемы прогнозирования. 2025. № 3 (210). С. 173–189. DOI: 10.47711/0868-6351-210-173-189.

¹¹¹ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов. Министерство экономического развития РФ. 26 сентября 2025 г. https://www.economy.gov.ru/material/file/bc142016f6ab3772370bb0b4541fc778/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_2026-2028.pdf.

¹¹² Блохин А.А. Экономическое доминирование: базовые положения теории и подход к измерению // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 1. С. 6–30. DOI: 10.47711/2076-3182-2023-1-6-30.

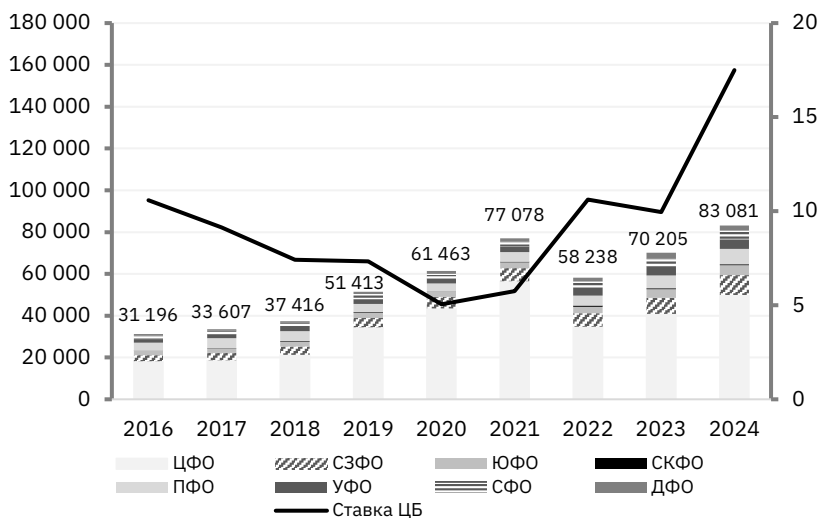


Рис. 3.17. Сумма кредитов, предоставленных юридическим лицам в течение года, млрд руб., ключевая ставка ЦБ (правая ось), %

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Спецификой банковской системы РФ является высокий уровень концентрации финансовых ресурсов в Центральном федеральном округе, на долю которого приходится порядка 60% всех выдаваемых юридическим лицам кредитов, из них около 80% составляет доля Москвы. При этом только в ЦФО в отраслевой структуре выданных кредитов доминируют финансовые услуги и страхование. Их доля составляла в 2024 г. 34,8%. Темпы кредитования финансового сектора продолжают сильно влиять на динамику кредитования в ЦФО и в РФ в целом.

В 2022–2024 гг. на фоне роста производства, который вызвал увеличение потребности в заемных средствах, произошел сдвиг в сторону пространственной диверсификации кредитных ресурсов, снижения доли ЦФО и увеличения удельного веса всех остальных регионов, в наибольшей мере Северо-Запада и Приволжья.

Региональная структура кредитов юридическим лицам определяется отраслевой структурой производства в регионах, поскольку зависимость от заемных средств существенно

различается для разных отраслей. Основным получателем кредитных ресурсов во всех округах, исключая Центральный, является реальный сектор экономики (Таблица 3.8).

Таблица 3.8. Доля отдельных отраслей в структуре предоставленных юридическим лицам кредитов в 2021 и 2024 г., %

ФО	2021 г.				2024 г.			
	Реальный сектор	ДПИ	Обработка	Строительство	Реальный сектор	ДПИ	Обработка	Строительство
РФ	43,9	2,2	13,8	2,8	60,5	4,0	19,1	5,2
ЦФО	29,4	0,5	9,1	1,9	49,1	0,7	14,3	4,7
СЗФО	77,6	2,3	24,2	4,4	61,6	4,1	21,1	4,2
ЮФО	89,9	0,3	30,3	4,6	80,1	0,1	16,9	6,8
СКФО	95,1	0,1	20,6	5,2	91,0	0,1	24,1	12,9
ПФО	84,0	1,9	35,4	6,4	86,0	5,7	38,8	7,5
УФО	86,2	25,7	27,1	5,1	83,7	19,4	37,9	5,1
СФО	89,6	6,1	19,5	5,9	89,2	15,0	24,4	5,6
ДФО	90,6	20,5	19,5	5,1	75,0	20,1	9,0	7,0

Источник: данные ЦБ РФ.

Анализ показывает наличие между объемами кредитов, предоставленных юридическим лицам, и ключевой ставкой слабой положительной корреляции, т.е. объем предоставленных кредитов растет, или, по крайней мере, не снижается при увеличении ключевой ставки. Однако общая ситуация определяется динамикой в ЦФО, для которого связь очень слабая. Сильная положительная корреляция между объемами кредитов и ключевой ставкой обнаруживается для заемщиков реального сектора экономики РФ в целом и всех округов, исключая Дальний Восток и Северный Кавказ, где связь также положительна, но значения коэффициентов корреляции ниже среднероссийских.

Наличие положительной связи¹¹³ между кредитами и ключевой ставкой

¹¹³ Приведенные показатели рассчитаны на основе годовых данных по федеральным округам. Расчет коэффициентов корреляции между объемами предоставленных юридическим лицам кредитов и ключевой ставкой на основе месячных данных по субъектам РФ за период 2019–2024 гг. также показывает наличие положительной связи для всех регионов, исключая Москву и Тульскую область.

чевой ставкой свидетельствует о том, что на использование предприятиями заемных средств, помимо ключевой ставки ЦБ, сильное влияние оказывают другие факторы, прежде всего, потребности в росте производства, вызванном увеличением спроса на продукцию и услуги. Изменения ключевой ставки в тех пределах, в которых они происходили в рассматриваемый период, не привели к радикальным снижениям объемов предоставляемых кредитов.

К числу отраслей с наиболее высокой долей используемых заемных средств относятся финансы и страхование, торговля, обрабатывающие производства и строительство. В восточных регионах страны значительные объемы кредитных ресурсов привлекаются в добычу полезных ископаемых. Величина привлекаемых в добычу полезных ископаемых кредитов еще в меньшей мере зависит от изменений ключевой ставки. Сильная положительная связь между привлекаемыми в добычу кредитами и ключевой ставкой характерна для РФ в целом и для всех регионов, исключая Юг, Северный Кавказ и ЦФО, в которых доля добычи в структуре производства невелика.

Увеличение доли кредитов обрабатывающим отраслям в 2024 г. по сравнению с 2021 г. соответствует динамике выпуска обрабатывающей промышленности в регионах. Наиболее высокими темпами росли кредиты в ЦФО, ПФО, УФО и СФО, которые лидировали по темпам роста выпуска обрабатывающих производств. Для кредитов в обрабатывающих производствах также обнаруживается сильная положительная связь с ключевой ставкой для всех округов, исключая Южный и Дальневосточный. Сильная положительная связь между объемами кредитов и ключевой ставкой отмечается для строительства, при этом доля кредитов, выданных строительным организациям, увеличилась во всех округах.

Корпоративное кредитование характеризуется чрезвычайно высокой пространственной концентрацией. Кредитные ресурсы сконцентрированы в ЦФО, на который приходится около 60% всех выданных кредитов юрлицам, причем почти половина общероссийского объема приходится на Москву.

Региональная структура кредитования привязана к отраслевой специализации регионов. Высокая зависимость от заемных средств характерна для финансового сектора, торговли, обрабатывающих производств и строительства. Рост кредитов в обрабатывающие отрасли и строительство демонстрирует положительную связь со ставкой, подтверждая тезис о том, что потребности производства в условиях роста спроса оказываются важнее стоимости кредита. В восточных регионах значительные объемы кредитов привлекаются в добычу полезных ископаемых, динамика которых слабо зависит от ключевой ставки в силу специфики кредитования крупных добывающих компаний.

Малый и средний бизнес. Деятельность предприятий в сфере малого и среднего предпринимательства (МСП) в значительной мере локализована на территории конкретных регионов и ориентирована на локальные рынки. Малыми и средними предприятиями производится почти четверть суммарного ВРП. Помимо вклада в экономический рост МСП выполняет в регионах важные социальные функции с точки зрения формирования занятости и доходов населения, сохранения национальных и культурных особенностей регионов, социальной стабильности.

Доля МСП в ВРП максимальна в южных регионах (Таблица 3.9), но она существенно ниже среднероссийского показателя на Урале и Дальнем Востоке. В условиях адаптации российской экономики к санкциям заметных изменений вклада МСП в экономический рост не наблюдается, происходящие сдвиги находятся в русле трендов, складывающихся в других секторах экономики.

На малых и средних предприятиях работает порядка 15–16% общей численности занятых. В динамике эта доля снижается во всех округах, кроме Центрального и Северо-Западного.

Доступность кредитных ресурсов является важным фактором развития МСП, она различается по регионам в зависимости от отраслевой структуры и мер поддержки, принятых в различных регионах. Для всех округов, исключая Центральный и Северо-Западный, которые лидируют по численности заня-

тых в МСП, доля кредитов, предоставленных МСП, в кредитах юридическим лицам, выше доли малого и среднего предпринимательства в ВРП.

Таблица 3.9. Доля малых и средних предприятий в ВРП, численности занятых в экономике и региональная структура ВДС МСП, %

	Доля в ВРП		Региональная структура ВДС МСП		Доля МСП в занятости		
	2019	2023	2019	2023	2016	2021	2024
РФ	22,8	23,9	100,0	100,0	16,5	15,6	15,2
ЦФО	23,1	27,8	36,9	40,0	17,2	17,3	18,0
СЗФО	24,6	23,4	12,1	12,0	19,7	20,1	20,2
ЮФО	29,0	28,8	8,8	8,4	14,1	12,3	11,1
СКФО	31,5	30,5	3,3	2,9	7,2	6,6	5,2
ПФО	25,3	25,6	16,3	15,0	18,4	16,3	15,0
УФО	13,6	13,4	8,3	8,2	15,8	14,3	15,7
СФО	21,4	22,7	8,8	8,4	16,3	15,7	14,7
ДФО	19,8	18,9	5,4	5,1	15,1	13,1	12,3

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных Росстата.

В 2023–2024 гг. доля МСП в кредитах юридическим лицам выросла во всех округах, кроме Северо-Запада (Таблица 3.10), что связано с усилением государственной поддержки МСП. На долю МСП приходится более половины всех кредитов юридическим лицам на Северном Кавказе, однако эта доля значительна и в других округах — 33% всех кредитов в Приволжье и 36% в Сибири. В региональной структуре кредитов, предоставленных МСП, доминируют ЦФО, Приволжье и ЮФО.

Кредитование МСП стабильно росло в течение всего периода реализации ДКП, нацеленной на таргетирование инфляции (Рисунок 3.20). В 2016–2020 гг. объемы предоставленных кредитов увеличивались на фоне снижения ключевой ставки. После 2020 г. отмечался небольшой, но стабильный рост кредитов, причем обвального снижения темпов кредитования в 2022 г., характерного для потребительских кредитов, для МСП не наблюдалось.

Таблица 3.10. Доля МСП в кредитах, предоставленных юридическим лицам, и региональная структура кредитов МСП, %

	Доля МСП в кредитах юрлицам				Региональная структура кредитов МСП			
	2016	2021	2023	2024	2016	2021	2023	2024
РФ	16,4	13,6	22,6	20,5	100,0	100,0	100,0	100,0
ЦФО	11,6	7,4	16,0	15,0	41,3	39,9	41,3	44,1
СЗФО	19,2	21,2	21,2	16,8	10,9	12,4	10,2	9,4
ЮФО	24,6	32,0	37,1	39,2	9,1	8,5	9,7	10,9
СКФО	52,0	48,9	50,9	55,5	2,3	1,7	1,6	1,6
ПФО	23,3	36,0	39,0	32,9	17,2	15,7	15,1	14,0
УФО	19,2	32,5	29,3	26,9	6,3	8,0	7,9	7,4
СФО	26,4	41,3	35,9	35,7	9,1	9,7	8,3	8,4
ДФО	29,8	27,8	31,5	29,5	3,8	4,2	6,0	4,2

Источник: расчеты ИНП РАН на основе данных ЦБ РФ.

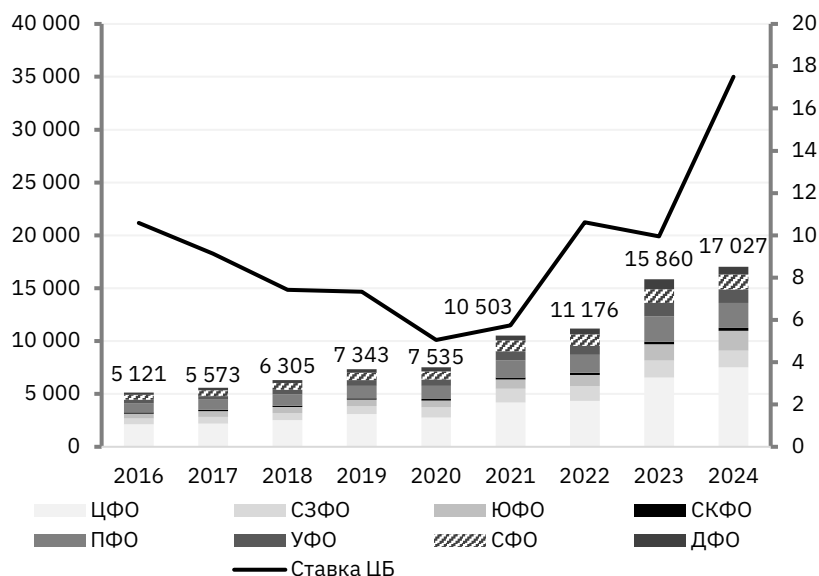


Рис. 3.18. Сумма и региональная структура кредитов, предоставленных МСП, млрд руб., ключевая ставка ЦБ (правая ось), %.

Источник: Расчеты ИНП РАН по данным ЦБ РФ.

В целом в условиях жесткой ДКП объем предоставленных МСП кредитов в 2024 г. возрос по сравнению с 2021 г. в целом по РФ в 1,6 раза. Опережающими темпами росло кредитование МСП в

ЮФО, где показатель вырос в 2,1 раза. В ЦФО рост составил 1,8 раз. Во всех остальных округах рост объемов кредитования был ниже среднероссийского, минимальный прирост — на Северо-Западе и в Сибири.

Высокий уровень ключевой ставки не является «запретительным» для кредитования МСП, в целом по стране объемы предоставленных кредитов в динамике увеличиваются, однако темпы их роста в 2024 г. снизились повсеместно.

Доступность кредитов является важным фактором развития МСП. Доля кредитов МСП в общем объеме кредитования юридических лиц увеличилась за последние годы во всех округах. Несмотря на наличие ряда льгот, государственных и региональных программ поддержки МСП, доступность кредитов остается важной причиной сокращения занятости в МСП в большинстве регионов.

Как и в случае кредитования физических лиц и корпоративного сектора, ДКП оказывает ограниченное влияние на динамику кредитования МСП. Даже в условиях рекордно высокой ключевой ставки в 2024 г. объем кредитования МСП продолжал расти, хотя и более низкими темпами, что свидетельствует о наличии других, более значимых факторов спроса на кредиты (потребности производства, господдержка).

Особенности отдельных регионов, экономическая и социальная политика, проводимая на федеральном и региональном уровнях, искажают действия трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В силу значительной региональной неоднородности российской экономики реализация Банком России единой денежно-кредитной политики приводит к тому, что меры ДКП (изменение ключевой ставки) по-разному воздействуют на регионы.

После 2020 г. на фоне роста ключевой ставки ЦБ наблюдается устойчивая обратная связь между доходами населения в регионах и темпами инфляции. В «бедных» регионах (Северный Кавказ, Сибирь) цены растут быстрее, чем в «богатых» (Урал, Дальний Восток). Инфляция носит регрессивный характер — она выше в бедных регионах из-за опережающего роста цен на

товары и услуги первой необходимости, что усиливает социальное и межрегиональное неравенство и создает дополнительные вызовы для социально-экономической политики государства.

Рост ключевой ставки по-разному влияет на потребительский спрос в регионах, с одной стороны, стимулирует население к сбережениям. В 2023–2024 гг. этот эффект был мощным антиинфляционным фактором, так как почти половина прироста доходов ушла в депозиты, снизив потребительский спрос. С другой стороны, ужесточение ДКП напрямую сдерживает потребительское кредитование, которое является наиболее чувствительным к изменению ключевой ставки. Это создает дилемму для ЦБ РФ: борьба с инфляцией через повышение ставок может непропорционально сильно ударить по благосостоянию населения и потребительскому спросу в и без того менее обеспеченных регионах.

Влияние изменений ключевой ставки на инвестиционную активность в регионах ограничивается действием более мощных факторов, имеющих неденежный характер: структурой экономики регионов, наличием собственных средств компаний, бюджетным финансированием инвестиций, внешнеполитическими условиями. Кредитные ресурсы не являются доминирующим источником финансирования инвестиций, основные источники — собственные средства предприятий и бюджет. В силу значительного влияния на инвестиции неденежных факторов, воздействие ДКП на инвестиции сильно варьируется от региона к региону. Это ставит под вопрос эффективность использования классических инструментов ДКП для стимулирования или сдерживания инвестиций в регионах и указывает на необходимость применения точечных, отраслевых и региональных мер бюджетной и структурной политики для управления инвестиционным процессом.

Несмотря на общепризнанное негативное влияние ДКП на производство, объемы корпоративного кредитования слабо положительно коррелируют с ключевой ставкой, объем кредитов, предоставленных юридическим лицам, увеличился даже при ужесточении денежно-кредитной политики. Рост ключевой ставки стал препятствием для экономического роста, однако не

остановил корпоративное кредитование. Спрос на кредиты со стороны бизнеса зависит не только от стоимости кредитных ресурсов, но и от текущей конъюнктуры, а также от поддержки государством приоритетных направлений развития, отдельных отраслей и проектов.

Сектор МСП играет важную стабилизирующую роль в регионах, демпфируя инфляцию и поддерживая занятость. Рост кредитования МСП, несмотря на рост стоимости заемных средств, указывает на наличие устойчивого спроса на кредитные ресурсы со стороны МСП. Несмотря на наличие государственных программ поддержки и льготного кредитования, доступность кредитов остается ключевой проблемой для развития МСП.

3.4. Финансовое поведение российских домохозяйств в условиях современной денежно-кредитной и бюджетной политики

Успешность экономической политики определяется ростом уровня и качества жизни населения. По данным Росстата, общая сумма доходов граждан России в 2024 г. составила 96,4 трлн руб., из них 52% пришлось на доходы от трудовой деятельности (зарплаты, премии и другие выплаты) и 46% — на инвестиционные доходы (дивиденды, операции с ценными бумагами). По сравнению с 2023 г. рост общей суммы доходов составил 27%. При этом наблюдался более быстрый рост инвестиционных доходов населения.

В настоящее время потребление домашних хозяйств составляет более 50% ВВП. Это означает, что распоряжение населения доходами в современных условиях предполагает не только спрос на товары и услуги, но и использование различных финансовых инструментов. Например, размеры депозитов физических лиц возросли в 2025 г. на 75%, по сравнению с 2021 г., и в 2,4 раза, по сравнению с 2017 г. (Рисунок 3.19).

Рост доходов населения связан с проводимой бюджетной политикой. Был реализован комплекс мер с акцентом на

социальную поддержку граждан, прежде всего, малообеспеченных семей с детьми. Структурная трансформация экономики сопровождалась созданием новых рабочих мест. За 2022–2024 гг. рост занятости населения составил около 2 млн. человек, уровень безработицы сократился до исторических минимумов.

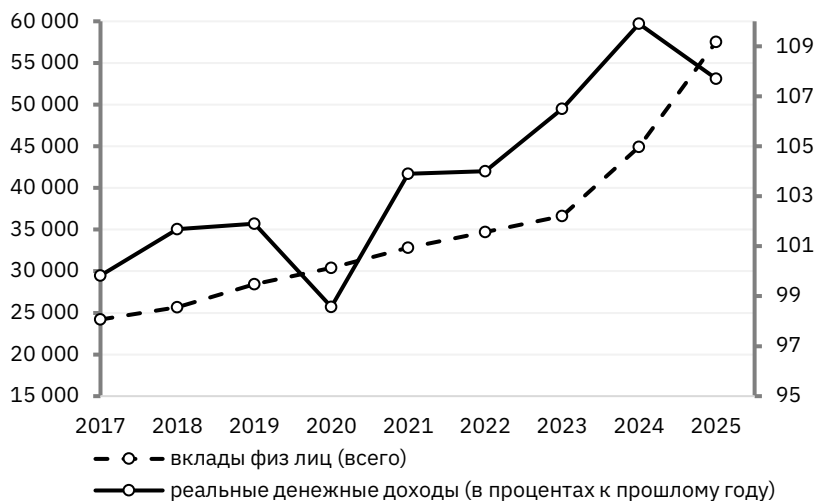


Рис. 3.19. Динамика реальных денежных доходов населения, % и величины депозитов физических лиц, млрд руб., 2016–2024 гг.

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата и ЦБ РФ.

В структуре финансовых активов в 2024 г. доля депозитов составляла 78%, она возросла по сравнению с 2021 г. в 2,7 раза, абсолютные объемы депозитов за 2021–2024 гг. увеличились в 5,2 раза (Рисунок 3.20). По оценкам Банка России, банковские счета есть у 75,4% домашних хозяйств. Доля домохозяйств, у которых есть банковские счета, различается по доходным группам: в 2024 г. она возрастает с 64% в 1-й квинтильной группе до 86% в 5-й. На втором месте среди финансовых активов домохозяйств — доля акций. Но она существенно меньше, чем доля банковских вкладов, и составляла в 2024 г. 8,4%. Прочие виды финансовых активов домохозяйств представлены незначительно — на долю долговых ценных бумаг, займов, страховых и пенсионных резервов, пенсионных накоплений,

средств на счетах эскроу и прочих видов в 2024 г. приходилось 13,4%, при этом владеет данными активами всего 2% домохозяйств¹¹⁴.

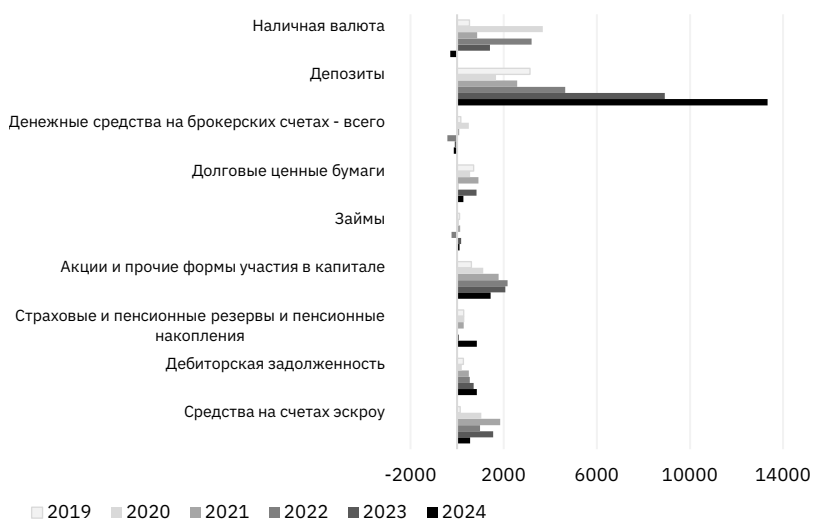


Рис. 3.20. Распределение финансовых активов домашних хозяйств (операции за год, млрд руб.), 2019–2024 гг.

Источник: Данные Банка России¹¹⁵.

Параллельно возрастали объемы выданных населению кредитов (Рисунок 3.21): по сравнению с 2018 г. абсолютные значения выданных кредитов в 2024 г. увеличились в 2,2 раза, жилищных кредитов в 2023 г. — в 2,6 раза (в 2024 г. число выданных жилищных кредитов уменьшилось по сравнению с 2023 г.).

Темпы прироста объема предоставленных населению кредитов в 2020–2021 гг. более чем в 2 раза превышали темпы прироста объемов кредитов за 2018–2019 гг. и 2019–2020 гг. (Рисунок 3.22).

В 2024 г. объем жилищных кредитов сократился — до уровня 2022 г., но объем абсолютной задолженности по кредитам вырос (Рисунок 3.23).

¹¹⁴ Финансы российских домохозяйств в 2024 году. Центральный банк Российской Федерации, 2025. С.4. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/households/hh/.

¹¹⁵ https://cbr.ru/statistics/macro_itm/households/hh/.

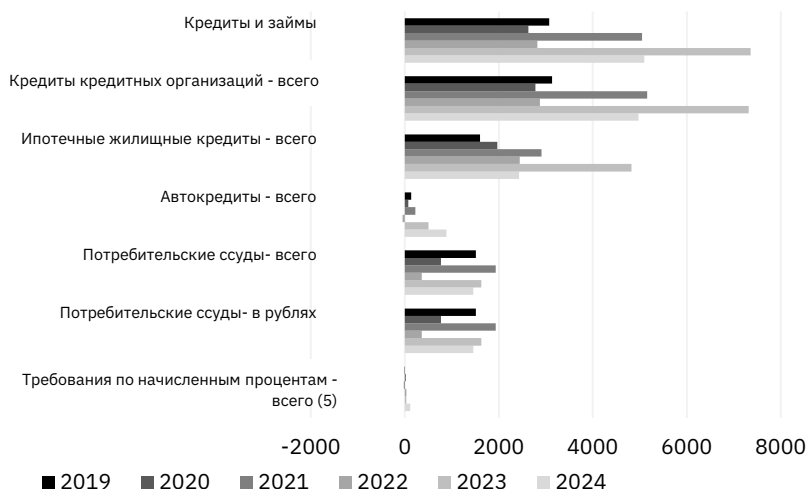


Рис.3.21. Распределение отдельных финансовых обязательств домашних хозяйств (операции за год, млрд руб.), 2019–2024 гг.

Источник: Данные Банка России¹¹⁶.

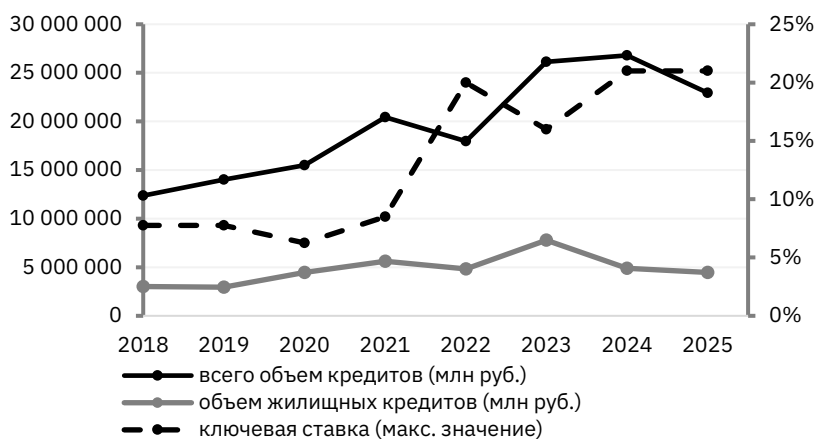


Рис. 3.22. Объем кредитов в рублях, предоставленных кредитными организациями физическим лицам-резидентам (млн руб.) и максимальное значение ключевой ставки, %, 2018–2024 гг.

Источник: данные ЕМИСС и ЦБ РФ¹¹⁷.

¹¹⁶ https://cbr.ru/statistics/macro_itm/households/hh/.

¹¹⁷ <https://www.fedstat.ru/indicator/59345>; https://cbr.ru/hd_base/KeyRate

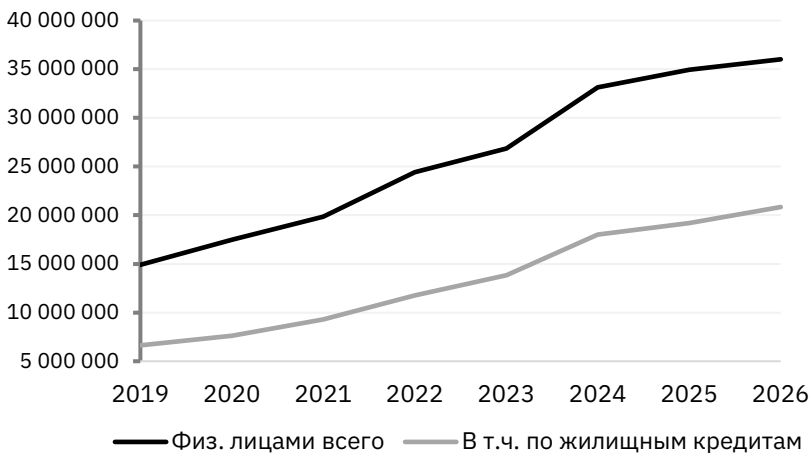


Рис. 3.23. Динамика абсолютных размеров задолженности по кредитам физических лиц, в том числе по жилищным кредитам, 2019–2026 гг., на начало года, млрд руб.

Источник: данные ЕМИСС и ЦБ РФ.

Ожидаемая инфляция. Согласно классической макроэкономической теории, высокая ожидаемая инфляция при низкой процентной ставке приводит к увеличению потребления. В России ожидаемая инфляция оценивается, наряду с другими показателями, с помощью индекса инфляционных ожиданий (ИИО)¹¹⁸. На протяжении периода 2012–2025 гг. значение индекса (приведены значения индекса, разработанные по методике ВЦИОМ) находится на высоком уровне (Рисунок 3.24). Направления изменения индекса соответствуют тенденциям изменения индекса потребительских цен (ИПЦ) с временным лагом в один-два года: на Рисунке 3.26 видно, что в 2014 г. ИИО возрос, и через год увеличился ИПЦ. Исключение составил период 2018–2020 гг., когда направления изменения двух индексов не совпадали.

¹¹⁸ Индекс инфляционных ожиданий демонстрирует субъективный прогноз россиян относительно инфляции. Индекс строится на основе вопроса «Как, на Ваш взгляд, будут меняться цены на основные потребительские товары и услуги в ближайшие один-два месяца?» путем суммирования ответов. Ответу «Цены вырастут» присваивается коэффициент 0,9, ответу «Останутся прежними» — 0,5, «Снизятся» — 0,1. Индекс может принимать значения от 10 до 90 пунктов. Чем выше значение индекса, тем больше ожидают роста цен.

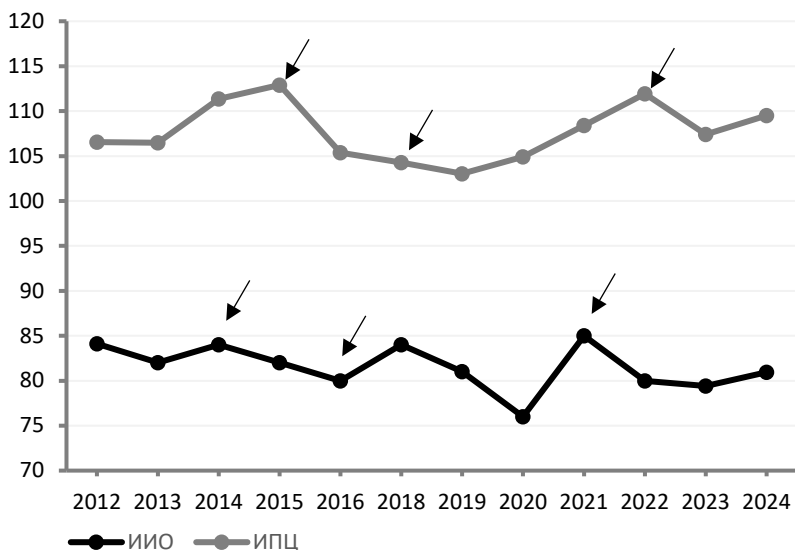


Рис. 3.24. Индекс инфляционных ожиданий и индекс потребительских цен в декабре каждого года, 2012–2024 гг.

Источник: данные Росстата и ВЦИОМ¹¹⁹.

Высокая инфляция воспринимается населением как серьезная проблема. Поскольку домохозяйства обеспокоены снижением покупательной способности денежных средств и, соответственно, уровня жизни. В современных исследованиях все более актуальной становится оценка последствий инфляции с позиций воздействия на потребление¹²⁰.

Банк России оценивает влияние инфляционных ожиданий участников экономических отношений на достижение цели по инфляции, анализирует воздействие факторов на инфляционные ожидания.

Согласно оценкам ВЦИОМ, инфляционные ожидания находятся на высоком уровне: минимальное значение в декабре 2020 г. составило 75 пунктов из максимальных 90, а в ноябре

¹¹⁹ <https://www.fedstat.ru/indicator/55396>; <https://wciom.ru/ratings/indeksy-vozprijatija-infljacii?ysclid=mj57922fe361757293>.

¹²⁰ См., например, Coibion, O., Georgarakos, D. Gorodnichenko, Y. and M. van Rooij (2023), “How Does Consumption Respond to News about Inflation? Field Evidence from a Randomised Control Trial”, *American Economic Journal: Macroeconomics*. 15 (3): 109–52.

2025 г. — 80 пунктов. Можно предположить, что более высокие инфляционные ожидания будут оказывать сдерживающее влияние на спрос. При росте реальных доходов населения в условиях высоких инфляционных ожиданий уровень жизни населения существенно не меняется или даже снижается в низкодоходных группах. Создаются условия для ограничения спроса и снижения потребительской активности домохозяйств.

В структуре использования доходов доля расходов на покупку товаров и оплату услуг — максимальная и на порядок превышает доли сбережений и обязательных платежей. Доля сбережений во вкладах, ценных бумагах и наличных деньгах имеет тенденцию к росту. В 2017 г. доля накоплений составляла 6,2%.

Результаты социологических опросов показывают, что в 2024 г. доля дохода населения, использованная на прирост сбережений, возросла. Так, по данным «Всероссийского обследования населения по потребительским финансам» за 2015–2024 гг., доля респондентов, положительно оценивавших экономическую ситуацию как благоприятную для сбережений, увеличилась. Если в 2015 г. 14% подтвердили утверждение «Сейчас хорошее время для сбережений», то в 2022 г. — 16%, в 2024 г. — 21% (Таблица 3.11).

Одновременно с положительными оценками ситуации для сбережений повышается и индекс доверия банковским вкладам. Исследования ВЦИОМ показывают рост индекса доверия банковским вкладам за этот период с 41 до 61 пунктов.

Сравнение трех индикаторов, характеризующих соотношение сберегательного, кредитного и потребительского поведения домохозяйств, показывает более высокую активность населения в сберегательном поведении. Индекс потребительского доверия демонстрирует тенденцию к стабилизации в 2023 и 2024 г. на уровне 43 пунктов. Индекс кредитного доверия в 2024 г. упал до минимального значения (21 единица). Индексы сберегательного поведения на протяжении 2020–2025 гг. сохраняют высокие значения, стабильно выше 60 единиц. Индекс доверия банковским вкладам к 2024 г. возрос по сравнению с 2020 г. на треть и составил 61.

Таблица 3.11. Оценка домохозяйствами степени готовности к сбережениям.

		2022	2023	2024	2025
ОДПФ (Банк России)	Сейчас хорошее время для сбережений, %	16		21	
ВЦИОМ	Индекс сберегательного поведения* (на февраль)	66	65	62	62
	Индекс доверия банковским вкладам* (на февраль)	41	51	57	61
	Индекс потребительского доверия* (на февраль, 2025 г. — октябрь)	35	41	43	43
	Индекс кредитного доверия* (на февраль, 2025 г. — октябрь)	22	29	26	21
	Оценка готовности к кредитованию, %: «Скорее плохое время для кредитов» «Скорее хорошее время для кредитов»	77 8	67 14	71 11	79 6
РМЭЗ	Ответ «Да» на вопрос «Тратила ли Ваша семья в течение последних 30 дней деньги на погашение кредита, возврат ссуд?»	22,6		22,7	
	Ответ «Да» на вопрос «Ваша семья в течение последних 30 дней откладывала сбережения?»	16,7		19,2	

* Единиц, 10 — минимальный, 90 — максимальный.

Источник: данные РМЭЗ, ВЦИОМ, ОДПФ (Банк России).

Стратегия «бегства от денег», предполагающая трату текущих доходов и вложение в сбережения, устойчива на протяжении 2021–2025 гг. К 2025 г. ее приверженцами были 28% населения России. Заметно возросла доля населения, выразившего готовность положить свободные деньги в банк — 53%.

Данные результатов опроса домохозяйств российского мониторинга экономики и здоровья показывают стабилизацию доли населения, в траты которого входили выплаты на погашение кредитов: она не изменялась на протяжении 2022–2024 г. и составляла 22,6–22,7%. Сбережения делали в 2024 г. чаще, чем в 2022 г.: 19,2% и 16,7% респондентов, соответственно.

По данным опроса Банка России в 2024 г., 21% респондентов считали время хорошим для сбережений. При этом доли домохозяйств, которые сообщали об увеличении сбережений, различалась по децильным группам. Наибольший прирост отмечали

наиболее обеспеченные домохозяйства, 8–10-я децильные группы (Рисунок 3.25).

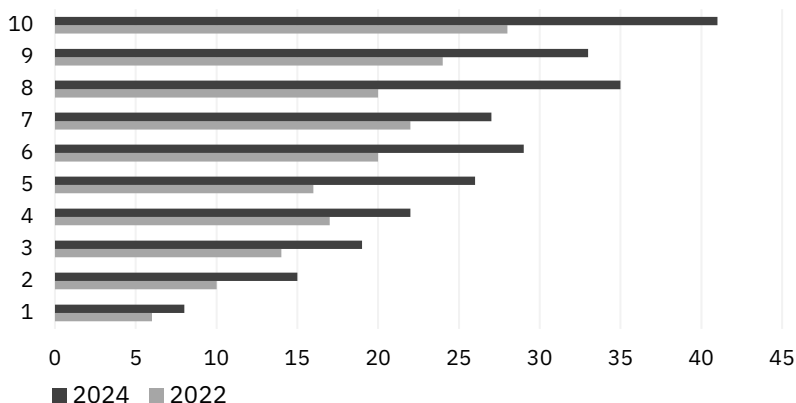


Рис. 3.25. Доля домохозяйств, увеличивших сбережения в течение года, в различных децильных группах, %, 2022 г., 2024 г.

Источник: расчеты ИНП РАН по данным ЦБ РФ.

Меры бюджетной и налоговой политики являются инструментами при решении задач снижения бедности, сокращения неравенства, роста доходов российских семей. На решение этих задач также работают и инструменты фискальной политики, включая выплаты семьям с детьми, налоговые вычеты, и другие инструменты.

Выводы для экономической политики

- Межрегиональная дифференциация темпов роста потребительских цен определяется объективными различиями регионов, которые влияют на их восприимчивость к изменениям ключевой ставки ЦБ. Современная инфляция имеет регрессивный характер, рост цен выше в регионах с низкими доходами населения и высокой долей базовых статей расходов.
- Особенности отдельных регионов и высокий уровень межрегиональной дифференциации ограничивают влияние мо-

нетарных инструментов на ценовую динамику. Для сглаживания негативных экономических и социальных последствий инфляции недостаточно только мер), требуется адресная региональная и социальная политика, направленная на поддержку низкодоходных групп и регионов.

- Изменения ключевой ставки ЦБ напрямую влияют на выбор домохозяйств между сбережением и потреблением. В структуре кредитования физических лиц преобладают потребительские кредиты. В наибольшей мере потребительский спрос зависит от потребительских кредитов в восточных регионах страны, максимальный вклад в формирование потребительского спроса кредиты вносят в Сибири и на Урале. Кредитная нагрузка (отношение долга к доходам) максимальна в Сибири, на Урале и в Приволжье (около 40% от годового дохода), что делает население этих регионов более уязвимым к ужесточению мер ДКП.
- Влияние ДКП на производственную сферу регионов зависит от объема кредитных ресурсов, используемых в регионах. На долю Центрального федерального округа приходится около 60% всех предоставленных кредитов, из них около 80% приходится на Москву, вместе с СЗФО доля двух округов составляет более 70% от суммарного объема кредитования бизнеса.
- Региональная структура кредитования производства привязана к отраслевой специализации регионов. Высокая зависимость от заемных средств характерна для финансового сектора, торговли, обрабатывающих производств, строительства. Рост кредитов в обрабатывающие отрасли и строительство демонстрируют положительную связь со ставкой, подтверждая тезис о том, что потребности производства в условиях роста спроса до определенного предела оказываются важнее стоимости кредита. Малое и среднее предпринимательство наиболее чувствительны к изменению ДКП, государственная поддержка временно сглажи-

вает, но не устраняет зависимость объема привлекаемых МСП кредитов от величины ключевой ставки.

- Последствия универсальной денежно-кредитной политики существенно различаются по регионам в зависимости от особенностей отраслевой структуры их экономики, соотношения крупного, среднего и малого предпринимательства, это требует учета региональной специфики при разработке мер государственной поддержки бизнеса на федеральном и региональном уровне, в частности, при оценке финансовых ресурсов на их реализацию.

РАЗДЕЛ 4. СОВРЕМЕННЫЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ: ВОЗМОЖНЫЕ ПОДХОДЫ И РОССИЙСКИЕ РЕАЛИИ

4.1. Изменения институциональных условий реализации финансовой политики после внешних шоков 2022 года

В предшествующие десятилетия институциональный каркас мировой экономики сохранялся довольно устойчивым и определялся рамками ВТО, долгосрочными соглашениями, правилами международных организаций, прочими взаимными обязательствами, принятыми на долгосрочной основе.

Проводившиеся реформы затрагивали в основном тарифы, цены, проценты, процедуры принятия решений и другие инструменты «тонкой настройки» действующих институтов. Россия встраивалась в глобальную экономику, придерживаясь этих же норм поведения. Однако в последние годы в глобальной и в российской экономике стали происходить очень глубокие институциональные трансформации, меняющие, а возможно, «ломающие» сложившийся институциональный каркас мировой экономики.

Размываются основы институтов доверия, защиты собственности, эквивалентного обмена. Объем финансовых и социальных обязательств в развитых странах многим представляется невыполнимым¹²¹. Защита прав экономических агентов все больше обуславливается политическими интересами. Передел собственности и активов ведется все более грубыми, неэко-

¹²¹ Балацкий Е.В. Россия в эпицентре геополитической турбулентности: накопление глобальных противоречий // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. 2022. Т. 15. № 4. С. 42–59. DOI: 10.15838/esc.2022.4.82.3; Котликофф Л., Бернс С. Пенсионная система перед бурей: То, что нужно знать каждому о финансовом будущем своей страны / Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. 348 с.; Глазьев С. Ю. Последняя мировая война. США начинают и проигрывают / С. Ю. Глазьев «Книжный мир», 2016. (Коллекция Изборского клуба) ISBN 978-5-8041-0820-6.

номическими способами. Институты «примитивизируются» в пользу силовых подходов с использованием угроз, санкций, конфискаций, блокировки активов, торговых войн, запретов поставок критически значимых товаров и других нерыночных мер.

Происходит политизация глобальных процессов и усиление государств в экономическом регулировании. Горизонт устойчивости глобальных институтов быстро сокращается, поскольку базовые нормы взаимоотношений нарушаются, что быстро повышает неопределенность экономических взаимодействий.

Доступ к ресурсам и активам, особенно «качественным»¹²², превращается в инструмент прямого регулирования. Если раньше такой доступ устанавливался на длительное время и регулировался в узких пределах, определяемых устойчивыми правилами, и был предсказуемым, то теперь он используется для разрешения текущих противостояний в торговых войнах и иных экономических конфликтах. Нерыночные меры создают и/или повышают барьеры входа на рынки, превращая доступ к ресурсам и активам в инструмент жесткой протекционистской политики.

Изменение режимов доступа к качественным ресурсам ведет к фрагментации рынков, росту их неоднородности и повышению барьеров входа на них, а, следовательно, к повышению транзакционных издержек, снижению эффективности кооперации. Последнее прямо сказывается на устойчивости цепочек поставок и повышении рисков для глобальных финансовых рынков.

Происходит разрушение консенсуса о «естественном» доминировании более развитых стран и крупнейших корпораций в сложившейся парадигме «центр-периферия»¹²³. Согласно теории экономического доминирования в многоуровневой экономике доступ к качественным ресурсам лежит в основе получения институциональной ренты¹²⁴. Переход от сложившегося ранее режима передачи такой ренты лидерам, тратившим ее на

¹²² Разделение ресурсов на качественные и массовые предложено Ю.В. Яременко (см.: Яременко Ю.В. Структурные изменения в социалистической экономике. М.: Мысль, 1981. 303 с.)

¹²³ Ф. Перру, Экономика XX века. М., 242 с., 1961; Валлерстайн Иммануил. Миросистемный анализ: Введение / пер. Н.Тюкиной. М.: Издательский дом «Территория будущего», 2006.

«общий» прогресс, к ее принудительному изъятию доминирующими структурами без отчетливых обязательств с их стороны по ее использованию, делает архитектуру глобальной экономики все менее устойчивой.

В целом происходит фундаментальная структурная и институциональная трансформация мировой экономики — переход ее в новое качественное состояние.

Перечисленные процессы непосредственно влияют на российский крупный бизнес в той мере, насколько он встроен в глобальную экономику, а следовательно, на бюджетные доходы, денежные рынки, реализацию стратегий промышленного, технологического, пространственного и иных направлений развития экономики России. В то же время происходящие в ней перемены пока практически не отражаются на целях и способах реализации финансовой и денежно-кредитной политики, формируя определенный разрыв новых вызовов и инерционного запаздывания ответов на них.

До 2022 г. основными доминирующими субъектами в российской экономике были крупный зарубежный бизнес, российские частные ТНК, работающие на внешних и внутренних рынках, российские государственные корпорации и компании с государственным участием. С точки зрения доступа к качественным ресурсам их доминирование и получение соответствующей институциональной ренты строились в основном в следующей логике.

Крупный зарубежный бизнес, получив с начала 1990-х годов сильные институциональные преимущества на внутренних российских рынках и используя свои лоббистские возможности, поддерживал сохранение модели российской экономики как низкомаржинальной части западной экономики. Это осуществлялось через следующие механизмы прямого и косвенного воздействия: прямой вывод доходов от собственности и активов, полученных по заниженным ценам; перенос доходов и активов по цепочкам создания добавленной стоимости, выходящим из

¹²⁴ См.: А.А. Блохин «Экономическое доминирование: базовые положения теории и подход к измерению» Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 1. С. 6–30.

российской экономики за рубеж благодаря контролю за этими цепочками; перемещение из России стадий переработки в контролируемых зарубежным бизнесом цепочках, с сохранением добычи и производства сырья и продуктов первичной переработки на российской территории; поддержание несимметричного доступа на внешние рынки для российского бизнеса и на внутрироссийские рынки — для западного; выведение, по возможности, результатов научно-технологической деятельности из России путем организации «утечки умов», скупки ее результатов при слабой системе защиты интеллектуальной собственности в России; использование крупными зарубежными хедж-фондами и другими финансовыми институтами операций на российских финансовых рынках для получения и вывода из страны доходов; сковывающее управление средой развития российского бизнеса через навязывание ему западных стандартов и правил, в том числе сертификации продукции и услуг, сервисного обслуживания оборудования и др.; предотвращение возникновения конкурентов в России с поддержанием ситуации, когда импорт выгоднее собственного производства; использование сильных лоббистских позиций для получения по возможности наилучшего доступа к качественным ресурсам на внутреннем российском рынке.

В целом крупный зарубежный бизнес, с одной стороны, имел, по сути, «режим наибольшего благоприятствования» на внутренних рынках в доступе к качественным ресурсам и, с другой, — осуществлял масштабный вывод доходов в виде институциональной ренты из российской экономики, в том числе, уводя их из-под российского налогообложения.

Российские частные ТНК на внешних рынках примерно с начала 2000-х годов вышли на западные рынки как экспортеры сырья. Получили там доступ к дешевому финансированию, технологиям, рыночной инфраструктуре и постепенно повышали свою капитализацию. Они использовали преимущества участия, как в западной, так и в российской экономике, одновременно находясь в зависимости от доступа к ресурсам в них.

Российские компании-экспортеры, превращаясь в глобальные корпорации, становились доминирующими структурами на внутреннем российском рынке, поскольку имели доступ к дешевому зарубежному финансированию, технологиям, другим качественным ресурсам и использовали их, в том числе, для работы на внутреннем рынке. Одновременно, имея господдержку в России, они получали более широкий доступ на внешние рынки. Кроме того, государство обеспечивало им поддержку. Наконец, эти компании не могли существовать без доступа к недропользованию и другим ресурсам, предоставленным государством. Фактически с точки зрения контроля доступа они были российско-зарубежными компаниями и так же, как внешние ТНК, выводили из страны часть дохода за рубеж. Такое поведение компенсировалось тем, что компании-экспортеры превратились в основной источник доходов бюджетной системы РФ, а также через свои расходы внутри страны формировали значительный производственный и потребительский спрос.

В целом российские частные ТНК существовали в режиме «двух ключей» управления ими, которое через доступ к ресурсам осуществлялось как со стороны российского государства, так и зарубежных субъектов.

Государственные корпорации и компании с государственным участием благодаря специфике своей деятельности и более жесткому контролю со стороны государства в меньшей степени, чем остальной российский бизнес были подвержены внешнему доминированию. Их преимущества на внутреннем рынке определялись доступом к российским качественным ресурсам: государственному финансированию, налоговым льготам, недрам, информационным массивам, интеллектуальной собственности, технологиям. Говорить о доминировании таких компаний можно с определенной натяжкой, поскольку часто они занимали монопольные позиции или являлись уникальными организациями. Однако они получают преимущества не только в доступе к качественным ресурсам, контролируемым государством, но и к другим. Например, могут получать сравнительно дешевое финансирование на финансовых рынках из-за того, что имеют

низкие риски и заметно меньший уровень транзакционных издержек по своим операциям.

В целом государственный сектор благодаря своим институциональным преимуществам демонстрировал и продолжает демонстрировать парадоксальное развитие, оставаясь в течение длительного периода сравнительно эффективным, вопреки теоретическим положениям о преимуществах рыночных секторов по сравнению с государственным. В данном случае государственный сектор не столько более эффективен, сколько более защищен от внешнего доминирования.

После внешних шоков 2022 года система доминирования и доступа к качественным ресурсам в российской экономике стала существенно перестраиваться. Соответственно изменилась и структура потоков институциональной ренты, как выводимой из страны, так и перераспределяемой внутри российской экономики. Такие преобразования сопровождаются и закрепляются глубокой трансформацией институтов. Ее «драйверами» становятся государство и крупнейший российский бизнес, по терминологии теории экономического доминирования в многоуровневой экономике — российские альфа-компании. Такая трансформация не просто меняет роль крупного бизнеса, но перестраивает всю воспроизводственную модель российской экономики. Рассмотрим с этой точки зрения происходящие после 2022 г. тенденции. К основным из них можно отнести следующие.

1. Сокращение прямого внешнего доминирования на внутренних рынках.

После 2022 года место ушедших с российского рынка зарубежных компаний стали занимать российские компании либо компании из дружественных стран¹²⁵.

Занятие многих освободившихся ниш привело к заметному всплеску импортозамещения, хотя и не по всему перечню «оставленных» рынков, а только тех, где у российских

¹²⁵ См.: Блохин А.А., Сергеев Ю.В. Различия в адаптации отраслевого российского бизнеса разного размера к внешним шокам // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2024. № 1. С. 26–43. DOI: 10.47711/2076-3182-2024-1-26-43.

участников было достаточно компетенций. В отдельных случаях произошло усиление доминирования российского бизнеса на доступных рынках и имеющихся технологиях. На остальных оставленных западным бизнесом рынках произошло частичное замещение доминирования «западного» бизнеса на доминирование «восточного» бизнеса. Ответ на вопрос, какой из них получал/получает большую институциональную ренту, пока не известен и должен быть получен в ходе дополнительных исследований, хотя предположительно западное доминирование было сильнее, поскольку оно имеет больший по времени и разнообразию опыт изъятия колониальной и иных видов институциональной ренты в различных регионах мира.

2. Суверенизация финансовой, денежно-кредитной и иных государственных политик и повышение роли государства в экономике.

Последние два-три года в заявлениях руководителей государства на разных уровнях стал довольно часто использоваться термин «суверенизация» политики — финансовой, технологической и других. Это отражает, с одной стороны, вытеснение западных стейкхолдеров из процесса формирования российской политики и, с другой, — необходимость самостоятельного ее выстраивания в условиях недостаточного опыта. В любом случае субъектный состав разработчиков и участников финансовой, денежно-кредитной и иных политик после 2022 года довольно резко сместился в российскую сторону.

Усиление роли государства произошло не только в определении целей и направлений реализации государственной политики, но и в значительном количестве конкретных решений по защите интересов российского бизнеса и населения, а также по усилению контроля за западным бизнесом, действующим в России.

В целом после шоков 2022 года государство стало лидером институциональных преобразований по защите и

адаптации российских рынков к их последствиям.

3. Смещение контроля за российским крупным бизнесом с «Запада» в Россию и/или на «Восток/Юг».

Как указано выше управление российским крупнейшим бизнесом осуществлялось с использованием двух «ключей»: доступом к зарубежным или к российским качественным ресурсам. После 2022 года сильным рычагом контроля за крупным бизнесом становится ограничение доступа к западным качественным ресурсам.

Пока большинство из российских ТНК стараются пере-страивать структуру активов для минимизации рисков их утраты. При этом часть компаний переносят свою активность в дружественные страны или в Россию. Некоторые проводят редомициляцию, т. е. переносят штаб-квартиры в Россию, в частности, в свободные экономические зоны на о. Русский и в Калининградскую область. Этому способствуют и действия Правительства Российской Федерации по ограничению вывода средств и активов в зарубежные офшоры.

В целом формируется тренд на снижение «западной» части контроля над активами российских ТНК. В результате западное доминирование в российской экономике снижается, больше институциональной ренты остается в стране.

4. Принуждение российского бизнеса к выходу из институциональных ловушек.

Система доминирования западного бизнеса в российской экономике, существовавшая более трех десятилетий, привела к формированию и закреплению ряда институциональных ловушек с высокими барьерами выхода из них: догоняющего технологического развития; низкомаржинального развития российского бизнеса; низкой конкурентоспособности российского бизнеса по сравнению с западным доминирующим бизнесом; рентоискательства за счет доступа к дешевому зарубежному финансированию и другим качественным ресурсам; «встроенности» в привычные цепочки поставок; инерции системы государственного управления;

слабой посреднической системы в России (перевод обслуживания крупного бизнеса в российские банки, более слабые, чем западные, повышает транзакционные издержки для крупного бизнеса даже на внутренних рынках); неопределенности (неточности) целей и целевых показателей государственных программ и стратегий (ошибки целеполагания — издержки несогласованности действий участников их достижения); региональные ловушки догоняющего развития.

Сохранение этих и многих других структурно-институциональных ловушек в российской экономике приводило к тому, что российский бизнес недополучал доходы и «упускал» внешние эффекты своего развития, отдавая их в виде институциональной ренты доминирующему западному бизнесу. Выход из этих ловушек требовал высоких (иногда запретительно высоких) затрат.

Внешние шоки 2022 г. заставили российский бизнес сделать часть работы, необходимой для выхода из описанных ловушек. Преодоление барьеров выхода из них произошло принудительно, но теперь открывает для бизнеса дополнительные возможности развития. При определенных условиях уже произведенные затраты на адаптацию бизнеса к внешним шокам могут оцениваться, по сути, как инвестиции в расширение потенциала экономического роста.

5. Адаптация рынков и отраслей к внешним шокам.

Адаптация российской экономики к внешним шокам началась как реакция на новые вызовы и освобождение рынков от внешнего доминирования. Ее можно охарактеризовать как спонтанную адаптацию бизнеса и государства, направленную на поиск и опробование новых форм экономического поведения, бизнес-процессов, управленческих процедур. Она осуществлялась в форме небольших проектов с коротким горизонтом для поиска и выбора новых схем, более соответствующих возникшим институциональным условиям.

К 2024–2025 гг. спонтанная адаптация постепенно привела к выбору и масштабированию более успешных практик,

а более крупный бизнес начал активно «поглощать» менее крупный по всем уровням их иерархии. Такое поглощение происходит как через прямые сделки слияния и поглощения, так и через выстраивание ценовых, тарифных договорных инструментов доминирования и укрепления всевозможных форм вертикальной интеграции. Адаптация перешла в стадию консолидации бизнеса. Такой переход сопровождается переливом средств и ресурсов — своеобразным «стягиванием доходов» в пользу более крупного доминирующего бизнеса.

6. Разбалансировка и кризис прежней институциональной модели глобальной экономики.

Разбалансировка институциональной системы глобальной экономики ведет не только к повышению рисков ее будущего кризиса, но уже в настоящее время к расшатыванию барьеров входа и выхода на западных рынках. Не случайно сами компании, продукция которых поставляется в Россию по параллельному импорту, часто закрывают на это глаза, и даже способствуют выстраиванию серых схем поставок своей продукции. Теневая экономика формируется практически на межгосударственном уровне, и это уже начинает превращаться в норму международных экономических отношений.

Изменения в системе государственного управления тоже начались как спонтанные. Многие решения принимались на самом верхнем уровне, не проходя долгие согласования в органах власти. Они носят характер ответов на внешнее давление и пока не формируют новый целостный образ будущего. Западные стейкхолдеры, ранее активно влияющие на разработку и проведение государственной политики, в значительной мере «выпали» из этого процесса. Многократно произносившиеся лозунги суверенизации финансовой, технологической и иных политик отражают смещение состава субъектов этих политик в российскую сторону, но образовался дефицит подходов к выстраиванию этих новых политик.

Поэтому процедуры и документы бюджетной, денежно-кредитной и иных политик пока очень консервативны — они

сохраняют свои форматы, ориентируются на цели поддержания стабильности, устойчивости при низких темпах экономического роста, на сохранение таргета по инфляции, не превратились в инструмент управления преобразованиями.

На фоне динамичных структурно-институциональных изменений в российской экономике финансовая и денежно-кредитная политика сохраняют консервативный характер.

Цели бюджетной и денежно-кредитной политики в последние годы практически не меняются, а документы, в которых они установлены, настроены на стабильность, устойчивость и минимизацию рисков. В них декларируется необходимость способствовать достижению национальных целей развития: «Обеспечение финансовыми ресурсами их (национальных целей) реализации при условии выполнения ключевых принципов финансовой безопасности и эффективности, безусловной сбалансированности федерального бюджета являются ключевой целью бюджетной политики на ближайшую перспективу»¹²⁶. Единая денежно-кредитная политика сохраняет в качестве основной цели низкий уровень ценовой инфляции.

Не меняются и форматы (порядок подготовки документов) финансовой политики. Ежегодный бюджетный цикл начинается с разработки Сценарных условий функционирования экономики РФ на соответствующие годы. Порядок их разработки определен в 2015 г. и с тех пор существенно не менялся¹²⁷. Разрабатываемые в Сценарных условиях базовый и консервативный варианты прогноза ложатся затем в основу подготовки бюджетов, но состав показателей этих сценариев довольно узкий. Основные из них: цены на сырье, объем и темпы роста ВВП,

¹²⁶ Проект «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов». https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2025/10/main/Osnovnye_napravleniya.pdf?ysclid=mgcimho6p644561871

¹²⁷ Постановление Правительства РФ от 14 ноября 2015 г. N 1234 «О порядке разработки, корректировки, осуществления мониторинга и контроля реализации прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочный период и признании утратившими силу некоторых актов Правительства Российской Федерации». <https://base.garant.ru/71249780/?ysclid=mgcl3qnrgo546464228>

инвестиции в основной капитал, инфляция, валютный курс, безработица, поэтому бюджет «видит» только факторы, связанные с этими показателями. Например, инвестиции в новые технологии для повышения производительности труда выпадают из логики бюджетного процесса. В результате, финансовая политика не нацелена на повышение экономического роста, а следовательно, на расширение налоговой базы. Аналогичные недостатки можно увидеть и на примере других показателей.

Два сценария — базовый и консервативный — задают узкий набор вариантов бюджетной политики. Необходим более широкий их спектр, включая кризисный и целевой (амбициозный) варианты. Однако опыт и компетенции работы в такой «парадигме» пока отсутствуют. Тем более он не воплощен в методические документы бюджетного планирования.

Бюджет — один из ключевых инструментов не только экономического развития, но и в целом — создания и предоставления общественных благ, включая безопасность, здоровье и образование. Но привязка бюджетных расходов к реализации подобных функций государства происходит лишь через целевые показатели государственных программ и других стратегических документов. Однако связь этих целевых показателей с конечными общественно значимыми результатами прослеживается далеко не в полной мере. Смысловая связь между бюджетной политикой и выполнением функций государства, в том числе через создание общественных благ, «разорвана»: считается, что главное — поддержание объема расходов с определенной их структурой, а не повышение их качества.

В бюджетной сфере сложились свои институциональные ловушки, связанные, например, с тем, что получатели бюджетных средств не заинтересованы в интенсификации их использования для лучших результатов, а ведут «административный торг» лишь за больший их объем. Повышение уровня расходов при этом часто ведет к росту appetites лоббистов, а не возрастанию эффективности использования бюджетных средств.

В целом консерватизм финансовой и денежно-кредитной политик часто бывает оправдан, поскольку в этих сферах, как

в медицине, действует принцип «не навреди», однако бюджетный импульс, реализованный в 2023–2024 годах в рамках неизменных форматов бюджетной политики, довольно быстро исчерпался, дав меньше, чем можно было надеяться, результаты. Так, в указанные годы доходы и расходы бюджетной системы росли примерно на 25% в год, т. е. со значительным опережением по отношению к росту ВВП и другим макроэкономическим показателям.

Консервативная финансовая и денежно-кредитная политика в условиях быстрых трансформаций, с одной стороны, сдерживает экономическую динамику, ограничивая бизнес в кредитных и финансовых ресурсах, с другой, — ведет к появлению новых структурных и институциональных трансформаций.

Жесткая денежно-кредитная политика «запирает» доходы от экспорта (через запретительно высокие процентные ставки) в сегменте крупных компаний и государства. Сами крупные компании по своему усмотрению могут финансировать связанные с ним средние и малые компании, образующие «вертикальный кластер», работающий на их спрос.

Бюджетное финансирование и налоговые стимулы к развитию в большей мере получают крупные сырьевые и государственные компании. Малый и средний бизнес, работающий с крупным, имеет опосредованное финансирование от крупного бизнеса в той мере, в которой последний заинтересован в их функционировании или в постепенном поглощении их активов.

В гораздо меньшей степени доступ к дешевому финансированию стали иметь компании, работающие на крупный зарубежный бизнес, продукция и добавленная стоимость которых уходит по цепочкам поставок за рубеж. Это означает, что заметная часть вывода институциональной ренты западными компаниями по стадиям товарно-стоимостных цепочек сокращается.

Развитие компаний, работающих в потребительском секторе, на фоне возросшего спроса оплачивается либо деньгами крупных розничных сетей, способных финансировать свои проекты и окружающий их бизнес из собственных источников, либо оплачивается самим населением, в том числе в сегменте

неформальных услуг по строительству, ремонту, поставкам продовольственных товаров и др.

Бюджетная политика поддерживает через избирательное финансирование средний и крупный бизнес в соответствии с приоритетами, заданными национальными целями и национальными проектами. Бюджетная поддержка компаний МСП частично передается ими более крупному бизнесу по вертикальным каналам взаимодействия с ним — через цены, условия поставок продукции или управление прибылью и издержками в цепочках движения стоимости.

Поддерживая проекты технологического суверенитета и технологического лидерства, государство создает условия для перехода от стимулирования экспорта (на рынки с более низкой маржинальностью) к стимулированию экспансии крупного бизнеса и его выхода на рынки с более высокой маржинальностью. Для этого создается не только финансовая поддержка, но и политическая. Таким образом, формируется взаимная заинтересованность государства и крупного бизнеса в реализации скоординированных стратегий развития и единой системы управления финансами, материальными ресурсами и контролируемым государством доступами к качественным ресурсам.

В целом финансовая и денежно-кредитная политики «работают» на консолидацию крупного российского бизнеса и формирование единого контура государственно-частного управления средствами, ресурсами, приоритетами развития крупного российского бизнеса через фактическую монополизацию его доступа к контролируемым государством качественным ресурсам. Экономика все более разделяется на «ядро» приоритетных секторов и относительную «периферию». Баланс между ними должен становиться одной из целей экономического регулирования, поскольку слишком сильный «отрыв» приоритетных секторов от «периферии» может создать не только экономические, но и социальные проблемы. Поэтому финансовая и денежно-кредитная политика сохраняют свою перераспределительную роль для широкого спектра социальных задач.

Описанные трансформации ведут к существенным изменениям экономической модели российской экономики и роли в ней финансовой и денежно-кредитной политики.

Интересы крупного российского бизнеса сближаются с государственными. После 2022 г. он был поставлен в условия более жесткого контроля за доступом к качественным ресурсам со стороны западных правительств и корпораций и был вынужден постепенно уходить с западных рынков. Конкуренция за доступ к ресурсам внутри России (включая поддержку государства) усиливается. Государству приходится (хотя бы частично) компенсировать крупному бизнесу потерю доступа к западным качественным ресурсам. Дополнительным источником для такой компенсации могут выступать ресурсы внутри России, контроль над которыми утратил западный бизнес. Бюджетная система в такой ситуации берет на себя функцию дополнительного перелива средств в приоритетные сектора экономики при ограничении финансирования остальных секторов.

Происходит смещение активности и регулирования от управления рынками и потоками к борьбе за активы. Это проявляется как в отношении активов, контролировавшихся западным бизнесом, так и в отношении среднего и малого бизнеса, набравшего силы на волне адаптации к шокам в первые два-три года после событий 2022 г. Последний становится объектом поглощения более крупным российским бизнесом. Жесткая денежно-кредитная политика способствует ухудшению финансового положения значительной части закредитованного бизнеса и его переходу под управление или в собственность более крупного бизнеса. Рыночная власть смещается в пользу более сильных и консолидированных государственно-частных игроков. Государство активно способствует этой консолидации и само участвует в ней на стороне крупнейшего бизнеса.

Драйвером экономического развития становятся крупнейшие компании с вертикальными кластерами.¹²⁸ По сути, начинается формирование нового альфа-бизнеса. На смену клубу

¹²⁸ См.: Блохин А.А. Экономическое доминирование: базовые положения теории и

слабо связанных между собой крупнейших российских транснациональных альфа-компаний, зависящих от доступа к западным качественным ресурсам, приходит единый государственно-частный комплекс крупнейших компаний, цементируемый доступом в основном к российским качественным ресурсам. Внутри нового привилегированного сектора также будут снижаться транзакционные издержки — его «целостность» будет повышаться. Это — качественная трансформация несущего каркаса российской экономики, которая может существенно перестроить бюджетную и денежно-кредитную политику.

Таблица 4.1. Оценки объемов институциональной ренты альфа- и бета-бизнеса по сравнению с гамма-бизнесом, млрд руб.

Отрасль	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Нефтегазовая	3559,8	3211,4	2269,2	3193,5	1811,2	3381,1
Угольная	169,0	71,7	53,7	389,3	616,4	99,4
Цветная металлургия	551,7	474,1	846,8	846,2	527,8	587,6
Химическая	113,6	123,2	90,1	113,0	268,6	224,2
Бумажная	34,8	25,31	19,78	41,0	49,3	48,4
Всего за год	4428,8	3905,6	3279,5	4583,0	3273,2	4340,7

Источник: данные СПАРК; оценки ИНП РАН.

Возникает и расширяется новый контур финансовой политики государства — управление дополнительными доходами корпораций. Крупный бизнес, получающий благодаря поддержке государства институциональную ренту сначала от своих «вертикальных кластеров», а затем и на внешних рынках, должен инвестировать ее в дальнейшее развитие своей экспансии на внешние рынки. В отличие от средств бюджетной системы — это практически непрозрачный «параллельный» бюджет развития стратегически важных направлений. По нашим оценкам, объем

подход к измерению // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 1. С. 6–30. DOI: 10.47711/2076-3182-2023-1-6-30.

институциональной ренты, оцениваемый как разница фактической выручки альфа- и бета-бизнеса и той, которая была бы ими получена при рентабельности гамма-бизнеса, составляет триллионы рублей (см. Таблицу 4.1.).

С учетом описанных и многих других изменений модели российской экономики, замедление темпов экономического роста во второй половине 2025 года можно трактовать как признак довольно затратной перестройки политики и экономики.

В настоящее время российская экономика находится в состоянии нескольких, связанных друг с другом переходов: от жесткой денежно-кредитной политики и мягкой бюджетной к дифференцированной политике (денежно-кредитная политика — более мягкая для крупного бизнеса и жесткая (смягченная) по отношению к среднему и малому бизнесу; бюджетная политика — более мягкая для крупного бизнеса и жесткая для остальной экономики); от спонтанно развернувшейся фронтальной адаптации к созданию новой архитектуры взаимодействий крупного бизнеса и государства; от сложившейся прежде структуры собственности на активы и институтов контроля доступа к качественным ресурсам к новым владельцам и пользователям этих активов; от экономической модели, опирающейся на альфа-бизнес, находящийся под двойным управлением — российским и западным (на основе контроля за предоставлением доступа к качественным ресурсам) к модели, опирающейся на гораздо более национальный альфа-бизнес с его высокой интеграцией с государством; от регулирования и стратегического планирования экономического развития, находящихся под сильным влиянием западных лоббистов, к суверенным финансовой, денежно-кредитной, технологической политике; от фронтальной политики поощрения низкомаржинального экспорта к поддержке экспансии крупного бизнеса на лидерские позиции на более высокомаржинальных рынках — сначала узких, а затем все более расширяющихся.

Продолжительность такого переходного периода прогнозировать трудно, он может растянуться на нескольких лет в зависимости от внешних и внутренних институциональных

факторов, интенсивности происходящих институциональных изменений.

Происходит постепенное формирование единого приоритетного контура экономики и единой системы управления финансовыми ресурсами крупнейшего российского бизнеса и государства.

Необходима поддержка крупного российского бизнеса, вытесняемого с западных рынков, и его переориентация (вплоть до переноса штаб-квартир в Россию или в дружественные страны) на внутренний рынок и на рынки дружественных стран.

Приоритеты смещаются с поддержки экспорта на поддержку экспансии крупнейшего бизнеса на внешние рынки при помощи стимулирования проектов технологического суверенитета и проектов технологического лидерства, в том числе на внешних рынках.

4.2. Особенности формирования текущей бюджетно-налоговой политики Российской Федерации

Бюджетно-налоговая политика государства направлена на регулирование в области налогообложения и государственных расходов, она должна способствовать поддержанию социальной стабильности и росту национальной экономики¹²⁹. С 2022 г. бюджетная политика дополнительно содействует структурной трансформации экономики, в том числе по перестройке хозяйственных связей, и достижению национальных целей развития, в том числе за счет реализации национальных проектов¹³⁰. С 2024–2025 гг. в бюджетной политике произошли следующие структурные изменения: изменения в налоговой системе,

¹²⁹ Указанный подход, в частности, был обозначен в «Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов» (утв. Минфином России). В частности, в данном документе отмечается, что «в 2025–2027 годах весь инструментарий бюджетной и налоговой политики будет ориентирован на содействие достижению национальных целей развития». См.: Ордынская Е.В., Черковец М.В. Прямые и косвенные методы стимулирования инвестиционной активности // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2025. № 3. С. 6–20. DOI: 10.47711/2076-3182-2025-3-6-20.

¹³⁰ См.: «Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (проект).

которые призваны обеспечить повышение ее эффективности и рост бюджетных нефтегазовых доходов; изменения в направлениях бюджетных расходов, выразившиеся в концентрации ресурсов на основных приоритетах (социальная поддержка граждан; укрепление обороноспособности и безопасности; достижение национальных целей развития, в том числе новых национальных проектов).

В 2026 г. предусматривается завершение выхода на структурный первичный баланс федерального бюджета. Для реализации данного положения предусматривается ряд изменений в налогообложении, которые должны обеспечить увеличение притока налоговых доходов в бюджетную систему РФ, а также сохраняются ключевые приоритеты в расходах бюджетов бюджетной системы.

По данным Минфина России, совокупный размер фискального импульса в 2022–2024 гг. составил более 10% годового ВВП¹³¹. При этом Минфин России оценивает скорость перестройки экономики и выстраивания новых хозяйственных цепочек как высокую. Бюджетный импульс транслируется в экономику за счет влияния на деловую активность и инфляцию. Происходит это посредством трех каналов: а) канал доходов оказывает свое воздействие через предоставление пособий низкодоходным группам населения, индексации пенсий и зарплат госслужащих, прожиточного минимума и т. д., а также через прямые отраслевые субсидии, преференциальные режимы, в том числе налоговые; б) канал кредита, когда бюджетный импульс, воздействуя на доходы и капитал компаний и домохозяйств, приводит к изменению кредитной «емкости», а это, в свою очередь, влияет как на «платежеспособный» спрос, так и опосредованно на предложение кредита в экономике; в) канал ожиданий, т. е. вопросы доверия граждан и бизнеса, поскольку в случае проведения ответственной бюджетной

¹³¹ Оценка бюджетного импульса включает как бюджетные операции, так и «квази-бюджетные» операции, такие как предоставление бюджетных и межгосударственных кредитов, инвестиции ФНБ в финансовые активы российских организаций.

политики происходит смягчение возможных инфляционных последствий вследствие временного отклонения от целевых параметров, и, напротив, отсутствие доверия способствует росту девальвационных и инфляционных ожиданий.

Стимулирующее воздействие бюджетного импульса посредством канала доходов происходит по двум основным направлениям. Первое — прямое бюджетное финансирование. Второе — возможность применения различных льготных фискальных инструментов¹³².

Использование налогоплательщиками различных налоговых льгот и преференций приводит к недополучению соответствующих доходов бюджетами бюджетной системы Российской Федерации. Однако рассматривать налоговые преференции следует не только как потери бюджета, но и как потенциальные последующие доходы, так как налоговые льготы являются одним из наиболее часто применяемых налоговых инструментов, используемых государством при проведении стимулирующей фискальной политики¹³³.

По нашему мнению, существенное значение имеет не только уровень налоговой нагрузки, но и ее распределение между различными группами налогоплательщиков. Данная проблема напрямую связана с эффективностью применения налоговых льгот. Неэффективность применения налоговых преференций во многом проистекает из недостаточно качественного администрирования со стороны государства. В значительном количестве случаев преференции используются для извлечения сверхприбыли, а также в целях неправомерного сокращения налоговых обязательств.

¹³² Однако в довольно значительном количестве проведенных исследований их авторами выражаются определенные сомнения в существенном положительном влиянии льгот на бизнес-активность. См. обзор в работе Ордынская Е.В., Черковец М.В. Прямые и косвенные методы стимулирования инвестиционной активности // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2025. № 3. С. 6–20. DOI: 10.47711/2076-3182-2025-3-6-20

¹³³ См.: Е.В. Ордынская, М.В. Черковец, К вопросу об эффективности применения отдельных налоговых льгот российскими предприятиями // Проблемы прогнозирования. 2023. № 5 (200). С. 32–44. DOI: 10.47711/0868-6351-200-32-44.

Задача сокращения неэффективных налоговых льгот ставится руководством страны в течение достаточно протяженного периода времени. Первые реальные шаги в данном направлении были реализованы Минфином России совместно с ФНС России в 2022 году, когда была введена в эксплуатацию аналитическая система «Эффективность льгот». Данная система используется для проведения системной автоматизированной оценки эффективности инвестиционных налоговых льгот. В 2023 г. в систему был введен модуль для оценки эффективности режима в виде налога на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья, а в 2024 г. была добавлена возможность проведения более подробного анализа отдельных преференциальных налоговых режимов по субъектам Российской Федерации¹³⁴. Следует отметить, что в сферу анализа, проводимого с использованием данного ресурса, попадают преимущественно крупные налогоплательщики — пользователи налоговых льгот и преференций.

По нашему мнению, рассматривать данный вопрос следует в разных аспектах. Прежде всего, необходимо отделить налоговые льготы и преференции, которые используются крупным бизнесом, от стимулирующих мер, применяемых в отношении субъектов малого и среднего предпринимательства и, прежде всего, микробизнеса. Также необходимо оценивать эффекты от применения налоговых льгот в различных отраслях народного хозяйства. Кроме того, следует отдельно рассматривать результаты применения льгот в отношении организаций и физических лиц.

В 2024 г. Счетной палатой РФ были исследованы 145 налоговых расходов по налогу на добавленную стоимость, налогу на прибыль организаций и налогу на добычу полезных ископаемых. При этом 134 льготы носили стимулирующий характер, а 11 льгот являлись техническими. По результатам проведенного анализа эффективными признаны менее трети налоговых

¹³⁴ «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов» (утв. Минфином России).

расходов¹³⁵. По результатам анализа, проведенного Минфином России в 2025 г., 12 преференциальных налоговых режимов требуют «донастройки» в целом или отраслевом разрезе¹³⁶.

Современное состояние отечественной экономики обуславливает необходимость в ближайшей перспективе проведения стимулирующей бюджетно-налоговой политики. Данная политика должна быть одновременно ориентирована на сокращение налогового бремени (по крайней мере, в тех сферах деятельности, которые будут определены государством как стратегически значимые) и концентрацию бюджетных расходов в приоритетных отраслях.

В то же самое время высокая напряженность формирования бюджета в отдельные периоды времени может потребовать применения специальных мер. Применение целевых налогов является стандартной практикой в случае необходимости мобилизации государством средств на проведение определенных мероприятий или на определенные цели. Мировая практика налогообложения также свидетельствует о том, что в кризисные периоды государство может использовать в течение ограниченных периодов времени различные фискальные механизмы, которые приводят к некоторому повышению налоговой нагрузки¹³⁷.

Начиная с 2026 г., предусматривается реализация ряда мероприятий в налоговой сфере, которые приведут к дальнейшему росту налоговой нагрузки¹³⁸. Предполагаемые изменения касаются налога на добавленную стоимость, страховых взносов во внебюджетные фонды, специальных налоговых режимов и некоторых других налогов. Прежде всего, планируется увеличение основной налоговой ставки налога на добавленную стоимость

¹³⁵ В России оценят эффективность налоговых льгот для производителей. URL: <https://iz.ru/1874576/lubov-lezneva/kacestvennyi-polucatel-v-rossii-ocenat-effekti-vnost-nalogovyh-lgot-dla-proizvoditele>

¹³⁶ См.: «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (проект).

¹³⁷ «Об основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (проект).

¹³⁸ В частности, повышение основной ставки налога на прибыль организаций до 25% и введение полноценной прогрессивной шкалы налогообложения НДФЛ.

до 22% и изменение порядка уплаты НДС субъектами малого предпринимательства.

Предполагается, что порог, позволяющий налогоплательщикам применять упрощенную систему налогообложения, постепенно снижается до 10 млн руб. к 2028 г. Данная мера носит проинфляционный характер, что расходится с целями денежно-кредитной политики, проводимой Банком России.

По предварительным оценкам Минфина России, увеличение ставки НДС может привести к росту цен в размере до 1 проц. п. в годовом выражении. Оценки ИМП РАН несколько выше: ускорение инфляции по причине повышения ставки НДС составит 1,1–1,3 проц.п. При этом рост стоимости текущего объема потребления для населения с минимальными доходами составит +1,1%, для наиболее богатых — +1,6%. Такая разница обусловлена сохранением льготной ставки НДС для продовольственных и детских товаров, лекарств и других социально-значимых товаров.

Таблица 4.2. Последствия повышения ставки НДС для разных децильных групп населения, 2026 г.

Децильные группы населения, ранжированные по уровню дохода (от меньшего к большему)	Доля расходов на питание в общем объеме потребления, %	Доля расходов децильной группы на повышение налоговой нагрузки, % к общему объему повышения	Повышение налоговой нагрузки, % к общим расходам децильной группы
1-я группа	48,0	2	1,1
2-я группа	45,4	4	1,2
3-я группа	44,6	5	1,2
4-я группа	43,1	6	1,2
5-я группа	40,5	7	1,3
6-я группа	38,3	8	1,4
7-я группа	36,7	10	1,4
8-я группа	34,2	12	1,4
9-я группа	30,4	16	1,5
10-я группа	20,0	32	1,8

Источник: оценки ИМП РАН.

Такая мера приводит к существенному перераспределению дополнительной налоговой нагрузки от потребителей с низкими

доходами к домохозяйствам с высокими доходами, так как в составе потребления последних высока доля товаров и услуг, которые не подпадают под действие льготной ставки: 32% дополнительного объема НДС будет уплачено десятью процентами населения с наиболее высокими доходами, еще 38% — населением, относящимся к 7–9-й доходным децильным группам (Таблица 4.2).

При этом необходимо отметить, что повышение налоговой нагрузки является вынужденной мерой на фоне снижения нефтегазовых доходов бюджета (с 9% к ВВП в 2020 г. до 4% в 2028 г.¹³⁹) в условиях, когда финансирование приоритетных направлений в необходимом объеме не позволяет существенно сократить бюджетные обязательства (Рисунок 4.1). Так, в законе о федеральном бюджете на 2026–2028 гг. предполагается, что повышение налоговой нагрузки будет полностью использовано для компенсации снижения нефтегазовых доходов. Более того, дополнительно потребуются расширение государственного долга для того, чтобы обеспечить темпы прироста расходов на 4–7% в год в номинальном выражении (т.е. на 0–3% в реальном выражении).

Снижение доли нефтегазовых доходов в формировании доходной базы бюджета будет носить долгосрочный характер даже при условии возможного смягчения санкционного режима (и соответствующего снижения размера дисконта при продаже российской нефти). Обусловлено это более низкими темпами добычи относительно общеэкономической динамики на фоне усложнения условий добычи и повышения инвестиционной емкости поддержания уже достигнутого уровня добычи углеводородов. В результате, роль ТЭК как основы формирования бюджетных доходов будет неуклонно снижаться, а сама бюджетная система потеряет «зависимость» от нефтегазовых доходов, которая в действительности была существенным преимуществом российской бюджетной системы в 2000–2010-х годах.

¹³⁹ Оценка Минфина РФ.

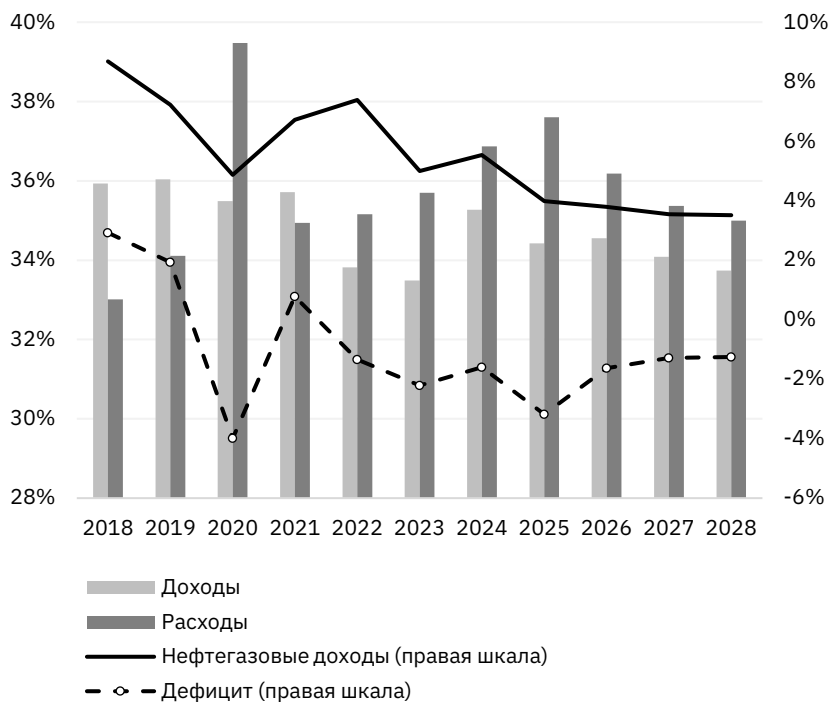


Рис. 4.1. Показатели бюджетной системы России (включая внебюджетные фонды), % к ВВП, 2025–2028 гг. — оценки Минфина

Источник: Федеральное казначейство, Минфин России.

Вернуть объем нефтегазовых доходов на прежний уровень не позволит даже существенное ослабление курса рубля, которое могло бы гипотетически повысить рублевые доходы от добычи и экспорта энергоресурсов. Так, расчеты ИНП РАН показывают, что даже ослабление рубля на 10 руб./долл. относительно базового сценария МЭР РФ в 2026 г. позволит получить дополнительный объем доходов консолидированного бюджета в размере 1,9 трлн руб., однако сопутствующее существенное ускорение ценовой динамики (+0.8 проц.п. для инфляции, +2.4 проц.п. для дефлятора валового накопления, +0.7 проц.п для дефлятора ПДХ) приводит к замедлению реальной динамики внутреннего спроса, которое не будет компенсировано ростом государственных расходов (Таблица 4.3).

Таблица 4.3. Сопоставление макропоказателей РФ при реализации сценария ослабления рубля в 2026 г.

Показатель	Базовый сценарий	Сценарий ослабления рубля
Нефтегазовые доходы, трлн руб.	9,6	10,5
Доходы консолидированного бюджета, трлн руб.	67,3	69,2
в том числе: НДС	15,7	16,0
Расходы консолидированного бюджета, трлн руб.	71,2	72,6
Дефицит консолидированного бюджета, трлн руб.	-3,8	-3,4
ВВП, % к прошлому году	+2,1%	+2,3%
Потребление домашних хозяйств	+2,3%	+0,8%
Государственное потребление	+1,4%	+1,5%
Инвестиции	+2,0%	+1,0%
включая государственные инвестиции	+2,7%	+2,5%
Импорт	+3,6%	-2,3%

Источник: расчеты ИНП РАН.

Решением проблемы по обеспечению притока дополнительных доходов в бюджетную систему могло бы стать введение на определенный период времени (до пяти лет) специального целевого налога¹⁴⁰. За счет поступлений от данного налога могли бы осуществляться прямые государственные инвестиции через специализированные фонды. В сложившейся ситуации такой целевой налог может быть реализован в рамках косвенного налогообложения. Это может быть многостадийный налог, взимаемый на всех стадиях производства товаров, работ, услуг. При этом не предусматриваются налоговые вычеты. По предварительным расчетам, дополнительные бюджетные поступления могут составить более 3,5 трлн руб. в год при налоговой ставке 1% (при налоговой ставке 1,5% — более 5 трлн руб.)¹⁴¹. Кроме того, введение такого налога обеспечит более равномерное распределение налоговой нагрузки между всеми участниками товарных отношений (бизнеса и населения). Заметим, что

¹⁴⁰ Е.В. Ордынская, М.В. Черковец. К вопросу об эффективности применения отдельных налоговых льгот российскими предприятиями // Проблемы прогнозирования. 2023. № 5 (200). С. 32–44.

¹⁴¹ Там же.

увеличение ставки НДС до 22%, по оценке Минфина РФ, в 2026 г. дополнительно принесет в бюджет 1,2 трлн руб. (оценка ИМП РАН — 1,4 трлн руб.), т.е. примерно в три раза меньше.

Увеличение налоговой нагрузки может привести не к росту, а к снижению налоговых поступлений из-за уменьшения стимулов к производственной активности. В настоящее время налоговая нагрузка в России и без того находится на высоком уровне. По данным Минфина России, суммарная фискальная нагрузка в 2024 г. составила 33,2% к ВВП РФ. Для сравнения: значение указанного показателя в 2023 г. в США составило 25,2%, в среднем по странам ОЭСР — 33,9%¹⁴².

Таким образом, на данный момент уже сложились все предпосылки для принципиального изменения бюджетной политики, которое, на наш взгляд, состоит в опоре на рост нефтегазовых доходов, что повышает требования к темпам экономического роста, в том числе с точки зрения обеспечения устойчивости бюджетной системы.

В период низких темпов роста экономики бюджетная политика, на наш взгляд, должна носить достаточно активный характер, в том числе не только за счет роста налоговой нагрузки, но и за счет переноса на более поздний срок возврата к нулевому структурному бюджетному дефициту. При этом управление размером дефицита в качестве инструмента экономической политики должно быть, во-первых, взвешенным и целесообразным с точки зрения стоимости его обслуживания и перспектив погашения; во-вторых, четко связанным с целями бюджетной политики по повышению темпов развития экономики и ликвидации дисбалансов в структуре предложения и спроса и направлено на соответствующие национальные программы и/или проекты; в-третьих, согласованным с параметрами денежно-кредитной политики во избежание удорожания обслуживания госдолга.

Объем дополнительных государственных расходов, которые могут быть профинансированы за счет временного отказа от

¹⁴² См.: «Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (проект).

нулевого структурного дефицита бюджета, может быть значительным и составить около 44 трлн руб. относительно инерционного сценария на периоде 2026–2035 гг. При этом порядка половины этих средств могут быть профинансированы уже в ближайшие три года¹⁴³. При такой стратегии бюджетная система до 2029 г. будет испытывать дефицит в размере около 4% к ВВП ежегодно, 2–3% к ВВП в год после 2030 г., до 1% к ВВП — после 2033 г.¹⁴⁴, а процентные выплаты увеличатся до 6% общей величины расходов (против 2–3% в начале 2020-х годов). Однако макроэкономический эффект такого смягчения требований к устойчивости бюджетной системы оценивается достаточно высоко: норма накопления может повыситься до 25% ВВП, что с большой вероятностью обеспечит выход экономики на траекторию роста с темпами не менее 3% в год.

Тем не менее, бюджетный импульс не может превысить по длительности период 5–7 лет, в противном случае уровень бюджетного дефицита и стоимость обслуживания госдолга будут слишком высоки даже при выходе динамики ВВП на стабильные темпы прироста в 3–3,5% в год. Увеличившиеся процентные расходы будут равны уровню ежегодных чистых заимствований, что делает фактически бессмысленным дальнейшее наращивание госдолга.

¹⁴³ Подробнее см. Доклад «Россия 2035 — к новому качеству экономики» // Россия 2035: к новому качеству национальной экономики. Научный доклад / Под ред. члена-корреспондента РАН А.А. Широва. М.: Артк Принт, 2024. 264 с. (Научный доклад ИНП РАН).

¹⁴⁴ В данном расчете мы опустили вопрос конкуренции между частным и государственным сектором за заемные ресурсы и возможный рост кредитных ставок. Однако наши оценки для краткосрочного периода показывают, что проблемы такого рода вполне успешно могут быть купированы одновременным смягчением денежной политики (см. статью «Прогнозно-аналитические возможности макроэкономических моделей в условиях кризисного развития экономики (на примере модели QUMMIR)» в журнале «Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз». 2022. Том 15, № 6).

4.3. Межбюджетные отношения в России: проблемы реализации в контексте обеспечения устойчивого экономического роста

Реализация межбюджетных отношений между разными уровнями бюджетной системы РФ призвана обеспечивать решение следующих задач¹⁴⁵: распределение доходов и расходов по уровням бюджетной системы; делегирование расходов на другие уровни бюджетной системы и возмещение соответствующих расходов; обеспечение «горизонтальной» (сокращение дифференциации по уровню бюджетной обеспеченности между регионами и муниципалитетами) и «вертикальной» (сокращение разрыва между собственными доходами и расходами) сбалансированности бюджетов на региональном и муниципальном уровнях¹⁴⁶.

Бюджетная политика Российской Федерации в текущий период направлена «на поддержание бюджетной устойчивости и самостоятельности региональных бюджетов, стимулирование инфраструктурного развития, обеспечения эффективного участия регионов в реализации национальных целей развития»¹⁴⁷.

Бюджетная политика направлена на увеличение общего объема дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности, поддержку региональных инвестиций за счет предоставления казначейских инфраструктурных кредитов; реализацию индивидуальных программ развития регионов с низким уровнем социально-экономического развития¹⁴⁸.

Собственные доходы бюджетной системы Российской Федерации покрывают расходные обязательства регионов только на

¹⁴⁵ Бюджетный кодекс РФ от 31.07.1998 г. №145-ФЗ в действующей редакции от 31.07.2025. Режим доступа: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702

¹⁴⁶ Методические рекомендации органам государственной власти субъектов РФ и органам местного самоуправления в сфере межбюджетных отношений на региональном и муниципальном уровнях. Режим доступа: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2022/12/main/Metodrekomentatsii_1-7.pdf

¹⁴⁷ «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (разработаны Минфином России).

¹⁴⁸ Там же.

80% (в среднем в 2010–2020 гг.). При этом изменение объемов межбюджетных трансфертов достаточно слабо коррелирует с динамикой собственных доходов регионов (Рисунок 4.2).

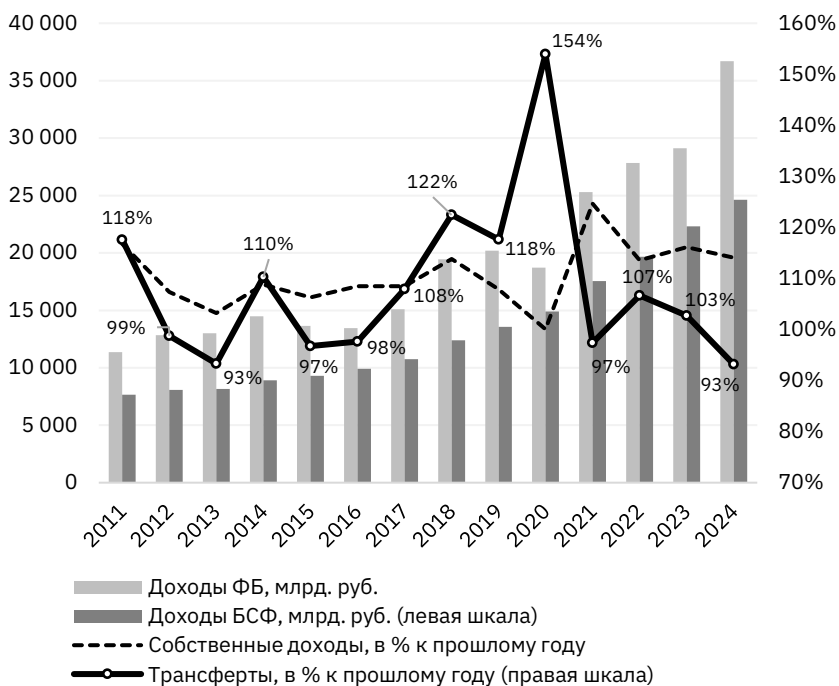


Рис. 4.2. Формирование доходов федерального бюджета и бюджетов субъектов федерации

Источник: Федеральное казначейств, расчеты ИНП РАН.

Необеспеченность регионов собственными доходами определяется фундаментальными причинами, а именно несбалансированностью регионального уровня производства и потребления. По данным Росстата, за 2022 г. в 8 субъектах федерации потребление домашних хозяйств превышало местный уровень производства (в 2013 г. таких регионов было 14, в 2018 г. — 24), а в 41 регионе соотношение конечного потребления и местного производства было ниже половины общероссийского показателя. При этом налоговая система такова, что в региональные бюджеты преимущественно поступают налоги на производство, в то время как налоги на потребление аккумулируются на

федеральном уровне¹⁴⁹. Так, по данным 2024 г. в среднем по России 85% собранных налогов на производство поступило в региональные бюджеты, тогда как аналогичный показатель для налогов на потребление — только 13%.

Одновременно, за счет бюджетных ресурсов субъекта федерации обеспечить значимое ускорение развития регионального производства затруднительно. На «защищенные» расходы социального направления (образование, здравоохранение, культуру, спорт и социальную политику) регионы вынуждены тратить порядка 55% общего объема расходов, еще 21% — на ЖКХ, СМИ, правопорядок и органы власти. В результате, на финансирование расходов в сфере региональной экономики субъекты федерации в целом располагают средствами в размере не более 3% ВРП, что недостаточно для того, чтобы существенно изменить темпы внутрорегионального производства.

Таблица 4.4. Соотношение бюджетной обеспеченности между самым «богатым» и самым «бедным» регионом округа

Округ	До трансфертов	После трансфертов
ЦФО	1,80	1,35
СЗФО	2,98	1,88
ЮФО	1,61	1,32
СКФО	2,94	1,49
ПФО	2,28	1,41
УФО	1,84	1,20
СФО	4,04	2,07
ДФО	4,97	3,33

Источник: Федеральное казначейство, расчеты ИНП РАН.

Реализация принципа обеспечения вертикальной и горизонтальной сбалансированности региональных бюджетов прово-

¹⁴⁹ Разделение налоговых платежей было произведено по следующей схеме. Налоги на производство: налог на прибыль, НДФЛ, страховые взносы, налог на совокупный доход, налог на имущество, налоги на добычу (кроме нефтегазовых), государственная пошлина. Налоги на потребление: НДС, акцизы. Из рассмотрения исключены нефтегазовые доходы и доходы на внешнюю торговлю как не зависящие от внутривнутриэкономической динамики.

дится федеральным центром через межбюджетные трансферты. Однако современная система межбюджетных трансфертов требует серьезной модернизации, по крайней мере, по двум причинам. Во-первых, функция трансфертов по выравниванию бюджетной обеспеченности выполняется только частично: разрыв в уровне бюджетной обеспеченности между самыми «богатыми» и наиболее «бедными» регионами сокращается, но остается существенным даже в рамках одного федерального округа (Таблица 4.4).

Такая ситуация связана с тем, что только 33% всего объема передаваемых из федерального бюджета трансфертов предназначены для повышения сбалансированности региональных бюджетов¹⁵⁰. Остальные средства направлены на обеспечение тех расходов региональных бюджетов, решение о которых принималось на федеральном уровне.

Таблица 4.5. Соотношение подушевой бюджетной обеспеченности между региональным центром и соответствующим регионом, 2024 г., %

Центр субъекта РФ	Соотношение подушевой бюджетной обеспеченности (региональный центр / регион)
Новосибирск	44
Екатеринбург	40
Казань	23
Нижний Новгород	44
Челябинск	45
Самара	75
Омск	42
Ростов-на-Дону	57
Уфа	44
Красноярск	28
Воронеж	47
Пермь	49
Волгоград	53
Саратов	52
Краснодар	61

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

¹⁵⁰ Данные Федерального Казначейства РФ за 2024 г.

Во-вторых, в 2024 г. 34 региона получают объем трансфертов в меньшем объеме, чем передают собранных на своей территории налогов в федеральный бюджет (в 2018 г. таких регионов было 46).

На муниципальном уровне также фиксируется определенная несбалансированность в бюджетной обеспеченности. Так, крупные и средние города являются основными точками генерации бюджетных доходов в силу высокой концентрации населения и бизнеса. Однако уровень их собственных доходов весьма низкий, так как большая их часть зачисляется в федеральный или региональный бюджеты. При этом бюджетная обеспеченность в большинстве областных центров вдвое-втрое ниже, чем в соответствующих регионах (см. Таблицу 4.5). В результате, муниципальные власти не заинтересованы в росте налогооблагаемой базы, более того, не имеют реальных возможностей по его интенсификации.

Основные направления модернизации бюджетно-налоговой системы могут состоять в следующем.

1. Регулирование налоговой нагрузки предпочтительнее осуществлять не через повышение ее уровня, а через ее перераспределение. При этом сокращение эффективных налоговых стимулов нецелесообразно. Напротив, в приоритетных отраслях объем льгот может быть расширен, но при условии жесткого контроля со стороны государства за целевым и эффективным использованием предоставляемых льгот, проведения комплексного аудита существующих мер поддержки.
2. Наиболее целесообразным решением проблемы недостаточности ресурсов является сочетание налоговых мер и прямых государственных инвестиций. Необходимо ликвидировать «замкнутый круг»: низкая эффективность — недостаток инвестиций — низкая эффективность. Требуется масштабное инвестирование в модернизацию низкоэффективных производств¹⁵¹.

¹⁵¹ Панфилов В.С., Ордынская Е.В. Традиционные и нетрадиционные аспекты нало-

3. Динамика государственных инвестиций должна поддерживаться не только на федеральном, но и на региональном уровне, что требует определенной трансформации системы межбюджетных трансфертов. Пример списания регионального долга перед федеральным центром при условии использования высвободившихся средств на инвестиции является положительным, но недостаточным по объемам. Представляется, что акцент при распределении межбюджетных трансфертов может быть смещен с выравнивания бюджетной обеспеченности и выполнения федеральных указов в пользу расширения возможностей региональных бюджетов по активизации финансирования инвестиций. Необходимость такой трансформации обусловлена тем, что рост собственных доходов регионов невозможен без роста регионального производства и дохода, которые определяют налогооблагаемую базу региональных и местных бюджетов.

4.4. Взаимосвязь налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики: пространственные аспекты

Рассматривая пространственные аспекты общенациональной БП и ДКП, можно выделить две разнонаправленные их составляющие. С одной стороны, на бюджетную и денежно-кредитную политику в определенной степени влияет неоднородность и специфика развития отдельных регионов, с другой стороны, пространственное развитие (социально-экономическое развитие отдельных территорий) определяется особенностями федеральной БП и ДКП.

Влияние регионов на общенациональную БП и ДКП связано, во-первых, с деятельностью региональных и муниципальных

гового стимулирования инвестиционной активности. Научные труды ИМП РАН. 2015. С. 93–114; Ордынская Е.В., Черковец М.В. Прямые и косвенные методы стимулирования инвестиционной активности // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2025. № 3. С. 6–20. DOI: 10.47711/2076-3182-2025-3-6-20.

органов власти и их полномочиями, во-вторых, с теми закономерностями пространственного развития, которые влияют на федеральную БП и ДКП. Помимо масштабов территориальных различий по уровню социально-экономического развития, определяющих формирование федеральной пространственной политики, особым и для БП, и для ДКП вопросом является рассматриваемая ниже дифференциация регионов по уровню и динамике цен. Для бюджетной политики это важно, прежде всего, с точки зрения выстраивания политики по оплате труда работников бюджетной сферы, а для ДКП — с точки зрения вклада регионов в инфляцию.

Влияние федеральной БП и ДКП на пространственное развитие может быть как целенаправленным, подразумевающим принятие решений с четко артикулированными целями именно пространственного развития, так и в большей мере косвенным, в формате так называемых «региональных последствий нерегionalных решений»¹⁵². Вместе с тем, дополнительного обсуждения требуют вопросы, касающиеся соотношения инструментов БП и ДКП, нацеленных на привлечение в регионы инвестиций.

Одной из активно обсуждаемых тем БП, связанных с региональной проблематикой, является формирование системы оплаты труда работников бюджетной сферы. Федеральные решения в этой сфере (установление зарплаты федеральным «бюджетникам», формирование требований к оплате труда региональных «бюджетников», выделение регионам межбюджетных трансфертов, полностью или частично идущих на выплату заработной платы «бюджетникам») неизбежно должны учитывать межрегиональные различия в уровне цен¹⁵³. Последние сделали картину дифференциации территорий по стоимо-

¹⁵² Россия–2035: пространство развития. Научный доклад / Под ред. члена-корреспондента РАН А.А. Широва. М.: Динамик Принт, 2025. 364 с. (Научный доклад ИМП РАН).

¹⁵³ Оценка рыночных факторов межрегиональной дифференциации цен приводилась в работе «Анализ региональной дифференциации цен» / Ю.Н. Перевышин, С.Г. Синельников-Мурылев, А.А. Скrobotов, П.В. Трунин. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2018. 72 с. (Научные доклады: экономика), но вопрос о соотношении «объективных» и рыночных факторов в работе не поднимался.

сти жизни гораздо более сложной и многофакторной (по сравнению с советской, предусматривающей выделение трех ценовых зон).

Если кратко описывать историю принимавшихся с 1990-х годов решений, связанных с оплатой труда региональных/муниципальных «бюджетников», то их логика была такова. В ходе обсуждения реформы разграничения полномочий между органами власти разных иерархических уровней (федеральными, региональными, муниципальными) середины 2000-х годов было принято решение об отказе от Единой тарифной сетки по оплате труда работников бюджетной сферы (ЕТС), которая в отношении региональных и муниципальных «бюджетников» была отменена с 2005 г. (для федеральных продолжала действовать до 2009 г.).

В тот период времени такое решение представлялось вполне логичным, позволявшим обеспечить подлинную самостоятельность органов власти на местах в формировании региональных и местных бюджетов (поскольку ЕТС довольно жестко диктовала объемы бюджетных расходов, и ее расценивали как нефинансируемый федеральный мандат). Вместе с тем, неизбежная в результате отмены ЕТС пространственная дифференциация заработной платы «бюджетников» выглядела вполне оправданной, поскольку повышенная стоимость жизни стала характерна для территорий с более высоким уровнем экономического развития, следовательно, более высоким уровнем удельных бюджетных расходов.

Предполагалось, что в субъектах РФ с повышенной стоимостью жизни у региональных и муниципальных органов власти будут возможности платить повышенную заработную плату своим «бюджетникам», что в целом представлялось даже более справедливым по сравнению с опорой на ЕТС.

Далее, когда стала очевидной недостаточная привлекательность бюджетного сектора как места работы в силу невысокой заработной платы «бюджетников», во многих регионах встал вопрос о необходимости ее увеличения. Региональным органам власти было предложено привязать оплату труда «бюджетников» к средней по экономике субъектов

РФ.¹⁵⁴ Такой подход тоже выглядел вполне мотивированным (зарплаты «бюджетников» должны стать более конкурентоспособными на региональных рынках труда, при этом уровень зарплат будет определяться особенностями регионов), хотя и в некоторой степени ограничивавшим самостоятельность властей на местах в бюджетной сфере.

В последние годы более обсуждаемой в рассматриваемой сфере проблемой стал отток работников бюджетной сферы из менее экономически развитых регионов и муниципалитетов в более благополучные. Причина этого вполне понятна. При привязке зарплат «бюджетников» к средней по экономике регионов и близости показателей по субъектам РФ в части выполнения требований по соотношению зарплат слишком большим остается разрыв между субъектами РФ по уровню зарплаты, он не соответствует разрыву в стоимости жизни — даже с поправкой на стоимость фиксированного набора потребительских товаров и услуг.

Еще более важно то, что дифференциация регионов по стоимости жизни (оцениваемая по соотношению крайних значений показателя, по среднеквадратичному отклонению) постепенно сокращается, особенно быстро с начала 2010-х годов. Причем максимальной дифференциация регионов по стоимости жизни в период 2000–2023 гг. была как раз в середине 2000-х годов. Масштабы дифференциации регионов по уровню заработной платы с 2000 г. тоже заметно сократились, однако с 2009 г. колеблются примерно на одном уровне¹⁵⁵.

Напрашивается вывод о том, что причины проблем в сфере оплаты труда работников бюджетной сферы связаны с объективным изменением ситуации в межрегиональной дифференциации стоимости жизни.

В федеральном регулировании оплаты труда работников бюджетной сферы важно учитывать не только соотношение

¹⁵⁴ Указ Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 года № 597 «О мерах по реализации государственной социальной политики».

¹⁵⁵ Все приводимые данные не включают в себя данные по ДНР, ЛНР, Запорожской и Херсонской областям.

зарплаты в бюджетном и небюджетном секторах, но и дифференциацию территорий в стоимости жизни.

Разграничение полномочий между федеральными и региональными органами власти в России вполне логично устроено таким образом, что львиная доля полномочий в сфере ДКП закреплена за федеральным уровнем. Так, в соответствии со ст. 71 Конституции РФ, в ведении Российской Федерации находятся установление правовых основ единого рынка; финансовое, валютное, кредитное, таможенное регулирование, денежная эмиссия, основы ценовой политики; федеральные экономические службы, включая федеральные банки¹⁵⁶.

Тем не менее, региональные власти могут вносить определенный вклад в создание условий для обеспечения экономики кредитными ресурсами. Органы власти субъектов РФ могут создавать региональные банки — государственные или с государственным участием; возможно субсидирование процентных ставок по банковским кредитам за счет средств региональных бюджетов; возможно формирование за счет средств региональных бюджетов фондов развития промышленности/предпринимательства, гарантийных фондов и других аналогичных структур, занимающихся предоставлением льготных займов, поручительств, гарантий.

В сфере бюджетной политики полномочия властей на местах шире, и связаны они не только с самостоятельностью региональных и местных бюджетов (соответствующий принцип закреплён в Бюджетном кодексе РФ), но и участием региональных и местных органов власти в налоговом регулировании («установление общих принципов налогообложения и сборов в Российской Федерации» находится в соответствии со ст. 72 Конституции РФ в совместном ведении федеральных и региональных органов власти). Полномочия региональных и муниципальных органов власти конкретизированы в Налоговом кодексе РФ. Если описывать их очень кратко, то региональные органы власти имеют право снижать ставку налога на прибыль для

¹⁵⁶ Пункт ж) ст. 71 Конституции РФ.

отдельных категорий налогоплательщиков. Органы власти субъектов РФ и местного самоуправления соответственно сами устанавливают ставки налогов по региональным и местным налогам, но в заданных федеральным законодательством диапазонах; определяют сроки и порядок уплаты налогов и могут предоставлять налоговые льготы. У властей на местах есть также полномочия в части налогообложения малого бизнеса.

В части бюджетной политики региональных и местных органов власти к числу активно обсуждаемых экспертным сообществом вопросов относятся такие, как подлинная самостоятельность властей на местах (особенно органов местного самоуправления) и достаточность сложившейся децентрализации доходов и расходов бюджетной системы.

Вопросы по подлинной самостоятельности региональных и местных бюджетов связаны с тем, что у властей на местах есть установленные федеральными нормативно-правовыми актами расходные обязательства; часть доходов региональных/местных бюджетов — это целевые межбюджетные трансферты, которые предполагают не только расходование денег на определенные федеральными властями цели, но и во многих случаях софинансирование со стороны региональных/местных бюджетов.

В сфере налоговой политики дискуссионным является вопрос о достаточности полномочий региональных и местных властей. В последнее время больше внимания уделяется целесообразности предоставления налоговых льгот (их эффективности).

С точки зрения взаимосвязи БП и ДКП важным вопросом является соотношение результативности, эффективности реализуемых в рамках этих двух направлений мер поддержки инвесторов — вложений в необходимую инвесторам инфраструктуру, налоговых льгот и мер, связанных с повышением доступности для инвесторов кредитных и других инвестиционных ресурсов.

Еще в начале 2000-х годов, когда с принятием Налогового кодекса РФ были резко сокращены полномочия региональных и местных властей в налоговой сфере, в регионах стали внедрять субсидирование процентных ставок по кредитам. Затем к

ним добавились другие виды субсидий, связанные с реализацией инвестиционных проектов (на технологическое подключение к инфраструктуре, на благоустройство территории вокруг нового предприятия и т. д.). С 2014 г. активнее стали внедряться меры поддержки промышленности. В субъектах РФ созданы региональные фонды развития промышленности или другие аналогичные структуры. При этом действующее в регионах законодательство об инвестиционной деятельности зачастую предполагает поддержку отдельных инвестиционных проектов одновременно с помощью разных инструментов (сочетание налоговых льгот с другими формами финансовой поддержки).

Основным направлением федеральной пространственной (региональной) политики, нацеленным на привлечение инвесторов в конкретные регионы, стали разнообразные преференциальные режимы ведения хозяйственной деятельности, в число которых можно включить следующие:

- особые экономические зоны, созданные в соответствии с федеральным законом от 22.07.2005 № 116-ФЗ «Об особых экономических зонах в Российской Федерации»; за 20 лет, к середине 2025 г. были созданы и продолжают функционировать 39 промышленно-производственных ОЭЗ (включая 8, о создании которых решения были приняты в первом полугодии 2025 г.), 7 технико-внедренческих ОЭЗ, 12 туристско-рекреационных ОЭЗ (из них одна создана в 2025 г.) и 2 портовых ОЭЗ; итого 60 ОЭЗ;
- особая экономическая зона в Калининградской области, регулируемая отдельным федеральным законом, на сегодняшний день — от 10.01.2006 № 16-ФЗ (ОЭЗ в Калининградской области функционирует с начала 1990-х годов, но за прошедшие годы ее нормативно-правовое регулирование менялось);
- особая экономическая зона в Магаданской области и на Курильских островах Сахалинской области (ФЗ от 31.05.1999 № 104-ФЗ, неоднократно изменявшийся и дополнявшийся, как и все называемые далее федеральные законы; на

Курильские острова режим ОЭЗ был распространен ФЗ от 18.03.2023 № 84-ФЗ);

- свободная экономическая зона в Крыму — Республике Крым и г. Севастополь (ФЗ от 29.11.2014 № 377-ФЗ);
- свободная экономическая зона в новых субъектах РФ (ДНР, ЛНР, Запорожской и Херсонской областях), а также на прилегающих к ним территориях (ФЗ от 24.06.2023 № 266-ФЗ);
- территории опережающего развития (ФЗ от 29.12.2014 № 473-ФЗ), которых к настоящему времени создано в общей сложности 111: 17 в дальневосточных субъектах РФ (во всех регионах, за исключением Магаданской области) и 2 в Арктической зоне РФ (в Архангельской и Мурманской областях), 84 ТОР в моногородах и 8 ТОР в закрытых административно-территориальных образованиях (на резидентов ТОР в моногородах распространяется меньше преференций по сравнению с ТОР на Дальнем Востоке и в АЗРФ);
- свободный порт Владивосток (ФЗ от 13.07.2015 № 212-ФЗ), режим которого распространяется на отдельные муниципальные образования в 5 дальневосточных субъектах РФ (преимущественно Приморского края, а также Камчатского и Хабаровского краев, Сахалинской области и Чукотского АО);
- преференциальный режим АЗРФ (ФЗ от 13.07.2020 № 193-ФЗ «О государственной поддержке предпринимательской деятельности в Арктической зоне Российской Федерации»);
- инновационный центр «Сколково» (ФЗ от 28.09.2010 № 244-ФЗ);
- инновационные научно-технологические центры (ФЗ от 29.07.2017 № 216-ФЗ), которых к настоящему времени (с 2019 по 2025 г. включительно) создано 13.

Все эти преференциальные режимы предусматривают налоговые льготы резидентам (реализующим инвестиционные проекты) и административные льготы (упрощение разного рода административных процедур), которые в большинстве случаев

дополняются льготами по уплате страховых взносов, льготами по уплате таможенных платежей. Вопросы поиска источников финансирования инвестиционных проектов в подавляющем большинстве случаев возлагаются на самих резидентов преференциальных режимов. При этом невыполнение резидентами подписанных соглашений о сроках реализации инвестпроектов является основанием для расторжения таких соглашений.

В последние годы разного рода механизмы поддержки инвесторов, направленные на компенсацию высоких ставок по банковским кредитам, стали активно практиковаться, но в подавляющем большинстве случаев введенные меры поддержки носят отраслевой характер.

Весьма насущной задачей федеральной политики является систематизация мер поддержки инвесторов с созданием качественного информационного ресурса. Без этого невозможна и адекватная оценка результативности, эффективности отдельных инструментов инвестиционной политики, включая налоговые льготы, поскольку отсутствует информация по дополнению анализируемых инструментов другими мерами поддержки инвесторов.

Кроме того, в рамках дальнейшего совершенствования федеральной пространственной политики важно оценить перспективы изменения баланса между налоговыми и кредитными мерами поддержки инвесторов, проработать вопросы расширения кредитных инструментов в федеральной пространственной политике.

Одной из иллюстраций слабого внимания в федеральной поддержке инвестиционной деятельности в регионах к инструментам ДКП является ситуация с региональными банками. В результате санации банковской системы России число банков в стране заметно сократилось — с 1108 на 1 января 2009 г. до 353 на 1 января 2025 г.¹⁵⁷.

¹⁵⁷ <http://council.gov.ru/media/files/OfTRBi3wYUPXKifMNBmXVAtLhV406WMu.pdf>; Центральный банк РФ; <https://www.comnews.ru/content/232426/2024-04-03/2024-w14/1008/associaciya-rossijskikh-bankov-predlozhila-podderzhat-regionalnye-banki>

Статистически подтвердить значимость региональных банков для экономики регионов не представляется возможным. Отсутствует четкое выделение региональных банков, нет публичных данных по объемам кредитования с разбивкой по кредитным организациям.

Соотношение числа кредитных организаций, имеющих и не имеющих филиалы в регионе, не влияет на уровень кредитования в регионе, но при наличии в регионе головных офисов и кредитных организаций с филиалами их доля в структуре кредитования обычно повышенная (по сравнению с кредитными организациями без филиалов). Таким образом, вопрос о целесообразности особого внимания к региональным банкам в рамках федеральной пространственной политики остается открытым.

Отдельного рассмотрения, на наш взгляд, заслуживает вопрос оценки эффективности или результативности применяемых инструментов федеральной поддержки инвестиций в регионах¹⁵⁸.

Базовая проблема оценки эффективности инструментов федеральной поддержки инвестиций в регионах (речь, в первую очередь, о привязанных к конкретным территориям преференциальных режимах ведения хозяйственной деятельности) — это почти полное отсутствие требований к качеству инвестиционных проектов резидентов этих режимов. Среди всех названных выше преференциальных режимов только технико-внедренческие ОЭЗ и инновационные центры предполагают создание инновационной/высокотехнологической продукции. В рамках остальных преференциальных режимов дело ограничивается либо перечислением в самом общем виде широкого круга поддерживаемых видов экономической деятельности, либо, наоборот, исключением из числа поддерживаемых ограниченного круга ВЭД, заведомо не нуждающихся в какой-либо государственной поддержке.

Все существующие подходы к оценке эффективности преференциальных режимов носят сугубо формальный, количественный характер, хотя появление в рамках таких режимов ограни-

¹⁵⁸ <https://ach.gov.ru/checks/prefregime>

ченного числа прорывных для российской экономики производств могло бы оцениваться как гораздо больший вклад в развитие экономики, нежели множество предприятий, производящих стандартную продукцию.

Таблица 4.6. Рейтинг регионов по количеству проектов и динамике инвестиций в основной капитал

п/п	Субъект	Количество проектов, ед.	Динамика инвестиций в основной капитал (в сопоставимых ценах; % к предыдущему году)							Темп роста инвестиций 2022–2016, %
			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
1	Ростовская область	38	89,9	107,7	80,0	102,1	107,6	114,3	102,1	99,3
2	г. Москва	30	101,2	114,8	118,0	124,6	109,5	119,6	102,2	228,5
3	Челябинская обл.	27	86,7	103,1	123,3	110,1	100,1	96,6	95,3	111,8
4	Новосибирская обл.	22	92,2	100,5	106,4	118,8	102,1	118,7	84,9	120,4
5	Краснодарский край	20	71,7	110,3	97,9	85,9	103,2	103,1	107,1	75,8
6	Свердловская обл.	19	86,6	91,4	118,3	96,0	98,6	95,2	111,5	94,0
7	Самарская область	17	78,3	98,9	99,3	105,7	97,7	119,2	100,2	94,8
8	Тульская область	16	100,2	110,7	112,9	108,9	74,0	125,8	100,2	127,1
9	Московская обл.	14	95,1	108,4	129,3	107,7	93,0	105,8	96,2	135,9
10	г. Санкт-Петербург	11	131,1	96,3	119,0	81,5	95,8	109,1	94,9	121,4
11	Пермский край	11	97,7	97,2	94,6	108,5	92,7	103,5	101,2	94,7
12	Волгоградская обл.	10	88,8	105,6	87,5	95,6	92,8	97,0	103,2	72,8

Источник: Данные Счетной палаты РФ ¹⁵⁹.

Количественные оценки роли разных инструментов государственной поддержки инвестиций во многом носят слишком условный характер и априори не могут быть корректно интерпретированы. В Таблице 4.6 и на Рисунке 4.3. приводятся

¹⁶⁰ <https://ach.gov.ru/checks/stimulirovanie-investitsiy>.



Рис. 4.3. Распределение субъектов Российской Федерации в зависимости от количества инвестиционных проектов и динамики инвестиций в основной капитал

Источник: Данные Счетной палаты РФ.

данные из отчета Счетной палаты¹⁶⁰, на основе которых делается вывод о том, что «использование инструментов предприятиями не оказывает существенного влияния на динамику инвестиций в основной капитал в большинстве субъектов». Однако, на наш взгляд, на основе подобного рода анализа — простого сопоставления конкретных инструментов инвестиционной политики и динамики инвестиций в основной капитал — трудно говорить о результативности этих инструментов, поскольку нельзя судить о роли отдельных инструментов инвестполитики, не оценивая другие факторы инвестиционной привлекательности; нужно учитывать различия в размерах регионов. Чем крупнее регион (прежде всего, по численности населения), тем меньше

¹⁵⁹ Отчет Счетной палаты о результатах параллельного экспертно-аналитического мероприятия «Аудит реализации мер государственного стимулирования инвестиций в основных секторах российской экономики и оценка их влияния на инвестиционную активность предприятий за период 2021–2022 годов», 2023 г. <https://ach.gov.ru/checks/stimulirovanie-investitsiy>

будет вклад в его экономическое развитие отдельно взятых инструментов инвестполитики. В анализируемом примере рядом стоят Самарская область с 17-ю проектами и негативной инвестиционной динамикой и Тульская область с 16-ю проектами и позитивной динамикой. Численность населения Самарской области — 3,1 млн чел., Тульской — менее 1,5 млн чел. Регионы можно было бы сопоставлять друг с другом по вкладу инвестпроектов в динамику инвестиций, если бы в Самарской области было бы реализовано 35 проектов. Кроме того, важны размеры проектов, наличие других направлений поддержки инвестиций, объективные различия в инвестиционной привлекательности регионов. (В данном примере Тульская область фактически находится в зоне тяготения Москвы, вплоть до того, что это зона дач и коттеджных поселков москвичей, структура инвестиций по направлениям инвестиций, как и по источникам, не учитывается; Самарская область конкурирует за инвесторов с другими поволжскими регионами и сталкивается с застарелыми проблемами развития автопрома); важно в целом оценивать «масштабы» внедряемого инструмента инвестиционной политики по сравнению с общим уровнем инвестиций и производства в регионе (первые пять лет с момента принятия федерального закона об ОЭЗ существовало только 2 промышленно-производственных ОЭЗ, т.е. речь шла о том, что 2 промышленных площадки на 85 (на тот момент) российских регионов должны как-то повлиять на показатели по стране в целом). Требуется отдельно учитывать роль государственных инвестиций в общем объеме инвестиций в основной капитал (в среднем по российским регионам примерно пятая часть (2022–2023 гг.) приходится на бюджетные инвестиции, при этом по отдельным субъектам РФ показатель варьирует от 2–3% до 92–93%).

Иначе говоря, оценивать результаты господдержки инвестиций по динамике инвестиций в основной капитал в целом некорректно, важно учитывать бюджетную составляющую. К сожалению, в данном случае приходится еще сталкиваться и с существенными недостатками инвестиционной статистики. В данных по источникам инвестиций в основной капитал от-

сутствует учет малого бизнеса и, кроме того, в них нет отдельно данных по инвестициям государственных компаний.

В отчете Счетной палаты в качестве проблемы (недостатка) анализируемых инструментов указывается тот факт, что в 29 субъектах Федерации они вообще не были внедрены. Однако если посмотреть на список этих регионов, то становится совершенно очевидным, что это в основной своей массе объективно наименее привлекательные для инвесторов территории. И это тоже свидетельствует о том, что одни и те же решения по государственной поддержке инвестиций будут давать совершенно разные результаты в разных по инвестиционной привлекательности регионах.

Еще одна проблема оценки результативности/эффективности применяемых инструментов инвестиционной политики — опора на установку, что они могут положительно оцениваться только в том случае, если обеспечивают ускоренное (по сравнению со среднероссийскими показателями) развитие тех регионов, где применяются. Оценка того, какие показатели социально-экономического развития регионов имели бы место, если бы эти регионы не поддерживались в рамках федеральной пространственной политики, не предполагается. А ведь замедление масштабов отставания территорий от общероссийских показателей — это тоже очень значимый результат. Иллюстрацией этого тезиса может служить сопоставление динамики основных показателей последних лет по Сибири и Дальнему Востоку: Дальний Восток отстает от среднероссийских показателей, но уже меньше по сравнению с тем периодом, когда еще не были введены масштабные меры федеральной поддержки этого макрорегиона. Это особенно заметно по сравнению с Сибирским федеральным округом.

В целом оценка результативности/эффективности инструментов государственной инвестиционной политики должна быть более «точечной» и предусматривать не только количественные оценки, но и качественные. Иначе говоря, надо оценивать результаты и эффективность отдельных проектов и территорий с преференциальными режимами, сравнивая динамику развития

предприятий/территорий с прежней траекторией их развития, с аналогичными предприятиями/территориями.

Примером значимости экспертных оценок федеральной поддержки инвестиций могут служить туристско-рекреационные ОЭЗ. Их часто и во многом справедливо упрекают в крайне слабой отдаче от вложенных федеральных средств. Однако, во-первых, в официальных оценках никогда не идет речь о том, во что были вложены федеральные средства, и нужны ли инвесторам те объекты, которые были построены. Во-вторых, в случае с этим типом ОЭЗ никогда не учитывается развитие туризма в целом в тех муниципалитетах, где такие ОЭЗ созданы, тогда как на деле построенной для резидентов ОЭЗ инфраструктурой часто пользуются предприниматели, не стремящиеся к получению статуса резидента ОЭЗ.

Выводы для экономической политики

- После событий 2022 г. продолжается постепенное формирование единой системы управления финансовыми ресурсами крупнейшего российского бизнеса и государства.
- Важную роль играет поддержка крупного российского бизнеса, вытесняемого с западных рынков, и его переориентация (вплоть до переноса штаб-квартир в Россию или в дружественные страны) на внутренний рынок и на рынки дружественных стран.
- Приоритеты должны смещаться с поддержки экспорта на поддержку экспансии крупнейшего бизнеса на внешние рынки при помощи стимулирования проектов несырьевого характера.
- Актуальной задачей является повышение роли региональных и муниципальных органов власти в обеспечении экономического роста в стране, для чего необходимо дальнейшее совершенствование системы межбюджетных отноше-

ний, особенно в части укрепления финансовых основ местного самоуправления.

- Необходима систематизация существующих мер поддержки инвестиционной деятельности в регионах, оценка возможности и целесообразности расширения тех мер поддержки, которые связаны с повышением доступности для инвесторов кредитных ресурсов. При этом крайне важным является внедрение корректных подходов к оценке эффективности применяемых инструментов инвестиционной политики, в том числе предусматривающих оценку вклада поддерживаемых проектов в обеспечение качественных сдвигов в экономике регионов, учет всего разнообразия факторов и мер поддержки инвестиционной деятельности.

РАЗДЕЛ 5. СОВРЕМЕННЫЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ВОЗМОЖНЫЕ ПОДХОДЫ И РОССИЙСКИЕ РЕАЛИИ

5.1. Общая логика действующей в России «концепции» ДКП

Исторически или, по крайней мере, на протяжении последних двадцати лет ДКП в России формируется исключительно в логике контрциклического и контршокового регулирования денежно-кредитной сферы, а через нее — экономической активности. При этом в последние десять лет эта логика была достаточно четко теоретически формализована¹⁶¹, институционально и инструментально обеспечена (ключевая ставка, операции Банка России на денежном рынке, информационная политика и др.).

Вот основные положения «концепции», определяющей действия монетарных властей в сфере ДКП в настоящее время: потенциал экономики определяется такими факторами, как накопление капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и капитала. Денежно-кредитная политика может воздействовать на интенсивность использования указанных факторов, обеспечивая меньший циклический спад или меньший перегрев в экономике. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики»; Банк России придерживается принципа разделения целей и инструментов денежно-кредитной политики и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора; при существенном росте вероятности реализации системного риска Банк России может использовать ключевую ставку для поддержания устойчивости финансовых рынков и финансового сектора в целом; из-за асимметрии подстройки инфляционных ожиданий под фактический

¹⁶¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. Банк России, 2025.

уровень инфляции (сильнее повышаются вслед за повышением фактической инфляции, чем снижаются вслед за ее снижением) — на инфляционные риски более мощная и продолжительная реакция ДКП, чем на дезинфляционные; «облегчение» инструментария ДКП — отказ от использования вспомогательных инструментов ДКП (покупка\продажа активов на открытых рынках, валютные интервенции, гибкое управление стандартами рефинансирования для целей регулирования денежного предложения и др.), концентрация на передаче управляющего развития через регулирование уровня процентных ставок.

Тактически, сознательный отказ (или жесткое самоограничение) в ex-ante координации различных видов политик и целей политик Центрального банка в условиях новой и крайне противоречивой социально-экономической ситуации, возникшей с началом геополитического шока, привел к неэффективности собственно контрциклического монетарного регулирования.

Стратегически концентрация исключительно на контрциклическом и контршоковом регулировании привела к деградации фундаментальных основ инвестиционного процесса в России. И это не может не сказываться и на эффективности самого контрциклического регулирования.

Итоги прошедшего десятилетия приводят к выводу о том, что ДКП должна совмещать контрциклическую логику с логикой развития, исключая при этом конфликт целей стабильности и целей развития.

5.2. Среднесрочные последствия реализации действующей «концепции» ДКП (2022–2025 гг.)

В период с начала геополитического шока (с 2022 г.) недостаточное использование Банком России всего спектра инструментов монетарного регулирования и концентрация монетарной политики исключительно на инструменте процентной ставки привели к рассинхронизации воздействия ставки на динамику кредитного рынка, а через него — на экономический рост и инфляцию.

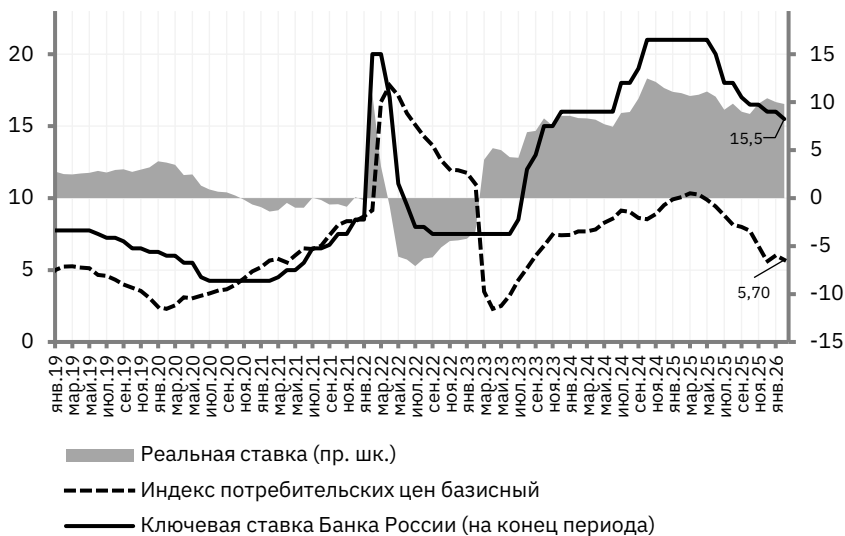


Рис. 5.1. Ключевая ставка ЦБ РФ и уровень инфляции, % годовых

Источник: ЦБ РФ.

Таблица 5.1. Ключевая ставка и уровень инфляции по различным странам, % годовых, декабрь 2025 г.

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Бразилия	15,0	4,44	10,56
Россия	15,5	5,7	9,80
Индия	5,25	2,75	2,5
Китай	3,0	1,3	1,7
США	3,75	2,4	1,35
Великобритания	3,75	3,0	0,75
ЕС	2,15	1,7	0,45
Австралия	3,85	3,6	0,25
Канада	2,25	2,3	-0,05
Швейцария	0,0	0,1	-0,1
Япония	0,75	1,5	-0,75

Источник: МВФ.

Одним из следствий такой рассинхронизации стало наблюдаемое в настоящее время «кредитное сжатие» с его потенциалом резкого торможения экономической динамики.

С начала 2022 г. колебания ключевой ставки ЦБ РФ — и номинальной, и реальной (с поправкой на инфляцию) — достигли беспрецедентного масштаба. Ее динамика стала характеризоваться как глубокими провалами, так и резкими скачками (Рис. 5.1). В результате последнего такого скачка Россия находится в числе «лидеров» среди крупных и средних экономик мира по уровню реальной стоимости денег (Таблица 5.1).

Если рассмотреть интегральный показатель монетарных условий развития экономики, который включает в себя как уровень ставок, так и динамику обменного курса, то можно констатировать, что после 2022 г. волны «смягчений» и «ужесточений» также стали беспрецедентными по своему масштабу (Рисунок 5.2.).

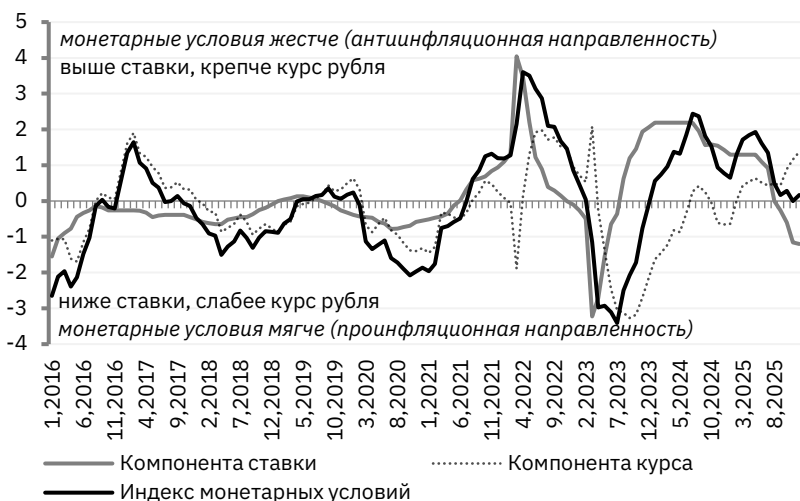


Рис. 5.2. Индекс монетарных условий¹⁶² (МСИ) и его компоненты

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИНП РАН.

¹⁶² Индекс монетарных условий (МСИ — Monetary Condition Index) представляет собой взвешенную сумму двух компонент — динамики процентных ставок и обменного курса. Компоненты ставок и прямого курса рубля определяются как темпы прироста соответствующих показателей к аналогичному периоду предыдущего года, нормированные на стандартные отклонения ряда на историческом периоде.

При этом если до 2022 г. изменения курса и ставки воздействовали на экономику в одном направлении (либо — в дезинфляционно-охлаждающем¹⁶³, либо — в проинфляционно-стимулирующем¹⁶⁴), то с 2022 г. эти изменения обычно «работают» в противоположном направлении (т.е. если курс «стимулирует» экономику, то ставка ее «охлаждает», и наоборот). А поскольку одновременно возросла сила внешних шоков, которая демпфирует движение монетарных показателей, то размах изменений ставок стал воистину огромным.

Можно говорить о том, что после начала геополитического стресса поменялся характер взаимосвязи между процентной политикой, курсом, внешне- и внутриэкономической конъюнктурой (Рисунок 5.3).

В период с 2017 г. по 2021 г., при возникновении сильных внешнеэкономических шоков вызванные ими колебания курса рубля в значительной мере гасились при помощи покупки/продажи государством иностранной валюты (осуществляемой исходя из бюджетного правила). Это ограничивало влияние данных шоков на динамику курса, и, соответственно, инфляции. В такой ситуации для компенсации ухудшения внешнеэкономических условий Банк России мог позволить себе снизить уровень ставок, не опасаясь, что это приведет к разгону цен (как во время коронавирусного шока 2020 г.).

Блокировка в результате санкций значительной части официальных валютных резервов в валютах западных стран в 2022 г. на время ограничила монетарные власти в возможности проводить операции, корректирующие курсовую динамику. Затем, когда такие возможности, благодаря форсированному развитию

¹⁶³ Такой направленности соответствует повышение процентных ставок и курса национальной валюты по отношению к иностранной. Это повышение (с определенными лагами) в целом работает на замедление динамики внутренних цен, но при этом ограничивает конкурентоспособность национальных производителей, сдерживая экономический рост.

¹⁶⁴ Такой направленности соответствует понижение процентных ставок и курса национальной валюты по отношению к иностранной. Это понижение (с определенными лагами) в целом работает на ускорение динамики внутренних цен, но при этом повышает конкурентоспособность национальных производителей, стимулируя экономический рост.

сегмента рынка «рубль-юань», появились, Банк России, тем не менее, стал воздерживаться от корректирующих интервенций на валютном рынке, ограничивая свое участие только ролью посредника при покупке/продаже валюты (юаней) со счетов госбюджета в рамках бюджетного правила и «зеркалирования» инвестиционных операций бюджета.

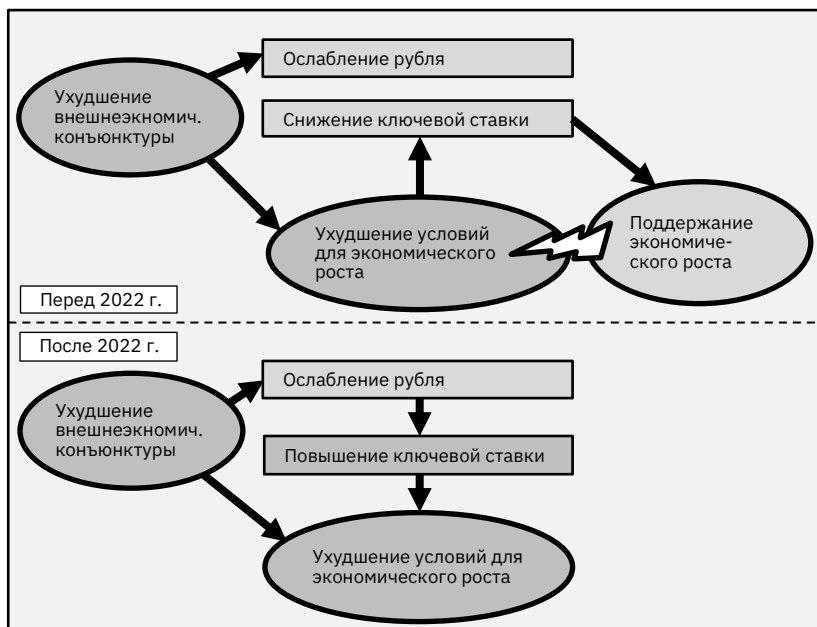


Рис. 5.3. Изменение взаимосвязи между процентной политикой, курсом рубля, внешне- и внутризэкономической конъюнктурой после начала геополитического шока

Источник: составлено ИНП РАН.

При этом движения обменного курса рубля в условиях «осушения» ликвидности внутреннего валютного рынка после свертывания участия на нем иностранных игроков стали в целом более резкими.

Вследствие резких колебаний курса возросло его влияние на уровень внутренних цен (так называемый «эффект переноса»). Чтобы противостоять усилившемуся инфляционным скачком, процентная политика стала активно действовать в направ-

влении, противоположном курсу с точки зрения влияния на экономику — ослабление рубля стало сопровождаться ужесточением процентной политики, и наоборот.

Как следствие, начиная с 2022 г., монетарные условия стали переохлаждать экономику в периоды «охлаждения», вызванные ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры, и дополнительно разогревать — в периоды улучшения внешнеэкономической конъюнктуры (Рисунок 5.4).



Рис. 5.4. Монетарные условия и экономический рост, % к аналогичному периоду прошлого года

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

В последние пять лет российский рынок кредитования продемонстрировал впечатляющий рост, сменившийся затем внезапным резким торможением. Первая волна роста пришлась на 2021 г., когда совокупный кредитный портфель населения увеличился примерно на 22%. Вторая волна — более мощная — наблюдалась в 2023–2024 гг. Расширение портфелей происходило стремительными темпами — порядка 23% роста кредитного портфеля в год для розничного и 21% для корпоративного сегмента. Существенную роль в этом процессе сыграли государственные программы поддержки кредитования — от льготной ипотеки до субсидированного кредитования МСП.

Однако в конце 2024 г., после резкого повышения ключевой ставки (до 21% годовых), совпавшего с усилением нормативно-пруденциальных ограничений для банков на кредитование¹⁶⁵, произошел переход к «кредитному сжатию» — резкому падению выдач новых кредитов и сокращению кредитных портфелей.

Влияние процентной и макропруденциальной политики на рынок кредитования оказалось ограниченным — сигналы начали сказываться лишь с существенным запозданием и сразу с высокой силой, что и привело к резкому замедлению темпов кредитования в конце 2024 г. (Рисунки 5.5, 5.6).

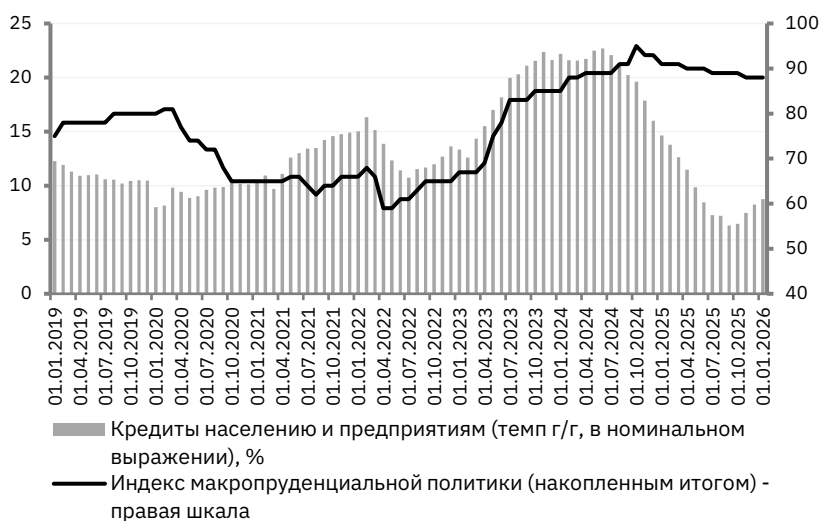
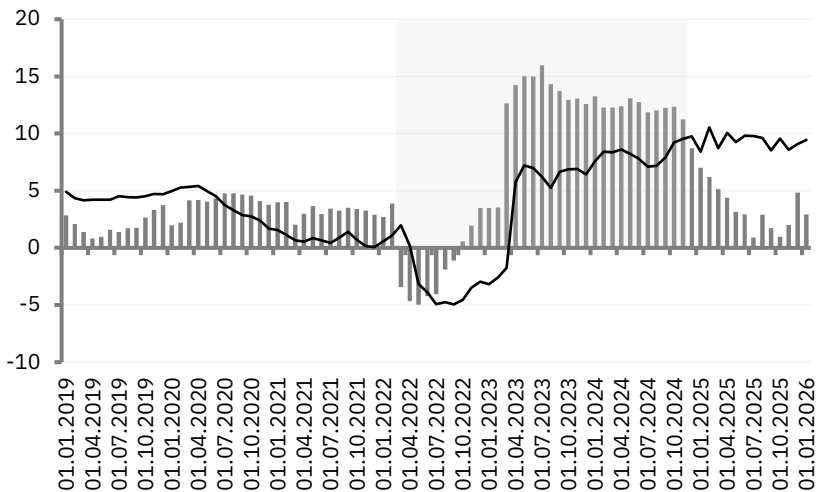


Рис. 5.5. Динамика банковских кредитов экономике (населению и предприятиям) и индекс макропруденциальной политики (более высокие значения индекса соответствуют более жесткой политике)

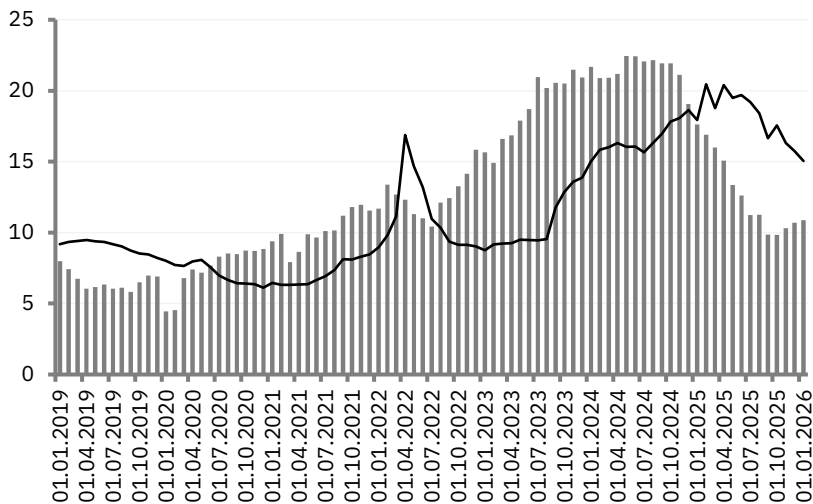
Источник: ЦБ РФ.

В 2022–2024 гг. для корпоративного и розничного кредитования отсутствовала устойчивая передача сигнала от ключевой ставки к поведению заемщиков. Лишь к концу 2024 г. рост ставок начал оказывать сдерживающее воздействие.

¹⁶⁵ В этот период многие банки столкнулись с одновременным ужесточением на выдачу новых кредитов из-за выхода на ограничения по нормативам достаточности капитала и краткосрочной ликвидности.



■ Кредиты предприятиям (темп г/г, в реальном выражении), %
 — Средневзвешенная ставка по кредитам предприятиям (% годовых, реальная)



■ Кредиты предприятиям (темп г/г, в номинальном выражении), %
 — Средневзвешенная ставка по кредитам предприятиям (% годовых, номинальная)

Рис. 5.6 а), б). Динамика кредитного портфеля банков и средневзвешенной процентной ставки по кредитам*

* Затенением показаны периоды нестандартной взаимосвязи между динамикой кредитного портфеля и процентной ставкой (рост ставки — ускорение кредитного портфеля, снижение ставки — замедление).

Источник: ЦБ РФ.

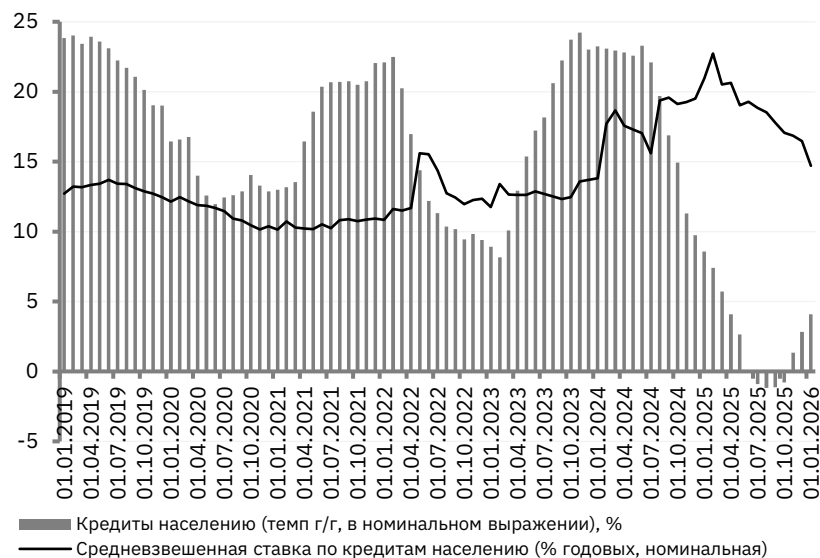
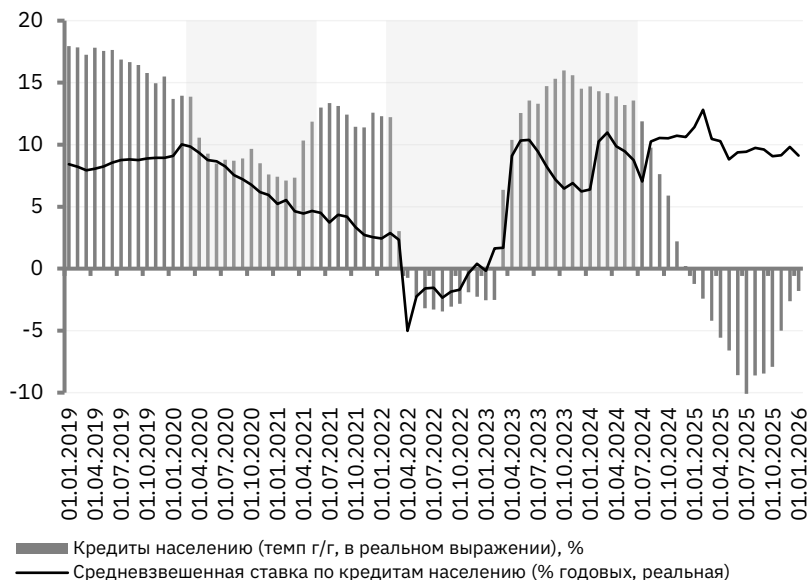


Рис. 5.6 в), г). Динамика кредитного портфеля банков и средневзвешенной процентной ставки по кредитам*

* Затенением показаны периоды нестандартной взаимосвязи между динамикой кредитного портфеля и процентной ставкой (рост ставки — ускорение кредитного портфеля, снижение ставки — замедление).

Источник: ЦБ РФ.

Заторможенная, но гипертрофированная реакция кредитного рынка на управляющие сигналы создает мощный потенциал негативных последствий для экономического роста.

Влияние процентной политики на кредитный рынок оказалось ослабленным по ряду причин.

Во-первых, макропруденциальная и процентная политика не были скоординированы между собой. Отсутствие согласованности между этими инструментами не позволяло добиваться эффекта взаимного усиления действия обоих видов политик. Макропруденциальные ограничения, призванные сдерживать наиболее рискованные сегменты кредитования¹⁶⁶, запаздывали по отношению к их расширению и зачастую не были достаточно эффективными¹⁶⁷. Синергия между двумя этими политиками возникла только в конце 2024 г. и оказалась избыточно мощной.

Во-вторых, быстрый рост доходов населения, а также прибыли и рентабельности предприятий, особенно в таких секторах, как оборонная промышленность, импортозамещающие производства и поставки продукции/услуг для крупных инвестиционных проектов, позволял соответствующему бизнесу и домохозяйствам покрывать удорожание заемных средств. Устойчивые ожидания продолжения роста доходов стимулировали дальнейшее расширение спроса на кредит. Просматривается определенная взаимосвязь между объемами привлечения кредитов и динамикой роста выручки в отраслях экономики.

В-третьих, кредиты стали механизмом компенсации временной нестабильности в ряде секторов экономики. За счет кредитования покрывались «кассовые разрывы» и сглаживались колебания выручки. Это отразилось в перераспределении банковских портфелей от отраслей экономики, менее чувст-

¹⁶⁶ Потребительские кредиты заемщикам с высокой долговой нагрузкой, ипотечные кредиты с низким первоначальным взносом и др.

¹⁶⁷ Они в основном были «мягкими», косвенными, воздействующими в основном на банки, находящиеся вблизи от критических порогов нормативов достаточности капитала: изменение коэффициентов риска по активным операциям, создание и роспуск макропруденциальных буферов капитала. «Жесткие» меры, прямо ограничивающие объемы рискованных операций, такие, как макропруденциальные лимиты по потребительским кредитам, стали применяться только во второй половине 2024 г.

вительных к шокам¹⁶⁸ к более чувствительным (см. Рис. 5.7). Заметим, что большая активность пруденциальной и макропруденциальной политики регулятора могла бы сдерживать спрос на кредит со стороны менее устойчивых отраслей.



Рис. 5.7. Доли чувствительных («неустойчивых») и нечувствительных («устойчивых») к экономическим шокам секторов экономики в кредитном портфеле банков¹⁶⁹

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИНП РАН.

В-четвертых, масштабные программы льготного кредитования формировали дополнительный спрос на заемные средства, не эластичный к изменению ставок. Наибольшее влияние оказывали программы, связанные с льготной ипотекой и жилищным строительством, а также поддержкой малого бизнеса.

¹⁶⁸ Опирающихся на устойчивый к колебаниям уровня доходов спрос населения, масштабный госзаказ, активную стимулирующую госполитику и др.

¹⁶⁹ Группировка отраслей по чувствительности к шокам определялась на основе анализа динамики кредиторской задолженности, выручки и рентабельность в период 2020–2025 гг. Для этого по каждой отрасли рассчитывалась доля кварталов с негативной (ниже пороговых значений) динамикой данных показателей, затем отрасли группировались по этой доле.

Одним из ключевых последствий запаздывающей реакции рынка на сигналы процентной и макропруденциальной политики стал резкий рост долговой нагрузки в экономике. Масштаб этого давления можно оценить по импульсу роста реальной долговой нагрузки (Рисунки 5.8, 5.9). Этот показатель, отражающий потенциальный годовой прирост процентных платежей в реальном выражении, достиг рекордных значений.

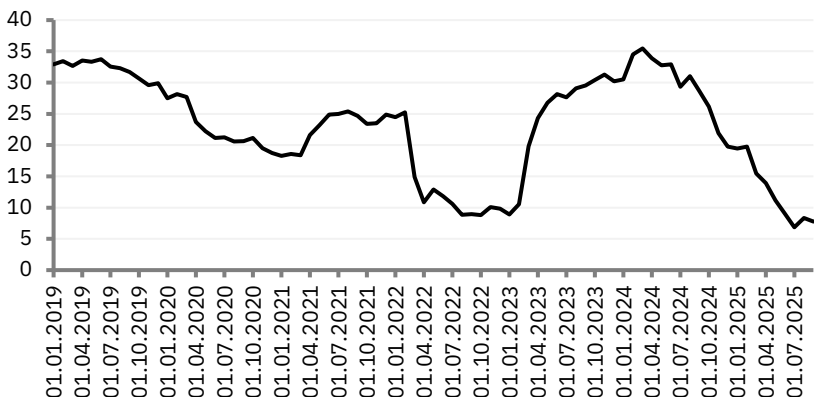


Рис. 5.8. Импульс роста реальной долговой нагрузки на население (произведение темпов прироста кредитного портфеля и реальной процентной ставки по кредиту)

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИНП РАН.

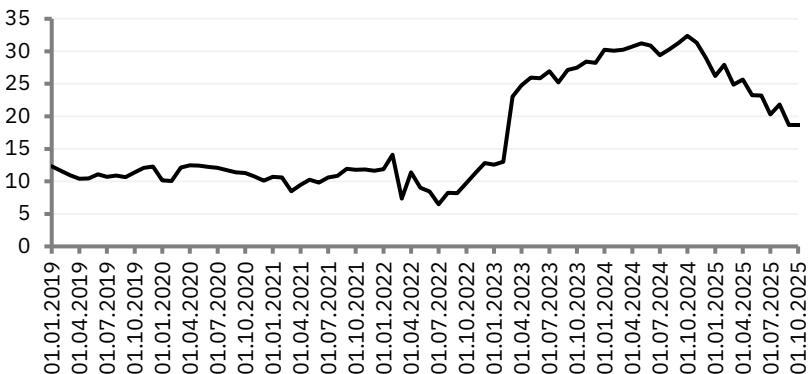


Рис. 5.9. Импульс роста реальной долговой нагрузки на предприятия (произведение темпов прироста кредитного портфеля и реальной процентной ставки по кредиту)

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИНП РАН.

Дополнительную тревогу вызывает динамика чистого денежного потока¹⁷⁰ от операций населения и предприятий на кредитном рынке (Рисунки 5.10, 5.11). Масштабные колебания этого потока — от чистого притока к чистому оттоку — будут провоцировать дестабилизацию финансового положения заемщиков и создавать риски банкротств.

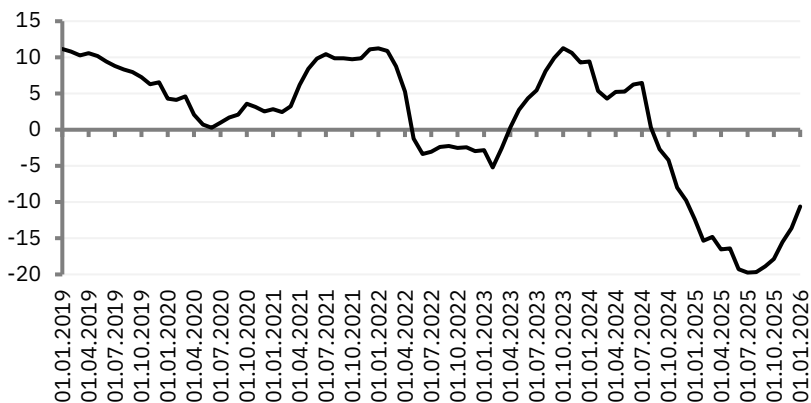


Рис. 5.10. Чистый денежный поток от операций населения на кредитном рынке, % к величине долга населения

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИНП РАН.

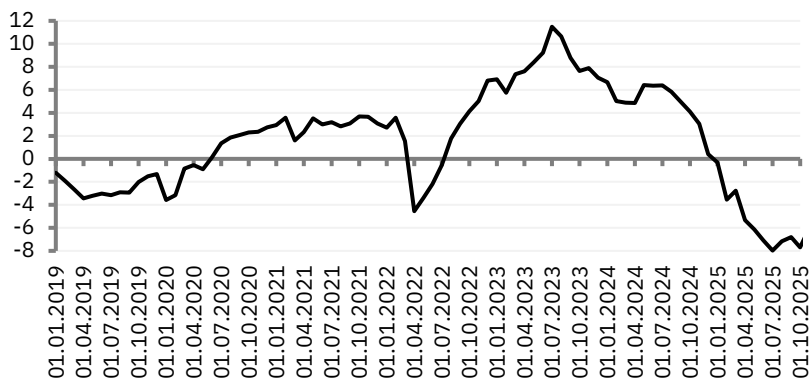


Рис. 5.11. Чистый денежный поток от операций предприятий на кредитном рынке, % к величине долга предприятий

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИНП РАН.

¹⁷⁰ Чистый денежный поток от операций на кредитном рынке рассчитывается следующим образом: привлечение новых кредитов — погашение ранее привлеченных — выплата процентов по кредиту.

5.3. Долгосрочные последствия реализации действующей «концепции» ДКП (с 2013 г.)

Значительная часть формирующихся в российской экономике сбережений хронически недоинвестируется, причем на протяжении последних 10 лет разрыв между сбережениями и инвестициями в целом нарастает (хотя и неравномерно — см. Рис. 5.12). В последние годы величина этого разрыва оценивается в 5–7% ВВП.

Данный разрыв — неиспользуемый потенциал для наращивания внутренних инвестиций и, соответственно, финансирования технологической модернизации российской экономики.

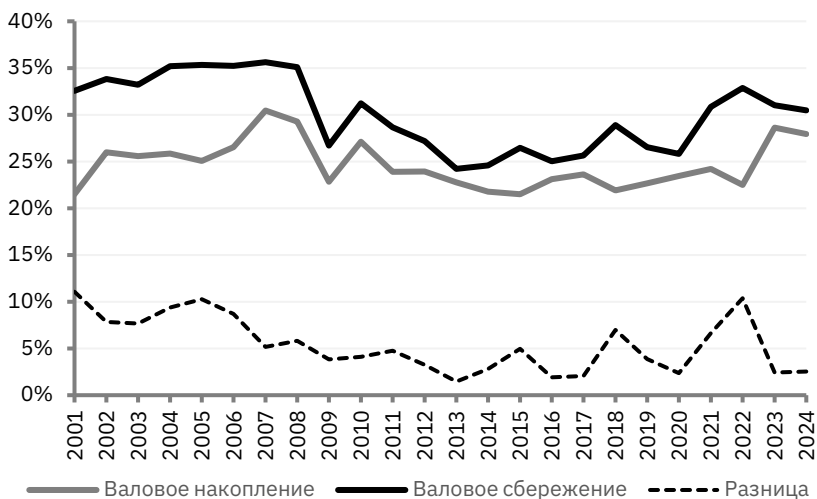


Рис. 5.12. Валовое накопление и валовое сбережение, % к ВВП

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Одной из причин этого разрыва является тенденция к росту реального уровня процентных ставок в российской экономике, которая особенно ярко проявилась в 2023–2025 гг. (см. Рисунок 5.13). Такая тенденция связана с отмечавшейся выше концентрацией ДКП на одной цели — управлении инфляцией и «заякоривании» инфляционных ожиданий, путем максимального приближения фактической инфляции к ее официальному таргету. Это сопровождалось сужением спектра инструментов управ-

ления инфляцией, по существу, до одного — ключевой ставки ЦБ РФ и ее ассиметричной реакцией на отклонение инфляции вверх и вниз от таргета — более сильной в первом случае и более слабой во втором.

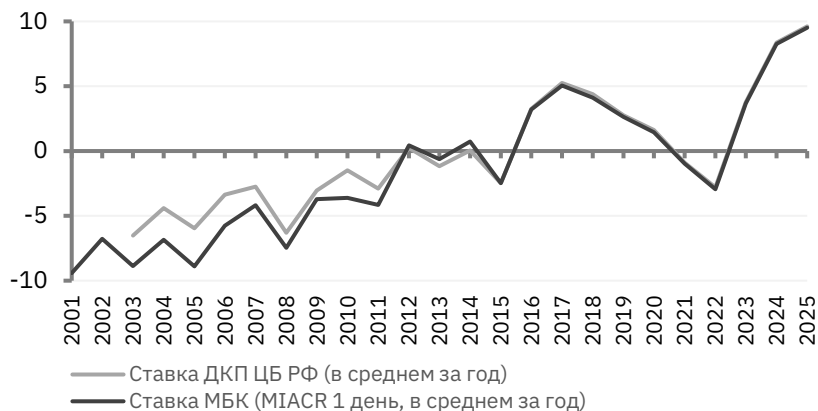


Рис. 5.13. Реальная ставка денежно-кредитной политики, % годовых

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИНП РАН.

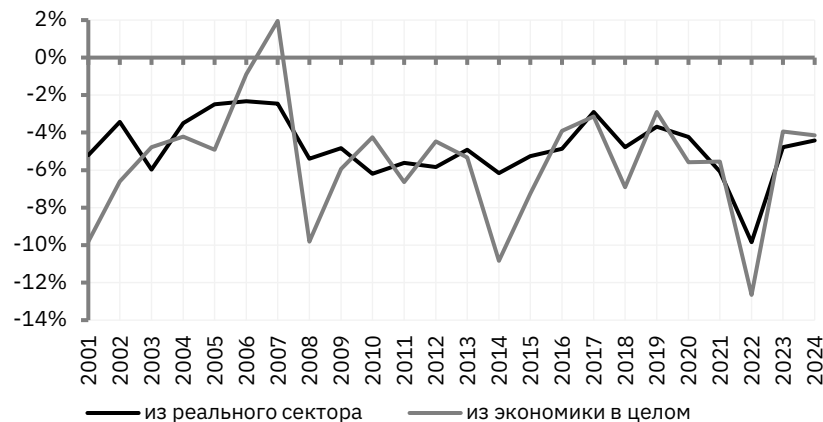


Рис. 5.14. Чистый отток капитала и инвестиционных доходов из российской экономики («+» — чистый приток, «-» — чистый отток), % к ВВП¹⁷¹

Источник: ЦБ РФ.

¹⁷¹ 2007 г. — исключено влияние перераспределения активов в результате банкротства НК ЮКОС.

Другая причина такого разрыва — хронический чистый отток капитала из реального сектора (см. Рисунок 5.14). Он, вероятно, в том числе, связан с рядом поведенческих паттернов и установок собственников или высшего менеджмента российских компаний.

Это обуславливает хроническое недоинвестирование экономики и высокую подверженность сформированных капиталов внешним политическим и регуляторным рискам (как в «недружественных» юрисдикциях с высоким санкционным давлением, так и в «дружественных» с малоликвидными валютами).

Курс рубля нестабилен, и отличается высокой волатильностью, что крайне негативно влияет на возможности бизнес-планирования и осуществления долгосрочных инвестиций. На протяжении последних десяти лет российская экономика сталкивается с огромным размахом «качелей» курса и торгового баланса.

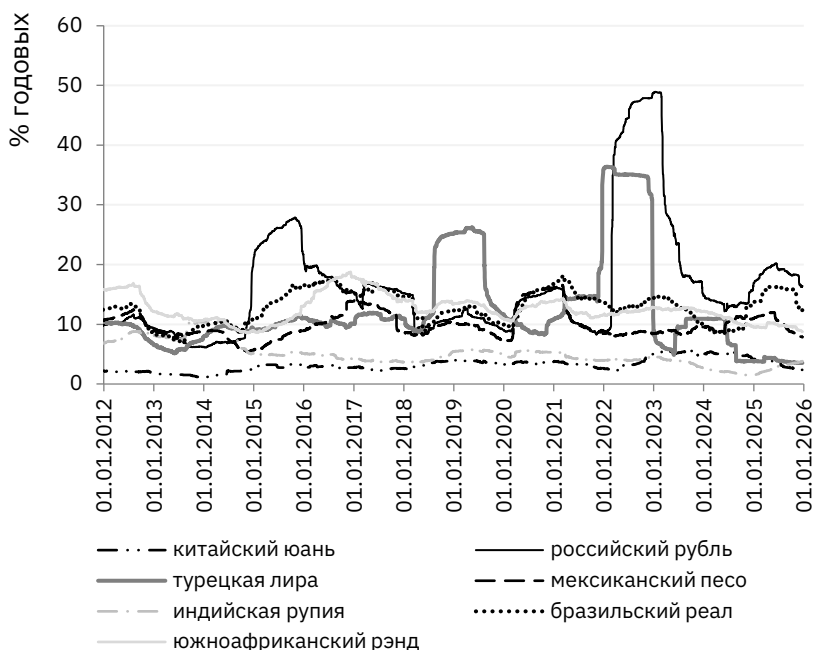


Рис. 5.15. Волатильность валют стран с развивающимися рынками к доллару США за скользящий год

Источник: МВФ, ЦБ РФ.

В значительной мере такая волатильность была обусловлена каскадом внешнеэкономических шоков в условиях геополитической нестабильности. С 2022 г. волатильность рубля заметно превзошла показатели курсов валют других крупных стран с развивающимися рынками (см. Рисунок 5.15).

Однако представляется, что причины повышенной по сравнению с другими валютами развивающихся рынков волатильности рубля не сводятся к внешней политической или экономической нестабильности. После того, как период адаптации к геополитическим шокам во многом закончился (вторая половина 2023 г. — конец 2025 г.), волатильность рубля не вернулась к своему исходному уровню и осталось устойчиво более высокой, чем у стран со схожей сырьевой направленностью экспорта (Бразилия, ЮАР). Хотя часть этой волатильности связана с той геополитической ситуацией, в которой существует российская экономика.

Это может свидетельствовать также об отсутствии эффективной подстройки к изменяющимся условиям действующего бюджетного правила в части операций на валютном рынке¹⁷². Следствием масштабной волатильности курса и запаздывания реакции на него торговых потоков (прежде всего, импорта) становится масштабная раскачка торгового и текущего баланса России (см. Рисунок 5.16), что также не способствует повышению экономической предсказуемости.

Однако проблема не исчерпывается только крайней неравномерностью курсовой динамики рубля. На протяжении последних десяти лет¹⁷³ наблюдается тенденция к снижению его реальной покупательной способности относительно валют стран-торговых партнеров. Причем в будущем, судя по сценарным

¹⁷² Например, с начала 2025 г. возникла ситуация одновременного снижения мировой цены нефти и обусловленного сезонным и конъюнктурными факторами первоначального импульса укрепления рубля. Это вынудило бюджет продавать больше валютных средств, чтобы обеспечить рублевые расходы в необходимом объеме. Последнее, в свою очередь, означало возникновение «спирали» избыточного укрепления рубля и избыточных продаж валюты бюджетом.

¹⁷³ Если не принимать во внимание краткосрочный пик 2022 г., обусловленный ситуационным эксцессом — «провалом» импорта на фоне пикового скачка цен на экспортное сырье.

модельным расчетам, при сохранении статуса-кво в части структуры использования полученных от внешнеэкономической деятельности доходов и формирования капиталов, данная тенденция не сможет быть переломлена. Этого не произойдет даже в случае благоприятных (оптимистический прогноз) внешнеэкономических условий (см. Рисунок 5.17).

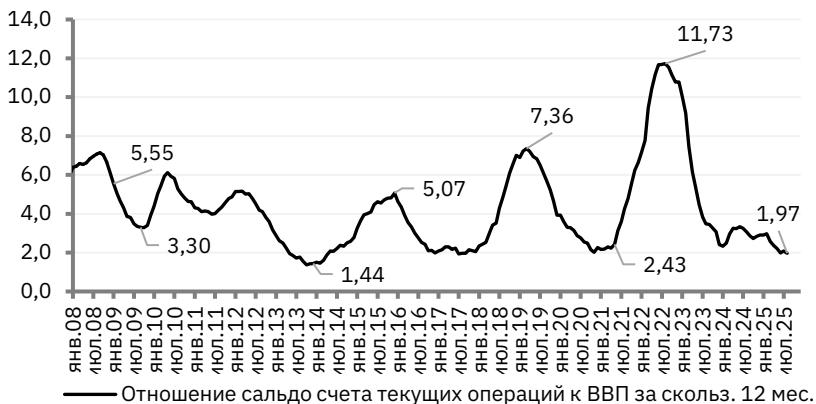


Рис. 5.16. Сальдо текущих операций, % к ВВП

Источник: ЦБ РФ, Росстат расчеты ИНП РАН.

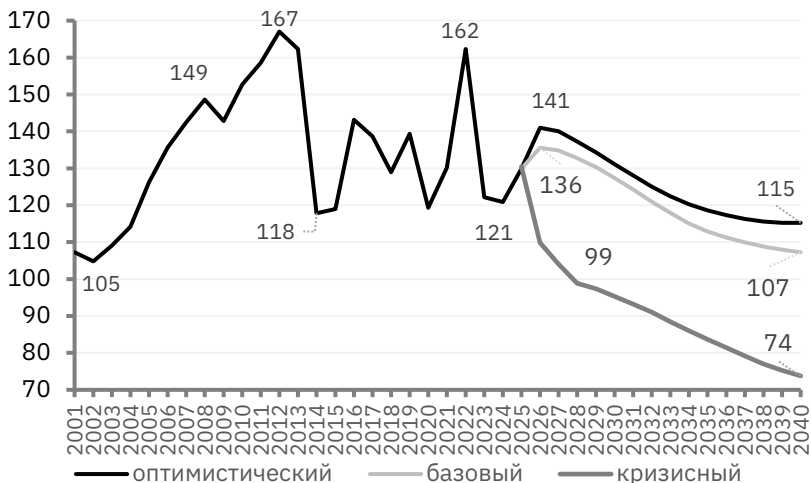


Рис. 5.17. Реальный эффективный курс рубля: факт и инерционные прогнозы (2000 г. = 100%)

Источник: расчеты ИНП РАН.

Сохранение данной тенденции может привести российскую экономику к попаданию в «ловушку хронической недооцененности» (см. Врезку 1, Рисунок 5.18). Это крайне негативно скажется на геоэкономическом позиционировании России — приведет к закреплению ее в статусе периферийной экономики, не имеющей ресурсов для повышения своей роли в международных производственно-сбытовых цепочках.

Для перелома данной ситуации и увеличения нормы накоплений необходимо создать условия для сокращения оттока капитала из реального сектора. Модельные расчеты показывают: в случае если этот отток будет уменьшен на 4–5% ВВП, а реальный курс рубля может достичь устойчивого долгосрочного состояния.

Врезка 5.1. Взаимосвязь между покупательной способностью национальной валюты и геоэкономическим позиционированием страны

Можно выделить три группы стран в зависимости от международной «покупательной силы» их национальной валюты (отражается показателем отношения текущего курса национальной валюты к паритету ее покупательной способности) и пропорций использования национального дохода (соотношения потребления и накопления). Эти параметры оказывают существенное влияние на роль и место страны в международной торговле, цепочках создания стоимости, обороте капитала и контроле за собственностью. Эти параметры также тесно связаны с уровнем и динамикой экономического развития стран (см. Рисунок 5.18).

Группа стран в «ловушке хронической недооцененности» («ловушке бедности») — к ней относится значительная часть стран Африки, Латинской Америки, некоторые страны СНГ. Это страны с малой открытой экономикой, со «слабой» национальной валютой и низким стартовым уровнем душевых доходов.

Группа стран «догоняющего развития» — Китай, Индия, некоторые страны Восточной Европы, многие страны Восточной Азии и др. Россия также находится в этой группе — в некотором удалении от ее центра. Страны этой группы (так же, как и первой) характеризуются существенной недооцененностью валюты. Однако они благодаря удачному первоначальному импульсу и/или стартовым условиям развития оказались способны перераспределить значительную часть своего дохода из потребления в накопление.

Группа стран «успешные и успевшие» — это в целом страны «Запада» (за исключением проблемных южноевропейских стран, а также с некоторого времени — Великобритании, тратящей значительную часть своего национального дохода на текущее потребление). Валюты этих стран обладают «завышенной» покупательной силой — имеют максимальные значения текущих курсов относительно паритетов покупательной способности. Эти страны тратят значительную часть дохода не на потребление, а на накопление как материальных, так и нематериальных активов (в том числе интеллектуальной собственности).

Переход России в группу развитых стран, по-видимому, приведет к значительному укреплению валюты и уменьшению разрыва между номинальным курсом и курсом по паритету покупательной способности. Однако чрезмерное укрепление валюты может затормозить этот процесс и вызвать «японскую болезнь» стагнации из-за крепкой иены установившейся в 90-е годы.

5.4. Необходимость подключения ДКП к повестке экономического развития

Для выхода из тактических и стратегических тупиков, к которым привела реализация текущей концепции ДКП, требуется изменение подхода к ее проведению. Необходим комплексный подход, увязывающий (но без подчинения) денежно-кредитную политику с политикой развития финансовых рынков, обеспечения финансовой стабильности, развитием систем платежей (в том числе в части внешнеторговых расчетов), создания предсказуемых условий для планирования и развития отечественного бизнеса.

Включение ДКП в повестку экономического развития должно подразумевать ее использование для достижения важных долгосрочных общесистемных результатов и/или выполнения ряда стратегически значимых условий. Представляется, что такими результатами/условиями должны быть: «импортозамещение» в сегментах рынка финансовых услуг, значимых с точки зрения возможности национальной экономики (страхование внешнеэкономической деятельности, рынки производных финансовых инструментов, синдицированные кредиты, и др.); стабильность и предсказуемость долгосрочных процентных ставок; снижение волатильности курса рубля; снижение издержек при внешнеэкономических расчетах в рублях и национальных валютах «дружественных» стран; приостановка и разворот чистого оттока капитала из реального сектора.

В условиях затяжного геополитического конфликта экономика России должна быть способна выдерживать существенную нагрузку непроизводительными затратами без потери макрофинансовой устойчивости. Стратегически для этого требуется вовлечение дополнительного ресурса, который не только компенсирует эти затраты, но и будет обладать новым качеством, стимулирующим «облагораживание» структуры экономики.

Представляется, что такие изменения могут быть обеспечены в случае возвращения в национальную экономику звеньев ключевых воспроизводственных цепочек (производство — дохо-

ды — спрос) и установления над находящимися за рубежом звеньями таких цепочек достаточного контроля. Сборка такого целостного воспроизводственного механизма (назовем его «контуром управления национальным капиталом полного цикла»), обеспечит национальный контроль взаимосвязанных сфер производства, товарно-денежного оборота и финансового капитала. Это позволит России существенно повысить уровень своей конкурентоспособности и сформировать собственный «полюс» в многополярной мировой экономике.

Формированию контура управления национальным капиталом полного цикла соответствует достижение определенного целевого образа платежной системы, финансового сектора и платежного баланса России.

Целевой образ платежной системы, роль ДКП и других видов политики ЦБ РФ в его достижении. Переход к контуру управления национальным капиталом полного цикла невозможен без наличия у России собственного, поддерживаемого передовыми цифровыми технологиями международно признанного платежного средства для проведения внешнеэкономических расчетов. В качестве такого средства может выступить как российский цифровой рубль, так и золотой стейблкоин с центром эмиссии, в том числе, и в России¹⁷⁴. Выбор пропорций в использовании этих двух средств платежей будет зависеть от того, по какому сценарию в перспективе будет развиваться фрагментация глобальной экономики.

Глобальный сценарий «избирательная фрагментация». В рамках этого сценария трансформация мировой экономики происходит не путем фрагментации на относительно обособленные друг от друга блоки стран, а путем выделения нескольких «центров силы», занимающих доминирующие позиции в отдельных ключевых сферах глобальной экономики. Так, например, в этом сценарии доллар удержит доминирующие позиции в мировой

¹⁷⁴ Трансформация мировой экономики: возможности и риски для России. Научный доклад / Под ред. члена-корреспондента РАН А.А. Широ́ва. М.: Динамик Принт, 2024. 144 с. (Научный доклад ИПП РАН). Глава 11 «Возможности формирования альтернативных международных систем расчетов с участием России».

торговле энергоносителями, юань получит ключевую роль во взаимных расчетах и инвестициях стран «Пояса и пути».

У России есть потенциал стать одним из ведущих «центров силы» в части обеспечения оборота энергетических ресурсов, металлов, продукции аграрного сектора. В этом сценарии следует форсированно продвигать на данных рынках расчеты с использованием рубля (в первую очередь — цифрового).

Это потребует ряда шагов, которые, так или иначе, могут быть стимулированы инструментами ДКП: создание сети проводящих взаимные расчеты международных клиринговых центров, заключение своп-линий Банка России с центральными банками «дружественных» стран, развитие внешнего рынка рублевых облигаций. Необходимыми условиями такого повышения будет и поддержание низкой, предсказуемой рублевой инфляции, относительно устойчивого курса рубля, умеренных рублевых процентных ставок.

Кроме того, закрепление важной роли рубля на данных товарных рынках потребует формирования разветвленной международной транспортно-логистической и финансовой инфраструктуры под прямым или косвенным контролем России.

Глобальный сценарий «конфликтное сосуществование». В рамках этого сценария предполагается более или менее выраженное разделение стран на геополитические/геоэкономические блоки с широким распространением практики применения «центрами» блоков взаимных санкций, экспроприации «недружественных» активов, запрета на «недружественные» инвестиции в стратегически значимые сектора. Золото становится ключевым «нейтральным активом» и средством, гарантирующим стабильность торговли и инвестиций между блоками.

В таких условиях необходимо форсировать широкое использование центральными банками «дружественных» стран золотого стейблкоина. Обладая значительными запасами золота, развитой добывающей и производственной базой, Россия имеет возможность стать инициатором и драйвером развития альтернативных западным международным институтам и инфраструк-

туры обращения золота, а также привязанных к золоту производных инструментов, цифровых активов и средств платежа.

Глобальный сценарий «холодная война капиталов». В рамках этого сценария происходит глубокое размежевание различных геополитических/геоэкономических блоков стран: доллар США теряет статус доминирующей мировой валюты, финансовые системы враждующих блоков становятся автономными друг от друга. Так же как и в предшествующем сценарии золото является ключевым средством, гарантирующим торговлю между блоками, но при этом сам объем этой торговли заметно сокращается. В отличие от первых двух сценариев, внутри каждого блока выстраивается строгая «иерархия» валют входящих стран с доминирующим положением в ней валюты страны-«центра» блока.

России в такой ситуации необходимо претендовать на роль второго «центра» в своем блоке, платежные средства которого используются для расчетов с группой наиболее тесно связанных с Россией стран, для расчетов на «внутриблоковых» рынках товаров, на которых Россия занимает лидирующие позиции, а также в качестве «шлюза» для сохраняемых Россией стратегически значимых для всего блока товарных и финансовых потоков со странами других блоков.

В этих условиях России необходимо и продвигать международное обращение цифрового рубля и проводить эмиссию международного золотого стейблкоина. С целью сохранения сильной позиции внутри своего блока России необходимо активно осуществлять и оптимизировать свои прямые инвестиции в странах блока, чтобы закрепить контроль за ключевыми производственно-сбытовыми цепочками, обеспечивающими национальную конкурентоспособность и выход на рынки важнейших стран блока.

Эффективное выполнение финансовым сектором функций предоставления экономике финансовых ресурсов необходимого объема и качества, осуществления скрининга инвестиционных рисков и отбора качественных инвестиционных проектов потребует в перспективе структурного ответа на ряд проблем и вызовов: 1) дефицит авторитетных финансовых институтов,

Ответом на данные проблемы и вызовы могут стать следующие шаги по достраиванию структуры финансового сектора, стимулируемые как инструментами ДКП, так и другими видами политик ЦБ РФ (Рисунок 5.19¹⁷⁵).

1. В целях формирования института «системообразующих» фондов прямых инвестиций (СЗФПИ) потребуются изменения в порядке лицензирования, регулирования и надзора за организациями финансового сектора.
2. Форсированное развитие рынков, обеспечивающих «перепакровку» рисков и капиталов (синдицированное кредитование, проектное финансирование, секьюритизация коммерческих активов, долгосрочные процентные и валютные производные финансовые инструменты) с опорой на формирование маркет-мейкеров из числа системно-значимых кредитных организаций (СЗКО). Для этого необходимо разработать механизмы рефинансирования маркет-мейкеров со стороны регулятора (ЦБ РФ) под залог рыночных инструментов в целях предоставления дополнительной ликвидности в ситуации экстремальных стрессов.
3. Формирование интегрированной «цифровой среды» для осуществления финансовых и хозяйственных операций компаний, снижающей издержки бизнеса, создающей новые «ниши» для предложения финансовых услуг, уменьшающей информационную асимметрию в отношении потенциальных корпоративных клиентов и реципиентов инвестиций (см. Врезку 5.2).

Экспорт, опирающийся на преимущества, которые дает конъюнктура мировых сырьевых рынков, — основной «ресурс прочности» российского платежного баланса в том виде, в котором он сложился накануне геополитического шока 2022 г. При этом доходы, получаемые от экспорта, трансформируются в покупку импортных товаров и услуг, инвестиции в иностранные активы

¹⁷⁵ *Россия 2035: к новому качеству национальной экономики*. Научный доклад / Под ред. Члена-корреспондента РАН А.А. Широва. М.: Артис Принт, 2024. 264 с. (Научный доклад ИНП РАН). Глава 7.5 «Долгосрочный прогноз развития ответственного финансового сектора».

(вывоз российского капитала за рубеж), а также уплату нерезидентам чистого инвестиционного дохода (см. Рисунок 5.20).

Врезка 5.2. Интегрированная «цифровая среда» финансового сектора

В качестве прообраза интегрированной «цифровой среды» можно привести модель Финтернета (Finternet), рассмотренную в 2024 г. в серии докладов генерального директора Банка международных расчетов (БМР) А. Карстенса. Его видение будущего финансового сектора строится на трех допущениях:

- центральные банки остаются безальтернативными институтами доверия в мире фиатных денег;
- фиатные деньги в их цифровой форме сохраняют статус «общественного блага»;
- модель единого учета («единая бухгалтерская книга», unified ledger), открытая для всего множества цифровых активов — финансовых и нефинансовых, государственных и частных.

Идея «единой бухгалтерской книги» состоит в том, чтобы поместить взаимодополняющие активы (деньги центрального банка, депозиты коммерческих банков и цифровые активы) на единую программируемую платформу, чтобы они могли эффективно взаимодействовать. Токенизация — процесс регистрации требований по этим активам — делает операцию их покупки, продажи и передачи быстрее, дешевле и прозрачнее. Это, в том числе, сделает отложенный расчет по различным активам делом прошлого. Уровень уверенности на финансовых рынках вследствие этого заметно возрастет.

Принимая во внимание специфику и текущее состояние российского платежного баланса, рассмотрим два потенциально наиболее вероятных варианта его изменений в будущем (см. Рисунки 5.21, 5.22). В каждом из них предполагается сохранение жестких геополитических условий для России. Это будет означать: завышенный объем импорта, компенсирующего расходы, связанные с ведением геополитического конфликта; вероятное сжатие вследствие нарастающего санкционного давления стоимостного объема сырьевого экспорта.

При этом компенсацию увеличившегося объема импорта и сжатия экспорта было бы предпочтительно осуществлять за

счет перелома тенденции оттока капитала из российского нефинансового сектора в иностранные активы.

Дебет	Кредит
Импорт товаров и услуг (основа)	Экспорт товаров и услуг (основа)
Чистые выплаты инвест. дохода	
Активы (вывоз капитала) и накопление ЗВР	Сверхприбыль за счет продажи сырьевых товаров

Рис. 5.20. Ключевые позиции российского платежного баланса накануне геополитического шока (диагональная штриховка – статьи платежного баланса, способствующие укреплению рубля, вертикальная – ослаблению)

Источник: составлено ИНП РАН.

В первом сценарии такого перелома не произойдет, и компенсация нехватки ресурсов будет обеспечиваться за счет роста обязательств перед «дружественными» странами/стратегическими партнерами. Это, в свою очередь, приведет к дальнейшему увеличению дисбаланса по счету инвестиционных доходов, Россия столкнется с ростом выплат чистого инвестиционного дохода. Это означает, что со временем российская экономика будет вынуждена делиться частью сырьевой сверхприбыли со странами-стратегическими партнерами.

Столь тесная привязка к стратегическому партнерству приведет к появлению новых совместных производств (по большей части сборочных), которые будут направлять свою продукцию на экспорт, но которые в то же время потребуют симметричного роста импорта материалов и компетенций для новых совместных производств. Для обслуживания более тесных внешнеторговых связей со стратегическими партнерами возникнет необходимость расширения лимитов корреспондентских счетов и хранения дополнительных средств в банковской системе стратегических партнеров.

Дебет	Кредит
Импорт материалов и комплектующих для нового экспорта в рамках стратегического партнерства	Экспорт товаров, произведенных совместно со стратегическими партнерами компаниями
Импорт товаров и услуг (основа)	Экспорт товаров и услуг (основа)
Импорт, компенсирующий расходы, связанные с ведением геополитического конфликта	Обязательства перед стратегическими партнерами
Чистые выплаты инвестиционного дохода, включая новые обязательства перед стратегическими партнерами	Дополнительные обязательства в валютах стратегических партнеров, обеспечивающие торговлю с ними
Зарубежные активы (вывоз капитала), включая наращивание активов в валютах стратегических партнеров, обеспечивающие торговлю с ними	

Рис. 5.21. Ключевые позиции российского платежного баланса: инерционная перспектива (диагональная штриховка – статьи платежного баланса, способствующие укреплению рубля, вертикальная – ослаблению)

Источник: составлено ИНП РАН.

В результате, все вторичные эффекты рассмотренных изменений платежного баланса в таком сценарии будущего будут работать на укрепление валют внешнеторговых партнеров России. Во втором, «целевом» сценарии первоначальным импульсом для перехода в новое качество платежного баланса должно стать сокращение инвестиций в иностранные активы и изменение их структуры на более эффективную. Это позволит балансировать вынужденное наращивание импорта, компенсирующего расходы, связанные с ведением геополитического конфликта, а также снижение объема экспорта в условиях санкционного давления. Под изменением структуры иностранных активов подразумевается их перераспределение в более производительные,

обеспечивающие усиление национального контроля за ключевыми цепочками создания стоимости. Это позволит России из чистого плательщика инвестиционного дохода превратиться в чистого получателя (см. Рис. 5.22).

Дебет	Кредит
Импорт материалов и комплектующих, необходимых для новых отечественных производств	Новые направления экспорта товаров, произведенных отечественными компаниями
Импорт товаров и услуг (основа)	
Импорт, компенсирующий расходы, связанные с ведением геополитического конфликта	Экспорт товаров и услуг (основа)
Инвестиционный импорт для производства продукции, обеспечивающей новые направления производства (в том числе экспортного)	Чистые поступления инвестиционного дохода
	Снижение иностранных активов (с оптимизацией их структуры)
Дополнительные зарубежные активы — кредиты, выданные внешнеторговым партнерам в рублях/российских стейблкоинах	Дополнительные обязательства в рублях на российских кор.счетах стран-партнеров, обеспечивающие внешнюю торговлю с ними

Рис. 5.22. Ключевые позиции российского платежного баланса: целевая перспектива (диагональная штриховка — статьи платежного баланса, способствующие укреплению рубля, вертикальная — ослаблению)

Источник: составлено ИМП РАН.

Предполагается, что часть полученных инвестиционных доходов будет направлена на оплату дополнительного инвестиционного импорта, который впоследствии станет источником расширения экспорта. А это, в свою очередь, поможет отечественной экономике наращивать компетенции, встроиться в новые импортно-экспортные цепочки создания стоимости и контролировать их. Таким образом, это позволит вывести российскую экономику на более высокий технологический уровень производства (в случае «вложений» также в компетенции и технологии) в отличие от

первого рассмотренного нами сценария, где ее роль ограничивалась сборкой и перепродажей готовых изделий. Кроме того, дополнительные доходы от новых направлений экспорта становятся ресурсом для оплаты импорта, связанного с ведением геополитического конфликта (Таблица 5.2).

Таблица 5.2. Способ достижения целевого образа платежного баланса и роль политики Центрального банка

Целевой образ платежного баланса (элементы)	Способ достижения	Роль ДКП и прочих видов политики ЦБ
Этап I		
<p>1. Положительный счет инвестиционных доходов</p> <p>2. Более дешевый импорт товаров и услуг (снижение чрезмерно высоких комиссий за поставки в условиях санкций)</p>	<p>а) При помощи институтов развития (ВЭБ, РЭЦ, и др.) и вновь создаваемых структур формировать специальные программы, позволяющие упрощать и частично финансировать достраивание производственных цепочек. Функция институтов развития сводится к поиску наиболее эффективной релокации имеющихся иностранных активов в пределах одной юрисдикции в те сферы, где они могут способствовать расширению производства в России и ее выходу на новые экспортные рынки.</p> <p>б) Помощь институтов развития в приобретении интеллектуальной собственности, технологий, которые впоследствии будут способствовать наращиванию компетенций и усилят позицию России в импортно-экспортных цепочках.</p> <p>с) Продвижение российских платежных инструментов: рубли и российские стейблкоины. Оказание услуг обеспечения логистики/страхования экспорта и импорта в соседних странах компаниями, контролируруемыми российскими учредителями и продвигающими расчеты в национальных платежных средствах.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Создание эффективных и удобных инструментов рефинансирования, льготного резервирования, специальных свопов с повышенными лимитами и длительностью для институтов развития (т.е. Банк России должен хеджировать их риски). ▪ Льготное регулирование для компаний, участвующих в программах обмена активов или выстраивании производственных цепочек, которые столкнулись с резким ухудшением финансового положения. ▪ Развитие международных платежных систем, функционирующих в рублях/цифровых рублях/стейблкоинах, базирующихся в России. Коммуникация с центральными банками стран-партнеров по внешней торговле.

3. Дополнительный инвестиционный импорт	<p>d) Развитие специальных многосторонних разовых схем обмена иностранных активов, зависших в юрисдикциях, где невозможен их обмен на стратегически важные для России или ликвидные активы, на более подходящие активы в других юрисдикциях или рубли (с некоторым дисконтом, но с гарантией преференций).</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Создание эффективных и удобных инструментов рефинансирования (включая рефинансирование в «мягких валютах») для специальных многосторонних разовых схем обмена. Рефинансирование может осуществляться опосредованно — через банки, которые могут курировать эти структуры. ▪ Льготное регулирование для компаний, участвующих в программах обмена активов или выстраивании производственных цепочек, которые столкнулись с резким ухудшением финансового положения.
4. Уменьшение вложений нефинансовых предприятий в иностранные активы		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Банк России открывает банкам из «дружественных» стран доступ к своим инструментам рефинансирования и упрощает доступ к операциям на российском финансовом рынке для них с целью облегчения работы с рублевыми активами и обязательствами. ▪ Упрощение открытия корреспондентских отношений с банками из «дружественных» стран, если они хотят проводить расчеты в рублях.
5. Нулевой чистый приток иностранных активов банков	<p>e) Развитие корреспондентских отношений с зарубежными банками в рублях/рублевых стейблкоинах для осуществления расчетов по внешней торговле.</p>	
Этап II		
6. Дополнительный экспорт и импорт в новых цепочках создания стоимости	<p>По большей части достижение этих целей будет возможным в результате вторичных эффектов примененных мер а)–е), однако дополнительный эффект могут дать следующие методы:</p> <p>f) Софинансирование институтами развития совместных предприятий российских транснациональных компаний с транснациональными компаниями других стран.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Банк России должен отслеживать и поддерживать стабильную динамику валютного курса рубля, не допуская резких колебаний и провалов (при помощи умеренных интервенций) на всех рассматриваемых этапах процесса достижения целевого состояния платежного баланса. ▪ Однако если на этапе I слабый курс рубля допустим и даже выгоден для
7. Дополнительный экспорт от новых (модернизированных) производств		

	g) Поддержка экспорта (как одна из функций РЭЦ).	развития новых экспортных направлений, то на этапах II–III должно происходить его постепенное укрепление на основе повышения привлекательности инвестиций в российскую экономику.
Этап III		
8. Приток внешних инвестиций	По большей части достижение этих целей будет возможным в результате вторичных эффектов применения мер a)–g), однако дополнительный эффект могут дать следующие методы: h) Всестороннее стимулирование именно портфельного участия иностранных инвесторов в российском капитале. i) Допуск прямого инвестирования только при условии, что они позволяют встроиться в новые импортно-экспортные цепочки. j) Квази-налог на все прочие виды инвестиций, кроме портфельных.	

Источник: составлено ИНП РАН.

5.5. Возможность корректировки целей и инструментов ДКП

Текущее целеполагание ДКП, применяемое в рамках политики инфляционного таргетирования (удержание инфляции вблизи таргета), исходит из двух постулатов: а) обеспечение невысокой и прогнозируемой динамики цен является важнейшим финансовым условием достижения максимально возможных долгосрочных темпов роста потенциального выпуска; б) вследствие эффекта *divine coincidence* борьба с отклонениями инфляции от долгосрочного целевого уровня автоматически означает борьбу с отклонениями экономического роста от долгосрочного целевого уровня.

Как показывает практика, оба постулата являются ложными. Первый — вследствие того, что возможно достижение низкого и предсказуемого уровня инфляции ценой крайне

непредсказуемой динамики курса национальной валюты, ставок по долгосрочным инвестиционным инструментам и цен активов, ведущей к дезориентации бизнеса и свертыванию инвестиций. Второй — вследствие возможности возникновения шоков, при которых динамика цен и выпуска резко отклоняются от долгосрочных трендов в противоположные стороны. Особенно таким шокам подвержены экономики с развивающимися рынками, а также с высокой зависимостью от экспорта сырья.

Этот тезис, в частности, подтверждается результатами исследования МВФ¹⁷⁶. Авторы прямо трактуют всплеск инфляции в различных странах 2022 г. как эпизод, преимущественно обусловленный крупными неблагоприятными шоками со стороны предложения, и показывают, что в таких условиях режим инфляционного таргетирования (IT) не дает систематического преимущества по инфляционным результатам.

В качестве альтернативы текущему «узкому» целеполаганию ДКП следует предложить более комплексную цель — обеспечение предсказуемости не одного (цены товаров), а ряда важнейших финансовых условий (цены товаров, курс, долгосрочные ставки, цены активов), необходимых для эффективного долгосрочного бизнес-планирования и поступательного накопления капиталов.

При таком целеполагании ДКП капитал, вложенный в бизнес в России, в долгосрочном периоде, с высокой вероятностью, будет иметь большую реальную стоимость, чем в «среднем» в другой стране с развивающимся рынком. Это и будет означать наличие суммы финансовых условий, обеспечивающих максимально возможные долгосрочные темпы роста потенциального выпуска: ценовая стабильность (невысокая и неволатильная динамика цен); долгосрочная курсовая стабильность и тенденция к долгосрочному повышению покупательной способности национальной валюты; относительная стабильность и

¹⁷⁶ IMF Working Paper «Navigating the 2022 Inflation Surge: A Comparative Analysis of IT and Non-IT Central Banks», October 2025.

тенденция к долгосрочному повышению фондовой стоимости компаний; стабильность долгосрочных процентных ставок.

При этом инфляция может продолжать выступать в качестве основного таргета ДКП, а три других параметра финансовых условий (курс, долгосрочные ставки, фондовый индекс) — учитываться через объявление регулятором широкого «коридора» допустимых колебаний вокруг их долгосрочных трендов. При выходе за границы такого «коридора» регулятором могут применяться специальные инструменты (интервенции, покупка\продажа активов на открытом рынке), направленные на возврат значений параметров внутрь коридора (причем допускается, что данное вмешательство может вести к временному отклонению инфляции от таргета).

Предлагается дополнение текущего инструментария ДКП следующими мерами: развивающее (стимулирующее) регулирование и рефинансирование для развития инструментов, обеспечивающих трансформацию и адаптацию экономики (страхование внешнеэкономической деятельности, синдицированные кредиты, проектное финансирование, расчеты в валютах «дружественных» стран и т. д.); использование операций на открытых финансовых рынках (прямые покупки/продажи активов со стороны Банка России); управление доходностью безрискового актива (гособлигации различной срочности) для повышения стимулов к долгосрочным производственным инвестициям; использование элементов *forward guidance*, указывающих на стремление Банка России избегать избыточных колебаний курса, долгосрочных процентных ставок, цен активов (указание на намерение проведения валютных интервенций, изменение порядка покупки валюты за счет государственного бюджета, возможность операций по покупке/продаже активов на открытых рынках); интегральное, комплексное применение процентных инструментов, макропруденциальной политики, валютных интервенций, контроля капитала для целей адаптации к внешним и внутренним шокам (подход интегрированной финансовой политики — *Integrated Policy Framework, IPF*);

использование контроля капитала в качестве инструмента расширения объема финансовых ресурсов в экономике.

В рамках развивающего регулирования в международной эмпирической литературе рекомендуется тесная координация между Центральным банком и фискальными органами.

В настоящее время в России уже реализована (хотя и в небольших масштабах) практика такого развивающего стимулирования, причем в координации между ЦБ РФ и Минфином России («таксономия проектов структурной перестройки и адаптации экономики»). Она включает в себя следующие меры: сниженные коэффициенты риска в банковском регулировании (введены ЦБ РФ с июня 2022 г., чтобы сделать кредиты дешевле); гарантийная поддержка от ВЭБ.РФ — покрывает до 50% банковского кредитного риска; Минфин России гарантирует финансирование, участвует в комиссии, координирует разработку законодательных изменений; ЦБ РФ применяет стимулирующие регуляторные меры, отслеживает возникающие для финансовой стабильности риски; ЦБ РФ и Минфин России действуют согласованно и регуляторное смягчение дополняется бюджетной и гарантийной поддержкой.

Однако в настоящее время число и масштаб реализуемых проектов структурной перестройки и адаптации экономики крайне невелико, что, скорее всего, связано с запретительным уровнем рыночных ставок. Соответственно, разблокирование данного инструмента развития требует либо существенного снижения уровня ключевой ставки, либо частичного бюджетного субсидирования ставок по кредитованию данных проектов.

Можно привести следующие примеры успешной практики развивающего регулирования со стороны ЦБ в координации с фискальными органами.

Центральный банк Венгрии (MNB) в 2021 г. реализовал совместно с правительством программу кредитования строительства энергоэффективного жилья. Государство предоставляло фискальные стимулы, включая налоговые льготы, а MNB субсидировал процентные ставки и ослабил регулирование по капиталу для банков, участвующих в программе. Результатом

стало предоставление кредитов на сумму более 300 млрд форинтов и значительное снижение энергоемкости жилищного сектора в новых застройках¹⁷⁷.

Монетарное управление Сингапура (MAS) реализует масштабные программы выпуска «зеленых» государственных облигаций (Green SGS) в сотрудничестве с правительством. План по выпуску зеленых гособлигаций до 2030 г., включенный в национальный бюджет, был также увязан с макропруденциальными мерами MAS, включая адаптацию требований к банкам и проектам¹⁷⁸. Помимо климатической повестки, MAS поддерживает выпуск социально-ориентированных облигаций, направленных на проекты в области образования и поддержки пожилого населения.

Эти примеры показывают, что координация между фискальной и монетарной политикой в контексте стимулирующего регулирования (как ESG) позволяет достичь синергетического эффекта: с одной стороны, центральные банки обеспечивают макрофинансовую стабильность, с другой, — государство формирует соответствующую инфраструктуру и регулируемую среду. Увязка позволяет уменьшить инфляционное давление со стороны монетарного стимулирования, частично перераспределив его на налоговое стимулирование.

В рамках развивающегося регулирования также рекомендуется тщательный надзор за системными рисками со стороны регулятора.

В ряде работ¹⁷⁹ оценивается двусторонняя причинно-следственная связь между кривой доходности государственных облигаций и макроэкономической динамикой в США, а также анализируется стимулирующее воздействие операций типа «Твист» (продажа ФРС краткосрочных и покупка долгосроч-

¹⁷⁷ Magyar Nemzeti Bank (2023), Annual Report 2022: 2022 business report and financial statements of the Magyar Nemzeti Bank

¹⁷⁸ Monetary Authority of Singapore (2025) Sustainability Report 2024/2025

¹⁷⁹ Diebold F.X, Rudebusch G.D., Aruoba S.B. (2006). The macroeconomy and the yield curve: a dynamic latent factor approach. *Journal of Econometrics*. No.131 (1–2). Pp. 309–338.

ных гособлигаций с целью стимулирования долгосрочных инвестиций).

Существует множество работ с эмпирическим подтверждением эффективности такого инструмента, как forward guidance — заявление монетарными властями о намерениях в части ДКП в случае выхода определенных макроэкономических показателей за желательные пределы¹⁸⁰.

В частности, на основе ежедневных и внутрисдневных данных по валютным интервенциям в Чили в 2019 и 2022 гг. было показано, что объявления об интервенциях оказывали более значительное влияние, чем сами интервенции¹⁸¹. В другом исследовании на обширной межстрановой базе данных по валютным интервенциям было обнаружено, что надлежащая коммуникация со стороны властей повышает эффективность и что валютные интервенции становятся более результативными, если сопровождаются устными заявлениями, особенно в периоды нестабильности¹⁸².

Имеются многочисленные эмпирические и теоретические доказательства того, что макропруденциальные меры, валютные интервенции, меры капитального контроля при их взаимном согласовании в условиях несовершенных развивающихся рынков и специфических стрессов могут более успешно способствовать достижению финансовой, ценовой и макроэкономической стабильности¹⁸³. Речь идет о так называемых «моделях

¹⁸⁰ Bernanke B.S. (2020). The New Tools of Monetary Policy. *American Economic Review*, 110 (4), pp. 943–983. Jiang M., Huang Y. (2023). Is forward guidance an effective policy: A time-varying analysis. *Finance Research Letters*, 58 (B), 104486.

¹⁸¹ Arenas J., Griffith-Jones S. (2023). Effectiveness of Foreign Exchange Interventions Evidence and Lessons from Chile, University of Chile Working Papers 546.

¹⁸² Fratzscher M., Gloede O., Menkhoff L., Sarno L., Stöhr T. (2019). When Is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries. *American Economic Journal*, 11 (1), pp. 132–156.

¹⁸³ International Monetary Fund (2020). *Toward an Integrated Policy Framework*. IMF Policy Paper; Basu S. S., Boz E., Gopinath G., Roch F. (2020). A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper WP/20/121; Basu S. S., Boz E., Gopinath G., Roch F. (2020). A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper WP/20/121; Adrian T., Erceg C., Natalucci F. et al. (2020). A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper WP/20/122;

интегрированной финансовой политики» (Integrated Policy Framework, IPF).

Согласно результатам ряда исследований, макропруденциальное регулирование предоставляет возможности проведения независимой от стран-гегемонов и колебаний глобального финансового цикла ДКП¹⁸⁴. При слабом макропруденциальном регулировании ЦБ развивающихся стран повышают ставки в ответ на повышение ставок на внешних рынках вследствие опасения возникновения оттока капитала и резкого ослабления национальной валюты. При сильном макропруденциальном регулировании (например, при ужесточении на стадии бума внешнего кредитования и смягчении при оттоке капитала) ЦБ, наоборот, имеет возможность снизить ставки, чтобы смягчить воздействие внешних шоков на экономический рост¹⁸⁵.

Валютные интервенции могут существенно влиять на обменный курс, по крайней мере, в краткосрочной перспективе и помогать в управлении трансграничными потоками капитала (Adler et al., 2019¹⁸⁶; Chen et al., 2023; IMF, 2020). Поддержание достаточного уровня валютных резервов снижает уязвимость экономики. В то же время есть доказательства того, что валютные интервенции могут способствовать накоплению нехеджированных (незащищенных от валютного риска) внешних обязательств (Adler et al., 2019; IMF, 2020; IMF, 2022).

Капитальный контроль помогает снизить волатильность трансграничных потоков капитала и предотвратить накопление уязви-

International Monetary Fund (2022). A Medium-Scale DSGE Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper WP/22/015; Chen K., Kolasa M., Lindé J., Wang H., Zabczyk P., Zhou J. (2023). Impact of Macroprudential Policy on Monetary Policy Tradeoffs Under the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper WP/23/135.

¹⁸⁴ См. работы IMF, 2020; Adrian et al., 2020, указанные ранее и Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // Jackson Hole Economic Policy Symposium Proceedings. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013.

¹⁸⁵ Ghosh A. R., Ostry J. D., Qureshi M. S. (2017). Taming the Tide of Capital Flows: A Policy Guide. Cambridge, MA: MIT Press.

¹⁸⁶ Adler G., Lisack N., Mano R. (2019). Unveiling the Effects of Foreign Exchange Intervention: A Panel Approach. *Emerging Markets Review*, Vol. 40, No. 100620.

мостей от этих потоков внутри страны (IMF, 2012¹⁸⁷; Ostry et al., 2010¹⁸⁸; Ghosh et al., 2017; IMF, 2022). Существуют убедительные доказательства того, что капитальный контроль влияет на состав потоков в направлении, соответствующем целям финансовой стабильности, даже если они не всегда снижают общий объем потоков (Ostry et al., 2010; IMF, 2012; IMF, 2022). Эмпирические данные подтверждают эффективность предварительно введенных мер капитального контроля или их использования в качестве меры предосторожности (Ghosh et al., 2017; IMF, 2012; IMF, 2022; Bhargava et al., 2023¹⁸⁹).

Для проверки гипотезы о большей эффективности для России интегрированной финансовой политики (IPF) по сравнению со стандартной ДКП на квартальных данных за период 2000–2025 гг. была построена линейная новокейнсианская DSGE-модель малой открытой экономики в отклонениях от стационарного состояния (см. Приложение 1). При ее построении использовался следующий подход: стандартное для IPF новокейнсианское ядро и внешний сектор дополнены финансовым блоком, позволяющим оценивать эффекты от валютных интервенций, мер капитального контроля и макропруденциальной политики¹⁹⁰.

На основе этой модели тестировалась уязвимость российской экономики к трем видам внешнеэкономических шоков: комплексного глобального кризиса, финансового кризиса бегства от риска и шока нефтяных цен. Также оценивался потенциал смягчения последствий кризисов при помощи использования подхода IPF, вместо стандартной ДКП. Основные выводы состоят в следующем: 1) IPF может быть полезна для смягчения последствий различных кризисов за исключением комплекс-

¹⁸⁷ International Monetary Fund (2012). The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View. IMF Policy Paper.

¹⁸⁸ Ostry J. D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S., Reinhardt D. B. S. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. IMF Staff Position Note, No. SPN/10/04.

¹⁸⁹ Bhargava, Apoorv and Bouis, Romain and Kokenyne, Annamaria and Perez-Archila, Manuel and Rawat, Umang and Sahay, Ratna (2023). Capital Controls in Times of Crisis – Do They Work? IMF Working Paper No. 23/067.

¹⁹⁰ Adrian T., Erceg C., Natalucci F. et al. (2020). A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper WP/20/122.

ного глобального кризиса, охватывающего как финансовую сферу, так и сферу реального производства¹⁹¹; 2) при шоке, связанном с резким изменением направления трансграничных потоков капитала (для России это может быть связано, в том числе, со сдвигами в режиме финансовых санкций, переоценкой инвесторами страновых и валютных рисков), наиболее уместно использование мер капитального контроля и макропруденциальной политики, направленных на девальютизацию, что позволит предотвратить спекулятивные колебания без создания дополнительной нагрузки на золотовалютные резервы¹⁹²; 3) при возникновении шоков условий внешней торговли (тестировалось резкое снижение мировых цен на нефть) рекомендуется использование валютных интервенций. Поскольку распространение шока в этом случае внутрь экономики происходит через эффект переноса валютного курса, важнейшей задачей политики становится сглаживание курсовой динамики¹⁹³.

¹⁹¹ Согласно ряду исследований в условиях глобального шока (сопровождающегося снижением аппетита международных инвесторов к риску, падением доверия к национальной валюте, скачком инфляционных ожиданий внутри страны) приоритетом становится восстановление доверия к монетарному якорю. В такой ситуации валютные интервенции могут привести к бесконтрольному «проеданию» золотовалютных резервов, снижению доверия к ДКП и дальнейшему затягиванию кризиса.

На примере опыта Чили в 2008 г. было показано, что в условиях глобального кризиса и высокой инфляции валютные интервенции ведут к росту инфляционных ожиданий.

Claro, S., & Soto, C. (2013). Exchange rate policy and exchange rate interventions: The Chilean experience. In *Market volatility and foreign exchange intervention in emerging market economies: What has changed?* (BIS Papers No. 73, pp.81–93). Bank for International Settlements.

¹⁹² Эталонным примером служит опыт республики Корея, реализовавшей пакет макропруденциальных мер (в том числе ограничения на определенные валютные позиции и операции), направленных на снижение уязвимостей к «внезапным остановкам» (Bruno, V., & Shin, H. S. (2013). *Assessing macroprudential policies: Case of Korea*. NBER Working Paper No. 19084. National Bureau of Economic Research; Kim, K., & Lee, J. Y. (2017). *Estimating the effects of FX-related macroprudential policies in Korea*. *International Review of Economics & Finance*, 50, 23–48). Еще одним успешным примером является опыт Индонезии в условиях резкой реакции глобальных финансовых рынков на объявление ФРС о возможном сворачивании программы количественного смягчения в 2013 г. («taper tantrum»). Монетарные власти Индонезии использовали процентную политику, макропруденциальные меры, меры капитального контроля и эффективную коммуникацию.

¹⁹³ Adrian, Tobias & Erceg, Christopher J. & Kolasa, Marcin & Linda, Jesper & Zabczyk, Pawel (2022). *Managing Monetary Tradeoffs in Vulnerable Open Economies*, CEPR Discussion Papers 16972.

При этом мировой опыт показывает, что если продолжительность потрясений на внешних рынках оценена неверно, и речь идет не о краткосрочных рыночных шоках, а о долгосрочных структурных сдвигах, то валютные интервенции и неадекватные меры капитального контроля могут ухудшить подстройку экономики к новым условиям¹⁹⁴. В целом применение валютных интервенций оправдано лишь для купирования определенных уязвимостей рынка (высокая долларизация активов и обязательств, «неглубокий» валютный рынок, разъякоренные ожидания и др.) и при условии достаточности золотовалютных резервов. В противном случае возникает риск потери резервов и «размывания» сигнала политики.

Хронический чистый отток капитала за рубеж из реального сектора, ограничивающий возможности внутреннего инвестирования и повышения потенциала выпуска, аналогичен рассматриваемому в моделях интегрированной финансовой политики (IPF) срабатыванию ограничений на внешнее заимствование, создающему порочный круг «отток капитала — ослабление национальной валюты — отток капитала». Для таких ситуаций, если внутренний валютный рынок «неглубокий» и часть внешнего долга выражена в национальной валюте, рекомендовано заблаговременное введение контроля за капиталом. Как минимум оно приведет к краткосрочной стабилизации потоков капитала. Однако затем потребуются реализация комплексной политики, включая развитие института наследования для владельцев крупного капитала.

¹⁹⁴ См. описание опыта адаптации Нигерии к нефтяному шоку 2014 г. (IMF, 2017). <https://www.imf.org/en/news/articles/2017/03/30/pr17105-nigeria-imf-executive-board-concludes-2017-article-iv-consultation>

5.6. Потенциальная роль ДКП и других политик ЦБ в формировании новой модели воспроизводства российской экономики

В условиях затяжного геополитического конфликта поддержание внутренней макрофинансовой сбалансированности и устойчивого экономического роста невозможно без появления дополнительных источников ресурсов и существенного расширения возможности получения доходов, как на мировом, так и на внутреннем рынках.

Геополитический конфликт подразумевает сохранение повышенной нагрузки, как на федеральный бюджет, так и на экономику «расширенного госсектора». Для покрытия связанных с ведением конфликта дополнительных непроизводительных расходов потенциально могут быть задействованы три основных источника ресурсов.

Первый — проводимая Центральным банком России денежная эмиссия. Этот ресурс был задействован после начала острой фазы геополитического конфликта в 2022 г. — первой половине 2023 г. В условиях возросшей потребности в рублях вследствие сокращения валютных операций такой механизм позволял относительно безболезненно, без раскручивания инфляции финансировать дополнительные расходы и, таким образом, сохранять сбалансированность экономики. Однако по мере усиления инфляционных рисков наступил предел возможности использования этого источника для покрытия возросших расходов как бюджета, так и «расширенного госсектора».

Второй — расширение и мобилизация организованных внутренних сбережений. Этому способствовало, начиная со второго полугодия 2023 г., ужесточение процентной политики ЦБ РФ, которое запустило процесс ускоренного накопления населением и предприятиями средств на банковских депозитах. Мобилизация этого ресурса на первых порах позволяла и закрывать дефициты, связанные с финансированием геополитической конфронтации, и поддерживать рост экономики. Однако по мере формирования долгового навеса, ускоренного увеличе-

ния объема процентных платежей и риска масштабной потери платежеспособности заемщиками потенциал этого ресурса стал исчерпываться.

Третий, пока еще незадействованный ресурс — приток капиталов из-за рубежа — как нерезидентов, так и ранее выведенных средств резидентов. В первом случае это может быть как поток инвестиций из «дружественных» России стран, так и спекулятивный капитал, привлеченный высокими внутренними ставками и существенной недооцененностью отечественных активов. Однако рост зависимости экономики от такого рода средств может грозить существенными негативными последствиями. По мере усиления долговой зависимости зарубежные инвесторы могут потребовать уступки контроля над частью стратегических активов, изымая из российской экономики часть получаемой ею сырьевой ренты. Постепенно будет увеличиваться дисбаланс по счету инвестиционных доходов, что, в свою очередь, может привести к снижению устойчивости российского платежного баланса.

Другой тип притока внешних средств — репатриация российскими собственниками ранее выведенных капиталов — способна дать мощный позитивный эффект как с точки зрения компенсации дефицитов финансирования, так и с точки зрения консолидации воспроизводственных цепочек.

Однако запуск устойчивого процесса возврата капитала будет возможен только при наличии у собственников долгосрочного стратегического видения относительно возможности выстраивания таких производственных цепочек внутри страны и повышения уровня конкурентоспособности выпускаемой продукции, наличия выходов на новые зарубежные рынки и широкого содействия государства в осваивании новых компетенций для получения преимуществ на мировом рынке.

Для возврата существенных объемов капитала должны быть сформированы устойчивые финансовые условия — предсказуемость инфляции, долгосрочных процентных ставок, обменного курса и растущая капитализация фондового рынка.

Формирование контура управления национальным капиталом полного цикла подразумевает применение такого стимулирующего пакета мер и инструментов, который смог бы обеспечить замещение критически важных импортных компонент и соответственно довести локализацию производства внутри России до высокого уровня. Должно стимулироваться воссоздание «связок компетенций» и владения правами на интеллектуальную собственность, которые позволят управлять полным циклом воспроизводства.

Такой режим должен предполагать расширение международного обращения рубля и использования российской платежной инфраструктуры. При помощи развития внутренних финансовых рынков должна обеспечиваться возможность трансформации сбережений в инвестиции, возможность эффективного управления процентными и кредитными рисками и ликвидностью.

Стимулирующую политику должна дополнять политика ужесточения режима регулирования деятельности для предприятий и собственников, которые при наличии возможностей, не готовы: 1) повышать локализацию производственных цепочек в России; 2) шире использовать в расчетах с зарубежными контрагентами отечественные цифровые платежные средства; 3) размещать акции или привлекать долговые средства на внутреннем финансовом рынке или финансовых рынках «дружественных» стран; 4) репатриировать экспортную выручку.

В случае возможных проблем с платежеспособностью поддержка на льготных условиях в процессе урегулирования долга будет оказываться тем компаниям, которые не просто готовы представить план по реструктуризации бизнеса и долга на долгосрочную перспективу, а соответствуют критериям режима контура управления национальным капиталом полного цикла. К собственникам, не готовым выполнять эти критерии, могут быть применены и другие меры, в частности, проведение дополнительных проверок финансовой устойчивости деятельности предприятий, повышение для банков норм резервирования по

ссудам таким предприятиям, усиление налогового надзора за такими предприятиями.

5.7. Потенциал использования национальных сбережений в целях стимулирования экономического роста

В России, как уже было показано ранее национальные сбережения всегда значительно превышали накопление, хотя в последние годы это разрыв уменьшился до 3–4% ВВП. До 2022 года основной избыток национальных сбережений уходил на отток капитала и накопление резервов и ФНБ. Сейчас в условиях дефицита бюджета прирост избыточных сбережений сверх накопления идет на отток капитала, при этом золотовалютные резервы (без учета курсовых разниц и переоценки золота) и ФНБ понизились. Вместе с тем это значительный накопленный ресурс национальной экономики, который пока практически не участвует в ее развитии.

В условиях ограниченности ресурсов бюджета для стимулирования экономического роста в российской экономике вопрос использования государственных сбережений как в форме золотовалютных резервов, так и Фонда национального благосостояния приобретает особое значение. Каков масштаб этого резерва «главного командования»?

Структура международных резервов РФ. По данным на начало 2026 г., объем международных резервов Российской Федерации составил 755 млрд в долларовом эквиваленте, что соответствует 28% ВВП (таблицы 5.3–5.4). Это выше уровня всех крупных экономик мира. Так, в США они составляют менее 1% ВВП, в Евросоюзе — 1,8%, в Соединенном Королевстве — 3,4% ВВП. Относительно высокий уровень в крупных азиатских и латиноамериканских странах также уступает российскому уровню: в Японии — 25% ВВП, в Китае — 17%, Индии — 19%, в Бразилии — 16% и Мексике — 13% ВВП.

В структуре российских международных резервов валюта занимает 57%, остальные 43% приходятся на золото (годом ранее это соотношение составляло 68 и 32%). За 2025 г. междуна-

родные резервы увеличились на 146 млрд долл. (+24%). Основной прирост резервов обеспечила переоценка стоимости золота (+66%), физический объем золота почти не изменился (рост всего на 0,6%). Несмотря на продажи валюты, валютные резервы увеличились на 15 млрд долл. (+4%) за счет курсовой переоценки из-за ослабления доллара США (по данным платежного баланса валютные резервы за 2025 год снизились на 24 млрд. долл.).

Таблица 5.3. Международные резервы России: распределение по видам активов

	01.01.2025				01.01.2026			
	млрд долл.	% к итогу	млрд руб.	% ВВП	млрд долл.	% к итогу	млрд руб.	% ВВП
Международные резервы РФ — всего	609,1	100%	61 930	31%	754,9	100%	59 050	28%
в т.ч.								
валютные резервы	413,4	68%	42 030	21%	428,3	57%	33 506	16%
валютные резервы Банка России (БР)	391,7	64%	39 828	20%	398,5	53%	31 172	15%
«замороженные»	300,0	49%	30 504	15%	300,0	40%	23 468	11%
свободные юани в составе ФНБ	91,7	15%	9 324	5%	98,5	13%	7 704	4%
	21,7	4%	2 203	1%	29,8	4%	2 334	1%
монетарное золото	195,7	32%	19 899	10%	326,5	43%	25 544	12%
тонн	2 327				2 342			
в т.ч.								
золото БР	180	30%	18 294	9%	304	40%	23 796	11%
тонн	2 139				2 182			
золото в составе ФНБ	15,8	3%	1 606	1%	22,3	3%	1 748	1%
тонн	188				160			

Таблица 5.4. Международные резервы России: распределение по «держателям» и ликвидности

	01.01.2025				01.01.2026			
	млрд долл.	% к итогу	млрд руб.	% ВВП	млрд долл.	% к итогу	млрд руб.	% ВВП
Международные резервы РФ	609,1	100	61 930	31	754,9	100	59 050	28
Банк России	571,6	94	58 122	29	702,2	93	54 934	26
валютные резервы	300,0	49	30 504	15	300,0	40	23 468	11
замороженные валютные резервы	91,7	15	9 324	5	98,2	13	7 684	4
свободные валютные резервы	180	30	18 294	9	304	40	23 781	11
монетарное золото								
Правительство РФ	37,5	6	3 808	2	52,6	7	4 116	2
ФНБ: валютные резервы (юани)	21,7	4	2 203	1	29,8	4	2 334	1
ФНБ: монетарное золото	15,8	3	1 606	1	22,3	3	1 748	1
доп. НГД	–	–	–	–	0,4	0,1	34	0,02
Свободные резервы РФ	309,1	50,7			454,9	60,3		
в т.ч. без золота	113,4	18,6			128,4	17,0		

Источник: Минфин РФ, ЦБ РФ

В объеме международных резервов средства Банка России составляют более 90%. На начало 2026 г. их объем оценивается в 702 млрд долл., в т.ч. 398 млрд долл. валютных резервов и золото на 304 млрд долл. По различным оценкам, большая часть валютных резервов Банка России заморожена — она составляет 300 млрд долл., это 40% всех международных резервов РФ на 1.01.2026 или 11% ВВП.

Свободная (ликвидная) часть международных резервов. включает незамороженные валютные резервы Банка России в объеме 98 млрд долл., его монетарное золото на 304 млрд долл., а также золотовалютные средства Правительства Российской Федерации в совокупном объеме около 53 млрд долл. Совокупно объем ликвидной части международных резервов

оценивается в 455 млрд долл. или 17% ВВП, из которых резервы в иностранной валюте составляют 128 млрд долл. или 5% ВВП.

Уровень достаточности международных резервов и ФНБ.

Международные (золотовалютные, ЗВР) резервы формируются центральными банками и правительствами стран мира на основе трех фундаментальных принципов:

1. Надежность (безопасность) — наиболее приоритетный критерий. Резервы должны быть защищены от кредитных и политических рисков. Это означает выбор активов с высшими рейтингами и учет вероятности их заморозки или конфискации.
2. Ликвидность — активы должны быть доступны для быстрого использования (перечисления, продажи или конвертации) без значительных потерь в стоимости. Это необходимо для проведения валютных интервенций, оплаты импорта или погашения внешнего долга в любой момент.
3. Доходность — наименее приоритетный критерий. Резервы должны приносить доход, но при условии соблюдения первых двух принципов. Центральные банки часто жертвуют доходностью ради максимальной ликвидности и надежности резервов.

Дополнительные принципы:

- Диверсификация: распределение активов по разным валютам и инструментам (включая монетарное золото), чтобы снизить риски зависимости от одной страны и ее валюты.
 - Валютное соответствие: структура резервов нередко ориентирована на структуру внешнего долга и торгового баланса страны, чтобы минимизировать валютные риски.
- Достаточность: объем резервов должен покрывать критические нужды страны, связанные с ними.

Существуют три классических показателя достаточности резервов страны, которые рекомендованы в первую очередь для стран с формирующимися рынками, устойчивость валюты которых подвержена значительным рискам:

Критерий Гвидотти-Гринспена (1) — оценивает риск внезапной остановки кредитования и характеризует объем, позволяющий полностью выплатить краткосрочный внешний долг страны (до 1 года)¹⁹⁵:

$$K_r = \frac{\text{ЗВР}}{\text{Краткосрочный внешний долг}} \geq 100\% \quad (1)$$

Данный критерий ориентирован в основном на развивающиеся страны с высокой долговой нагрузкой;

Критерий Редди (2) — объединяет оценку долговых и торговых рисков, показывая объем резервов, необходимый для платежей по краткосрочному внешнему долгу и дополнительного покрытия 3 месяцев импорта товаров и услуг:

$$K_p = \frac{\text{ЗВР}}{\text{Краткосрочный внешний долг} + 3 \text{ месяцев импорта}} \geq 100\% \quad (2)$$

Этот критерий в первую очередь применим к странам, которые помимо высокой долговой нагрузки имеют высокую зависимость от критически значимого импорта (ограниченные возможности импортозамещения по продовольствию, лекарствам и другим товарам, от которых зависит безопасность страны);

Критерий обеспечения части обязательств, включаемых в широкую денежную массу (3):

$$K_{\text{дм}} = \frac{\text{ЗВР}}{20\% \text{ широкой денежной массы}} \geq 100\% \quad (3)$$

Данный критерий наиболее ориентирован на страны с высоким уровнем долларизации (валютизации) экономики.

Кроме того, по предложению Международного валютного фонда применяется композитный показатель оценки достаточности резервов (ARA — Assessing Reserve Adequacy). Он также предназначен в первую очередь для стран с формирующимися рынками. На основе анализа эпизодов валютного давления многих лет он рассчитывается как взвешенная сумма четырех

¹⁹⁵ В современной версии (расширенный критерий) иногда вычитают из знаменателя сальдо текущего счета (СТО), если оно положительное, или прибавляют дефицит СТО.

компонентов, отражающих потенциальные источники оттока средств из платежного баланса страны¹⁹⁶:

- **краткосрочный внешний долг**: отражает риск невозобновления кредитов (риск пролонгации);
- **другие портфельные обязательства**: учитывают потенциальный отток инвестиций (долгосрочный долг и продажа акций, принадлежащих нерезидентам);
- **широкая денежная масса**: охватывает риск бегства капитала резидентов через конвертацию ликвидных внутренних активов в иностранную валюту;
- **экспорт товаров и услуг**: учитывает потенциальные потери дохода от экспорта в случае внешнего шока или падения спроса.

Формула расчета показателя ARA (4) выглядит следующим образом:

$$ARA = 30\% \text{ краткосрочного внешнего долга} + 15\% \text{ других портфельных обязательств} + 10\% \text{ широкой денежной массы} + 10\% \text{ экспорта} \geq 100 \div 150\% \quad (4)$$

По мнению МВФ, для стран с формирующимся рынком резервы в диапазоне $100 \div 150\%$ от расчетного значения по метрике ARA являются, как правило, достаточными. Этот показатель, отражающий риски, которые могут быть актуальными в условиях санкций и геополитической неопределенности, используется в сочетании с вышеуказанными критериями для комплексной оценки достаточности резервов конкретной страны.

Банк России до 2022 года использовал все эти показатели для комплексной оценки достаточности резервов. Однако в текущих условиях главный риск для ЗБР — не экономический, а политический: значительная часть резервов, которые должны были служить подушкой безопасности, оказались недоступны,

¹⁹⁶ Весовые коэффициенты определяются на основе анализа оттоков средств в десятом процентиле кризисных ситуаций. МВФ продолжает обновлять данные по этому индикатору для 78 стран с формирующимися рынками (последние крупные наборы данных датированы октябрём 2025 года).

что подрывает основной принцип надежности хранения резервов. Это трансформирует применение большинства классических критериев к ЗВР России. В результате, при оценке достаточности резервов важно учитывать доступную часть ЗВР. В этих условиях Банк России обеспечил значительное увеличение доли физического золота в структуре ЗВР, которое хранится внутри страны и не подвержено риску заморозки.

Кроме того, Банк России наряду со статическими индикаторами использует *динамические модели стресс-тестирования*, включающие анализ устойчивости платежного баланса к внешним шокам (от резкого падения цен на нефть до системных кризисов в мировой экономике). Также важным показателем становится *степень юанизации*, основанная на мониторинге того, насколько резервы в юанях покрывают объем торговых операций в этой валюте.

Объем достаточного уровня резервов РФ. Стоимость импорта товаров и услуг в Российскую Федерацию в 2025 году, по оценке Института ВЭБ, может составить около 392 млрд долл. В целях поддержания валютной ликвидности для расчетов по импорту, с нашей точки зрения, обоснованно выделить стоимость критического импорта. Однако ввиду сложности определения этого уровня на практике для расчетов минимального уровня резервов используется критерий 3-месячного импорта. Для России это соответствует примерно **100** млрд долл.

Стоимость экспорта товаров и услуг из России в 2025 году, по оценке Банка России, составляет около 460 млрд долл. Соответственно, потребность в валютных резервах для обеспечения 10% экспорта (в критерии АРА) оценивается в **50** млрд долл.

Краткосрочный внешний долг России по состоянию на 1 июля 2025 года составил 196 млрд долл. (включая долгосрочные обязательства, подлежащие выплате в течение года). В III квартале 2025 г., впервые за предыдущие два года, краткосрочный долг снизился и составил 183 млрд долл. (если к краткосрочным обязательствам отнести все долговые обязательства банков и прочих секторов перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования). При этом доля обяза-

тельств в иностранной валюте на протяжении последних 10 лет снижалась и в конце прошлого года, по нашим оценкам, составила 44% всего краткосрочного долга или около 80 млрд долл.

Накопленный объем портфельных иностранных инвестиций в российские активы, согласно данным Банка России по международной инвестиционной позиции, по состоянию на 1 июля 2025 года составил 51 млрд долл. Портфельные инвестиции без учета долговых обязательств, т.е. участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов, составили 28 млрд долл. (практически все в иностранной валюте).

Объем денежной массы М2 по состоянию на конец прошлого года достиг 130 трлн рублей, а агрегата М2Х с учетом валютных депозитов — 143 трлн рублей. В долларовом эквиваленте эти показатели составляют 1,66 и 1,83 трлн долл. В целях расчета достаточного уровня ЗВР в составе показателя АРА используется 10% широкой денежной массы, что примерно соответствует 170–185 млрд долл. При 20-процентном критерии этот объем увеличивается в два раза (Таблица 5.5).

Таким образом, достаточный объем ЗВР России можно оценить в размере от 80 млрд долл. (краткосрочный долг в валюте) до 370 млрд долл. (20% от М2Х в долларовом выражении)¹⁹⁷.

Поскольку объем свободных ЗВР России (без учета 300 млрд долл. замороженных средств) на 1 января 2026 года составил около 455 млрд долл., то оценка их части, превышающей достаточный объем, статистически находится в интервале от 85 (455–370) до 375 (455–80) млрд долл. Однако следует учитывать, что 43% ЗВР (326,5 млрд долл.) составляет монетарное

¹⁹⁷ Банк России с 2022 года ежеквартально публикует в сравнении с общим объемом международных резервов Российской Федерации два показателя достаточности, характеризующих их величину, достаточную для финансирования: 1) трехмесячного импорта товаров и услуг, 2) 20% обязательств, включаемых в широкую денежную массу (по расчетам Банка России, на 1.10.2025 эти показатели составили 98 и 326 млрд долл. соответственно). Кроме аргументов, приведенных выше, это, видимо, связано с относительно низкой долговой нагрузкой на экономику России и относительно высоким уровнем экономической автономности нашей страны, диктуемым критерием безопасности. Кроме того, при определении достаточности резервов РФ следует учитывать низкий уровень валютизации активов российских резидентов и действующие ограничения по капитальным операциям.

золото, ликвидность которого ниже, чем валютных резервов, а 52,6 млрд долл. (7% ЗВР) — это резервы Правительства Российской Федерации, обеспечивающие стабильность государственных финансов. Так или иначе объем избыточных национальных сбережений, преимущественно в форме ЗВР, который мог быть использован для развития экономики, оценивается в 80–370 млрд долл., что составляет от 16 до 73% объема инвестиций в 2025 году.

Таблица 5.5. Сводный расчет показателей достаточности ЗВР России (по основным критериям), млрд долл.*

Показатель (критерий)	Минимальный достаточный уровень ЗВР
Гвидотти-Гринспена	80
Редди	180 = (80+100)
М2Х	370
ARA	263 = (80×0,3+28×0,15+185+50)

Фонд национального благосостояния. В настоящее время утрачены критерии необходимых размеров накопления ФНБ. Минфин стремится вернуться к политике увеличения ФНБ и его ликвидной части, в т.ч. путем изменения цены отсечения до 45–50 долл. за барр. Цель — восстановить ФНБ на уровне 8–10% ВВП. Фактически ФНБ превращается в «подушку безопасности» безотносительно его функций, рассматривавшихся в середине 2000-х годов, таких как финансирование дефицита пенсионного фонда и др. При ожидаемом дефиците федерального бюджета в 2026 году от 5 до 7 трлн рублей использование ФНБ для его финансирования привело бы к полному исчерпанию его ликвидной части, которая оценивается в 4 трлн рублей. Необходимо переосмысление критериев достаточного уровня ФНБ и отказ от сложившейся практики и идеологии зеркальных операций Банка России при расходовании средств ФНБ.

Если принять критерий «подушки безопасности» в пределах 7–10% бюджетных расходов, то ФНБ (ликвидную часть) можно стабилизировать на уровне 3–4 трлн рублей. Если исходить из целевого допустимого бюджетного дефицита (1–1,5% ВВП),

ликвидная часть ФНБ может быть уменьшена до 2–3 трлн рублей, таким образом на цели развития можно было бы потенциально использовать дополнительно от 1 до 2 трлн средств ФНБ.

В целях минимизации влияния на валютный рынок целесообразно изменить бюджетное правило: отказаться от ежемесячной покупки/продажи валюты в ходе исполнения бюджета. Продажу валюты осуществлять в течение года в рамках исполнения бюджета исходя из потребности федерального бюджета в покрытии дефицита. Покупку валюты осуществить по итогам года, напрямую у Банка России в году следующим за отчетным, согласовав объемы и сроки покупки с Банком России в целях минимизации негативных эффектов на валютный рынок с учетом фактической динамики обменного курса.

Таблица 5.6. Динамика Фонда национального благосостояния в 2027–2025 годах

млрд руб.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Использование ФНБ на финансирование дефицита федерального бюджета / пенсионного фонда	617	1 108	0	290	11	2 972	3 327	1 300	0
Дефицит (-) / Профицит (+) федерального бюджета	-1 331	2 741	1 974	-4 102	524	-3 295	-3 240	-3 469	-5 644
Объем ФНБ на конец года	3 753	4 036	7 773	13 546	13 565	10 435	11 965	11 880	13 415
в т.ч. ликвидных	2 204	2 356	6 138	8 658	8 433	6 133	5 012	3 810	4 085

Источник: Минфин РФ

Предложения по использованию избыточных международных резервов. Так или иначе, часть избыточных международных резервов и ФНБ может быть использована для преодоления угрозы стагнации и стимулирования экономического роста, конечно, с учетом последствий для инфляции и курса. По примеру антикризисных мер 2008 года часть средств (ФНБ и золотовалютных резервов) можно было бы направить через институты развития на кредитование приоритетных инвестиционных проектов, поддержку критического импорта, покупку зарубежных активов и кредитование импортеров российских товаров и

услуг, которые могли бы значительно улучшить внешнеэкономические позиции России и придать положительный импульс российскому экспорту.

Кредитование могло бы осуществляться как в валютной, так и в рублевой форме на длительный срок по ставкам ниже ключа, доступным для российского бизнеса, и конкурентоспособным по сравнению с кредитными ставками наших международных конкурентов. При валютном кредитовании (или эмиссии валютных облигаций) влияния этого финансирования на курс рубля практически отсутствовало бы. При рублевом кредитовании (дополнительной эмиссии) можно ожидать управляемого снижения курса рубля и определенного инфляционного эффекта, параметры которых во многом определялись бы не столько размерами эмиссии, а целевой направленностью использования ресурсов Банка России и государства.

Таблица 5.7. Возможные направления использования валютных резервов

Направления инвестиций в инвалюте	Эффект на экономику
Кредиты иностранным компаниям (СП с российским участием) на покупку отечественных промышленных товаров по льготной ставке	Повышение конкурентоспособности на внешних рынках. Рост экспорта отечественной продукции, рост производства. Эффект зависит от потенциальных ниш для сложной, дорогой, долгосрочной российской продукции, где покупателю важно иметь доступ к дешевому кредитному ресурсу.
Кредиты в валюте импортерам (оплата иностранным поставщикам критически значимой для России продукции, в первую очередь, инвестиционной)	Рост производства, рост производительности и увеличение добавленной стоимости. Эффект будет наиболее сильным для предприятий, не имеющих доступ к дешевым валютным кредитам.
Кредиты институтам развития	Инвестиции в зарубежные активы — это доступ к западным технологиям, получение дивидендов и процентов. Долгосрочные доходности (за последние 20 лет) наиболее крупных суверенных фондов, инвестирующих в глобальные акции, инфраструктуру, недвижимость: Норвегия (GFPG), Сингапур (Temasek), ОАЭ (ADIA) 6–8% в год в USD

Поддержка инвестиций путем докапитализация в 2026 году институтов развития (вкл. ПСБ как опорный банк ОПК) за счет депозитов (или субордов) Банка России помогла бы преодолеть дефицит их инвестиционных ресурсов. Это значительно расширило бы финансирование приоритетных проектов технологического лидерства и развития инфраструктуры и позволило избежать ожидаемого спада инвестиций. При докапитализации на 0,8–1 трлн рублей потенциальный среднегодовой рост ВВП в среднесрочной перспективе за счет дополнительных инвестиций может составить до 0,4–0,8 п. пункта.

Сохраняя безопасный уровень золотовалютных резервов (например, на уровне финансирования 6-месячного импорта и первоочередных платежей по госдолгу) можно высвободить на поддержку критического импорта и инвестиций зарубежом в приоритетные проекты за пять лет до 300–500 млрд долларов, при условии покупки Банком России ограниченного объема валюты. Это увеличило бы инвестиционный потенциал страны на 20–24%, поддержало бы рост денежной массы и гибкое управляемое снижение курса рубля, и добавило бы к росту ВВП до 6–7 п. пунктов за пять лет, что позволило бы выйти на темпы роста превышающие мировые. Инфляционный эффект такого кредитования был бы ничтожным, но придал бы мощный и качественный импульс российскому экспорту и влиянию зарубежом.

Выводы для экономической политики

- Ключевая задача ДКП заключается в повышении долгосрочного потенциала роста российской экономики через сглаживание экономического цикла и шоков и, соответственно, обеспечение большей предсказуемости экономической конъюнктуры для хозяйствующих субъектов.
- В рамках текущей концепции ДКП реакция экономики на проинфляционное давление более сильная, а на дезинфляционное — более слабая. В сочетании с сужением инструментария ДКП (концентрация на управлении клю-

чевой ставкой с отказом от использования альтернативных инструментов — «точечных» валютных интервенций, макропруденциального регулирования и мер контроля капитала для целей ДКП) это ведет к формированию долгосрочного тренда на повышение реальной ставки. Эта тенденция должна быть изменена.

- Сведение целей ДКП к контрциклическому и контрошоковому регулированию, с самоустранением от целей развития (прежде всего — в сфере развития отечественной финансовой системы, повышения ее способности эффективно трансформировать национальные сбережения в инвестиции) ведет к деградации фундаментальных основ инвестиционного процесса, что сказывается и на эффективности самого контрциклического регулирования.
- Для гармонизации целей макрофинансовой стабильности и целей развития может быть предложен более комплексный целевой ориентир ДКП — обеспечение предсказуемости не одного (цены товаров), а ряда важнейших финансовых условий (цены товаров, курс, долгосрочные ставки, цены активов), необходимых для эффективного долгосрочного бизнес-планирования и поступательного накопления капиталов. При этом по важнейшему условию — инфляции — может быть по-прежнему установлен целевой ориентир (таргет), по остальным условиям (курс, ставки по безрисковым долгосрочным инструментам, индексы фондового рынка) — ограничения на максимальный размах колебаний (динамически подстраивающийся под ситуацию).
- Гармонизация целей макрофинансовой стабильности и целей развития также требует разумного расширения инструментария ДКП и повышения взаимной скоординированности различных видов политик, проводимых ЦБ РФ: развивающее (стимулирующее) рефинансирование и регулирование для развития инструментов, обеспечивающих трансформацию и адаптацию экономики; проведение «точечных» операций на открытых финансовых рынках (прямые

покупки/продажи валюты и активов со стороны ЦБ РФ); использование элементов forward guidance; комплексное применение процентных инструментов, макропруденциальной политики, интервенций, контроля капитала для целей адаптации к внешним и внутренним шокам.

- В условиях затяжного геополитического конфликта экономика России должна быть способна выдерживать существенную нагрузку непроизводительными затратами без потери макрофинансовой устойчивости. Стратегически для этого требуется постоянное вовлечение дополнительного ресурса, который не только компенсирует эти затраты, но и будет обладать новым качеством, стимулирующим «облагораживание» структуры экономики. Такие изменения могут быть обеспечены в случае возвращения в национальную экономику звеньев ключевых воспроизводственных цепочек.
- Формированию контура управления национальным капиталом полного цикла соответствует достижение определенного целевого образа платежной системы, финансового сектора и платежного баланса (включая прекращение устойчивого чистого оттока капитала из реального сектора экономики).

РАЗДЕЛ 6. ЭФФЕКТИВНАЯ КОНФИГУРАЦИЯ БЮДЖЕТНОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА СТРУКТУРНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

6.1. Реализация структурно-инвестиционной политики и научно-технологического развития в рамках реализации национальных проектов¹⁹⁸

Вопросы научно-технологического развития в рамках осуществления структурно-инвестиционной политики на современном этапе предполагают: анализ изменения приоритетов бюджетной политики в 2024–2025 гг. и на период 2026–2028 гг. в части ее влияния на приоритетные направления научно-технологического развития (НТР); оценку возможностей льготного финансирования проектов, обеспечивающих расширение российского технологического суверенитета.

Предварительно заметим, что оценку масштабов стимулирования НТР в рамках структурно-инвестиционной политики необходимо проводить с учетом контекста глобальных изменений в этой сфере. Если обобщить мнения и оценки ведущих зарубежных аналитических и консалтинговых агентств, то набор ключевых мегатрендов на ближайшие десятилетия, определяющих технологический ландшафт международного бизнеса, выглядит следующим образом¹⁹⁹: 1) гонка в сфере «сквозных» технологий типа искусственного интеллекта (ИИ) и квантовых технологий, включая кибербезопасность; 2) революционные изменения в

¹⁹⁸ При подготовке параграфа использованы материалы, подготовленные сотрудниками ИМП РАН к.э.н. Киселевым В.Н., к.э.н. Тресоруком А.А.

¹⁹⁹ Источники: McKinsey Technology Trends Outlook 2025; Top 10 Emerging Technologies of 2025. World Economic Forum. Report June 2025; Science and Technology Macro Trends 2025–2045. NATO S&T Organization (STO); Millennium Project 2035: State of the Future 20.0; Quantum Technologies: Key Opportunities for Advanced Manufacturing and Supply Chains. World Economic Forum. White Paper. October 2025.

области здравоохранения и биотехнологий (включая персонализированную медицину, биопринтинг, нейроморфную инженерию, микробиологические корма для устойчивого развития сельского хозяйства и т.п.); 3) ускоренное внедрение автономных роботизированных систем; 4) развитие инновационных экосистем на основе DeepTech (глубоких технологий); 5) продолжение совершенствования энерготехнологий нового поколения, направленных на преобразование глобальной энергетической системы в сторону более устойчивого и «чистого» будущего; 6) дифференциация развития космических технологий²⁰⁰.

Динамика обобщенного показателя сектора «Исследований и разработок» (ИиР) — валовых внутренних затрат (ВВЗ) в долларовом эквиваленте по паритету покупательной способности (ППС) приведена в Таблице 6.1.

В Таблице 6.1 данные сгруппированы в три периода по восемь лет, что позволяет увидеть *существенное ускорение* роста ВВЗ на ИиР после 2017 г. и сделать следующие качественные выводы. С 2017–2018 гг. начался новый виток научно-технологической гонки, связанный с соперничеством США и КНР; с 2021–2022 гг. к ней де-факто присоединились Япония, Республика Корея и Великобритания; к сожалению, страны БРИКС, включая Россию, только начинают определяться, какое место они будут занимать в этой гонке.

Из данных Таблицы 6.1 видно, что доля России в мировых ВВЗ на ИиР *менее 2%*, что чрезвычайно мало, особенно с учетом развертывания не только новой научно-технологической гонки, но и также нового витка мировой гонки вооружений. Можно констатировать, что США лидируют, но по ряду направлений научно-технологического развития КНР их догоняет, и, вероятно, обгонит во второй половине 2020-х.

²⁰⁰ См. также: *О долгосрочном научно-технологическом развитии России*: монография / Под ред. Белоусова Д.Р. и Фролова И.Э. М.: Динамик принт, 2022. 168 с. (серия: Научный доклад ИНП РАН); Горизонт 2040. Белая книга. М. АСИ, 2023. 728 с.; Будущее миропорядка — между столкновением и сотрудничеством. Совместный доклад на ПМЭФ-2025 фонда «Росконгресс», «Ведомостей», Институт исследований и экспертизы ВЭБ РФ, ИНП РАН и РСПП, 2025. 117 с.

Таблица 6.1. Выборочная динамика ВВЗ на ИиР ключевых стран и международных организаций в 2000–2024 гг. (млрд долл. по ППС)

Страна	Прирост ВВЗ за 2001–2008, %	ВВЗ млрд долл. по ППС 2016/2009	Прирост ВВЗ за 2009–2016, %	ВВЗ млрд долл. по ППС, 2021	ВВЗ млрд долл. по ППС, 2022	ВВЗ млрд долл. по ППС, 2024 (оценка)	Прирост ВВЗ за 2017–2024, %
США	23,4	533,45/ 402,93	11,8	821,48	906,95	1010	45,6
ЕС	29,7	360,09/ 297,06	21,6	492,54	544,40	590	26,0
Франция	14,4	63,65/ 49,64	18,4	78,84	84,87	90	8,8
ФРГ	28,0	122,47/ 82,70	26,1	160,16	173,94	183	14,9
Велико-британия	18,7	67,12/ 36,43	14,0	99,07	110,75	115	31,8
Япония	22,8	160,27/ 137,34	–1,8	182,50	201,67	220	5,6
Р. Корея	93,6	80,82/ 45,99	59,4	123,07	137,94	148	40,9
ОЭСР	29,2	1325,99/ 973,29	19,7	1879,26	2088,10	2330	35,2
Тайвань	94,4	33,40/ 22,65	29,6	57,00	65,50	73	65,7
Россия	в 2,31 раза	39,01/ 34,66	12,4	55,00	58,00	64	20,3
КНР	в 3,56 раза	393,02/ 185,30	2,33 раза	701,00	812,00	990	64,6
Индия	94,4	51,81/ 40,2	18,8	н.д.	н.д.	75	11,3
Бразилия	47,6	37,13/ 28,81	11,3	39,90	н.д.	43	–12,0
Мир	25,0	1990 (1400)	24,9	2990,00	3300,00	3600	39,2

Источник: расчеты ИИП РАН на основе международных баз данных: NCSES (National Center for Science and Engineering Statistics), MSTI (Main Science and Technology Indicators), UIS (UNESCO Institute for Statistics), RICYT (Red de Indicadores de Ciencia y Tecnología).

В России после 2010–2012 гг. была проделана работа по преобразованию федерального бюджета РФ в программный вид, в рамках которого произошел переход от федеральных

целевых программ (ФЦП) к новому инструменту — государственным программам РФ²⁰¹.

После принятия в 2018 г. указа Президента РФ № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития РФ на период до 2024 года» над госпрограммами появилось еще одна «надстройка» в виде «национальных целей развития» и «национальных проектов», которые, в свою очередь, были разбиты на «федеральные проекты» и «ведомственные проекты» по отраслевому принципу.

Национальные проекты представляют собой набор тех инструментов государственных программ, которые определены в качестве приоритетных и потому имеют особую систему управления и контроля. Они образуют так называемую «проектную составляющую» государственных программ, которая призвана обеспечить прорывные результаты согласно национальным целям. Основу этой проектной части составляют «федеральные проекты», однако, помимо них, это еще и менее масштабные ведомственные проекты, формируемые и реализуемые, в том числе, «в помощь» федеральным проектам. В результате в настоящее время федеральный бюджет реализует порядка 50 государственных программ, охватывающих все ключевые направления (от обороны и экономики до образования и экологии).

В 2024–2025 гг. архитектура национальных проектов существенно обновлена. Правительство РФ запустило 19 новых нацпроектов, из них восемь направлены на обеспечение технологического лидерства России²⁰².

Доля национальных проектов в расходах бюджета заметно возросла. На их финансирование направляется около 20% федеральных расходов. Например, только на новый нацпроект

²⁰¹ В отличие от ФЦП государственные программы — это система не только конкретных НИОКР, производственных, социально-экономических, организационно-хозяйственных и других мероприятий, но инструмент, направленный на «достижение приоритетов и целей государственной политики». Конечная цель госпрограмм более глобальна, что подразумевает больший временной период ее действия, больший масштаб мероприятий и используемых ресурсов.

²⁰² Минфин России: в 2026–2028 гг. на реализацию нацпроектов будет направлено более 21 трлн руб. ТАСС. URL: <https://tass.ru/ekonomika/23801807> (дата обращения: 01.11.2025).

«Инфраструктура для жизни» в 2026 г. выделяется 1,3 трлн руб., а на цифровую трансформацию («Экономика данных») — примерно 0,5 трлн руб. за три года. Важно, что национальные проекты стали инструментом структурной приоритизации расходов бюджета, концентрируя ресурсы на прорывных направлениях, определенных Указом Президента Российской Федерации о национальных целях развития. Финансирование отдельных национальных проектов осуществляется преимущественно за счет бюджета. К ним относятся национальные проекты «Семья», «Продолжительная и активная жизнь», «Международная кооперация и экспорт», «Новые материалы в химии», «Кадры», «Новые технологии сбережения здоровья». Преимущественно за счет внебюджетных источников будут профинансированы национальные проекты «Эффективная транспортная система», «Новые атомные и энергетические технологии», «Технологическое обеспечение продовольственной безопасности». В течение 2026–2028 гг. планируется направить из федерального бюджета на финансирование национальных проектов примерно 21 трлн руб.²⁰³.

На восемь проектов технологического лидерства планируется направить около 3 трлн руб. до 2030 г., притом с привлечением средств регионов и бизнеса. Темпы роста финансирования социальных проектов ниже, чем технологических, поскольку предполагается, что социальные цели уже встроены в базовые госпрограммы и фонды, тогда как технологические прорывы требуют дополнительного импульса.

Общий объем бюджетных ассигнований по нацпроектам, в том числе технологического лидерства, в соответствии с бюджетными планами на 2026–2028 гг. представлен в Таблице 6.2.

Суммарные планируемые объемы финансирования восьми НП «технологического лидерства» и нацпроект «Эффективная транспортная система» на 2025–2030 гг. показаны на Рисунке 6.1.

²⁰³ Минфин России: в 2026–2028 гг. на реализацию нацпроектов будет направлено более 21 трлн руб. ТАСС. 28.04.2024. URL: <https://tass.ru/ekonomika/23801807> (дата обращения: 02.11.2025).

Таблица 6.2. Ассигнования на нацпроекты в федеральном бюджете 2025 г. и проекте ФБ на 2026–2028 гг. (с учетом изменений на 2026–2027 гг.), млрд руб., текущие цены

Код в ФБ	Название НП	2025	2026	2027	2028	Изменение в 2026–2027, %	Ассигнования на 2026–2028, всего
	Все НП	5 197,7	5 828,1	5 800,2	6 547,1	+1,6	18 175,4
	НП техлидерства	761,1	754,8	872,0	821,7	-19,2	1 878,6
В	НП «Промышленное обеспечение транспортной мобильности»	169,7	134,3	159,3	139,2	-42,6	432,8
А	НП «Средства производства и автоматизации»	52,2	34,6	37,2	45,9	-62,1	117,8
Р	НП «Новые атомные и энергетические технологии»	30,1	41,8	42,4	54,6	-27,8	138,8
Е	НП «Технологическое обеспечение продовольственной безопасности»	14,6	19,8	23,4	23,1	-0,3	66,3
К	НП «Развитие космической деятельности РФ на период до 2030 года и на перспективу до 2036 г.»*	313,0	287,4	336,1	331,4	-7,4	954,9
Н	НП «Новые материалы и химия»	9,4	19,7	19,9	22,7	-17,2	62,3
У	НП «Беспилотные авиационные системы»	32,7	26,0	28,6	33,3	-35,1	87,9
С	НП «Новые технологии сбережения здоровья»	5,7	5,2	6,1	6,5	-3,8	17,8
Т	НП «Эффективная транспортная система»	139,4	186,0	218,9	165,0	+2,0	569,9

* до 2025 г. госпрограмма «Космическая деятельность России».

Источник: расчеты ИНП РАН на основе информации, представленной на едином портале бюджетной системы Российской Федерации²⁰⁴.

²⁰⁴ Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов»: карточка документа [Электронный ресурс] // Официа

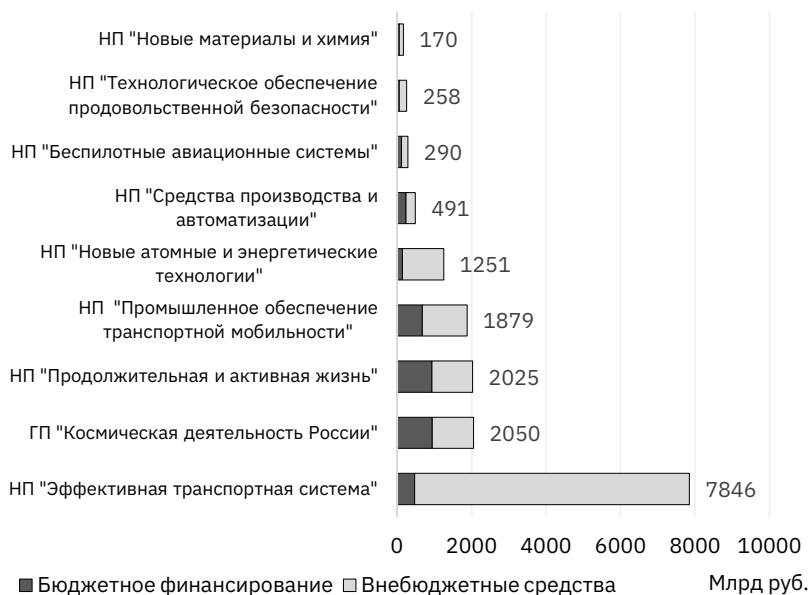


Рис. 6.1. Планируемые объемы бюджетного и внебюджетного финансирования согласно паспортам нацпроектов, в ценах 2025 г., млрд руб.

Источник: Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов».

Как видно из Рисунка 6.1, наибольшие объемы финансирования получит транспорт, и наиболее важным станет создание высокоскоростного движения (строительство высокоскоростной магистрали (ВСМ) — Москва-Санкт-Петербург).

Важным представляется НП по средствам производства и автоматизации. В нем, помимо создания целых классов отечественных металлообрабатывающих станков, будет сделан акцент на технологическом оборудовании по аддитивным технологиям и наращивание объемов разработки, производства и поставок роботов разного назначения. В НП «Промышленное

льный портал бюджетной системы РФ (budget.gov.ru). URL: <https://budget.gov.ru/%D0%91%D1%8E%D0%B4%D0%B6%D0%B5%D1%82/%D0%97%D0%B0%D0%BA%D0%BE%D0%BD-%D0%BE-%D0%B1%D1%8E%D0%B4%D0%B6%D0%B5%D1%82%D0%B5?DocumentId=27810&message=eyJFUeJTXzEwNV8wMDFfcGVyaW9kRmlsdGVyIjpw7Im5hbWUiOiJFUeJTXzEwNV8wMDFfcGVyaW9kRmlsdGVyIiwidmFsdWUiOiJwMjZ9fQ==> (дата обращения: 02.11.2025).

обеспечение транспортной мобильности» предполагается развитие транспортного машиностроения: гражданская авиация, судостроение, автомобильная техника и электротранспорт. Реализация НП «Технологическое обеспечение продовольственной безопасности» направлена на развитие генетики и селекции в сельском хозяйстве, производство современных ветеринарных препаратов, кормовых добавок, биотехнологии для пищевой промышленности. В рамках космической деятельности ключевым станет переход к крупносерийному производству космических аппаратов²⁰⁵. По НП «Новые атомные и энергетические технологии» планируется создание реакторов малой мощности, а также развитие технологий замкнутого ядерного топливного цикла. НП «Беспилотные авиационные системы» — это развитие инновационной отрасли БАС. Основная цель — сформировать к 2030 г. российский рынок беспилотников объемом около 46 тыс. аппаратов, с долей отечественных не менее 70%.

Отдельно готовится к запуску еще один нацпроект — «Технологии биоэкономики» (разработка органических продуктов, переработка отходов, биотопливо).

В Законе о федеральном бюджете на 2026–2028 гг. предполагается увеличение расходов по госпрограмме «Развитие оборонно-промышленного комплекса»: с 10,4 млрд руб. в 2025 г. до 15,7 млрд в 2026 г. и почти 20 млрд к 2028 г. Это указывает на смену акцента с текущих военных расходов на инвестиции в технологическое развитие ОПК. Госпрограмма научно-технологического развития РФ усилена: ее бюджет на 2025 г. — 1,47 трлн руб., а к 2026 г. он возрастает до 1,61 трлн и далее до 1,76 трлн к 2028 г.

Увеличение более чем 20% отражает запуск крупных проектов исследований, создание новой инфраструктуры (научные центры, опытные установки) и подготовку кадров. Фактически

²⁰⁵ Кроме того, «Роскосмос» планирует увеличить долю частных инвестиций до 35% к 2036 г. См.: Заправлены в бюджеты космические траты [Электронный ресурс] // Коммерсантъ. 18.06.2025. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7800562> (дата обращения: 02.11.2025).

сфера науки стала одним из бенефициаров перераспределения бюджетных расходов. Ей отводится свыше 5% всех бюджетных расходов. Особое внимание в новой редакции бюджета уделяется государственной поддержке промышленности. По программе «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности» расходы в 2025 г. составят 1,27 трлн руб., в 2026 г. — 1,39 трлн руб., в 2027 г. — 1,70 трлн руб. и почти 2,0 трлн руб. — в 2028 г. Таким образом, менее чем за пять лет объем поддержки промышленности удваивается. Средства направляются на субсидирование предприятий, льготные кредиты, создание новых производств в станкостроении, микроэлектронике, авиапроме и т. д. Например, финансирование электронной промышленности увеличится с 42 млрд руб. 2025 г. до 186,5 млрд руб. в 2026 г. (в 4 раза) с последующим финансированием примерно в 120 млрд руб. в год.

Таким образом, через блок проектов технологического лидерства государство направляет значительные ресурсы на индустриально-технологическое развитие. По суммарному финансированию до 2030 г. они сравнимы с национальными проектами социального блока. Однако их результатом должно стать создание новых отраслей и независимых производственных цепочек.

Заметим однако, что опыт реализации целевых программ показывает, как правило, недостаточность не только бюджетных средств, но и чрезмерный оптимизм планируемых объемов внебюджетных средств. В этой связи актуальным становится вопрос о дополнительных объемах льготного кредитования приоритетных НП.

Со второго полугодия 2024 г. в экономике России наблюдается устойчивое сокращение доступности заемного финансирования. Это отражается как в сжатии объема кредитования, так и снижении числа компаний, получающих доступ к новому заемному финансированию. Объем выдачи кредитов, предоставленных юридическим лицам и ИП за первые 6 мес. 2025 г. к аналогичному периоду прошлого года снизился на 12%, в том числе по корпоративным заемщикам — на 9% и по субъектам МСП — на 21%. Этому способствует не только повышение ценовых пока-

зателей привлечения финансовых ресурсов, но и ухудшение положения заемщиков, имеющих высокий уровень долговой нагрузки²⁰⁶.

Снижение в 2025 г. уровня инвестиционной активности обусловлено одновременным ростом стоимости финансирования, сокращением рентабельности и давлением на выручку, а также общей неуверенностью бизнеса в улучшении макроэкономических условий. Одновременно со сжатием кредитования на рыночных условиях, сокращается объем льготного кредитования. При этом сжатие льготного кредитования происходит быстрее снижения кредитования на рыночных условиях. За первые 6 месяцев 2025 г. к аналогичному периоду прошлого года объем льготного кредитования снизился на 41%, а доля льготного кредитования в общем объеме кредитования снизилась с 3,6% до 2,4%.

Таким образом, в условиях длительного сохранения жестких денежно-кредитных условий возникает задача обеспечения непрерывности развития ряда НП, обеспечивающих научно-технологический суверенитет в реальном секторе экономики, в том числе позволяющих сократить разрыв между спросом и предложением в наиболее важных импортозависимых секторах, которым необходимо обеспечить дополнительное льготное финансирование их реализации в период 2027–2030 гг.²⁰⁷.

Ключевая прогнозная гипотеза заключается в том, что ожидаемая динамика роста требований банковской системы к

²⁰⁶ Особенностью данного цикла ужесточения денежно-кредитных условий является его *длительность*. С марта 2024 г. средневзвешенные процентные ставки для нефинансовых организаций по кредитам на срок до года находятся на уровне выше 15%, в том числе с сентября 2024 г. — выше 20%. В первом полугодии 2025 г. более 80% объема кредитов, предоставленных юридическим лицам и ИП, выдано по ставкам выше 20%. Аналогичная ситуация с резким ростом стоимости заемного привлечения наблюдалась в конце 2014 г. При этом средневзвешенные ставки (нефинансовым организациям до года) выше 15% наблюдались только в период с декабря 2014 г. по июнь 2015 г.

²⁰⁷ При этом предполагается, что текущие условия предполагают сохранение процентных ставок в экономике на уровне выше 14,5% на 2026–2027 гг., что предполагает фактическую среднюю ставку кредитования на уровне не ниже 15,5–16% для нефинансовых организаций с высоким кредитным качеством. Обоснование: кривая ROISFIX (финансовый индикатор, формируемый на основе котировок по сделкам процентный своп на ставку RUONIA). — URL: <https://roisfix.ru/>

экономике не предполагает ускоренный рост и будет ниже, чем в период 2021–2024 гг.²⁰⁸.

Медианное значение доли задолженности по льготным кредитам юридических лиц и ИП (в рублях) в период 2023–2025 гг. снизилось с 8,4% до 6%. Это создает пространство для увеличения объемов льготного кредитования приоритетных НП сверх уже существующих лимитов (Таблица 6.3).

За период 2027–2030 гг. возможно обеспечить дополнительное льготное финансирование в объеме до 8 трлн руб. При этом такое кредитование рассматривается сверх объема общего кредитования. Это кредитование может быть направлено на финансирование проектов с длительными циклами окупаемости или на инфраструктурные проекты.

В рамках сформированных приоритетов Правительство России де-факто стимулирует разработку двух отличающихся групп технологических проектов: 1) модернизации производства линейки традиционной высокотехнологичной продукции: авиационная и космическая техника, судостроение, электроника, станки, дизели, турбины и т.п., стремясь ускорить в среднесрочной перспективе рост производительности труда в основных отраслях обрабатывающей промышленности; 2) технологий завтрашнего дня: искусственный интеллект, квантовые вычисления, новое поколение био- и медицинских технологий, новые материалы, включая композиты и т.п., пытаясь не отстать в новой технологической гонке от глобальных трендов.

Приоритеты федерального бюджета Российской Федерации существенно изменились.

На текущем этапе российский бюджет все более ориентирован на обеспечение технологической самостоятельности и поддержание макроустойчивости. Текущие изменения можно рассматривать как начало крупного циклического сдвига в бюджетной политике, направленного на создание основ для нового

²⁰⁸ См. Среднесрочный прогноз Банка России. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/184551/forecast_251024.pdf

качества экономического роста за счет технологического обновления российской экономики в будущем.

Таблица 6.3. Прогнозная динамика кредитования юрлиц и потенциального дополнительного объема льготного кредитования, %, трлн руб., текущие цены*

	Факт	Оценка		Прогноз			
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Задолженность по кредитам юрлиц, всего, трлн руб.	77,7	85,1	92,3	103,3	116,8	133,0	152,1
Доля задолженности по кредитам, предоставленным юрлиц и ИП, %	90	92	92	92	92	92	92
Задолженность по кредитам, предоставленным юрлицам и ИП, трлн руб.	69,8	78,0	84,6	94,7	107,0	121,8	139,4
Задолженность по кредитам, предоставленным юрлиц и ИП по льготным процентным ставкам, трлн руб. (базовые программы и новые программы)	4,4	4,6	4,8	6,4	8,1	9,8	11,4
Доля задолженности по кредитам, предоставленным юрлицам и ИП по льготным процентным ставкам, %	6,2	5,9	5,7	6,8	7,5	8,0	8,2
Задолженность по кредитам, предоставленным юрлицам и ИП по льготным процентным ставкам, трлн руб. (базовые программы с 2025)	–	4,6	4,8	5,1	5,5	5,8	6,2
Задолженность по кредитам, предоставленным юрлицам и ИП по льготным процентным ставкам, трлн руб. (новые программы, с 2027)	–	–	–	1,3	2,6	3,9	5,2
Кредиты, предоставленным юрлицам и ИП по льготным процентным ставкам, трлн руб. (новые программы, выдачи с 2027)	–	–	–	1,4	1,8	2,2	2,6

* *Методический комментарий.* Новое дополнительное финансирование рассматривается в качестве внебюджетной составляющей ряда приоритетных программ развития высокотехнологических отраслей промышленности. Новые выдачи повышают уровень процентных рисков и ведут к дополнительной нагрузке на ФБ в целях компенсации недополученных коммерческими банками процентных доходов примерно на 570 млрд руб. в период 2026–2030 гг., а на период до 2035 г. более 1 трлн руб. Размер необходимых ассигнований на субсидирование процентной ставки рассчитан исходя из прогноза ЦБ РФ среднего значения ключевой ставки Банка России и субсидирования до 2/3 ключевой ставки Банка России. Кредиты привлекаются на срок не менее 5 лет (срочность текущих льготных периодов составляет около 4 лет). Целевой объем общей задолженности по льготным кредитам (в рамках базовых программ и новых программы) рассчитан исходя из доли около 8% в общем портфеле задолженности по кредитам юрлиц и ИП. Динамика прочих не льготных кредитов исходя из прогноза Банка России (Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте к организациям). Динамика задолженности по кредитам в рамках базовых программ определена исходя из отношения динамики роста общего объема задолженности по кредитам юрлиц и ИП и льготных кредитов в 2025 г.

Источник: Банк России, расчеты ИНП РАН.

6.2. Развитие жилищного строительства и его финансовое обеспечение

Макрофинансовая политика оказывает значительное влияние, как на жилищное строительство, так и в целом на состояние жилищной сферы. Наиболее зависимым оказывается сегмент многоквартирного жилья, в котором дома всегда строятся с привлечением проектного финансирования. Очевидно, что ставка по проектному финансированию входит в себестоимость жилья, а ее повышение снижает спрос на него. Высокие ставки по депозитам дестимулируют потенциальных покупателей покупать жилье сейчас, порождают отложенный спрос. Значительное влияние на жилищное строительство оказывают реализуемые государством с привлечением бюджетных средств программы субсидирования покупки жилья, преимущественно через субсидирование процентных ставок.

До 2019 г. займы брались у физических лиц, а после введения механизма эскроу-счетов — у банков. Смена кредитора

не должна была создать дополнительной кредитной нагрузки на застройщиков. При повышении ключевой ставки ЦБ РФ нагрузка на застройщиков многоквартирных домов возросла. Повышение ключевой ставки за период 2022–2025 гг. стало одним из факторов роста себестоимости строительства нового жилья.

«Стоимость денег» оказывает значительное влияние на поведение покупателей жилья. Хотя часть покупателей приобретает жилье без кредита за счет накопленных средств и/или за счет выручки от проданного жилья, для значительной части приобретение невозможно без привлечения заемных средств. Чем выше стоимость кредита, тем большая часть потенциальных покупателей откладывает покупку, решая свои жилищные проблемы с помощью аренды жилья.

При снижении ключевой ставки на рынок жилья с депозитов, по оценкам экспертов, опрошенных «РБК-Недвижимостью», могут поступить от 5 до 13 трлн руб.²⁰⁹

Важным фактором снижения спроса на многоквартирное жилье стало сужение программ субсидирования ипотеки, в частности отмена льготной семейной ипотеки в июле 2024 г., действовавшей с 17 апреля 2020 г.

Снижение платежеспособного спроса на многоквартирное жилье при высоких темпах ввода жилья в последние годы привело к росту нераспроданных квартир во многих нестоличных городах. Повышенное количество нереализованных квартир, неопределенность будущего спроса при высокой стоимости кредитования демотивирует застройщиков к запуску новых проектов, что может привести к снижению ввода жилья в период 2027–2029 гг. Особенно это может проявиться в небольших городах, где всегда существенны ограничения по спросу.

В условиях бюджетных ограничений, поддержка строительного сектора будет, вероятно, относительно невысокой, и оживление рынка многоквартирного жилья произойдет только при существенном снижении ключевой ставки. Однако есть основания полагать, что снижение ключевой ставки и соответ-

²⁰⁹ <https://www.rbc.ru/quote/news/article/67446e149a79473f32e0bcdc?from=copy>

ствующее снижение ставок по ипотечным кредитам, не вернет уровень спроса на квартиры на наблюдавшийся ранее уровень. Это вызвано несколькими причинами. Во-первых, спрос на квартиры на ретроспективе оказался ограниченным при смещении потребительских предпочтений в сторону индивидуального жилья. Во-вторых, часть покупок квартир, совершенных в период действия льготных ипотечных программ, имела инвестиционное назначение, что можно понимать как опережающий спрос. В-третьих, заявления о повышении уровня ипотечных ставок сказывается на переносе спроса на текущий период.

При снятии бюджетных ограничений негативное влияние высокой ключевой ставки на доступность многоквартирного жилья может быть в некоторой степени скомпенсировано. В дополнение к программам льготной ипотеки предлагаются новые инструменты бюджетной и налоговой политики. Во-первых, на текущий момент на застройщиков часто возлагается обязанность возведения сопутствующей транспортной и социальной инфраструктуры, что увеличивает сумму проектного финансирования. При снятии такой обязанности (частичном переложении на государственный бюджет) снизится размер финансовой компоненты, зависящей от кредитной ставки. Во-вторых, можно воздействовать на рынок аренды — через бюджетное субсидирование ставок арендной платы или даже отмену налога на доходы застройщиков от сдачи в аренду построенных квартир.

В свою очередь, сектор жилищного строительства оказывает влияние на рынок ценных бумаг. Это выражается в выпуске такого вида ценных бумаг, как ипотечные облигации. В настоящее время рынок ипотечных облигаций достаточно узок, однако в случае существенного понижения ключевой ставки ЦБ РФ и удешевления ипотечных кредитов он может возрасти до размеров, требующих специальных государственных мер по его регулированию.

Для понимания ситуации на рынке ипотечного кредитования полезно рассмотреть изменение финансовых условий покупки стандартной квартиры 54 кв. м на первичном и вторичном рын-

ках жилья семьей из 3-х человек, что соответствует стандартам обеспеченности жилыми помещениями.

Исходим из того, что доля ежемесячного платежа по ипотечному кредиту в доходах семьи не должна превышать 33,3%. Средний срок кредитования в 2024 г. — 25 лет, в 2025 г. — 26 лет. Используются данные Росстата о ценах на первичном и вторичном рынках жилья в среднем по России на конец IV кв. 2024 г., на конец I кв. 2025 г. и на конец II кв. 2025 г. Кроме того, используются данные Росстата о распределении населения России по величине среднедушевых денежных доходов (Таблица 6.4.).

Таблица 6.4. Распределение населения России по величине среднедушевых денежных доходов, %

Среднедушевые денежные доходы, руб./мес.	2024 г.	I кв. 2025 г.	II кв. 2025 г.
До 7 000,0	0,6	0,5	0,5
7 000,1–10 000,0	1,4	1,4	1,3
10 000,1–14 000,0	3,4	3,3	3,2
14 000,1–19 000,0	6,0	6,0	5,7
19 000,1–27 000,0	11,5	11,7	11,0
27 000,1–45 000,0	24,4	24,9	23,9
45 000,1–60 000,0	15,0	15,2	14,9
60 000,1–75 000,0	10,5	10,6	10,7
75 000,1–100 000,0	11,0	11,0	11,3
свыше 100 000,0	16,2	15,4	17,5

Источник: данные Росстата.

Минимальный среднемесячный доход домохозяйства, необходимый для приобретения жилья, соответствующего стандартам обеспечения жилыми помещениями, за счет собственных и заемных средств можно определить по формуле (5):

$$TI = \frac{LTV}{100\%} \times S_1 \times 54 \times \frac{r}{12 \times 100\%} \times \frac{100\%}{DTI}, \quad (5)$$

$$1 - \left(1 + \frac{r}{12 \times 100\%}\right)^{-12n}$$

где TI — минимальный доход семьи их трех человек, необходимый для приобретения стандартного жилья, руб./мес.;

LTV — доля заемных средств в стоимости приобретаемого жилья, %;

S_1 — средняя рыночная стоимость 1 кв.м жилья, руб., на конец периода;

r — процентная ставка по ипотечному кредиту или займу, % в год;

n — срок ипотечного кредита, лет;

DTI — доля платежа по ипотечному кредиту в доходах семьи, %.

Рассчитан такой важнейший (используемый в директивных документах) показатель, как доля домохозяйств, имеющих возможность приобрести стандартное жилье с помощью собственных и заемных средств (ипотеки). Он может служить интегральным показателем доступности жилья для населения на рынке.

Рассчитан также индекс доступности приобретения жилья с кредитом (HAI — Housing affordability index). Он показывает соотношение фактического уровня доходов среднестатистического домохозяйства и минимального уровня доходов, которые необходимо иметь для приобретения стандартной квартиры площадью 54 кв.м. с помощью ипотечного кредита, выдаваемого на стандартных условиях.

Значение показателя HAI, равное 100%, означает, что среднестатистическое домохозяйство имеет доходы, в точности соответствующие необходимым доходам для приобретения стандартной квартиры с помощью ипотечного кредита.

Расчеты выполнены с учетом следующих процентных ставок по ипотечным кредитам:

- для 2024 г., первичный рынок: 29% (средневзвешенная ставка ведущих банков, по данным ДОМ.РФ), 8,7% (средневзвешенная ставка, по данным ЦБ РФ), 6% (семейная и ИТ-ипотека), 2% (Дальневосточная ипотека);
- для 2024 г., вторичный рынок: 29% (средневзвешенная ставка ведущих банков, по данным ДОМ.РФ), 8,7% (средневзвешенная ставка, по данным ЦБ РФ), 11,5% (средневзвешенная ставка для вторичного рынка, по данным ЦБ РФ);
- для I кв. 2025 г., первичный рынок: 27% (средневзвешенная ставка ведущих банков, по данным ДОМ.РФ), 7,8%

(средневзвешенная ставка, по данным ЦБ РФ), 6% (семейная и ИТ-ипотека), 2% (Дальневосточная ипотека);

- для I кв. 2025 г., вторичный рынок: 27% (средневзвешенная ставка ведущих банков, по данным ДОМ.РФ), 7,8% (средневзвешенная ставка, по данным ЦБ РФ), 11,6% (средневзвешенная ставка для вторичного рынка, по данным ЦБ РФ);
- для II кв. 2025 г., первичный рынок: 25% (средневзвешенная ставка ведущих банков, по данным ДОМ.РФ), 7,5% (средневзвешенная ставка, по данным ЦБ РФ), 6% (семейная и ИТ-ипотека), 2% (Дальневосточная ипотека);
- для II кв. 2025 г., вторичный рынок: 25% (средневзвешенная ставка ведущих банков, по данным ДОМ.РФ), 7,5% (средневзвешенная ставка, по данным ЦБ РФ), 9,7% (средневзвешенная ставка для вторичного рынка, по данным ЦБ РФ).

Результаты расчетов для первичного рынка жилья представлены в Таблицах 6.5–6.7. Аналогичные расчеты проведены и для вторичного рынка жилья (см. Таблицы 6.8–6.10).

Таблица 6.5. Финансовые условия покупки стандартной квартиры с применением ипотечного кредита на первичном рынке жилья, 2024 г., Российская Федерация

	Размер ставки			
	29%	8,7%	6%	2%
Среднедушевой денежный доход в 2024 г., руб./мес. (стат. данные)	63 090,0	63 090,0	63 090,0	63 090,0
Минимальный доход семьи из трех человек, необходимый для приобретения стандартного жилья на первичном рынке, руб./мес.	488 365,0	165 327,0	130 101,0	85 587,0
Минимально необходимый среднедушевой доход, руб./мес.	162 788,5	55 108,9	43 367,0	28 529,0
Индекс доступности приобретения жилья с кредитом (НАИ) на первичном рынке, %	38,8	114,5	145,5	221,1
Доля домохозяйств, для которых доступно приобретение стандартной квартиры 54 кв. м на первичном рынке, %	< 10	42,6	54,9	75,0

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Таблица 6.6. Финансовые условия покупки стандартной квартиры с применением ипотечного кредита на первичном рынке жилья, I кв. 2025 г., Российская Федерация

	Размер ставки			
	27%	7,8%	6%	2%
Среднедушевой денежный доход в I кв. 2025 г., руб./мес. (стат. данные)	62 490,0	62 490,0	62 490,0	62 490,0
Минимальный доход семьи из трех человек, необходимый для приобретения стандартного жилья на первичном рынке, руб./мес.	515 975,0	165 028,0	137 445,0	84 734,0
Минимально необходимый среднедушевой доход, руб./мес.	171 991,8	55 009,2	45 814,9	28 244,6
Индекс доступности приобретения жилья с кредитом (НАИ) на первичном рынке, %	36,3	113,6	136,4	221,2
Доля домохозяйств, для которых доступно приобретение стандартной квартиры 54 кв. м на первичном рынке, %	< 10	42,1	51,4	75,4

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Таблица 6.7. Финансовые условия покупки стандартной квартиры с применением ипотечного кредита на первичном рынке жилья, II кв. 2025 г., Российская Федерация

	Размер ставки			
	25%	7,5%	6%	2%
Среднедушевой денежный доход в II кв. 2025 г., руб./мес. (стат. данные)	68 212,0	68 212,0	68 212,0	68 212,0
Минимальный доход семьи из трех человек, необходимый для приобретения стандартного жилья на первичном рынке, руб./мес.	485 319,0	162 787,0	139 584,0	86 053,0
Минимально необходимый среднедушевой доход, руб./мес.	161 773,0	54 262,3	46 527,9	28 684,2
Индекс доступности приобретения жилья с кредитом (НАИ) на первичном рынке, %	42,2	125,7	146,6	237,8
Доля домохозяйств, для которых доступно приобретение стандартной квартиры 54 кв. м на первичном рынке, %	< 10	45,2	52,9	73,6

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Таблица 6.8. Финансовые условия покупки стандартной квартиры с применением ипотечного кредита на вторичном рынке жилья, 2024 г., Российская Федерация

	Размер ставки			
	29%	8,7%	6%	11,5%
Среднедушевой денежный доход в 2024 г., руб./мес. (стат. данные)	63 090,0	63 090,0	63 090,0	63 090,0
Минимальный доход семьи из трех человек, необходимый для приобретения стандартного жилья на первичном рынке, руб./мес.	313 197,0	106 027,0	83 436,0	131 631,0
Минимально необходимый среднедушевой доход, руб./мес.	104 399,0	35 342,3	27 812,0	43 877,1
Индекс доступности приобретения жилья с кредитом (ИАИ) на первичном рынке, %	60,4	178,5	226,8	143,8
Доля домохозяйств, для которых доступно приобретение стандартной квартиры 54 кв. м на первичном рынке, %	15,5	65,8	76,0	54,2

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Таблица 6.9. Финансовые условия покупки стандартной квартиры с применением ипотечного кредита на вторичном рынке жилья, I кв. 2025 г., Российская Федерация

	Размер ставки			
	27%	7,8%	6%	11,6%
Среднедушевой денежный доход в I кв. 2025 г., руб./мес. (стат. данные)	62 490,0	62 490,0	62 490,0	62 490,0
Минимальный доход семьи из трех человек, необходимый для приобретения стандартного жилья на первичном рынке, руб./мес.	323 348,0	103 419,0	86 133,0	143 365,0
Минимально необходимый среднедушевой доход, руб./мес.	107 782,8	34 472,8	28 711,0	47 788,4
Индекс доступности приобретения жилья с кредитом (ИАИ) на первичном рынке, %	58,0	181,3	217,7	130,8
Доля домохозяйств, для которых доступно приобретение стандартной квартиры 54 кв. м на первичном рынке, %	14,2	66,8	74,7	49,4

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН.

Таблица 6.10. Финансовые условия покупки стандартной квартиры с применением ипотечного кредита на вторичном рынке жилья, II кв. 2025 г., Российская Федерация

	Размер ставки			
	25%	7,5%	6%	9,7%
Среднедушевой денежный доход в II кв. 2025 г., руб./мес. (стат. данные)	68 212,0	68 212,0	68 212,0	68 212,0
Минимальный доход семьи из трех человек, необходимый для приобретения стандартного жилья на первичном рынке, руб./мес.	303 000,0	101 633,0	87 146,0	124 347,0
Минимально необходимый среднедушевой доход, руб./мес.	100 999,9	33 877,6	29 048,8	41 449,1
Индекс доступности приобретения жилья с кредитом (НАИ) на первичном рынке, %	67,5	201,3	234,8	164,6
Доля домохозяйств, для которых доступно приобретение стандартной квартиры 54 кв. м на первичном рынке, %	17,3	66,7	73,1	57,6

Источник: Росстат, расчеты ИНП РАН

6.3. Влияние бюджетной и денежно-кредитной политики на деятельность отраслей ТЭК

Деятельность отраслей ТЭК является важным фактором формирования бюджета РФ, внешнеторгового баланса и макроэкономической динамики российской экономики.

Предполагается, что повышение эффективности в отраслях ТЭК может обеспечить в среднесрочной перспективе рост цен на энергетическую продукцию ниже инфляции. При этом вклад в снижение инфляции будет формироваться как напрямую (через влияние на цены на топливо и энергию), так и косвенно — через топливную составляющую в издержках предприятий и населения.

Понятно, что потенциал такого сдерживания имеет ограниченный период воздействия, и по мере его реализации динамика цен станет близка к средней инфляции по экономике.

Отрасли ТЭК формируют до четверти совокупных инвестиций в основной капитал в российской экономике. Еще 18%

занимают инвестиции в сфере транспорта, часть из которых взаимосвязана с энергетическими проектами и перспективами развития отраслей ТЭК.

Важной частью взаимодействия ТЭК и бюджетной и денежно-кредитной политики является наполнение бюджетов разных уровней со стороны отраслей ТЭК, а также влияние бюджетных расходов, связанных с развитием энергетического сектора.

Угольный сектор. В настоящее время острый кризис наблюдается в угольном секторе России, экономическая эффективность которого кардинальным образом зависит от «внешних» для него факторов — цен на мировых рынках (на уголь и фрахт) и тарифов РЖД. Когда эти внешние факторы благоприятны, угольный сектор генерирует положительный свободный денежный поток, который может достигать нескольких сотен миллиардов рублей. Но периодически (как, например, в 2024 г., когда в отрасли, по итогам года, был сформирован консолидированный убыток до налогообложения в размере около 130 млрд руб.) сочетание этих внешних условий переводит свободный денежный поток отрасли в отрицательные значения.

Общий многолетний баланс все же оказывается положительным. Однако прохождение сложных периодов требует от Правительства России принятия оперативных мер реагирования. Главным образом, речь идет о регулировании тарифов РЖД с целью ослабления влияния фактора большого транспортного плеча, а также о предоставлении точечных преференций.

Поскольку государство играет определяющую роль в обеспечении стабильных условий функционирования угольного сектора России, дискуссия о целесообразности мер поддержки должна учитывать бюджетную эффективность отрасли.

Анализ оперативного баланса поступлений и отвлечений бюджетных средств, связанных с функционированием угольного сектора, показывает, что отрасль экономически эффективна (Таблица 6.11). За период 2014–2023 гг. совокупные поступления в бюджет составили 1375 млрд руб.; совокупные отвлечения — 93 млрд руб.; сальдо — 1282 млрд руб. Таким

образом, до сих пор с точки зрения бюджетного процесса функционирование угольного сектора является эффективным, а объем необходимых отвлечений не перекрывает генерируемые доходы (средний масштаб отвлечений – 6,7% объема поступлений).

Таблица 6.11. Баланс поступлений и отвлечений средств в бюджете РФ, связанных с функционированием угольного сектора, млрд руб.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Поступило платежей в бюджет РФ, всего	48,0	69,5	79,3	122,8	141,6	100,9	62,5	174,9	332,4	242,6	131,2
в том числе:											
Налог на прибыль	6,3	13,5	14,5	42,4	56,4	35,2	14,3	85,2	160,6	96,5	19,9
НДФЛ	9,9	10,7	11,8	13,6	16,4	16,7	15,5	18,2	28,4	34,7	35,2
НДПИ	7,6	9,4	9,6	14,9	17,0	18,3	12,4	15,9	44,3	69,9	36,8
НДС	-5,7	0,5	9,9	15,5	10,4	-12,7	-24,5	4,5	36,4	-57,6	-50,1
Прочие налоги	5,4	8,7	5,7	5,7	7,9	6,1	6,5	7,2	7,7	9,4	11,9
Страховые взносы	24,4	26,9	27,8	30,7	33,5	37,4	38,2	43,9	55,0	66,9	77,5
Таможенная пошлина										22,8	
Отвлечено из бюджета РФ, всего	8,1	7,6	7,0	8,8	8,7	10,5	11,2	12,8	10,5	7,4	
в том числе:											
Реструктуризация угольной промышленности	4,7	3,9	3,5	3,1	2,8	4,6	4,5	6,1	6,5	7,4	
Специальные условия на перевозки угольных грузов (оценка через недополученные доходы РЖД)	3,4	3,7	3,5	5,7	5,9	5,9	6,7	6,7	4,0		
Сальдо поступлений и отвлечений	39,9	61,9	72,3	114,0	132,9	90,4	51,3	162,1	321,9	235,2	

Источник: оценки ИНП РАН.

Таблица 6.12. Соотношение налоговых выплат (без учета страховых взносов) и выручки, %

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Экономика, всего	9,8	9,7	9,6	10,8	11,0	11,2	10,0	10,4	10,7	12,0	11,6
Добыча полезных ископаемых	38,5	37,9	32,3	36,7	43,5	41,4	35,2	40,4	42,2	43,5	46,2
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	42,6	41,5	35,6	45,4	52,5	50,9	46,5	50,2	53,0	52,4	56,6
Добыча угля	3,8	5,5	5,7	7,5	7,0	4,6	2,2	6,1	12,0	7,7	3,3

Источник: ФНС России, Росстат, Журнал Уголь, оценки ИНП РАН.

При этом порядка 60% доходов поступают напрямую в бюджеты «угольных» регионов, снижая потребность в межбюджетных трансфертах.

В то же время налоговая отдача (отношение уплаченных налогов к выручке) угольного сектора — одна из наименьших во всей экономике: за 2014–2024 гг. она составила в среднем 6% по сравнению с 10,6% в целом по экономике, 40% — в добывающих секторах. Это означает, что государству нецелесообразно предпринимать усилия для обеспечения условий экстенсивного развития угольного сектора, так как альтернативные направления окажутся более эффективными.

Газовая отрасль. В условиях текущей глубокой структурной трансформации газовой отрасли было сложно обойтись без повышения цен на газ для внутренних потребителей. В результате, за 2022–2025 гг. тарифы на газ для разных категорий потребителей возросли на 39–64%²¹⁰ (39% — для населения, 53% — для промышленности, 64% — для электроэнергетики и ЖКХ), что опережает инфляцию (38%). В том числе тарифы на

²¹⁰ Рост цены на газ в России: процесс идет все быстрее. URL: <https://oilcapital.ru/news/2025-02-13/rost-tsena-na-gaz-v-rossii-protsess-idet-vse-bystrye> (дата обращения: 15.01.2026).

транспортировку газа за последние два года увеличились на 23%, что выше инфляции за тот же период на 7 проц.п.²¹¹.

Рост тарифов на природный газ имеет проинфляционное влияние через рост себестоимости электроэнергии, промышленной продукции, особенно энергоемкой, и перевозок.

Рассмотрим направления экономической политики в газовой отрасли, которые могли бы обеспечить сдерживание роста цен на газ на внутреннем рынке. В общем виде все меры должны быть направлены на увеличение добычи и потребления за счет загрузки простаивающих мощностей; сокращение удельных затрат при производстве, транспортировке и переработке газа; повышение эффективности использования сырья и материалов и снижение потерь. При этом необходимо учитывать различие организационных структур и условий функционирования газовых компаний, которые имеют разное налоговое и рыночное регулирование²¹².

Необходимы дозагрузка избыточных добывающих мощностей в газовой отрасли (порядка 100 млрд куб. м), за содержание которых необходимо платить, и переориентация этих объемов на новые внешние рынки (страны Центральной Азии, Китай, прочие) и отрасли российской экономики.

Часть растущих затрат в газовой отрасли можно покрыть за счет индексации тарифов на газ для производителей энергоемкой продукции. Тогда рост затрат газовой промышленности частично будет покрыт за счет перераспределения маржи газоемких производств, особенно экспортно-ориентированных.

²¹¹ ФАС России проиндексирует тарифы на природный газ на 9,6% с 1 октября. URL: <https://www.garant.ru/news/1947004/> (дата обращения: 15.01.2026).

²¹² ПАО «Газпром» владеет газотранспортной инфраструктурой, отвечает за газификацию регионов, имеет монополию на трубопроводный экспорт. Независимые производители газа добывают природный газ, как на газовых месторождениях, так и попутный нефтяной газ, который после подготовки также может сдаваться в ГТС/ЕСГ. Газпром продает газ большей части населения, бюджетным и жилищно-коммунальным организациям по регулируемым ценам. Остальные компании продают газ в основном промышленным предприятиям и крупным производителям электроэнергии и тепла по нерегулируемым ценам, а за пользование инфраструктурой платят тариф за транспортировку, который устанавливается ПАО «Газпром» и регулируется ФАС. При этом тарифы на транспортировку своего газа ПАО «Газпром» не раскрывает. В структуре выручки ПАО «Газпром» и НК в 2019 г. есть следующие различия: производственные затраты — 25% и 11% соответственно, транспортные затраты — 13% и 36%, налоги — 32% и 14%, амортизация — 13% и 5%, прибыль — 18% и 34%.

Ключевым резервом для сдерживания цен является системная оптимизация операционных затрат по всей цепочке создания стоимости.

Целевыми направлениями для снижения издержек могут стать: переход на импортозамещенное или отечественное оборудование; повышение прозрачности операционных затрат; оптимизация фискальной нагрузки.

По нашим оценкам, потенциал для оптимизации есть на каждом направлении затрат. К примеру, снижение только производственных затрат на 20% снизит цену газа на внутреннем рынке на 6%.

Предлагается использовать специфику и различия газовых компаний для снижения общих затрат в отрасли и сдерживания роста цен. Специфические различия газовых компаний по структуре затрат и компетенциям могут быть использованы для развития отрасли, которое бы позитивно сказалось бы на сдерживании цен.

Учет преимуществ отдельных газовых компаний может быть использован напрямую при совместном развитии проектов с участием нескольких российских игроков или в консорциуме с международными партнерами. Примером такого взаимодействия могут стать нефтегазовые проекты на о. Сахалин, где присутствуют как ПАО «Газпром», так и ПАО «НК «Роснефть»»²¹³.

Прочие газовые компании (кроме ПАО «Газпром») могли бы получать более низкий (или дифференцированный) тариф на транспортировку своего газа в обмен на обязательство поставлять определенные объемы в отдельные регионы.

С точки зрения снижения затрат продуктивны совместное создание или финансирование отраслевых сервисных и инженеринговых компаний, объединение заказов на разработку и производство оборудования.

Электроэнергетика. Основная задача энергетики как инфраструктурной основы экономики заключается в том, чтобы гарантированно обеспечивать энергией потребителей, исклю-

²¹³ Конопляник А.А. Девять «Сахалинов» или один? // Моноклъ. 2025. № 49. С. 31–39.

чая дефициты, сдерживающие бизнес. При этом управляемый рост тарифов, сохраняющийся на уровне инфляции или ниже, не только возможен, но и является важным условием экономического развития бизнеса. Другим важным фактором является обеспечение технологического суверенитета.

Перспективы развития электроэнергетики в стране определяются принятой в конце 2024 г. Генеральной схемой размещения объектов электроэнергетики до 2042 г. (Генсхема-2042). Заявленные в ней инвестиции в электроэнергетику составят порядка 40 трлн руб. По оценкам ИНП РАН, текущая Генсхема-2042 на период до 2030 г. сформирует ежегодный рост цен на электроэнергию на 1,8% выше инфляции, что скажется на инфляции, оценочно, в дополнительные 0,2–0,3 проц.п. ежегодно²¹⁴.

На наш взгляд, заявленные в Генсхеме-2042 инвестиции можно было бы снизить за счет использования более обоснованных реальных прогнозов спроса на электроэнергию и тепло, а также снижения избыточного объема капитальных затрат.

Завышение прогнозов спроса ведет к избыточному объему инвестиций.

Повышение качества прогнозов спроса на электроэнергию, внедрение в систему прогнозирования механизмов корректировки прогнозных вводов, а также ответственности потребителей за заявленные мощности (например, механизм take or pay для фиксации минимального объема покупки электроэнергии по долгосрочному контракту при новых вводах) должны снизить объемы вводов невостребованных мощностей.

Механизм дополнительных договоров о присоединении мощности формирует у генерирующих компаний стимулы к завышению объема и удельной стоимости инвестиций. Поскольку гарантированный возврат инвестиций и прибыль заложены в тариф, ключевым для инвестора становится максимизация капитальных затрат на этапе строительства, а не последующая операционная эффективность или востребованность введенной

²¹⁴ <https://ecfor.ru/publication/planirovanie-v-elektroenergetike-prognoz-tseny-na-elektroenergiju/>

мощности со стороны потребителей.

На необходимые объекты генерации в дефицитных регионах (т.е. на точно востребованный спрос) целесообразно было бы выделять льготное финансирование, это снизит себестоимость энергии и инфляционное давление на экономику. Другим вариантом финансирования может быть использование средств потребителей для строительства необходимой генерации с гарантированным спросом.

Реализация крупных инвестиций в электроэнергетику должна происходить на базе загрузки отечественного машиностроения, что создает мультипликативные эффекты в экономике. Организация серийного производства отечественного оборудования для энергетики и переход к серийному строительству типовых энергоблоков позволят снизить стоимость строительства генерирующих объектов и удельные капитальные затраты.

При стабильном спросе со стороны отечественных генерирующих компаний и обеспечении производства энергооборудования, в том числе с помощью отраслевого заказа на оборудование, появляется возможность для качественного технологического развития производителей энергооборудования.

Развитие энергомашиностроения, в свою очередь, будет стимулировать смежные отрасли: металлургию, станкостроение, приборостроение и научно-исследовательский сектор, создавая новые высокотехнологичные рабочие места и компетенции. Переход к серийному выпуску, например, газовых турбин большой мощности, по различным оценкам, позволяет сократить стоимость одной турбины на треть²¹⁵.

Полезно было бы также развивать малую генерацию на базе отечественного оборудования, сроки и стоимость строительства которой меньше. Такие проекты могут реализовываться на локальных видах топлива и не требуют строительства дорогих магистральных сетей. В этом случае может быть на практике в значимых масштабах и экономически выгодно реализована концепция распределенной энергетики с возможностью приема в

²¹⁵ <https://ecfor.ru/publication/nauchno-tehnologicheskoe-razvitie-energetiki/>

сеть избыточной электроэнергии от частных малых генераторов.

Сфера жилищно-коммунального хозяйства и теплоснабжения. Рост цен на услуги ЖКХ влияет на инфляцию через прямое увеличение индекса потребительских цен (ИПЦ) за счет своего значительного веса в потребительской корзине (8–10 проц. п. в методологии Росстата). Кроме того, рост цен на услуги ЖКХ косвенно влияет на инфляцию через снижение реальных располагаемых доходов населения. Совокупные затраты населения на услуги ЖКХ составляют более 2 трлн руб., в том числе без учета затрат на газ и электроэнергию, которые составляют более 1 трлн руб.²¹⁶ То есть совокупно услуги ЖКХ составляют порядка 10–11% в структуре расходов домохозяйств (по данным Росстата).

Сфера ЖКХ в России в настоящее время характеризуется наличием системных проблем, которые приводят к постоянному росту затрат при одновременном сохранении низкого качества предоставляемых услуг.

Высокий уровень износа основных фондов в системах ЖКХ (водоснабжении и теплоснабжении), достигающий 50–70%, порождает колоссальные потери ресурсов (тепла и воды) в трубопроводных системах. Финансовая нагрузка от этих потерь, в конечном счете, закладывается в тарифы для населения и бизнеса.

Динамика тарифов на услуги ЖКХ в период 2019–2024 гг. отставала от общей инфляции. Большинство базовых услуг — водоснабжение, отопление и электроэнергия — подорожали на 30–40%, что свидетельствует о сдерживании тарифов со стороны государства (Таблица 6.13). Однако даже этот относительно умеренный рост, затрагивающий обязательные и неэластичные расходы потребителей, оказывает давление на общий уровень инфляции.

Значимой проблемой видится стремительный рост взносов на капитальный ремонт, который значительно опередил не

²¹⁶ По данным из формы 22-ЖКХ.

только общую инфляцию, но и рост тарифов на другие коммунальные услуги. Это означает, что ключевой резерв для повышения эффективности жилищно-коммунальной сферы сосредоточен, в том числе в области управления затратами на капремонт.

Таблица 6.13. Динамика цен на услуги ЖКХ в 2019–2025 гг.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024 к 2019
Взносы на капитальный ремонт, м2	7,5	8,1	9,2	10,5	11,6	12,8	70%
Водоснабжение горячее, куб. м	151,3	156,8	161,9	185,8	185,3	206,0	36%
Отопление, Гкал	1 895,3	1 930,5	2 083,5	2 377,4	2 403,1	2 653,4	40%
Водоснабжение холодное, куб. м	29,5	30,5	31,6	36,3	36,3	40,4	37%
Водоотведение, куб. м	25,2	26,3	27,0	31,4	31,3	34,6	38%
Электроэнергия в квартирах без электроплит, кВт.ч	4,0	4,2	4,3	4,8	4,8	5,2	30%
Электроэнергия в квартирах с электроплитами, кВт.ч	2,9	3,0	3,2	3,6	3,6	3,9	33%

Источник: ЕМИСС.

Тарифное регулирование в ЖКХ может быть пересмотрено таким образом, чтобы создавать прямые экономические стимулы для сокращения издержек. Вместо системы, закладывающей в тариф все фактические затраты, необходимо внедрить механизмы, при которых доходность ресурсоснабжающих организаций напрямую зависит от их способности снижать операционные расходы и минимизировать потери. Такой подход создаст конкурентные преимущества для наиболее эффективных компаний и будет способствовать системному снижению затрат всей отрасли, что, в конечном итоге, стабилизирует тарифы для потребителей.

Данная модель регулирования должна поощрять инвестиции в модернизацию инфраструктуры, но не через автоматическое включение затрат в тариф, а через создание условий, когда снижение издержек становится экономически выгодным для самих операторов. Это потребует перехода от компенсационной логики «затраты плюс» к системе целевых показателей эффективности, где основным критерием успеха становится не объем затрат, а достижение измеримых результатов в снижении себестоимости услуг при сохранении их качества²¹⁷.

Комплексная реализация этих мер формирует новую парадигму в жилищно-коммунальном хозяйстве: переход от отрасли с постоянным ростом издержек к сектору с управляемыми и снижающимися удельными затратами. Такой подход не только повышает качество услуг, но и вносит вклад в общее снижение инфляционного давления в экономике, поскольку разрывает связь между модернизацией инфраструктуры и обязательным ростом тарифов.

Энергоэффективность может быть повышена за счет широкого внедрения модели энергосервисных контрактов. В этой схеме подрядчик самостоятельно финансирует модернизацию систем отопления, утепления и освещения, а его вознаграждение формируется из части средств, сэкономленных на оплате энергоресурсов в течение последующих лет. Для муниципалитетов и потребителей это означает отсутствие необходимости в крупных единовременных расходах при гарантированном снижении будущих платежей. Такой механизм создает прямую заинтересованность в использовании наиболее эффективных технологий и оптимизирует расходы без инфляционного давления²¹⁸.

Организационные решения помогли бы повысить прозрачность формирования и расходования средств на управление

²¹⁷ Семикашев В.В. «Одна из лучших трат денег в стране — строительство энергетических объектов, эффективных и востребованных». Журнал «Вести в электроэнергетике» 2025. № 5 (139).

²¹⁸ Гужов С.В. Энергосервисные контракты и аспекты потребительского менеджмента // Энергосбережение. 2014. № 1. С. 44–48.

жилыми фондами, оптимизировать процедуры проведения работ и усилить контроль за целевым использованием средств, что замедлит роста общих расходов на ЖКУ без ущерба для качества услуг.

Эффективная модернизация ЖКХ требует массового внедрения доступного отечественного оборудования, специально созданного для российских условий. Речь идет о серийном производстве «умных» счетчиков для всех ресурсов, современных насосов для систем водоснабжения, оборудования для котельных, а также цифровых систем управления инженерными системами зданий. Такой подход не только удешевит и ускорит обновление изношенной инфраструктуры, сократив потери и энергозатраты, но и создаст устойчивый промышленный спрос, стимулируя достижение технологического суверенитета и создавая высокотехнологичные рабочие места внутри страны.

Цифровизация инфраструктуры ЖКХ позволяет перейти от реагирования на аварии к управлению активами на основе данных. Внедрение интеллектуальных систем учета коммунальных ресурсов обеспечивает точный мониторинг потребления, оперативное выявление потерь и утечек, а также создает основу для полного перехода на расчеты по фактическому потреблению. По нашим оценкам, внедрение домохозяйствами только счетчиков и интеллектуальных систем регулирования потребления энергии может сократить энергопотребление на 20–40%. Одновременно создание цифровых моделей (или двойников) инженерных сетей дает возможность прогнозировать износ оборудования, оптимизировать режимы работы и планировать ремонты. Эти меры снижают операционные издержки и уменьшают объем потерь, что напрямую способствует стабилизации тарифов.

В целом, по нашим оценкам, потенциал повышения производительности труда в ЖКХ при этом составляет 20–25% к 2030 г.²¹⁹.

²¹⁹ Гайворонская М.С. Возможности роста производительности трудовых ресурсов в ЖКХ за счет новых технологий и цифровизации // VIII Санкт-Петербургский экономический конгресс (СПЭК-2025) «Труд и трансформация общества: знание, творчество, ноономика», 8–9 апреля, г. Санкт-Петербург.

Отрасли ТЭК и государственная бюджетная система формируют взаимосвязанную систему финансовых потоков. Хотя потоки от отраслей ТЭК в бюджетную систему значительно крупнее, однако бюджетные расходы тоже важны для отраслей ТЭК и для потребителей энергетической продукции (Рисунок 6.2).

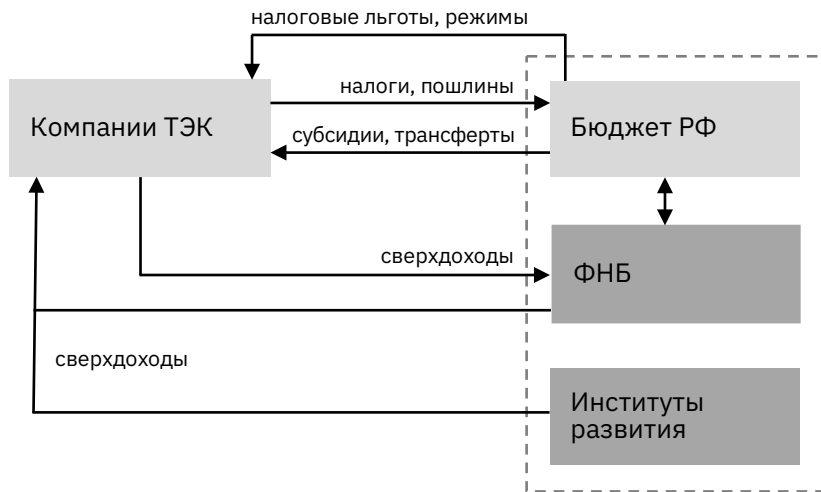


Рис. 6.2. Взаимосвязи между отраслями ТЭК и бюджетной системой России

Источник: составлено ИНП РАН

В последние годы доля нефтегазовых доходов федерального бюджета находилась в пределах 23–42%, с точки зрения наполнения бюджета отрасли ТЭК все еще играют важную роль.

Доходы отраслей ТЭК существенно влияют на бюджеты добывающих регионов, обеспечивая высокий относительно других регионов уровень жизни, развитие инфраструктуры, промышленности и социальной сферы. Так, основными нефтегазовыми регионами являются Тюменская область (ХМАО — преимущественно добыча нефти, ЯНАО — газа), Республика Татарстан, Красноярский край (крупнейший проект «Восток Ойл»), Иркутская область и Саха Якутия (центры газодобычи в Восточной Сибири), Сахалинская область (добыча нефти и газа, производство СПГ), Оренбургская область (переработка газа) и др. Основными угольными регионами, обеспечивающими

экспорт и внутренний рынок, являются Кемеровская область, Республика Саха (Якутия), Республика Хакасия, Красноярский край, Забайкальский край и другие. Региональные бюджеты Сахалинской²²⁰ и Тюменской²²¹ областей на 60% зависят от нефтегазовых доходов.

В соответствии с бюджетным правилом сверхдоходы от нефти и газа, получаемые при превышении назначаемой цены отсекаются, направляются в Фонд национального благосостояния, формируя резервы, которые могут быть потрачены на реализацию национальных целей и приоритетных проектов для государства.

Отрасли ТЭК получают различного рода меры поддержки и выплаты из бюджета как напрямую через прямое финансирование, субсидии и компенсации, так и косвенно через налоговые преференции и создание льготных экономических условий.

Финансирование проектов в отраслях ТЭК с помощью ФНБ раскрывает первое направление обратного потока финансов, который направлен на стимулирование новых проектов, поддержание социальной стабильности и выполнение стратегических задач. Среди проектов, получивших поддержку от ФНБ, связанных с отраслями ТЭК, — Восточный полигон (расширение сети ЖД на востоке страны), Восток Ойл, газоперерабатывающий комплекс в Усть-Луге, Мурманский транспортный узел, порты в Усть-Луге и на Сахалине и др.

Отдельное направление — финансирование государственными программами и институтами развития проектов в сфере ТЭК. Поддержка ТЭК интегрирована в более широкие национальные программы территориального развития, такие как госпрограммы по развитию Арктики или Дальнего Востока, которые часто включают крупные энергетические и инфраструктурные компоненты. Другим примером такого стратегического

²²⁰ Сахалин привлекает рекордные инвестиции в нефтегаз на фоне санкций. URL: <https://clck.ru/3RNv2m> (дата обращения: 21.01.2026).

²²¹ ФНС назвала главные отрасли, формирующие доходы бюджета Тюменской области. URL: <https://t.rbc.ru/tyumen/29/10/2025/68ff39ad9a7947ef4e7c8e14> (дата обращения: 21.01.2026)

инвестирования является прямое финансирование мегапроектов за счет средств ФНБ или через институты развития, что позволяет реализовывать инициативы, непосильные для частного капитала из-за своего масштаба, сложности или стратегического значения.

Государство также использует инструменты косвенной поддержки, создавая специальные экономические условия для снижения рисков и повышения инвестиционной привлекательности ключевых проектов. Основу этого направления составляют специальные налоговые режимы, такие как льготы по НДС, освобождение от налогов ряда передовых проектов, налоговые вычеты и др.

Прямая поддержка осуществляется через адресное выделение государственных средств на покрытие конкретных затрат или целевые инвестиции, например, программа Северного завоза или субсидирование оплаты ЖКУ²²².

За счет повышения эффективности функционирования отраслей ТЭК, внедрения новых технологических решений отечественной разработки, более тщательного выбора инвестиционных проектов с учетом их влияния на инфляцию можно сформировать условия для сдерживания цен в ТЭК и ЖКХ.

Для сдерживания роста цен на газ на внутреннем рынке необходим комплексный подход, сочетающий меры по повышению эффективности в производстве и транспортировке природного газа и справедливому перераспределению финансовых потоков. Ключевыми направлениями являются дозагрузка избыточных мощностей через экспорт и газохимию, а также взвешенная тарифная политика, увязанная с конъюнктурой рынков продукции газоемких отраслей. Системная оптимизация операционных затрат, особенно в транспортировке и налогообложении, и внедрение новых технологий представляют значительный

²²² С 1 января у северного завоза появились морской оператор и цифровая платформа. URL: <https://rg.ru/2026/01/20/reg-szfo/s-1-ianvaria-u-severnogo-zavoza-roiavilis-morskoj-operator-i-cifrovaia-platforma.html> (дата обращения: 21.01.2026); регионы получают 2,8 млрд рублей на компенсации по ЖКУ. URL: <https://www.erussia.ru/news/base/2025/5452085.htm> (дата обращения: 21.01.2026).

резерв для снижения себестоимости через рост эффективности. Наконец, поощрение компаний к кооперации позволит использовать конкурентные преимущества каждого игрока на благо всей отрасли и экономики страны. Реализация этих мер в рамках скоординированной государственной политики поможет смягчить влияние роста цен на газ на инфляцию, поддержать спрос на природный газ и создать условия для устойчивого развития газового сектора.

Принятые в рамках утвержденной версии Генсхемы-2042 планы развития российской электроэнергетики могут привести к ускоренному росту цен на электроэнергию, что, в свою очередь, будет негативно влиять на общий уровень цен и макроэкономическую динамику.

Важным фактором неэффективности выступают системные искажения вследствие реализации механизма ДПМ, который стимулирует избыточное капиталоемкое строительство без должной увязки с реальной потребностью энергосистемы, закладывая высокую долгосрочную стоимость электроэнергии и снижая общую эффективность энергосистемы.

Ключевыми шагами по недопущению этого должны стать использование реалистичных прогнозов спроса, льготное финансирование востребованных инвестиционных проектов (в зонах энергодефицита), масштабирование серийного производства отечественного оборудования и трансформация модели рынка электроэнергии и мощности (в том числе с учетом специфики разных типов генерации).

Такой подход позволит снизить системные затраты и себестоимость энергии, создать стимулы для обеспечения технологического суверенитета в энергомашиностроении и сформировать более сбалансированную и экономически эффективную энергетическую систему, что является основой для долгосрочной конкурентоспособности всей экономики.

Переход к эффективной модели управления ЖКХ требует комплексной реформы по трем направлениям: изменение тарифного регулирования для стимулирования снижения издержек, внедрение современных финансовых инструментов

(например, энергосервисных контрактов) и организационных схем (сокращение числа МУПов) для модернизации без роста тарифов, а также технологическая трансформация через цифровизацию и развитие отечественного производства оборудования. Системная оптимизация ЖКХ может обеспечить экономию финансовых ресурсов более 1 трлн руб. за счет снижения потерь энергоресурсов (тепла и электроэнергии) и воды при транспортировке в изношенных сетях, уменьшения операционных расходов через внедрение цифровых систем управления, энергоэффективного оборудования и оптимизации организационных процессов.

Всего в ЖКХ, по нашим оценкам, могут быть реализованы порядка 4–8 трлн руб. эффективных инвестиций в модернизацию. Кроме прямых эффектов в виде повышения эффективности и сокращения удельной себестоимости услуг, такие инвестиции создадут условия для развития смежных отраслей отечественной промышленности — производства энергоэффективного оборудования, датчиков, систем управления и программного обеспечения, способствуя импортозамещению, технологическому развитию и созданию высококвалифицированных рабочих мест. Так как инвестиции носят капитальный, а не потребительский характер, они будут работать на долгосрочный рост производительности в секторе, не разгоняя инфляцию спроса. При этом возрастет и качество услуг, а субсидии и дотации в ЖКХ из бюджетной системы сократятся.

Взаимодействие между отраслями ТЭК и бюджетной системой РФ носит сложные многоуровневый характер, что следует учитывать при формировании как энергетической политики (с точки зрения влияния на бюджеты), так и в сфере бюджетной политики и ДКП, так как принимаемые решения могут оказывать влияние на функционирование отраслей ТЭК, что, в свою очередь, может повлечь еще большие проблемы для бюджетной системы или макрофинансовой ситуации.

6.4. Задачи и механизмы перспективного развития АПК России в контексте ограничений денежно-кредитной и бюджетной политики

Рост валовых сборов большинства сельхозкультур²²³ (после неурожайного 2024 г.) и производства молока и яиц, наряду с высоким курсом рубля и низкими мировыми ценами на продукцию АПК, предопределил умеренное снижение продовольственной инфляции к концу 2025 г. Вместе с тем, ценовая ситуация на внутреннем рынке остается неустойчивой вследствие сохранения рисков ослабления рубля, ужесточения санкционного давления в технологической сфере, сокращения аграрного производства в приграничных регионах из-за военных действий, ухудшения эпизоотической ситуации в животноводстве, а также вероятной активизации аграрного экспорта в первой половине 2026 г.

Возможности оперативного влияния на продовольственную инфляцию с помощью инструментов ДКП и БП представляются крайне ограниченными. Основным каналом влияния остается валютный канал — в силу того, что изменения курса рубля отражаются в ценах на продукцию АПК и в экспортно-ориентированных секторах, и в тех сегментах рынка, где сохраняются значимые объемы импорта продовольствия, и даже там, где внутренние потребности обеспечиваются за счет отечественного производства, но при этом цены реализации формируются в привязке к себестоимости продукции, а в структуре затрат существенная доля приходится на импортируемые или экспортируемые ресурсы.

Вместе с тем, концепция плавающего валютного курса рубля, реализуемая Центральным Банком РФ, не предполагает прямого вмешательства государства в курсообразование (по крайней мере, в явном виде). Опосредованное регулирование (через изменение долгосрочных ставок денежного рынка и вли-

²²³ По предварительным оценкам, валовые сборы зерна в РФ увеличатся со 125,8 млн т в 2024 г. до 135 млн т в 2025 г., масличных культур — с 30,2 млн т до 33–34 млн т, сахарной свеклы — с 45,1 млн т до 48 млн т, картофеля (в организованном секторе) — с 7,3 млн т до 8 млн т.

яние на инфляционные ожидания) вряд ли способно обеспечить стабильность курса рубля или его эффективную синхронизацию с колебаниями внешнеторговой конъюнктуры. Таким образом, валютный канал влияния не может целенаправленно использоваться в рамках политики оперативного регулирования в целях сдерживания продовольственной инфляции.

Влияние ДКП и БП на объемы внутреннего спроса на продовольствие представляется неоднозначным. С одной стороны, политика поддержания высоких процентных ставок в экономике снижает инвестиционную и производственную активность бизнеса, охлаждая рынок труда и уменьшая доходы населения за счет сокращения занятости и среднего уровня зарплат (по сравнению со сценарием низких процентных ставок).

Расходы на товары первой необходимости, включая базовые продукты питания более устойчивы к ценовым колебаниям. Возможно даже некоторое повышение расходов на них при снижении экономической или физической доступности непродовольственных товаров. С учетом этого, вероятно, можно говорить о том, что денежно-кредитная политика в целом нейтральна по отношению к потребительскому спросу на продовольствие.

Спад экономической активности в России, обусловленный высокими процентными ставками и укреплением рубля, снижающим доходность и ценовую конкурентоспособность внутренних производителей на отечественном и внешних рынках, негативно отражается на налоговых поступлениях в бюджет. Бюджетные расходы, напротив, при прочих равных условиях растут в связи с повышением затрат на субсидирование ранее выданных кредитов с фиксированной льготной ставкой. Таким образом, жесткая денежно-кредитная политика создает предпосылки для наращивания дефицита бюджета и государственного долга, либо для принятия бюджетных ограничений и секвестра расходов по отдельным направлениям. В первую очередь, сокращаются затраты по программам инфраструктурного развития и поддержки экономики, в то время как финансирование социальной части расходов бюджета в большей мере сохраняется. В результате та часть внутреннего спроса на продовольствие, которая связана

с оплатой труда в бюджетной сфере, пенсиями и социальными пособиями, остается относительно устойчивой к изменению параметров ДКП и БП.

В свою очередь, распределение бюджетных ресурсов в рамках программ поддержки экономики также выстроено иерархично. В частности, в Госпрограмме развития сельского хозяйства приоритет негласно отдается финансированию краткосрочного льготного кредитования и субсидированию текущего производства — при необходимости на данные направления расходов могут быть выделены (и регулярно выделялись) дополнительные бюджетные ассигнования. Источниками для перераспределения ресурсов в ретроспективе становились такие направления, как стимулирование инвестиционной деятельности в АПК, агрострахование, техническая модернизация АПК, развитие мелиоративного комплекса, комплексное развитие сельских территорий²²⁴. Иными словами, под сокращение попадали затраты на технологическое и инфраструктурное развитие, тогда как финансирование мероприятий, от которых зависели объемы текущего аграрного производства, сохранялось или даже увеличивалось. Таким образом, ДКП и БП оказывалась нейтральной и по отношению к внутреннему производству продукции АПК в краткосрочной перспективе.

Повышение стоимости заемного капитала и доходности финансовых инструментов, наряду с сокращением расходов бюджета на поддержку частных проектов и на программы технологического и инфраструктурного развития, снижает инвестиционную активность в экономике в целом и в АПК, в частности (по сравнению со сценарием низких процентных ставок). Это, безусловно, влияет на производственный потенциал сельского хозяйства и пищевой промышленности в среднесрочной перспективе, но текущую производственную деятельность предприятий АПК затрагивает в меньшей степени²²⁵.

²²⁴ Последние два направления были выведены из Госпрограммы развития сельского хозяйства. По ним в настоящее время реализуются отдельные Государственные программы.

²²⁵ Как уже ранее отмечалось, программы краткосрочного льготного кредито-

Обобщая, можно сделать вывод о том, что решения по ДКП и БП, как правило, имеют слабое влияние на объемы внутреннего спроса и предложения и на текущую динамику цен, за исключением случаев, когда эти решения приводят к заметному изменению курса рубля. Влияние ДКП и БП на развитие АПК и на продовольственную инфляцию в среднесрочной перспективе, напротив, является значительным, так как от стоимости заемного капитала и расходов бюджета на поддержку инвестиционной деятельности зависит производственный потенциал АПК, определяющий ценовые параметры, физические объемы и ассортиментное разнообразие внутреннего предложения продовольствия.

Поскольку рост цен на продукты питания в России определяется преимущественно немонетарными факторами, инструменты ДКП не могут быть механизмами оперативного снижения продовольственной инфляции (и не должны рассматриваться в качестве таких механизмов). Для этих целей существуют и активно используются различные инструменты агропродовольственной, промышленной, таможенной, налоговой, институциональной и антимонопольной политики. То, что в ретроспективе наблюдались большие колебания продовольственной инфляции и длительные периоды повышенного роста потребительских цен, свидетельствует, с одной стороны, о влиянии различных дисбалансов и факторов неустойчивости, которые проявляются практически во всех развивающихся экономиках с динамично растущим потребительским рынком, а с другой стороны, — о неэффективности действующей системы регулирования в части защиты внутренних производителей и потребителей продовольствия от макроэкономических и внешнеторговых рисков.

Повышение эффективности этой системы предполагает не только и не столько изменение принципов и институтов регулирования, сколько последовательное развитие производствен-

ния финансируется в приоритетном порядке. Но в силу ограниченности бюджетных ресурсов не все предприятия АПК имеют доступ к льготным кредитам и вынуждены привлекать оборотное финансирование по рыночным ставкам, которые растут при повышении ключевой ставки ЦБ РФ.

ной, логистической и прочей физической инфраструктуры для уменьшения рисков, например, зависимости от импорта, и для наращивания «мощности» (т.е. реальных возможностей) регулирования.

В качестве иллюстрации можно привести ситуацию с использованием механизма закупочных и товарных интервенций на зерновом рынке РФ. В ретроспективе объемы закупок составляли от нескольких сотен тысяч тонн до нескольких миллионов тонн (при валовых сборах в среднем за 2020–2024 гг. на уровне 136,6 млн т). Очевидно, что интервенции в таких масштабах не способны существенно повлиять на цены внутреннего рынка ни в ситуации перепроизводства, ни в ситуации неурожая. Ключевым ограничением остается недостаточный уровень развития инфраструктуры хранения зерна и системы инспекционного контроля резервов государственного интервенционного фонда. Процесс снятия инфраструктурных ограничений является долгосрочным, но решение этих проблем позволит всерьез обсуждать и использовать различные механизмы регулирования, альтернативные, например, плавающим экспортным пошлинам и изменениям ключевой ставки ЦБ РФ (или — что более эффективно — дополняющие их).

При оценке перспектив развития АПК и снижения продовольственной инфляции необходимо разделять тактические и стратегические задачи. В ближайшие несколько лет в РФ, вероятно, будут сохраняться жесткие ограничения денежно-кредитной и бюджетной политики, сокращающие ресурсные возможности для решения проблем технологической модернизации АПК и инфраструктурного развития. Поддержание сравнительно высокого уровня процентных ставок в российской экономике (в сочетании с низкой конъюнктурой аграрного экспорта) предопределяет продолжение инвестиционной паузы в сельском хозяйстве и пищевой промышленности. В связи с этим главными задачами государственной агропродовольственной политики *в краткосрочной перспективе* будут: поддержание финансовой устойчивости текущего производства продукции АПК с целью недопущения кассовых разрывов и провалов в объемах выпуска

и внутреннего предложения; обеспечение конкурентоспособности и поддержка роста внутреннего производства критически важных ресурсов текущего производственного и инвестиционного потребления; сглаживание влияния колебаний внешнеторговой конъюнктуры и кризисов перепроизводства на ценовую динамику внутренних аграрных рынков²²⁶ для снижения волатильности цен на продовольствие.

В среднесрочной перспективе — по мере снижения процентных ставок в экономике — важно активизировать политику технологической модернизации и инфраструктурного развития АПК. В качестве приоритетного механизма стимулирования инвестиционной деятельности следует использовать возмещение части понесенных капитальных затрат (вероятно, с уменьшением числа субсидируемых проектов из-за лимитов финансирования). Переход к плавающей ставке по льготным кредитам хотя и переносит часть финансовой нагрузки на предприятия АПК, но сохраняет для государства риски повышения бюджетных расходов по соответствующим программам при ужесточении ДКП. Для получателей льготных кредитов также формируются риски снижения финансовой устойчивости из-за возможного роста процентных платежей.

Помимо обеспечения технологического суверенитета, основными направлениями инвестиций в АПК в среднесрочной перспективе должны стать следующие направления: модер-

²²⁶ На наш взгляд, при нынешнем уровне инфраструктурного и институционального развития рынков зерна и масложировой продукции в России плавающие экспортные пошлины остаются безальтернативным механизмом поддержания стабильности внутренних цен. Более того, в текущих сложных экономических условиях экспортные пошлины стали важным инструментом межрегионального и межотраслевого (внутри АПК) перераспределения доходов, что позволило снять часть финансовой нагрузки с бюджета. Безусловно, можно и нужно обсуждать параметры расчёта пошлин, определяющие объёмы изъятия и перераспределения, а также совершенствовать систему регулирования за счёт более интенсивного использования интервенций и других инструментов. Но в целом механизм плавающих экспортных пошлин представляется полезным как для решения проблем пространственного развития и межотраслевого взаимодействия в АПК, так и для регулирования ценовой динамики внутреннего агропродовольственного рынка и фискальной политики.

В то же время следует рассмотреть вопрос введения (возврата) аналогичных плавающих экспортных пошлин на минеральные удобрения с целью обеспечения стабильности внутренних цен. В ретроспективе колебания конъюнктуры мирового рынка отражались в динамике внутренних цен на минеральные удобрения и издержках сельхозпроизводителей.

низация внутреннего производства в секторах, где не выполняются критерии продовольственной безопасности; развитие логистической инфраструктуры внутренних аграрных рынков; восстановление почвенного плодородия и адаптация к ожидаемым средне- и долгосрочным изменениям агроклиматических условий.

Структурно-технологическая модернизация в молочном скотоводстве, садоводстве, овощеводстве и картофелеводстве формирует предпосылки для наращивания внутреннего производства и насыщения соответствующих сегментов агропродовольственного рынка. Для уменьшения влияния сезонности производства на цены реализации и эффективного балансирования предложения со спросом в этих секторах потребуется форсированное развитие первичной и глубокой переработки аграрного сырья, а также инфраструктуры длительного хранения плодовоовощной продукции и оптово-распределительных центров. Это также позволит уменьшить масштабы потерь аграрного сырья и создаст возможности для большего вовлечения в рыночный оборот продукции малых хозяйств, включая личные подсобные хозяйства населения.

Развивая сеть сельских заготовительных пунктов и увеличивая закупки плодовоовощной продукции у местного населения, государство может стать маркетмейкером на этом рынке, что обеспечит, с одной стороны, бóльшую ценовую стабильность и прозрачность операций, а с другой стороны, занятость сельского населения и более полное использование ресурсного потенциала неорганизованного сектора.

В настоящее время ставка делается на развитие агроагрегаторов, т.е. организаций (как правило, частных), занимающихся закупкой, первичной и последующей переработкой, хранением и сбытом фермерской продукции. По сути, агроагрегаторы будут выполнять функции сельскохозяйственных потребительских кооперативов, имея господдержку в виде льготных кредитов, возмещения части затрат на закупки фермерской продукции и на обновление основных фондов. Эта система имеет свои преимущества (большую гибкость, меньшую нагрузку на бюджет), но не

предоставляет тех же возможностей по управлению товарными потоками и ценообразованию, которые обеспечивает централизованная система госзакупок.

Еще одна инициатива Минсельхоза РФ, которая сейчас обсуждается в экспертном сообществе, предполагает внесение поправок в Федеральный закон № 381-ФЗ от 28.12.2009 «Об основах регулирования торговой деятельности в Российской Федерации», касающихся долгосрочных контрактов на поставки отдельных продуктов питания. Предусматривается, что эти контракты должны заключаться между торговыми сетями и поставщиками, включая агроагрегаторов, на срок от 1 года и устанавливать цену (с возможностью ее изменения не чаще одного раза в год, за исключением форс-мажора) или формулу расчета цены. При этом расторгнуть долгосрочный контракт в одностороннем порядке будет нельзя. Согласно предварительным проектировкам, доля продаж по таким контрактам в общей структуре продаж соответствующей продукции в торговых сетях к 2028 г. должна составить 90%. Предполагается, что переход на такую форму взаимоотношений поставщиков и ритейла позволит избежать значительных колебаний розничных цен на продукты питания.

Вместе с тем, вызывают сомнения как возможности взаимовыгодного исполнения этих контрактов в условиях высокой сезонности и изменчивой себестоимости производства ряда продуктов, так и возможности эффективного вмешательства государства в торговые отношения с учетом различий в переговорных позициях (рыночной силе) торговых сетей и поставщиков продовольствия. Это не первая попытка регулирования деятельности розничной торговли — в частности, ранее принимались законодательные ограничения на размер ретро-бонусов или заключение договоров комиссии. Регуляторные ограничения формально выполнялись, но схемы взаимодействия ритейла и поставщиков менялись таким образом, что реальная практика и распределение доходов в этой цепочке оставались прежними. Для изменения ситуации в сфере контрактования и ценообразования нужны либо рабочие схемы, которые будут

позитивно восприняты торговыми сетями, либо развитие альтернативных каналов розничной торговли продовольствием, включая маркетплейсы, либо усиление рыночных позиций поставщиков продуктов питания, в том числе за счет создания агроагрегаторов.

Наращивание объемов производства в экспортно-ориентированных секторах АПК должно быть согласовано с тенденциями изменения внутреннего спроса и возможностями экспорта. Требуется не только развитие экспортно-логистической инфраструктуры, но и реализация инвестпроектов по увеличению элеваторных мощностей для хранения зерна и маслосемян внутри страны. Снятие физических ограничений в этой области позволит эффективно балансировать внутреннее предложение со спросом с помощью закупочных и товарных интервенций. Это уменьшит риски падения внутренних цен ниже установленных пороговых уровней в случае перепроизводства. Сокращение амплитуды и частоты колебаний внутренних цен на зерно и шроты снизит волатильность производственных издержек в животноводстве и розничных цен на мясомолочную продукцию и яйца.

Опыт использования механизма интервенций на рынке зерна в развитых странах (ЕС, США) свидетельствует о том, что существуют риски накопления избыточных запасов, потери качества закупленной продукции при длительных сроках и ненадлежащих условиях хранения, снижения конкурентоспособности национальных поставщиков на глобальном агропродовольственном рынке в случае поддержания сравнительно высоких внутренних цен. Минимизация этих рисков предполагает установление широкого ценового коридора со сравнительно низкими ценами закупок и их корректировкой в начале сезона в соответствии с объемами ранее накопленных запасов²²⁷, обеспечение высокой оборачиваемости запасов государственного

²²⁷ При высоких ранее накопленных запасах регулятор должен снижать в начале сезона цены закупок, при низких запасах — повышать цены. Это даст внутренним производителям ценовой сигнал о том, какие культуры следует выращивать в новом сезоне, чтобы не создавать ситуацию перепроизводства и избыточной нагрузки на государственный интервенционный фонд.

интервенционного фонда (за счет регулярных продаж запасов на экспорт даже при низкой внешнеторговой конъюнктуре), развитие рынка сюрвейерских услуг. В РФ закупочные и товарные интервенции проводились в ретроспективе только на рынке зерна. Но есть потенциал для распространения данного механизма также на рынки маслосемян, сахара, отдельных видов молочной продукции (сухого молока, сливочного масла).

Стабилизируя внутренние аграрные рынки и играя на них роль маркетмейкера и основного экспортера, государство может сформировать такие ценовые пропорции в АПК, которые обеспечат перераспределение части доходов внутри производственной цепочки в пользу сельского хозяйства.

Инфляционные процессы, обусловленные такими целенаправленными изменениями ценовых и финансовых пропорций в АПК, следует воспринимать не как кризисные явления, а как механизм решения стратегических задач социально-экономического развития страны, определенную плату за достижение образа «желаемого будущего» агропродовольственной системы и сельских территорий. Следует исходить из того, что умеренное повышение цен на сельхозпродукцию и поддержание их (точнее, новых ценовых пропорций) на стабильном уровне должно создать предпосылки для повышения финансовой устойчивости малых и средних хозяйств и снижения амплитуды колебаний внутренних цен в связи с колебаниями валовых сборов сельхозкультур. Это, в свою очередь, позволит избежать ситуаций резкого повышения цен на продовольствие, когда высокий урожай сменяется неурожаем. Подобное сглаживание ценовой конъюнктуры позволит быстрее перейти к смягчению ДКП.

6.5. Перспективы усиления финансового влияния на процессы в комплексе конструкционных материалов

Цели денежно-кредитной политики государства в отношении реального сектора экономики требуют корректировки с

ориентацией на решение межотраслевых задач²²⁸. Меры ДКП должны создавать возможности для выхода инвестиционной политики за пределы компетенций компаний и обеспечивать повышение эффективности действующей системы корпоративного управления. В экономике страны важно обеспечить инвестиционную поддержку процессам создания материальной основы для решения задач экономического роста²²⁹.

Влияние ДКП и финансовой системы России на процессы в комплексе конструкционных материалов (ККМ) связано с тем, что около 6% финансовых вложений в экономику приходится на предприятия комплекса. Анализ использования денежных средств ККМ на инвестиционную деятельность показывает, что ведущую роль во вложениях играет приобретение долгосрочных ценных бумаг и предоставление займов (53,8%). Это соответствует аналогичным процессам в машиностроении (53,7%), строительстве (53,1%), т. е. в менее рентабельных отраслях. Долговая нагрузка отраслей ККМ находится выше средних показателей по экономике РФ. Доля ККМ в общем объеме задолженности по кредитам и займам в РФ возросла с 10,3% в 2020 г. до 12,6% в 2023 г. За этот период финансовые вложения ККМ увеличились в 1,7–2 раза. Данный парадокс указывает на существенные изменения на глобальном и отечественном рынке финансов, свидетельствуя не столько об успехах ККМ в привлечении сторонних ресурсов, сколько о трудностях других секторов, прежде всего, машиностроения и строительства.

В оборотных активах организаций ККМ сосредоточено 11,4% (9,9% в 2020 г.) всего объема денежных средств в экономике страны. Лидером в приросте денежных средств и их эквивалентов в составе оборотных активов в 2020–2023 гг. стало производство готовых металлических изделий (рост с 319 млрд руб.

²²⁸ Медведев И.Д., Солнцев О.Г. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях структурной трансформации экономики // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 2. С. 6–28. DOI: 10.47711/2076-3182-2023-2-6-28.

²²⁹ Буданов И.А. Инвестирование как процесс накопления основного капитала страны // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 4. С. 23–47. DOI: 10.47711/2076-3182-2023-4-23-47.

Таблица 6.14. Динамика показателей убыточности в ККМ в 2020–2023 гг.

Вид экономической деятельности	2020	2021	2022	2023	Темп роста за 2020–2023, раз
Число убыточных организаций, ед.					
Деревообработка	131	95	147	171	1,31
Производство химических веществ и продуктов	168	143	158	149	0,89
Производство резиновых и пластмассовых изделий	132	93	99	86	0,65
Прочая неметаллическая минеральная продукция	410	319	219	233	0,57
Производство металлургическое	139	118	117	94	0,68
Производство готовых металлоизделий	353	271	237	221	0,63
Итого ККМ	1333	1039	977	954	0,72
Сумма убытка, млрд руб.:					
Деревообработка	60,6	16,6	37,3	77,4	1,28
Производство химических веществ и продуктов	243,0	31,8	41,2	323,7	1,33
Производство резиновых и пластмассовых изделий	9,6	6,0	18,5	7,9	0,82
Прочая неметаллическая минеральная продукция	51,2	53,7	29,8	46,8	0,91
Производство металлургическое	121,3	54,5	117,7	154,5	1,27
Производство готовых металлоизделий	49,9	40,0	47,9	42,9	0,86
Итого ККМ	535,6	202,6	292,5	653,2	1,22

Источник: расчеты ИНП РАН по данным Росстата.

до 939 млрд руб.). Для всех отраслей ККМ было характерно конвертирование запасов в денежные ресурсы, что привело к

снижению их доли в общих запасах по экономике в целом (с 11,7% до 8,2%)²³⁰.

Средний по ККМ уровень рентабельности находится на высоком уровне. Так, средняя рентабельность активов в черной металлургии за 2017–2023 гг. составила 18,6%, что в 6–7 раз выше, чем в отраслях машиностроения и в строительстве. При этом доля убыточных предприятий в 2023 г. составила примерно по 19% в металлургическом (сумма убытка 197 млрд руб.) и химическом комплексах (сумма убытка 332 млрд руб.), 22% — в производстве строительных материалов (46,8 млрд руб.), около 50% — в лесозаготовке (30,5 млрд руб.) и 44% — в деревообработке (77,4 млрд руб.) (Таблица 6.14).

Относительно высокая рентабельность производства указывает на возможности генерации денежного потока, избыточного для потребностей текущего производства и инвестиционной деятельности. В 2020-е годы объем инвестирования в основной капитал составляет около 50% величины инвестиционного ресурса ККМ (сумма чистой прибыли и амортизации) (Рисунок 6.3)²³¹.

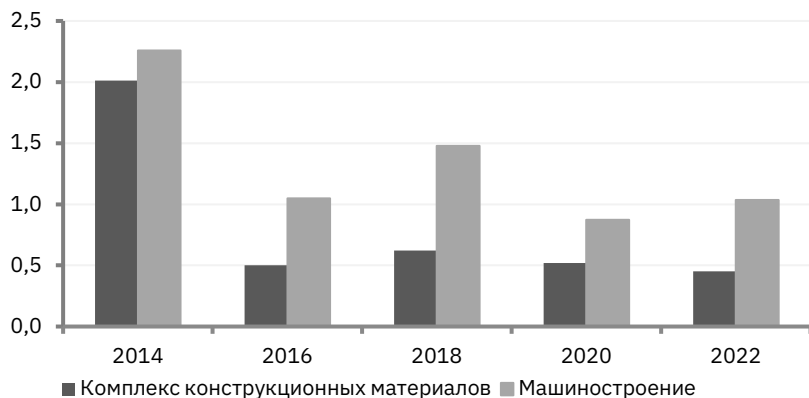


Рис. 6.3. Отношение инвестиций в основной капитал к собственному инвестиционному ресурсу в 2014–2022 гг., раз

Источник: составлено ИНП РАН по данным Росстата и ЕМИСС.

²³⁰ Финансы России. 2024: Стат.сб. / Росстат. — М., 2024. — 458 с.

²³¹ Буданов И.А., Устинов В.С. (2025). Эффективность накопления основного капитала в России: тенденции и сценарии // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. Т. 18. № 1. С. 190–205. DOI: 10.1583/jesc.2025.1.97.11.

Свободные средства размещаются на финансовом рынке. Из денежных средств, направляемых на инвестиционную деятельность, больше половины (53,8% в 2023 г.) шло на займы и приобретение долговых ценных бумаг, а 13,2% — на приобретение акций. Так, в металлургии на покупку акций (приобретение долей участия) направлялось свыше 22% средств, в то время как на поддержание и модернизацию производственного аппарата — только 19,2% располагаемых денежных средств.

Подчеркнем, что рост инвестиций в основной капитал (в 2022–2024 гг.) стал следствием повышенного внимания государства к формированию доходов и их использованию компаниями. Наблюдалось повторение ситуации 2017–2019 гг., когда рост вложений не сопровождался ростом производства, т.е. не приводил к формированию отраслевой модели инвестиционного роста.

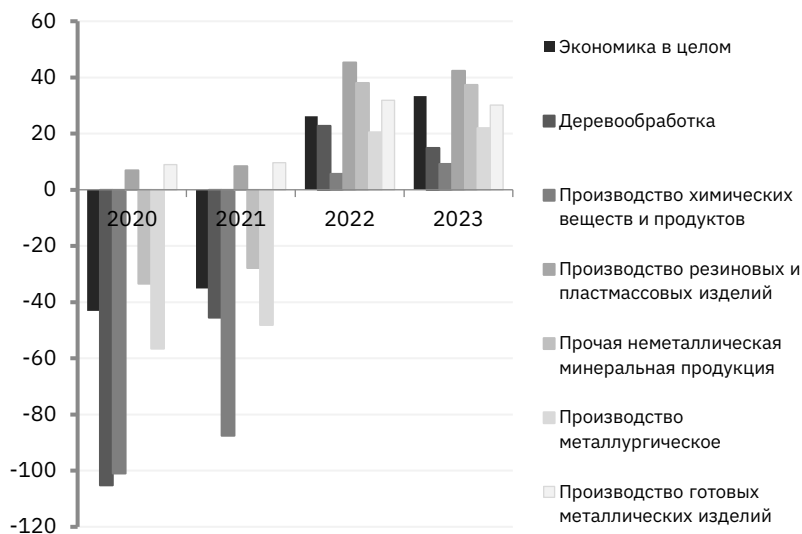


Рис. 6.4. Коэффициенты обеспеченности собственными оборотными средствами по видам экономической деятельности в 2020–2023 гг., %

Источник: составлено ИНП РАН по данным Росстата.

Отсутствие финансовых ограничений для текущей производственной деятельности — необходимое, но не достаточное усло-

вие инвестиционного развития. В сравнении с 2020 г. отмечено повышение финансовой устойчивости организаций (коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами (КОСОС) в целом по экономике возрос с –43% в 2020 г. до 33% в 2023 г.). Положительная динамика наблюдалась и в отраслях ККМ (КОСОС в деревообработке возрос с –105,2% до 14,9%, в производстве химических веществ и продуктов – с –101% до 9,2%, в металлургии – с –56,6% до 22%) (Рисунок 6.4).

Таблица 6.15. Динамика производственных и финансовых показателей производства готовых металлических изделий в 2020–2024 гг.

Показатели	2020	2021	2022	2023	Темп роста, раз
Индекс производства (2020 г. = 100%)	100,0	111,6	126,6	160,0	-
Индекс физического объема инвестиций в основной капитал (2020 г. = 100%)	100,0	129,0	116,1	179,1	-
Финансовые вложения (на конец года; млрд руб.):	518,0	530,5	518,3	607,7	1,17
в том числе долгосрочные	374,2	342,6	368,5	425,0	1,14
в том числе краткосрочные	143,8	187,9	149,8	182,7	1,27
Коэффициент автономии, %	37,5	35,7	29,2	25,5	0,68
Запасы, млрд руб.	805,8	972,4	1043,2	1478,6	1,83
Денежные средства и их эквиваленты, млрд руб.	319,0	373,7	733,9	939,1	2,94
Оборачиваемость (средний срок погашения), дней:					
оборотных активов	375	373	401	439	1,17
дебиторской задолженности	166	167	183	217	1,31

Источник: составлено ИНП РАН по данным Росстата.

Если в целом производство конструкционных материалов характеризуется быстрой оборачиваемостью дебиторской задолженности, то производство готовых металлических изделий не только уступает среднему уровню по экономике (108 дней), но и отличается увеличением сроков в 2020–2023 гг. (с 166 до 217 дней). Снижение коэффициента автономии (с 37,5% в 2020 г. до 25,5% в 2023 г.) — результат привлечения внешнего финансирования под ускоренный рост производства готовых изделий

из металла. Это эффект ускоренного роста производства, требующего пополнения запасов и стимулирования сбыта, а также решения инвестиционно-эксплуатационных задач производственного аппарата (расконсервации мощностей и их адаптации под спрос). Результатом резкого улучшения производства готовых металлоизделий стало наблюдаемое ухудшение финансовых параметров производства (по действующим нормативным критериям финансовых органов) (Таблица 6.15).

ККМ — один из крупнейших и надежных заемщиков в стране. Тенденция сокращения просроченной задолженности по кредитам и займам (с 110 млрд руб. в 2020 г. до 54 млрд руб. в 2023 г.) сочетается с увеличением объемов кредитования (в 1,7 раза). Динамика кредиторской задолженности ККМ (рост с 4,64 трлн руб. в 2020 г. до 8,61 трлн руб.) отражает как изменения в стране, так и усложнение условий реализации продукции на экспорт. Рост средних сроков погашения оборотных активов в 2023 г. характерен для всех отраслей ККМ (на 10–15% к уровню 2022 г.)²³².

В 2020-е годы финансово-экономические показатели предприятий ККМ остаются на относительно высоком уровне. Периодические радикальные изменения финансового состояния бизнеса не позволяют рассматривать финансовые параметры в качестве надежных ориентиров отраслевого развития. Изменения за 2020–2023 гг. нельзя признать необратимыми, так как и ранее финансовая ситуация в ККМ неоднократно менялась в течение 2–3-х лет (в 1990-е годы — в течение недель). Ориентация бизнеса на финансовые цели станет возможной только при создании устойчивой финансовой системы страны.

Неоднократно возникавшие за период 2000–2010-х годов финансовые проблемы у компаний ККМ успешно решались на основе политических решений государства при сохранении системы рыночного взаимодействия на финансовом рынке. Принципиальное значение для предприятий ККМ имеет под-

²³² Буданов И.А., Устинов В.С. (2025). Эффективность накопления основного капитала в России: тенденции и сценарии // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. Т. 18. № 1. С. 190–205. DOI: 10.1583/esc.2025.1.97.11.

держание относительно низкой налоговой нагрузки (в сравнении с ТЭК). Не менее важным является поддержание разницы между курсом и ППС рубля (от 2,7 до 3,2 раза в 2022–2025 гг.), что предопределяет доходность экспортных поставок.

Опыт перекредитования компаний КKM 2008–2009 гг. продемонстрировал возможности защиты отечественного производства материалов от событий на глобальном финансовом рынке. Погашение ранее полученных кредитов зарубежных банков отечественной банковской системой (общим объемом свыше 10 млрд долл.) подчеркнуло потенциальные возможности финансирования проектов на основе отечественных ресурсов.

Извлечены уроки и из срыва ранее намеченных и нормативно оформленных программ, в частности, показавших, что выделение денежных средств — необходимое, но не достаточное условие эффективного развития производства (дальневосточная металлургия, использование вторичного сырья и создание специализированных мощностей). При активном участии государства успешно преодолевались финансово-экономические конфликты, связанные с освоением Удоканского месторождения меди (1990–2012 гг.), приостановкой производства в г. Пикалево (2008–2009 гг.), реструктуризацией задолженности по кредитам ПАО «Мечел» (2012–2024 гг.).

Политические решения позволяли реализовывать инвестиционные проекты стратегического значения (конструкционные пластмассы, организация производства материалов для судостроения, трубопроводного транспорта, освоения новых месторождений и территорий). Финансовая поддержка, оказываемая при реализации программ импортозамещения, при проведении опытных работ с новейшими материалами, позволяла выводить из кризиса предприятия, ориентированные на выпуск высокотехнологичной продукции (специальная металлургия, производства по обработке цветных металлов, заводы порошковой металлургии).

Продолжается адаптация государственного регулирования под решение стратегических социально-экономических задач. В перспективе требуется исключить ситуации 2010-х годов, в частности, срыва стратегий отраслевого развития из-за отказа

бизнеса вкладываться в утвержденные государством проекты. Был не просто нанесен ущерб стране и сопряженным бизнесам, а в очередной раз была дискредитирована сама система развития на основе стратегий, утвержденных государством.

Посткризисное вмешательство государства в разрешение финансовых проблем бизнес-отношений указывает на трудности с выявлением угроз. Действующая система ориентирована на вмешательство в убыточные, закредитованные производства, в то время как в 2020-е годы источником многих проблем (социальных, инфляционных, экологических и др.) становится сверхдоходный бизнес. Корректная идентификация сигналов, исходящих от отраслей, остается одной из актуальных задач при разработке ДКП. Учет отраслевой специфики необходим для оценки различных последствий мер воздействия ДКП не только для конкретных производств, но и для отдельных временных периодов.

Проблема накопленных долгов (23 трлн руб., в том числе 14,3 трлн руб. по кредитам банков и займам в 2023 г.), составляющих 10,3% задолженности по обязательствам по экономике в целом, создает трудности для привлечения средств на инвестиционные нужды, для модернизации и развития производства материалов, готовых изделий и продукции межотраслевого назначения. В 2020-е годы рост производства готовых изделий из металла (в 2,6 раза, 2025 г. к уровню 2020 г.) сопровождался ухудшением финансового состояния предприятий (снижение коэффициента автономии, ухудшение показателей оборачиваемости). Это сектор экономики, находящийся под ценовым давлением, как поставщиков, так и потребителей, предпочитающих решать свои задачи на основе внешнеторговой деятельности.

Разрывы в цепочках накопления стоимости (преобразования материалов), обусловленные снижением доходности производства (в 5–7 раз), ограниченными собственными оборотными средствами и удлинением срока оборачиваемости оборотных средств (в 2,5–3 раза) требуют устранения в рамках государственной политики. Так как производственно-технологические решения хорошо известны и апробированы в РФ, то основная

проблема заключается в организации взаимодействий и поиске финансов для решения задач преобразования материалов.

Организация процесса углубленной переработки ресурсов предполагает изменение уровня доходности отдельных производств. Существующее положение (Рисунок 6.5) — следствие действующей в стране ДКП, создающей проблемы для производств, ориентированных на удовлетворение спроса отечественных «низкодоходных» потребителей. В 2017–2023 гг. рентабельность добычи железной руды была в 2 раза выше, чем в производстве металла, в 8 раз выше, чем в производстве готовых изделий из металла, в 13 и более раз выше, чем в отраслях машиностроения. Это принципиально отличается от ситуации за рубежом и положения в российской экономике начала 1990-х годов (рентабельность в машиностроении была кратно выше, чем в ККМ). Политический выбор действующей модели ценообразования, привязанной к эффективности использования материалов за рубежом (финансовому рынку Австралии, Великобритании, США), следует рассматривать как элемент дискриминации отечественных потребителей.



Рис. 6.5. Изменение средней рентабельности активов по мере углубления переработки материалов, %

Источник: составлено ИНП РАН по данным ЕМИСС за 2017–2023 гг.

Приоритеты РФ на 2025–2036 гг. нуждаются в надежном финансовом обеспечении, в том числе и со стороны государства на основе мер ДКП.

Формирование в ККМ новых секторов по разработке и созданию материалов с принципиально новыми свойствами предполагает наличие в ДКП элементов селективной поддержки программ межотраслевого значения. Масштаб производства прогрессивных конструкционных материалов, его финансово-экономические параметры несоизмеримы с получаемым общесистемным эффектом в виде предотвращения техногенных угроз, защиты окружающей среды, продления сроков службы основных фондов. Для обоснования управленческих решений необходима система оценивания, отличная от оценок коммерческой эффективности проектов, и иная система финансирования (учитывающая народнохозяйственный эффект в эксплуатации).

Преодоление ресурсных ограничений роста выпуска материалов, связанных с обработкой месторождений, исчерпанием мощностей обустроенной лесосеки, трудностями вовлечения в добычу запасов полезных ископаемых, должно рассматриваться в качестве важного элемента развития обрабатывающей промышленности. В настоящее время мощности конечных стадий производства материалов загружены на 10–50%, в то время как базовые переделы — на 88–93%, т. е. сформировался внутриотраслевой дисбаланс (Рисунок 6.6). Финансирование проектов по добыче сырья для ККМ сопряжено с необходимостью обустройства производства в труднодоступных местах, не обеспеченных социальной и промышленной инфраструктурой. Финансирование вложений в непроизводительные активы (достигающее 90% общих затрат по проектам освоения территорий) должно осуществляться при участии заинтересованных структур²³³.

Таким образом, переориентация транснационального бизнеса, доминирующего в ККМ, на приоритеты социально-экономического развития страны, наряду с мерами экономического

²³³ *Россия 2035: пространство развития*. Научный доклад ИНП РАН / под ред. чл.-корр. РАН А.А. Широ́ва — М.: Динамик Принт. 2025. 364 с. DOI: 10.47711/sr1-2025.

стимулирования, предполагает проведение государственной финансовой политики. В рамках ДКП необходимо обеспечить переход от привлечения финансовых ресурсов на цели инвестиционного развития РФ к решению задач их наполнения отечественными материальными ресурсами.

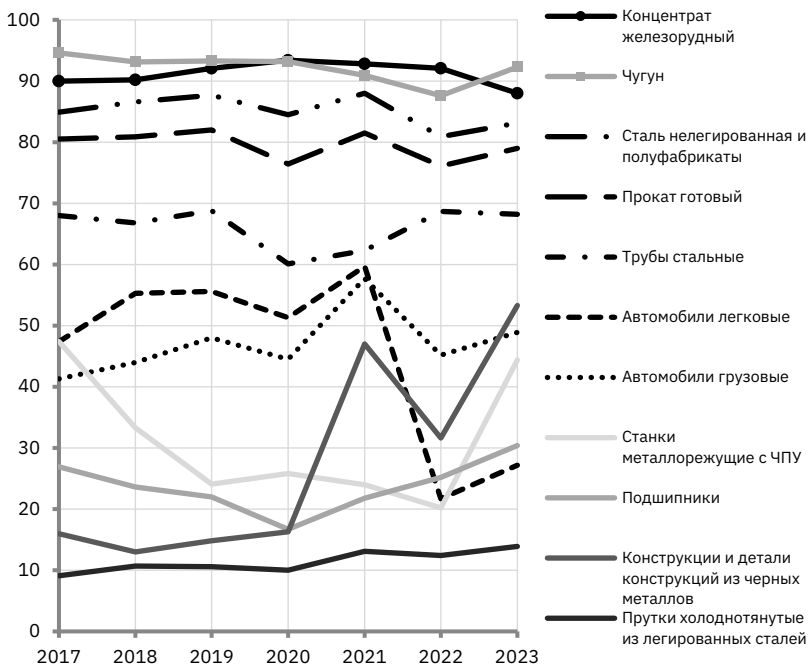


Рис. 6.6. Уровень загрузки мощностей по переделам, %

Источник: составлено ИНП РАН по данным ЕМИСС.

Оценка прогнозных перспектив влияния ДКП на КKM. Влияние ДКП на КKM будет определяться тем местом, которое займет сфера финансов в принятии решений по экономическому развитию страны. Перспективы КKM следует рассматривать в контексте трех возможных направлений проведения государственной экономической политики, включающей различные аспекты сочетания промышленной, инвестиционной и денежно-кредитной политики (Рисунок 6.7). Поиск компромисса между пассивной промышленной политикой и консервативной денежно-кредитной политикой создает проблемы экономичес-

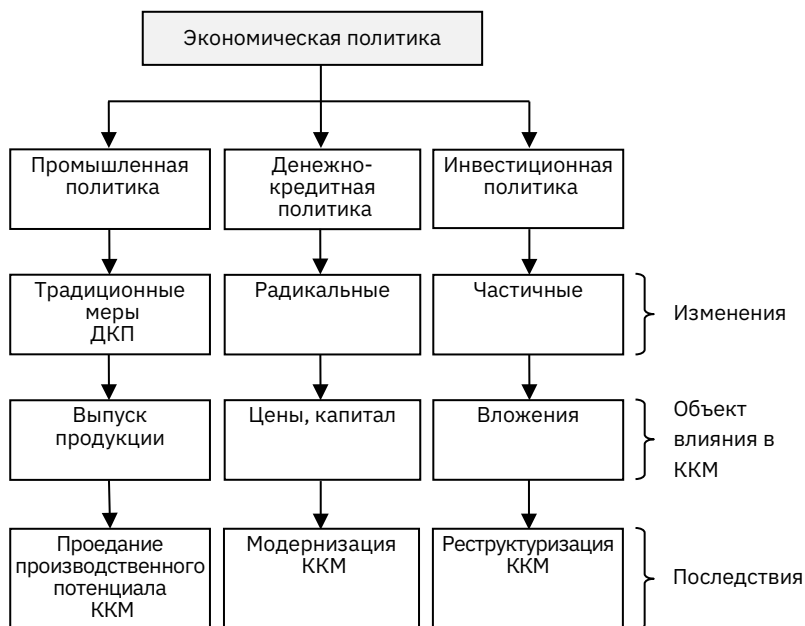


Рис. 6.7. Схема преобразования системы государственного управления КKM на основе мер промышленной, инвестиционной и финансовой политики

Источник: составлено ИНП РАН.

кого выбора между плохим и очень плохим. Наибольшие вопросы вызывает ориентация ДКП на цели промышленной политики, так как приоритеты промышленной политики в РФ формируются на основе экономических и финансовых критериев бизнес-решений (по сути, в рамках данного подхода промышленная политика страны становится результатом действий ДКП в промышленности). Похожие проблемы возникают и при подчинении ДКП задачам инвестиционной политики, которая в настоящее время ориентирована на размещение финансовых средств компаний при софинансировании со стороны государства. Вывод ДКП на социально-экономические цели стратегического развития страны и обоснование на основе управления приумножением богатства страны задач инвестиционного и промышленного развития представляется наиболее

лее перспективным решением. Его эффективность будет определяться внесением радикальных изменений в действующую финансовую систему страны и в подходы к проведению ДКП государства.

Инерционный прогноз производства в рамках действующей ДКП рассматривается как негативный вариант отраслевого развития. Под лозунгом «защиты и поддержки» производства он предполагает отработку производственного аппарата КKM, инерционный характер инвестиционной и финансовой деятельности компаний. Активную роль в совершенствовании структуры выпускаемой продукции продолжают играть решения бизнеса, финансово поддерживаемые государством. Для оценки перспектив достаточно показательным представляется опыт промышленной политики г. Москвы 1990–2000-х годов.

Таким образом, отстаивание интересов компаний, решение проблем, возникающих на производстве, доминирование в системе государственного управления задач регулирования процессов на микроуровне приводит к консервации существующих тенденций в КKM. Это сверхвысокая загрузка ресурсной базы (свыше 90%), экспорт полуфабрикатов (свыше 50% или 90% товарного выпуска), ценовой диктат на внутреннем рынке и низшая ценовая ниша на мировом рынке (товары первого дециля).

В рамках прогноза инвестиционного экономического роста страны повышается роль государства в финансировании принимаемых программ. Вероятны структурные изменения в направлениях поддержки бизнеса. Переориентация на государственную инвестиционную деятельность средств, ранее обеспечивавших ценовую конкурентоспособность экспортных поставок (возврат НДС, инвестиционные льготы, инфраструктурная поддержка), отразится на приоритетах отраслевого развития. От КKM потребуются переориентация экспортно-ориентированного производства (лишенного поддержки) под поставки материалов для удовлетворения отечественного инвестиционного спроса (получившего государственную поддержку).

Получение долгосрочных стратегических эффектов от мероприятий в КKM, не вписывающихся в действующую систему

обоснования коммерческой эффективности и принятия управленческих решений, становится результатом политического выбора. Выбор делает государство, корпорации, в том числе и по вопросам финансового обеспечения решений, тех возможностей, которые предоставляет денежно-кредитная политика в стране.

Политический выбор в отношении развития КKM обусловлен тем, что затраты по развитию будут нести компании, организующие выпуск материалов, а эффект от их производства будет образовываться в отраслях-потребителях. Работа бизнеса на чужие доходы вступает в противоречие с принципами функционирования принятой в РФ экономической системы микроуровня. На макроуровне такой проблемы не существует, так как затраты и результаты генерируются в рамках единой системы, и их соотношение отражает высокую эффективность развития. Сбалансированное развитие сопряженных производств предполагает поиск политического решения в отношении целесообразности вложения и выделения средств по отраслям инвестиционного комплекса, включая комплекс конструкционных материалов.

Центральной проблемой инвестиций в реальное производство остается обесценение вложенных средств (рыночная стоимость созданных активов кратно ниже затрат по их созданию). Без ее решения все остальные действия представляются малопродуктивными (как управление масштабом убытка). Компании КKM предпочитают размещение акций и облигаций на зарубежных рынках или внерыночные (теневые) сделки. Проблема корректности оценок относится к числу политических, так как задает критериальную шкалу для принимаемых бизнесом решений. Обеспечение адекватной вложенным средствам оценки активов бизнеса является необходимым условием признания целесообразности инвестиционной деятельности. При решении общесистемных вопросов 2–3-кратный рост инвестиций в КKM обоснован как потребностями рынка, так и ресурсными возможностями отраслей (повышение использования инвестиционного ресурса до уровня 2014 г.).

Переход к экономическому развитию на основе финансовых механизмов носит радикальный характер, корректируя суще-

ствующие тенденции развития в КKM. Задачи финансовых институтов трансформируются. От формирования ограничительных условий для экономического роста предполагается переход к управлению экономическим ростом (эффективная материализация денег).

Отечественная финансовая система как основа вложения средств, материализации дохода в богатство не обладает компетенциями в данной области, не интегрирована в инвестиционный комплекс страны. Роль отечественной финансовой системы на протяжении 1990–2020-х годов остается малосущественной в сравнении с зарубежными институтами финансового рынка (товарные и фондовые биржи, кредитные и страховые учреждения, платежные системы и т. д.). Новейшие экономические реалии ставят под сомнения ценность результатов, достигнутых отечественными институтами финансового рынка. Информатизация общества снижает потребности в услугах финансового посредничества, социализация экономических отношений принципиально по-новому ставит вопросы оценки ценности создания тех или иных активов. У реального сектора появляются дополнительные возможности по самостоятельному размещению и привлечению денежных средств.

Практика 2020-х годов показала, что для выбора направлений вложения средств важнейшим фактором выступает не потенциальная прибыль и даже не ликвидность активов, а надежность (защищенность) инвестиций. Надежность обеспечивается сильным государством, а наименее рискованными вложениям являются средства на территории, подконтрольной бизнесу. Подчеркнем, что изменения необходимо будет внести в финансовый механизм, обеспечив на его основе оценку затрат и результатов экономического развития.

В современном виде рыночный финансовый механизм не способен оценивать товары, бизнесы, инвестиционные решения (решения о вложении средств), и его преобразование становится одной из главных задач новой ДКП.

Новая ДКП должна обеспечить формирование дополнительного элемента финансовой системы страны, способного решать

задачи стратегического развития государственного сектора экономики (генерация бесплатных общественных благ) как базового условия для появления коммерчески привлекательных инвестиционных проектов.

В настоящее время особую актуальность приобретает проблема монетизации расчетов на рынке капитала. Если уровень монетизации на товарном рынке находится на относительно стабильном уровне, то, по имеющейся информации, невозможно оценить монетизацию отечественного фондового рынка. Сделки осуществляются с использованием обмена акциями (слияния и поглощения), с использованием зарубежных платежных средств, с различными схемами отсрочки платежа.

Финансовое управление активами — необходимое условие повышения результативности ДКП. Приоритет вложений в реальный капитал в сравнении с производными финансовыми инструментами может быть обеспечен выстраиванием механизма рекредитования под рост активов (залога, когда материализованные деньги превращаются в новые кредитные деньги). Требуется устранение проблем, связанных с эффектами девальвации рубля, когда рост текущей эффективности производства происходит при параллельном обесценении ранее осуществленных вложений (накопленных активов).

Переход от ориентации на получение дохода к ориентации бизнеса на защиту заработанных средств носит качественный характер для выбора и оценки приоритетов развития отечественной экономики, в том числе и КKM. Приумножение богатства становится результатом и фактором преобразования КKM, определяющим изменение требований к качеству выпускаемых материалов и к качеству условий труда в отраслях.

Эффект от преобразования ДКП РФ в КKM может быть получен при изменении системы финансирования ресурсного обеспечения инвестиционного экономического роста в РФ. Акцент мер ДКП должен быть сделан на секторах, лишенных возможностей проведения модернизации на основе собственных ресурсов и испытывающих потребности в заемных средствах. Создание импульсов для развития секторов потребления

материалов, т. е. низкодоходных и убыточных секторов российской экономики, относится к числу политических решений. В течение ограниченного периода времени должна быть сконцентрирована сумма для вложений в производство продукции межотраслевого назначения, подготовлена и реализована государственная программа по созданию производства средств производства.

Наиболее существенный результат от ДКП в ККМ может быть получен при переходе от фронтальных и локальных мер воздействия на финансовую систему к управлению системой финансового обеспечения реализации совокупности проектов в рамках государственных программ. В отличие от принятой системы инвестирования, когда государство «доплачивает» бизнесу, необходим переход к системе со 100-процентным финансированием государственных программ с предоставлением бизнесу возможности соучастия.

6.6. Взаимосвязь макрофинансовой и климатической политики для поддержания устойчивого экономического роста

Достижение целей государственной климатической политики России нереалистично без активных мер поддержки и регулирования со стороны самого государства. Эти цели включают обеспечение безопасного и устойчивого развития страны в условиях изменения климата, а также достижение не позднее 2060 года баланса между антропогенными выбросами парниковых газов и их поглощением с учетом национальных интересов и приоритетов социально-экономического развития²³⁴. Это обусловлено: (а) глобальным и долгосрочным характером самой климатической проблемы; (б) ярко выраженной геополити-

²³⁴ Климатическая доктрина Российской Федерации. Утверждена Указом Президента Российской Федерации от 26 октября 2023 г. № 812. (пп. 20–21). Режим доступа: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/407782529>

ческой направленностью общемировой климатической повестки; (в) тесной взаимосвязью, как содержания, так и решения проблемы изменения климата и смягчения его последствий с особенностями социально-экономического развития и экономической политики (включая ее финансовую составляющую) России (что также характерно и для других стран мира); (г) значительным удельным весом (если не преобладанием) во всей совокупности рисков, обусловленных изменением климата, так называемых неявных эффектов и экстерналий, которые не учитываются в ценах товаров и услуг, и следовательно, не могут быть урегулированы в рамках рыночных отношений.

Перечисленные характеристики климатической проблемы и ее решения в условиях современных геополитических вызовов, ограниченных ресурсов и сложностей функционирования российской экономики требуют особого внимания и аргументированного политико-экономического обоснования приоритетов государственной климатической политики России, на достижение которых и будут сконцентрированы доступные финансовые ресурсы. Климатическая доктрина Российской Федерации в качестве приоритетов целеполагания определяет цели государственной климатической политики, обеспечивающие соответственно безопасное и устойчивое развитие страны и достижение к 2060 г. так называемой «углеродной нейтральности».

Учитывая растущую значимость адаптации населения и экономики к изменениям климата для обеспечения устойчивого развития в мире в целом, и в современной России — в особенности, есть все основания полагать, что планирование и осуществление мер адаптации уже в среднесрочной перспективе призвано стать важнейшим компонентом государственной климатической политики и в более широком контексте — одним из ключевых направлений обеспечения национальной безопасности. Исходя из этого представляется политически и экономически целесообразным внести уточнение в действующую редакцию Климатической доктрины Российской Федерации, повысив уровень адаптации до приоритетной цели государственной климатической политики на долгосрочную перспективу.

Указанная новелла будет полностью корреспондировать не только с п. 38 Климатической доктрины, согласно которому «упреждающая адаптация к изменению климата относится к приоритетам климатической политики», но и с принципами последней, включающими сбалансированность действий для обеспечения устойчивого развития (п. 22 (ж)), и с п. 30, предусматривающим регулярную и своевременную корректировку климатической политики с учетом новых знаний о климате, включая уточненные оценки возможных последствий его изменения.

Таблица 6.16. Эффекты изменения климата для отраслей экономики России

Вид экономической деятельности	Позитивные эффекты	Негативные эффекты
Растениеводство, животноводство, рыбное хозяйство	Рост теплообеспеченности, улучшение условий перезимовки и расширение посевов теплолюбивых культур. Удлинение вегетационного периода и оптимизация агротехнических сроков. Рост рыболовных промыслов в Севером ледовитом океане (миграция рыб в российские воды)	Засухи, заморозки, наводнения. Снижение влагообеспеченности в южных регионах. Снижение продуктивности скота из-за теплового стресса. Изменение температуры и кислотности воды
Лесное хозяйство	Ускорение роста лесов	Лесные пожары, ураганы
Добыча нефти, природного газа, угля	Рост возможностей добычи на Севере	Деградация многолетней мерзлоты и все виды ОПКЯ вблизи производства. Падение мощности компрессорных станций газопроводов. Снижение производительности заводов по производству СПГ. Коррозия оборудования. Усложнение условий транспортировки и хранения угля
Добыча металлических руд и прочих полезных ископаемых. Производство конструкционных материалов	Рост спроса на сырье для конструкционных материалов как следствие инженерно-строительных мер адаптации. Рост спроса на удобрения для сельского хозяйства	Все виды ОПКЯ вблизи производства

Обеспечение электрической энергией, газом и паром, кондиционирование воздуха	Рост потребления электроэнергии на нужды кондиционирования. Увеличение стока рек в азиатской части России и увеличение выработки ГЭС	Снижение потребления тепла. Повреждение опор, а также увеличение сопротивления, перегрев, замыкание, обрыв проводов ЛЭП. Снижение эффективности генерирующего оборудования ТЭС и АЭС
Строительство	Новое строительство, модернизация, ремонты зданий и сооружений в целях адаптации к изменениям климата	Все виды ОПКЯ вблизи производства
Транспорт	Рост спроса на услуги транспортировки грузов как следствие инженерно-строительных мер адаптации. Рост судоходства по Северному морскому пути	Риски повреждения и разрушения транспортной инфраструктуры из-за деградации многолетней мерзлоты и всех видов ОПКЯ
Операции с недвижимостью	Увеличение спроса на услуги как следствие роста строительства	Риски повреждения зданий из-за всех видов ОПКЯ
Финансовые услуги и страхование	Рост спроса на финансовые ресурсы для реализации адаптационных проектов. Увеличение спроса на финансовые и страховые услуги с целью покрытия ущерба от климатических изменений.	Перерасход средств из-за неправильных оценок масштаба климатических рисков
Здравоохранение	Рост спроса на лечение заболеваний, связанных с климатическими изменениями (сердечно-сосудистые, респираторные, инфекционные)	Все виды ОПКЯ

Источник: анализ ИНП РАН.

Ключевая роль адаптации экономики и населения к изменениям климата как приоритета национальной климатической политики особенно ярко проявляется при оценке экономических эффектов изменения климата, которые включают не только риски ущерба от бедствий, но и потенциальные выгоды от благоприятных последствий климатических изменений — эффекты, характер и масштаб которых предопределяет структуру и объем затрат на управление ими. Содержательная интерпретация указанных эффектов представлена в Таблице 6.16²³⁵.

²³⁵ Порфирьев Б.Н., Колпаков А.Ю., Елисеев Д.О., Саенко В.В., Ползиков Д.А., Ла-

Для объектов секторов и отраслей российской экономики характерны, прежде всего, риски потерь и ущерба для персонала, основных фондов и продукции, специфика и масштабы которых зависят как от производственно-технологических характеристик, уровня чувствительности к погодно-климатическим воздействиям и защищенности объектов, так и типа опасности, масштаба и частоты опасных погодно-климатических явлений (ОПКА).

Особенности хозяйственной деятельности экономических субъектов также определяют возможности получения ими прямых выгод от использования благоприятных возможностей, обусловленных потеплением (яркие примеры — растениеводство, Северный морской путь). В обеих ситуациях, однако, необходимы меры адаптации, которые обеспечивают смягчение потерь и ущерба либо использование упомянутых возможностей получения выгод (которые не реализуются автоматически), но в любом случае предъявляют спрос на строительные и финансовые услуги, требующие затрат — как капитальных, так и операционных.

Вклад макрофинансовой политики в осуществление планов и мер адаптации заключается в финансовой поддержке разработки и реализации тех из них, которые имеют приоритетное значение для обеспечения устойчивого экономического роста и социально-экономического развития (прежде всего, уровня и качества жизни) на долгосрочную перспективу. Ключевые адресные направления финансовой поддержки (как через бюджетно-налоговый, так и денежно-кредитный инструментарий) включают: развитие механизмов стимулирования инвестиционных проектов адаптационной направленности; развитие систем управления рисками последствий изменения климата и ОПКА в целях снижения материального ущерба, социально-экономических потерь, а также устойчивого получения выгод от исполь-

зеева Е.А., Бирюков Е.С. Экономические эффекты изменения климата в России // Проблемы прогнозирования. 2025. № 2(209). С. 20–36. DOI: 10.47711/0868-6351-209-20-36.

зования благоприятных возможностей, обусловленных потеплением, включая развитие системы мониторинга и прогнозирования климата и климатических изменений в целом и разработку единой государственной системы мониторинга климатически активных веществ (в том числе ее адаптационную компоненту) как особой подсистемы указанной системы; развитие подсистемы страхования от ОПКЯ как органической составляющей национальной системы страхования; повышение эффективности организации управления и деятельности, а также технической оснащенности сил и средств Единой государственной системы предупреждения и ликвидации чрезвычайных ситуаций (РСЧС) с учетом прогнозируемых климатических изменений; развитие (укрепление) научно-образовательной базы и экспертизы в сфере адаптации.

Значимость и эффективность финансовой поддержки планов и мер адаптации для обеспечения устойчивого экономического роста и социально-экономического развития становятся понятнее, если обратиться к опыту финансирования другой составляющей климатической политики, митигации, которая ориентирована на достижение экономикой страны долгосрочной цели баланса выбросов и поглощений парниковых газов не позднее 2060 г. и которая получила ощутимый бюджетный стимул со стороны государства, уже давший значимый результат. Речь о важнейшем инновационном проекте государственного значения «Единая национальная система мониторинга климатически активных веществ» (далее — ВИП ГЗ), который был утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 октября 2022 г. № 3240-р и профинансирован из средств федерального бюджета.

Одним из важных результатов первого этапа этого проекта стало серьезное уточнение национального кадастра нетто-выбросов (баланса выбросов и поглощений) парниковых газов в России на основе отечественных научно-методических подходов, соответствующих рекомендациям Межправительственной группы экспертов по изменению климата (МГЭИК). Среднегодовой масштаб уточнения (в сторону снижения) нетто-выбросов за

период с 1990 г. превышает 800 млн тCO₂-экв.; с 2013 г. — составляет около 570 млн тCO₂-экв. (Рисунок 6.8).

Это означает практически 1,5-кратное — по сравнению с предыдущей (2023 г.) версией национального кадастра — сокращение объема эмиссий парниковых газов, которое необходимо осуществить национальной экономике для выполнения установок Климатической доктрины и соответствующих международных обязательств России (при соблюдении условий и ограничений, оговоренных в упомянутой доктрине и других документах стратегического планирования). Учитывая затраты на меры декарбонизации экономики, такое сокращение эквивалентно экономии порядка 6 трлн руб., две трети из которых относятся к бюджетным средствам. Это означает отдачу от проекта в виде ожидаемой экономии в размере 600 руб. на рубль бюджетных расходов.

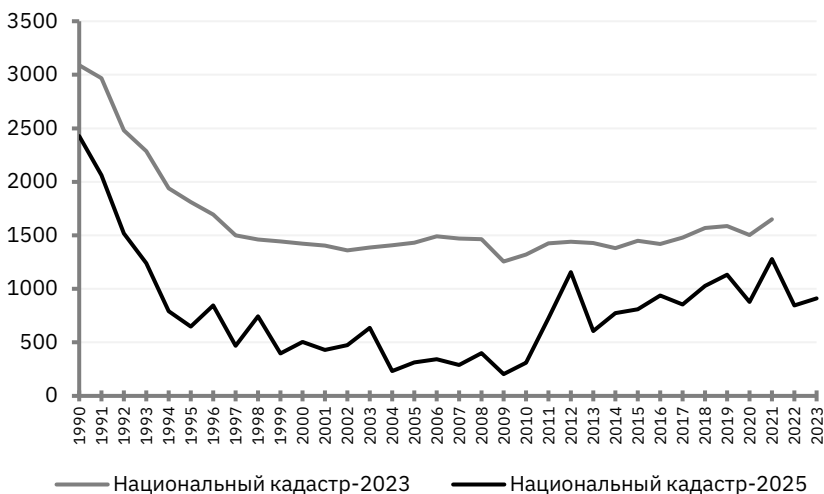


Рис. 6.8. Результат уточнения нетто-выбросов парниковых газов в России, млн тCO₂-экв.

Источник: Росгидромет, ИГКЭ.

Кроме того, в средне- и долгосрочной перспективе сохраняется существенный потенциал технологической модернизации ряда секторов народного хозяйства, которые способствуют низкоэмиссионной трансформации экономики России (Таблица 6.17).

Таблица 6.17. Перспективные направления развития секторов экономики России с сопутствующим эффектом снижения выбросов парниковых газов

Сектор экономики, вид экономической деятельности	Целевое направление развития	Комплексные меры и эффекты их реализации
Электро- и тепло-снабжение	Рост эффективности использования ресурсов	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Снижение удельного расхода топлива ▪ Снижение потерь в сетях ▪ Снижение роли угля в локальных энергосистемах ▪ Приоритизация когенерации
Нефтегазовый сектор	Рост эффективности использования ресурсов	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Сокращение сжигания попутного нефтяного газа ▪ Ликвидация утечек метана из трубопроводов
Здания (строительство и эксплуатация)	Рост эффективности использования ресурсов	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Энергоэффективные капитальные ремонты ▪ Энергоэффективное новое строительство ▪ Энергоэффективное освещение
Производство конструкционных материалов	Рост эффективности использования ресурсов	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Использование добавок-заменителей клинкера ▪ Рост доли «сухого» способа производства цемента ▪ Рост доли лома в качестве сырья
Сельское хозяйство	Рост эффективности использования ресурсов	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Рост продуктивности сельскохозяйственных животных
Лесное хозяйство	Сохранение потенциала экосистемных услуг	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Борьба с пожарами и вредителями в лесах
Управление отходами	Рост эффективности использования ресурсов	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Рост доли утилизированных отходов

Источник: составлено ИНП РАН.

Реализация указанных эффектов сопряжена с рядом хорошо известных, но трудно решаемых проблем, прежде всего, в области организации управления, включая смягчение противоречий между основными хозяйствующими субъектами, а также между ними и регулируемыми институтами. Возможность придания импульса перспективным направлениям развития секторов экономики России с сопутствующим эффектом снижения выбросов парниковых газов в значительной мере зависит от проведения сфокусированной государственной политики, нацеленной на

повышение интегральной социально-экономической эффективности. При этом следующие инструменты макрофинансовой политики могут оказаться полезными.

Во-первых, это развитие инструментов зеленого финансирования, включая использование уже принятой (постановлением Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587) в России таксономии зеленых проектов. На основе крупных «экологосударственных» финансовых площадок, в том числе институтов развития (ВЭБ, Сбер, Газпромбанк, ВТБ, ДОМ.РФ) формируются условия для привлечения финансирования с льготными условиями под реализацию проектов, соответствующих таксономии. Пока рынок зеленого финансирования измеряется достаточно скромными масштабами (по сравнению с ВВП страны)²³⁶. Тем не менее, развитие инструмента зеленого финансирования в перспективе может сыграть важную роль в приоритизации ключевых направлений и селекции важнейших инвестиционных проектов устойчивого социально-экономического развития.

Во-вторых, использование социальной цены углерода (СЦУ)²³⁷ в качестве дополнительной метрики при оценке социально-экономической эффективности (включая ее экологическую составляющую) и целесообразности реализации проектов развития. Данное предложение, очевидно, является более дискуссионным. Тем не менее, как представляется, уже сегодня было бы

²³⁶ Совокупный объем проектов в России, профинансированных в последние несколько лет с использованием зеленых облигаций, превысил 0,5 трлн руб. См., например: Афанасьев М.П., Шаш Н.Н. Процессы развития рынка устойчивых финансовых инструментов стран БРИКС+ (на примере России и Китая) // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2025. № 1. С. 36–49. DOI: 10.47711/2076-3182-2025-1-36-49.

²³⁷ Если в классическом подходе при принятии решения о реализации инвестиционного проекта главным критерием выступает соотношение затрат и выгод в денежном выражении, а также «традиционных» рисков (финансовых, валютных, деловых, репутационных и т. д.), то использование СЦУ предполагает учет эффектов от изменения объема (уровня) выбросов парниковых газов в результате проекта. Если проект ведет к увеличению выбросов, их объем умножается на величину СЦУ (которая рассчитывается через эффекты эмиссий парниковых газов для здоровья человека) и получившееся произведение включается в затраты проекта. Эта дополнительная величина отражает затраты, которые будет вынуждено понести общество в результате изменения климата вследствие упомянутых эмиссий.

полезно рассматривать сценарии возможного применения СЦУ в сферах с высокой ролью государства в принятии решений — при выборе из нескольких вариантов или при определении лимитов годовой бюджетной поддержки. Например, хотя бы в качестве эксперимента — при оценке поддержки проектов по утилизации отходов, проведению энергоэффективных капитальных ремонтов, обновлению состава общественного транспорта, модернизации электрогенерирующего оборудования.

Выводы для экономической политики

- Устранение ценовых диспропорций и доходности взаимосвязанных бизнесов должно осуществляться в рамках решения общегосударственной задачи эффективной материализации финансовых ресурсов страны в национальное богатство.
- Придание финансовому рынку роли инструмента оценки эффективности отраслевого развития имеет стратегическое значение при выработке государственной политики в отношении реального сектора экономики. Материализация финансовых ресурсов в специализированные отраслевые активы требует повышение уровня монетизации расчетов на рынке капитала и на товарном рынке.
- Повышение ключевой ставки увеличивает себестоимость жилья, а также ухудшает условия ипотечного кредитования для покупателей. Наиболее зависимым от реализуемой макрофинансовой политики оказывается сегмент многоквартирного жилья, в котором дома строятся с привлечением проектного финансирования.
- Бюджетные расходы по программам льготной (прежде всего, семейной) ипотеки остаются важнейшим условием устойчивости рынка многоквартирного жилья. В 2024–2025 гг. приобретение стандартной квартиры на первичном рынке жилья на рыночных условиях ипотеки было

доступно для менее 10% домохозяйств, а на вторичном — 14–17% домохозяйств. При применении льготных условий ипотечного кредитования этот показатель возрастает до 51–55% для первичного рынка и до 73–76% — для вторичного (при ипотечной ставке 6%).

- Стабилизируя внутренние аграрные рынки и играя на них роль маркетмейкера и основного экспортера, государство может сформировать такие ценовые пропорции в АПК, которые обеспечат перераспределение части доходов внутри производственной цепочки в пользу модернизации и развития сельского хозяйства.
- Ключевыми шагами по недопущению избыточного роста тарифов в электроэнергетике должно стать использование реалистичных прогнозов спроса, льготное финансирование востребованных инвестиционных проектов (в зонах энергодефицита), масштабирование серийного производства отечественного оборудования и трансформация модели рынка электроэнергии и мощности (в том числе с учетом специфики разных типов генерации).
- Безусловным национальным приоритетом является реализация взвешенной политики адаптации экономики и населения к изменениям климата. Роль макрофинансовой политики в обеспечении позитивного движения в указанном направлении может заключаться в финансовой поддержке реализации мер адаптации; обеспечении финансового ресурса в региональных бюджетах для реализации политики адаптации; функционировании механизмов смягчения материального ущерба и социально-экономических потерь от негативных последствий изменения климата.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Постепенное затухание импульса, связанного со структурной перестройкой экономики в 2022–2024 гг., формирует запрос на обоснования новой модели экономического развития, ориентированной на устойчивое развитие экономики в среднесрочной перспективе. С учетом имеющихся ограничений наиболее важным направлением управления экономикой становится взаимодействие между денежно-кредитной и бюджетной политикой. Координация действий Правительства и Центрального банка должна обеспечить необходимую эффективность регулярной экономической политики, которая наряду со специализированными мероприятиями структурного характера и должны сформировать условия для устойчивого развития российской экономики в ближайшее десятилетие.

Регулярная экономическая политика оказывает непосредственное влияние на самые различные аспекты экономической деятельности, поэтому при осуществлении денежно-кредитной и бюджетной политики принципиально важно отслеживать не только влияние на макроэкономические показатели, но и на структурные характеристики развития экономики, которые могут создавать существенные дисбалансы развития в среднесрочной перспективе и негативно влиять на среднесрочное развитие экономики.

Особенности развития российской экономики в период СВО еще больше обострили проблему координации действий в области макроэкономической политики. Функционирование в условиях жестких внешних ограничений и высокого уровня оборонных расходов сформировали дополнительные риски фрагментации экономики, неоптимального распределения качественных ресурсов, дисбаланса спроса и предложения на внутреннем рынке. В конечном счете это привело к вхождению экономики в стадию «охлаждения», характеризовавшуюся замедлением темпов роста производства в гражданском секторе промышленности. Выход на новый цикл экономического и

инвестиционного роста предполагает постепенную настройку всех инструментов экономической политики на стимулирование экономического роста. Прежде всего, речь идет о политике в отношении управления государственным бюджетом и финансовым сектором.

Новое качество экономической политики предполагает более тесную интеграцию денежно-кредитной политики в контексте действий по формированию новой модели экономического роста в России. Это означает, что требуется выработка новой консолидированной позиции в отношении целей денежно-кредитной политики, в том числе в части механизмов инфляционного таргетирования, макропруденциальной политики, принципов трансграничного движения капитала и валютного регулирования.

Совершенствование политики Центрального банка безусловно должно опираться и на современные теоретические концепции, учитывающие изменение факторов роста и влияние на них действий в области денежно-кредитной политики.

В современной экономике меняются критерии макрофинансовой стабильности. Например, сбалансированный бюджет сам по себе уже не является единственным условием эффективности бюджетной системы, также как и достигнутый уровень долговой нагрузки. Опыт ряда стран показывает, что важнейшим условием макрофинансовой стабильности становится гибкость системы государственных расходов, их способность поддерживать экономическую активность, а также противодействовать кризисным тенденциям. В этих условиях устойчивый экономический рост создает ключевые предпосылки для стабильности финансовой системы, а значит его поддержание и должно стать одним из ключевых приоритетов государственной экономической политики.

Новые задачи, стоящие перед экономической политикой, предполагают полномасштабную интеграцию механизмов денежно-кредитной и бюджетной политики и мероприятий структурной экономической политики в общую стратегию развития экономики России.

Рассчитываем, что настоящий доклад станет одним из элементов дискуссии о перспективных целях и задачах бюджетной и денежно-кредитной политики для обеспечения достижения национальных целей развития.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

Афанасьев М.П., Шаш Н.Н. Процессы развития рынка устойчивых финансовых инструментов стран БРИКС+ (на примере России и Китая) // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2025. № 1. С. 36–49. DOI: 10.47711/2076-3182-2025-1-36-49.

Балацкий Е.В. Россия в эпицентре геополитической турбулентности: накопление глобальных противоречий // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. 2022. Т. 15. № 4. С. 42–59. DOI: 10.15838/esc.2022.4.82.3.

Баранов А.О., Волкова Е.А., Сомова И.А. Особенности формирования инфляции на потребительские товары и услуги в современной российской экономике // Журн. Сиб. федер. ун-та Гуманитарные науки. 2025. № 18(6). С. 1198–1210. EDN: FSCWJH

Белая книга. М. АСИ, 2023. 728 с.; Будущее миропорядка — между столкновением и сотрудничеством. Совместный доклад на ПМЭФ-2025 фонда «Росконгресс», «Ведомостей», Институт исследований и экспертизы ВЭБ РФ, ИНП РАН и РСПП, 2025. 117 с.

Белова Е.А., Перевышин Ю.Н. Устойчивость государственного долга и инфляции в рамках взаимодействия фискальной и монетарной политики // Аудит и финансовый анализ. 2017. № 2. С. 171–179.

Бадылевич Р.В., Вербиненко Е.А. Методологические подходы к оценке воздействия инструментов денежно-кредитной политики на региональные экономические процессы // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2023. № 11. С. 334–342.

Блохин А.А. Экономическое доминирование: базовые положения теории и подход к измерению // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 1. С. 6–30.

Блохин А.А., Сергеев Ю.В. Различия в адаптации отраслевого российского бизнеса разного размера к внешним шокам // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2024. № 1. С. 26–43. DOI: 10.47711/2076-3182-2024-1-26-43.

Болячин Ю.В., Солодовников С.В. Влияние денежно-кредитной политики на динамику инвестиций в отраслях экономики России. Вопросы статистики. 2025. № 32(4). С. 21–36. DOI: 10.34023/2313-6383-2025-32-4-21-36.

Бондаренко П.А. Подходы к измерению инфляции для групп населения с учетом регионального фактора // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2024. № 3. С. 114–129. DOI: 10.47711/2076-3182-2024-3-114-129.

Буданов И.А. Инвестирование как процесс накопления основного капитала страны // Научные труды. Институт народнохозяйственного

прогнозирования РАН. 2023. № 4. С. 23–47. DOI: 10.47711/2076-3182-2023-4-23-47.

Буданов И.А., Устинов В.С. Эффективность накопления основного капитала в России: тенденции и сценарии // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. 2025. Т. 18. № 1. С. 190–205. DOI: 10.15838/esc.2025.1.97.11.

Валлерстайн И. Миросистемный анализ: Введение / пер. Н. Тюкиной. М.: Издательский дом «Территория будущего», 2006. 248 с.

Глазьев С.Ю. Последняя мировая война. США начинают и проигрывают / С.Ю. Глазьев «Книжный мир», 2016. (Коллекция Изборского клуба) ISBN 978-5-8041-0820-6.

Горюнов Е.Л., Дробышевский С.М., Кудрин А.Л., Трунин П.В. Причины и уроки ускорения глобальной инфляции // Вопросы экономики. 2023. № 7. С. 5–34. DOI: 10.32609/0042-8736-2023-7-5-34.

Грищенко В., Кадрова О., Поршаков А., Чернядьев Д. Оценка заякоренности инфляционных ожиданий для России / Аналитическая записка. Банк России. Июль 2022. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/content/document/file/139272/analytic_note_20220728_dip.pdf (Дата обращения 24.02.2026 г.).

Гужов С.В. Энергосервисные контракты и аспекты потребительского менеджмента // Энергосбережение. 2014. № 1. С. 44–48.

Зверева В. Региональная неоднородность экономики России и работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Аналитическая записка. Банк России. Декабрь 2024 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/content/document/file/170356/analytic_note_20241210_ddkp.pdf (Дата обращения 24.02.2026 г.).

Клепач А.Н., Водоватов Л.Б., Дмитриева Е.А. Российская наука и технологии: взлёт или прогрессирующее отставание (Часть II) // Проблемы прогнозирования. 2023. № 1(196). С. 6–15.

Конопляник А.А. Девять «Сахалинов» или один? // Монокль. 2025. № 49. С. 31–39.

Котликофф Л., Бернс С. Пенсионная система перед бурей: То, что нужно знать каждому о финансовом будущем своей страны / Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. 348 с.

Крейндель В.М. Диагностика доминирующего режима бюджетной политики субъектов Российской Федерации // Экономическая политика. 2008. № 1. С. 141–151.

Кувалин Д.Б., Зинченко Ю.В., Лавриненко П.А., Ибрагимов Ш.Ш., Зайцева А.А. Российские предприятия в конце 2024 года: обострение проблем в условиях внешнеэкономических санкций и высокой ключевой ставки // Проблемы прогнозирования. 2025. № 3 (210). С. 173–189. DOI: 10.47711/0868-6351-210-173-189.

Куклинова П.С., Дворядкина Е.Б. Инфляция в системе факторов регионального экономического развития // Научные труды ВЭО России. 2023. Т. 240. № 2. С. 348–368. DOI: 10.38197/2-72-2060-2023-240-2-348-368.

Куклинова П.С., Дворядкина Е.Б. Оценка взаимосвязи уровней инфляции и экономического развития в регионах // KANT. 2024. № 3(52). С. 40–44. DOI: 10.24923/2222-243X.2024-52.7.

Медведев И.Д., Солнцев О.Г. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях структурной трансформации экономики // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 2. С. 6–28. DOI: 10.47711/2076-3182-2023-2-6-28.

Напалков В., Новак А., Шульгин А. Различия в эффектах единой денежно-кредитной политики: случай регионов России // Деньги и кредит. 2021. № 1. С. 3–45.

Нелюбина А.С. Снижение асимметричности эффектов денежно-кредитной политики на региональном уровне (обзор зарубежных и российских публикаций за период 1997–2021 годов) // Финансы и кредит. 2022. № 10. Т. 28. С. 2338–2365.

О долгосрочном научно-технологическом развитии России: монография / под ред. Белоусова Д.Р. и Фролова И.Э. М.: Динамик принт, 2022. 168 с. (серия: Научный доклад ИНП РАН); Горизонт 2040.

Ордынская Е.В., Черковец М.В. К вопросу об эффективности применения отдельных налоговых льгот российскими предприятиями // Проблемы прогнозирования. 2023. № 5 (200). С. 32–44. DOI: 10.47711/0868-6351-200-32-44.

Ордынская Е.В., Черковец М.В. Прямые и косвенные методы стимулирования инвестиционной активности // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2025. № 3. С. 6–20. DOI: 10.47711/2076-3182-2025-3-6-20.

Панфилов В.С., Ордынская Е.В. Традиционные и нетрадиционные аспекты налогового стимулирования инвестиционной активности. Научные труды ИНП РАН. 2015. С. 93–114.

Перевышин Ю.Н. Особенности взаимодействия денежно-кредитной и фискальной политики при режиме инфляционного таргетирования. Доклад. 8-й Воркшоп по экономическим исследованиям. Банк России, 2023.

Перевышин Ю., Егоров Д. Влияние общероссийских факторов на региональную инфляцию // Экономическое развитие России. Т. 23. № 10. Октябрь–ноябрь 2016. С. 44–50.

Перевышин Ю.Н., Синельников-Мурылев С.Г., Скроботов А.А., Трунин П.В. Анализ региональной дифференциации цен» / М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2018. 72 с. (Научные доклады: экономика).

Перру Ф. Экономика XX века. М., 242 с., 1961

Порфирьев Б.Н., Широв А.А., Ленчук Е.Б. Научно-технологический прогноз как основа национальной стратегии социально-экономического развития. // Вестник РАН. 2026. №4. (в печати).

Порфирьев Б.Н., Колпаков А.Ю., Елисеев Д.О., Саенко В.В., Ползиков Д.А., Лазеева Е.А., Бирюков Е.С. Экономические эффекты изменения климата в России // Проблемы прогнозирования. 2025. № 2(209). С. 20–36. DOI: 10.47711/0868-6351-209-20-36.

Россия 2035: к новому качеству национальной экономики. Научный доклад / Под ред. члена-корреспондента РАН А.А. Широва. М.: Арт-Принт, 2024. 264 с. (Научный доклад ИНП РАН).

Россия 2035: пространство развития. Научный доклад ИНП РАН / под ред. чл.-корр. РАН А.А. Широва — М.: Динамик Принт. 2025. 364 с. DOI: 10.47711/sr1-2025.

Семикашев В.В. «Одна из лучших трат денег в стране — строительство энергетических объектов, эффективных и востребованных». Журнал «Вести в электроэнергетике» 2025. № 5 (139).

Синельников-Мурылев С.Г., Трунин П.В. Факторы дифференциации цен в российских регионах // Экономический журнал ВШЭ. 2017. Т.21. № 3. С. 361–384.

Солодовников С.В. Влияние денежно-кредитной политики на динамику инвестиций в отраслях экономики России. Вопросы статистики. 2025. № 32(4). С.21-36. DOI: 10.34023/2313-6383-2025-32-4-21-36.

Трансформация мировой экономики: возможности и риски для России. Научный доклад / Под ред. члена-корреспондента РАН А.А. Широва. М.: Динамик Принт, 2024. 144 с. (Научный доклад ИНП РАН).

Худобородов С.М., Радюкова Я.Ю. Каналы воздействия государственной денежно-кредитной политики на региональную экономику // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. 2024. Т. 14. № 5. С. 179–190. <https://doi.org/10.21869/2223-1552-2024-14-5-179-190>.

Шевелев А., Квактун М., Вировец К. Влияние денежно-кредитной политики на инвестиции в регионах России. Серия препринтов об экономических исследованиях / Центральный банк Российской Федерации, 2021. 25 с. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/120919/wp_sgu_may.pdf.

Широв А.А., Гусев М.С., Некрасов Ф.О. Природа инфляции в современной российской экономике и ее влияние на экономический рост // Проблемы прогнозирования. 2025. № 2(209). С. 5–19. DOI: 10.47711/0868-6351-209-5-19.

Широв А.А., Потепенко В.В. Парадокс российского потребления // ЭКО. 2020. Т. 50. № 6. С. 8–25. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2020-6-8-25.

Узякова Е.С., Узяков Р.М. Доходы населения как фактор экономического роста в Российской Федерации // Проблемы прогнозирования. 2025. № 3 (210). С. 35–45. DOI: 10.47711/0868-6351-210-35-45.

Яременко Ю.В. Структурные изменения в социалистической экономике. М.: Мысль, 1981. 303 с.

Adler G., Lisack N., Mano R. Unveiling the Effects of Foreign Exchange Intervention: A Panel Approach. *Emerging Markets Review*, 2019. Vol. 40, No. 100620.

Adrian T., Erceg C., Natalucci F. et al. A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper WP/20/122. 2020.

Adrian Tobias und Erceg, Christopher J. & Kolasa, Marcin & Linda, Jesper & Zabczyk Pawel. Managing Monetary Tradeoffs in Vulnerable Open Economies, CEPR Discussion Papers 16972. 2022.

Arenas J., Griffith-Jones S. Effectiveness of Foreign Exchange Interventions Evidence and Lessons from Chile, University of Chile Working Papers 546. 2023.

Baqae D., Farhi E. Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the COVID-19 Crisis. *American Economic Review*, 2022, 112(5), 1397–1436

Barro R. J., Gordon, D. B. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model // *Journal of Political Economy*, 1983, 91(4), 589–610.

Bauer, Michael D., and Glenn D. Rudebusch. Monetary Policy Expectations at the Zero Lower Bound // *Journal of Money, Credit and Banking* 2016. 48 (7): 1423–1451.

Basu S., Boz E., Gopinath G., Roch F., Unsal D. F. A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/121. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2020.

Bernanke B.S. The New Tools of Monetary Policy // *American Economic Review*, 2020, 110 (4), pp. 943–983.

Bhargava, Apoorv and Bouis, Romain and Kokenyne, Annamaria and Perez-Archila, Manuel and Rawat, Umang and Sahay, Ratna. Capital Controls in Times of Crisis — Do They Work? IMF Working Paper No. 23/067. 2023

Blanchard O. J. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil // NBER Working Paper No. w10389. 2004. DOI:10.2139/ssrn.518265.

Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03. 2010.

Blanchard O., Galí J. Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model // *Journal of Money, Credit and Banking*, 2007. Vol. 39, Supplement 1, pp. 35–65.

Brandão-Marques L., Gelos G., Narita M., Nier E. Leaning Against the Wind: A Cost-Benefit Analysis for an Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/123. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2020.

Bruno V., Shin H.S. Assessing macroprudential policies: Case of Korea. NBER Working Paper No.19084. 2013. National Bureau of Economic Research.

Cecchetti S. G., Flores-Lagunes A., and Krause S. Assessing the Sources of Changes in the Volatility of Real Growth // NBER Working Paper. No. 11946. 2006.

Caballero, R. J., Simsek A. A Model of Asset Price Spirals and Aggregate Demand Amplification. NBER Working Paper No. 2021. 29288.

Chen J., Lombardo G. [et al.]. A Model-Based Evaluation of the Integrated Policy Framework: Applications to Emerging Markets. IMF Working Paper. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2023.

Chen K., Kolasa M., Lindé J., Wang H., Zabczyk P., Zhou J. Impact of Macroprudential Policy on Monetary Policy Tradeoffs Under the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper WP/23/135. 2023.

Christiano L., Motto, R., Rostagno, M. Risk Shocks // *American Economic Review*, 2014, 104(1), 27–65

Clarida R., Galí J. & Gertler M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, 1999, 37(4), 1661–1707

Claro S. & Soto C. Exchange rate policy and exchange rate interventions: The Chilean experience. In *Market volatility and foreign exchange intervention in emerging market economies: What has changed?* // BIS Papers. 2013. No. 73, pp. 81–93. Bank for International Settlements.

Cobham D. Monetary policy frameworks since Bretton Woods, across the world and its regions // *Review of World Economics*, 2024, 160(3), 873–903.

Cobham D. Monetary policy frameworks, monetary policy instruments and the problem of the residual category ('loosely structured discretion'), 2023. SSRN 4467150.

Coibion O., Gorodnichenko Y. Information rigidity and inflation expectations // *Review of Economics and Statistics*, 2015, 97(2), 520–541.

Coibion O., Georgarakos D., Gorodnichenko Yu., van Rooij M. How Does Consumption Respond to News about Inflation? Field Evidence from a Randomized Control Trial // *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2023. 15 (3): 109–52.

Cochrane J. *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton University Press, Princeton, 2023. 584 p. DOI: 10.1007/s00712-023-00825-y.

Combes J., Debrun X., Minea A., Tapsoba R. Inflation Targeting, Fiscal Rules and the Policy Mix: Cross-effects and Interactions // *The Economic Journal*, 2018, Vol. 128, Issue 615. Pp. 2755–2784. DOI: 10.1111/eoj.12538

Diebold F.X., Rudebusch G.D., Aruoba S.B. The Macroeconomy And The Yield Curve: A Dynamic Latent Factor Approach. *Journal of Econometrics*. 2006. No.131 (1–2). Pp. 309–338.

Duncan R., Martínez-García E., Miller R. Tempting FAIT: Average Inflation Targeting and Post-COVID Macroeconomics. Dallas Fed Working Paper No. 2502. 2025.

Eggertsson G., Woodford M. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy // *Brookings Papers in Economic Activity*, 2003, 1, 139–211.

Esteban, J. Regional convergence in Europe and the industry mix: a shift-share analysis // *Regional Science and Urban Economics*, 2000, no 30(3), pp. 353–364.

Fornaro L., and Wolf M. The Scars of Supply Shocks: Implications for Monetary Policy // *Journal of Monetary Economics*, 140 (2023): 18–36

Fratzscher M., Gloede O., Menkhoff L., Sarno L., Stöhr T. When Is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries. *American Economic Journal*. 2019. 11 (1), pp. 132–156.

Giannoni M., & Woodford M. Optimal Interest-Rate Rules: I. General Theory // *Journal of Monetary Economics*, 2002, 50(3), 549–583.

Giannoni M., Woodford M. Optimal Interest-Rate Rules: II. Applications // *Journal of Monetary Economics*? 2003, 50(3), 685–711.

Ghosh A. R., Ostry J. D., Qureshi M. S. Taming the Tide of Capital Flows: A Policy Guide. Cambridge, MA: MIT Press. 2017.

Guerrieri V., Lorenzoni G., Straub L., Werning I. Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages? // *American Economic Review*, 2022, 112(5), 1437–1474.

Gürkaynak R. S., Sack B., Swanson E. Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements // *International Journal of Central Banking*, 2005, 1 (1): 55–93.

Hooley J., Nguyen L., Saito M., Towfighian S. N. Fiscal Dominance in Sub-Saharan Africa Revisited // *IMF Working Paper No. 2021/017*. International Monetary Fund, 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3799609>.

International Monetary Fund (2012). *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*. IMF Policy Paper.

International Monetary Fund. *Toward an Integrated Policy Framework for Open Economies*. IMF Policy Paper. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2020.

IMF Working Paper «Navigating the 2022 Inflation Surge: A Comparative Analysis of IT and Non-IT Central Banks», October 2025.

Jiang M., Huang Y. Is forward guidance an effective policy: A time-varying analysis // *Finance Research Letters*, 2023, 58 (B), 104486.

Jurkšas L., Pereira F.G. Do the projected fiscal deficits play a role in ECB monetary policymaking? // *REM Working Paper 0258–2023*. Portugal, 2023.

Kim, K., & Lee, J. Y. Estimating the effects of FX-related macroprudential policies in Korea. *International Review of Economics & Finance*, 2017, 50, 23–48.

Klaus A. and Kurozumi T. Why Abandon Yield Curve Control? Lessons from Japan. *TCER Working Paper*. 2022. E-208

Korhonen I., Nuutilainen R. Breaking monetary policy rules in Russia // *Russian Journal of Economics*, 2017. Vol. 3. Pp. 366–378. DOI: 10.1016/J.RUJE.2017.12.004

Kydland F. E., Prescott E. C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // *Journal of Political Economy*, 1977, 85(3), 473–492.

Leeper E.M. Equilibria under «Active» and «Passive» Monetary Policies. *Journal of Monetary Economics*. 1991. Vol. 27. No. 1. Pp. 129–147. DOI: 10.1016/0304-3932(91)90007-B.

Leeper E.M. Fiscal Dominance: How Worried Should We Be? / *Mercatus Policy Brief Series*. 2023. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4665190>

McKinsey Global Institute. *Out of balance: What's next for growth, wealth, and debt?* McKinsey & Company, October 9, 2025. URL: <https://www>

.mckinsey.com/mgi/our-research/out-of-balance-whats-next-for-growth-wealth-and-debt.

Levin A., Natalucci F., Piger J. The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting // *Review of Economics and Statistics*, 2004, 86(4), 930–944.

Mishkin F.S., Schmidt-Hebbel K. Does Inflation Targeting Make a Difference? NBER Working Paper No. 12876. 2007.

Nakaso H. Yield Curve Control: Learning from the Past // *International Journal of Central Banking*, 2021. 17 (5): 1–14.

Reis R. The Constraint on Public Debt When $r < g$ but $g < m$. ECB Working Paper. 2021. No. 2532

Ostry J. D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S., Reinhardt D. B. S. Capital Inflows: The Role of Controls. IMF Staff Position Note, No. SPN/10/04. 2010.

Reifschneider D., Williams J. Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era // *Journal of Money, Credit and Banking*, 2003, 32(4), 936–966.

Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // Jackson Hole Economic Policy Symposium Proceedings. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013.

Roger S., Stone M. On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets. IMF Working Paper WP/05/163, 2005.

Rotemberg J. J., Woodford M. An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy // *NBER Macroeconomics Annual*, 1997, 12, 297–346.

Sachdeva P., Ahmad W. The Active and Passive Fiscal-Monetary Policy Regimes and India's Government Expenditure Shocks: Which Stand Matters the Most? // *SSRN Electronic Journal*. 2023. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4527103>.

Sargent T., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1981, Vol. 5, No. 3, Pp. 1–17.

Shaheen R. Testing fiscal dominance hypothesis in a structural VAR specification for Pakistan. *Scientific Annals of Economics and Business*. 2018. Vol. 65. No. 1. Pp. 51–63. DOI: 10.2478/saeb-2018-0003.

Svensson L. Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets // *EJ*, 1997, 106(446), 1111–1146.

Taylor J. B. Discretion versus Policy Rules in Practice // *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, 39, 195–214.

Tanner E, Ramos A. Fiscal Sustainability and Monetary versus Fiscal Dominance: Evidence from Brazil, 1991–2000. *Applied Economics*. 2003. Vol. 35. Pp. 859–873. DOI: 10.1080/0003684032000056832.

Schmitt-Grohé S., Uribe M. Optimal simple and implementable monetary and fiscal rules // *Journal of Monetary Economics*, 2007, 54(6), 1702–1725.

Woodford M. Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy // *Economic theory*, 1994, Vol. 4, No. 3., Pp. 345–380. DOI: 10.1007/BF01215377.

Woodford M. Price level determinacy without control of a monetary aggregate. In Handbook of Macroeconomics (eds. J. B. Taylor & M. Woodford). Amsterdam: Elsevier, 1999. 1745 p.

Woodford M. Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier // American Economic Journal: Macroeconomics. 2011. 3(1), 1–35.

Woodford M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton University Press, 2003.

World Economic Outlook: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim. International Monetary Fund. Washington, DC. 2025. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/10/14/world-economic-outlook-october-2025>

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. СОПОСТАВЛЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ РАЗЛИЧНЫХ ВИДОВ ДКП В УСЛОВИЯХ ШОКОВ НА ОСНОВЕ СЦЕНАРНОГО АНАЛИЗА DSGE-МОДЕЛИ ДЛЯ РОССИИ

В последние годы в международных дискуссиях по макроэкономической политике для открытых экономик центральное место заняла концепция интегрированной финансовой политики (Integrated Policy Framework, IPF). Под моделями интегрированной финансовой политики понимается подход, в котором классический инструмент денежно-кредитной политики (процентная ставка) дополняется тремя группами инструментов: валютными интервенциями, макропруденциальным регулированием и мерами управления потоками капитала. Совместное использование этих инструментов рассматривается как способ минимизировать совокупные потери по инфляции, выпуску и финансовой стабильности в условиях глобального финансового цикла и ограниченной автономии денежно-кредитной политики, описанных в работах H. Rey и последующих исследованиях МВФ²³⁸.

Канонический вывод литературы по моделям интегрированной финансовой политики таков: если финансовых фрикций нет (либо они слабы), оптимален классический режим плавающего курса и процентной ставки, а дополнительные инструменты фактически не используются (Basu et al., 2020; IMF, 2020). Когда же экономику характеризуют неглубокий валютный рынок, высокая долларизация балансов и низкая заякоренность инфляционных ожиданий комбинация ставки, валютных интервенций,

²³⁸ Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // Jackson Hole Economic Policy Symposium Proceedings. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013; International Monetary Fund. Toward an Integrated Policy Framework for Open Economies. IMF Policy Paper. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2020; Brandão-Marques L., Gelos G., Narita M., Nier E. Leaning Against the Wind: A Cost-Benefit Analysis for an Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/123. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2020.

макропруденциальных мер и мер управления потоками капитала может снижать совокупные потери по инфляции и выпуску по сравнению с режимом только процентной ставки (Adrian et al., 2020; Chen et al., 2023).

При этом эффект инструментов интегрированной финансовой политики оказывается сильно зависим от природы шока. Для внешних финансовых шоков (всплески глобального неприятия риска, рост премий за риск) модели демонстрируют положительную роль пакета из ставки, макропруденциальных мер и/или мер управления потоками капитала, а валютных интервенций — преимущественно как вспомогательного инструмента для устранения дисфункции рынка, а не для устойчивого таргетирования курса. Для шоков условий торговли и нефтяных цен подчеркивается важность гибкого обменного курса и аккуратного, временного использования валютных интервенций, особенно при наличии валютных несоответствий. Наконец, при внутренних проинфляционных шоках основная нагрузка по стабилизации инфляции должна лежать на процентной ставке, тогда как валютные интервенции и меры управления потоками капитала используются ограниченно и, в первую очередь, с точки зрения финансовой стабильности, а не как прямые инструменты борьбы с инфляцией.

Описание модели: структура, уравнения, данные. В работе используется линейная новокейнсианская динамическая стохастическая модель общего равновесия для малой открытой экономики (Россия) в отклонениях от стационарного состояния, разработанная в логике моделей интегрированной финансовой политики и включающая четыре основных блока:

1. базовое новокейнсианское ядро (кривая равновесия на товарном рынке, кривая Филлипа, правило Тейлора, натуральная ставка);
2. внешний сектор (внешняя ставка, инфляция, внешний спрос, нефть, реальный обменный курс);
3. финансовый блок (условие непокрытого паритета процентных ставок с премией за риск, индекс волатильности фондового

рынка США, базисный спред, портфельные потоки, чистые иностранные активы и торговый баланс);

4. блок политик (процентная ставка, валютные интервенции, меры управления потоками капитала).

Стандартное для моделей интегрированной финансовой политики новокейнсианское ядро и внешний сектор дополнены финансовым блоком, который (i) раскладывает премию непокрытого паритета процентных ставок на компоненты глобального риска и внешних спредов, (ii) учитывает роль портфельных потоков и динамики чистых иностранных активов, и (iii) вводит тождество валютного рынка и индикатор «давления на курс», на который могут реагировать валютные интервенции и меры управления потоками капитала²³⁹.

Оценивание выполняется на квартальных данных по России и внешней среде (внутренняя инфляция, разрыв выпуска, ключевая ставка, изменение курса и внешние якоря), а также по индикаторам внешних финансовых условий и внешней позиции (индекс волатильности фондового рынка США, базисный спред, торговый баланс, чистые иностранные активы, международные резервы). Переменные приведены к сопоставимым единицам (процентные величины — в долях, курсы — в лог-разностях, показатели внешнего баланса — в процентах к ВВП).

Байесовское оценивание и калибровка параметров.

Параметры модели оцениваются байесовским методом на российской квартальной выборке. Применяется стандартный алгоритм:

- поиск моды постериорного распределения;
- численное приближение постериора (лапласовская аппроксимация);
- метод Монте-Карло с несколькими цепями и проверка сходимости.

²³⁹ Примечание: формальная запись уравнений соответствует каноническим спецификациям моделями интегрированной финансовой политики (IMF, 2020; Basu et al., 2020; Adrian et al., 2020; Chen et al., 2023).

Для дальнейшего сценарного анализа структурные параметры фиксируются на уровне **постериорных средних**. Таким образом, модель для импульсных откликов и стресс-анализа представляет собой «калиброванную по оценкам» версию.

Режимы политики и стресс-сценарии. Рассматриваются четыре режима, различающиеся набором активных инструментов:

1. **Режим 1: M (только процентная ставка)** — в экономике действует только правило Тейлора.
2. **Режим 2: M + FXI** — к процентной ставке добавляется правило валютных интервенций, реагирующее на портфельные потоки и давление на курс.
3. **Режим 3: M + CFM** — к процентной ставке добавляются меры управления потоками капитала (налоги/ограничения, зависящие от чистых иностранных активов).
4. **Режим 4: M + FXI + CFM** — все три инструмента используются одновременно.

Обоснование выбора и калибровки стресс-сценариев.

Стресс-сценарии задаются как четырехквартальные траектории шоков к ключевым внешним и внутренним драйверам с геометрическим затуханием. Калибровка опирается на постериорные оценки волатильности шоков и дополнительную проверку реалистичности через стандартизированные отклонения соответствующих наблюдаемых рядов. Масштабы шоков выбираются в диапазоне 1–4 стандартных отклонений оцененных дисперсий, что соответствует распространенной практике макрофинансового стресс-тестирования и сопоставимо с амплитудами кризисных эпизодов в выборке (2008–2009 гг., 2014–2016 гг., 2020 г.).

Описание сценариев. Глобальный финансово-реальный кризис: VIX: $+3\sigma$; doil: $-1,5\sigma$; y^* : -1σ ; BP: -2σ ; basis: $-1,5\sigma$; ре (ожидания инфляции): $+3\sigma$; ρ_i : $+1\sigma$.

Сценарий имитирует одновременный сильный рост глобального риска и ухудшение реальных условий для российской экономики: падение мирового спроса и цен на нефть, отток

портфельного капитала и расширение внешних спредов, сопровождаемые резким де-якорением инфляционных ожиданий.

Финансовый кризис бегства от риска: $VIX: +4\sigma$; $doil: -0,5\sigma$; $y^*: -0,5\sigma$; $BP: -3\sigma$; $basis: -3\sigma$; $pe: +2,5\sigma$; $pi: +1\sigma$.

Сценарий описывает эпизод преимущественно финансового стресса: существенный рост глобальной волатильности и премий за риск, масштабный отток портфельного капитала и ухудшение внешних условий финансирования, при умеренном снижении нефти и внешнего спроса и заметном, но менее экстремальном де-якорении ожиданий.

Нефтяной шок условий торговли: $doil: -4\sigma$; $y^*: -1\sigma$; $VIX: +2\sigma$; $basis: -1,5\sigma$; $BP: -1\sigma$; $pe: +1\sigma$; $pi: +1\sigma$.

Сценарий моделирует резкое ухудшение условий торговли из-за глубокого падения цен на нефть и одновременного снижения внешнего спроса, сопровождаемые умеренным эпизодом неприятия риска на глобальных рынках.

Импульсные отклики по стресс-сценариям. Для дополнительной иллюстрации результатов рассмотрены импульсные отклики разрыва выпуска и инфляции (отклонение от цели) на многопериодные шоки в трех сценариях на горизонте двадцати кварталов для четырех режимов политики. Во всех сценариях передача идет преимущественно через внешние финансовые условия и обменный курс: ухудшение внешних премий и/или условий торговли приводит к обесценению валюты, временному росту инфляционного давления и снижению выпуска, после чего по мере реакции политики и затухания шоков переменные возвращаются к целям. Дополнительные инструменты влияют главным образом на валютный и финансовый блок: валютные интервенции сглаживают динамику курса и внешней позиции, тогда как меры управления потоками капитала ограничивают амплитуду потоков капитала и премий; различия между режимами по разрыву выпуска и инфляции в большинстве случаев носят количественный характер.

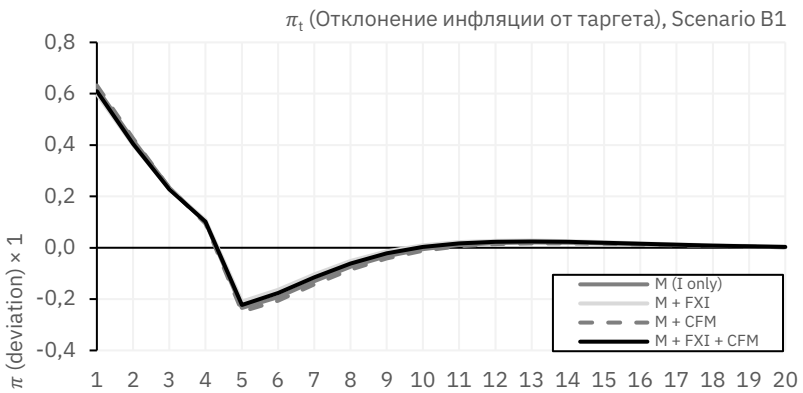
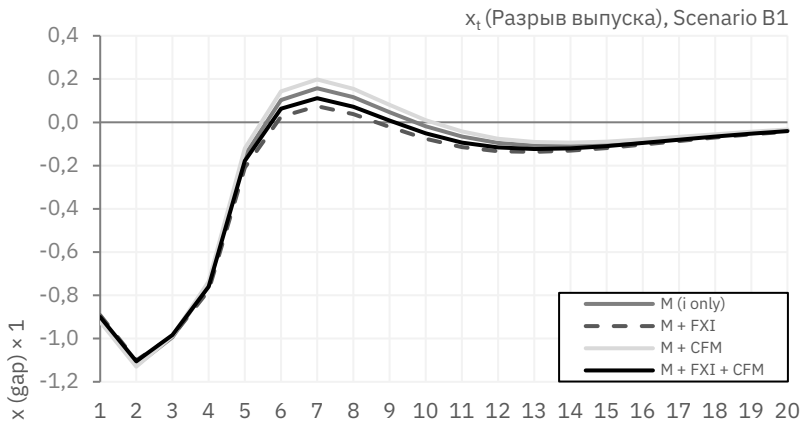
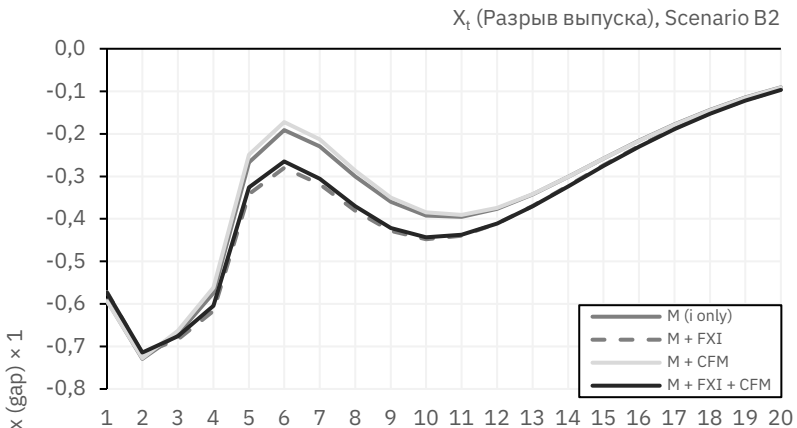


Рис. П1. Импульсные отклики для сценария комплексного глобального кризиса (4 квартала шоков)



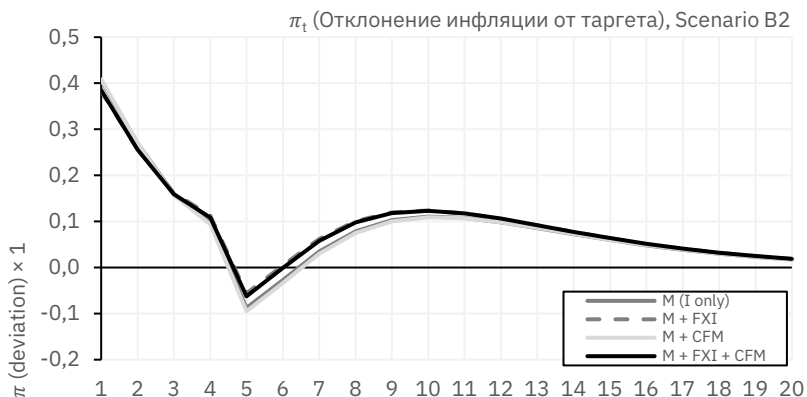


Рис. П2. Импульсные отклики для сценария финансового кризиса бегства от риска (4 квартала шоков)

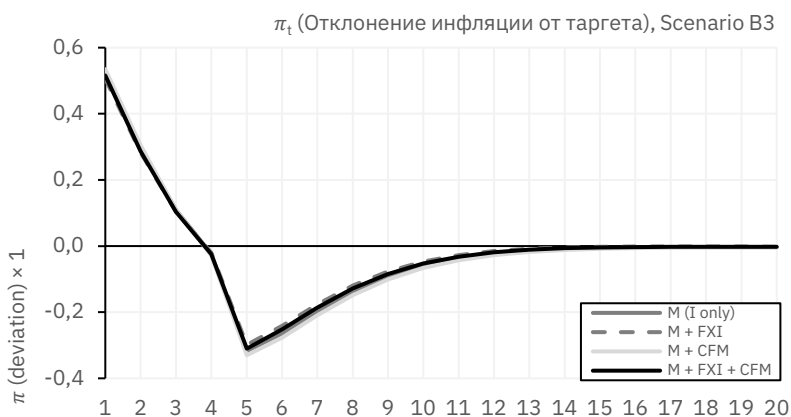
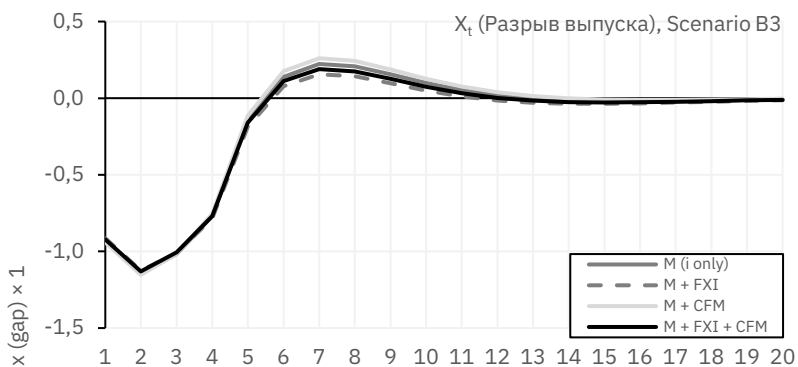


Рис. П3. Импульсные отклики для сценария шока нефтяных цен (4 квартала шоков)

Функции потерь и результаты сравнения режимов. Обозначим отклонение инфляции от цели (1):

$$\tilde{\pi}_t = \pi_t - \pi^*, \quad (1)$$

Дисконт-фактор β совпадает с межвременным коэффициентом в модели, тогда функция потерь задается следующим образом (2):

$$L = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t (\tilde{\pi}_t^2 + x_t^2), \quad (5)$$

Количественные результаты. Для каждого из четырех режимов по трем кризисам рассчитывается значение функции потерь, представленные в таблице П1.

Таблица П1. Потери, рассчитанные по квадратичной функции потерь

Режим ДКП / Кризис	глобальный	финансовый	нефтяной
1. Только ставка ДКП	4.468	5.048	1.767
2. Ставка и валютные интервенции	4.528	5.593	1.715
3. Ставка и меры управления потоками капитала	4.475	5.023	1.790
4. Ставка, интервенции и меры управления потоками капитала	4.532	5.570	1.735

Для интерпретации удобно также рассматривать **процентные отклонения** от базового режима 1:

$$\Delta L^{(r,s)} = \frac{L^{(r,s)} - L^{(1,s)}}{L^{(1,s)}} \times 100\%. \quad (5)$$

Таблица П2. Процентные изменения значений функции потерь относительно режима 1 (только ставка) *

Режим ДКП/ Кризис	глобальный	финансовый	нефтяной
1. Только ставка ДКП	0.00	0.00	0.00
2. Ставка и валютные интервенции	1.36	10.81	-2.97
3. Ставка и меры управления потоками капитала	0.17	-0.49	1.27
4. Ставка, интервенции и меры управления потоками капитала	1.43	10.36	-1.82

* Строки — режимы политики (1–4), столбцы — сценарии кризисов.

Основные выводы по результатам стресс-тестов. Полученные на российской модели результаты во многом согласуются с международными выводами по моделям интегрированной финансовой политики, но выявляют и важные отличия. В сценарии глобального финансово-реального шока все режимы с дополнительными инструментами (интервенции и/или меры управления потоками капитала) дают потери, очень близкие к базовому режиму только процентной ставки. Это соответствует выводам моделей интегрированной финансовой политики о том, что при крупных совмещенных реальных и финансовых шоках ключевую работу выполняют ставка и допустимая гибкость курса, а выигрыш от сложных комбинаций инструментов может быть ограниченным.

Во втором сценарии (финансовый кризис) чистые валютные интервенции заметно ухудшают результат по сравнению с базовым режимом, тогда как режим с мерами управления потоками капитала дает небольшое улучшение, а комбинация интервенций и мер управления потоками капитала в основном унаследует издержки валютных интервенций. Это близко к выводам мировой литературы о том, что «защитное» сглаживание курса без адресных мер к финансовым искажениям может накапливать дисбалансы, в то время как макропруденциальные меры и меры

управления потоками капитала лучше подходят для работы с внешними финансовыми рисками²⁴⁰.

Напротив, при шоке условий торговли/нефти именно валютные интервенции в сочетании со ставкой дают наибольшее снижение потерь, тогда как сопровождение ставки мерами управления потоками капитала слегка ухудшает результат, а совместное использование всех инструментов улучшает его, но меньше, чем добавление только интервенций. Такой результат согласуется с аргументом моделей интегрированной финансовой политики в пользу ограниченного сглаживания курса при неблагоприятных нефтяных шоках в экономиках с валютными несоответствиями, но подчеркивает, что для российской структуры шоков и балансовых уязвимостей ключевым инструментом в таких эпизодах выступают именно интервенции, а не ограничения потоков капитала²⁴¹.

В практическом плане результаты указывают на контекстную настройку набора инструментов: при глобальном финансово-реальном шоке приоритетны ставка и гибкость курса; при финансовом — предпочтительны адресные меры управления потоками капитала (при осторожном использовании интервенций); при нефтяном — ключевым дополнением к ставке выступают валютные интервенции.

²⁴⁰ Basu S., Boz E., Gopinath G., Roch F., Unsal D. F. A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/121. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2020.

²⁴¹ Adrian T., Erceg C. J., López-Salido D., Plagborg-Møller M., Tuladhar A. A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/122. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2020; Chen J., Lombardo G. [et al.]. A Model-Based Evaluation of the Integrated Policy Framework: Applications to Emerging Markets. IMF Working Paper. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2023.

РОССИЯ 2035: К НОВОМУ КАЧЕСТВУ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

Аннотация



В докладе рассматриваются перспективы развития экономики России до 2035 года. Представлены альтернативные сценарии развития мировой экономики. Формулируются предложения по мероприятиям экономической политики, направленной на проведение структурно-технологической модернизации и реализацию экономического потенциала. Дается оценка основных макроэкономических и структурных характеристик развития экономики России, ее отраслей и регионов.

Опубликовано в открытом доступе: <https://ecfor.ru/pr-2025>

ПРОСТРАНСТВЕННЫЙ АСПЕКТ НАУЧНО-ТЕХНОЛОГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ: ЭКОСИСТЕМНЫЙ ПОДХОД И ФОРМИРОВАНИЕ МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫХ ПАРТНЕРСТВ.

Аннотация



В докладе рассматриваются пространственные аспекты научно-технологического развития России и возможности формирования межрегиональных технологических партнерств на базе экосистемного подхода, который позволяет учитывать сложность, самоорганизацию и нелинейность инновационных процессов, а также роль среды в формировании устойчивых межрегиональных связей. Анализируется неравномерность распределения научно-технологического и инновационного потенциала между регионами, выявляются структурные ограничения и институциональные барьеры, препятствующие равномерному развитию. Рассматриваются теоретические основы и зарубежный опыт преодоления пространственных диспропорций научно-технологического развития, включая модели региональных инновационных экосистем, стартап- и бизнес-экосистем. Особое внимание уделяется организационным формам создания межрегиональных технологических партнерств, способных компенсировать локальный недостаток ресурсов и обеспечить устойчивое воспроизводство инновационной активности. Рассматриваются принципы формирования распределённых экосистем, основанных на сложившейся специализации регионов, цифровых платформах и механизмах институционального сопряжения. Выделяется роль технологических лидеров – компаний, способных выступать системными интеграторами инновационного развития, инициаторами научно-технологических проектов и якорными участниками экосистем.

Опубликовано в открытом доступе: <https://ecfor.ru/nr-2025>

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ РОСТА РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ: АНАЛИЗ И ПРОГНОЗ

Аннотация



В докладе рассматриваются потенциальные возможности роста российской экономики в современных условиях. Анализируются фундаментальные факторы, связанные с демографией, состоянием производственного потенциала, возможностями использования первичных ресурсов, потенциальной емкостью внутреннего и внешнего рынков. Важное место уделено вкладу научно-технологического развития в формирование долгосрочного потенциала экономического роста. Проанализированы ключевые направления использования имеющегося экономического потенциала. Рассмотрены вопросы модернизации финансового сектора.

Опубликовано в открытом доступе: <https://ecfor.ru/pr1-2022>

Научное издание

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ И БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА В РОССИИ: ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

Научный доклад ИНП РАН

Согласно Федеральному закону РФ от 29.12.2010 №436-ФЗ
данная продукция не подлежит маркировке

Подписано в печать 30.04.2026. Формат 60х90 1/16
Печать цифровая. Бумага офсетная № 1. Печ. л. 25,25
Тираж 500 экз. Заказ 0564

Отпечатано в типографии ООО «Клуб печати»

Москва, 127018, 3-й проезд Марьиной рощи,
д. 40, корп. 11, стр. 1

Тел.: +7 (929) 982-72-82

www.club-print.ru